

预期差的波折

本周关注：

- 商品卖不动了要降价，房子卖不动了也得降按揭成本，这是个非常朴素的道理，下调房贷利率的客观基础的确在。我们认为存量房贷利率的下降对消费的影响不大，更多是在银行净息差已经很低的情况下，把银行的不良率控制在合适的水平。
- 对其他连锁反应，我们不必过多考虑。近些年房价的下跌带来了实体部门财富效应的明显下降。在商品及资金价格不能大幅缩水的情况下，房价下跌带来的结余资金，是很难腾挪出去消费的，更不会腾挪出去买房。
- 从30个大中城市住宅销售面积的高频数据来看，8月同比下跌24%，降幅较前两个月明显扩大，这可能意味着，本轮地产销售的改善已经结束，现在的地产陷入了一个新的平衡之中。
- 从PMI推算8月PPI同比约-2%，国内的信用梗阻正在成为商品的主要矛盾，譬如此周黑色系商品价格跌幅明显，玻璃、螺纹钢等多品种价格也续创了2021年以来的新低，我们在6月中旬所提示的商品见顶正在逐步兑现。
- 虽然债券此刻的价值略显鸡肋，但往后看的话，我们还应注意GDP的运行位置及社融的运行位置出现了个很大的裂口，这说明实体没有出清，后续利率债大概率还有正的预期差出来，不要轻易放弃久期策略，只是为了防止针对超长利率债的定式监管政策出来，对超长利率债要比较谨慎。
- 但我们也要同时承认，债市近期的走势略为激进（10Y收益率再次击破了长期支撑线），后续的收益率也许面临着一些反弹，可以辅助此判断的是，股票市场经过了此轮下跌后，指数的位置已经和基本面所指向的位置比较接近，一旦指数基本出清，情绪则容易出现一小轮risk-on，这也会带动债市的小幅调整，关键的节点应在上证指数2700点附近。
- 但长期的共识是合理的，这个未来若无超预期政策的话，则很难有大的预期差出现。
- 美国经济进入衰退的证据还不充分。尽管通胀周期被压下去有外生的力量，美国的确也存在借势降息的基础，但我们需要清醒认识的是，这个降息一不代表着美国政策的拐点，二不代表着逆周期调控，因此，除了美债这个资产之外，几乎不影响其他资产的连贯性。

投资建议：

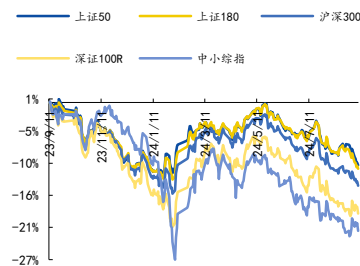
- 宏观经济：大规模设备更新的速度正在下降，宏观增长在进入一轮均值回归的脉冲之中。
- 资产配置：利率债的行情可能归于平淡，情绪在酝酿着一轮朝risk-on方向的反弹，但长期的趋势没有太多变化。
- 权益市场：股票指数已经接近理论价值，但反弹还需要等，结构上多关注半导体及环保。
- 利率债：利率债的行情持续性仍然在，但短时期利率债可能存在超涨，建议不必着急拉久期。
- 商品市场：商品周期可能重新下降，后续全球商品会逐步走向通缩。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2765.81
深圳成指：	8130.77
沪深300：	3231.35
中小盘指：	2990.99
创业板指：	1538.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

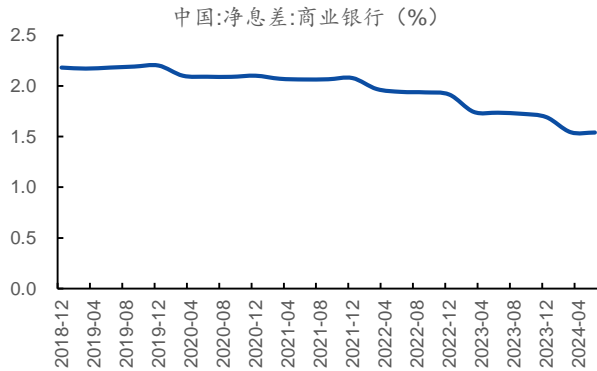
相关研究报告

- 《面对变化，如何应对》2024.09.01
- 《波动抬升环境下的交易线索》2024.08.18

报告作者

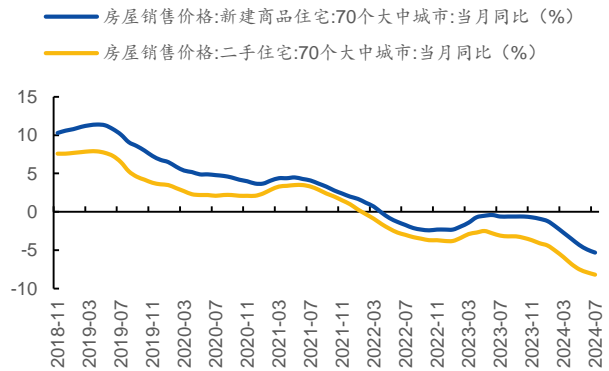
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图 1：商业银行净息差走势图



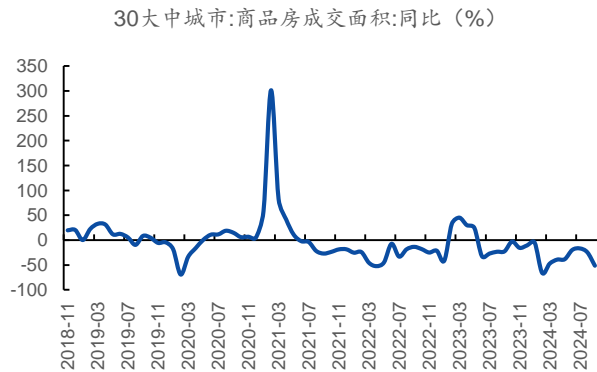
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：房价走势图



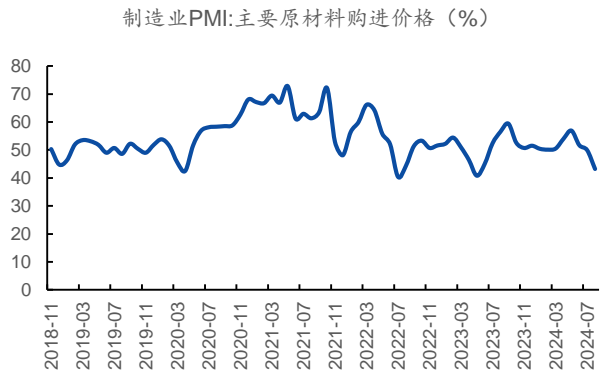
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：30 大中城市商品房成交面积走势图



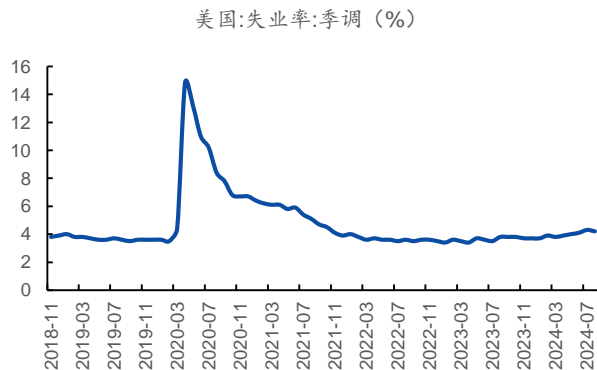
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：主要原材料购进价格分项走势图



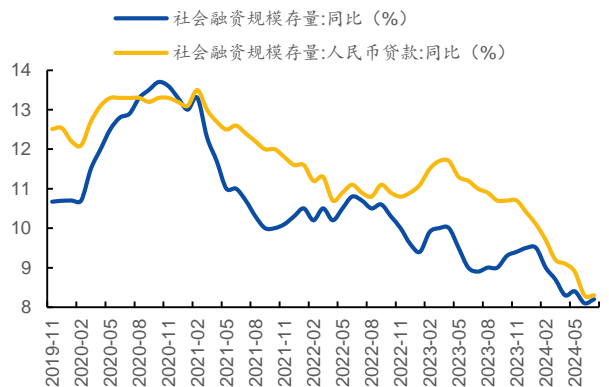
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：美国失业率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：社融存量与人民币贷款同比增速走势图



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

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

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，特此声明。

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。

法律声明

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（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

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并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

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
邮编：230000

上海

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：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027