

### 证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年04月11日

#### 相关报告

- 《大类资产配置专题：海外货币政策加速转向》 2022-01-05  
《大类资产配置专题：复苏放缓，均衡配置》 2021-08-08  
《大类资产配置专题：资产整体“偏贵”，聚焦轮动机会》 2021-07-17

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- **3月宏观层面关注点依旧在俄乌地缘政治危机和主要货币政策当局动向上。**前者一度带来商品价格的剧烈上涨，但近期已有所回落。美联储3月如期加息25bp，但后续表态偏鹰，市场年内加息预期持续加强，10年美债利率大幅上行，目前已经突破2.7%。3年、5年、7年美国国债利率对10年利率倒挂，显示市场对长期利率和经济前景分歧较大，对美国经济明年陷入衰退的可能性存在一定担忧。国内方面，奥密克戎病毒传播能力较强带来疫情最为严峻的一轮反弹。3月以来深圳、上海等多个城市采取封控措施，经济形势趋弱。PMI回落到荣枯线以下，房地产市场需求修复持续偏弱，市场对人民银行采取降息等举措进一步宽松货币政策有较强期待。目前人民银行态度较为谨慎，以强调再贷款等结构性货币政策工具为主，对是否降息仍不明确。我们认为降息的可能性仍然可观，市场或在4月的金融数据发布和MLF、LPR利率公布时点围绕降息预期进行博弈。继前期短端国债利率倒挂之后，目前中美10年期国债利差已经倒挂。未来人民币汇率可能趋于回落。
- **3月全球股市表现分化，俄罗斯股市反弹，A股、港股市场表现靠后。股市配置价值显现，短期底部震荡。**3月A股市场多数行业下跌，仅受益于大宗商品价格上涨和稳增长政策的煤炭、地产行业上行，汽车、家电、有色、消费服务和电子表现最弱。3月上半月，地缘政治局势紧张和在美中概股退市风险强化驱动外资短时间大幅流出，并带来市场恐慌性抛售。3月中旬以金稳委会议的表态为标志，恐慌情绪缓解，市场快速反弹后震荡企稳。我们认为A股和港股目前配置价值已较为明显。近期国内经济形势受到疫情较强冲击，股市预计短期维持底部震荡态势。国内债市3月表现为震荡行情，总体略有下行，月中在2月经济和金融数据发布前后一度剧烈震荡。
- **3月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益，主要反映地缘政治危机持续发酵对经济前景的拖累。**本月我们推荐中高配置权益，标配债券，中低配商品。商品价格波动最为剧烈的时期可能已经过去，月初以来明显有所回落。股市方面建议超配，A股和港股在前期连续下跌和疫情冲击经济形势的背景下连续一段时期偏弱，已有较好的配置价值。国内债市短期基本面顺风，美债在短期急速上行后也已经较大程度上释放了调整压力，我们推荐转为标配。

**风险提示：**(1) 通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；  
(2) 疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

## 内容目录

1. 货币政策错位加剧，中美利差倒挂.....	4
1.1. 地缘政治僵局持续，国内外货币政策错位加剧.....	4
1.2. 大类资产配置策略：耐心持有权益，债券回归标配.....	8
2. 股票：恐慌情绪缓和，短期底部震荡.....	13
3. 债券：美债利率快速上行.....	17
4. 商品与外汇：人民币趋向回落.....	20
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：全球新增确诊高峰度过.....	4
图 2：3 月制造业 PMI 收缩.....	5
图 3：生产回落.....	5
图 4：春节错位 2 月工业增加值同比反弹.....	5
图 5：固定资产投资回升.....	5
图 6：基建投资增速回升.....	5
图 7：消费有所复苏.....	5
图 8：出口放缓.....	6
图 9：CPI 平稳.....	6
图 10：M2 同比下降.....	6
图 11：居民长贷负增.....	6
图 12：主要行业库存抬升.....	6
图 13：采矿业和制造业利润表现.....	6
图 14：地产销售与挖掘机销售回落.....	7
图 15：汽车销售短期回升.....	7
图 16：美国就业数据.....	7
图 17：美国住房开工.....	7
图 18：美国通胀.....	7
图 19：主要发达国家核心通胀.....	7
图 20：欧元区通胀.....	8
图 21：欧元区 PMI.....	8
图 22：OECD 领先指标.....	8
图 23：韩国和越南出口.....	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数.....	8
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率.....	9
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现.....	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征.....	10
图 28：商品指数波动率.....	10
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年.....	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年.....	11
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性.....	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性.....	12
图 33：3 月全球资产表现.....	12
图 34：2010 年以来参考组合表现.....	13
图 35：不同再平衡设置下被动配置组合表现.....	13

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)	14
图 37: MSCI 发达市场和新兴市场	14
图 38: 标准普尔 500 波动率指数	14
图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)	15
图 40: A 股风格指数表现	15
图 41: A 股行业涨幅排名	15
图 42: A 股成交规模与市值	16
图 43: A 股筹资金额	16
图 44: A 股市场情绪	16
图 45: 金融地产板块估值	17
图 46: 联邦基金利率	18
图 47: Ted 息差	18
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模	18
图 49: 联储资产负债表负债端主要项目	19
图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势	19
图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期	19
图 52: 美国国债期限结构	19
图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率	20
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率	20
图 55: 美国投资级信用债信用利差	20
图 56: 中美利差	20
图 57: 本月主要商品涨幅排序	21
图 58: 黄金及白银价格	21
图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值	21
图 60: 金铜比与 10 年期美债	21
图 61: 黄金与美国实际利率	21
图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势	22
图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势	22
图 64: LME 铜、镍、锡价格走势	22
图 65: LME 铝、铅、锌价格走势	22
图 66: 铜库存情况	22
图 67: 铜供需缺口	22
图 68: CBOT 小麦、玉米走势	23
图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势	23
图 70: 原油价格走势	23
图 71: 动力煤、天然气价格走势	23
图 72: 天然橡胶、聚丙烯价格走势	23
图 73: 建材价格走势	23
图 74: CRB 现货指数走势	24
图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势	24
图 76: 美日、美德利差走势	24
图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率	24
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关	24
图 79: 美元指数走势	25

## 1. 货币政策错位加剧，中美利差倒挂

### 1.1. 地缘政治僵局持续，国内外货币政策错位加剧

3月宏观层面关注点依旧在俄乌地缘政治危机和主要货币政策当局动向上。前者一度带来商品价格的剧烈上涨，但近期已有所回落。美联储3月如预期加息25bp，但后续表态偏鹰，市场年内加息预期持续加强，10年美债利率大幅上行，目前已经突破2.7%。3年、5年、7年美国国债利率对10年利率倒挂，显示市场对长期利率和经济前景分歧较大，对美国经济明年陷入衰退的可能性存在一定担忧。

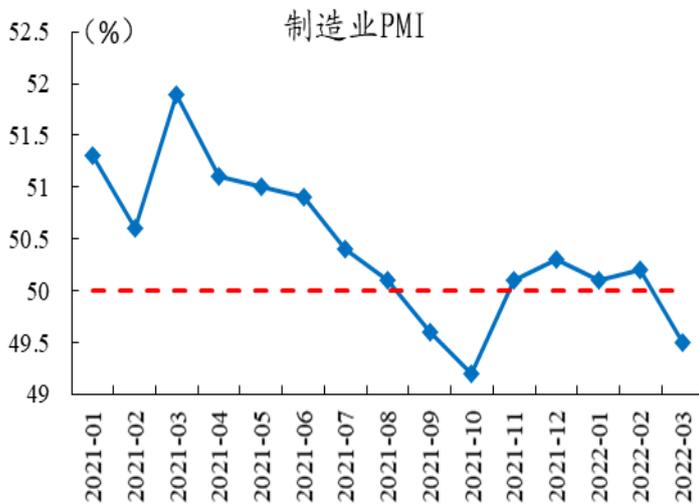
国内方面，奥密克戎病毒传播能力较强带来疫情最为严峻的一轮反弹。3月以来深圳、上海等多个城市采取封控措施，经济形势趋弱。PMI回落到荣枯线以下，房地产市场需求修复持续偏弱，市场对人民银行采取降息等举措进一步宽松货币政策有较强期待。目前人民银行态度较为谨慎，以强调再贷款等结构性货币政策工具为主，对是否降息仍不明确。我们认为降息的可能性仍然可观，市场或在4月的金融数据发布和MLF、LPR利率公布时点围绕降息预期进行博弈。继前期短端国债利率倒挂之后，目前中美10年期国债利差已经倒挂。未来人民币汇率可能趋于回落。

图 1：全球新增确诊高峰度过



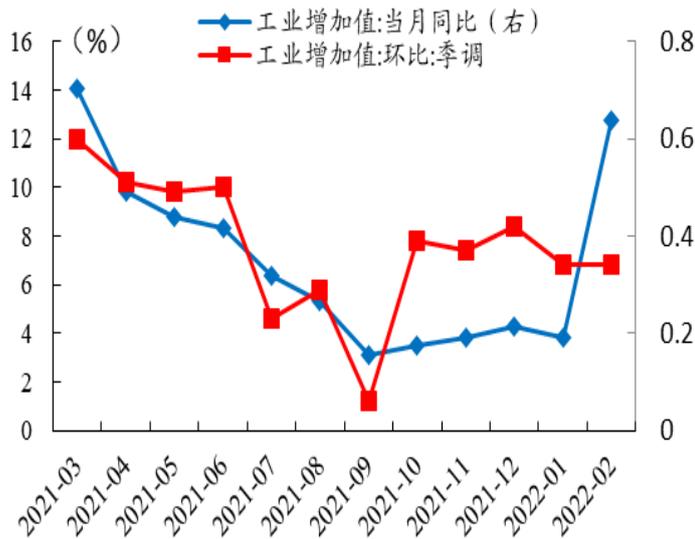
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：3 月制造业 PMI 收缩



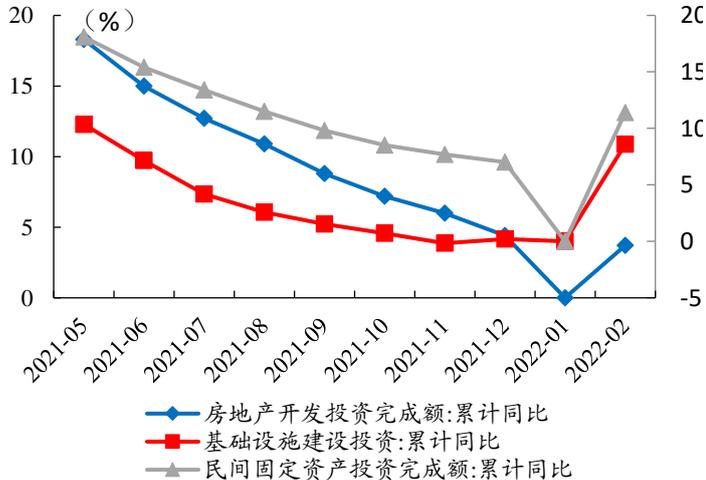
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：春节错位 2 月工业增加值同比反弹



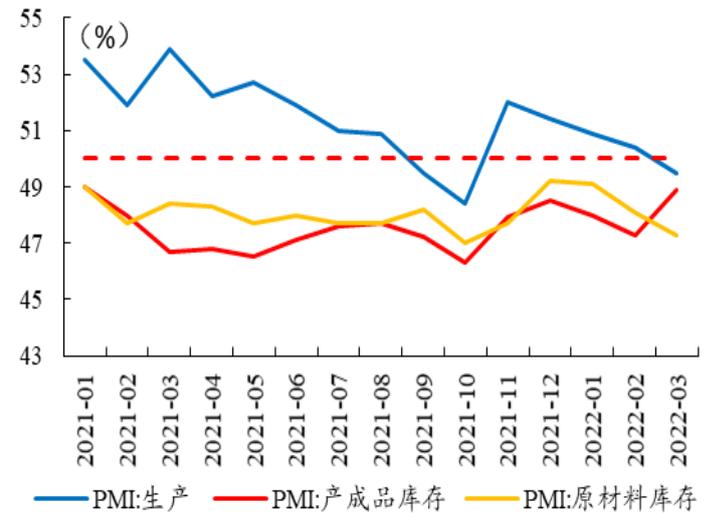
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：基建投资增速回升



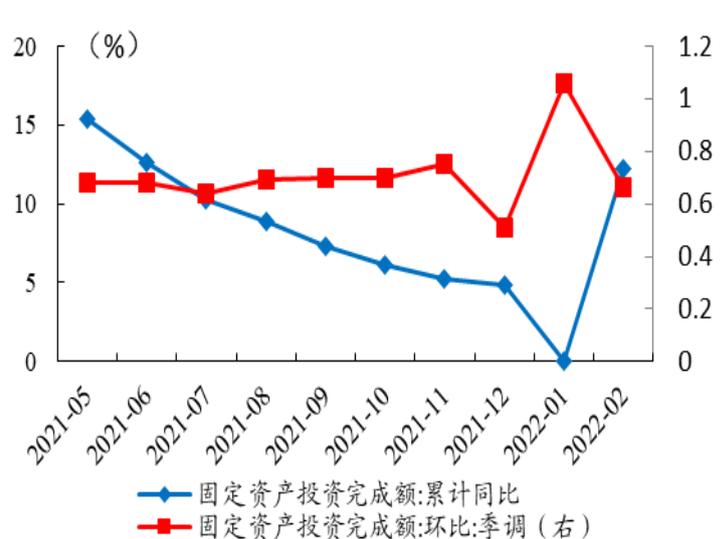
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



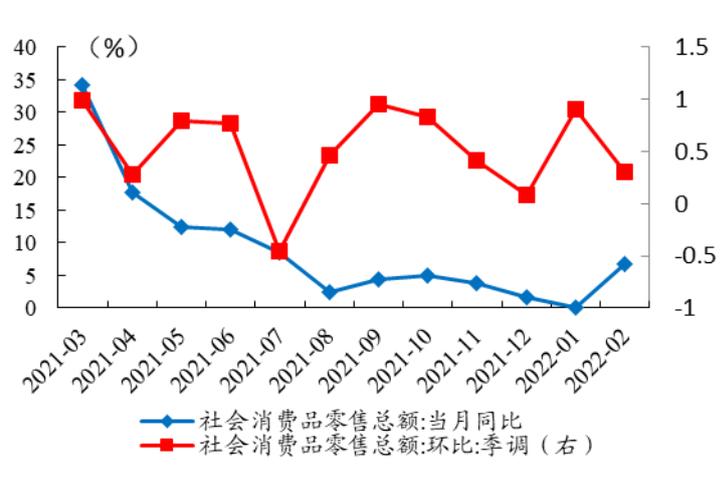
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资回升



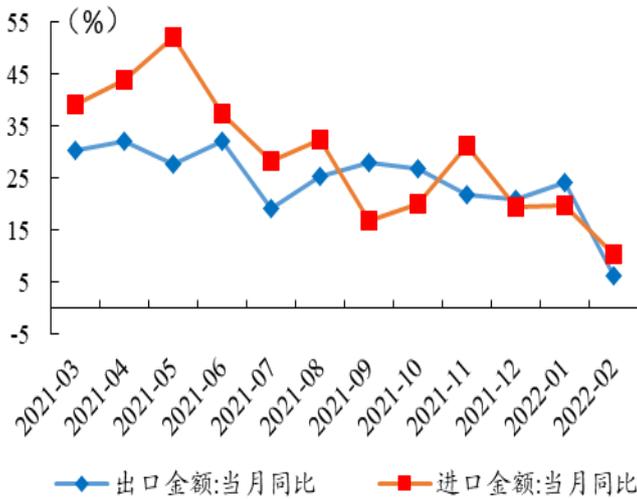
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费有所复苏



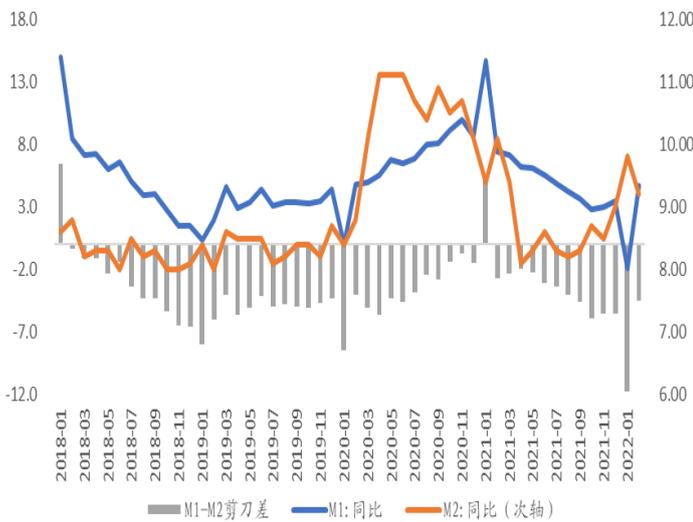
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口放缓



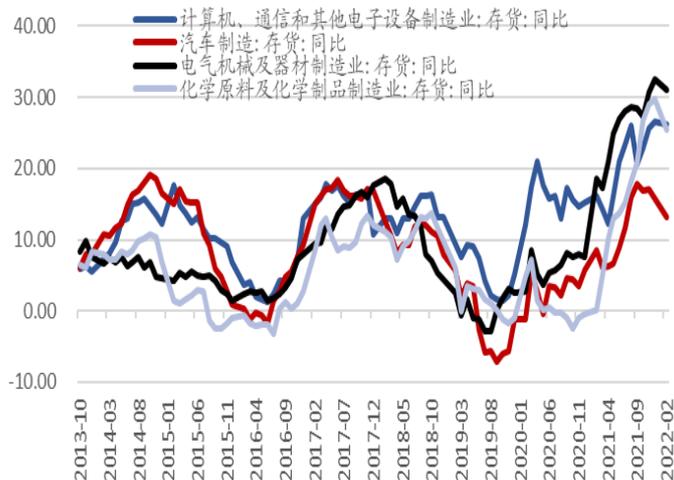
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比下降



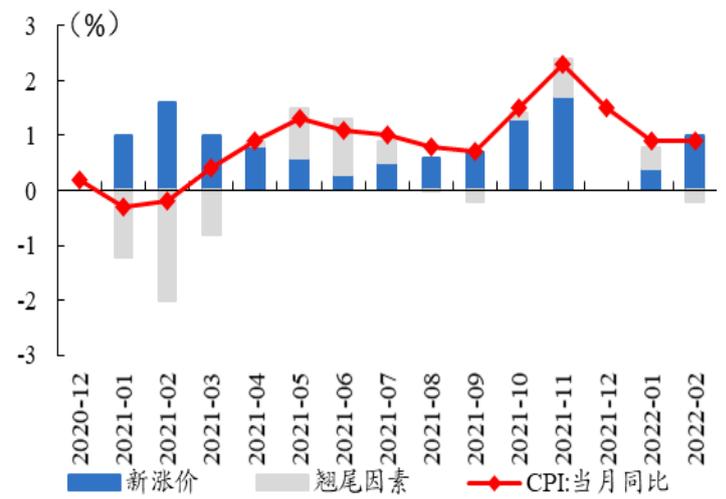
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业库存抬升



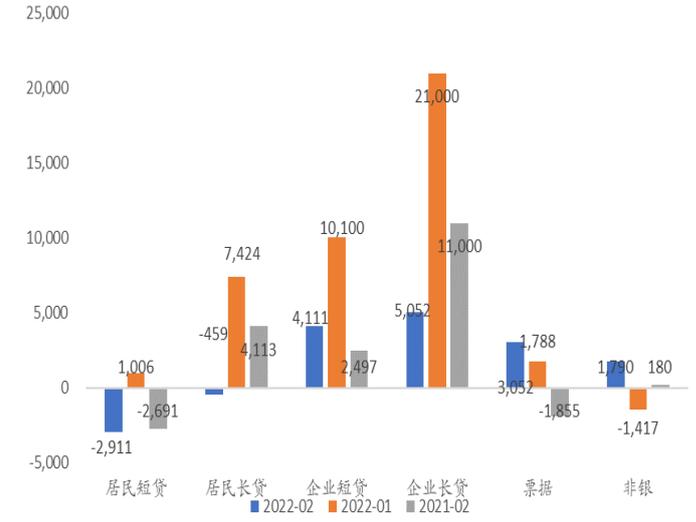
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 平稳



资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民长贷负增



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



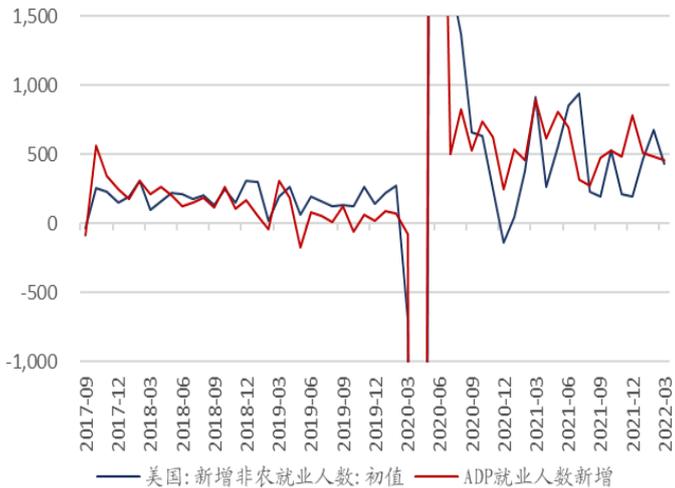
资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售回落



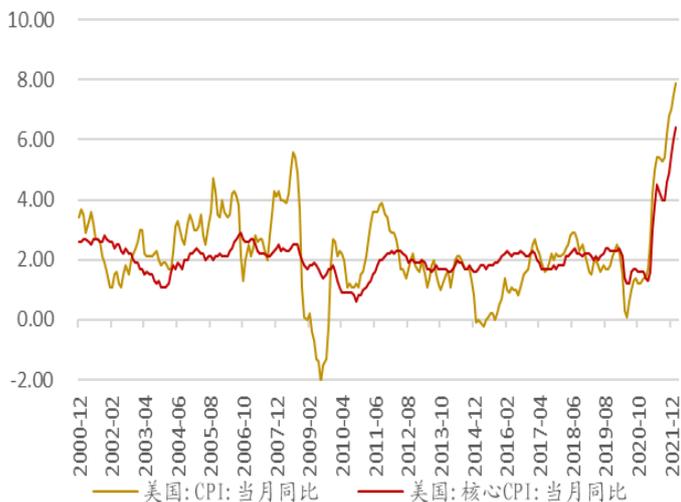
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国就业数据



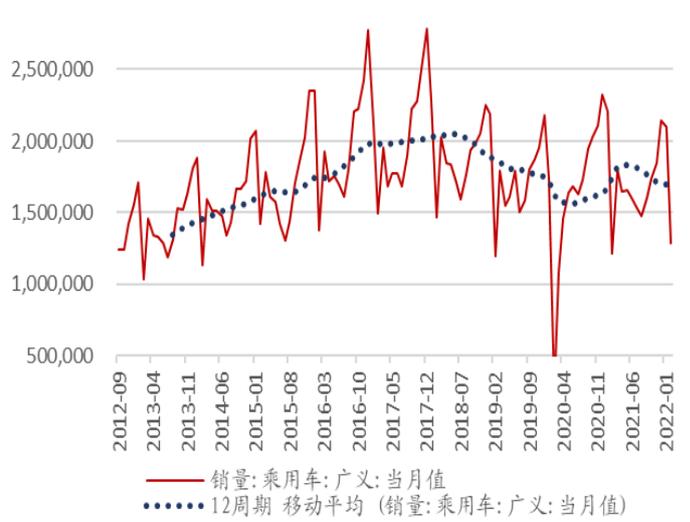
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



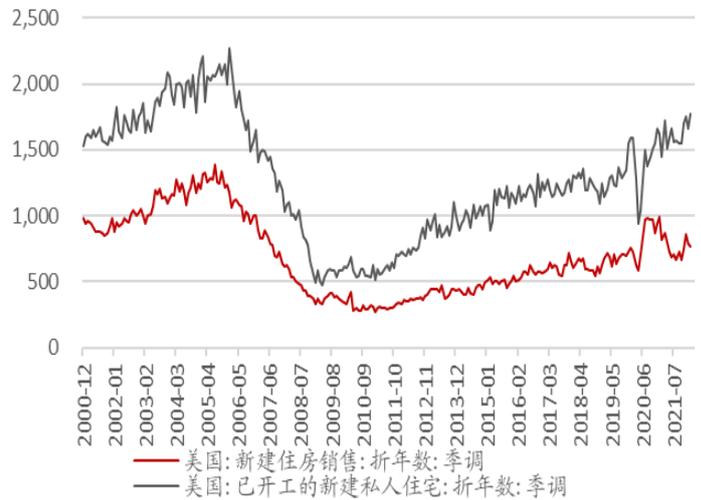
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售短期回升



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房开工



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



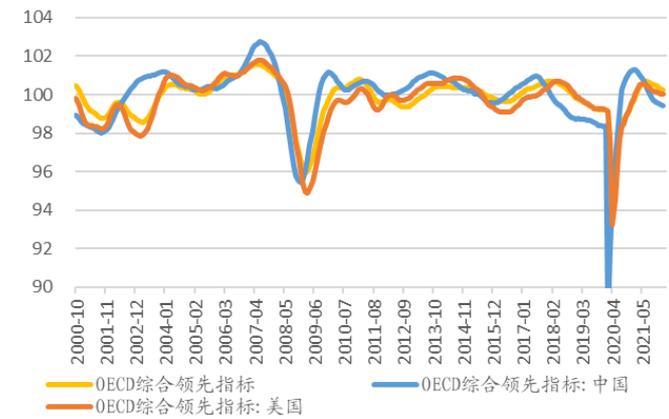
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数



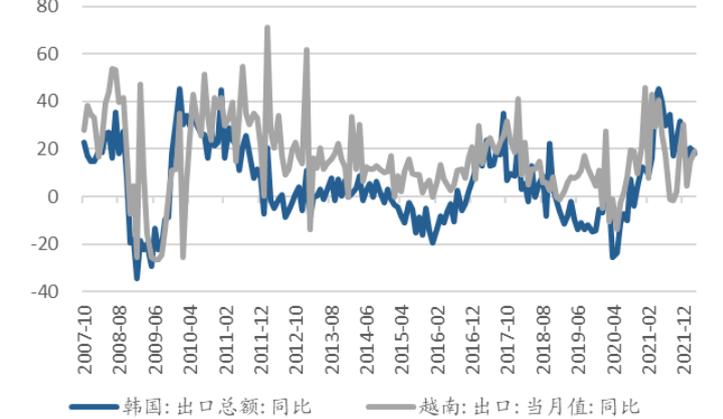
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

## 1.2. 大类资产配置策略: 耐心持有权益, 债券回归标配

3月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益, 主要反映地缘政治危机持续发酵对经济前景的拖累。全球商品普涨, 俄乌两国生产占比较大的能源、农产品以及部分有色金属继续位居

前列。国内外货币政策错位加剧，疫情反复和高频经济数据走弱驱动国内宽松预期强化，利率下行；与此同时海外货币政策当局鹰派态度的确认强化了短期加息预期，发达国家利率快速上行。地缘局势紧张和中概股可能退市等消息驱动外资一度恐慌性抛售港股，A股和港股月内剧烈震荡，3月上半月大幅下挫，后半月企稳反弹，全月表现在大类资产中靠后。

本月我们推荐中高配置权益，标配债券，中低配商品。商品价格波动最为剧烈的时期可能已经过去，月初以来明显有所回落。股市方面建议超配，A股和港股在前期连续下跌和疫情冲击经济形势的背景下连续一段时期偏弱，已有较好的配置价值。国内债市短期基本面顺风，美债在短期急速上行后也已经较大程度上释放了调整压力，我们推荐转为标配。

图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率

品种	长期回报率:年化	长期波动率:年化
800收益	5.24%	22.94%
300收益	5.53%	22.73%
500收益	4.47%	26.11%
中证1000全收益	4.72%	27.56%
国证1000R	5.26%	23.12%
国证2000R	8.16%	26.76%
恒生指数R	5.93%	18.43%
恒生综指R	6.65%	18.95%
中债-总财富(总值)指数	3.97%	1.72%
中债-综合财富(总值)指数	4.22%	1.22%
中债-新综合财富(总值)指数	4.21%	1.18%
中债-信用债总财富(总值)指数	5.01%	1.01%
南华商品指数	2.54%	14.15%
伦敦金现	4.08%	15.71%

资料来源：Wind, 中原证券

图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现

回报率：%	股票				债券		其它资产			
	大盘	中盘	小盘	港股	利率债	信用债	商品	黄金	现金	房地产
2010	-11.58	10.51	17.64	9.27	1.92	4.06	12.04	29.52	1.71	-
2011	-24.05	-33.49	-32.78	-19.34	5.72	4.19	-16.96	10.06	3.24	4.30
2012	9.80	1.18	-0.77	26.45	2.51	6.26	4.22	7.14	2.81	0.06
2013	-5.33	18.06	32.50	8.29	-2.10	1.71	-12.37	-28.04	3.27	11.53
2014	55.85	40.45	35.26	3.97	11.23	10.09	-16.54	-1.81	2.81	-2.67
2015	7.22	43.85	76.59	-4.58	8.03	9.07	-14.52	-10.37	2.01	4.17
2016	-9.26	-17.17	-19.69	2.77	1.30	2.27	51.34	8.48	2.11	18.73
2017	24.25	0.61	-16.89	42.98	-1.19	2.31	7.85	13.16	2.65	7.16
2018	-23.64	-32.54	-36.28	-13.93	9.63	7.44	-5.83	-1.57	2.43	7.36
2019	39.19	28.14	26.98	14.73	4.36	5.04	15.58	18.33	2.16	5.52
2020	29.89	22.26	20.45	15.37	3.07	3.32	7.41	25.07	1.54	5.50
10年平均	8.39	7.44	9.36	7.82	4.04	5.07	2.93	6.36	2.43	6.17
标准差	26.26	26.74	34.24	17.59	4.27	2.83	20.06	16.39	0.58	5.90

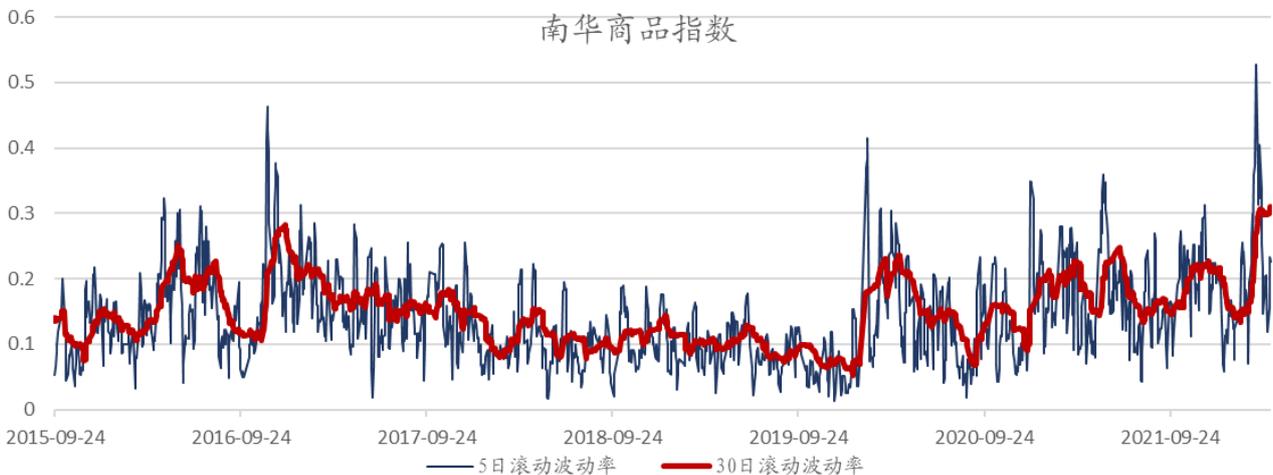
资料来源：Wind, 中原证券

图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征



资料来源：Wind, 中原证券

图 28：商品指数波动率



资料来源：Wind, 中原证券

图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年

长期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	0.79	0.58	0.89	0.90	0.85	0.84	0.83	0.38	0.27	-0.06	-0.69	0.02
A股中盘股	0.79	1.00	0.95	0.59	0.56	0.54	0.60	0.61	-0.11	-0.15	-0.36	-0.75	-0.40
A股小盘股	0.58	0.95	1.00	0.38	0.35	0.36	0.46	0.47	-0.35	-0.31	-0.53	-0.71	-0.60
港股	0.89	0.59	0.38	1.00	0.94	0.95	0.86	0.88	0.45	0.24	-0.03	-0.53	0.09
纳斯达克	0.90	0.56	0.35	0.94	1.00	0.97	0.92	0.93	0.44	0.38	-0.07	-0.58	0.06
道琼斯	0.85	0.54	0.36	0.95	0.97	1.00	0.94	0.96	0.38	0.25	-0.17	-0.59	-0.01
利率债	0.84	0.60	0.46	0.86	0.92	0.94	1.00	1.00	0.24	0.23	-0.36	-0.77	-0.18
信用债	0.83	0.61	0.47	0.88	0.93	0.96	1.00	1.00	0.22	0.18	-0.37	-0.76	-0.20
商品	0.38	-0.11	-0.35	0.45	0.44	0.38	0.24	0.22	1.00	0.60	0.76	0.15	0.88
黄金	0.27	-0.15	-0.31	0.24	0.38	0.25	0.23	0.18	0.60	1.00	0.48	0.10	0.49
铜	-0.06	-0.36	-0.53	-0.03	-0.07	-0.17	-0.36	-0.37	0.76	0.48	1.00	0.60	0.90
原油	-0.69	-0.75	-0.71	-0.53	-0.58	-0.59	-0.77	-0.76	0.15	0.10	0.60	1.00	0.49
螺纹钢	0.02	-0.40	-0.60	0.09	0.06	-0.01	-0.18	-0.20	0.88	0.49	0.90	0.49	1.00

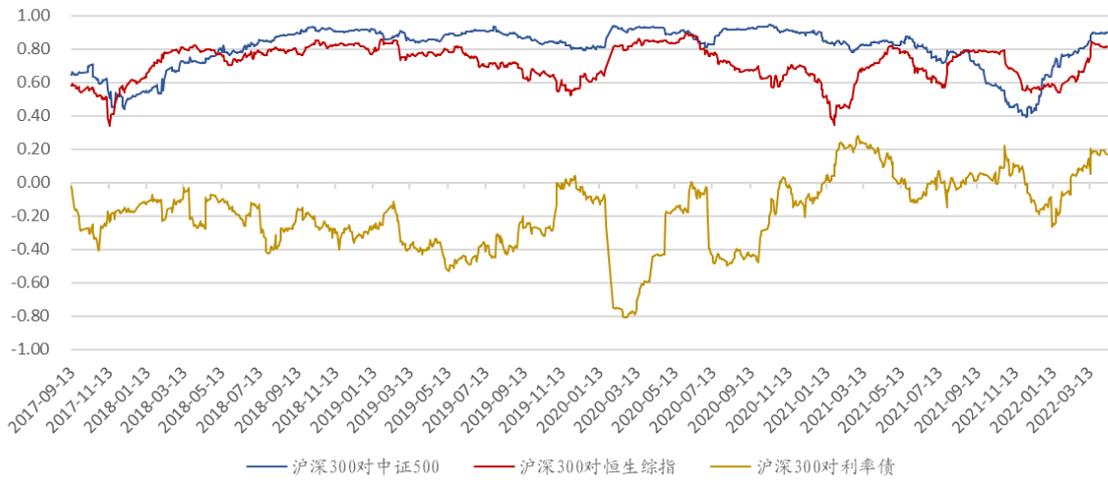
资料来源：Wind, 中原证券

图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年

短期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	-0.45	-0.52	0.72	-0.57	-0.74	-0.68	-0.69	-0.60	0.36	-0.60	-0.60	-0.33
A股中盘股	-0.45	1.00	0.98	-0.80	0.87	0.72	0.92	0.90	0.71	0.05	0.39	0.66	0.07
A股小盘股	-0.52	0.98	1.00	-0.86	0.90	0.75	0.95	0.93	0.69	0.01	0.37	0.66	0.00
港股	0.72	-0.80	-0.86	1.00	-0.78	-0.72	-0.92	-0.90	-0.64	0.14	-0.38	-0.63	0.04
纳斯达克	-0.57	0.87	0.90	-0.78	1.00	0.82	0.92	0.92	0.68	-0.02	0.42	0.76	-0.07
道琼斯	-0.74	0.72	0.75	-0.72	0.82	1.00	0.88	0.91	0.82	-0.03	0.77	0.82	0.27
利率债	-0.68	0.92	0.95	-0.92	0.92	0.88	1.00	0.99	0.78	-0.02	0.54	0.76	0.08
信用债	-0.69	0.90	0.93	-0.90	0.92	0.91	0.99	1.00	0.82	-0.04	0.59	0.81	0.10
商品	-0.60	0.71	0.69	-0.64	0.68	0.82	0.78	0.82	1.00	-0.09	0.80	0.87	0.47
黄金	0.36	0.05	0.01	0.14	-0.02	-0.03	-0.02	-0.04	-0.09	1.00	-0.05	-0.12	-0.17
铜	-0.60	0.39	0.37	-0.38	0.42	0.77	0.54	0.59	0.80	-0.05	1.00	0.68	0.52
原油	-0.60	0.66	0.66	-0.63	0.76	0.82	0.76	0.81	0.87	-0.12	0.68	1.00	0.19
螺纹钢	-0.33	0.07	0.00	0.04	-0.07	0.27	0.08	0.10	0.47	-0.17	0.52	0.19	1.00

资料来源：Wind, 中原证券

图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性



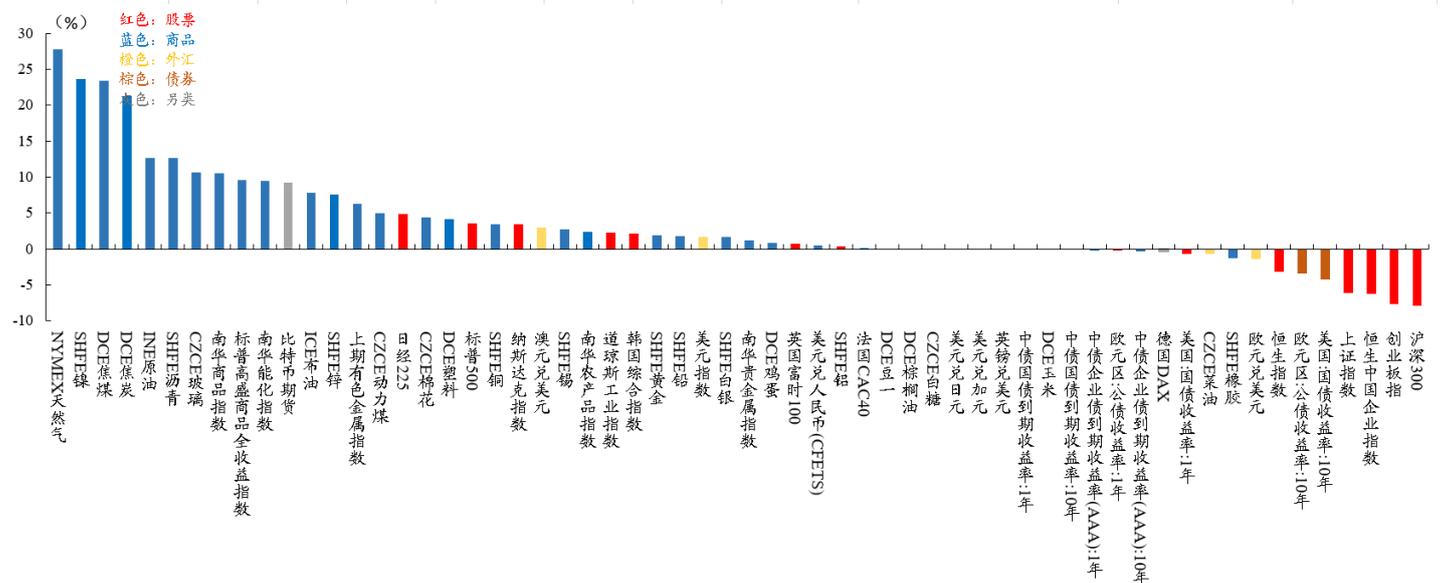
资料来源：Wind, 中原证券

图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性



资料来源：Wind, 中原证券

图 33：3 月全球资产表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 34：2010 年以来参考组合表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 35：不同再平衡设置下被动配置组合表现



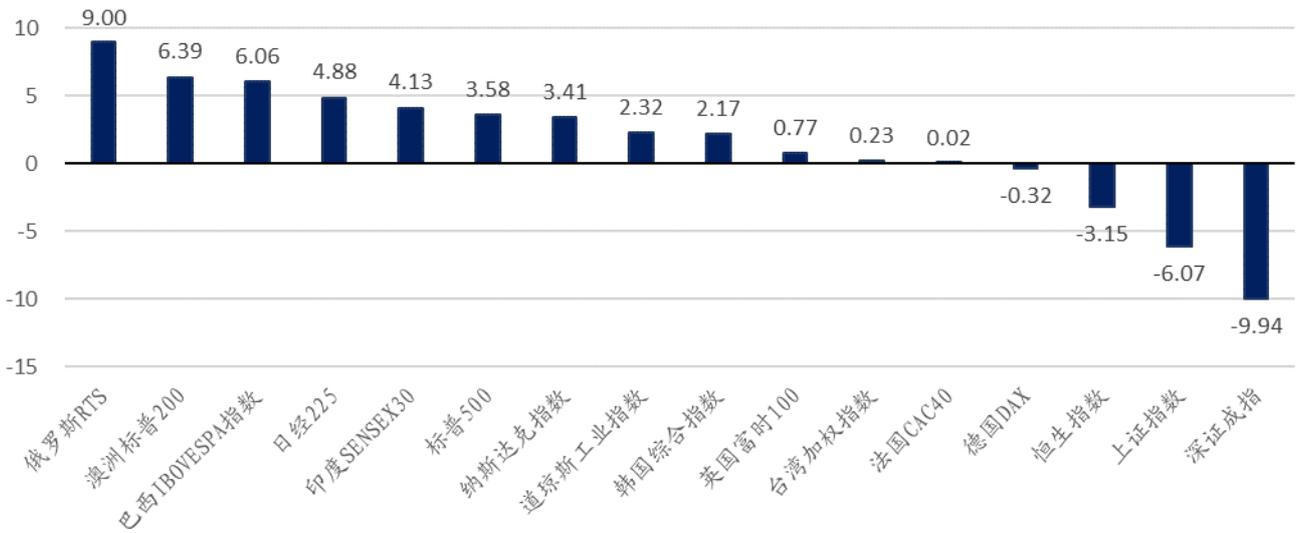
资料来源：Wind, 中原证券

## 2. 股票：恐慌情绪缓和，短期底部震荡

3 月全球股市表现分化，俄罗斯股市反弹，A 股、港股市场表现靠后。经历了地缘政治危机初期的暴跌后俄罗斯股市反弹 9%，受益于大宗商品价格上涨的澳洲、巴西股市表现较强，英美等主要发达国家股市小幅上扬，德法等欧洲国家股市偏弱，A 股、港股市场则在上半月经历了极端恐慌情绪下的抛售，后半月反弹企稳。

股市配置价值显现，短期底部震荡。3 月 A 股市场多数行业下跌，仅受益于大宗商品价格上涨和稳增长政策的煤炭、地产行业上行，汽车、家电、有色、消费服务和电子表现最弱。3 月上半月，地缘政治局势紧张和在美中概股退市风险强化驱动外资短时间大幅流出，并带来市场恐慌性抛售。3 月中旬以金稳委会议的表态为标志，恐慌情绪缓解，市场快速反弹后震荡企稳。我们认为 A 股和港股目前配置价值已较为明显。近期国内经济形势受到疫情较强冲击，股市预计短期维持底部震荡态势。

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 37: MSCI 发达市场和新兴市场



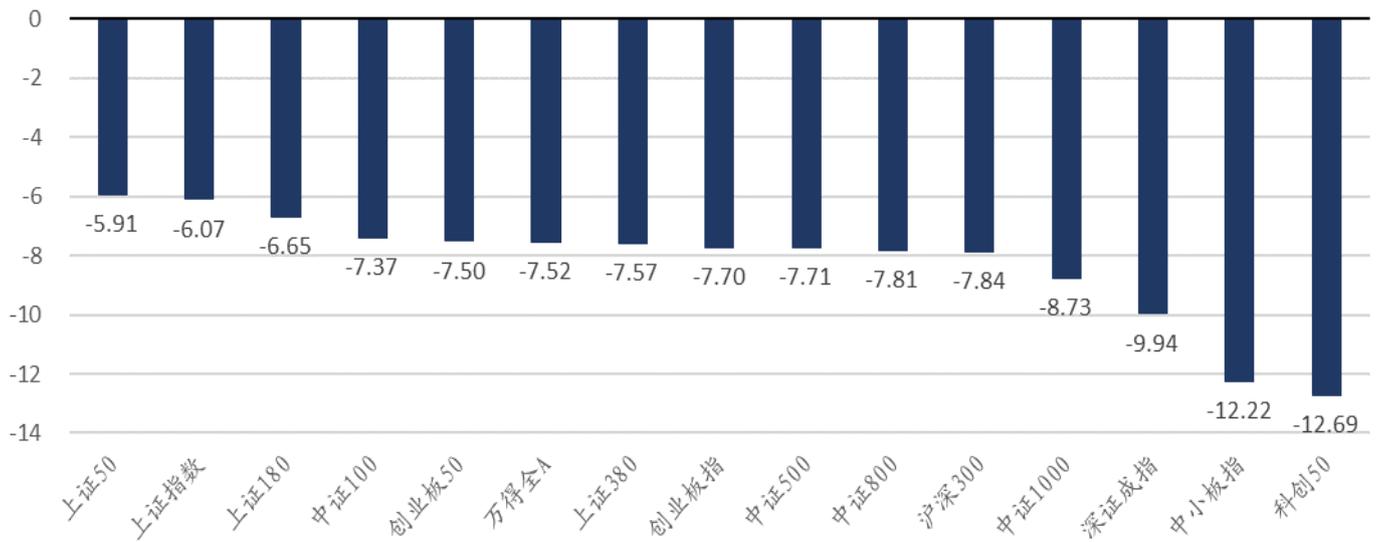
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 标准普尔 500 波动率指数



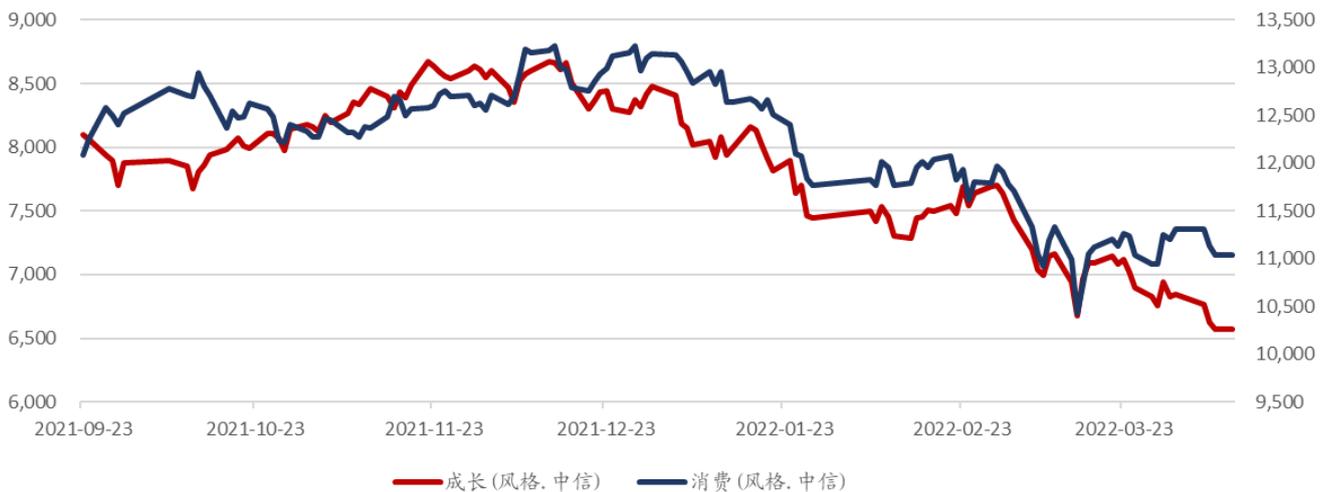
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)



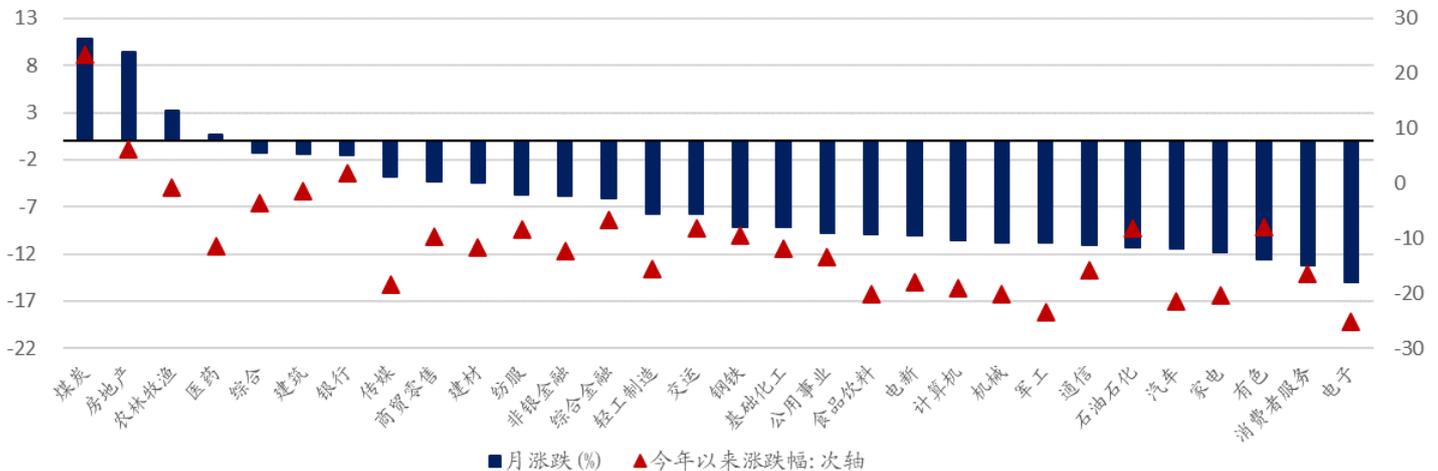
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: A 股风格指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

图 41: A 股行业涨幅排名



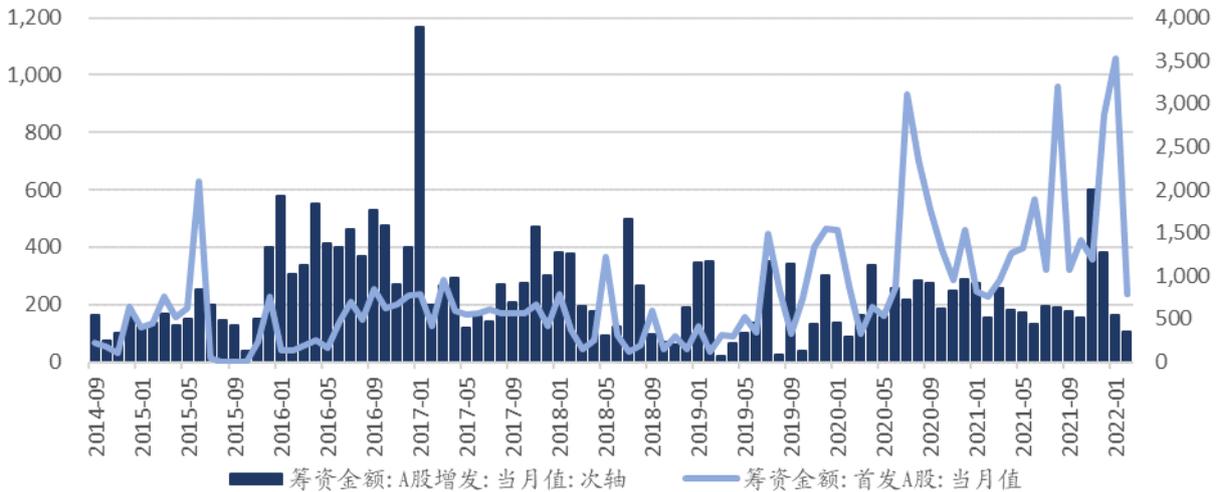
资料来源: Wind, 中原证券

图 42: A 股成交规模与市值



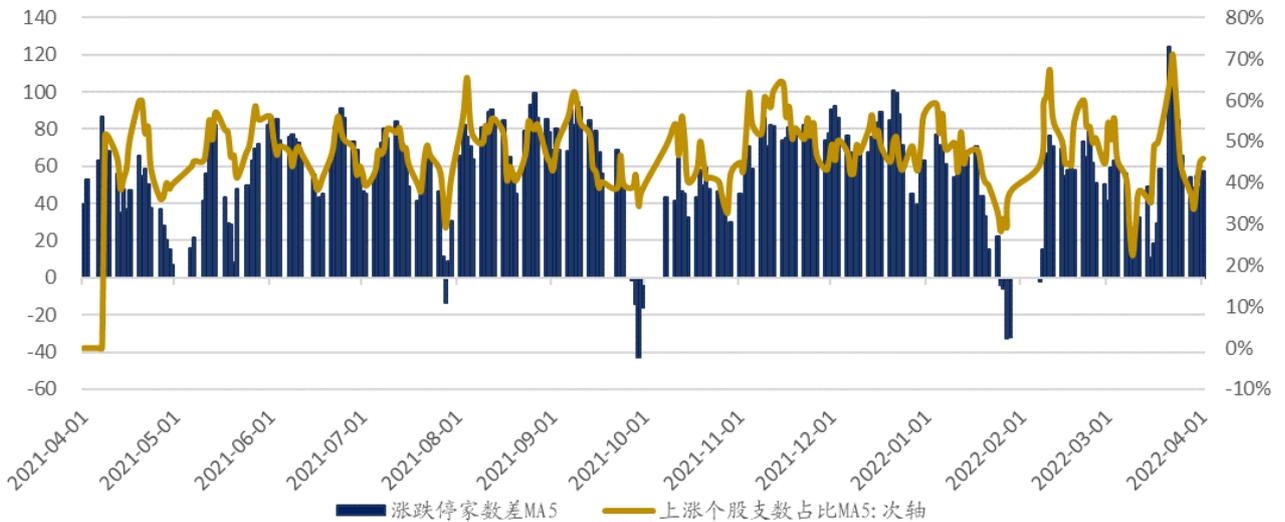
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: A 股筹资金额



资料来源: Wind, 中原证券

图 44: A 股市场情绪



资料来源: Wind, 中原证券

图 45：金融地产板块估值



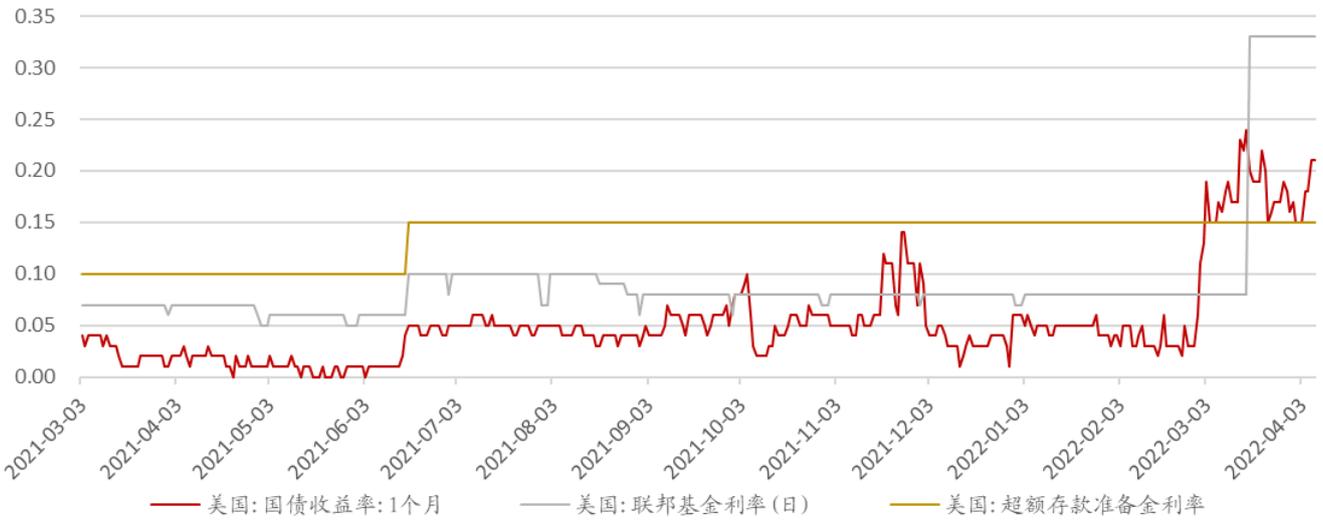
资料来源：Wind, 中原证券

### 3. 债券：美债利率快速上行

3月以来美债利率快速上行，带动主要发达国家无风险利率上行。在通胀压力加剧和美国就业数据表现良好的背景下，美联储3月议息会议如预期加息25bp，但后续表态和发布的会议纪要中联储鹰派态度有所加强，推动市场进一步调高加息预期。由于短端加息确定性较高，而长期经济形势分歧较大，市场对美国经济可能“硬着陆”（即明年陷入衰退）的可能性有所担忧，美债收益率曲线出现倒挂。

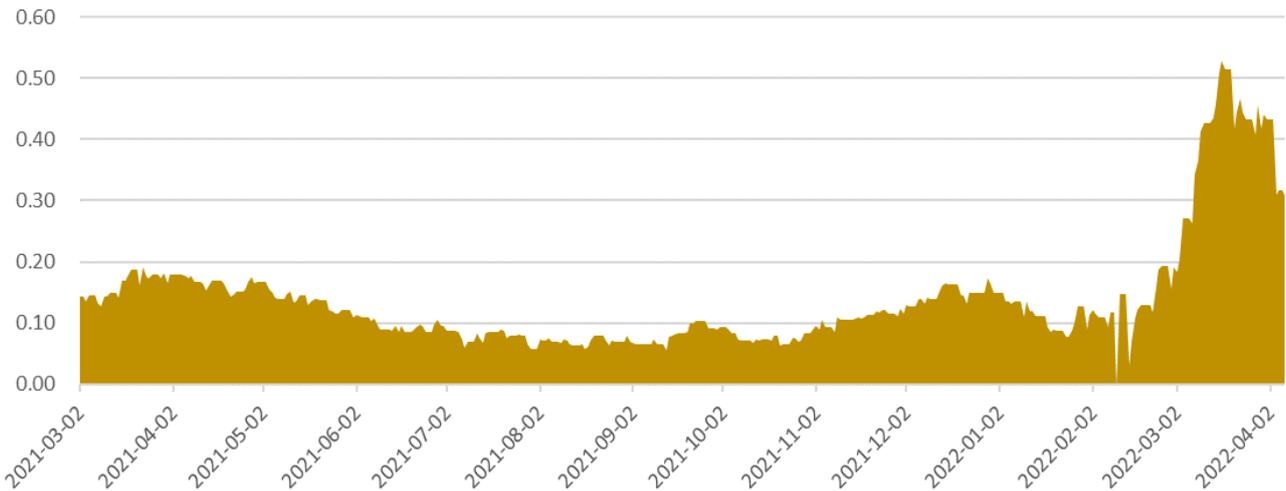
国内债市3月表现为震荡行情，总体略有下行，月中在2月经济和金融数据发布前后一度剧烈震荡。疫情冲击下3月经济数据大概率明显走弱，4月债市基本面顺风，预计短期有所下行，驱动中美利差快速收缩和短端倒挂，对外资吸引力有所下降。考虑到国内基本面有利于债市，美债在快速调整后上行压力已较大程度得到释放，我们认为债市的吸引力有所恢复，本月我们推荐标配债券，较上月有所调升。

图 46: 联邦基金利率



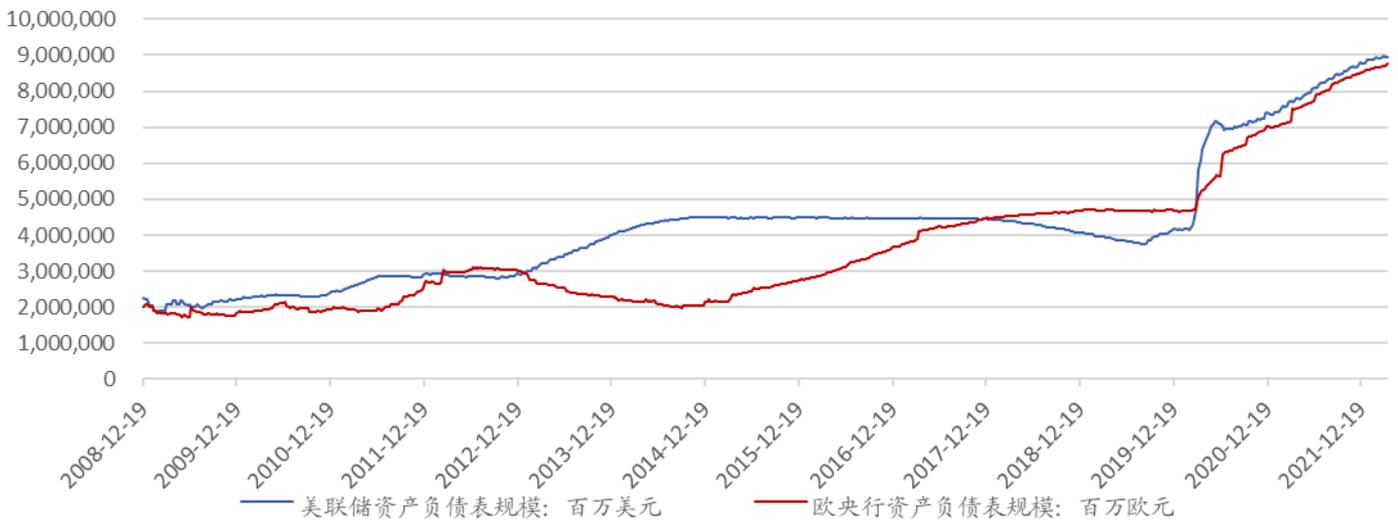
资料来源: Wind, 中原证券

图 47: Ted 息差



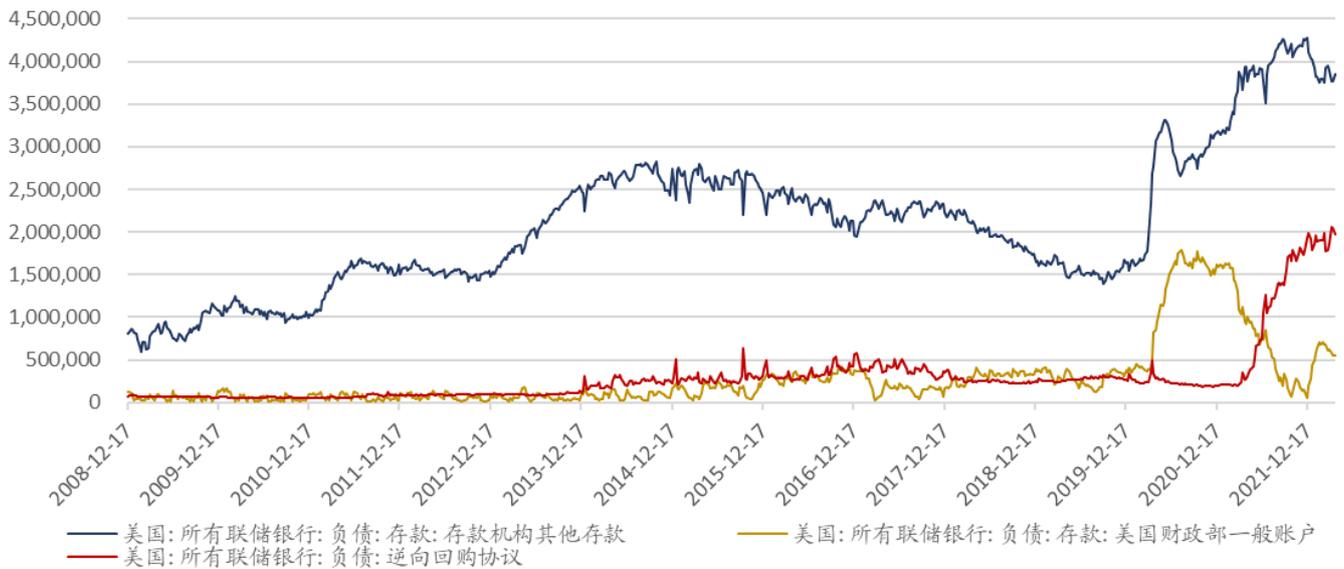
资料来源: Wind, 中原证券

图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模



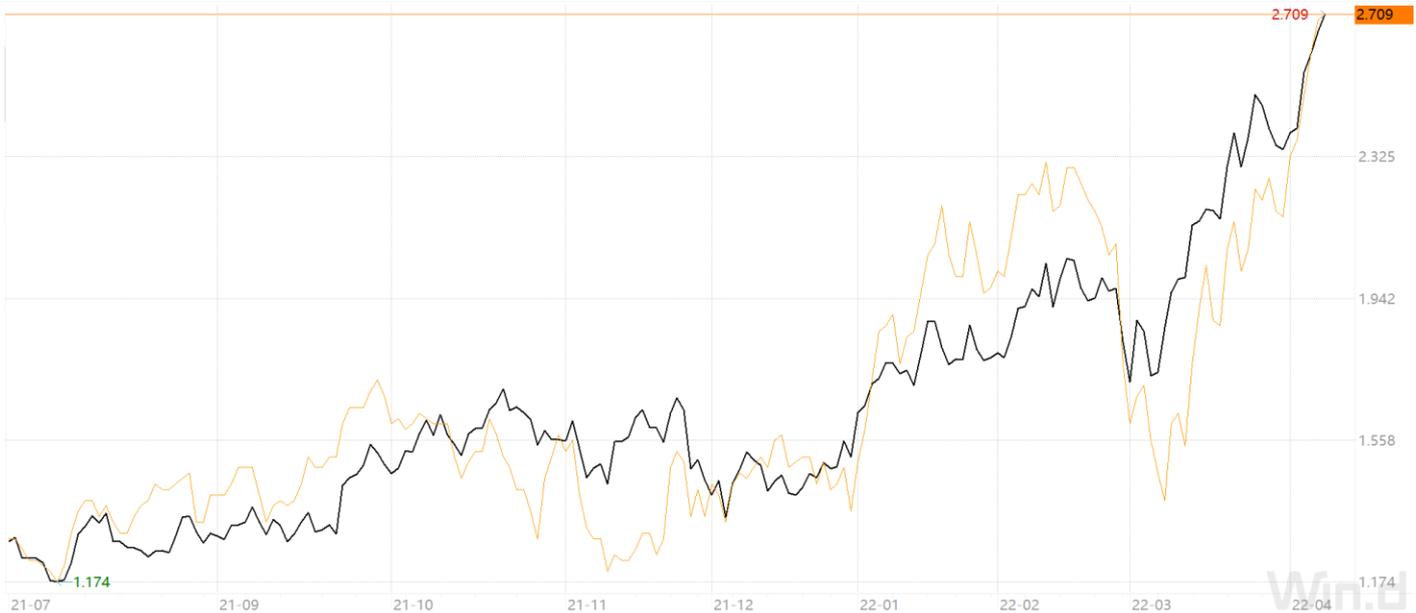
资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 联储资产负债表负债端主要项目



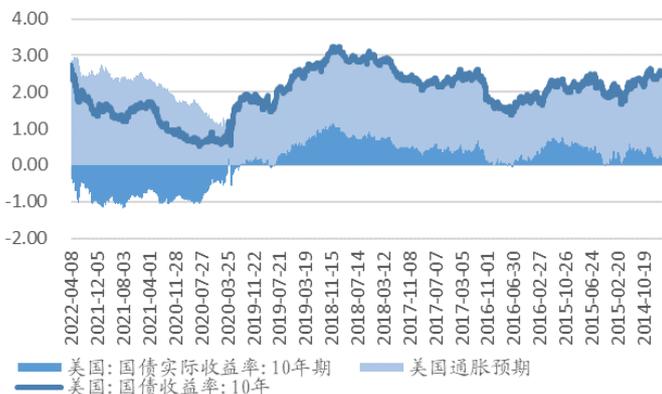
资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期



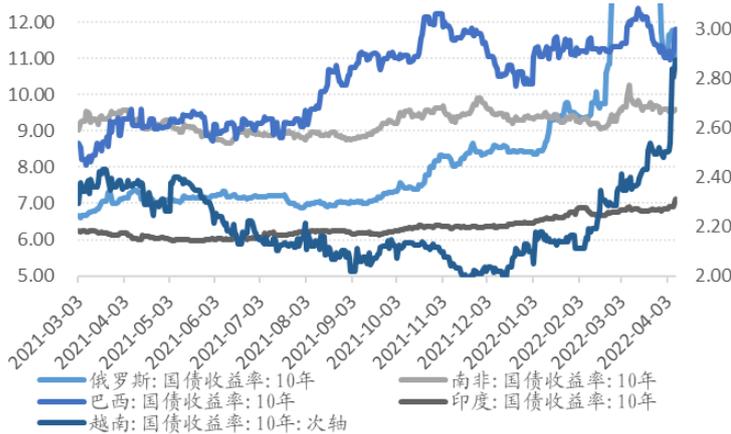
资料来源: Wind, 中原证券

图 52: 美国国债期限结构



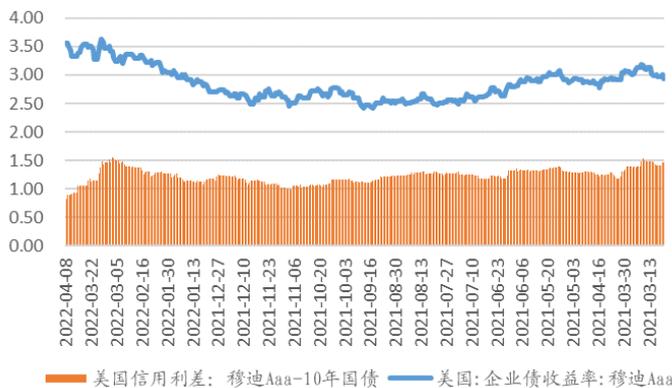
资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率



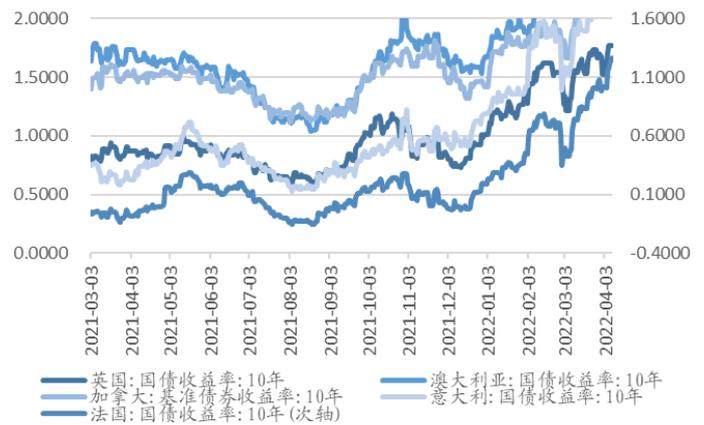
资料来源: Wind, 中原证券

图 55: 美国投资级信用债信用利差



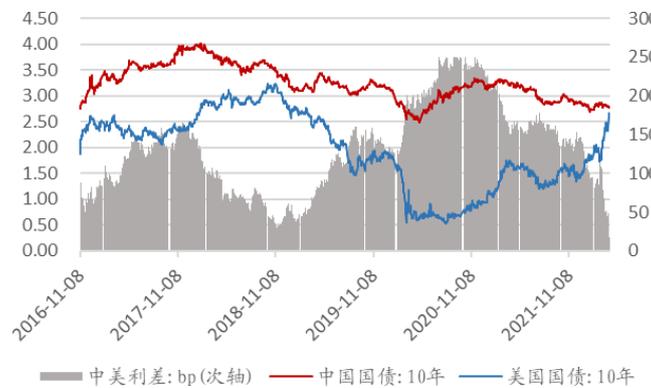
资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: 中美利差



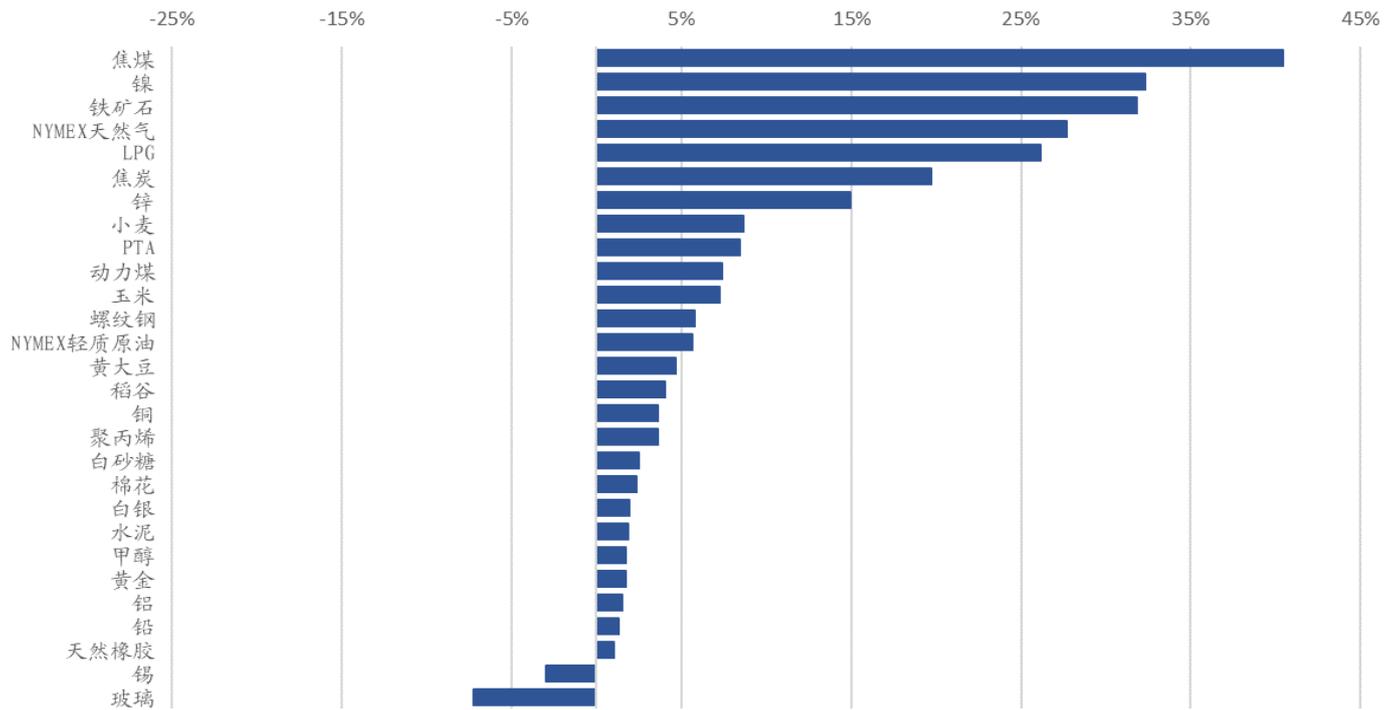
资料来源: Wind, 中原证券

## 4. 商品与外汇: 人民币趋向回落

商品价格 3 月继续表现强势, 地缘政治危机僵局难解, 能源、金属和农产品在商品中表现居前。具体来看, 本月能化类品种焦煤上涨 40.44%, 天然气上涨 27.69%, LPG 上涨 26.15%, 焦炭上涨 19.71%; 工业金属中镍上涨 32.33%, 铁矿石上涨 31.81%, 锌上涨 14.98%; 农产品中小麦上涨 8.65%, 玉米上涨 7.25%。商品价格连续上涨后趋于回落, 本月我们推荐中低配商品。

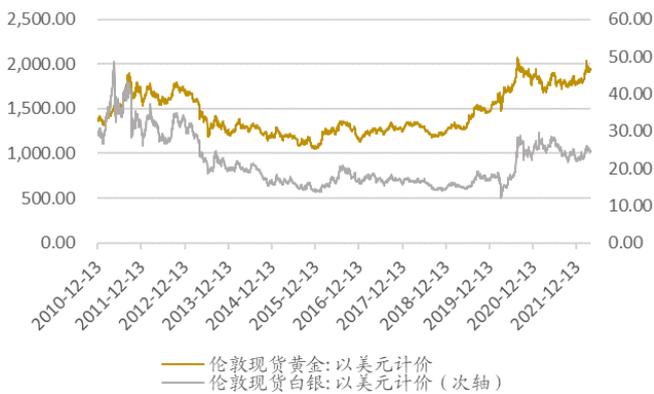
汇率方面, 3 月美联储货币政策收紧推动美债利率快速上行, 美元继续表现强劲, 美元指数从 97 上升到 100 附近。人民币有所转弱, 中美利差缩窄和 3 月初外资对权益资产的恐慌性抛售都对资本项目带来一定的负面影响, 未来出口也可能受到疫情一定程度冲击, 预计后期继续趋向回落。我们维持对全年汇率的观点, 即美联储加息预期的变化将主导美元指数的未来走向; 人民币汇率预计双向震荡, 未来可能在出口放缓后转为调整。

图 57: 本月主要商品涨幅排序



资料来源: Wind, 中原证券

图 58: 黄金及白银价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 60: 金铜比与 10 年期美债



资料来源: Wind, 中原证券

图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值



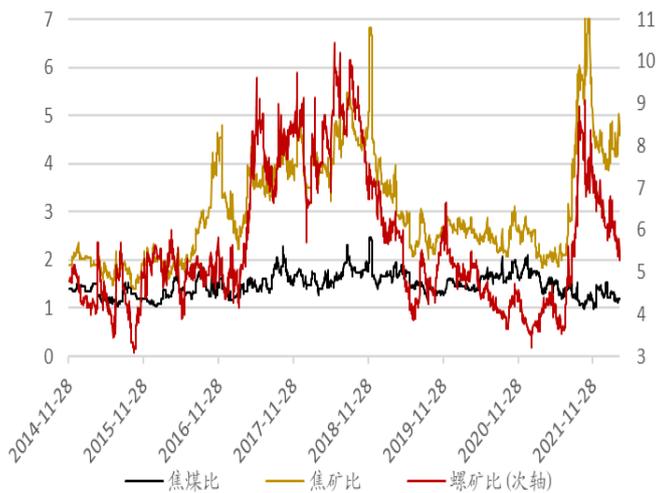
资料来源: Wind, 中原证券

图 61: 黄金与美国实际利率



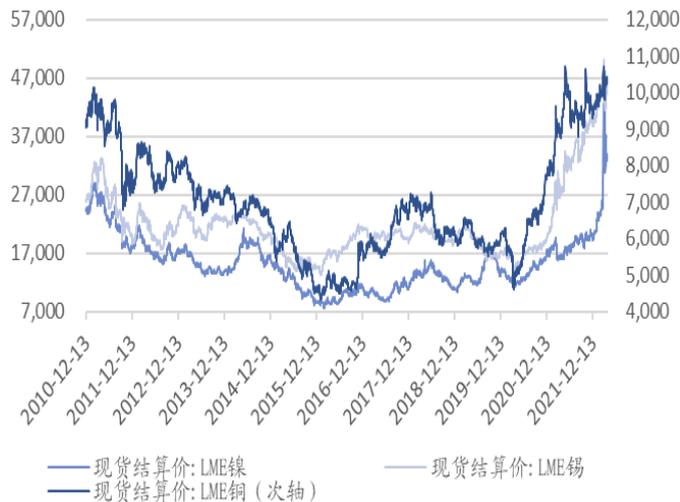
资料来源: Wind, 中原证券

图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势



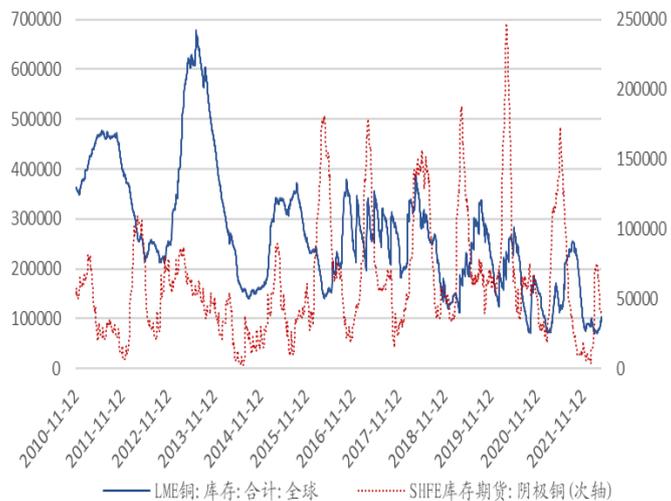
资料来源: Wind, 中原证券

图 64: LME 铜、镍、锡价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 铜库存情况



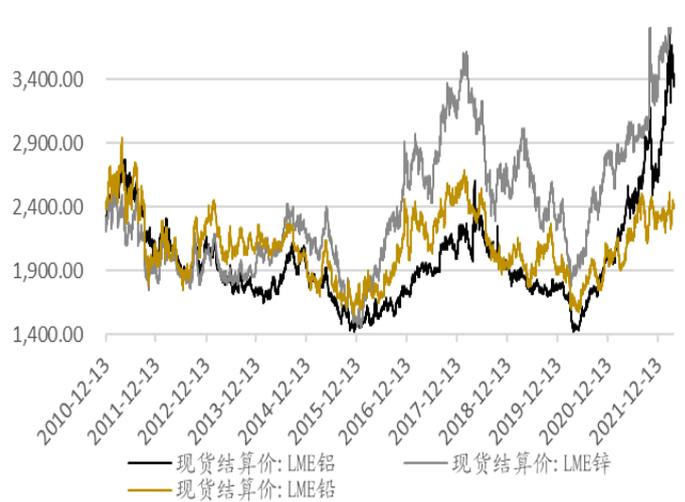
资料来源: Wind, 中原证券

图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势



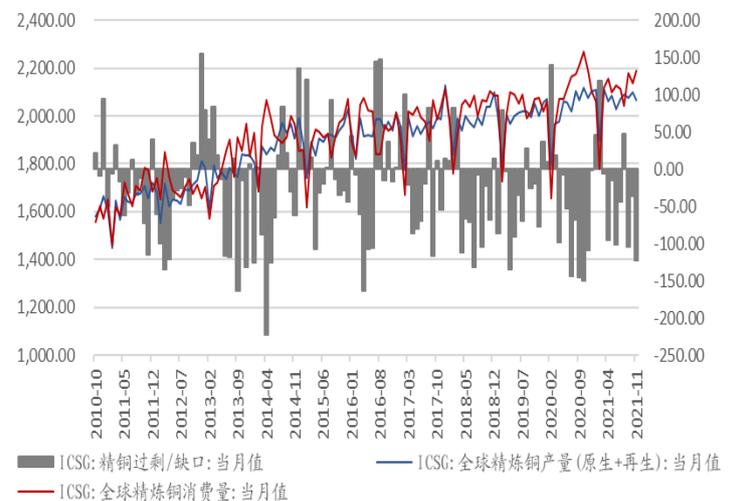
资料来源: Wind, 中原证券

图 65: LME 铝、铅、锌价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 67: 铜供需缺口



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: CBOT 小麦、玉米走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 70: 原油价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 72: 天然橡胶、聚丙烯价格走势



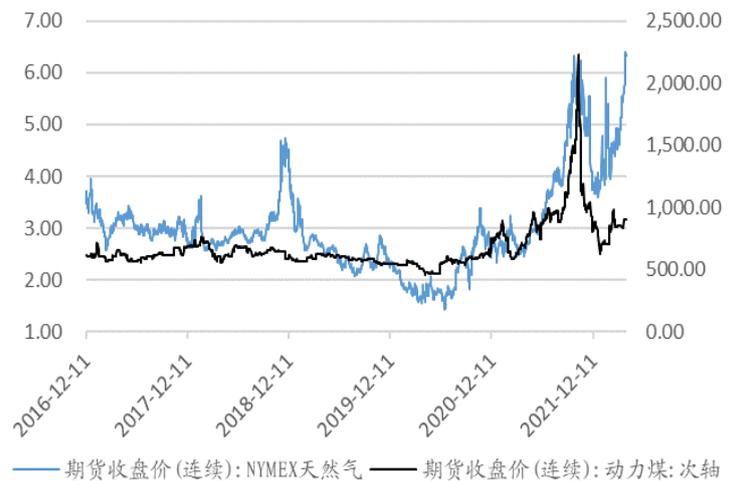
资料来源: Wind, 中原证券

图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势



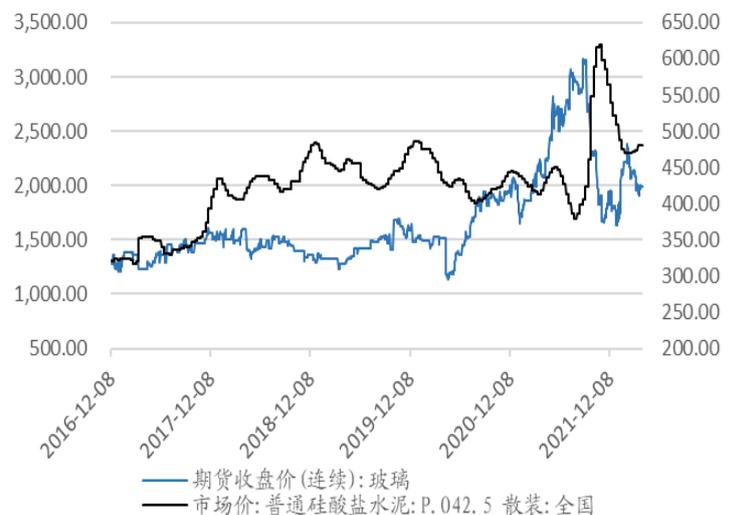
资料来源: Wind, 中原证券

图 71: 动力煤、天然气价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 73: 建材价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 74: CRB 现货指数走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

图 76: 美日、美德利差走势



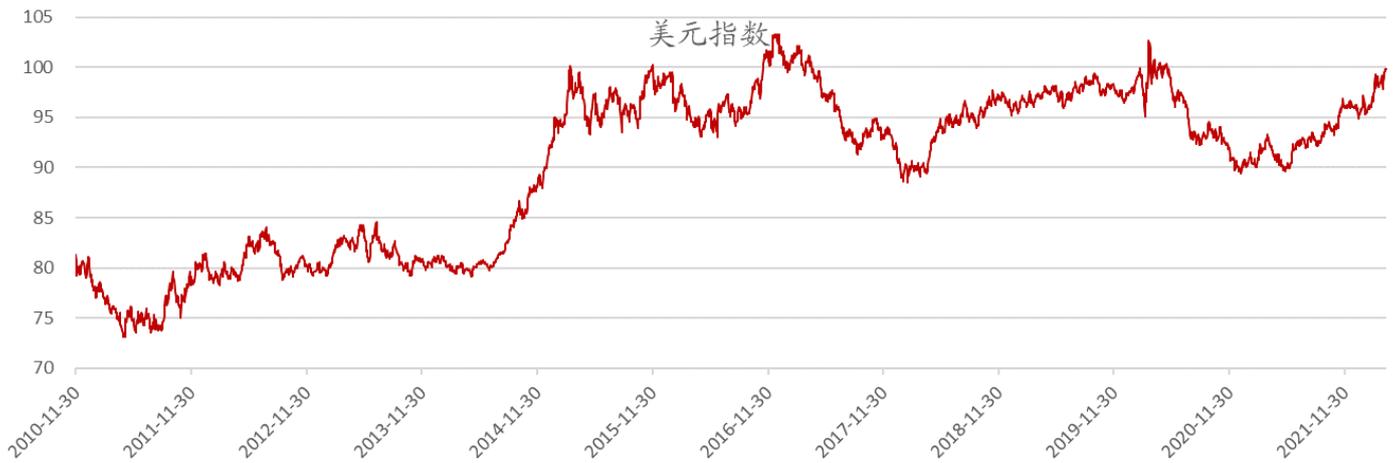
资料来源: Wind, 中原证券

图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关--



资料来源: Wind, 中原证券

图 79：美元指数走势



资料来源：Wind, 中原证券

## 5. 风险提示

通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向。

疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。