

## 宏观与大类资产周报：跨周期的资产

### 报告要点：

#### 本周关注——

- 本周两会召开，政府工作报告再次彰显政策定力。今年政策的力度和方向是市场关注的重点，从政府工作报告来看，政策的定力依旧很强，赤字率目标定在了3%，没有大幅度扩大财政赤字。
- 2月国内CPI同比增速由负转正，主要系春节假期的影响，如果把1、2月份合起来看的话，CPI同比大约在0附近，符合预期。后续预计CPI会在0以上窄幅震荡。PPI则继续走平。价格水平对货币政策不存在制约。
- 在上周周报《一个新的问题》中，我们提到要关注地产销售的变化。从30个大中城市商品房销售面积这一数据来看，2024年1、2月的数据同比下跌40%。3月前8日的数据同比下跌59%，幅度和去年比出现了明显的扩大。这一转变可能和流动性梗阻有关。
- 市场表现来看，股市的申万一级行业中，地产行业周跌幅第一，超额收益显著；商品市场中，与地产相关的品种如螺纹钢、铁矿石、玻璃的价格持续下跌；长债收益率持续下行，10Y国债收益率跌破2.3%。
- 金价续创历史新高，美债实际收益率这一传统的黄金定价锚基本失效。结合其他相关资产的表现来看，本轮金价的飙升应主要系避险情绪所致，这与不断出现的地缘政治冲突，以及美国银行业的或有危机有关。往后来看，金价有望持续上涨。
- 美国2月就业数据显示劳动力市场延续温和放缓、韧性仍存。从绝对水平来看，非农就业与薪酬水平的同比增速依旧处于历史高位，失业率仍处低位；从边际变化来看，就业市场在持续降温，供需缺口在持续弥合。我们维持美联储在年中之后降息的判断。市场反应来看，美债收益率和美元指数几乎持平，美股的回调则主要系科技股的影响。

#### 投资建议——

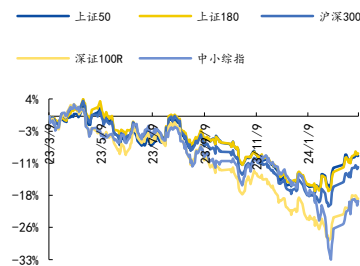
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但目前内溢的外部流动性能够基本稳住库存周期，这导致经济基本面至少是平的。
- 资产配置：如果流动性梗阻还在，那risk-off将是一个超出周期理解范畴的趋势。
- 利率债：在宽信用出现之前，建议维持高杠杆、长久期。但监管是需要密切关注的一条可能转向的线索。
- 权益市场：建议保持观望。历史经验来看，历次股市上涨，都需要流动性（狭义社融）或者经济名义增速至少其一的好转。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，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：	3046.02
深圳成指：	9369.05
沪深300：	3544.91
中小盘指：	3486.95
创业板指：	1807.29

#### 主要市场走势图



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

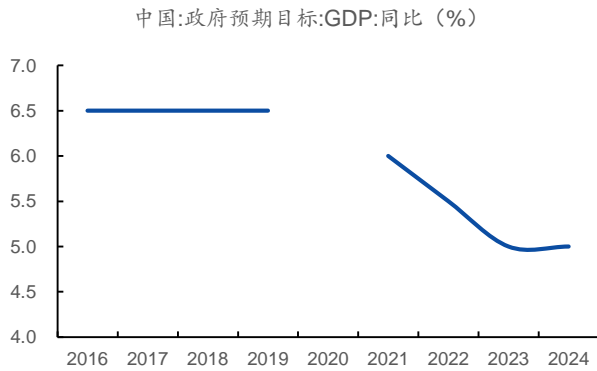
- 《往事如金：金价蕴藏的宏大叙事》2024.03.08
- 《对政府工作报告的几点理解》2024.03.05

#### 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

本周两会召开，政府工作报告再次彰显政策定力。今年政策的力度和方向是市场关注的重点，从政府工作报告来看，政策的定力依旧很强，赤字率目标定在了 3%，没有大幅度扩大财政赤字。

图 1：历年政府预期 GDP 目标



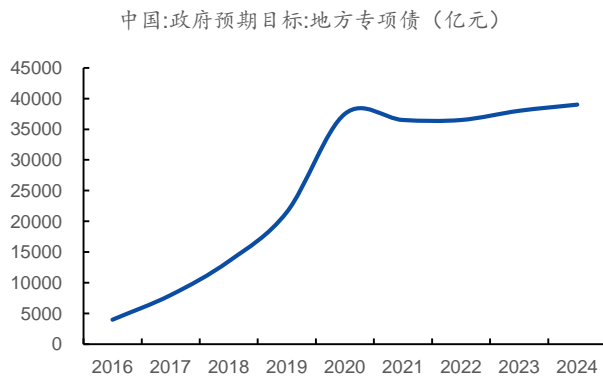
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：历年政府预期赤字率目标



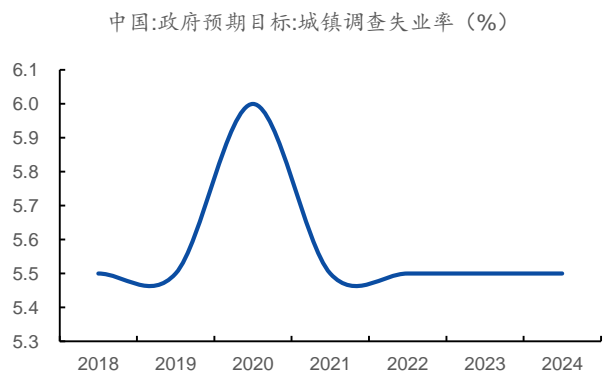
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：历年政府预期地方专项债目标



资料来源：Wind，国元证券研究所

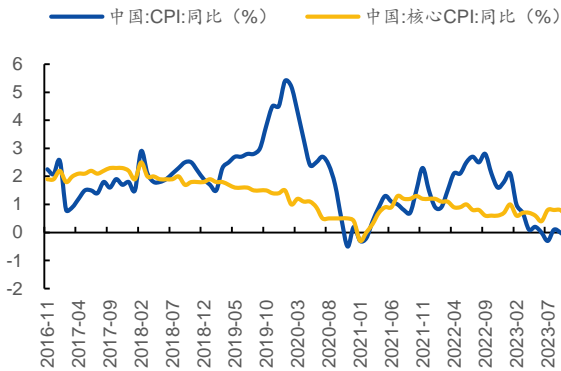
图 4：历年政府预期城镇失业率目标



资料来源：Wind，国元证券研究所

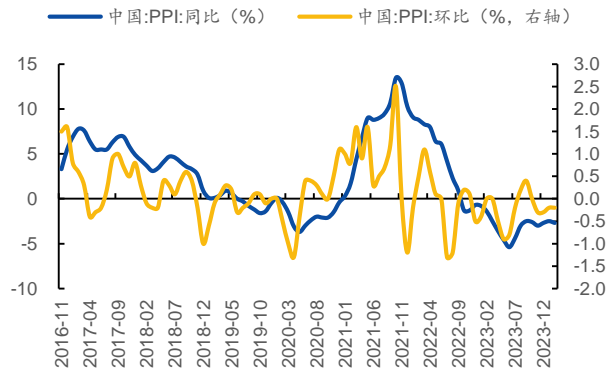
2月国内CPI同比增速由负转正，主要系春节假期的影响，如果把1、2月份合起来看的话，CPI同比大约在0附近，符合预期。后续预计CPI会在0以上窄幅震荡。PPI则继续走平。价格水平对货币政策不存在制约。

图 5：2 月国内 CPI 同比增速由负转正



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：PPI 延续走平

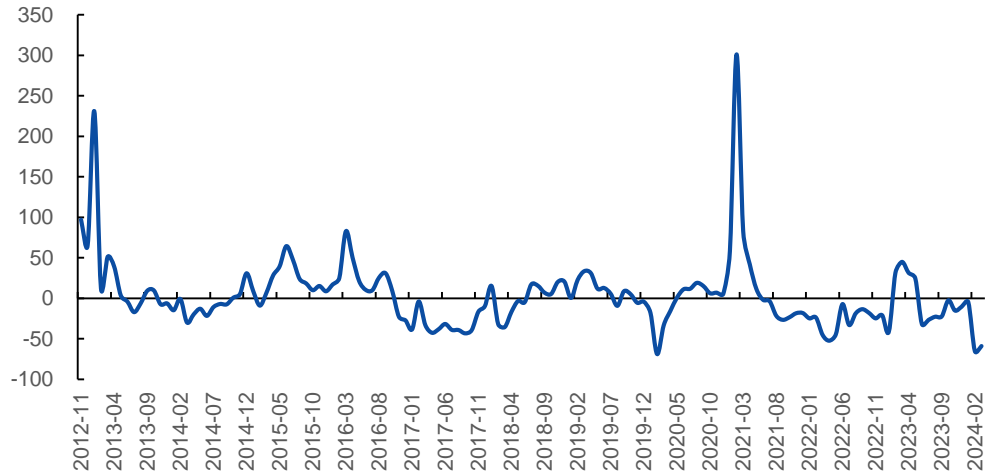


资料来源：Wind，国元证券研究所

在上周周报《一个新的问题》中，我们提到要关注地产销售的变化。从 30 个大中城市商品房销售面积这一数据来看，2024 年 1、2 月的数据同比下跌 40%。3 月前 8 日的数据同比下跌 59%，幅度和去年比出现了明显的扩大。这一转变可能和流动性梗阻有关。

图 7：30 个大中城市商品房销售面积情况

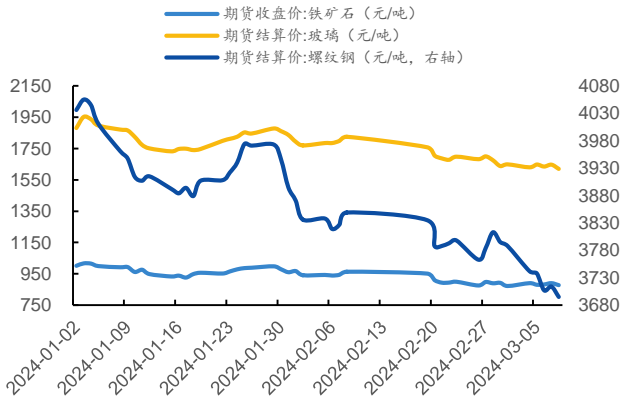
中国:30大中城市:商品房成交面积:同比 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

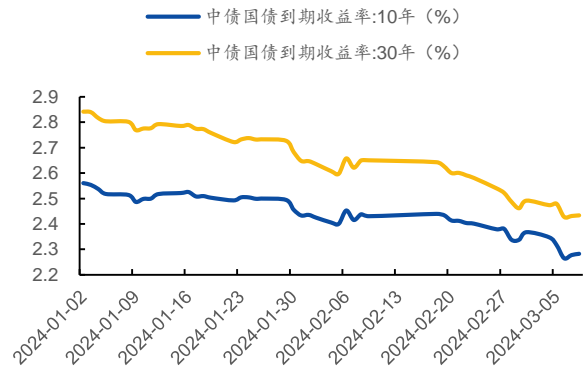
市场表现来看，股市的申万一级行业中，地产行业周跌幅第一，超额负收益显著；商品市场中，与地产相关的品种如螺纹钢、铁矿石、玻璃的价格持续下跌；长债收益率持续下行，10Y 国债收益率跌破 2.3%。

图 8：地产相关商品品种价格表现



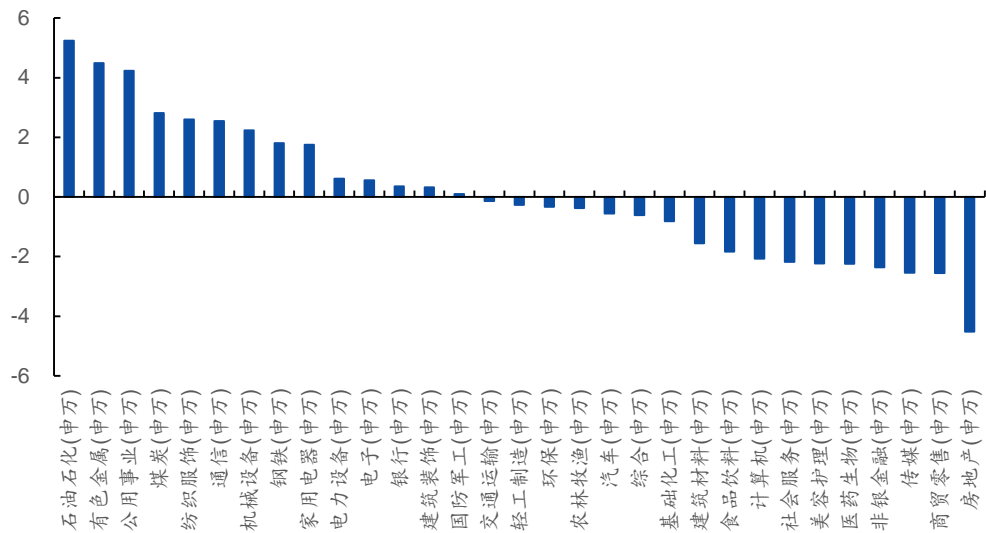
资料来源：Wind, 国元证券研究所

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

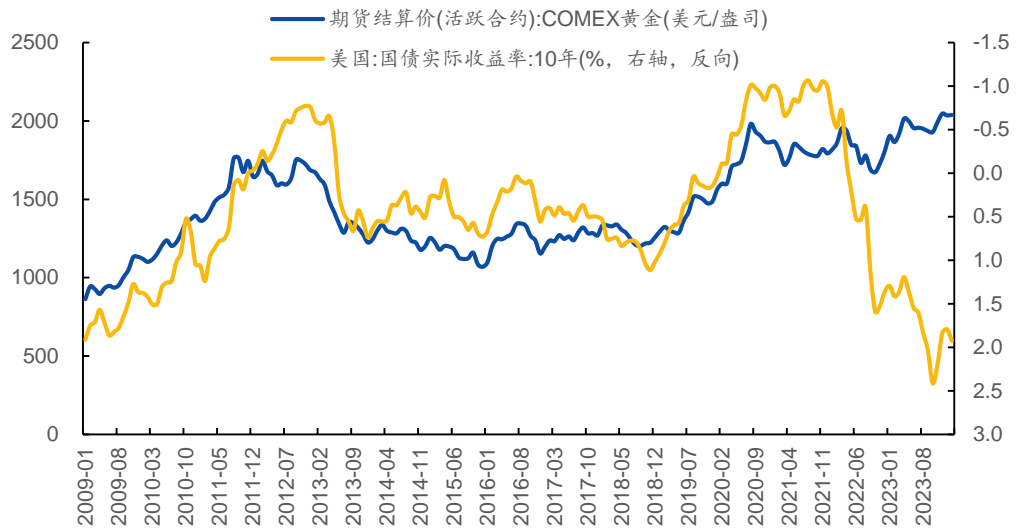
图 10：申万一级行业周涨跌幅 (%)



资料来源：Wind, 国元证券研究所

金价续创历史新高，美债实际收益率这一传统的黄金定价锚基本失效。结合其他相关资产的表现来看，本轮金价的飙升应主要系避险情绪所致，这与不断出现的地缘政治冲突，以及美国银行业的或有危机有关。往后来看，金价有望持续上涨。

图 11: 黄金价格与 10Y 美债收益率走势出现严重背离



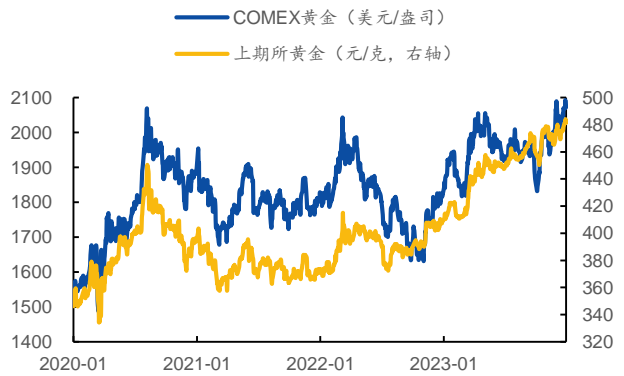
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 10Y 美债收益率仍处于高位



资料来源: Wind, 国元证券研究所

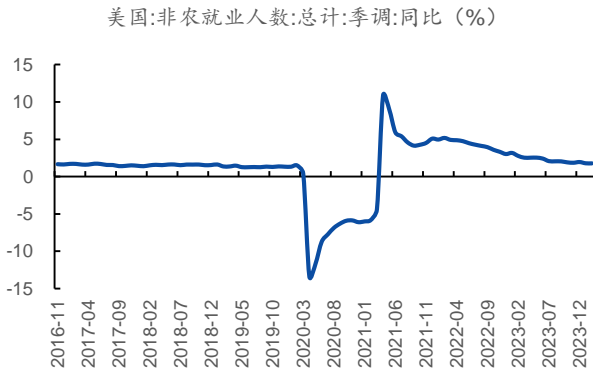
图 13: 国内金价与国际金价走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

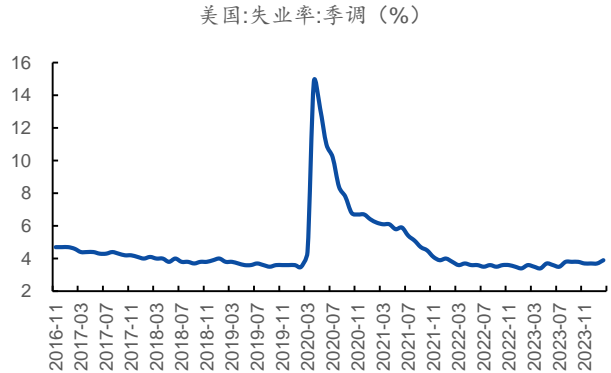
美国 2 月就业数据显示劳动力市场延续温和放缓、韧性仍存。从绝对水平来看，非农就业与薪酬水平的同比增速依旧处于历史高位，失业率仍处低位；从边际变化来看，就业市场在持续降温，供需缺口在持续弥合。我们维持美联储在年中之后降息的判断。市场反应来看，美债收益率和美元指数几乎持平，美股的回调则主要系科技股的影响。

图 14: 美国就业市场在持续降温



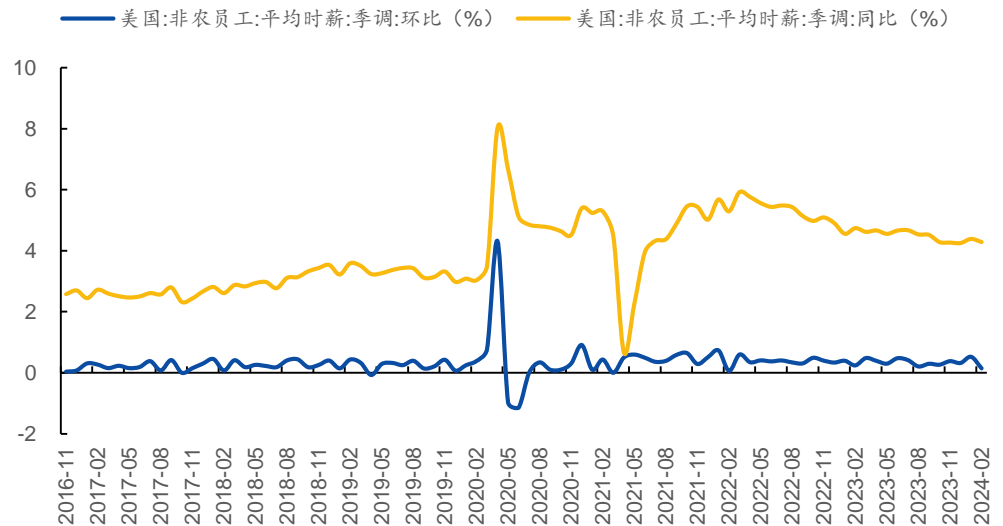
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 美国失业率仍处低位



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 美国劳动力薪酬水平在温和放缓, 但仍处于高位



资料来源: Wind, 国元证券研究所



## 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”)在中国境内(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