

宏观与大类资产周报：资产风格难有变化

本周关注：

- 基本面应该是中规中矩的，PMI 在近两个月的突破似乎应归结于季节性原因，若对数据进行季节调整处理的话，季调后的 PMI 指数仍然没有突破近两年波动区间的上轨。
- 库存周期决定着基本面的下限，关乎增量的故事决定着基本面的空间，目前看，当前的基本面有下限（PMI 购进价格的弹性可观），但却缺乏想象空间（PMI 这一轮的斜率很平，有点像 2012 年）。
- 地产销售经过几个月的波动后，单月销售又稳定在-23%左右，30 个大中城市的销售面积同样如是，在连续的压力测试后，地产销售进一步下沉的概率已经不大，但反过来说，地产政策的效果也只能事后看，近三年来，地产的曲线几乎全是产业内生的。
- 消化存量地产库存实际上是种财政行为，比如 2016 年附近的货币化安置，这一次消化库存可能重点在“以旧换新”的政策上，本质上也要看财政所能提供的空间。
- A 股和恒生指数共升的背后应从交易层面去解释，毕竟基本面对两个指数没有提供很大的内生空间，但目前美元的价值是逐步上升的，美股的表现却偏一般，这就意味着全球资金的流动和交易并非大一统的逻辑，在两个维度的宏观都没有稳定的周期支撑的情况之下，权益市场的价值需要边走边看。
- 股债跷跷板也许是近期 risk-on 的根本性原因，但往后看，如果信用周期不在扩张的状态内，货币的向下流动是存在问题的，此时如果没有增量货币，仅靠资金搬家所带来的 risk-on 应是短暂且局限的。往前看的话，在一个全球库存向上的状态，很多经济体可能又到进入彼此转嫁通胀风险的囚徒困境，在这个状态内，货币政策的宽松行动也会有阻力，如果这个局面被拉长，显然是不利于资产风格的变化。

投资建议：

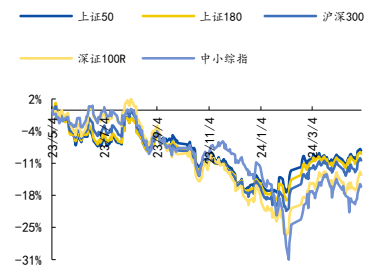
- 宏观经济：当前宏观经济已经在全球定价的库存周期的支撑下基本稳定，信用周期是一个更核心的问题。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的 risk-off，利率债应该还是占优资产。
- 利率债：如果流动性梗阻无法解决，利率债的行情持续性仍然有。在非非常规宽松政策落地之前，久期策略应仍有效。
- 权益市场：在两个维度的宏观都没有稳定的周期支撑的情况之下，权益市场的价值需要边走边看。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，但从周期意义上说，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

主要数据：

上证综指：	3104.82
深圳成指：	9587.12
沪深 300：	3604.39
中小盘指：	3548.52
创业板指：	1858.39

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《久期策略依然有效：关于利率债的几点认识及回应》2024.04.28
- 《宏观与大类资产周报：几个核心问题》2024.04.21

报告作者

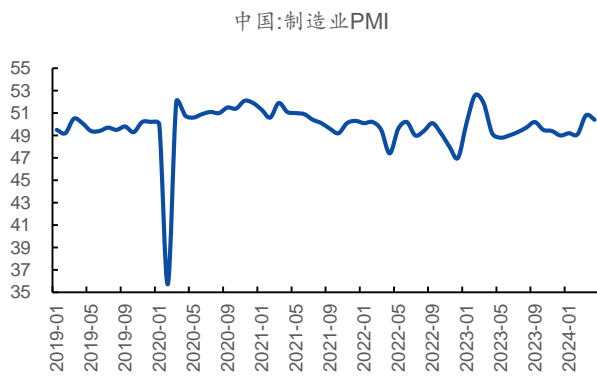
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

基本面应该是中规中矩的，PMI 在近两个月的突破似乎应归结于季节性原因，若对数据进行季节调整处理的话，季调后的 PMI 指数仍然没有突破近两年波动区间的上轨。

库存周期决定着基本面的下限，关乎增量的故事决定着基本面的空间，目前看，当前的基本面有下限（PMI 原材料购进价格的弹性可观），但却缺乏想象空间（PMI 这一轮的斜率很平，有点像 2012 年）。

图 1：PMI 指数表现 (%)

图 2：PMI 原材料购进价格分项表现 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

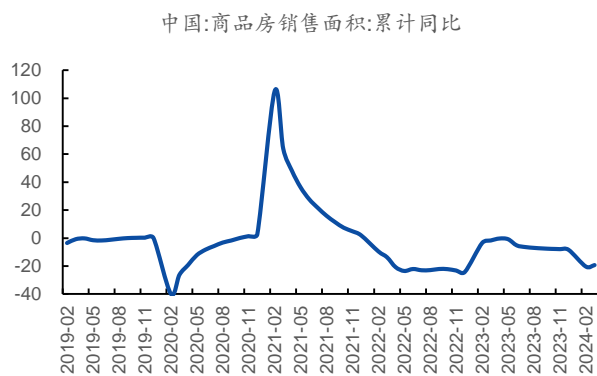


资料来源：Wind，国元证券研究所

地产销售经过几个月的波动后，单月销售又稳定在-23%左右，30 个大中城市的销售面积同样如是，在连续的压力测试后，地产销售进一步下沉的概率已经不大，但反过来说，地产政策的效果也只能事后看，近三年来，地产的曲线几乎全是产业内生的。

图 3：商品房销售面积同比增速企稳 (%)

图 4：30 大中城市商品房成交面积同比增速企稳 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所



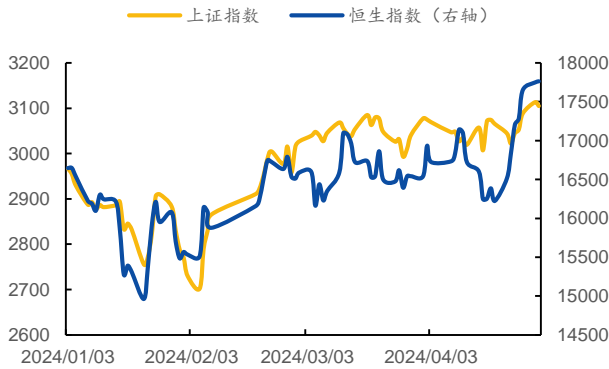
资料来源：Wind，国元证券研究所

消化存量地产库存实际上是种财政行为，比如 2016 年附近的货币化安置，这一次消化库存可能重点在“以旧换新”的政策上，本质上也要看财政所能提供的空间。

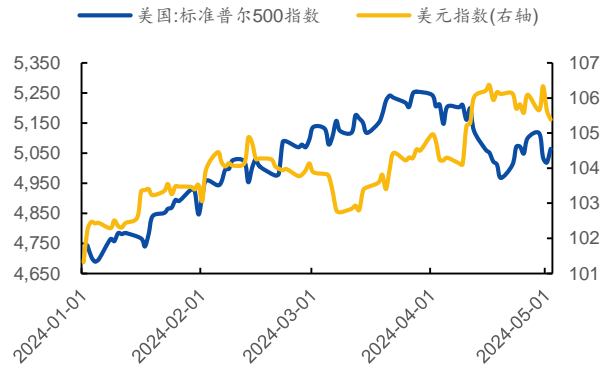
A 股和恒生指数共升的背后应从交易层面去解释，毕竟基本面对两个指数没有提供很大的内生空间，但目前美元的价值是逐步上升的，美股的表现却偏一般，这就意味着全球资金的流动和交易并非大一统的逻辑，在两个维度的宏观都没有稳定的周期支撑的情况之下，权益市场的价值需要边走边看。

图 5：近日 A 股与恒生指数共升

图 6：美元指数与美股表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

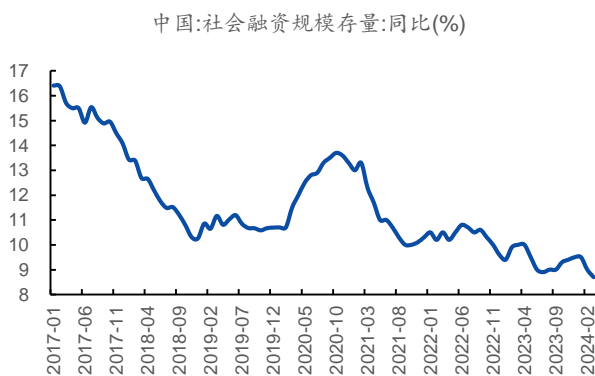


资料来源：Wind，国元证券研究所

股债跷跷板也许是近期 risk-on 的根本性原因，但往后看，如果信用周期不在扩张的状态内，货币的向下流动是存在问题的，此时如果没有增量货币，仅靠资金搬家所带来的 risk-on 应是短暂且局限的。往前看的话，在一个全球库存向上的状态，很多经济体可能又到进入彼此转嫁通胀风险的囚徒困境，在这个状态内，货币政策的宽松行动也会有阻力，如果这个局面被拉长，显然是不利于资产风格的变化了的。

图 7：社会融资规模存量同比增速表现

图 8：人民币贷款存量同比增速表现



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

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