

宏观与大类资产周报：一个新的问题

报告要点：

本周关注——

- 整体经济仍可大致看作走平。2月PMI的下滑有一定的春节因素在，而且，商品周期也同时企稳，比如PMI中的购进价格映射的PPI在-2.8%左右。
- 地产可以稍加关注，30个大中城市商品房成交面积在2月日均成交14万平（同比降65%），是2020年2月以来的最低值。
- 即使地产在常态负增长状态，这种增速上的突然下跌也值得思虑，一个可能是：如果流动性梗阻降低了M2，实体资金链的问题可能会发酵地产问题，比如，1月法拍房套数同比增长48%，这个链条虽然长，但也现实。
- 本质上，流动性梗阻问题还是需要化解，区域流动性之间的高墙并不坚固，如果实体流动性大体在收缩状态，不可能其中有某个局部区域的流动性可以幸免于难，如果当前的地产可以用这个大势解释，那说明现在的金融问题已经传导到了实体比较深的层面。
- 这个现象若无化解，资产风格会一直在risk-off状态内，当然，上周的权益市场上涨以及周五债券市场的下跌，只能归于市场交易层面的心态问题造成的短时波动。
- 从海外成熟经济体的历史经验来看，当流动性梗阻发生时，央行的首要举措都是快速大幅度地下调基准利率，次贷危机后的美国、欧债危机后的欧元区、上世纪90年代的日本，皆是如此，我们接下来能否执行非常规宽松政策，将是一个破局的重点。

投资建议——

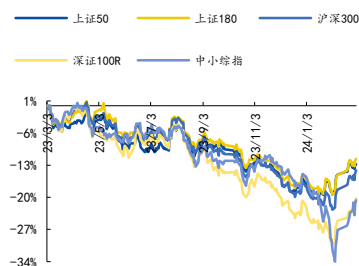
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但目前内溢的外部流动性能够基本稳住库存周期，这导致经济基本面至少是平的，但需要时时警惕流动性梗阻的问题开始对实体产生实质性拖累。
- 资产配置：如果流动性梗阻还在，那risk-off将是一个超出周期理解范畴的趋势。
- 利率债：在宽信用出现之前，建议维持高杠杆、长久期，如果对行情反转非常警惕的话，可以适度注重一下持仓的流动性问题，把部分30Y超长期券换仓到10Y长期券就好，过度收缩久期并无必要。
- 权益市场：近期股市的上涨说明投资者还是有些信心的，这些信心可能源于对即将召开的两会的政策预期。历史经验来看，历次股市上涨，都需要流动性（狭义社融）或者经济名义增速至少其一的好转。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是，地产信用还要等等，关注万科非标债延期事件的后续进展。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前的商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品可能即将出现一个上行的波段，此中尤其可以关注原油价格的修复。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	3027.02
深圳成指：	9434.75
沪深300：	3537.80
中小盘指：	3496.11
创业板指：	1824.03

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

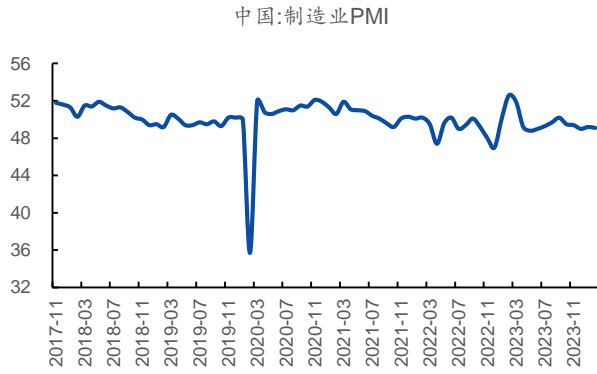
- 《宏观与大类资产周报：特别的政策给特别的你》
2024.02.25
- 《当LM曲线不再移动：关于LPR的调降》
2024.02.20

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

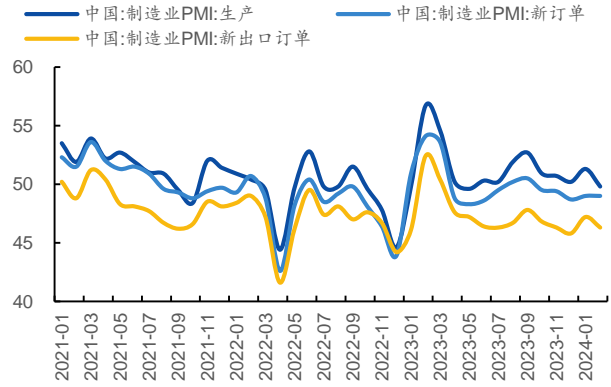
暂时还不是经济的问题，2月PMI的下滑有一定的春节因素在，而且，商品周期也同时企稳，比如PMI中的购进价格映射的PPI在-2.8%左右。

图 1：2月PMI较上月下行0.1个百分点（单位：%）



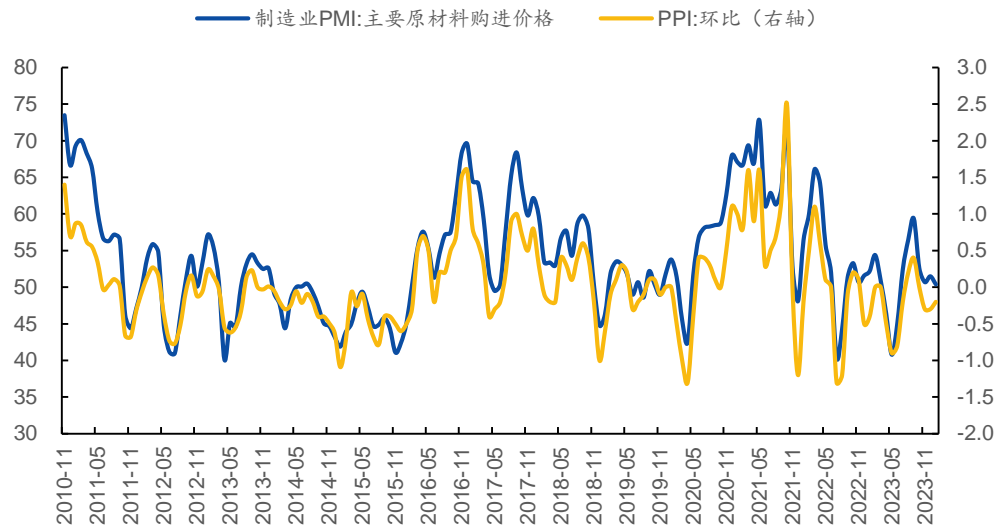
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：PMI生产分项下降幅度较大（单位：%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

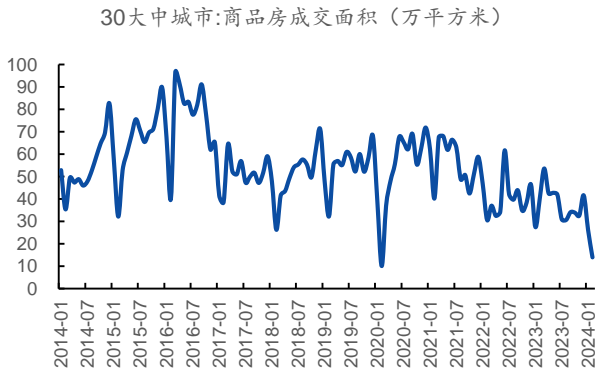
图 3：PPI 环比与 PMI 原材料购进价格相关性强（单位：%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

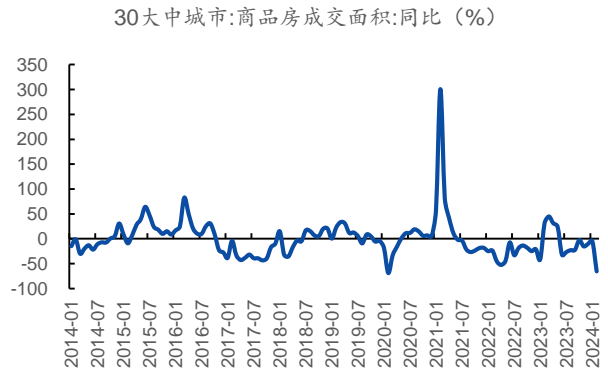
地产需要稍加关注了，30个大中城市商品房成交面积在2月日均成交只有14万平（同比降65%），这些数据创了2020年2月以来的最低值。

图 4：30 个大中城市商品房日均成交面积情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

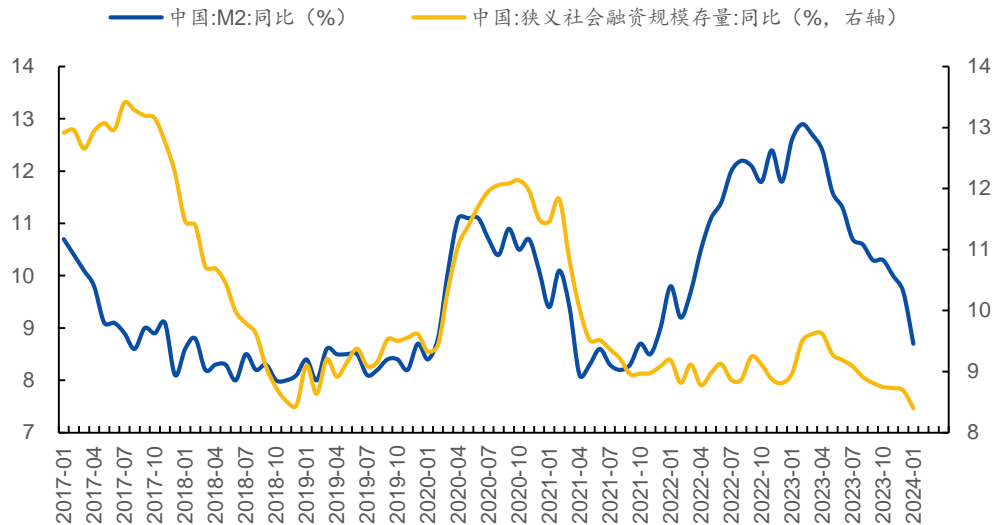
图 5：30 个大中城市商品房销售面积同比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

即使地产在常态负增长状态，这种增速上的突然下跌也值得思虑，一个可能是：如果流动性梗阻降低了 M2，实体资金链的问题可能会发酵地产问题，比如，1 月法拍房套数同比增长 48%，这个链条虽然长，但也现实。

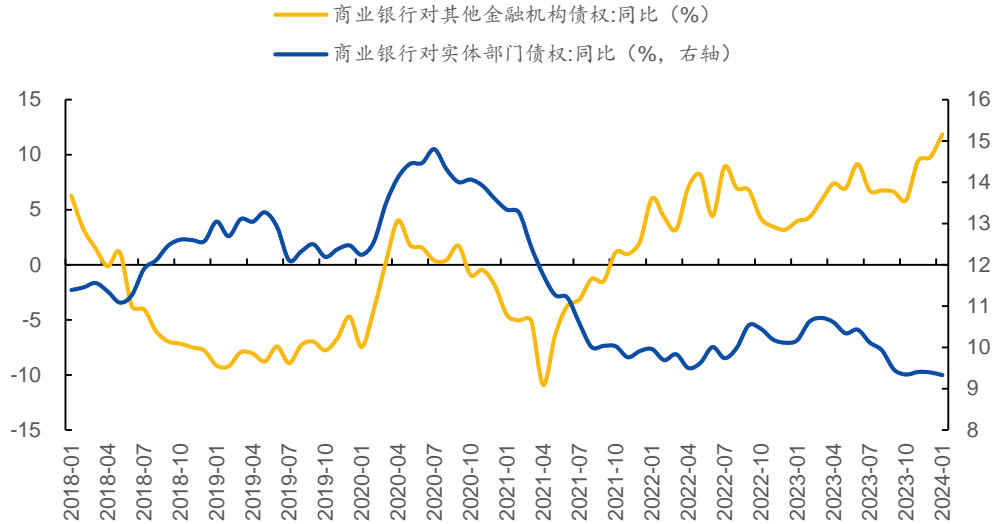
图 6：流动性梗阻可能降低了 M2



资料来源：Wind，国元证券研究所

本质上，流动性梗阻问题还是需要化解，区域流动性之间的高墙并不坚固，如果实体流动性大体在收缩状态，不可能其中有某个局部区域的流动性可以幸免于难，如果当前的地产可以用这个大势解释，那说明现在的金融问题已经传导到了实体比较深的层面。

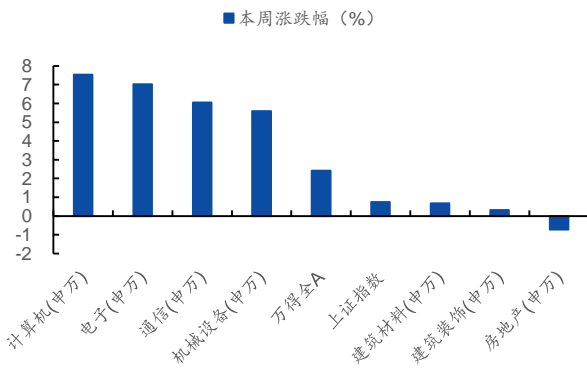
图 7：流动性梗阻问题需要化解



资料来源：Wind, 国元证券研究所

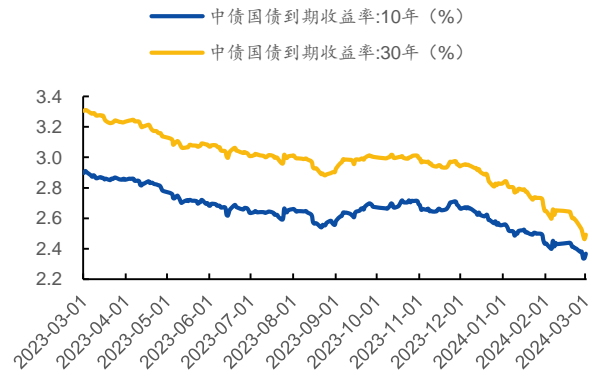
这个现象若无化解，资产风格会一直在 risk-off 状态内，当然，上周的权益市场上涨以及周五债券市场的下跌，只能归于市场交易层面的心态问题造成的短时波动。

图 8：春节后股市持续上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 9：长债（超长债）收益率持续下行



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从海外成熟经济体的历史经验来看，当流动性梗阻发生时，央行的首要举措都是快速大幅度地下调基准利率，次贷危机后的美国、欧债危机后的欧元区、上世纪 90 年代的日本，皆是如此，我们接下来能否执行非常规宽松政策，将是一个破局的重点。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188