

宏观与大类资产周报：有为方治

投资要点：

- 金融数据显示，人民币贷款余额及狭义社融的增长速度继续收敛至 9.7% 和 7.8%，流动性梗阻问题依然萦绕。
- 地产小阳春的表现是一个层面，另一个更重要的层面是，地产周期本在基本出清的边界，却突然有了预期外的变化，30 个大中城市在 3 月前两周的成交面积同比增速为 -58%，1~2 月该数值为 -40%。
- 流动性梗阻和地产这两个预期外的变数是先后接踵而至的，从逻辑上，似乎二者也存在一定的因果联系，但这个因果关系是否是主要矛盾，还需要进一步探查。
- 在这个状态下，大类资产的表现是 risk-off 的，利率债是占优资产。若要改变这一趋势，除了对利率债交易行为的管控升级以外，也需要配合针对实体的有效政策。
- 债市行情、流动性梗阻、地产下降，如果这几个现象都是相互并生的话，那这个趋势绝非政策所愿，后续大概率会不断出台政策，试图尽快中止这个共振 risk-off 的过程。但政策可能需要个穷举的时间，在这个时间窗口内，资产风格和宏观趋势大概率不会翻转，后续政策的节奏和力度非常重要。
- 美国 CPI 略有反弹，主要系能源价格的带动。我们继续看好原油价格的修复，以及美国劳动力市场的韧性，维持美联储在今年年中之后降息的判断。近期黄金的上涨更多系避险情绪的升温所致。

投资建议：

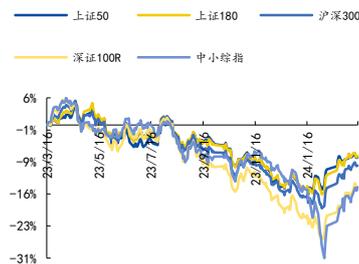
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但当前靠全球定价的库存周期，经济增长也能暂时性稳住，经济基本面不是定价资产的核心线索。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的 risk-off，这超出了周期定义的范畴。
- 利率债：关注后续政策的落地。但目前来看，债券市场不必恐高，在趋势出现扭转迹象之前，利率债应会一直处于占优状态。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品可能即将出现一个上行的波段，此中尤其可以关注原油价格的修复。

风险提示：国内宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	3054.64
深圳成指：	9612.75
沪深 300：	3569.99
中小盘指：	3549.36
创业板指：	1884.09

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《牛只是擦伤：关于债市的下跌》2024.03.13
- 《行动的勇气：发达国家流动性陷阱的启示》2024.03.12

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

金融数据显示，人民币贷款余额及狭义社融的增长速度继续收敛至 9.7%和 7.8%，流动性梗阻问题依然萦绕。

图 1：贷款余额增速继续收敛

图 2：狭义社融增速继续收敛

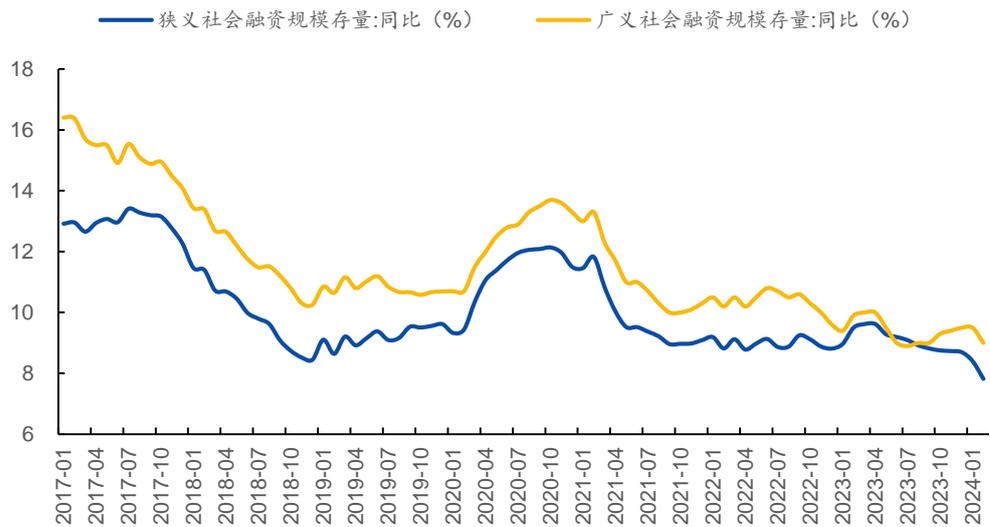


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

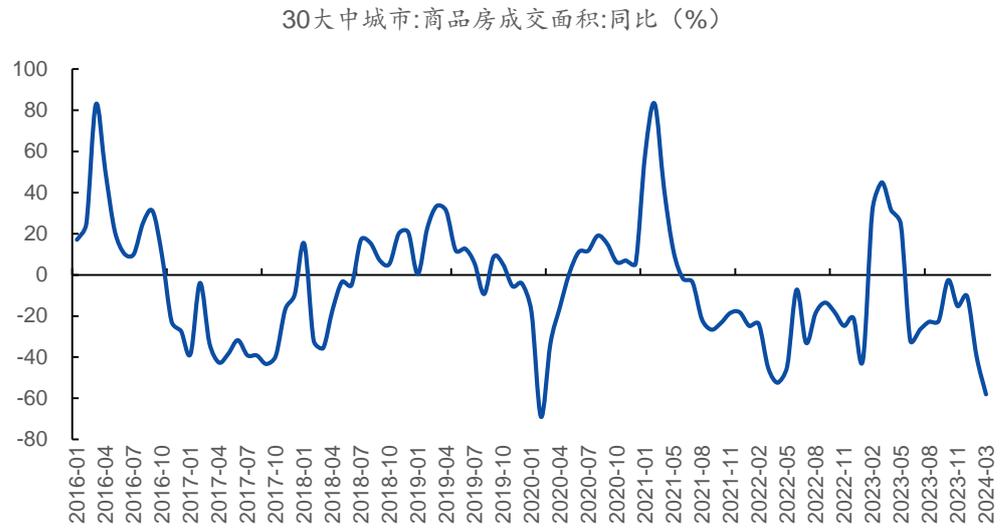
图 3：社会融资规模同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

地产小阳春的表现是一个层面，另一个更重要的层面是，地产周期本在基本出清的边界，却突然有了预期外的变化，30 个大中城市在 3 月前两周的成交面积同比增速为-58%，1~2 月该数值为-40%。

图 4：30 个大中城市商品房成交面积同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

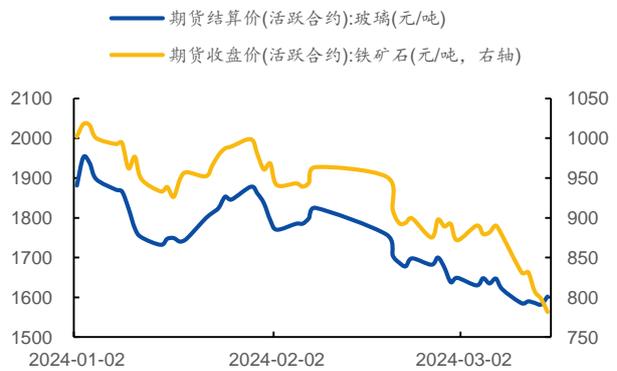
流动性梗阻和地产这两个预期外的变数是先后接踵而至的，从逻辑上，似乎二者也存在一定的因果联系，但这个因果关系是否是主要矛盾，还需要进一步探查。

图 5：螺纹钢价格近期走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：玻璃与铁矿石价格近期走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

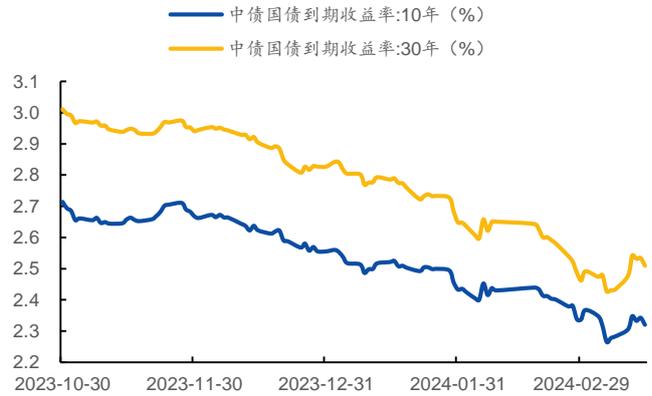
在这个状态下，大类资产的表现是 risk-off 的，利率债是占优资产。若要改变这一趋势，除了对利率债交易行为的管控升级以外，也需要配合针对实体的有效政策。

图 7：商业银行对非银金融机构债权同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：近期债券收益率持续下行

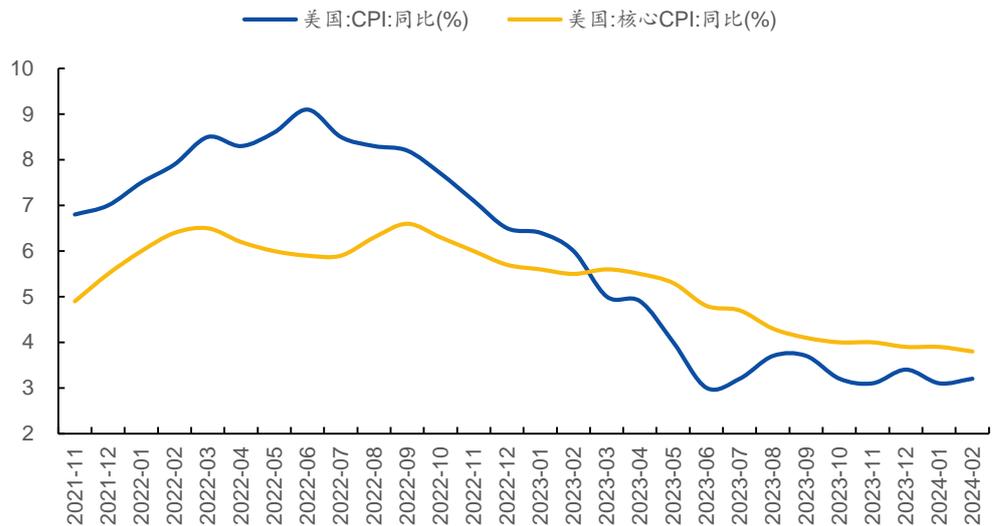


资料来源：Wind，国元证券研究所

债市行情、流动性梗阻、地产下降，如果这几个现象都是相互并生的话，那这个趋势绝非政策所愿，后续大概率会不断出台政策，试图尽快中止这个共振 risk-off 的过程。但政策可能需要个穷举的时间，在这个时间窗口内，资产风格和宏观趋势大概率不会翻转，后续政策的节奏和力度非常重要。

美国 CPI 略有反弹，主要系能源价格的带动。我们继续看好原油价格的修复，以及美国劳动力市场的韧性，维持美联储在今年年中之后降息的判断。近期黄金的上涨更多系避险情绪的升温所致。

图 9：美国 CPI 略有反弹



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