

## 全球大类资产配置月报

## 避险首选黄金，逢低优配港股

## 证券分析师

薛威 投资咨询资格编号  
S1060519090003  
BQL518  
XUEWEI092@pingan.com.cn

魏伟 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
BOT313  
WEIWEI170@pingan.com.cn



## 平安观点：

**第一，全球股市涨跌不一，港股显著调整。**在月初联储加息落地后，十年期美债利率下行，美国各期限国债收益率也逐步下行。汇市中，4月美元指数下跌，5月初美元指数持续弱势。权益市场中，全球股市涨跌不一，美国三大股指4月月度上涨，5月初涨跌不一。黄金等贵金属持续上涨。

**第二，联储加息后进入观察期，市场博弈降息开启时点。**5月初，在美联储加息后，联邦基金目标利率区间提升。我们认为，后续不确定因素较大，但由于通胀黏性较强，加之历史规律显示：美联储降息开启往往伴随着重大风险事件的爆发，若非如此，降息开启极易导致通胀重新抬头。所以，我们的判断比市场更为谨慎，在不爆发重大风险事件的前提下，年内联储即使降息，也会是采取稳妥的缓慢降息，而非暴风骤雨的降息，开启时点可能在9-11月，但年内降息次数或不及市场预期的3次。

**第三，黄金避险性价比高于美债。**由于美国银行业危机的蔓延，加上衰退的预期和地缘局势的扰动，全球资金对于避险品类的关注度有所提升，作为全球最大的两个避险品种，美债与黄金的对比也就成为了市场关注的话题。尽管危机的扩散与蔓延、衰退的发生与加强都会利好两者，但在当前欧美等西方通胀中枢显著提升的背景下，美债利率下行的空间可能不会太大，而黄金价格却可以受益于通胀中枢的上行而获得提振。所以，黄金的避险性价比或高于美债。同时，也应警惕美元霸权在地缘局势扰动下的阶段性加强，因为这会导致金价波动中枢有所回落。

**第四，警惕国际市场波动率提升。**虽然美联储加息完成后进入观察期，但与此同时，市场也失去了对美联储货币政策的预期指引，好比大海中航行的轮船，看不到前方的灯塔。加之无论是经济前景，还是金融市场，风浪与暗礁并不罕见，国际市场的波动率在未来一段时间将有所加大。在这样的背景下，配置均衡与多样化的重要性有所提升，同时在海外权益投资上，更多关注有壁垒优势和稳定现金流的企业。

**第五，港股性价比逐渐显现，逢低优配三大板块。**海外市场波动率的提升，必然导致港股波动加大。但在前期的调整之后，港股的高性价比逐渐显现。5月港股布局应当把握市场波动下的逢低优配机遇，并在标的选择上兼顾胜率和赔率。具体来说，我们推荐三大赛道机会：互联网、高端制造、上游周期。其中，互联网在前期调整后，估值性价比提升，加上AI大模型和后续应用产品的逐渐推出，互联网平台企业将获得更多资金关注。高端制造领域具有不错的性价比，且受益于自主可控大逻辑。上游周期板块则会在充裕自由现金流和国企估值提升的双重利好下有所表现。

**风险提示：**1) 全球地缘局势显著升温；2) 宏观经济回落超预期；3) 海外市场波动加剧。

## 一、 本月观点

**第一，全球股市涨跌不一，港股显著调整。**在月初联储加息落地后，十年期美债利率有所下行，美国各期限国债收益率也逐步下行。汇市中，4月美元指数下跌0.91%，5月初美元指数持续弱势，小幅下滑0.37%。权益市场中，全球股市涨跌不一，美国三大股指4月月度上涨，5月初标普500和道琼斯工业指数下跌。黄金等贵金属在多重刺激下持续上涨。

**第二，联储加息后进入观察期，市场博弈降息开启时点。**5月初，在美联储进行了25bp的加息后，联邦基金目标利率区间提升至5%-5.25%的水平。虽然会议声明与鲍威尔发布会讲话表述委婉，但在这次加息后，联储进入对前期政策累积影响的观察期是没有疑问的。后续会有以下三件事影响美联储后续的货币政策路径：第一，传统的就业与通胀指标，美国就业目前仍然景气，但结构分化显著；通胀在回落至5%左右后开始出现黏性，后续就业会否趋弱，通胀会否持续下行是首要观察指标。第二，银行业危机的发酵前景，由于高息环境和存款搬家的冲击，美国中小银行还可能暴露更多显性风险，这会增加对金融市场和经济前景的担忧，提升衰退风险。第三，地缘局势的冲击与演化，俄乌局势在爆发一年多后，目前仍未出现消停迹象；中东地区也可能会受苏丹局势的扰动，这对于全球经济、通胀等预期都可能购成扰动。在这样的复杂局面下，衰退风险明显提升，这也带来市场对联储年内开启降息的注有所加强，甚至时点可能从四季度提前至3季度末。我们认为，后续不确定因素较大，但由于通胀黏性较强，加之历史规律显示：美联储降息开启往往伴随着重大风险事件的爆发，若非如此，降息开启极易导致通胀重新抬头。所以，我们的判断比市场更为谨慎，在不爆发重大风险事件的前提下，年内联储即使降息，也会是采取稳妥的缓慢降息，而非暴风骤雨的降息，开启时点可能在9-11月，但年内降息次数或不及市场预期的3次。

**第三，黄金避险性价比高于美债。**由于美国银行业危机的蔓延，加上衰退的预期和地缘局势的扰动，全球资金对于避险品类的关注度有所提升，作为全球最大的两个避险品种，美债与黄金的对比也就成为了市场关注的话题。尽管危机的扩散与蔓延、衰退的发生与加强都会利好两者，但在当前欧美等西方通胀中枢显著提升的背景下，美债利率下行的空间可能不会太大，而黄金价格却可以受益于通胀中枢的上行而获得提振。所以，黄金的避险性价比或高于美债。同时，也应警惕美元霸权在地缘局势扰动下的阶段性加强，因为这会导致金价波动中枢有所回落。

**第四，警惕国际市场波动率提升。**虽然美联储加息完成后进入观察期，但与此同时，市场也失去了对美联储货币政策的预期指引，好比大海中航行的轮船，看不到前方的灯塔。加之无论是经济前景，还是金融市场，风浪与暗礁并不罕见，国际市场的波动率在未来一段时间将有所加大。在这样的背景下，配置均衡与多样化的重要性有所提升，同时在海外权益投资上，更多关注有壁垒优势和稳定现金流的企业。

**第五，港股性价比逐渐显现，逢低优配三大板块。**海外市场波动率的提升，必然导致港股波动加大。但在前期的调整之后，港股的高性价比逐渐显现。5月港股布局应当把握市场波动下的逢低优配机遇，并在标的选择上兼顾胜率和赔率。具体来说，我们推荐三大赛道机会：互联网、高端制造、上游周期。其中，互联网在前期调整后，估值性价比提升，加上AI大模型和后续应用产品的逐渐推出，互联网平台企业将获得更多资金关注。高端制造领域具有不错的性价比，且受益于自主可控大逻辑。上游周期板块则会在充裕自由现金流和国企估值提升的双重利好下有所表现。

**风险提示：**1) 全球地缘局势显著升温；2) 宏观经济回落超预期；3) 海外市场波动加剧。

## 二、 国际市场跟踪

### 2.1 重要指标跟踪

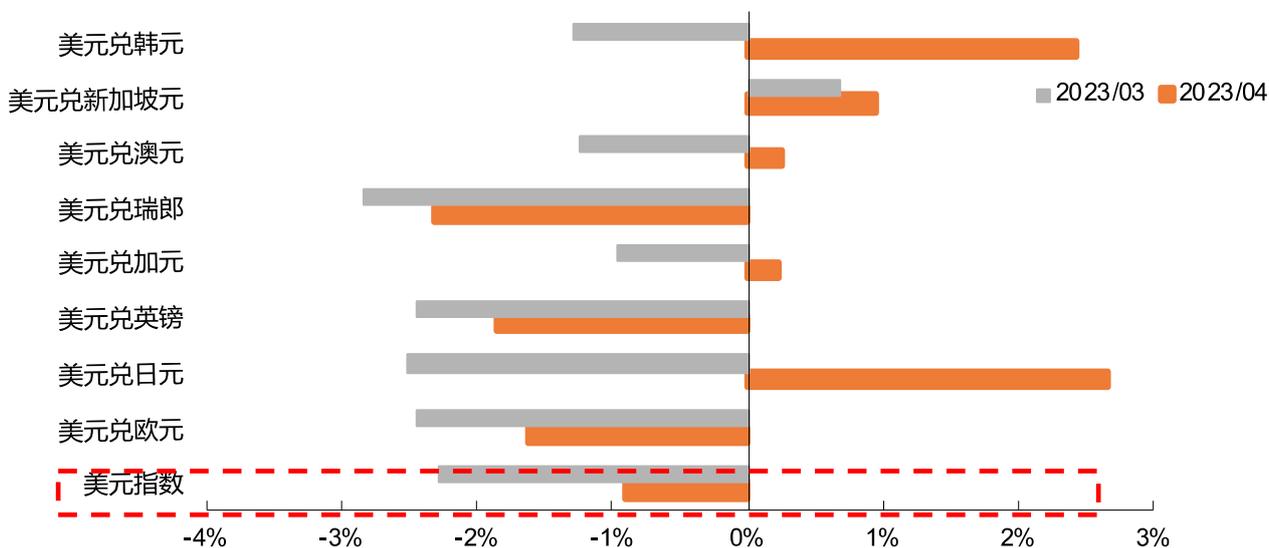
图表1 市场重要指标跟踪

	2023/4/28	历史分位 (2010年至今)	4月涨跌	短期展望
美元指数	101.66	91.74%	-0.91%	↓
十年期美债收益率 (%)	3.44	91.64%	-4bp	↓
欧元兑美元	1.10	20.43%	1.55%	↑
伦敦现货黄金 (美元/盎司)	1982.55	99.11%	0.14%	↑
布伦特现货 (美元/桶)	82.03	58.79%	3.60%	↑
WTI现货 (美元/桶)	76.78	56.64%	1.47%	↑
LME铜现货 (美元/吨)	8571.00	81.35%	-4.07%	↓
美元兑人民币中间价	6.92	88.68%	0.76%	→

资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

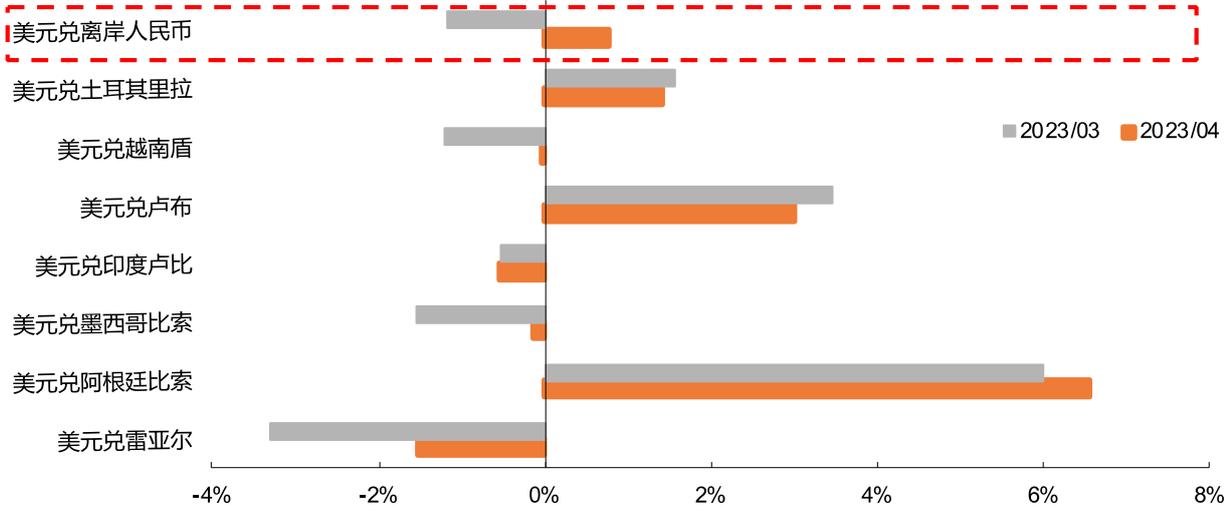
### 2.2 汇率市场表现

图表2 近两月全球主要发达国家汇率涨跌幅



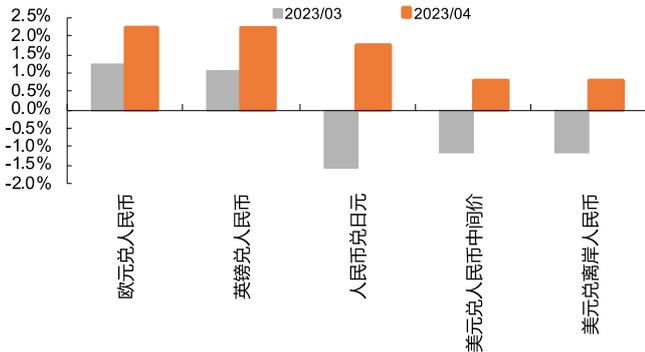
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表3 近两月全球主要新兴市场汇率涨跌幅



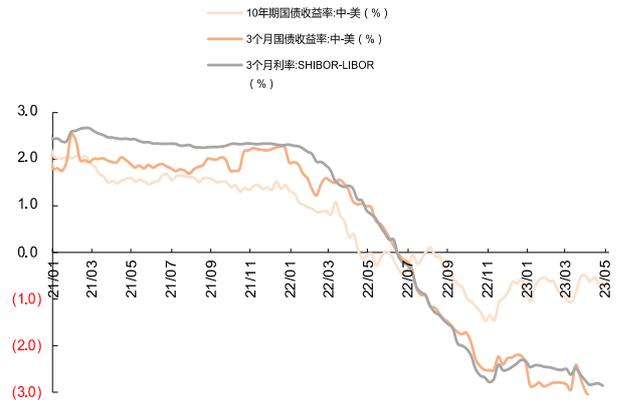
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表4 近两月人民币汇率主要指标涨跌幅



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

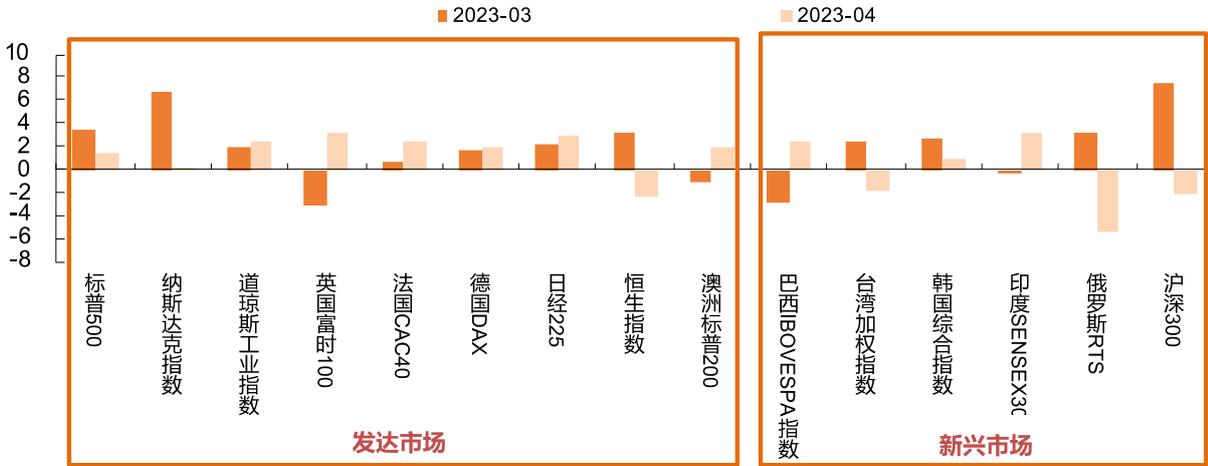
图表5 近期中美各期限利差



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

2.3 股票市场表现

图表6 近两月全球主要股票市场指数涨跌幅(%)与历史分位



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

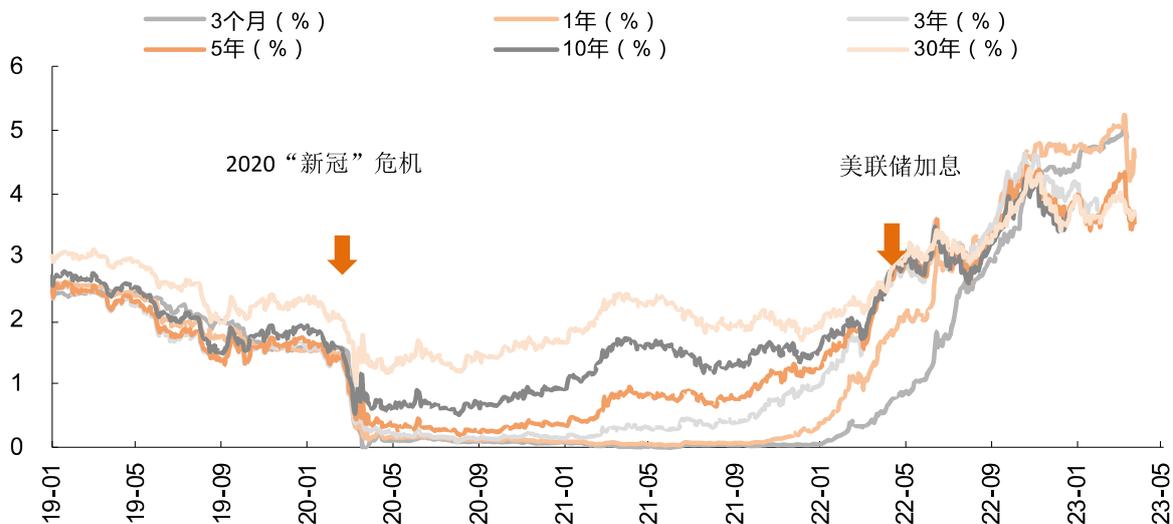
2.4 债券市场表现

图表7 全球主要经济体十年期国债收益率

	美国	中国	法国	德国	英国	日本
最新值 (截至5月5号) (%)	3.44	2.73	2.86	2.25	3.80	0.42
4月初值 (%)	3.44	2.78	2.89	2.35	3.74	0.40
2022年终值 (%)	3.88	2.84	3.11	2.53	3.80	0.45
年初以来变化 (bp)	-44.00	-10.15	-25.20	-28.00	0.23	-3.90

资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

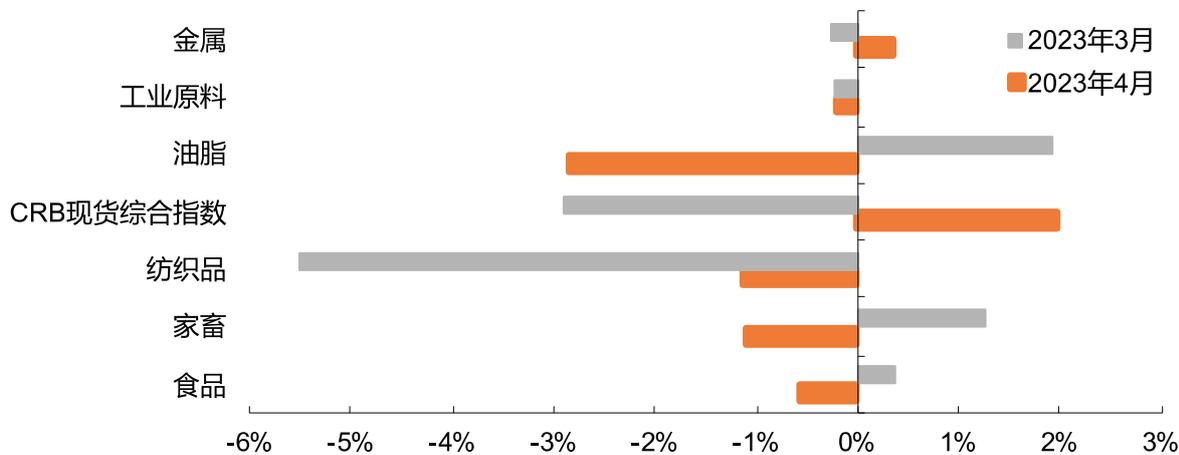
图表8 各期限美债收益率走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

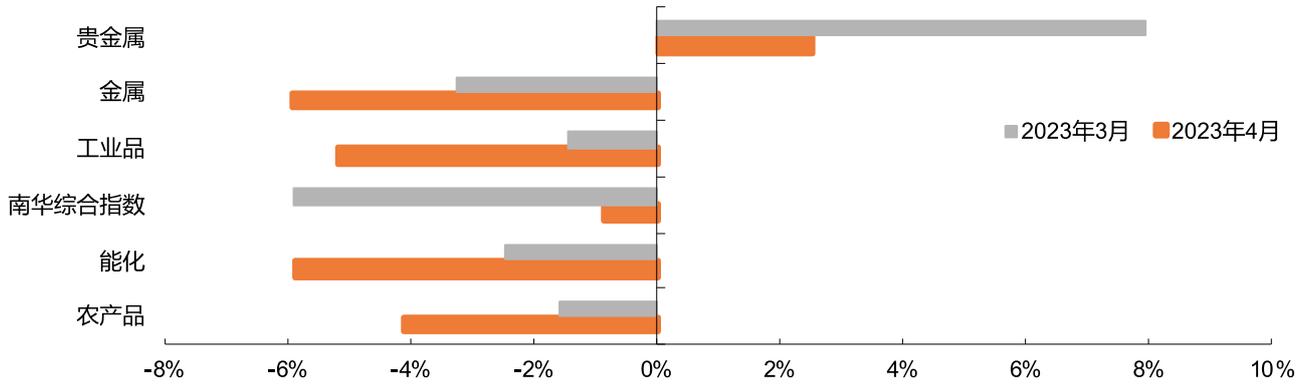
## 2.5 商品市场表现

图表9 近两月 CRB 国际商品指数涨跌幅



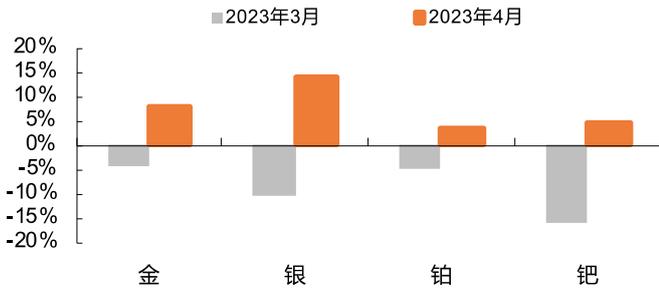
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表10 近两月南华商品指数涨跌幅



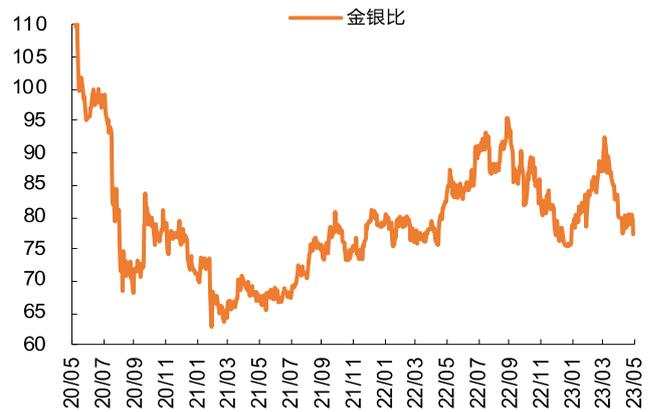
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表11 近两月伦敦贵金属现货价格涨跌幅



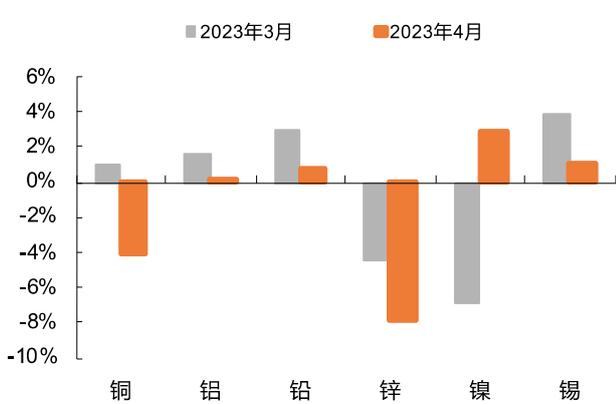
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表12 近年来金银比走势



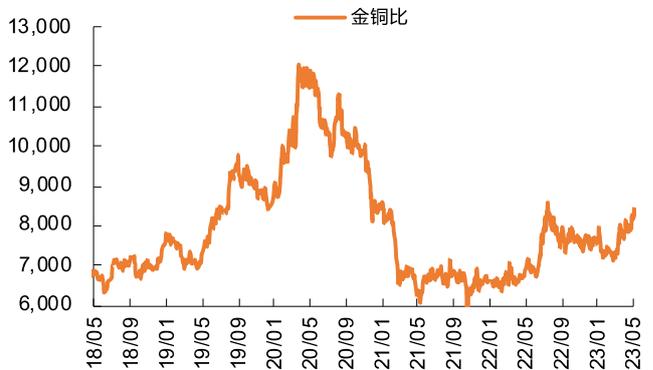
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表13 近两月LME有色现货价格涨跌幅



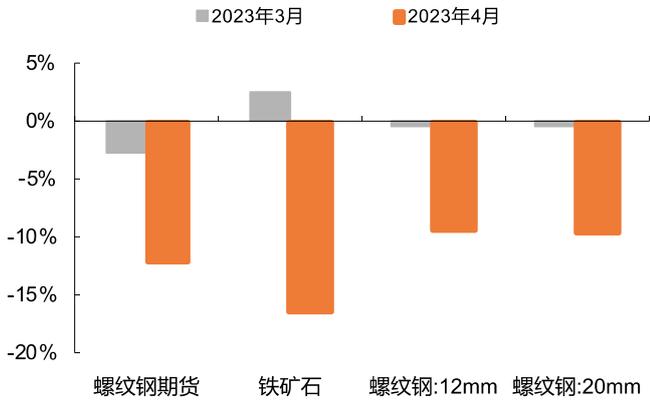
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表14 近年来金铜比走势



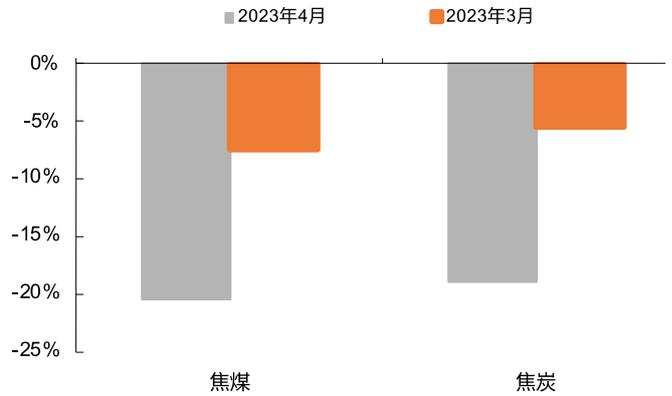
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表15 近两月南华黑色金属指数涨跌幅



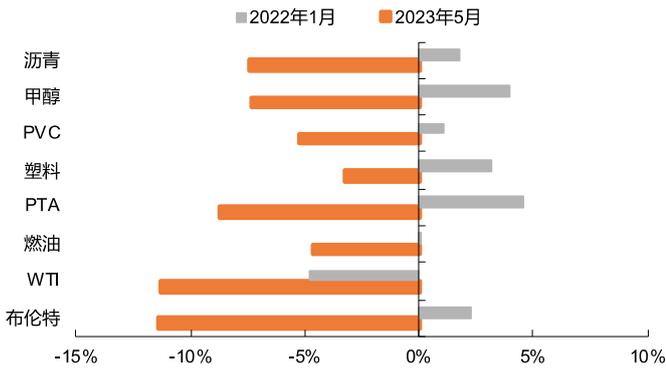
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表16 近两月南华煤炭指数涨跌幅



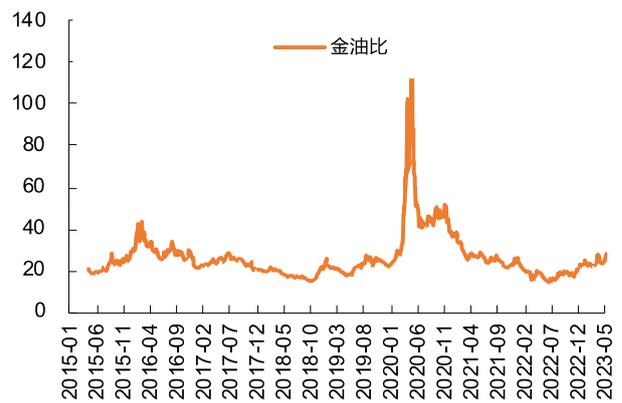
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表17 近两月国际油价与南华能化细分指数涨跌幅



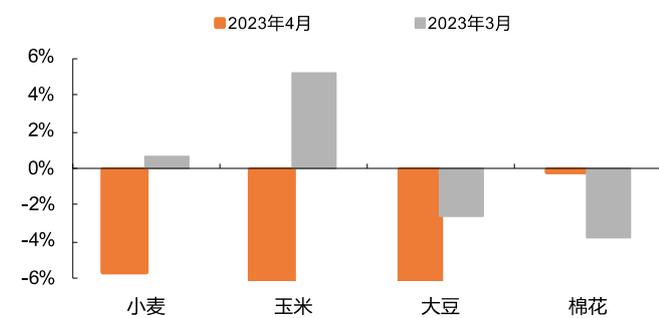
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表18 近年来金油比走势



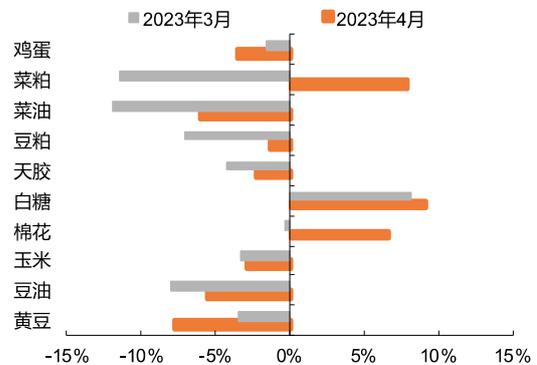
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表19 近两月国际农产品现货价格涨跌幅



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表20 近两月南华农产品细分指数涨跌幅

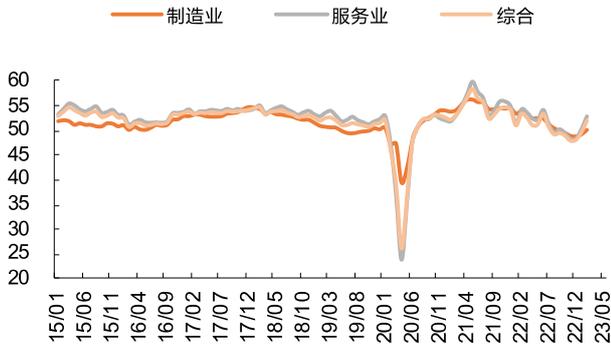


资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

### 三、国际经济跟踪数据

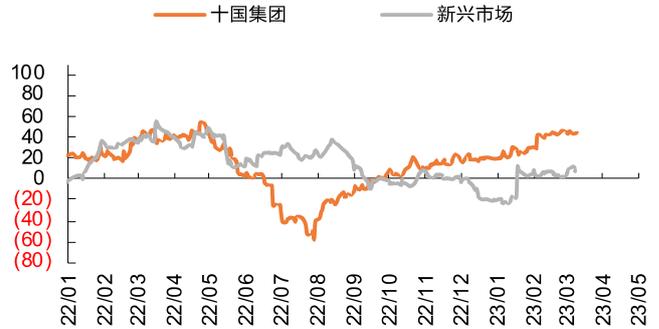
#### 3.1 国际

图表21 小摩全球制造业与服务业 PMI 走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

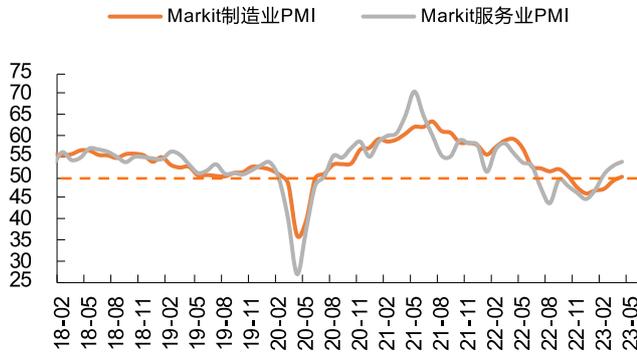
图表22 花旗意外指数走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

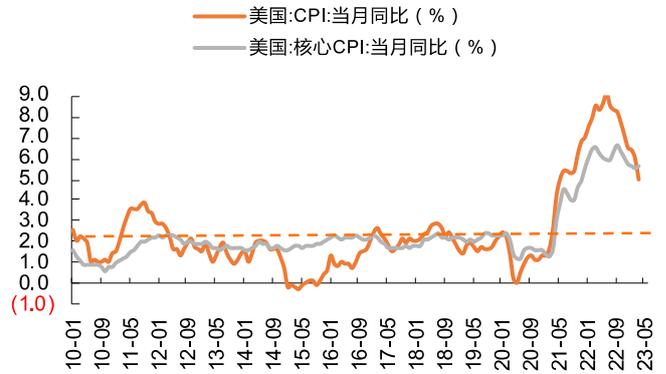
#### 3.2 美国

图表23 美国 Markit 制造业与服务业 PMI 走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表24 美国通胀与核心通胀走势



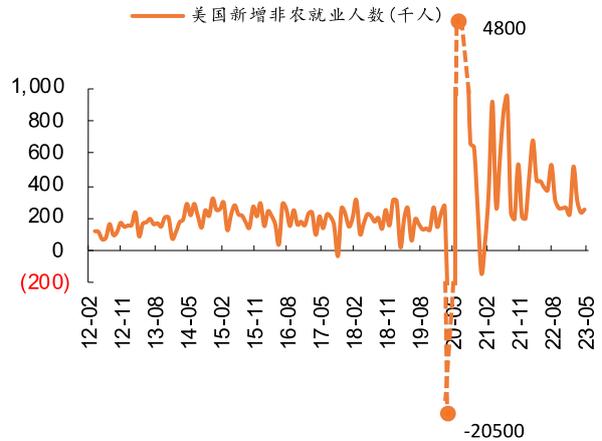
资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表25 美国周度初领失业金人数



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

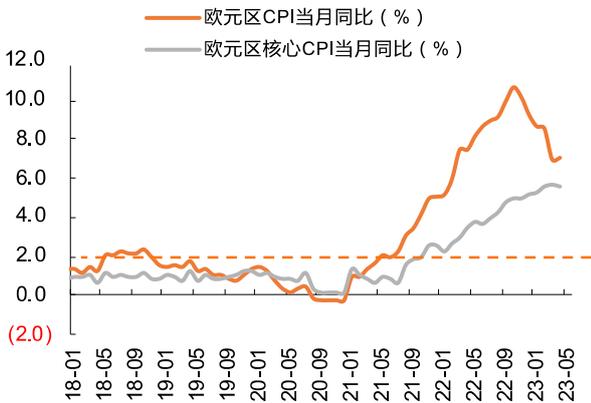
图表26 美国非农新增就业人数走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

### 3.3 欧洲

图表27 欧元区CPI与核心CPI同比走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

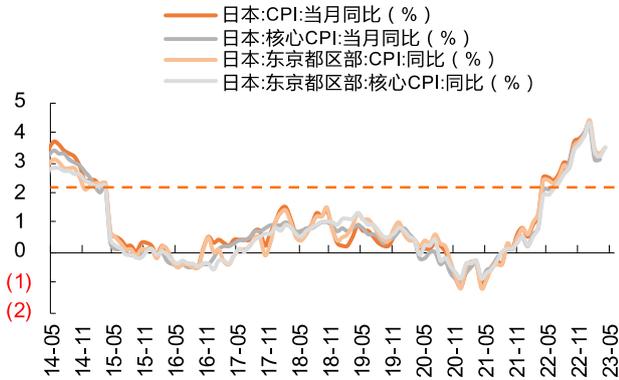
图表28 英国ILO失业率三个月均值走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

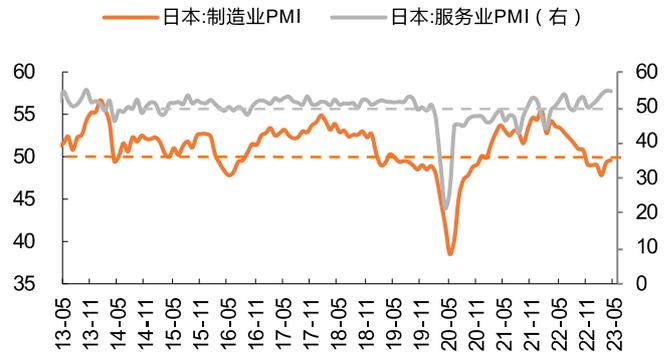
### 3.4 日本

图表29 日本通胀率走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

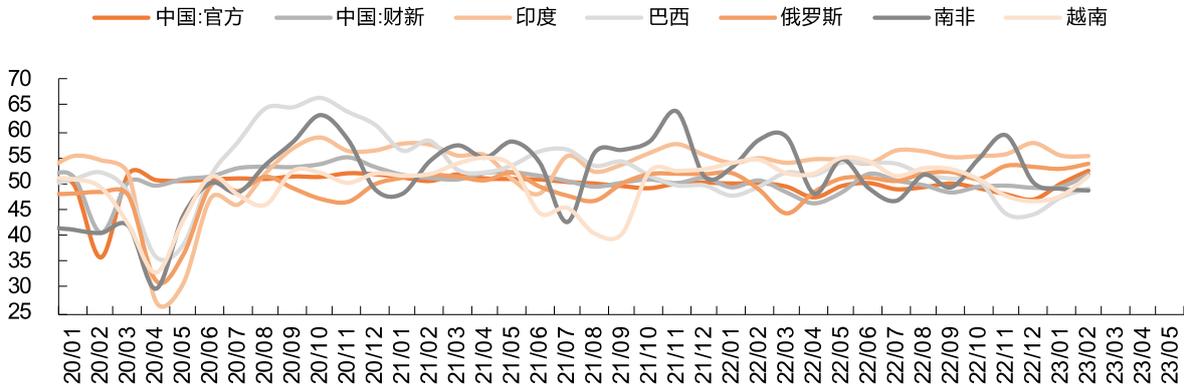
图表30 日本制造业与服务业 PMI 走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

### 3.5 新兴市场

图表31 全球主要新兴经济体制造业 PMI 走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

注: 图中数据为各国制造业 PMI

## 四、 大宗商品跟踪数据

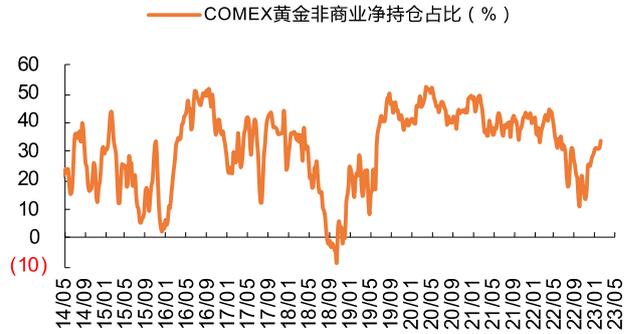
### 4.1 贵金属

图表32 10年期美债实际收益率



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

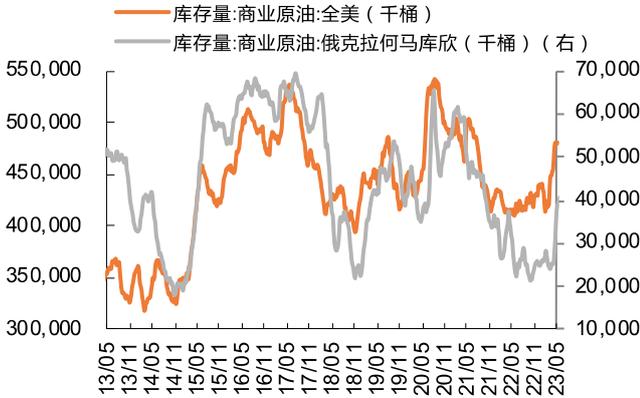
图表33 美国黄金期货非商业净持仓占比走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

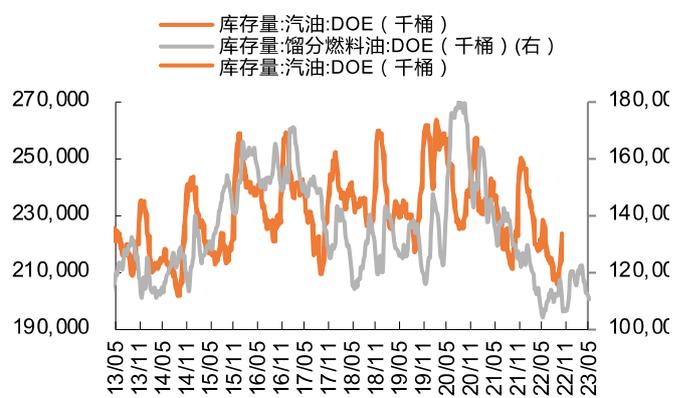
### 4.2 能化

图表34 美国商业库存与库欣库存走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

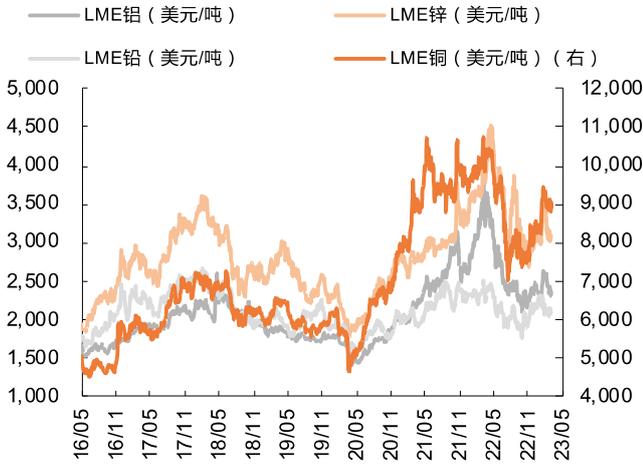
图表35 美国成品油库存走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

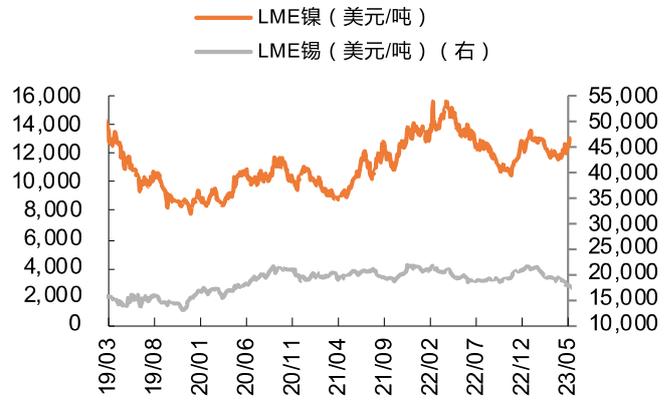
### 4.3 工业金属——有色

图表36 有色品类库存走势（1）



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表37 有色品类库存走势（2）



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

### 4.4 工业金属——黑色

图表38 全国高炉开工率走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

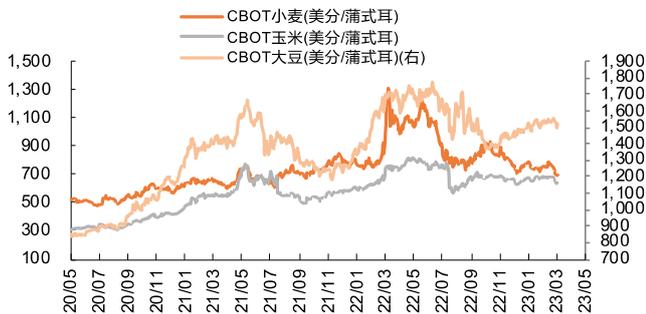
图表39 焦煤港口库存走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

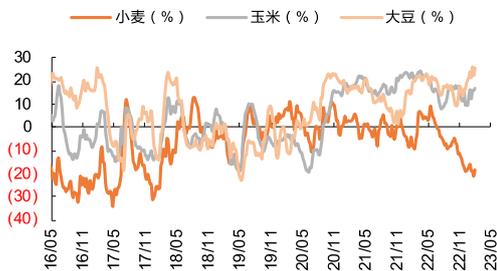
4.5 农产品

图表40 国际主要农产品库消比走势



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表41 国际主要农产品期货管理基金净多单占比



资料来源: WIND, 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1) 经济修复不及预期;
- 2) 全球地缘局势显著升温, 带来更大的外部冲击;
- 3) 美国通胀继续新高, 加剧紧缩预期;
- 4) 全球爆发新一轮金融危机, 造成资产价格大幅下行。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层