

全球周期可能面临一些变数

本周关注：

- 猪羊牛价格分化，可能是消费降级的微观佐证。
- 在这个结构下，CPI 不会有太大的上升空间，但消费本身又不是一个快变量，也就是相应地，CPI 短时的下降空间也非常有限，无论对政策决策还是资产配置来说，CPI 的影响都不大。
- PPI 的向上一跃也许不具备可持续性，值得注意的是，全球的信用投放开始收缩，这和中日的信用投放问题及美元的升值有关，而这些因素存在一定的持续性，也就是说，有可能这一轮商品的上涨周期浅尝辄止。
- 流动性梗阻问题依然萦绕，贷款余额及狭义社融的增长速度继续下滑，且这种资产负债表的衰退已经开始对全球的商品表现施加影响，现在的问题已经不是外围的周期拖住国内宏观周期的问题，而是流动性问题可能会把全球的库存周期往下压。
- 资产风格面临微妙切换，一旦商品下行，全球的周期都会切换到衰退周期之中，这首先会导致全球央行的放水更为顺畅，一则美国的降息也许在年内能够看到，二则中国的货币政策已经开始明显变宽，比如 R007 已经回落到 2022Q3 以来的最低。
- 这映射到资本市场上就是风险偏好的下降，近期债市一枝独秀，表现显著优于 A 股、商品等风险资产，其背后所交易的应该就是全球周期的潜在变化。
- 这也涉及对国内宏观基本面的重新评估，如果在失去库存这个红利的状态下，基本面继续加速的斜率也基本上封住了，毕竟目前看，地产和大规模设备更新都提供不了加速的持续性。此中，30 大中城市商品房销售面积的下滑幅度在 5 月并未收窄，预期所带来的惯性还是巨大的。
- 美国 5 月 CPI 同比延续回落，但总体上还在偏稳区间，6 月 FOMC 会议继续暂停加息，如果继续按照目标制理解美国的货币政策，美国短时降息的可能性的确不大，但一旦工业品价格重新下降，美国降息将重新看到曙光，在美债上可以做一些更密切地观察及储备。

投资建议：

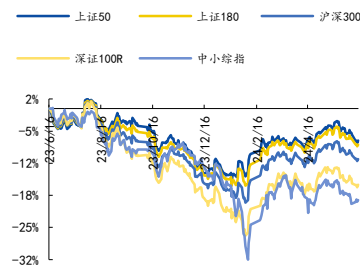
- 宏观经济：当前宏观经济已经在全局定价的库存周期的支撑下基本稳定，但全球的库存周期是否会重新下降，是个非常值得密切观察的变数。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的 risk-off，利率债应该还是占优资产。
- 权益市场：考虑到信用投放的问题依然无法解决，指数层面表现有限，可适当关注出口、出海及环保这些阿尔法层面的景气机会。
- 利率债：若流动性梗阻无法解决，利率债的行情持续性仍然有。综合考虑多方因素，建议仍然保持中性久期，但慎赌超长期利率债。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，商品有可能重新进入回落的轨道。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	3032.63
深圳成指：	9252.25
沪深 300：	3541.53
中小盘指：	3430.34
创业板指：	1791.36

主要市场走势图



资料来源：Wind

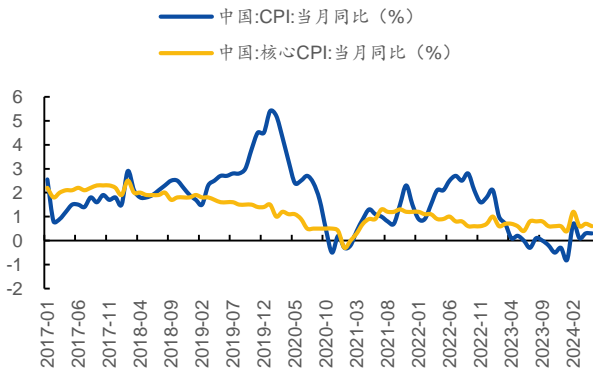
相关研究报告

- 《外是外，内是内》2024.06.10
- 《关注财政定位的微妙变化》2024.06.02

报告作者

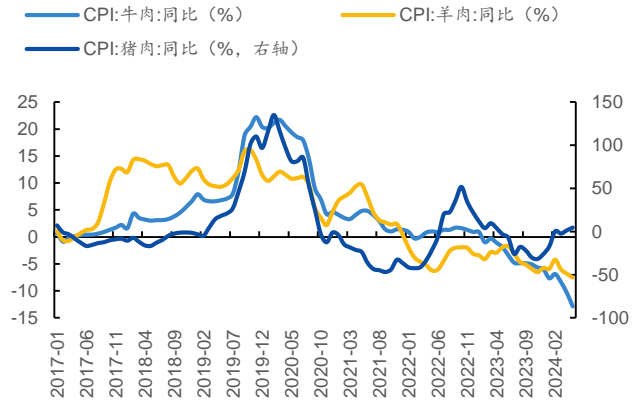
分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图 1：5 月中国 CPI 同比 0.3%



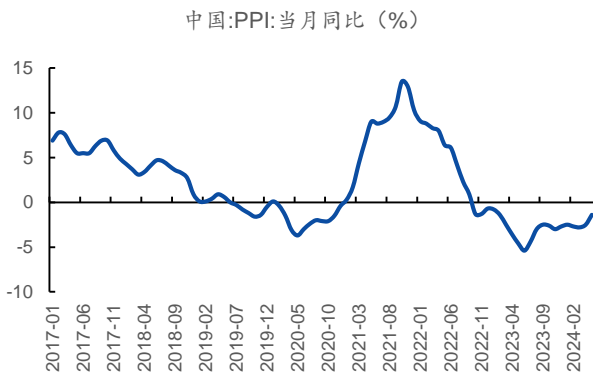
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：猪牛羊价格表现分化



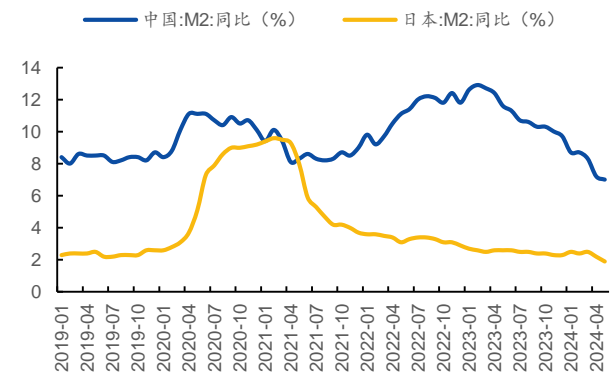
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：5 月中国 PPI 同比-1.4%



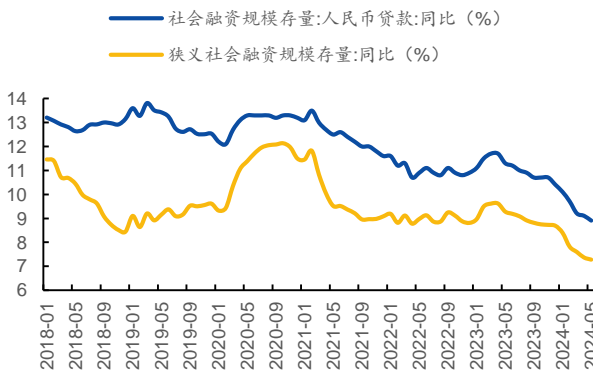
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：中日信用投放近期有所收缩



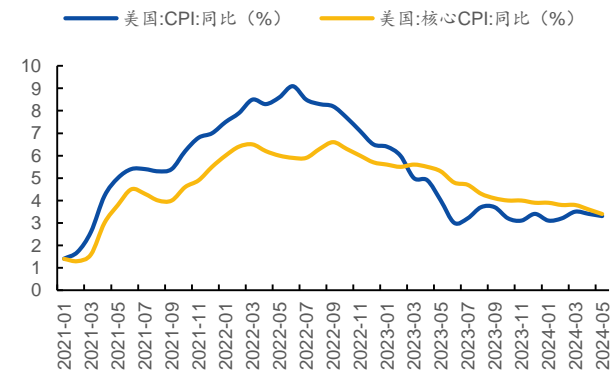
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：贷款余额及狭义社融的增长速度继续下滑



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：美国 5 月 CPI 同比延续回落



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