



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年5月5日

市场分歧加剧，美联储暂停加息难言利多

一大类资产配置月报第22期：2023年5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：市场分歧加剧，美联储暂停加息难言利多

大类	项目	本期：2023-4-28至2023-5-26			上期：2023-3-31至2023-4-28	
		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	↓	市场整体有望继续维持2月以来的震荡格局，当前并无大级别上涨机会或者大跌风险，机会仍以结构性为主。	3272.86-->3323.27	1.54%
	创业板指	震荡	↓↓		2399.5-->2324.72	-3.12%
	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，增长前景分歧加剧推动利率下行，成长风格具备相对优势。同时，消费复苏确定性仍强，仍可关注消费风格相对优势。	6761.77-->6527.58	-3.46%
	周期(风格.中信)	震荡	→		4470.82-->4338.36	-2.96%
	金融(风格.中信)	震荡	→		6366.73-->6650.17	4.45%
	消费(风格.中信)	震荡上行	→		11568.92-->11345.98	-1.93%
NASDAQ指数	震荡上行	→	衰退预期和当前市场对于降息偏乐观的预期相对更利好纳指。	12221.91-->12226.58	0.04%	
DSJ平均指数	震荡	→		33274.15-->34098.16	2.48%	
债券	1Y国债到期收益率(%)	震荡下行	↓↓	经济复苏斜率放缓，债市逻辑集中演绎“利空出尽”，分歧加大下长端利率预计震荡，短端资金价格略降。	2.233-->2.146	-9BP
	10Y国债到期收益率(%)	震荡	↓		2.853-->2.779	-7BP
	2Y美债收益率(%)	震荡下行	↓	美联储释放加息停止信号，通胀回落，银行流动性风险仍存，美债长、短端均震荡下行。	4.06-->4.04	-2BP
	10Y美债收益率(%)	震荡下行	↓		3.48-->3.44	-4BP
大宗商品	布伦特原油(美元/桶)	震荡下行	↓↓	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，铜同样有所获益，而原油在前期供给端突发减产价格已有所反弹、后续难言持续乐观。	79.77-->79.54	-0.29%
	COMEX铜(美元/磅)	震荡	→		4.096-->3.877	-5.35%
	COMEX黄金(美元/盎司)	上行	↑		1969.8-->1990	1.03%
	南华工业品指数	震荡	↓	多项指标预示二季度经济修复斜率有可能边际放缓。工业品价格受上游能源、原材料价格拖累，仍以震荡为主；农产品价格反弹依然乏力；经济复苏预期走弱，地产新开工维持落实，螺纹钢价格缺乏支撑；房地产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。	3829.68-->3604.92	-5.87%
	南华螺纹钢指数	震荡	→		1564.65-->1391.99	-11.03%
	南华农产品指数	震荡	→		1063.23-->1053.88	-0.88%
南华玻璃指数	上行	→	2006.89-->2206.69		9.96%	
汇率	美元指数	震荡下行	→	加息周期即将结束叠加衰退预期，美元走弱。美元走弱但出口担忧仍存，人民币维持震荡。	102.6-->101.66	-0.91%
	美元兑人民币	震荡	→		6.87-->6.92	0.76%

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：市场分歧加剧，静待更多指引

2 权益：循序渐进配置消费复苏与科技

3 利率：中债震荡，美债具超配价值

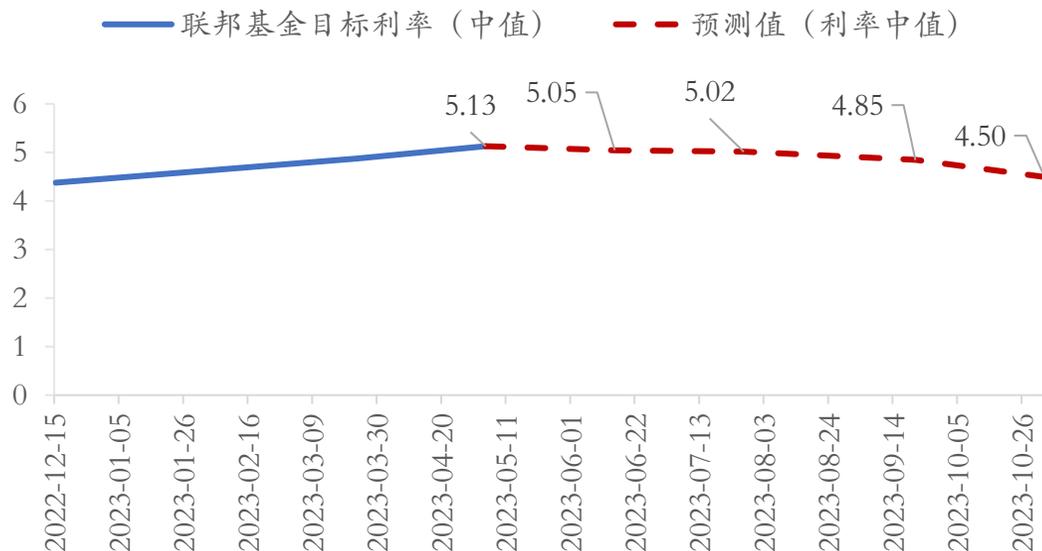
4 大宗：降息预期走强，国内复苏斜率走弱

5 汇率：加息周期即将结束，美元走弱

美联储加息周期大概率结束，但转向降息时点仍不确定

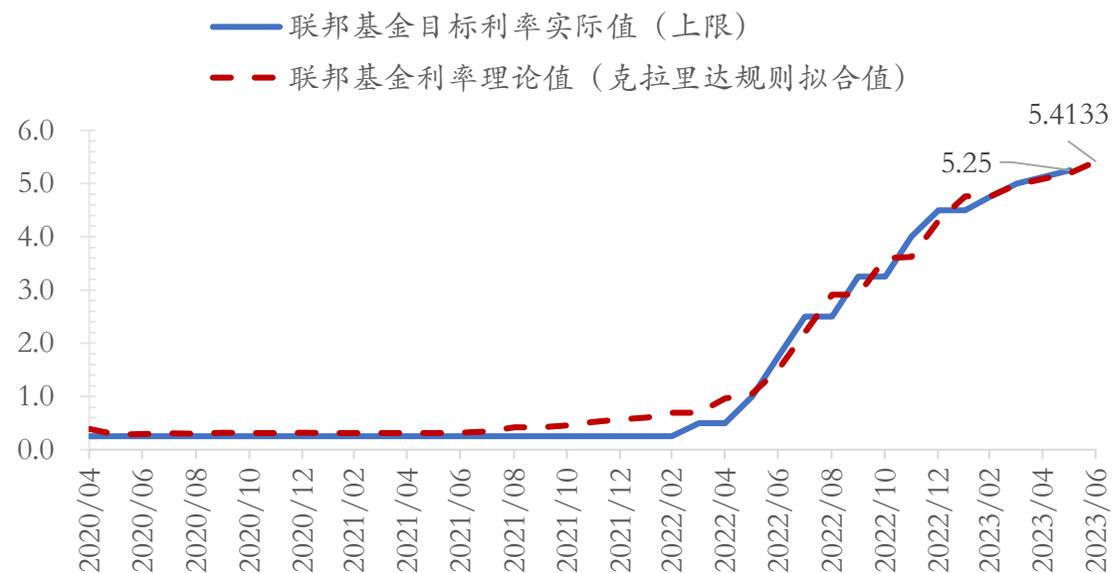
- 5月加息25BP后，美联储加息周期大概率结束。5月FOMC声明中对未来货币政策前瞻指引的表述有明显弱化，尤其是删除了“额外政策紧缩可能是合适的”，同时美联储主席鲍威尔在新闻发布会中也表达了鸽派观点，但并未完全排除6月加息的可能性。我们认为，5月份FOMC会议大概率是本轮加息周期的终点。
- 转向降息时点仍不确定。目前来看，美国通胀水平回落仍有粘性，其政策框架中的核心指标——核心PCE回落缓慢。根据此前我们的测算，年内降息需满足通胀回落至2.2%附近，这一条件较为苛刻。美联储主席鲍威尔在5月FOMC会议后的新闻发布会中，仍对年内降息态度持否定态度，但CME观测器显示市场对年末降息押注大幅增加。降息时点不确定性仍强。

美联储利率观测器显示市场押注年底利率明显下行



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，6月理论利率指引加息与不加息均可



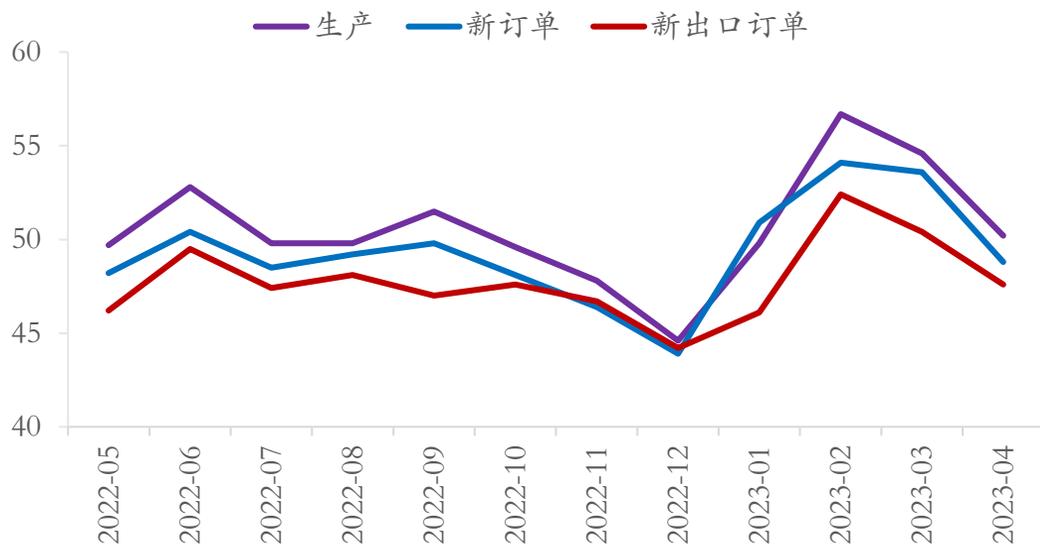
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



警惕经济修复斜率边际放缓，增长预期差仍抑制风险偏好

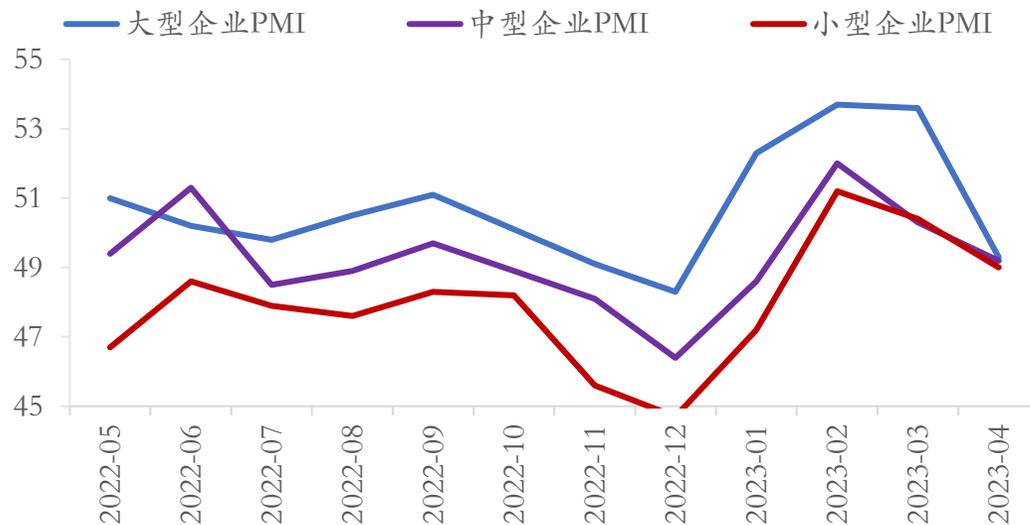
- ▶ **警惕疫情二次冲击对市场主体信心的影响，经济修复斜率边际放缓。**根据发达国家数据显示其在防疫放开4-6个月出现不同程度的二次冲击，当前距离防疫放开已过4个月，市场主体信心担忧仍存，4月制造业PMI跌落荣枯线之下。服务业内生修复仍然维持较高斜率，但商品需求与生产均有所放缓，Q2经济修复环比斜率仍值得密切关注。
- ▶ **PMI重回荣枯线之下，市场主体信心恐受疫情二次冲击担忧而走弱。**4月制造业PMI为49.2%，较上月回落2.7个百分点，防疫放开后首次跌破荣枯线。对于5月份疫情二次冲击的担忧，可能是市场主体信心走弱的重要原因。从不同规模的企业制造业PMI来看，各类型企业PMI均有不同程度回落，尤其是大型企业回落较多，且大中小企业PMI基本均处于49%左右，表明当前市场主体信心仍需提振。

生产、新订单、新出口订单指数回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

大型企业PMI回落最为明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



目录

1 配置逻辑：市场分歧加剧，静待更多指引

2 权益：循序渐进配置消费复苏与科技

3 利率：中债震荡，美债具超配价值

4 大宗：降息预期走强，国内复苏斜率走弱

5 汇率：加息周期即将结束，美元走弱



2.1 国内权益：复苏与科技并进

- 我们在5月策略月报《循序渐进》（2023-05-03）中指出，市场整体有望继续维持2月以来的震荡格局，当前并无大级别上涨机会或者大跌风险，机会仍以结构性为主，关注复苏与科技双主线：①经济复苏重点转向需求端，消费风格更需重视，重点关注食品饮料、医药生物、美容护理及社会服务；②TMT产业行情未休，仍可优选结构性方向，建议关注传媒、通信和电子。
- 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，增长前景分歧加剧推动利率下行，成长风格具备相对优势。同时，消费复苏确定性仍强，仍可关注消费风格相对优势。

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)	-0.08	-0.30	-0.26	-0.23	-0.28	-0.57	-0.45
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	0.03	0.10	0.12	0.14	0.09	0.13	0.22
短端利率变动 (2Y美债)	-0.29	1.20	3.10	2.30	0.99	1.01	2.39
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.08	-0.01	-0.05	-0.03	0.16	-0.02	-0.06
M2同比差值变动	-0.20	0.18	-0.24	-0.10	0.25	0.43	0.22
社融同比差值变动	0.10	0.11	0.15	0.10	0.14	0.12	0.23
新发基金规模 (自然对数)	6.77	-1.28	-0.94	-1.59	-1.50	-1.94	-2.76
合计		-0.01	1.87	0.59	-0.14	-0.84	-0.21

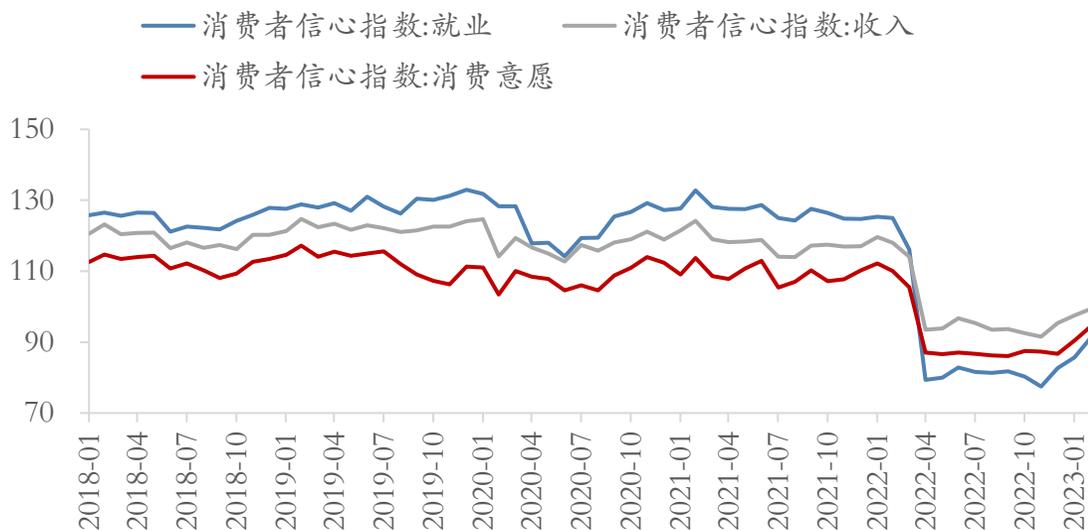
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益 (1) : 经济复苏重点转向需求端, 消费方向更值得重视

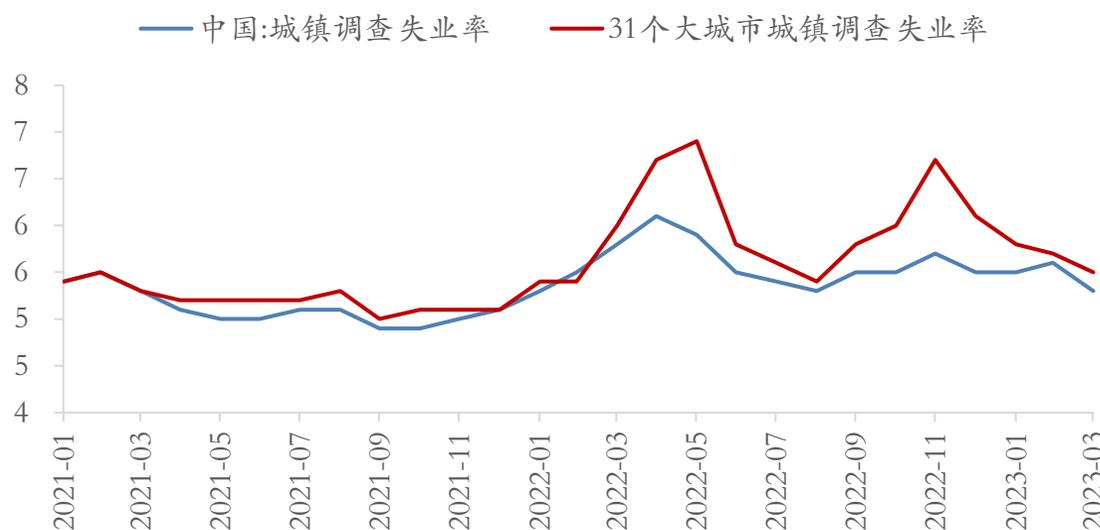
经济复苏重点转向需求端, 建议更加重视消费风格。4月28日的中央政治局会议通稿中指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的, 内生动力还不强, 需求仍然不足”, 并强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”, 后续有望见到各类促消费措施落地, 在5月政策层面将对消费风格形成利好。4月PMI数据显示服务业景气维持高位, 在一季度社零超预期的基础上或能推动消费复苏加快; 并且消费者信心指数和居民就业数据均指向消费能力恢复, 2022年以来积累的超额储蓄可得到释放, 在经济基本上支持消费风格走强。因此5月建议更加重视消费风格, 具体到申万一级行业包括食品饮料、医药生物、美容护理及社会服务。

消费者信心得到明显恢复



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点。

失业率已较疫情防控放开前明显下降

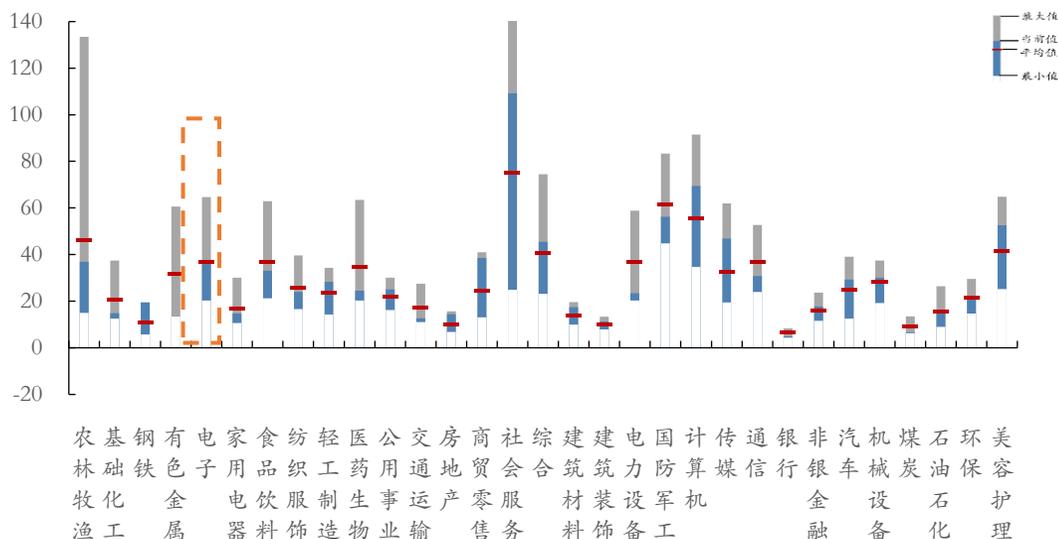


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

2.1 国内权益 (2) : TMT行情未休, 仍可优选结构性方向

- **主线二: TMT产业行情未休, 仍可优选结构性方向。**自春节假期以来, 在AI商用落地和“数字中国”建设的利好下TMT行情持续演绎。随着市场对一轮TMT行情的理解加深和估值水平的提高, TMT行情出现波动在所难免, 但从涨幅和估值角度来看细分领域仍有空间。建议在传媒、通信和电子中挖掘细分机会。
- **纵向比较TMT估值仍有抬升空间。**以PE_TTM来看, 传媒为46.9x, 通信为30.7x, 计算机为69.4x, 电子为35.9x, 较过去5年中的PE_TTM高点分别还有15.1x、22.0x、22.1x和28.7x的差距, 因此单纯从估值角度来看仍有抬升空间。
- **横向对比新能源产业行情, 本轮TMT行情仍在发展初期。**2020年起的新能源产业行情自2020年4月开始至2021年12月高点历时近20个月, 电力设备指数最大涨幅达220%。无论是从持续时间还是从上涨幅度上来看, 本轮TMT行情还有很大的演绎空间。

TMT行业估值仍有抬升空间



TMT行情仍在发展初期



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: 万人次

2.2 美股：加息暂停与衰退预期博弈，波动仍较大

- **加息暂停与衰退预期博弈，波动仍较大。**美联储暂停加息释放利好，但衰退预期与降息时点不确定性仍存，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年至今美国非农失业率仍处于3.5%附近，劳动力市场虽有放缓但未见明显恶化态势，美国经济仍有可能“软着陆”。另一方面，美联储在银行业风险爆发后采取了相应的应对措施，目前来看金融风险并未扩散，使得降息时点有可能在年内不会出现契机。从因子分析的情况看，衰退预期和当前市场对于降息偏乐观的预期相对更利好纳指，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)	-0.29	1.56	0.01
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.08	0.06	0.07
失业率 (季调) 变动	-0.10	-0.06	-0.03
美国CPI环比	0.30	0.26	-0.10
美国PPI环比	-0.50	1.49	0.92
合计		3.33	0.87

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：市场分歧加剧，静待更多指引

2 权益：循序渐进配置消费复苏与科技

3 利率：中债震荡，美债具超配价值

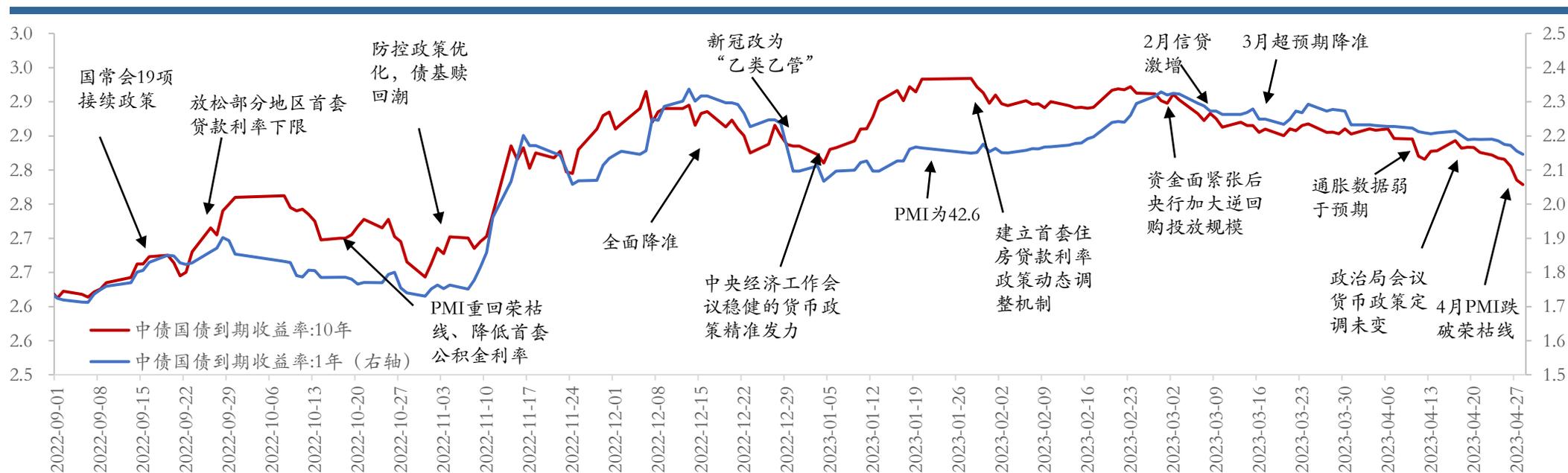
4 大宗：降息预期走强，国内复苏斜率走弱

5 汇率：加息周期即将结束，美元走弱

3.1 国内债券：4月债市演绎利空出尽逻辑，长端利率延续下行

- 流动性宽松下债市逻辑重心重回基本面，超预期改善数据确认后演绎“利空出尽”逻辑，长端利率延续下行。①流动性宽松推动长端下行。跨季后资金相对充裕，叠加此前超预期降准、MLF净投放等释放部分流动性，资金宽松的环境确认，长端利率延续下行。②超预期出口、金融数据确认后，市场解读为利空出尽。3月信贷增量略超预期，出口（人民币计价）同比远超预期、高达14.8%，但出口、金融数据落地后，债市演绎利空出尽逻辑。叠加3月通胀数据远不及预期，长端利率持续下行。

4月长端利率延续下行

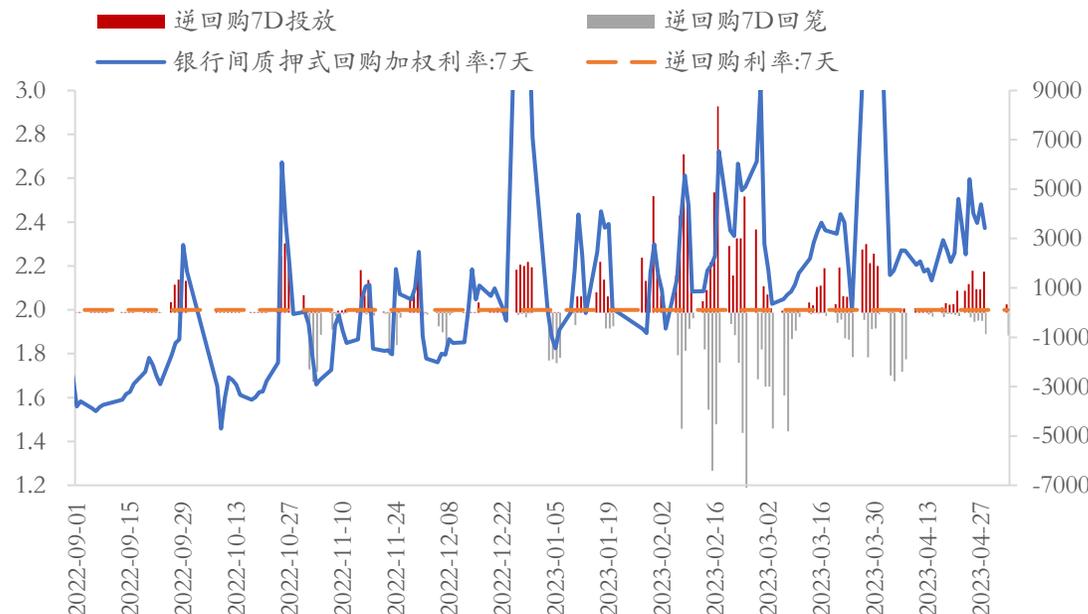


3.1 国内债券：5月重回博弈政策预期变化，长端震荡、短端略降

- 5月长端利率重回博弈政策预期变化：①经济复苏斜率放缓，4月PMI跌破荣枯线至49.2%；②市场对降息降准的宽松预期升温。4月下旬央行每日投放逆回购规模较小，但资金价格仅微幅上升，叠加金融数据中3月非银行金融机构存款多增，侧面证实证实银间资金缺口较小、资金紧张程度较一季度明显缓解。此外工业企业利润累计同比仍维持负值，市场对降息、降准的宽松预期升温。
- 长端震荡、短端略降，期限利差5月预计增加。①4月末央行短期逆回购投放量较3月明显减少，但资金价格仅小幅上涨，证实银间流动性充裕；②长端震荡、短端略降下，期限利差将增大。

4月期限利差震荡，市场对经济修复存分歧

4月末央行短期的逆回购投放量明显减少，但资金价格仅略升，证实银间流动性充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

3.2 美债：美联储释放加息停止信号，美债预计震荡下行

- 美联储释放加息停止信号，通胀回落下美债预计震荡下行。①5月加息25BP落地，美联储释放加息停止信号。5月议息会议声明中删去“一些额外的紧缩政策是适当的”，释放加息停止信号。对于市场关注的降息，美联储认为“如果通胀居高不下，美联储不会降息；FOMC对通胀的展望并不支持降息”。预计当前距离降息开启还需一段时间，但美联储加息暂停已明晰；②通胀同比回落。美国3月通胀同比回落幅度较大，CPI由2月的6%回落至3月的5%，PCE则由2月的5.07%下降至3月的4.16%；③市场预期年内最早于9月开启降息。截至5月4日，美联储观测工具显示市场预期6、7月联邦基准利率预计维持不变，最早将于9月开启降息。

10Y美债4月震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

市场预期6、7月利率保持不变，最早于9月开启降息

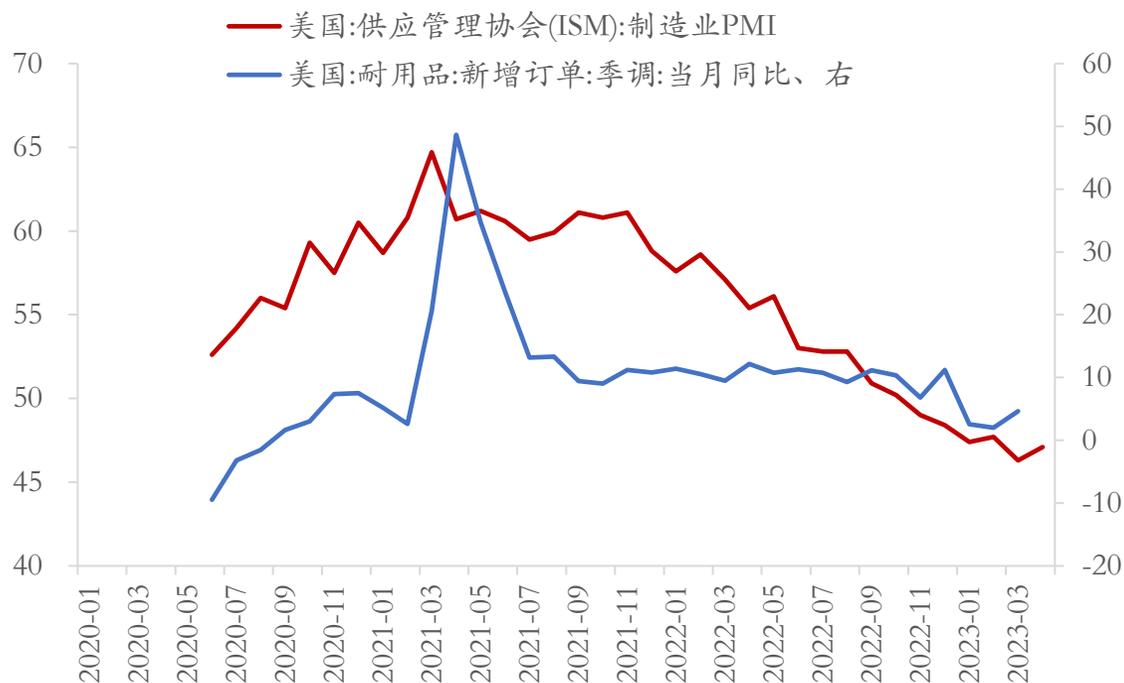
	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日
3.50%-3.75%	-	-	-	-	-
3.75%-4.00%	0.30%	-	-	-	-
4.00%-4.25%	31.60%	0.30%	-	-	-
4.25%-4.50%	48.40%	31.30%	0.30%	-	-
4.50%-4.75%	18.20%	48.30%	35.80%	0.50%	-
4.75%-5.00%	1.40%	18.60%	49.80%	49.60%	0.90%
5.00%-5.25%	-	1.50%	14.00%	49.90%	99.10%
5.25%-5.50%	-	-	-	-	-

资料来源：CME FedWatch，华安证券研究所。单位：%。截至5月4日

3.2 美债：信贷收缩、银行业动荡持续，生产、消费动能仍弱

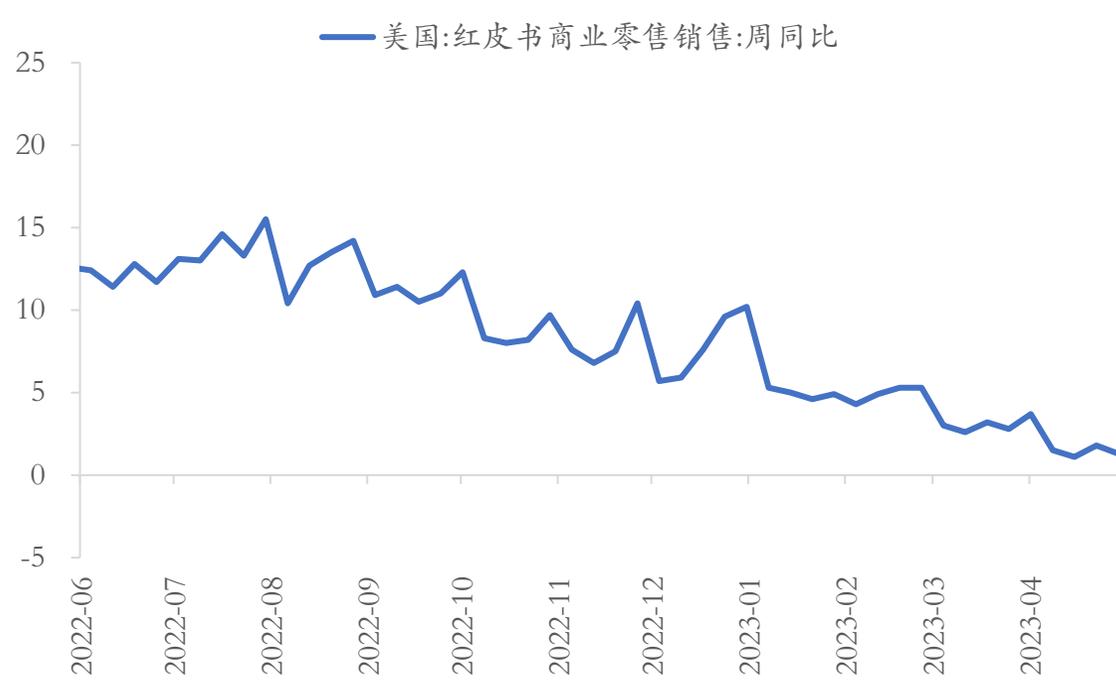
➤ 银行挤兑，流动性风险事件仍有爆发可能，生产、消费动能走弱。①生产动能弱。4月PMI为47.1，虽然较2月46.3小幅回升，但整体仍处于荣枯线以下；②信贷收缩、银行流动性风险仍存。近期第一共和银行倒闭，是美国两个月内第三家倒闭的银行。虽然美联储5月议息会议释放停止加息信号，但离降息尚早。硅谷银行行黑天鹅事件叠加联邦基金目标利率过高，对银行造成流动性冲击，挤兑事件频发，后续流动性风险事件仍有爆发可能。此外近期美国车贷等消费贷款审核收紧，证实信贷收缩明显；③商品消费动能走弱。4月最后一周美国红皮书商业零售销售周同比1.3%，较前值回落0.5%，显示商品消费动能仍在持续走弱。

4月PMI小幅回升，但仍在荣枯线以下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：百万美元

美国红皮书商业零售销售周同比持续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：市场分歧加剧，静待更多指引

2 权益：循序渐进配置消费复苏与科技

3 利率：中债震荡，美债具超配价值

4 大宗：降息预期走强，国内复苏斜率走弱

5 汇率：加息周期即将结束，美元走弱

4.1 国际大宗：降息预期走强，大宗商品价格有望回暖

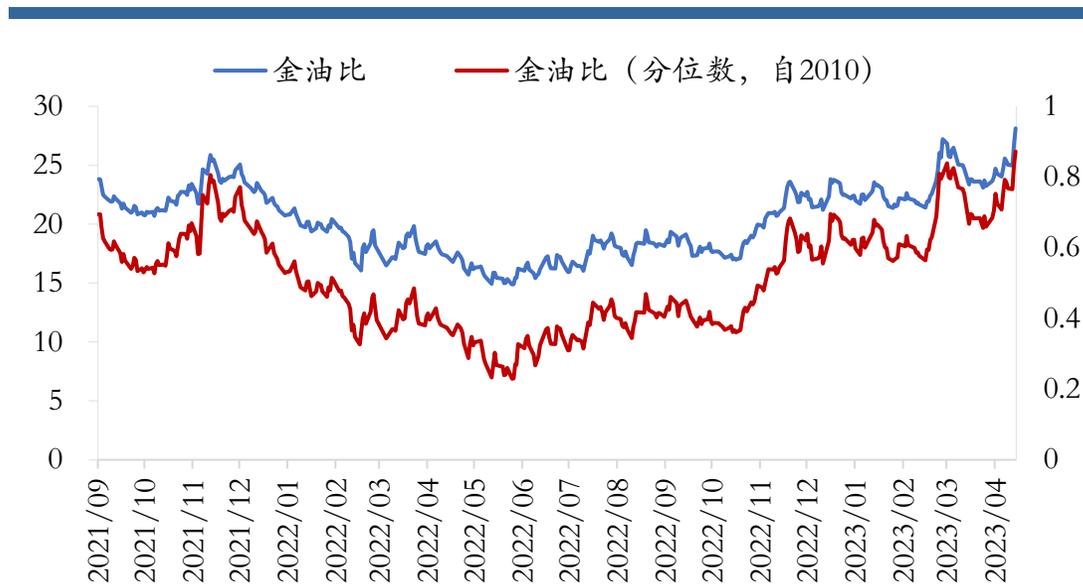
- ▶ **降息预期走强，大宗商品价格有望回暖。**受前期部分美国银行破产事件影响，5月加息25BP后，年内美联储暂停加息是大概率事件。同时，随着美国经济数据持续走弱，市场对美联储转向降息预期进一步升温，有望继续推动大宗商品价格有所回暖。相比之下，对美国经济风险的担忧有望以及美联储货币政策转向利好金价，铜同样有所获益，而原油在前期供给端突发减产后价格已有所反弹、后续难言持续乐观。综合来看，美国经济衰退担忧有望持续发酵，相对看好黄金，其次为铜，前期价格反弹的原油预计难以出现相对优势。

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)	-0.29	-2.76	0.50	1.59
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.08	0.32	-0.04	-0.12
美债长期平均实际利率	-0.07	-0.01	0.00	-0.10
库存/ETF持仓量变动		0.25	1.31	0.09
净多头持仓		4.69	0.13	-0.02
合计		2.49	1.89	1.44

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，衰退预期浓厚

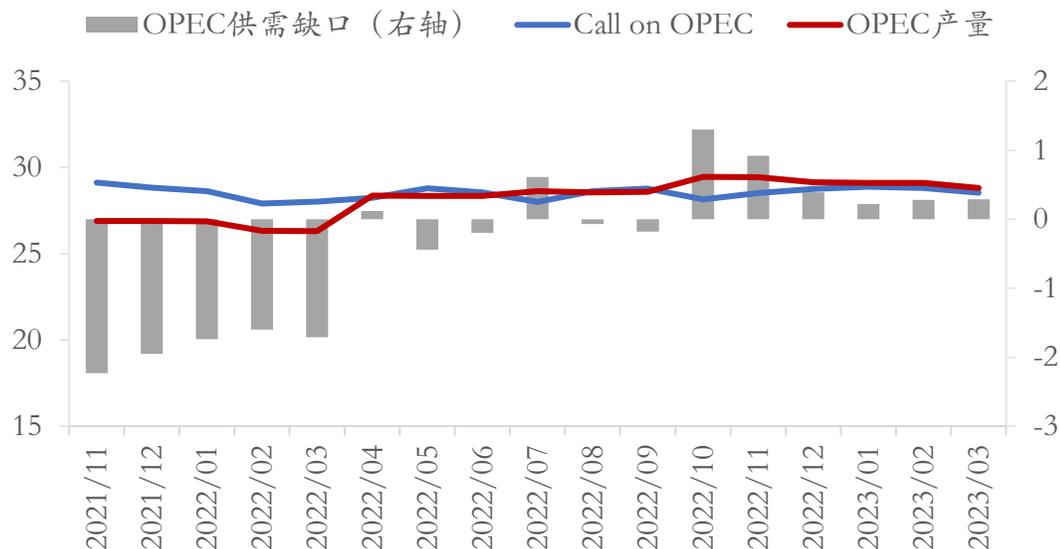


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.1 原油：突发减产利多释放殆尽，衰退预期重新主导油价

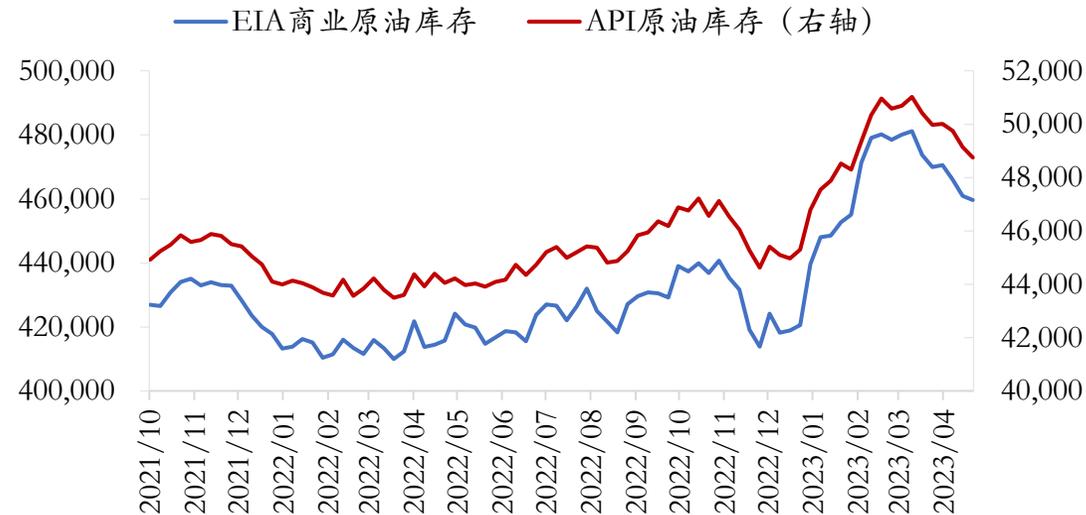
- ▶ **原油：突发减产利多释放殆尽，衰退预期重新主导油价。**4月初OPEC+大幅度减产推动油价回升，但随着时间推移，需求走弱因素重新主导油价。一方面，美联储5月决定再度加息25BP，美联储年内是否降息仍有不确定性，政策利率维持高位依然抑制需求。另一方面，IEA指出，今年3月，受到西方国家一系列制裁的俄罗斯原油和石油产品出口已恢复到俄乌冲突前的水平，市场供应量较预期有所增加。综合来看，随着突发减产利多逐步释放完毕，衰退预期重新主导油价走势，叠加前期原油价格明显反弹，预计油价以震荡偏空为主。

OPEC+减产依然维持累库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

EIA和API库存有所下降

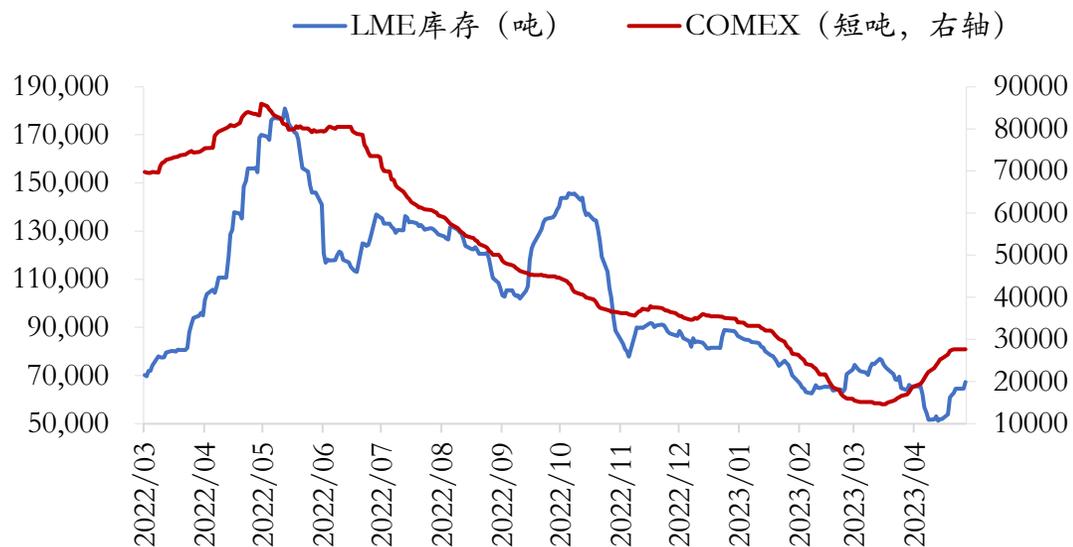


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶

4.1 铜：库存延续维持低位，但市场看空情绪依然浓厚

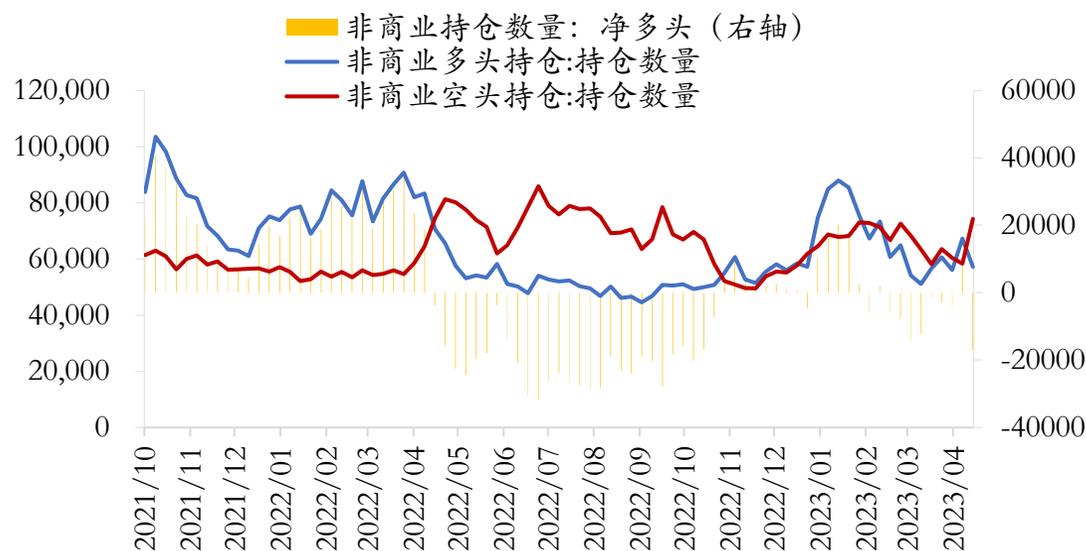
- 铜：库存延续维持低位，但市场看空情绪依然浓厚。** COMEX铜、LME铜库存仍处于低位，表明需求端尚未受到明显冲击。但目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。我们认为随着美联储暂停加息逐步清晰，与经济衰退预期相互对冲，但暂停加息确定性更强，故短期内铜价以震荡略偏多为主。

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增加

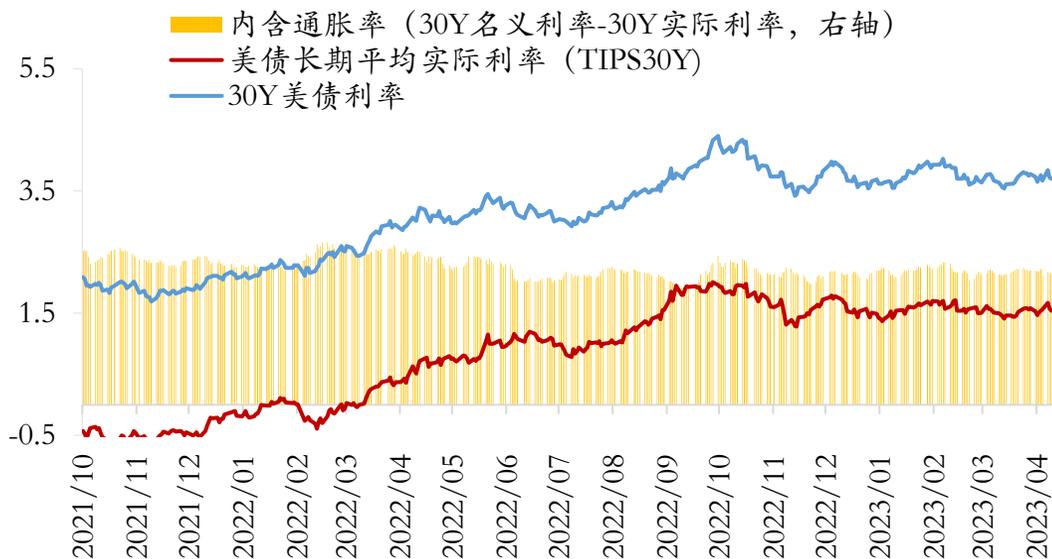


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。

4.1 黄金：中长期仍有配置价值，关注降息预期扰动

- 黄金：中长期仍有配置价值，关注降息预期扰动。** 美国经济仍有较大概率“软着陆”，但债务上限问题依然存在，白宫经济顾问委员会(CEA)在报告中警告称，如果发生债务违约，美国经济将受到“严重损害”，其中最为灾难性的长期违约情景，可能导致830万人失业，股市暴跌45%，因此维持实际利率短期内或再难突破前高的判断。当前市场预期年内降息概率较大，利多黄金。从投机情绪上看，ETF持仓量整体稳定、略有上升，非商业多头净持仓也较4月明显增加，均表明市场看多情绪开始增加。从中长期看，美联储已经完成本轮加息、逐步转向降息，维持中长期布局判断，关注后续降息预期的扰动。

美债实际利率维持不变



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：警惕二季度经济修复斜率边际放缓

- ▶ **警惕二季度经济修复斜率边际放缓。**一季度国内GDP实现4.5%增长，弱复苏下此前强复苏预期推升的商品价格均不同程度回落。虽然经过前期调整，市场对于复苏预期已经处于较低位置，但目前多项高频数据显示Q2除服务业复苏之外，多项指标预示二季度经济修复斜率有可能边际放缓。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；经济复苏预期走弱，地产新开工维持落实，螺纹钢价格缺乏支撑；房地产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

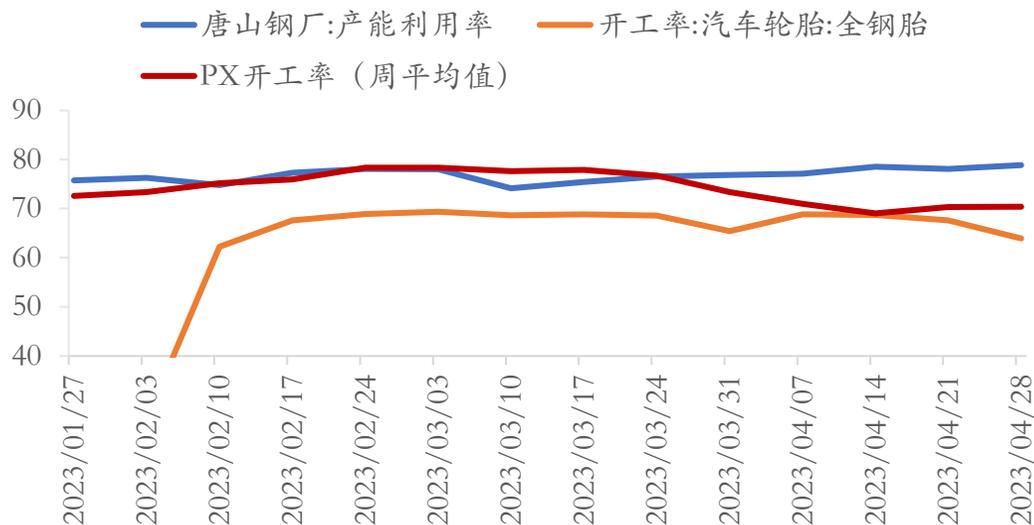
变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	-0.08	-0.07	-0.42	-0.12	-0.89
长短利差（10Y-1Y国债）	0.03	0.00	0.05	-0.02	0.13
M2同比差值变动	-0.50	0.93	0.30	0.45	0.86
基建投资累计同比变动	-0.20	-0.14	0.00	-0.04	-0.07
新开工面积前12个月移动平均同比	-40.35	-1.47	-1.53	-1.61	-0.06
竣工面积前12个月移动平均同比	-10.59	-1.75	0.32	-1.91	5.76
销售面积前12个月移动平均同比	-22.77	2.24	1.18	3.04	-3.11
合计		-0.26	-0.10	-0.21	2.62

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：经济复苏预期有所走弱，价格难以上行

- ▶ **南华工业品指数：经济复苏预期有所走弱，生产端呈收缩迹象。**唐山产能利用率、PX开工率、汽车轮胎开工率整体趋稳，企业工业利润同比下降并未影响企业开工热情，下游需求整体维持平稳略偏弱。整体上看生产端基本持平、略有收缩，但PMI等高频数据显示经济复苏预期有所走弱，且复苏主要集中在服务业领域，商品产销有放缓迹象。因此，预计南华工业品价格难以上行。

典型工业品开工率整体企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

金属价格震荡，原油价格有所回落



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：地产新开工拖累仍严重

- ▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累仍严重。**粗钢产量4月延续反弹，供给端持续上行对价格形成抑制。同时，房地产新开工面积3月超预期下行，尤其是3月房地产开发投资在开发到位资金同比增长的情况下逆势下行，反映出房地产企业信心依然偏弱，拿地和新开工意愿仍然不强，对螺纹钢价格仍有明显压制。因此，新开工未出现明显拐点，螺纹钢指数依然难以出现反弹，预计仍以震荡为主。

新开工下行仍继续下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

4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，仍以震荡为主

- ▶ **南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主。**猪肉价格继续回落，4月前3周价格均值20.86元/公斤，与3月周价格均值21.61元/公斤相比小幅下降，与去年4月均值同比涨幅缩小至8.4%。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24.2%。发改委公布数据显示，猪粮比4月26日已经跌至5.04，已临近政策干预。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偏震荡。

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：地产销售放缓，但仍继续看好玻璃

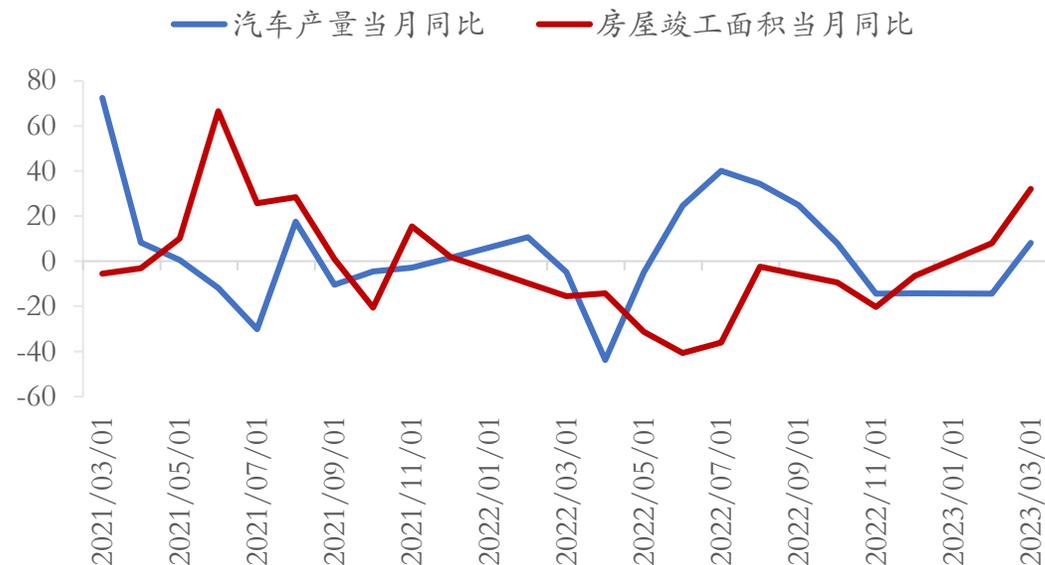
- **南华玻璃指数：地产销售放缓，但仍继续看好玻璃。**
- ①一二三线城市分化表明当前地产销售改善的可持续性仍然有待观察。尤其是4月第4周，二线城市、三线城市当周商品房销售面积同比分别为5.95%和-3.84%，增速降幅较为明显，而一线城市商品房销售维持在100%左右的较高水平。
- ②居民部门购房信心依然偏弱。由于4月底全国统一房地产登记完成，市场担忧这释放了居民房地产征收房产税可能提速的信号，可能会对近期房地产市场交易造成一定影响，买方观望情绪有所增加。
- ③近期地产调控放松政策较为冷淡，也未出现明显的刺激信号。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，拐点可能需要在下半年才会出现。但政策端在保交楼继续发力，地产链条中玻璃仍然收益，因此仍可继续看好玻璃。

4月30城商品房周销售面积同比略有改善，但出现分化

指标 (4月各周)	第4周	第3周	第2周	第1周	3月均值
成交面积 (万平方米)	304.38	312.29	249.32	440.82	353.69
同比	17.17	41.72	45.98	50.15	41.43
其中：一线	83.12	71.94	56.64	114.71	76.49
同比	83.09	141.86	178.15	210.72	42.00
二线	163.54	166.39	140.10	232.64	188.17
同比	5.95	26.76	35.12	19.67	35.73
三线	57.72	73.95	52.58	93.47	89.03
同比	-3.84	24.64	12.48	50.12	54.62

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、汽车产量同比增速延续反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1 配置逻辑：市场分歧加剧，静待更多指引

2 权益：循序渐进配置消费复苏与科技

3 利率：中债震荡，美债具超配价值

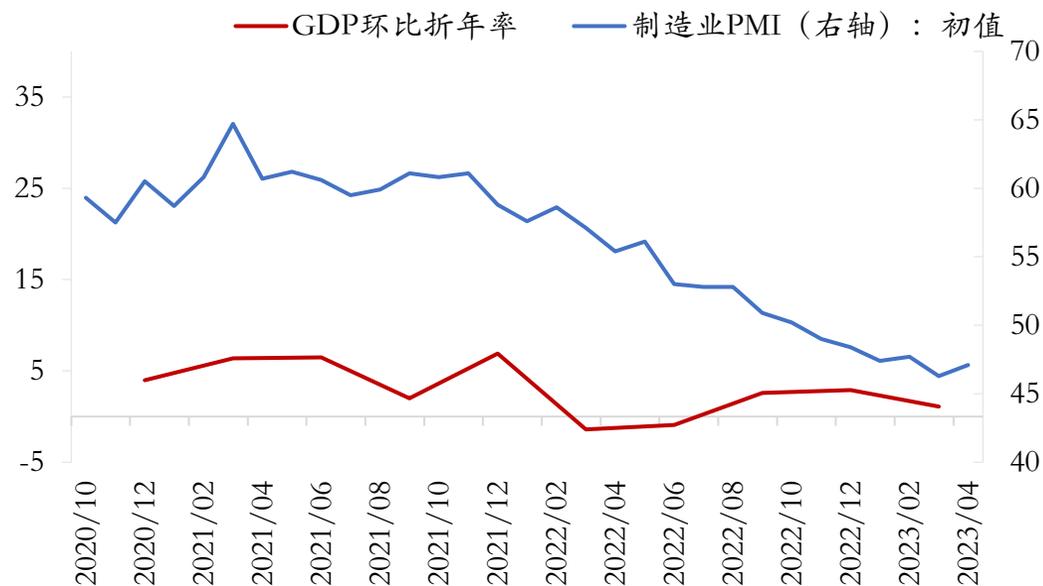
4 大宗：降息预期走强，国内复苏斜率走弱

5 汇率：加息周期即将结束，美元走弱

5.1 美元指数：加息周期即将结束叠加衰退预期，美元走弱

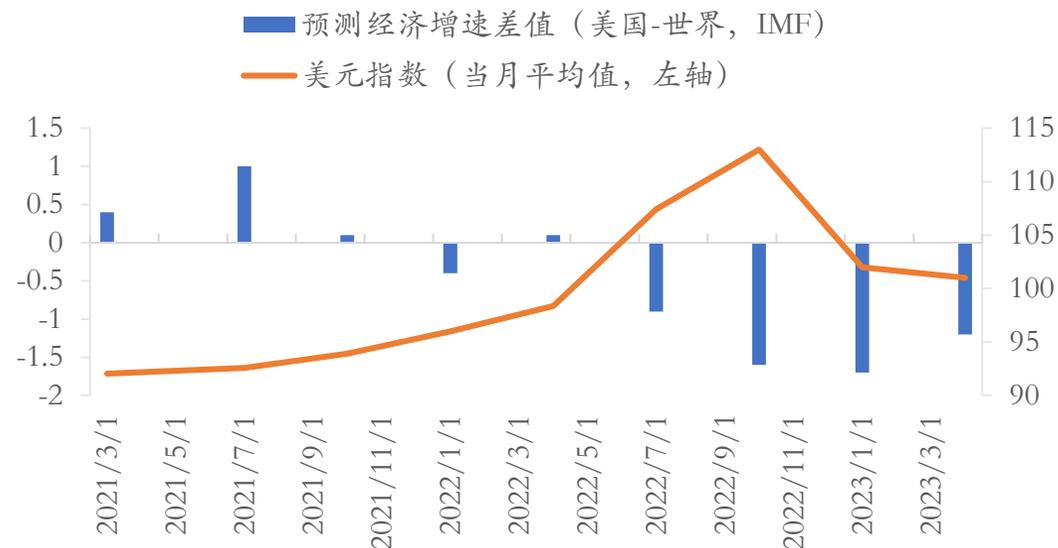
- ▶ **加息周期即将结束叠加衰退预期，美元走弱。**中长期看，美元强弱取决于美国经济全球占比，而今年美国经济大概率低于世界经济增速，随着美联储货币政策即将转向，加息周期结束不再支撑美元，美元有望回落。同时，年内美国经济衰退预期逐步发酵，对美元也形成一定拖累。因此，预计美元指数小幅走弱，除非美国金融领域风险、债务上限等问题得到较好的解决。

美国PMI小幅反弹



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

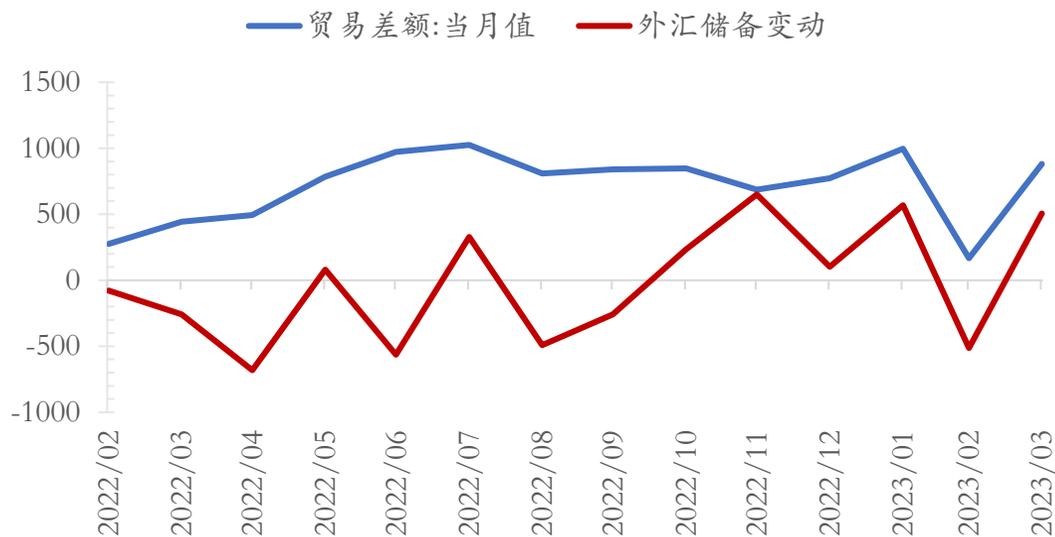


资料来源：Wind，IMF《世界经济展望》，华安证券研究所，单位：%、指数点。

5.2 人民币：美元走弱但出口担忧仍存，人民币维持震荡

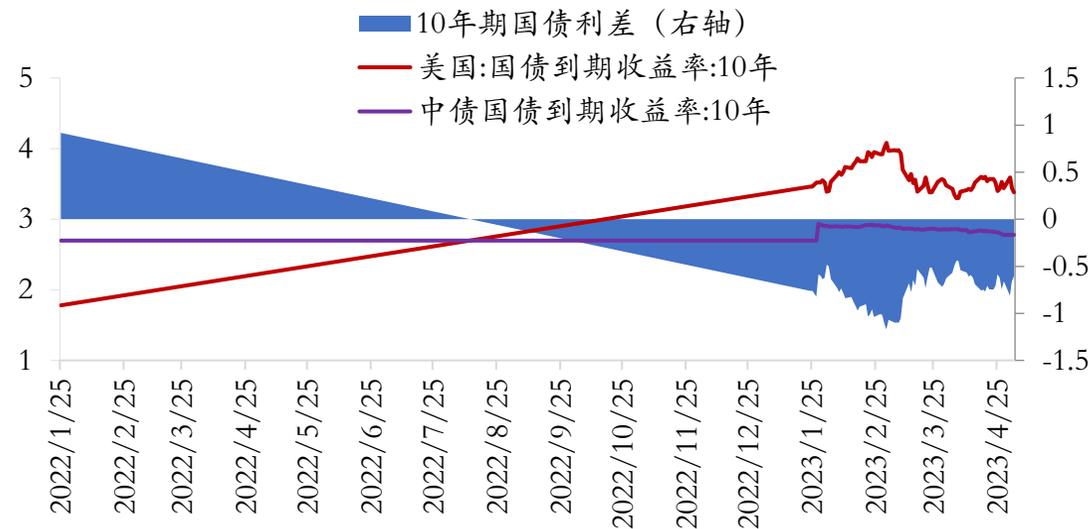
▶ 美元走弱但出口担忧仍存，人民币维持震荡。3月我国出口大超预期，缓解了全年出口大幅下行的担忧。但年内美国经济衰退、中美经贸领域摩擦以及3月出口增速能否持续等担忧仍然存在。尽管美联储大概率结束加息周期，但疫情二次冲击的可能性以及出口不确定性仍存，中美利差维持震荡，人民币仍然缺乏上行动力。综合来看，短期出口压力仍存，美国经济尚未陷入实质性衰退，人民币缺乏充足的上行动力，预计仍以震荡略偏升值为主。

3月外汇储备净大幅流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差维持震荡



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。