

## 宏观与大类资产周报：几个核心问题

### 本周关注：

● 股债商近来是齐涨的，在缺乏统一的流动性共识的情况下，各个市场交易的主线应各有不同，就国内而言，金融线索和实体线索的指向出现了背离，这可能是各个市场交易逻辑截然不同的根源。

● 具体而言，大规模设备更新推高了近期的实体数据，但从金融数据来看，企业并未积极扩张其资产负债表，看似背离的背后，实则是景气的实体数据没太改变企业的远期预期，这就导致银行体系存有大量剩余流动性的同时，存量资金在加快流转。这时，看起来很多资产都形成了微妙的平衡，实际上，几乎所有资产在沿自身方向的交易上，持续性都有待考量。

● 在这种现状之下，我们想谈谈几个核心问题：

1) 实体经济表现好，对股票市场来说绝不是全部。业绩是慢变量，估值才是快变量，估值依赖于对企业未来成长的预期，如果企业的资产负债表都在收缩，说明企业这种预期是缺失的，那市场的估值也相应存在压力，从这一点看，如果缺少流动性，股市很难戴维斯双击；

2) 债市跌不动的原因，是因为这一轮债市的上涨是有根基的，这和2016年的债牛截然不同。大量流动性剩余是当前债牛的基础，因此，如果企业预期起不来，债市的利好环境不会存在变化，供应问题、交易限制这些看起来的利空只会成为暂时性阻力；

3) 美国加息降息预期的凌乱，对商品的影响没那么大。既然商品周期在去年3月就能见底，说明商品核心逻辑不是美国降息或实体改善，而是美联储及欧元区央行的持续扩表，如果这个趋势不变，即使后续美国重新加息，对商品的影响也没有那么大，相反，国内的流动性梗阻对商品周期来说，是一个比美国加息更大的变数。

● 总结而言，存在相对确定性且可能走得偏深的资产还是利率债，若放长去看，资产风格可能还是债券占优的。

● 当然，后续实体周期和金融周期如何弥合的问题是一个关键性悬念，如果做一个大概率假设的话，如果实体偏稳能被低碳压力暂时维持住，且延后货币非常规宽松的操作的话，那可能这个弥合点会被推到明年，这时，今年最大的悬念就变成了：实体的偏稳能否扩散到预期上。

### 投资建议：

● 宏观经济：当前宏观经济已经在全局定价的库存周期的支撑下基本稳定，信用周期是一个更核心的问题。

● 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，利率债应该还是占优资产。

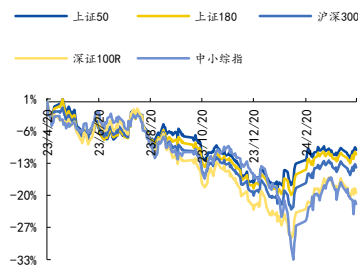
● 利率债：如果流动性梗阻无法解决，利率债的行情持续性仍然有，我们不必过多考虑曲线形态和金融监管问题，这些对利率债来说，最多只是波动项。

● 权益市场：建议保持观望，比起信用来说，市场制度并不是个核心问题。结构上来看，预计符合政策支持方向的红利板块会有相对收益，建议顺势而

### 主要数据：

上证综指：	3065.26
深圳成指：	9279.46
沪深300：	3541.66
中小盘指：	3452.14
创业板指：	1756.00

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《减碳也是增长：2024年3月经济数据印象》

2024.04.16

《宏观与大类资产周报：交易未来》2024.04.14

### 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

---

为而非逆势而动。

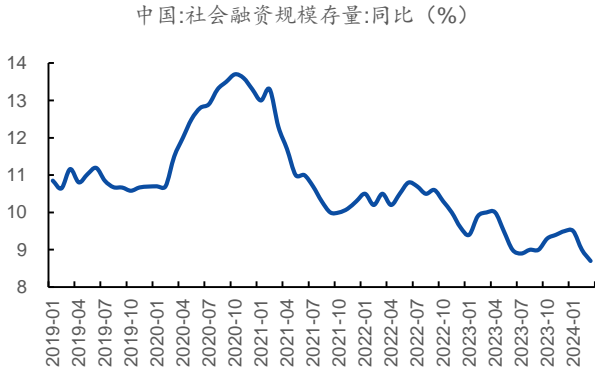
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品周期可能会出现一个上行的波段，商品可能会进入比较长的一段震荡时间。

**风险提示：**宏观政策落地不及预期等

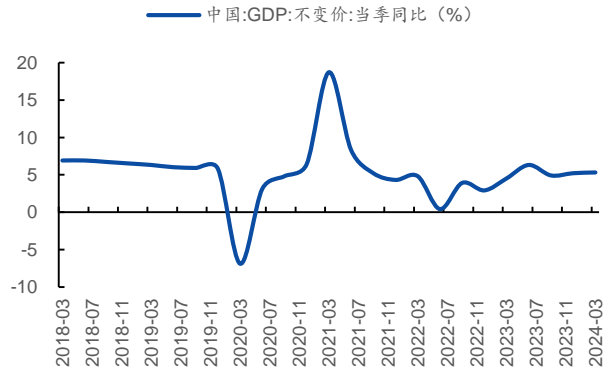
股债商近来是齐涨的，在缺乏统一的流动性共识的情况下，各个市场交易的主线应各有不同，就国内而言，金融线索和实体线索的指向出现了背离，这可能是各个市场交易逻辑截然不同的根源。

图 1：社会融资规模存量同比增速表现

图 2：我国 GDP 同比增速表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

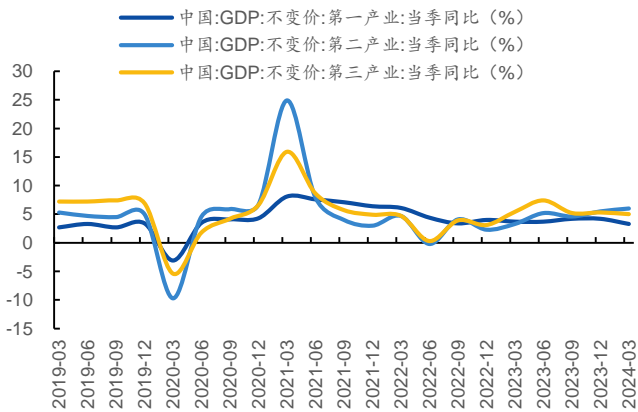


资料来源：Wind，国元证券研究所

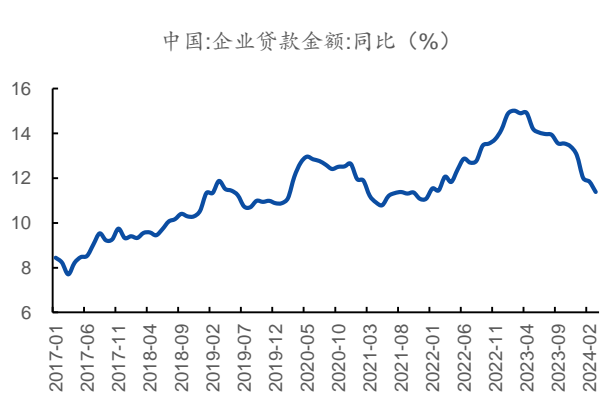
具体而言，大规模设备更新推高了近期的实体数据，但从金融数据来看，企业并未积极扩张其资产负债表，看似背离的背后，实则是景气的实体数据没太改变企业的远期预期，这就导致银行体系存有大量剩余流动性的同时，存量资金在加快流转。这时，看起来很多资产都形成了微妙的平衡，实际上，几乎所有资产在沿照自身方向的交易上，持续性都有待考量。

图 3：2024Q1 GDP 同比加速主要系第二产业的拉动

图 4：我国企业贷款同比增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

如果现状不能改变，那我们想谈谈几个核心问题：

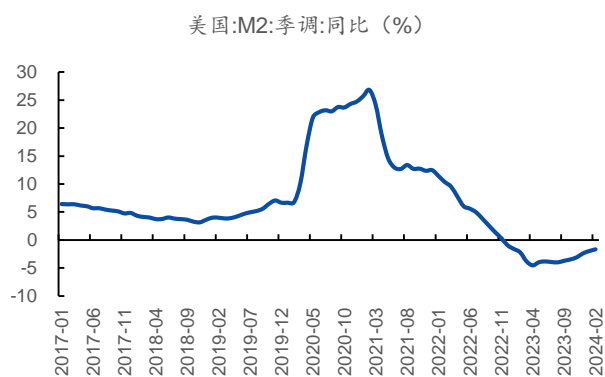
1) 实体经济表现好，对股票市场来说绝不是全部。业绩是慢变量，估值才是快变量，估值依赖于对企业未来成长的预期，如果企业的资产负债表都在收缩，说明企业这种预期是缺失的，那市场的估值也相应存在压力，从这一点看，如果缺少流动性，股市很难戴维斯双击；

2) 债市跌不动的原因，是因为这一轮债市的上涨是有根基的，这和 2016 年的债牛截然不同。大量流动性剩余是当前债牛的基础，因此，如果企业预期起不来，债市的利好环境不会存在变化，供应问题、交易限制这些看起来的利空只会成为暂时性阻力；

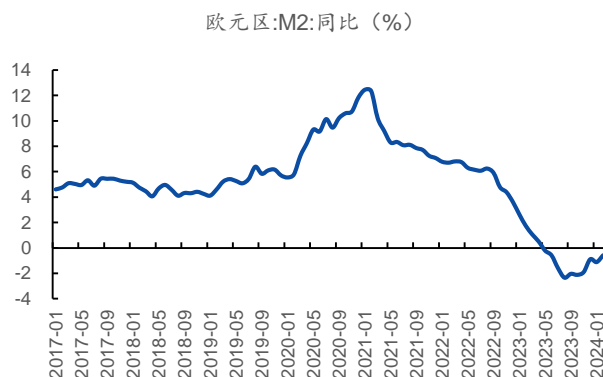
3) 美国加息降息预期的凌乱，对商品的影响没那么大。既然商品周期在去年 3 月就能见底，说明商品核心逻辑不是美国降息或实体改善，而是美联储及欧元区央行的持续扩表，如果这个趋势不变，即使后续美国重新加息，对商品的影响也没有那么大，相反，国内的流动性梗阻对商品周期来说，是一个比美国加息更大的变数。

图 5：美国 M2 同比增速情况

图 6：欧元区 M2 同比增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

总结而言，存在相对确定性且可能走得偏深的资产还是利率债，若放长去看，资产风格可能还是债券占优的。

当然，后续实体周期和金融周期如何弥合的问题是一个关键性悬念，如果做一个大概率假设的话，如果实体偏稳能被低碳压力暂时维持住，且延后货币非常规宽松的操作的话，那可能这个弥合点会被推到明年，这时，今年最大的悬念就变成了：实体的偏稳能否扩散到预期上。

## 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间接损失承担任何责任。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。

## 免责条款

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