

## 宏观与大类资产周报：QE，一级准备

### 本周关注：

- 美日欧央行都可通过二级市场购买国债，向市场供应无成本资金，在这点上，之所以我国央行操作箱中没有这个工具，是因为我们有大量的法定准备金资金池，但一旦这个池子消耗殆尽，我们也可能会走发达国家的老路，央行直接买债这个事情并非近期刚刚讨论，早在2019年，我们已经有了央行购债的风声。
- 如果央行购债只限于二级市场，是不与银行法冲突的，央行买债未必近期会实施，美日欧央行在实施超大规模国债购买（QE）的时候，都对应着极低利率甚至0利率，因此，我们现在的货币政策还没有到无事可做的状态，比如当前政策利率还有不少下降空间。
- 但如果央行能直接购买国债，确实能大幅提高货币宽松的上限，我们现在的确实需要给未来QE做一些制度铺垫，虽然此事不一定有短期交易价值，但至少说明在流动性梗阻的现实下，我们当前在货币端继续宽松的决心。
- 时间差是个问题，股票和商品市场对央行购债的交易未必能持续，但债市不会有太大影响，无论是否QE，对债市来说，无非是货币宽松的斜率问题。
- 最后提一下黄金和房地产。黄金续创历史新高，我们继续看好金价未来表现，当前黄金已经不能套用传统的定价体系，其避险属性在定价中的比重越来越高。而对于房地产，虽然预期近期会有利好政策出台，但预期的改变不是一朝一夕的事情，建议对相关品种保持谨慎。

### 投资建议：

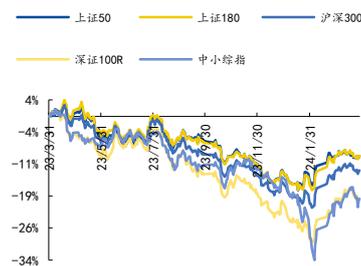
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但当前靠全球定价的库存周期，经济增长也能暂时性稳住，经济基本面不是定价资产的核心线索。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的risk-off，这超出了周期定义的范畴。
- 利率债：当前利率债最大的问题是收益率太低以至于可能无法覆盖负债端成本，建议增加交易盘增厚收益，往前看，债市的趋势没有问题，如果货币政策继续宽松，也是个曲线形态修复的过程。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品可能即将出现一个上行的波段，但可以略微注意的是，竣工的速度在大幅下滑，玻璃价格上涨的逻辑已经不复存在。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

### 主要数据：

上证综指：	3041.17
深圳成指：	9400.85
沪深300：	3537.48
中小盘指：	3454.65
创业板指：	1818.20

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

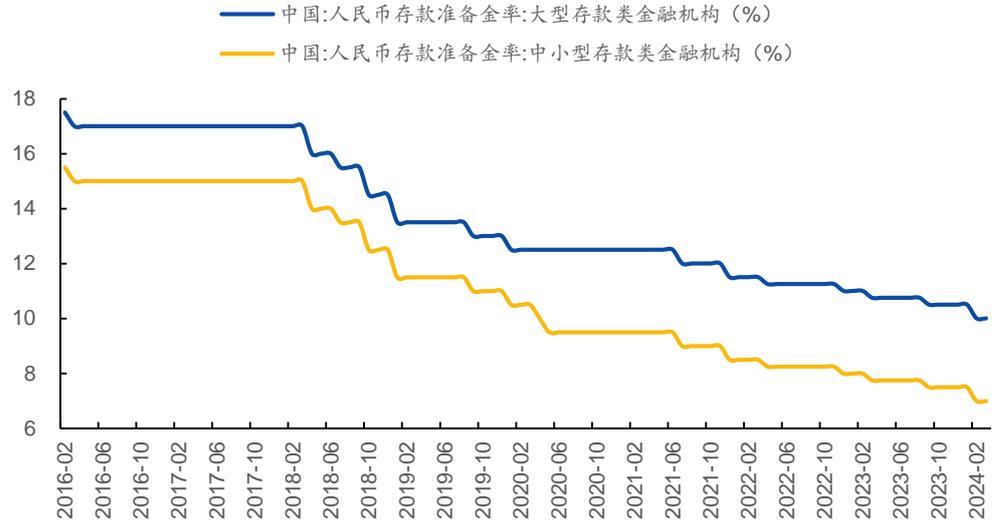
- 《宏观与大类资产周报：货币政策可能会重新选择宽松》2024.03.24
- 《宏观与大类资产周报：有为方治》2024.03.17

### 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

美日欧央行都可通过二级市场购买国债，向市场供应无成本资金，在这点上，之所以我国央行操作箱中没有这个工具，是因为我们有大量的法定准备金资金池，但一旦这个池子消耗殆尽，我们也可能会走发达国家的老路，央行直接买债这个事情并非近期刚刚讨论，早在 2019 年，我们已经有了央行购债的风声。

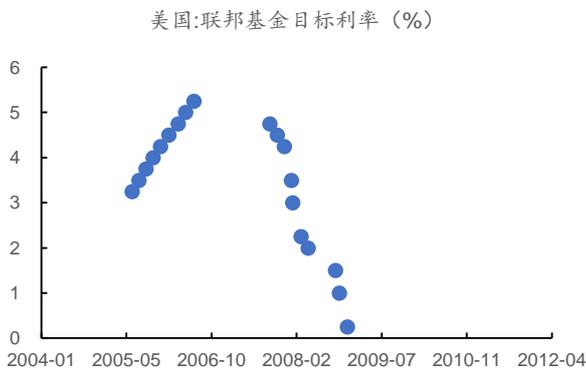
图 1：我国存款准备金率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

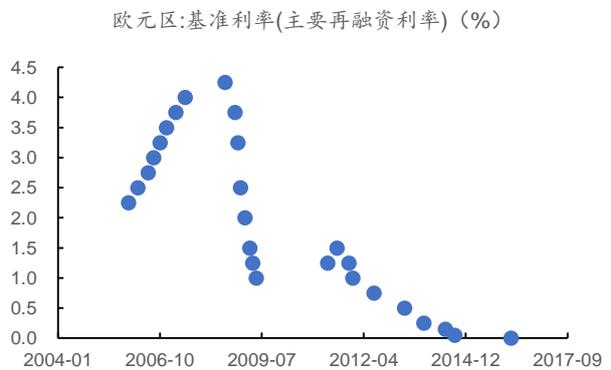
如果央行购债只限于二级市场，是不与银行法冲突的，央行买债未必近期会实施，美日欧央行在实施超大规模国债购买(QE)的时候，都对应着极低利率甚至 0 利率，因此，我们现在的货币政策还没有到无事可做的状态，比如当前政策利率还有不少下降空间。

图 2：美国 2004~2012 年政策利率走势图



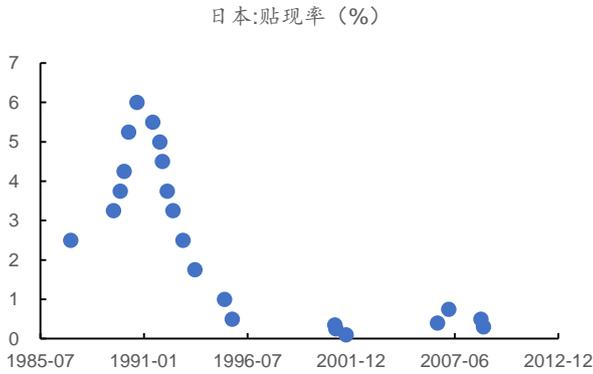
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：欧元区 2004~2017 年政策利率走势图



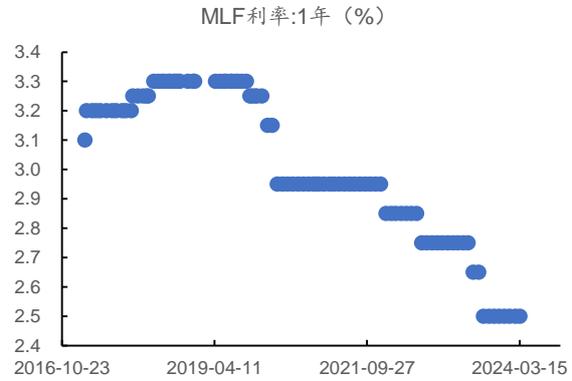
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：日本 1985~2012 年政策利率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：我国政策利率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

但如果央行能直接购买国债，确实能大幅提高货币宽松的上限，我们现在的确实需要给未来 QE 做一些制度铺垫，虽然此事不一定有短期交易价值，但至少说明在流动性梗阻的现实下，我们当前在货币端继续宽松的决心。

图 6：我国狭义社融同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

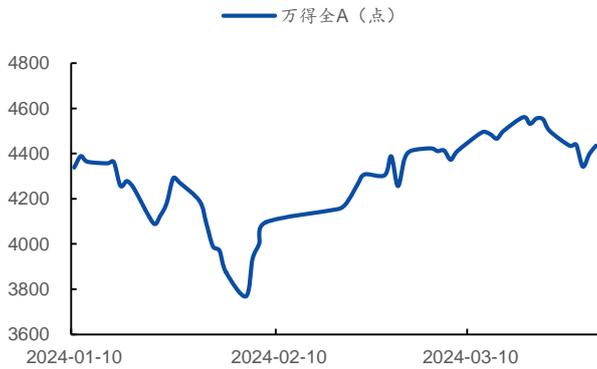
图 7：我国人民币贷款同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

时间差是个问题，股票和商品市场对央行购债的交易未必能持续，但债市不会有太大影响，无论是否 QE，对债市来说，无非是货币宽松的斜率问题。

图 8：近期股票市场表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：近期债券市场表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

最后提一下黄金和房地产。黄金续创历史新高，我们继续看好金价未来表现，当前黄金已经不能套用传统的定价体系，其避险属性在定价中的比重越来越高。而对于房地产，虽然预期近期会有利好政策出台，但预期的改变不是一朝一夕的事情，建议对相关品种保持谨慎。

图 10：近期黄金价格走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：商品房销售面积同比增速走势图



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