

宏观与大类资产周报：繁荣背后

本周关注：

- 3月PMI超季节性反弹，当前的经济状态出现了预期和现实的向上共振，但往远来看，经济的隐忧仍存，比如仍在加速向下的地产销售（3月30个大中城市商品房成交面积的同比降幅47%，较1~2月进一步扩大），比如缺乏弹性的库存周期（3月PPI同比增速约-3%，继续窄幅震荡），而这些都是当前流动性梗阻的根因。
- 经济当前的稳定会导致政策也许不会非常规宽松，但脆弱性会导致政策重启宽松，往前看，政策可能会出现两个加速拐点，这两个拐点对资产配置尤为重要。
- 美国就业数据继续超预期，PMI重回50以上，大宗商品价格也在相应反弹，无论孰因孰果，可以看到美国的状态是risk-on的，如果这些来自于美联储的数量政策的持续宽松，那该趋势也许有持续性，往后看，美联储降息的时点会晚于市场预期。我们维持此前的观点，不要对海外降息过于乐观，美股优于美债。
- 虽然看似这个共振risk-on的背后是利率债的压力，其实不然，一则当前利率债实际交易的是经济的脆弱性（大量资金堆积在商业银行体系，银行的配债需求推升了债券价格的上涨）；二则美国的货币趋向从来不会使中国的政策大幅偏离基本面，因此，利率债如果目前遇到阻力，无非是心态和节奏的问题。
- 资源股目前的弹性还不确定，当前的工业供应仍然偏过剩，这时，若没有产能破坏的改革政策或金融属性加持，仅靠实体层面的一些政策，资源价格可能不会出现非常强劲的上漲。
- 央行SPV化债工具首落广西，后续来看，这个工具是可以复制到其他省份的，央行直接参与的特殊化债会导致城投债的风险会存在普遍性的进一步下降，但具体博弈问题，还要靠自己的风控政策。

投资建议：

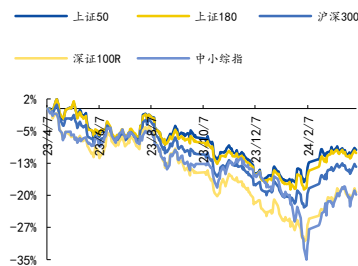
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但当前靠全球定价的库存周期，经济增长也能暂时性稳住，经济基本面不是定价资产的核心线索。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的risk-off，这超出了周期定义的范畴。
- 利率债：进入4月，供给压力成为市场的核心担忧之一，但这属于短期冲击，如果市场因此下跌，建议逢低加仓以增厚收益，往前看，债市难言反转，久期策略依然占优。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品周期可能会出现一个上行的波段，近期大宗商品的上涨也印证了这一点。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	3069.30
深圳成指：	9544.77
沪深300：	3567.80
中小盘指：	3501.64
创业板指：	1840.41

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：QE，一级准备》
2024.03.31
- 《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

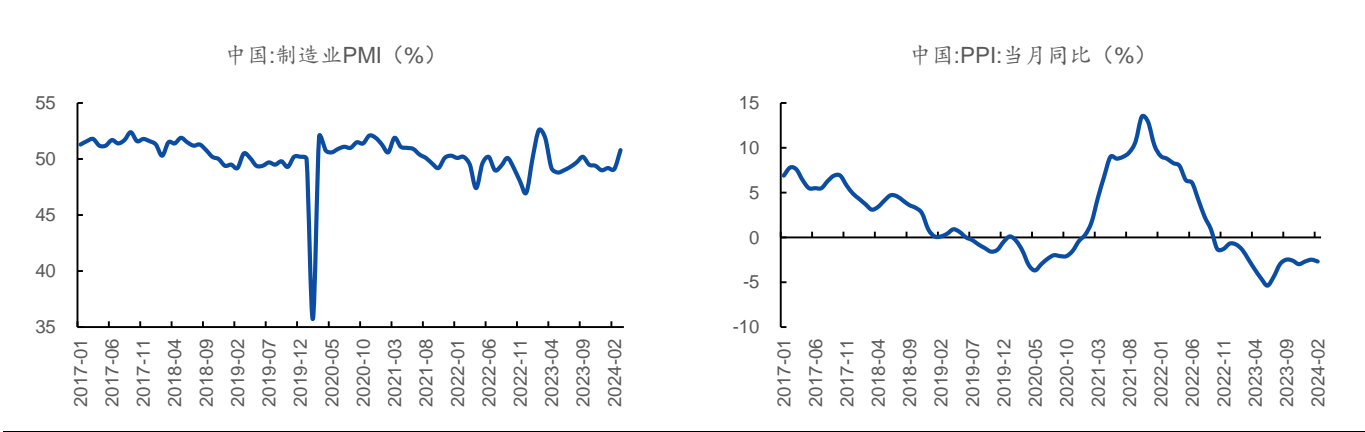
报告作者

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

3月PMI超季节性反弹，当前的经济状态出现了预期和现实的向上共振，但往远来看，经济的隐忧仍存，比如仍在加速向下的地产销售（3月30个大中城市商品房成交面积的同比降幅47%，较1~2月进一步扩大），比如缺乏弹性的库存周期（3月PPI同比增速约-3%，继续窄幅震荡），而这些都是当前流动性梗阻的根因。

图 1：中国制造业 PMI 走势图

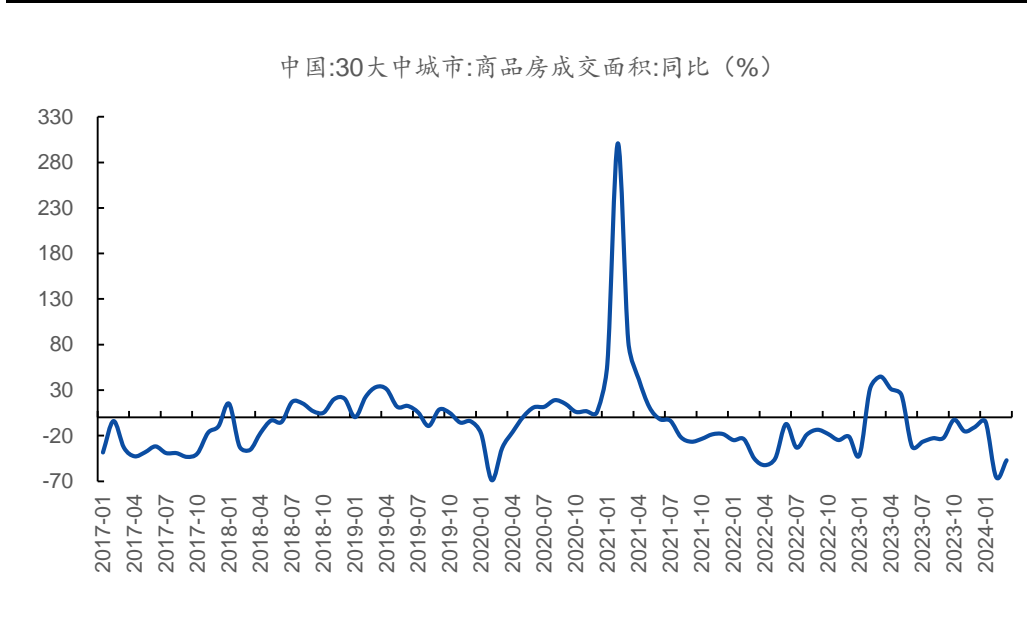
图 2：中国 PPI 走势图



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：中国 30 个大中城市商品房成交面积同比增速走势图



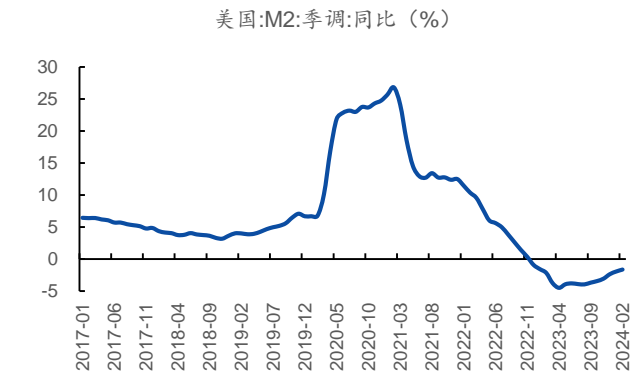
资料来源：Wind，国元证券研究所

经济当前的稳定会导致政策也许不会非常规宽松，但脆弱性会导致政策重启宽松，往前看，政策可能会出现两个加速拐点，这两个拐点所出现的时间点对资产配置尤为重要。

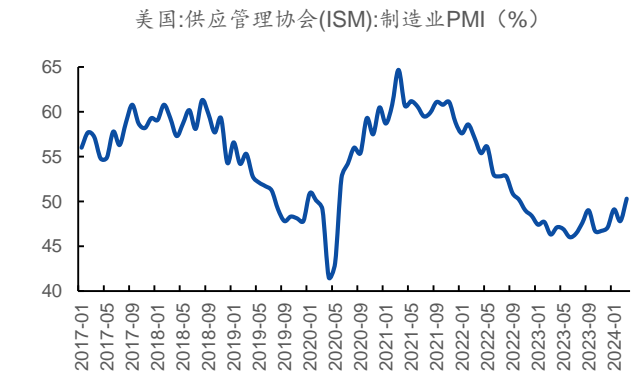
美国就业数据继续超预期，PMI 重回 50 以上，大宗商品价格也在相应反弹，无论孰因孰果，可以看到美国的状态是 risk-on 的，如果这些来自于美联储的数量政策的持续宽松，那该趋势也许有持续性，往后看，美联储降息的时点会晚于市场预期。我们维持此前的观点，不要对海外降息过于乐观，美股优于美债。

图 4：美国 M2 同比增速走势图

图 5：美国制造业 PMI 走势图

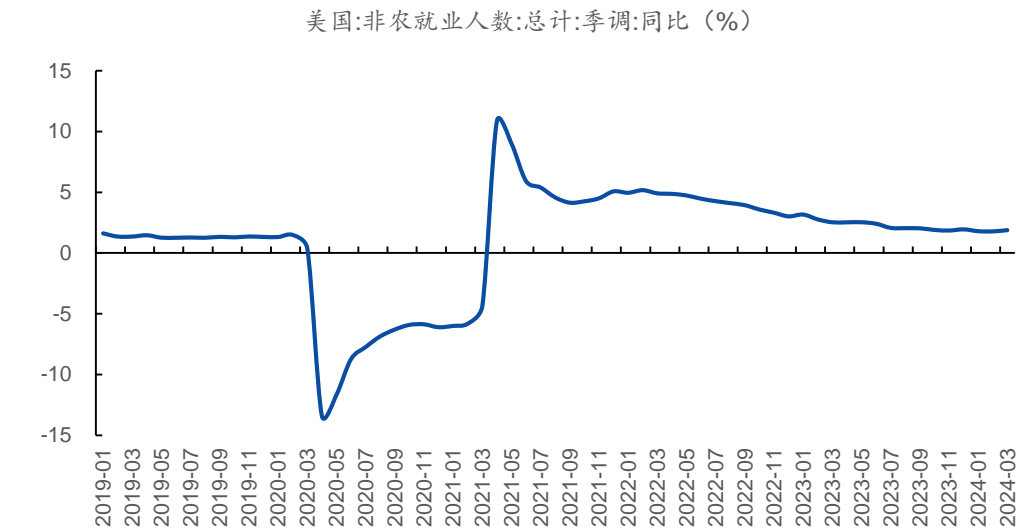


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：美国非农就业保持韧性

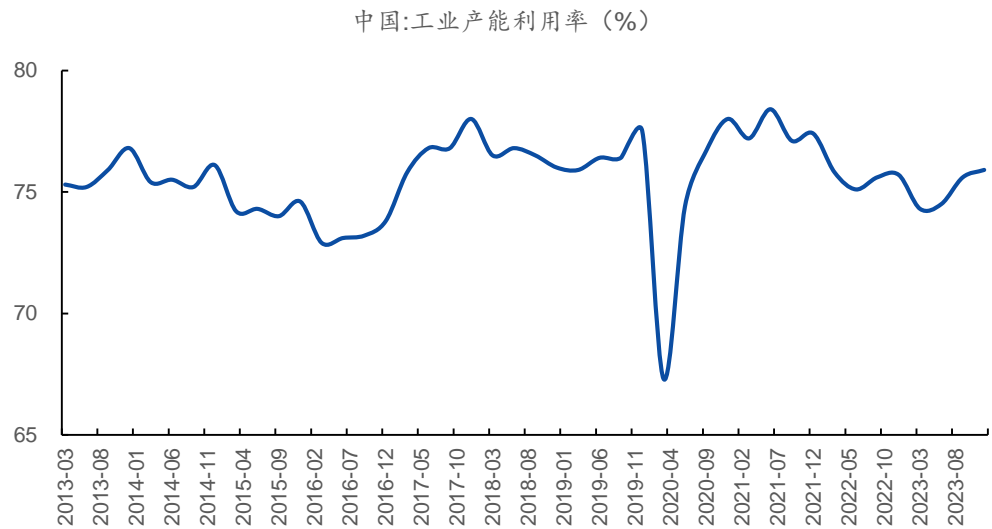


资料来源：Wind，国元证券研究所

虽然看似这个共振 risk-on 的背后是利率债的压力，其实不然，一则当前利率债实际交易的是经济的脆弱性（大量资金堆积在商业银行体系，银行的配债需求推升了债券价格的上涨）；二则美国的货币趋向从来不会使中国的政策大幅偏离基本面，因此，利率债如果目前遇到阻力，无非是心态和节奏的问题。

资源股目前的弹性还不确定，当前的工业供应仍然偏过剩，这时，若没有产能破坏的改革政策或金融属性加持，仅靠实体层面的一些政策，资源价格可能不会出现非常强劲的上涨。

图 7：中国工业产能利用率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

央行 SPV 化债工具首落广西，后续来看，这个工具是可以复制到其他省份的，央行直接参与的特殊化债会导致城投债的风险会存在普遍性的进一步下降，但具体博弈问题，还要靠自己的风控政策。

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