



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年4月3日

美国加息“新路径”，国内复苏“新预期”

一大类资产配置月报第21期：2023年4月

分析师：郑小霞	SAC执业证书号：S0010520080007
联系人：张运智	SAC执业证书号：S0010121070017
联系人：任思雨	SAC执业证书号：S0010121060026



核心结论：美国加息放缓，国内复苏预期升温，风险资产价格整体回暖

大类	项目	本期：2023-3-31至2023-4-26			上期：2023-2-24至2023-3-31	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	↑	经济稳步复苏但仍处于起步阶段，流动性宽松继续支撑经济向好，建议超配创业板指。	3267.16-->3272.86	0.17%
	创业板指	上行	↑↑		2428.94-->2399.5	-1.21%
	成长(风格.中信)	震荡上行	→	社融维持相对较高增速，经济复苏初期国内流动性延续宽松，成长风格和消费风格仍有相对优势。配置上，建议复苏和科技并进，关注可选消费、出行链条和TMT三条主线。	6585.75-->6761.77	2.67%
	周期(风格.中信)	震荡	↓		4702.59-->4470.82	-4.93%
	金融(风格.中信)	震荡	↑		6565.75-->6366.73	-3.03%
	消费(风格.中信)	震荡上行	↑↑		11693.52-->11568.92	-1.07%
	NASDAQ指数	震荡上行	↑	美国衰退预期相对更制约道指，而加息放缓相对更利好纳指，建议在纳指和道指中相对超配纳指。	11394.94-->12221.91	7.26%
债券	DSJ平均指数	震荡	→		32816.92-->33274.15	1.39%
	1Y国债到期收益率（%）	震荡上行	↑	经济复苏逐步证实，货币总量稳中有升但利率对利多钝化，长端利率向上支撑变强。	2.295-->2.233	-6BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡上行	↑		2.913-->2.853	-6BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	↓	流动性风险事件爆发，美联储态度略转鸽，利率观察期内预计美长、短债震荡概率较大。	4.78-->4.06	-72BP
	10Y美债收益率（%）	震荡	↓		3.95-->3.48	-47BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡上行	↑	美联储难以将利率推升至5.5%及以上较高位置，市场对于美联储能够控制金融领域风险的能力并无明显质疑，且对美联储转向降息预期进一步升温，推动大宗商品价格有所回暖。	83.16-->79.77	-4.08%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	↑		4.02-->4.096	1.89%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡上行	↑↑		1822-->1969.8	8.11%
	南华工业品指数	震荡上行	→	工业品价格受上游能源、原材料价格拖累，仍以震荡为主；农产品在保供以及原油带动运输成本下降大背景下，价格反弹依然乏力；春季复工复产行情阶段性告一段落，螺纹钢价格上行乏力；房地产调控放松与供给端支持政策继续出台，叠加竣工端有所向好，中长期仍继续看好地产链条上的玻璃。	3967.8-->3829.68	-3.48%
	南华螺纹钢指数	震荡	↓		1588.33-->1564.65	-1.49%
	南华农产品指数	震荡	→		1141.82-->1063.23	-6.88%
	南华玻璃指数	上行	↑		1861.53-->2006.89	7.81%
汇率	美元指数	震荡下行	↓↓	金融风险暴露下美元走弱。国内经济弱复苏但周期领先美国，人民币维持震荡。	105.26-->102.6	-2.53%
	美元兑人民币	震荡	→		6.89-->6.87	-0.33%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



目录

1 配置逻辑：加息“新路径”，复苏“新预期”

2 权益：重视尚未被市场定价的预期差

3 利率：经济前景分化，国内上、美国平

4 大宗：美国加息放缓，国内复苏向好

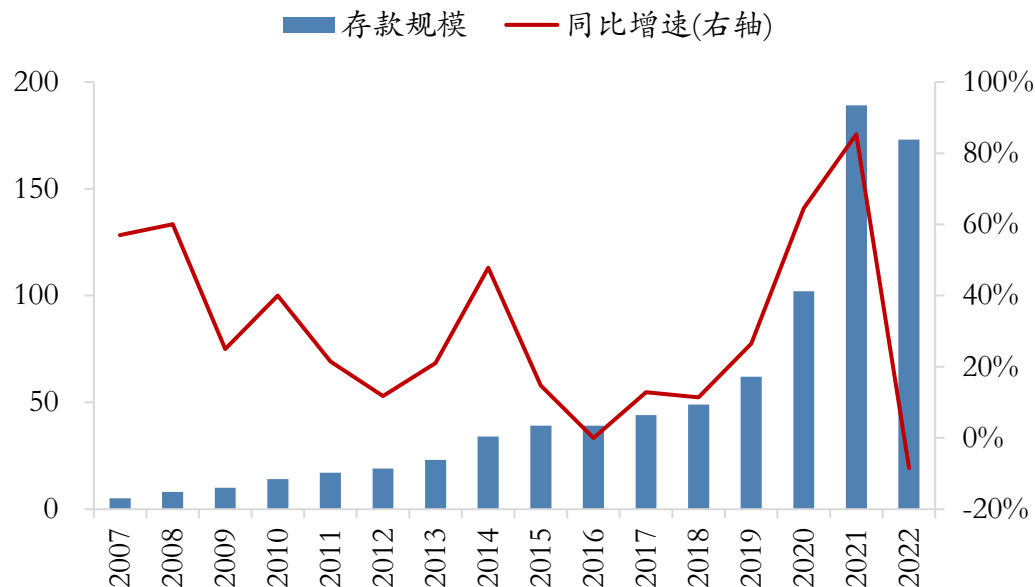
5 汇率：金融风险暴露下美元走弱



高利率风险在金融领域显现，或成为美联储结束加息新变量

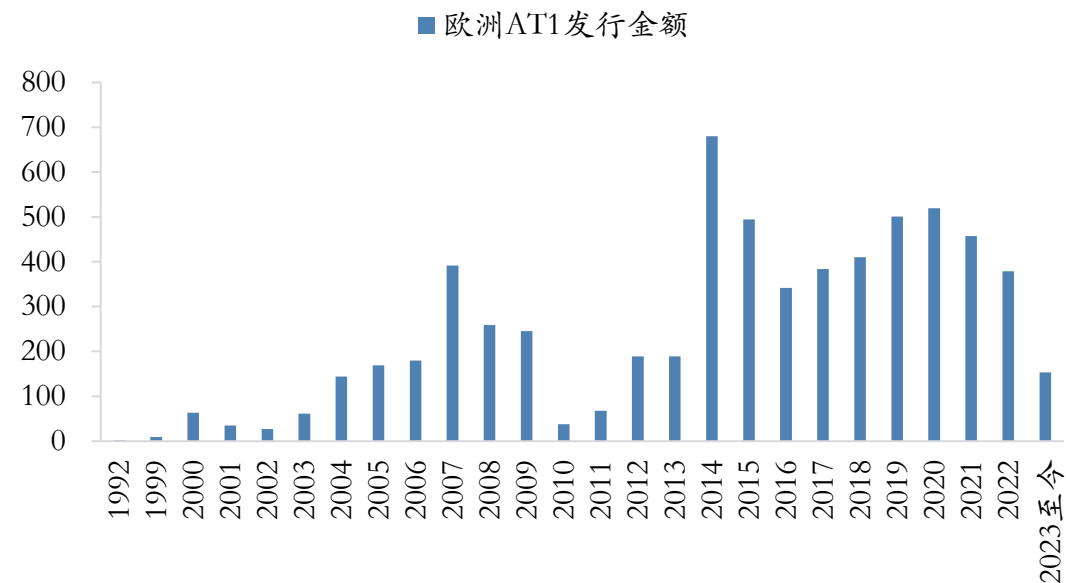
- 美联储激进加息导致资产端受损和负债端赎回，最终引发硅谷银行破产。利率上行导致银行大额浮亏，以硅谷银行为例。其资产购买集中在2020-2021年低息期间，伴随美联储2022年的快速加息，如果将1000亿以HTM计量的MBS未实现损失高达175亿美元。同时，美联储加息影响初创企业现金流，硅谷银行存款流出，浮亏变现，加剧银行业现金流问题。
- 瑞信破产影响更重，未来或有余波。在瑞银收购瑞信的过程中瑞士央行向瑞银及瑞信提供合计1000亿瑞郎流动资金，触发了172亿美元瑞信AT1债券的清零条款。在破产清算程序中，债券的偿付优先级通常高于股本，但AT1特殊的条款设置却使得债权人在银行倒闭清算时成为了最为脆弱的一方，由此引发债券投资者的恐慌。欧洲目前有2750 亿美元存量 AT1 债券，瑞信AT1债券清零对其他AT1债券持有者的信心打击较大。

加息影响下硅谷银行存款在2022年加速流出



资料来源：SVB，华安证券研究所。单位：十亿美元、%。

欧洲AT1债券规模较大



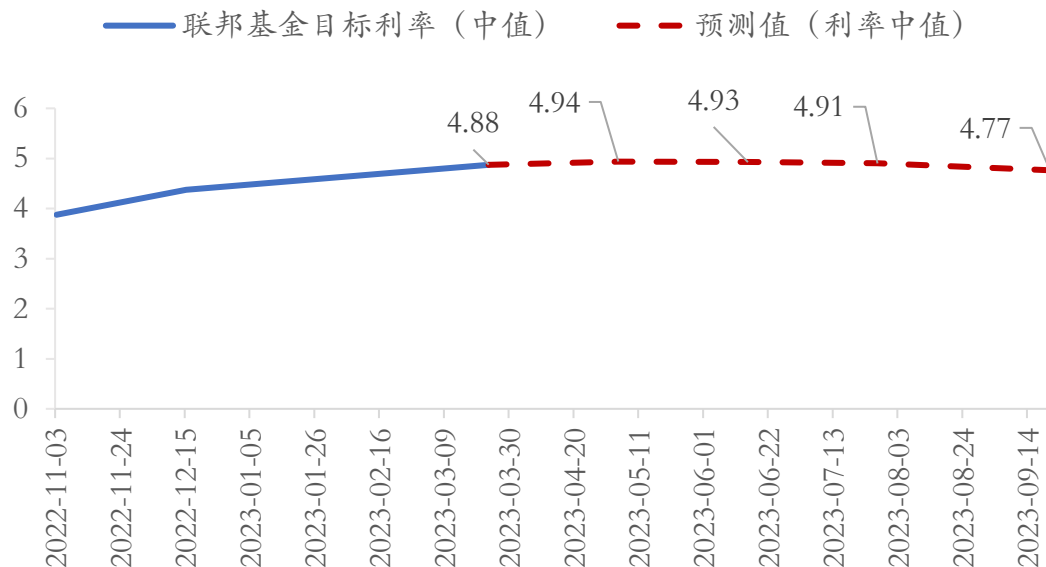
资料来源：彭博，华安证券研究所。单位：亿美元。注：数据截至3月20日。



美联储加息路径出现新变化，市场押注加息幅度大幅放缓

- 上半年大概率结束加息周期。根据3月FOMC会议中点阵图数据显示的2023年美联储利率目标为5.1%，换言之，即使5月再次加息25BP，则美联储将其政策利率区间调整至5%-5.25%已经达到其政策目标，标志着美联储本轮加息周期结束。
- 市场关注点转向美联储何时降息。由于发达国家银行业风险逐步暴露，市场对于美联储于上半年完成加息的预期逐步收敛，对于美联储何时降息的博弈将逐步成为市场的主要关注点。但从克拉里达规则测算，美联储年内降息需满足通胀回落至2.2%附近，这一条件较为苛刻。并且，美联储主席鲍威尔对于年内降息态度持否定态度。我们认为，年内降息概率降低。

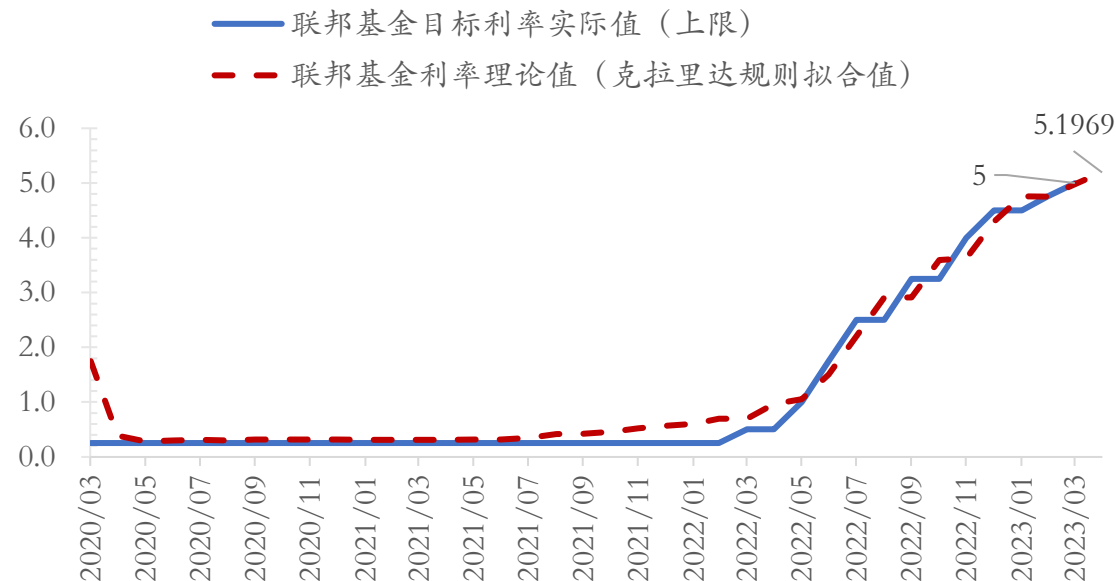
美联储利率观测器显示市场押注利率终点已低于5%



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。

注：预测值=100-期货价格。

克拉里达规则下，5月理论利率指引加息与不加息均可



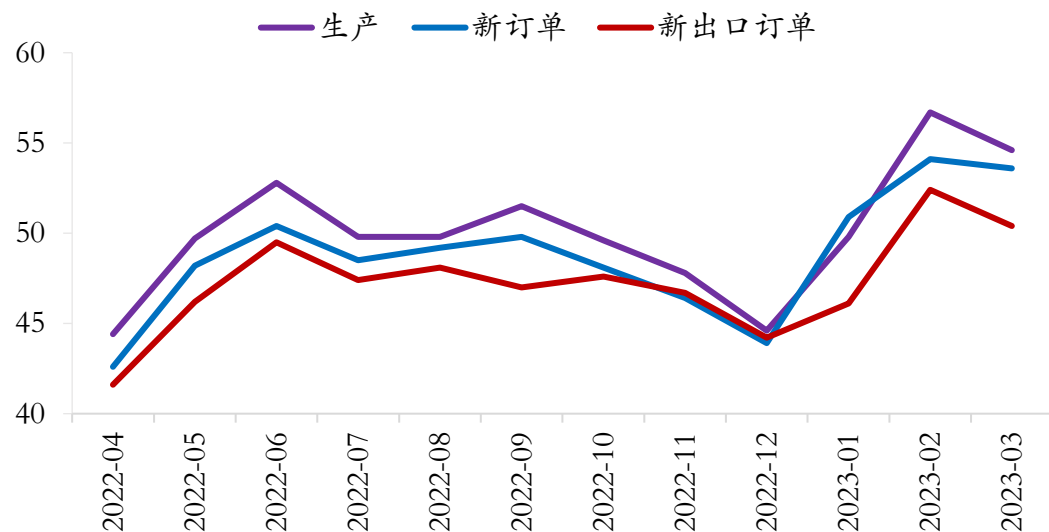
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



国内经济延续复苏态势，PMI连续3个月处于荣枯线之上

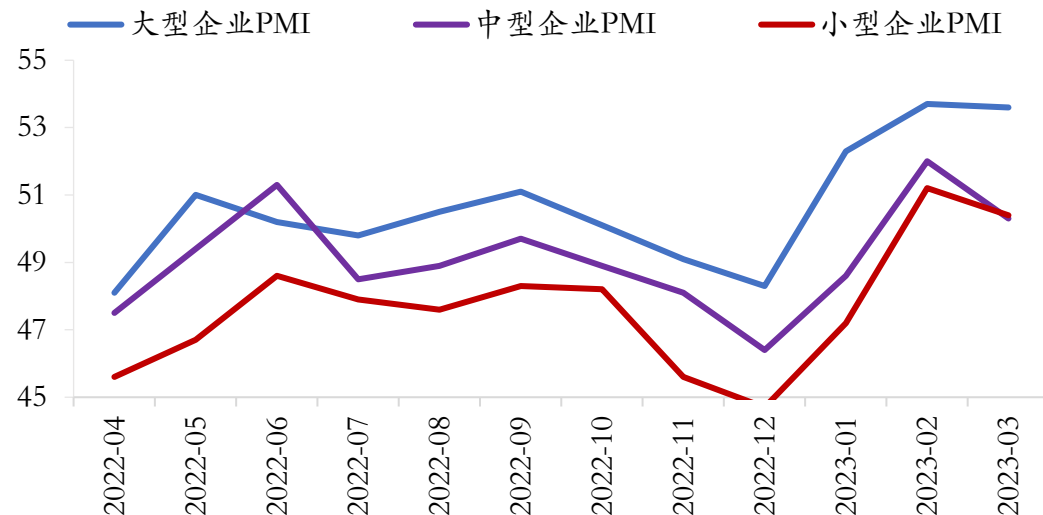
- 3月制造业PMI为51.9%，较上月回落0.7个百分点，经济仍处于复苏通道。①生产、新订单仍处于扩张区间。春节后返乡人员陆续复工复产，3月生产指数为54.6%；新订单和出口订单指数分别为53.6%和50.8%，新出口订单指数趋于平稳，出口增速有望见底企稳。②服务业复苏势头较好。3月份，服务业PMI上升至56.9%，在55%以上高景气区间继续向上。从行业情况看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0%，表明近期居民消费和商旅出行意愿增强，相关行业市场活跃度较快回升。
- 市场对经济复苏以及宏观政策低预期有望迎来修复。一是增长偏悲观预期，有望在一季度数据公布后得到一定修复，先行指标PMI已显示3个月连续改善；二是对政策力度偏弱的预期，有望在一季度政治局会议、扩内需政策逐步落地以及基建相关的政策性开发性金融工具落地后有所改善。

生产、新订单、新出口订单略有回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

各规模企业PMI仍处于荣枯线之上



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



目录

1 配置逻辑：加息“新路径”，复苏“新预期”

2 权益：重视尚未被市场定价的预期差

3 利率：经济前景分化，国内上、美国平

4 大宗：美国加息放缓，国内复苏向好

5 汇率：金融风险暴露下美元走弱



2.1 国内权益：复苏与科技并进

- 我们在4月策略月报《拨云见日，复苏之光乍现》（2023-04-02）中指出，4月经济复苏预期有望改善，A股可以更乐观一些，围绕尚未被定价的经济复苏预期差和TMT产业周期进行配置，关注三条主线：①**可选消费**稳步复苏，关注食品饮料，医疗服务和美容护理；②五一节前**出行链条**有望凝聚更多共识，关注航空机场、酒店餐饮和旅游景区；③**数字中国**和AI商用双轮驱动的**TMT**产业浪潮下直接受益的TMT方向计算机、通信、传媒，和扩散的电子。
- 从因子分析角度来看，社融维持相对较高增速，经济复苏初期国内流动性延续宽松，**成长风格**和**消费风格**仍有**相对优势**。

创业板指相对占优，风格中成长与消费相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动（1Y国债）	0.07	0.27	0.17	0.18	0.23	0.53	0.35
长短利差变动（10Y-1Y国债）	-0.10	-0.29	-0.19	-0.35	-0.24	-0.42	-0.53
短端利率变动（2Y美债）	-0.23	1.02	2.65	1.89	0.96	0.86	2.12
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.15	-0.05	-0.21	-0.09	0.18	-0.05	-0.24
M2同比差值变动	0.30	-0.28	0.38	0.16	-0.40	-0.68	-0.34
社融同比差值变动	0.50	0.59	1.12	0.63	0.93	0.62	1.49
新发基金规模（自然对数）	7.32	-1.27	0.70	-1.03	-1.01	-2.23	-1.52
合计		-0.01	4.63	1.40	0.65	-1.37	1.33

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

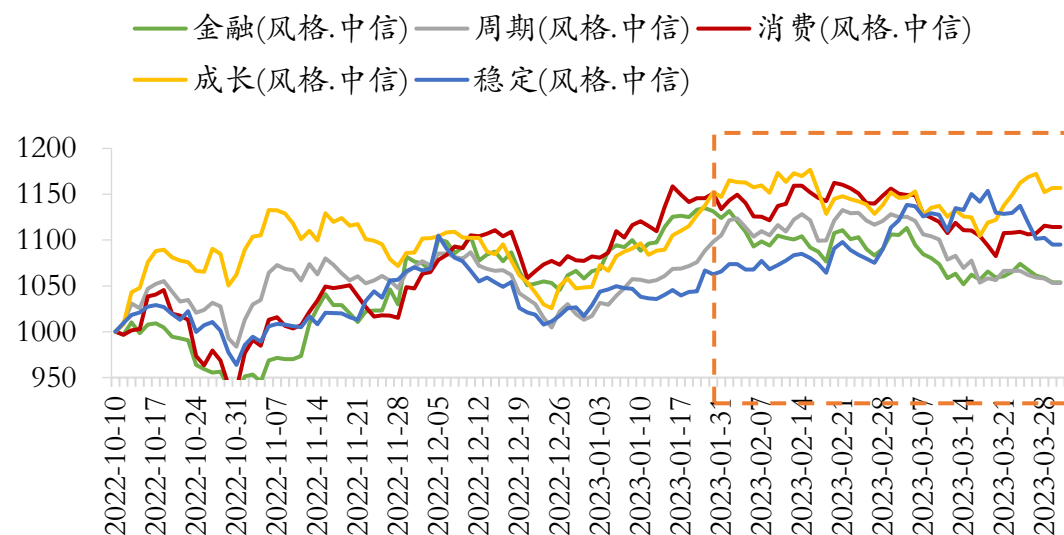


2.1 国内权益（1）：重视经济上行超预期可能，消费风格值得重视

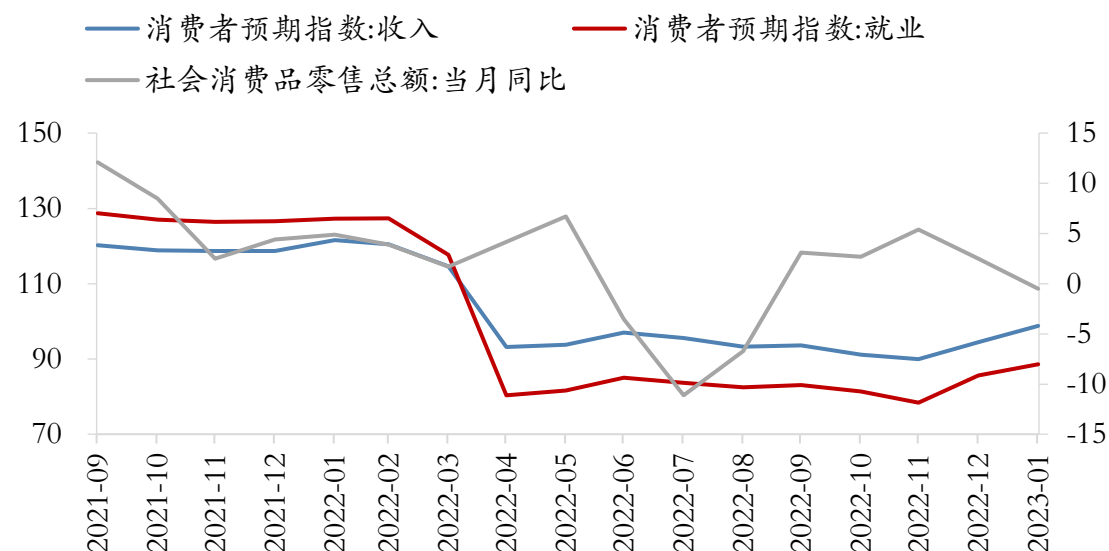
➤ 主线一：重视经济上行超预期可能，消费风格值得重视。

- 重视经济上行超预期可能，消费或有惊喜。由于1-2月合并经济数据受感染高峰扰动不能准确反应疫后复苏进程，故需要重视经济上行超预期的可能性。对于消费风格而言疫情导致的消费场景消失和消费者预期下降始终是最大掣肘，就当下而言疫情高峰已经退去，并且也并无第二次感染高峰的隐忧，随着疫后经济复苏消费者预期将迎来提升。
- 超额储蓄释放有望加速，优选可选消费方向。在受疫情影响严重的2022年，居民累计新增存款显著高于2019-2021年水平。随着经济稳步复苏，居民超额储蓄将迎来释放，转化为对可选品的消费。春节后的3月是传统的白酒消费淡季，本次以飞天茅台为代表的高端白酒在3月淡季依然保持价格稳定，这暗示着高端消费存在充分韧性，疫情期间积累的超额储蓄或能迎来释放。

消费风格春节后止步不前



疫情影响退去后消费者预期有望提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点。注：2022/10/10为基础标准化

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%

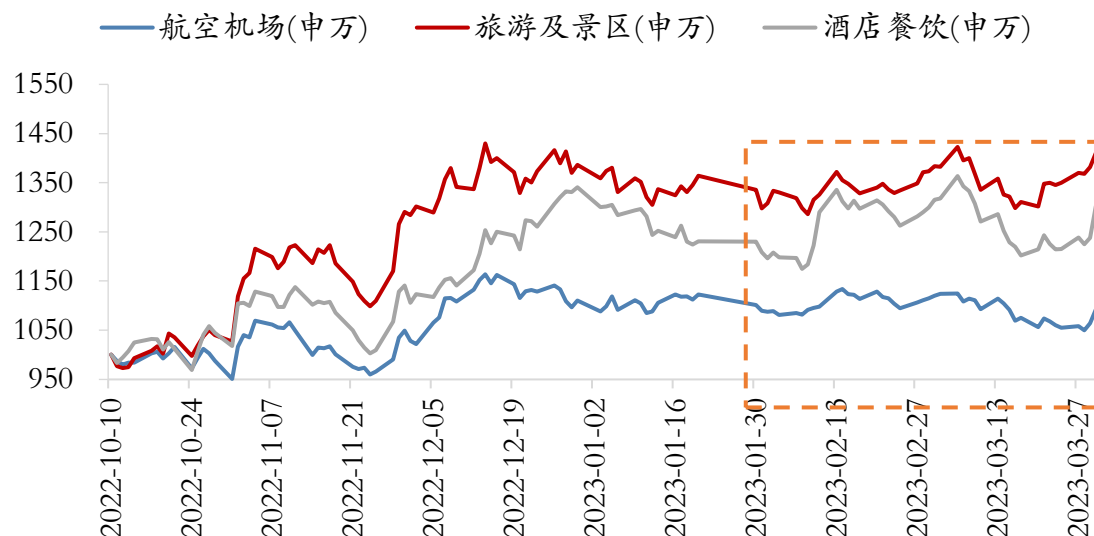


2.1 国内权益（2）：出行复苏持续，五一节前市场或将凝聚共识

➤ 主线二：出行复苏持续但缺乏关注，五一节前市场或将凝聚共识。

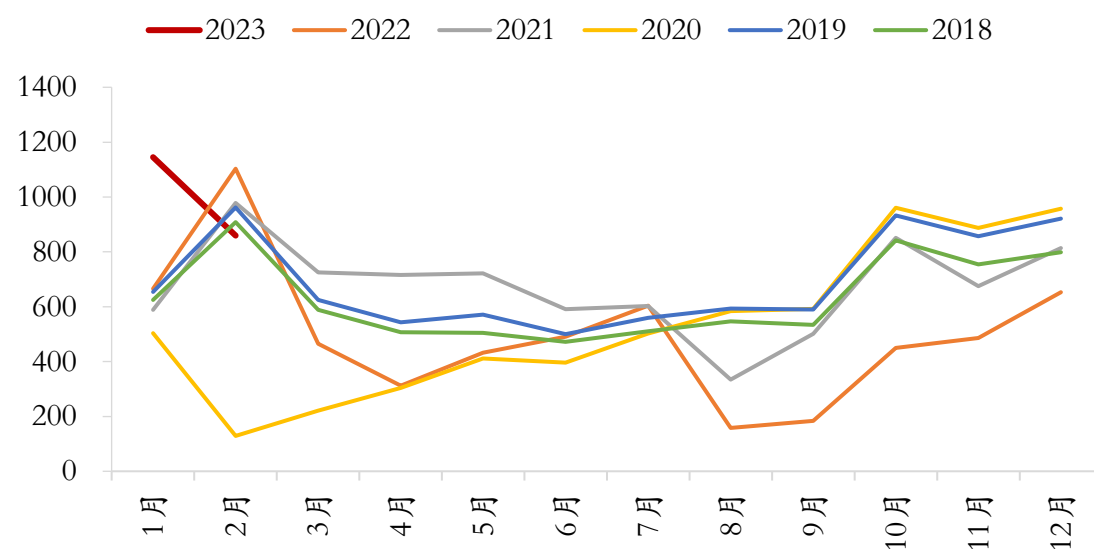
- 出行复苏持续验证但并未得到关注，4月A股市场或逐渐重视出行链条。航班执行数、地铁客流量、重点旅游目的地接待游客数等指标均指向居民出行迎来充分复苏。但自春节前反应疫情防控放松的反弹行情之后，出行链条一直较为乏善可陈。随着3月经济数据验证复苏节奏，有强基本面支撑的出行链条或将重新被市场重视。
- 数据显示出行复苏强现实。从国内航班执行架次来看，防控放开后始终处于高位，并且没有出现大幅波动，反应居民出行的需求和意愿旺盛。一线城市地铁客流量方面，上海和广州地铁客流量均恢复至疫情前水平，深圳高于疫情前水平，仅北京低于疫情前水平。

出行复苏并未被市场定价



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点。注：2022/10/10为基础标准化

2018-2023年海南省各月接待游客人数



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万人次

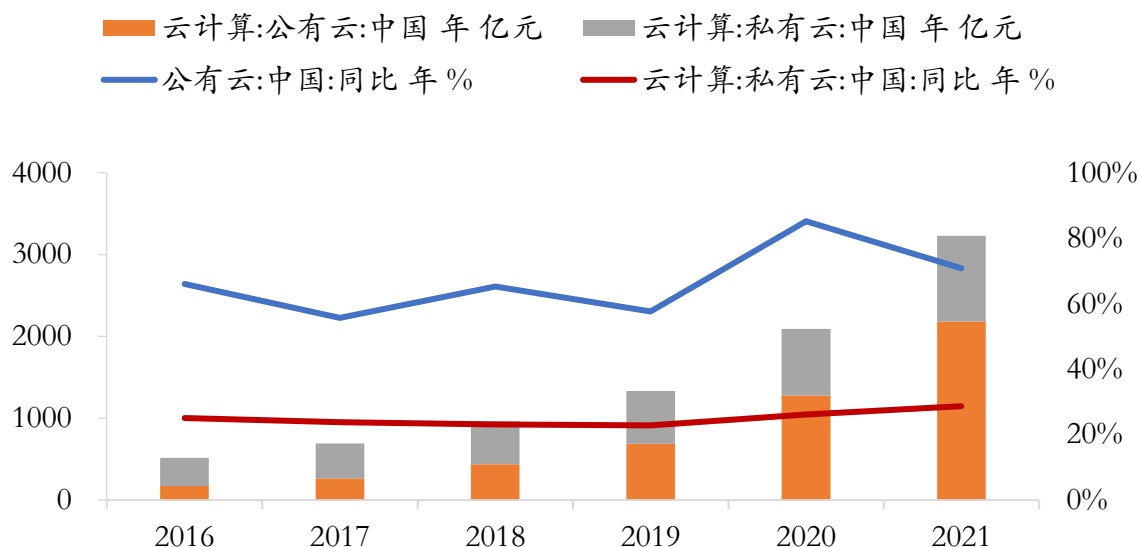


2.1 国内权益 (3) : “数字中国”与AI商用双轮驱动下泛TMT行情

➤ 主线三：“数字中国”与AI商用双轮驱动下泛TMT行情

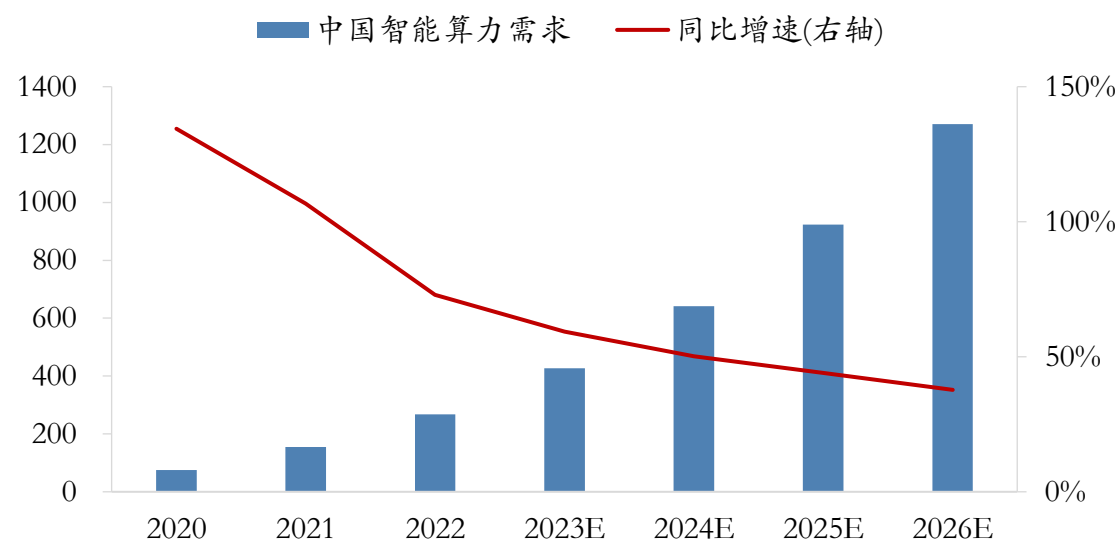
➤ 配置受“数字中国”与AI商用直接利好的计算机、通信和传媒，上游电子有望迎来扩散行情。“数字中国”建设和以ChatGPT为代表的AI商用落地将从数字资源、数字基础设施和AI应用生态等方面推动TMT产业的升级扩张，由此直接推动计算机、通信、传媒行情。上游电子则有望在数字基础设施建设和算力需求增加背景下迎来扩散行情。

国内云计算近年来维持高增速



资料来源: wind, 华安证券研究所整理。单位: 亿元, %

国内云计算近年来维持高增速



资料来源: IDC, 华安证券研究所整理。单位: EFlops, %



2.2 美股：加息预期变动，但衰退概率仍存，波动有所加大

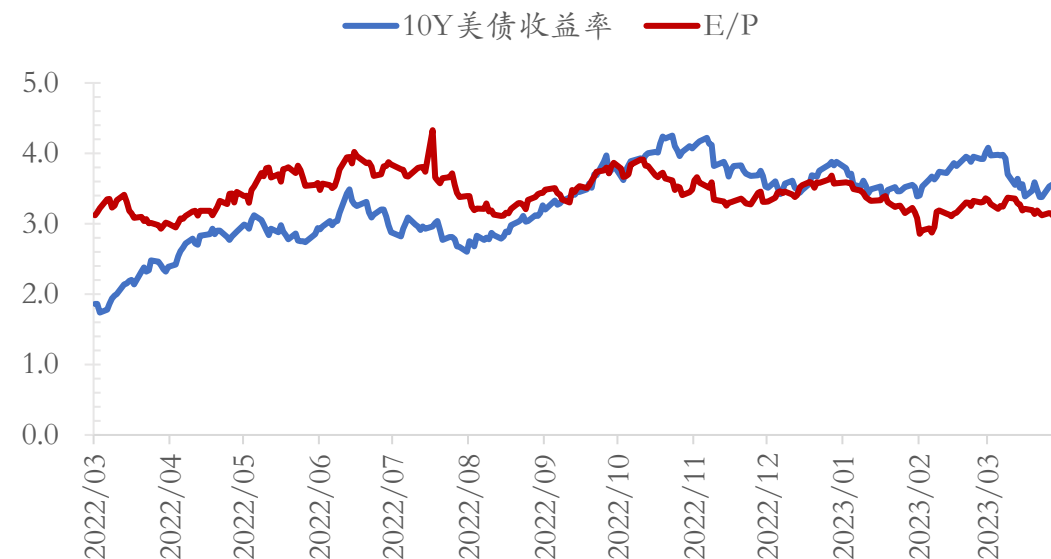
- **加息预期变动，但衰退概率仍存，波动有所加大。**市场对美联储本轮加息终点预期大幅下修，10Y美债利率亦明显回调。但美国经济衰退概率仍存，上市公司业绩仍面临基本面压力。一方面，从历史上看，美国经济增速回落需要失业率明显抬升。而2023年Q1美国非农失业率仍处于低位3.4%，劳动力市场数据依旧向好，美国经济“软着陆”概率大增。另一方面，美联储有意实现“更高利率、更长时间”，根据纽约联储模型测算的美国未来12个月经济衰退概率大幅攀升，衰退风险仍不容忽视。从因子分析的情况看，衰退预期相对更制约道指而加息放缓相对更利好纳指，建议在纳指和道指中相对超配纳指。

纳斯达克指数相对强于道琼斯工业

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	-0.23	1.24	-0.10
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.15	0.12	0.15
失业率（季调）变动	0.20	0.11	0.07
美国CPI环比	0.60	0.30	-0.55
美国PPI环比	-0.10	0.27	0.15
合计		2.05	-0.27

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口尚在，美股仍受制约



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：加息“新路径”，复苏“新预期”

2 权益：重视尚未被市场定价的预期差

3 利率：经济前景分化，国内上、美国平

4 大宗：美国加息放缓，国内复苏向好

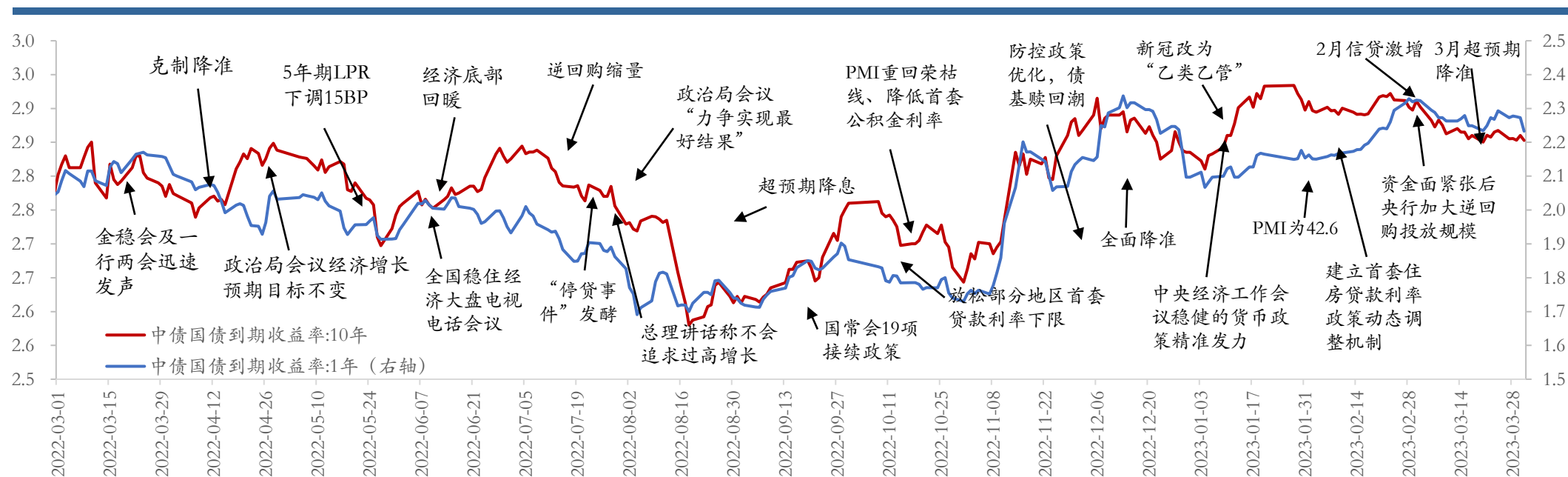
5 汇率：金融风险暴露下美元走弱



3.1 国内债券：超预期降准后，3月长端利率震荡下行

- 超预期降准后货币宽松再延长，长端利率小幅震荡下行。①流动性充裕再延长。3月超预期降准后，流动性宽松环境再次确认，当下市场对央行宽货币预期较为乐观，概因3月MLF净投放资金、超预期降准、跨月跨季期逆回购连续放量，央行呵护流动性的态度明确。此外3月末同业存单利率、票据利率处于中高水平，信贷修复依然强势。②3月底前数据对经济基本面指向性略弱，长端利率震荡下行。市场对3月PMI理解有所分歧，制造业走弱、服务业显著回暖，并未形成经济基本面的一致预期。政策面及经济基本面共同推动下，长端利率3月小幅震荡下行。

3月长端利率震荡下行

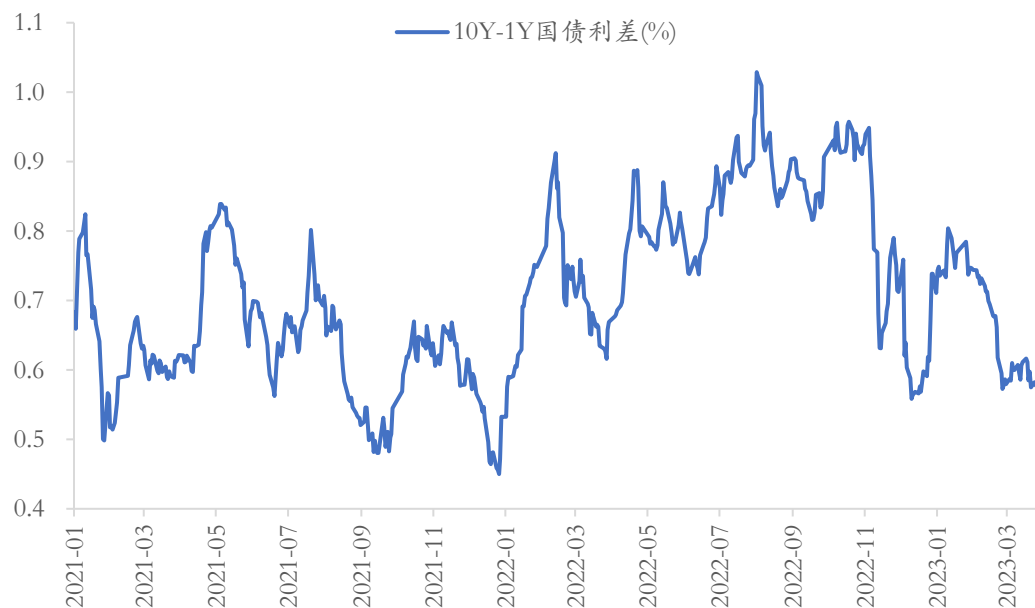




3.1 国内债券：经济复苏逐步证实，量稳价升，长、短利率震荡上行

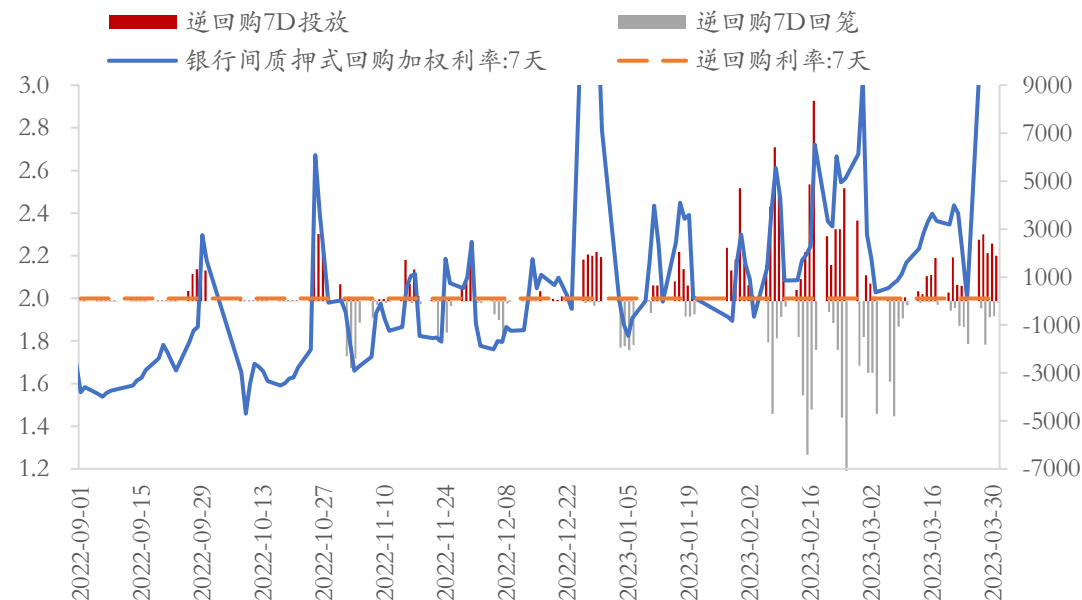
- ▶ 未来长端利率对利多钝化，向上支撑变强。①经济增速回暖，对长端利率向上支撑增强。二季度经济较一季度同比抬升的确定性较强，在经济复苏逐步证实中，4月经济基本面对长端利率的支撑增强。②超预期降准后长端利率下行幅度有限，表明债市对利多已逐步钝化。虽然当下债市投资者对后续利率走势存在分歧，但并不影响多数投资者采取降低杠杆并调换至高流动性标的的操作。此外3月超预期降准后，长端利率下行幅度较小，进一步证实债市投资者对“利多”钝化、对“利空”敏感。
- ▶ 长、短端利率均上行，期限利差4月预计上行。①3月底短端资金波动加大，最后一天交易所资金价格盘中一度接近9%，4月资金价格预计较3月上升；②经济复苏证实，利差将增大。

3月期限利差震荡，市场对经济复苏明显分歧



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

2月央行短期的逆回购投放量明显增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%



3.2 美债：4月利率观察期加息讨论有所降温，美债预计震荡

- 数据及美联储表态支撑美债横盘震荡。①利率观察期美债横盘概率较大。3月黑天鹅事件集中爆发，硅谷银行及瑞士信贷银行流动性风险发酵下，3月议息会议仅加息25BP，市场对美联储加息节奏放缓预期升温。下一次议息会议时间是5月初、时间间隔较长，市场对美联储加息路径的讨论略降温，美债横盘概率较大。②2月数据显示通胀压力减缓。美国2月CPI、PCE下降，能源、食品整体回落；核心CPI、核心PCE下降速度较慢，服务通胀还在上升。通胀数据指向加息暂缓，但结构性压力依然存在，未来仍有不确定性。③美联储表态略偏鸽。3月议息会议表述中删除“持续加息可能是合适的”表述，措辞变化暗示美联储接近加息尾声。此外3月点阵图显示，2023年利率位于5.00%-5.25%间支持者为10位，持平2022年12月点阵图，也对应着5月最后一次加息25BP。

通胀回落，10Y美债3月震荡下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

市场预期5月最后一次加息，最早7月开启降息

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日	5月3日
3.50%-3.75%	-	-	-	-	-	-
3.75%-4.00%	3.10%	-	-	-	-	-
4.00%-4.25%	16.20%	5.00%	-	-	-	-
4.25%-4.50%	32.50%	22.90%	9.00%	-	-	-
4.50%-4.75%	31.10%	37.90%	34.00%	15.70%	-	-
4.75%-5.00%	14.40%	26.90%	40.90%	47.80%	43.70%	44.80%
5.00%-5.25%	2.70%	7.20%	15.80%	35.70%	55.40%	55.20%
5.25%-5.50%	-	0.10%	0.30%	0.80%	0.90%	-

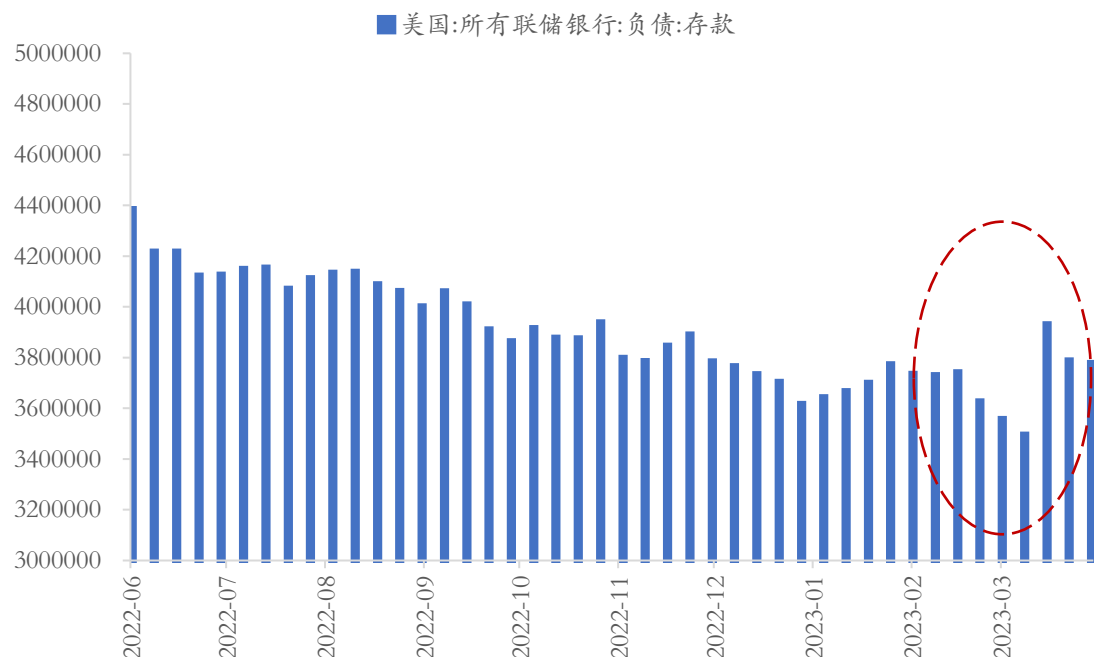
资料来源：CME FedWatch，华安证券研究所。单位：%。截至4月3日



3.2 美债：高利率下流动性风险事件仍有爆发可能，消费者信心受压制

► PMI微升但仍处荣枯线以下，高利率导致流动性风险事件仍有爆发可能，消费者信心受压制。①2月PMI为47.7，虽然较1月47.4微幅回升，但整体仍处于荣枯线以下。②硅谷银行黑天鹅事件后，美国联邦银行存款急速下滑。截至3月29日，美国所有联储银行存款规模再次减少。美联储若仍持续提高目标利率或维持当前水平，美国将继续面临存款流失问题，高利率带来的流动性风险事件仍有爆发可能。③3月美国消费者信心指数为62.0，较2月67.0下降，打破此前连续回升状态。硅谷银行倒闭之前，消费者信心就已经呈现下行势头，而流动性风险黑天鹅事件进一步压制消费者信心，低收入、受教育程度较低和年轻的消费者信心下降最大。

黑天鹅事件后，美国联储银行存款急速下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：百万美元

消费者信心仍在下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：加息“新路径”，复苏“新预期”

2 权益：重视尚未被市场定价的预期差

3 利率：经济前景分化，国内上、美国平

4 大宗：美国加息放缓，国内复苏向好

5 汇率：金融风险暴露下美元走弱



4.1 国际大宗：美联储加息步入尾声，大宗商品价格有望回暖

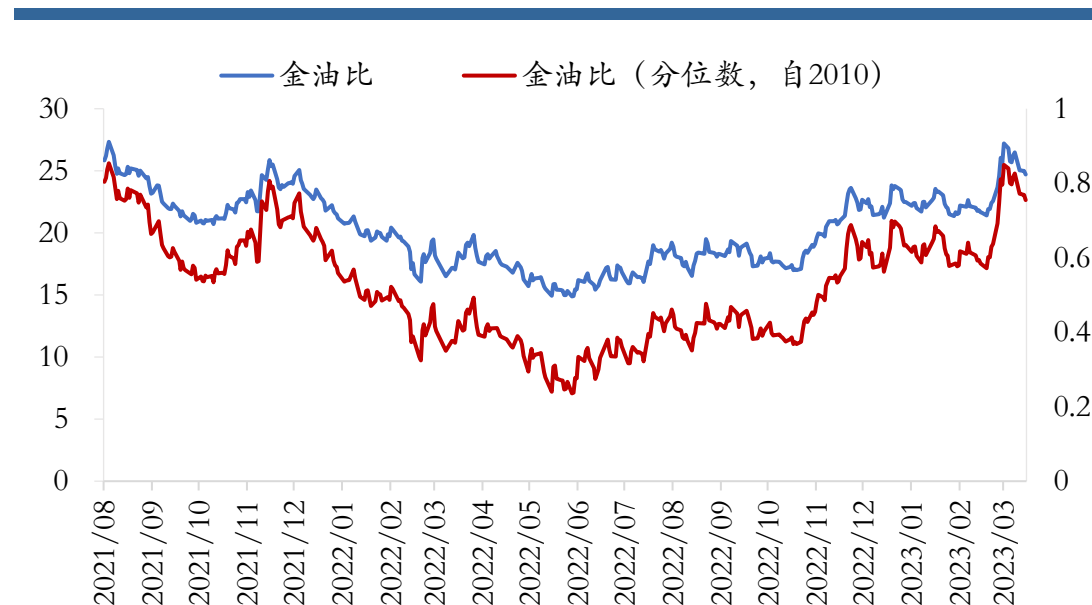
- 美联储加息步入尾声，大宗商品价格有望回暖。受硅谷银行破产等事件影响，美联储难以将利率推升至5.5%及以上较高位置，同时市场对于美联储能够控制金融领域风险的能力并无明显质疑，且对美联储转向降息预期进一步升温，推动大宗商品价格有所回暖。相比之下，对美国经济风险的担忧有望以及美联储货币政策转向利好金价，原油在供给端突发减产提供新支撑。综合来看，美国金融领域风险大概率不会扩散，前期金油比已处于高位，相对看好原油。

因子分析看，黄金仍具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	-0.23	-3.13	0.28	1.16
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.15	0.83	-0.05	-0.18
美债长期平均实际利率	-0.10	0.24	0.04	-0.12
库存/ETF持仓量变动		-0.05	-1.03	-0.02
净多头持仓		-3.38	-0.95	-0.02
合计		-5.49	-1.71	0.82

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比处于高位



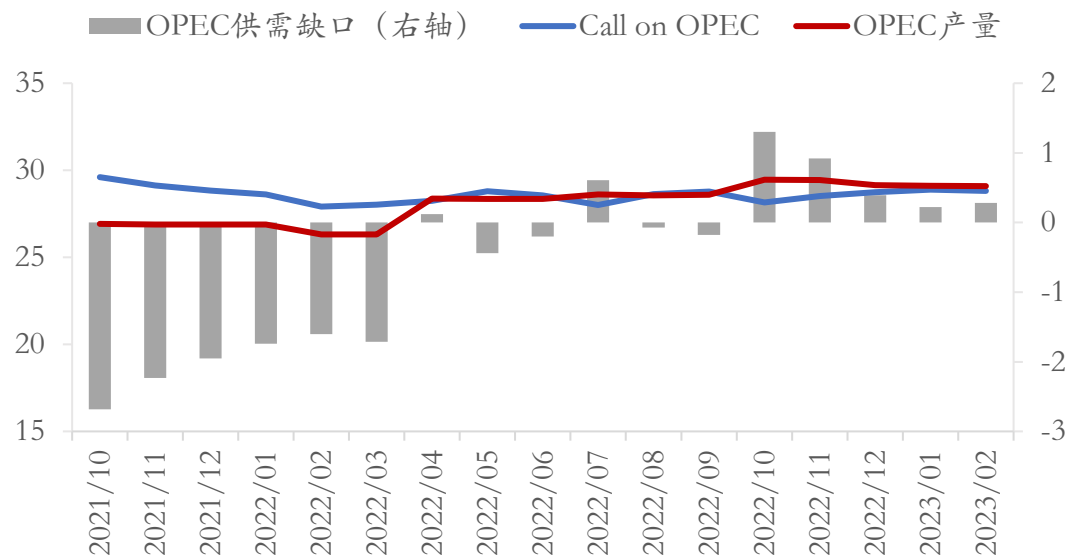
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.1 原油：突发减产有望维持油价

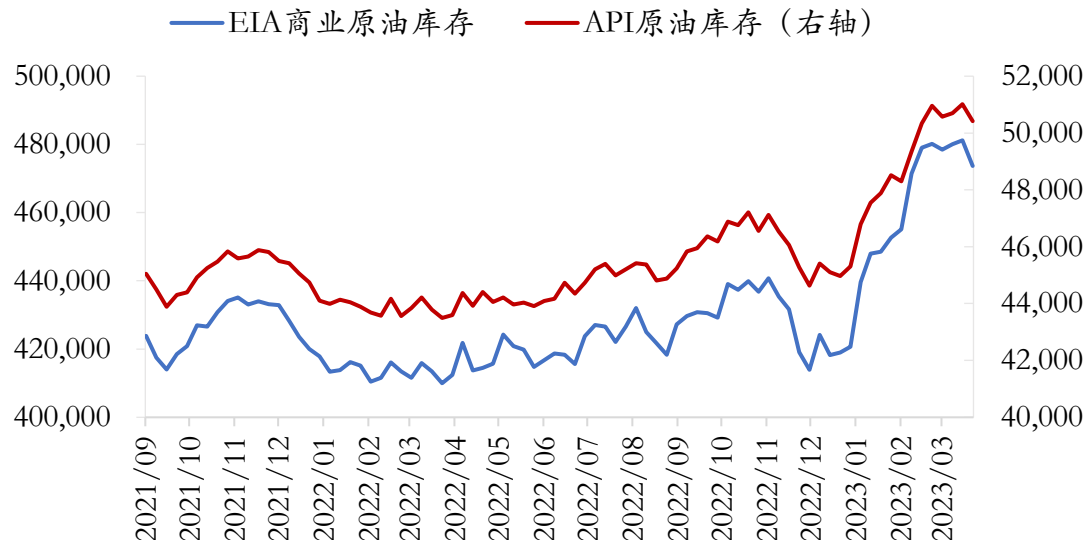
► **原油：突发减产有望维持油价。**4月2日晚间，多国宣布实施自愿石油减产。从5月起，沙特自愿减产50万桶/日，伊拉克决定削减21.1万桶/日，科威特削减12.8万桶/日，俄罗斯减产50万桶/日，阿联酋降低14.4万桶/日，哈萨克斯坦为OPEC+减产贡献7.8万桶/日，阿尔及利亚削减4.8万桶/日，阿曼减少4万桶/日。上述减产远超市场预期，大幅对冲了此前库存上行的影响，预计油价有望获得强力支撑。

OPEC勉强维持去库存状态



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

EIA和API库存明显反弹



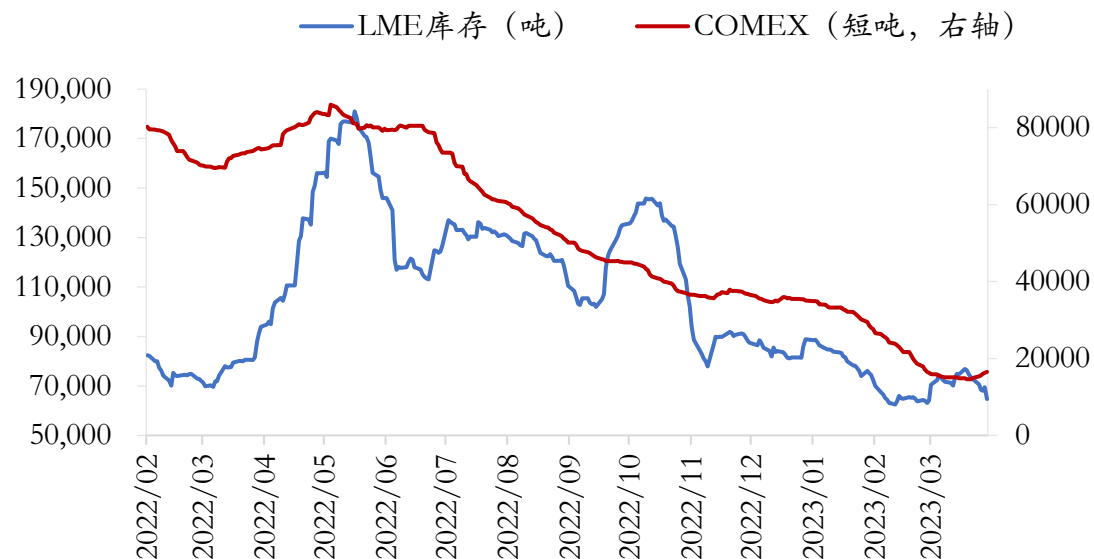
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：库存延续下行，加息抑制阶段性解除

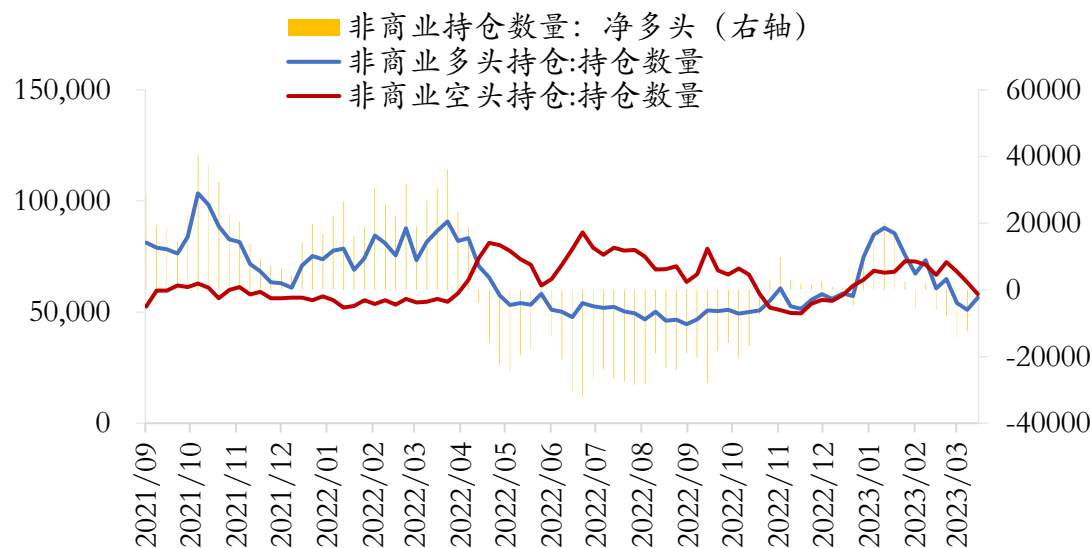
► **铜：库存延续下行，但加息抑制明显。** COMEX铜、LME铜库存呈下行态势，表明需求端延续恢复态势。但目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是1月和2月分别对结束加息和更大强度加息预期如何计价。相比之下，我们认为随着美联储加息风险阶段性解除，中长期经济复苏逻辑可能重新主导价格，但不确定性仍强，因此短期内以震荡为主，谨慎看多。

铜库存延续下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业净空头有所减少



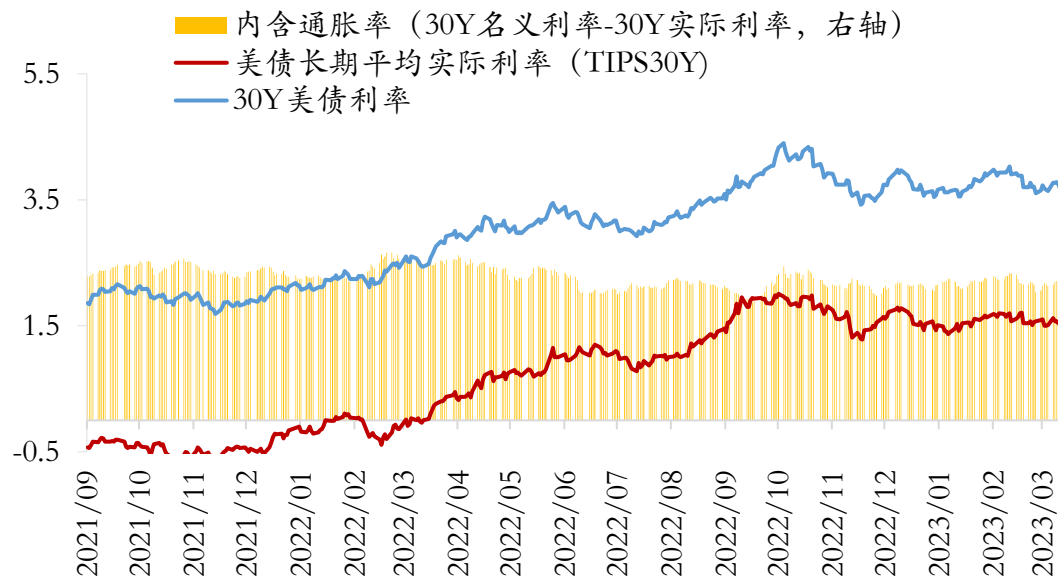
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。



4.1 黄金：维持中长期布局判断不变，关注美联储是否5月结束加息

- **黄金：维持中长期布局判断不变，关注美联储是否5月结束加息。**美国经济仍有较大概率“软着陆”，但金融领域风险、债务上限问题依然存在，维持实际利率短期内或再难突破前高的判断。更重要的是，金融领域风险将迫使美联储重新考虑政策利率及其路径，维持较高利率的窗口期可能因此缩短，从而利多黄金。从投机情绪上看，ETF持仓量整体稳定，略有上升，也表明市场看多情绪开始增加。从中长期看，美联储大概率年内完成本轮加息，维持中长期布局判断，关注5月美联储是否确认完成本轮加息。

美债实际利率小幅下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量整体稳定，略有增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：弱复苏已被验证，关注二季度复苏能否提速

- **弱复苏已被验证，关注二季度复苏能否提速。**一季度国内经济弱复苏已被验证，此前强复苏预期推升的商品价格均不同程度回落。但经过一季度的调整，市场对于复苏预期已经处于较低位置，随着防疫优化后经济内生修复逐步展开，Q2经济复苏有望提速。鉴此，工业品价格受上游能源、原材料价格拖累，仍以震荡为主；农产品在保供以及原油带动运输成本下降大背景下，价格反弹依然乏力；春季复工复产行情阶段性告一段落，螺纹钢价格上行乏力；房地产调控放松与供给端支持政策继续出台，叠加竣工端有所向好，中长期仍继续看好地产链条上的玻璃。

因子分析显示竣工端对玻璃价格有所支撑，仍可中长期相对看好

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	0.07	0.04	0.37	0.11	0.76
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.10	0.00	-0.19	0.05	-0.34
M2同比差值变动	-0.50	0.96	0.34	0.45	0.91
基建投资累计同比变动	-0.40	-0.29	-0.03	-0.08	-0.21
新开工面积前12个月移动平均同比	-39.44	-1.24	-0.91	-1.48	-0.29
竣工面积前12个月移动平均同比	-12.87	-2.25	0.96	-2.16	6.04
销售面积前12个月移动平均同比	-23.91	2.02	-0.03	2.80	-2.10
合计		-0.76	0.50	-0.32	4.79

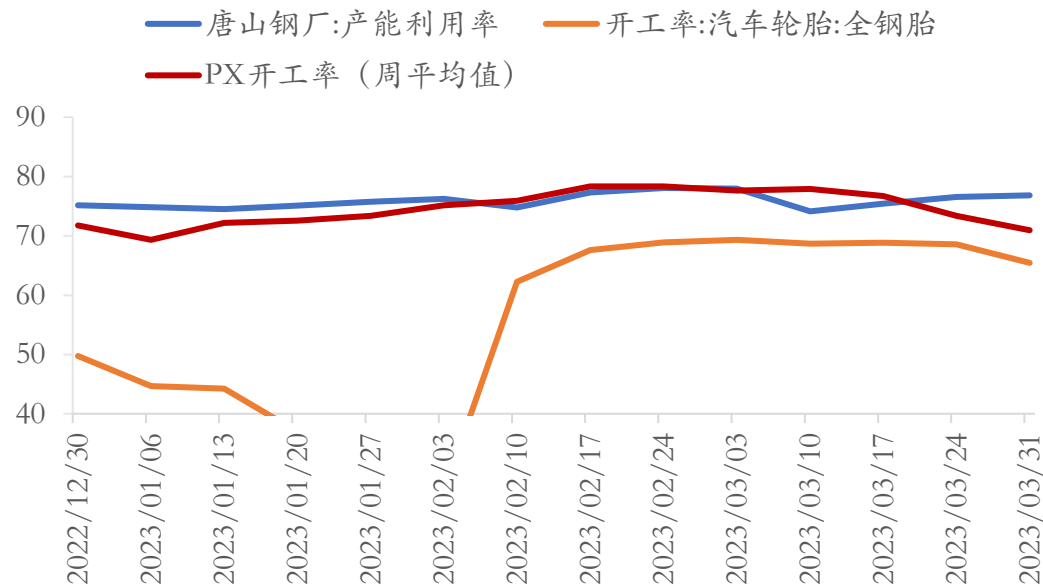
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：经济复苏预期有望改善，但成本端仍有拖累

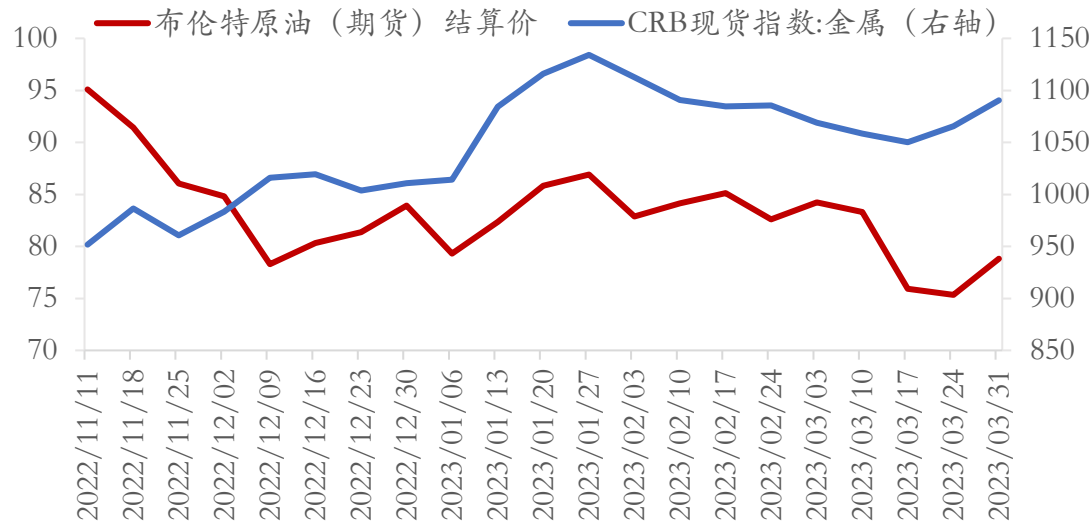
- **南华工业品指数：经济复苏预期有望改善，但成本端仍有拖累。**唐山产能利用率、PX开工率、汽车轮胎开工率整体趋稳，反映春季开工后生产端整体平稳。3月钢材预估日产量较2月继续提升，表明基建类开工有望进一步提速。整体上看生产端基本持平，后续价格走势取决于经济复苏预期改善与成本端拖累之间的相对强度，目前来看二者对冲后，价格预计以震荡为主。

典型工业品开工率基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

原油与金属价格整体稳中略偏下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工拖累有望解除

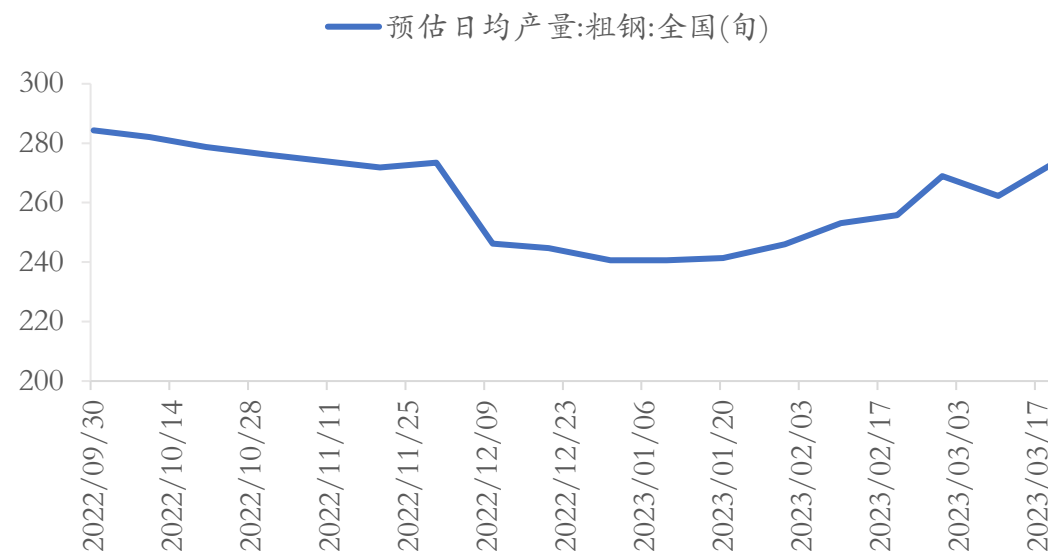
- **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累有望解除。**粗钢产量3月延续反弹，反映出春季开工后需求有所提振。同时，随着房地产市场逐步出清，叠加各类纾困政策落地，地产新开工面积下行有见底迹象，长期对螺纹钢价格压制因素有望缓解。我们维持此前判断，新开工进一步下行概率不大，2023年有望步入反弹，同时2023年基建有望延续发力稳增长。但前期对经济复苏下螺纹钢需求预期过高，对螺纹钢指数维持谨慎看多。

新开工下行有见底迹象



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

3月粗钢产量延续反弹



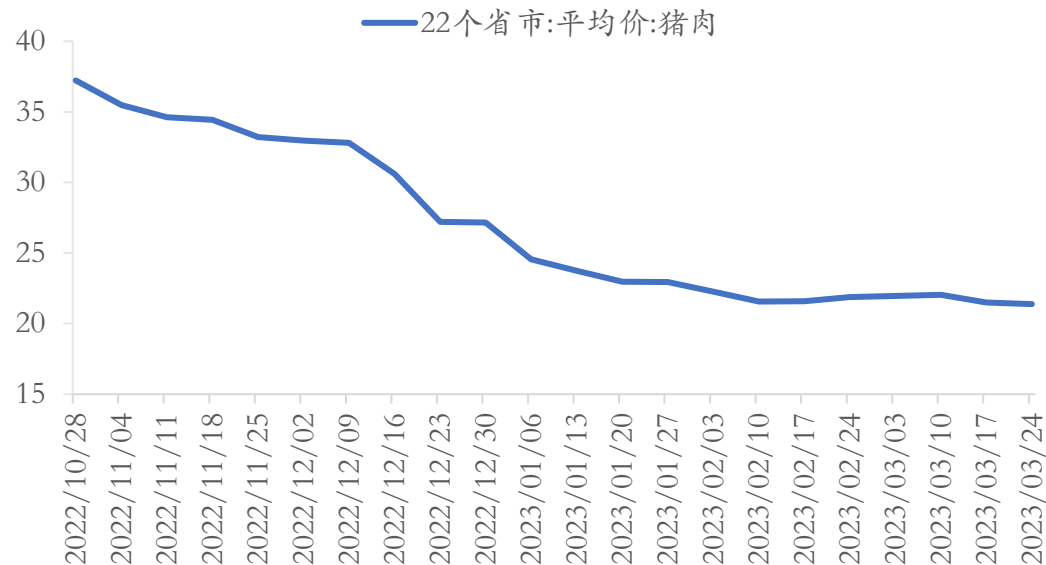
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，整体仍偏弱

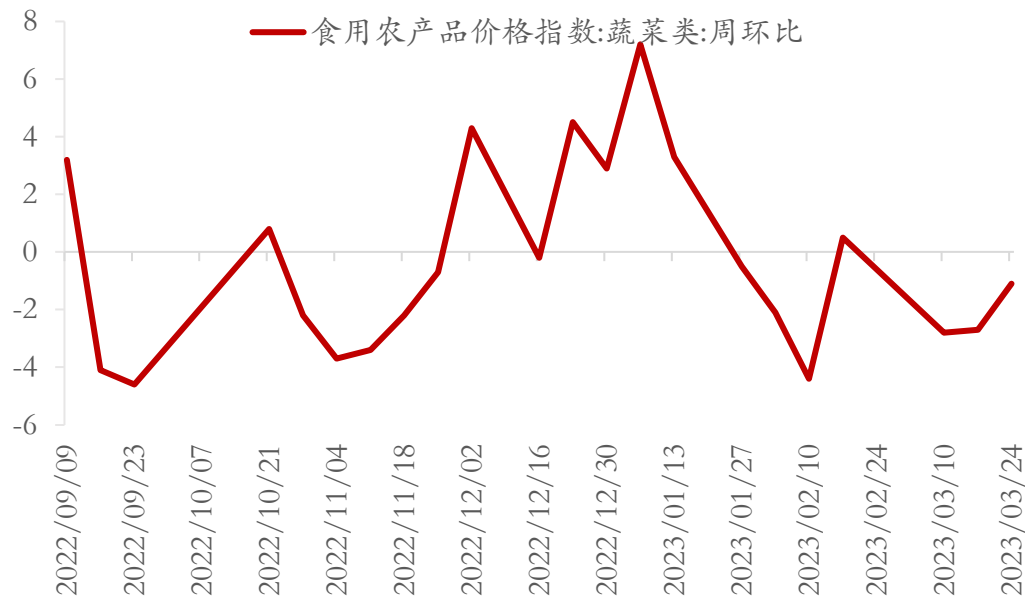
- 南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，整体偏弱。3月前3周价格均值21.64元/公斤，与2月周价格均值21.82元/公斤基本持平，但由于去年基数偏低与去年3月均值同比涨幅扩大至11%。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，3月蔬菜价格指数同比下跌19.2%。综合来看，在发改委对食品保供以及其他其他农产品运输成本下降的对冲因素下，农产品价格指数整体仍偏弱。

3月猪肉价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤。

蔬菜价格环比继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.2 南华玻璃指数：地产出现积极信号，仍继续看好玻璃

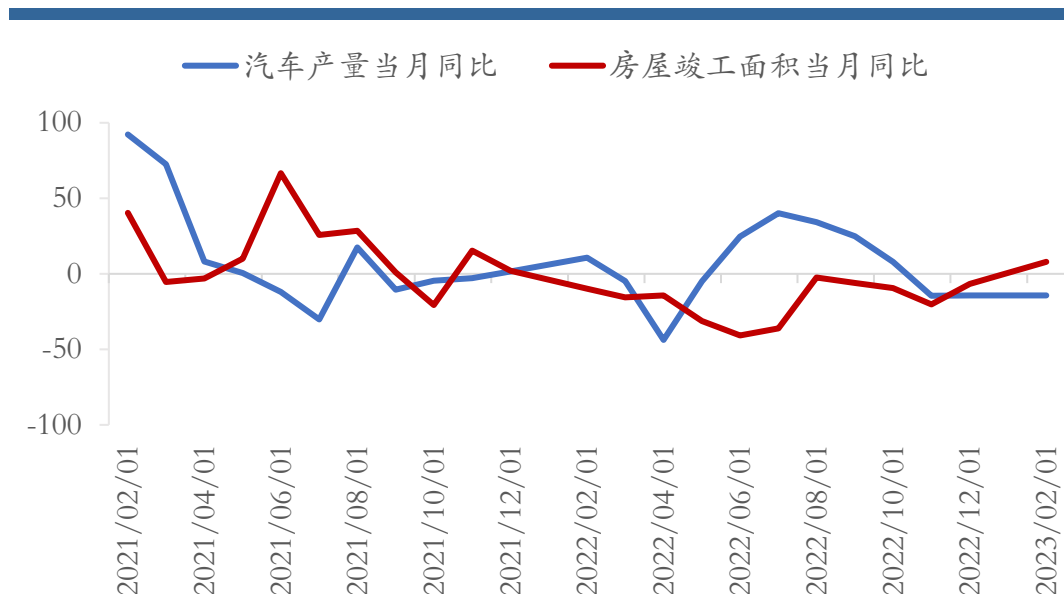
- **南华玻璃指数：地产出现积极信号，仍继续看好玻璃。**全国房地产市场呈现出较多复苏的积极信号，尤其是作为楼市“风向标”的一线城市二手房成交表现较为亮眼。同时，土拍市场热度明显回暖，中指研究院统计84个城市出让住宅用地平均溢价率达5.28%（去年同期仅3%，截至2月下旬）。30个大中城市商品房销售面积增速有所回暖（但由于30城口径调整，一线城市外的数据可比性减弱），后续仍需关注可持续性。我们认为，地产投资以“渐进式”复苏为主，但对于竣工链条利好仍存。玻璃价格具备上行动力，中长期仍可关注。

3月30城商品房周销售面积同比略有改善

指标（3月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	2月均值
成交面积（万平方米）	368.02	363.77	330.43	341.89	263.68
同比	40.49	66.43	34.22	24.94	31.51
其中：一线	89.47	85.22	62.21	69.06	57.51
同比	50.78	71.43	24.24	22.57	10.06
二线	201.87	179.47	183.49	187.86	144.52
同比	36.02	54.26	32.80	23.88	26.92
三线	76.67	99.07	84.73	84.97	61.64
同比	41.49	88.66	46.20	29.41	79.33

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市同比与此前可比性弱化。

竣工面积同比增速延续反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1 配置逻辑：加息“新路径”，复苏“新预期”

2 权益：重视尚未被市场定价的预期差

3 利率：经济前景分化，国内上、美国平

4 大宗：美国加息放缓，国内复苏向好

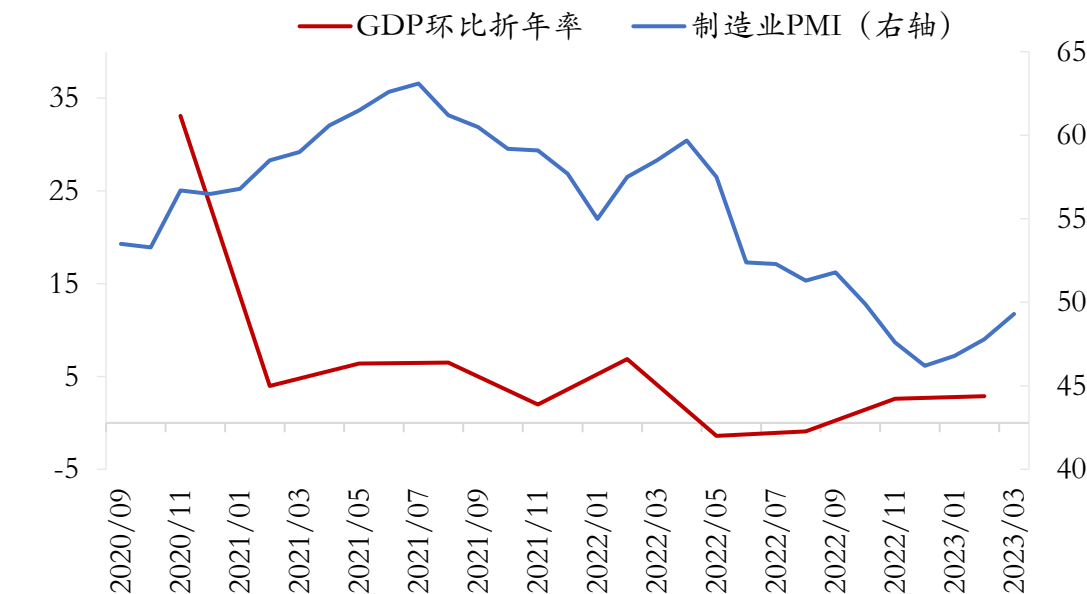
5 汇率：金融风险暴露下美元走弱



5.1 美元指数：金融风险暴露下美元走弱

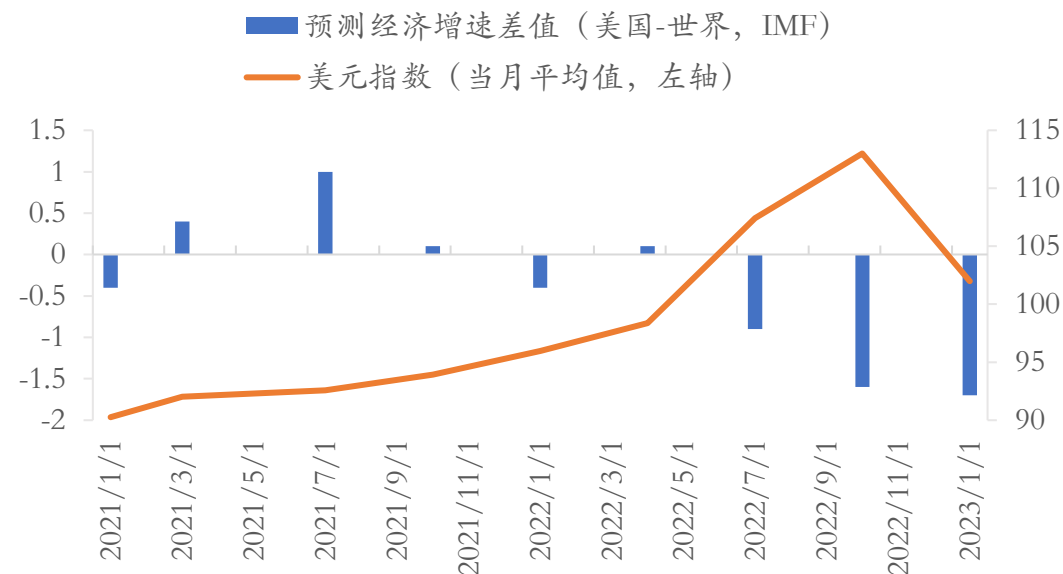
- **金融风险暴露下美元走弱。**中长期看，美元强弱取决于美国经济全球占比，而今年美国经济大概率低于世界经济增速，仅靠美联储加息支撑美元，美元上方压力明显。随着金融领域风险逐步暴露，美联储再次大幅加息概率趋近于零。因此，预计美元指数小幅走弱，除非美国金融领域风险得到较好的解决，扭转美元下行态势。

美国PMI延续反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

美国经济增速仍低于全球，上方压力较大



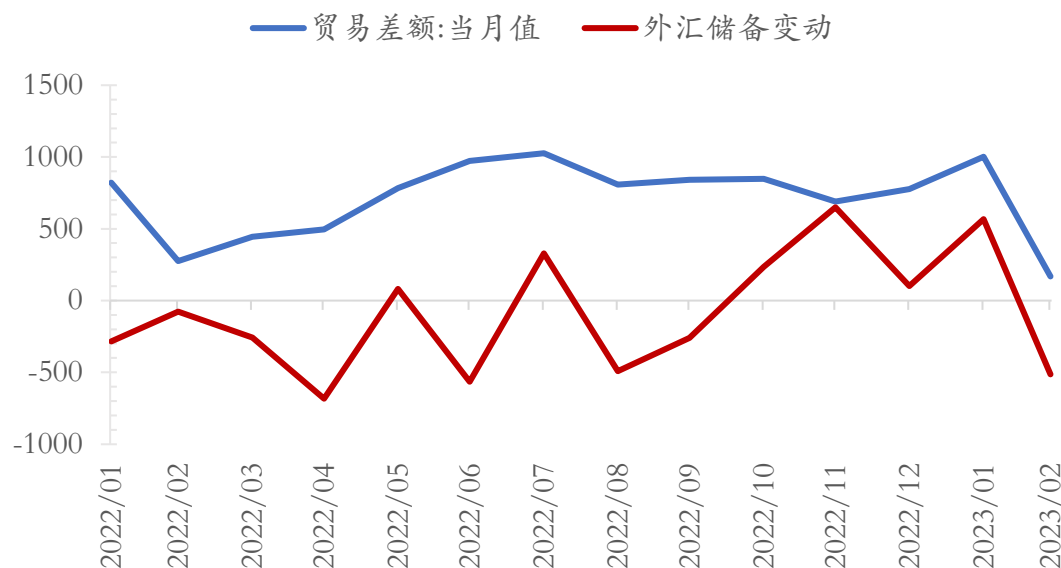
资料来源：Wind，IMF《世界经济展望》，华安证券研究所，单位：%、指数点。



5.2 人民币：经济弱复苏但周期领先美国，人民币维持震荡

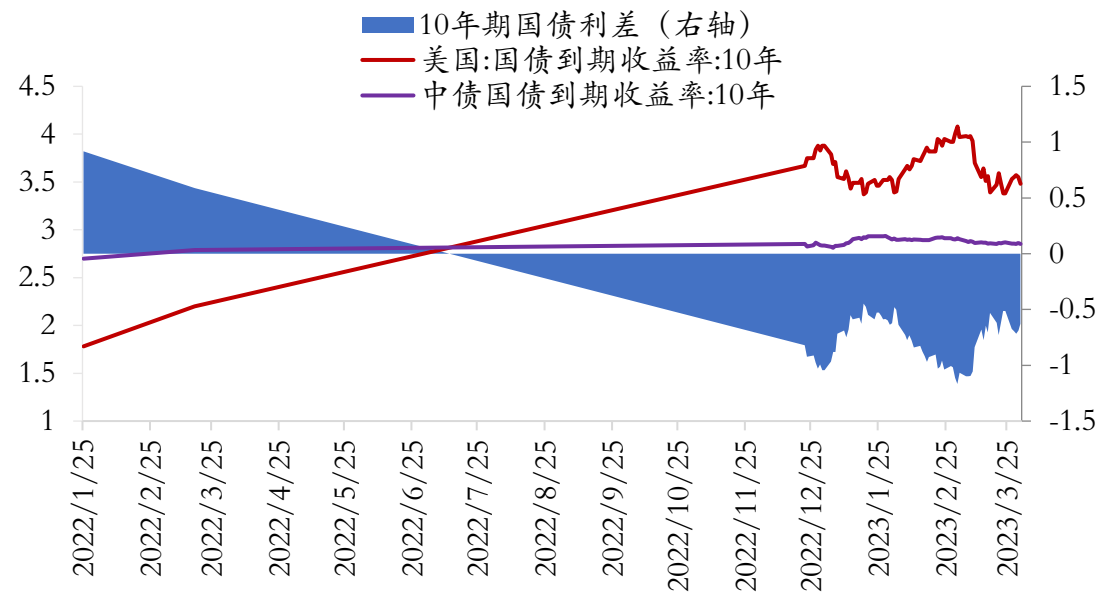
- **经济弱复苏但周期领先美国，人民币维持震荡。**随着防疫政策优化，外资对中国经济增长前景的担忧大幅消退。而美联储将利率维持在较高位置，资本外流仍有一定压力。近期美国金融领域风险逐步暴露，美联储加息预期减弱、降息讨论有所增加，中美利差有所收窄。不过短期来看，出口压力仍存，美国经济尚未陷入实质性衰退，人民币缺乏充足的上行动力，预计仍以震荡略偏升值为主。

2月外汇储备净大幅流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差有所收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情二次冲击等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。