

谈谈年后的股债商齐涨

报告要点:

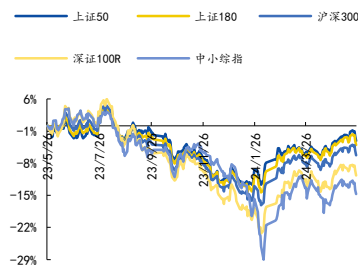
- 今年春节后，国内的股市、债市和商品市场都出现了不同程度的上涨，上证指数涨幅 8%，10Y 国债收益率下行 12bp，CRB 指数涨幅 5%。
- 股债商一般在流动性极其充裕的环境下才会同涨，但当下明显不是这个环境，比如年后 R007 是偏稳的，甚至狭义社融和贷款的同比增速出现了较大幅度的下行，这个环境可以定义为，货币政策比标准情形还要略微偏鹰。
- 究其结构来说，我们可以认清以下两点事实：一是全球流动性还在变宽，这从全球 M2 的加快就能探出趋势；二是国内出现了流动性梗阻的现象，大量资金在银行体系中打转。
- 这个国内外流动性的差异注定了当前的资产走势不会出现清晰的线索，一是按照一价定律，商品在全球流动性变宽的环境下应会上涨；二是在国内实体无法出清充分流动性的情况下，债券也有上涨甚至超涨的基本面（企业和居民的财富也会向债券市场转移）。
- 至于 A 股，更多是提前了半个身位去博弈流动性梗阻的化解，具体来说，化解这个矛盾，或者大水漫灌，或者提升实体，无论哪个，对 A 股都会有利，从节奏上看，市场似乎把更多筹码压在后者上，比如近来最快速的一轮指数上涨，就来自于地产宽松的预期及政策。
- 然而，风险在于节奏。无论是经济政策还是流动性政策，都需要一个穷举的时间，况且短期因大规模设备改造政策，偏坚挺的实体数据可能会放缓金融政策穷举的节奏。这也解释了最近 A 股市场的风格轮转极快，甚至情绪在市场上明显被放大的原因。
- 在市场力量匮乏时，财政是一个重要的维稳力量，因此，针对地产来说，收储存量房的政策目标与坚决化解地方政府债务风险的目标是不可兼容的，在此前两年的时间内，政策的重心一直在化债上，后续需要重点观察的是，政策目标在化债上的权重是否转移出一部分，这是一个反推存量房化解效果的重要线索。
- 如果没有增量货币，乐观预期就不能很快实现，那市场 risk-on 情绪应是短暂的，股债商齐涨的现象也不会持续太久，这时，国内债券还是一个占优且稳定的选项。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据:

上证综指:	3088.87
深圳成指:	9424.58
沪深 300:	3601.48
中小盘指:	3485.94
创业板指:	1818.56

主要市场走势图



资料来源: Wind

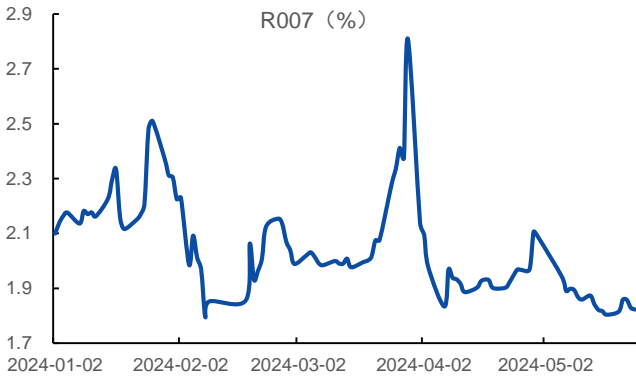
相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报：资产风格难有变化》
2024.05.05
- 《久期策略依然有效：关于利率债的几点认识及回应》2024.04.28

报告作者

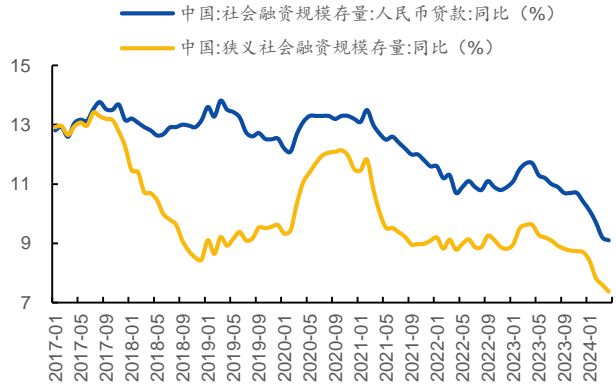
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图 1: R007 表现



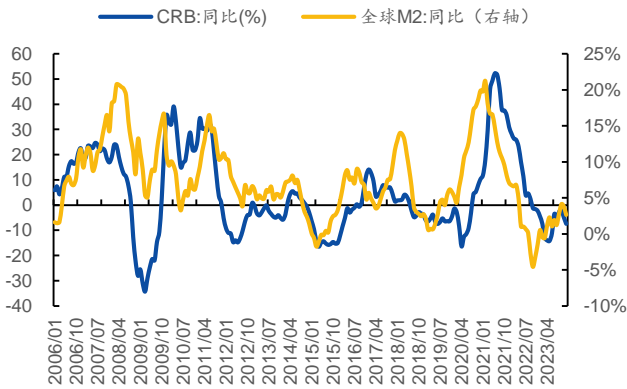
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: 信用传导的有效性在变化



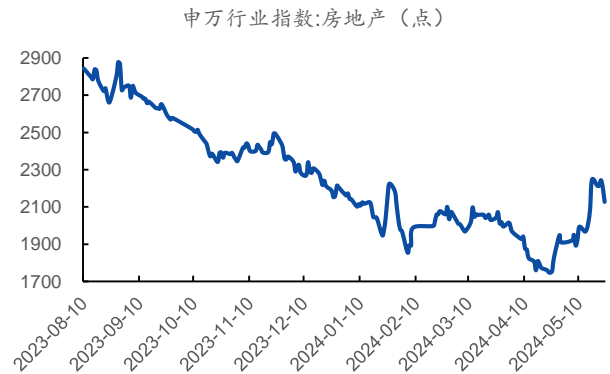
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 全球流动性在边际上在变宽



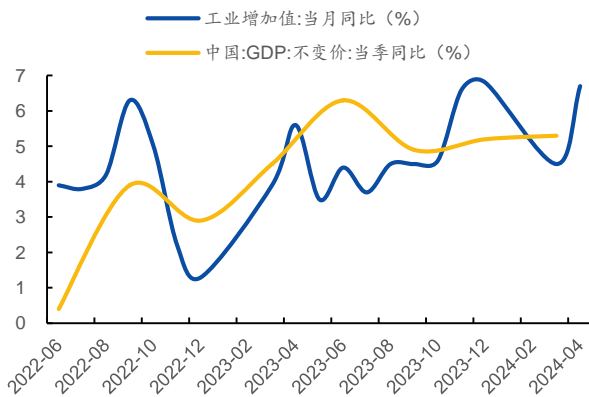
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 房地产指数近期上涨明显



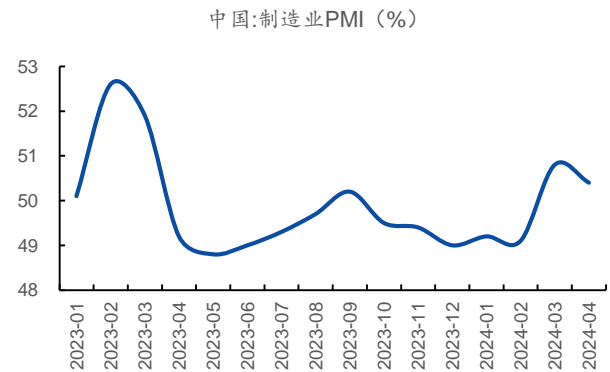
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 5: 近月的实体数据偏坚挺



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 6: PMI 近两月持续在荣枯线以上



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