

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年05月16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：

- 4月大类资产多数表现偏弱，国内主线逻辑在于疫情和稳增长政策，海外主线逻辑在于滞胀。4月国内疫情蔓延多地，经济数据受到较大影响，PMI读数回落到47.4。就业形势承压，预期转弱导致居民和企业部门融资“加杠杆”意愿较低，信贷显著回落，地产销售持续受到拖累。面对经济下行压力政策连续发声，出台各类“稳增长”措施组合拳。4月29日政治局会议要求“加大宏观政策调节力度”，重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”。国内资产价格在“弱现实”和“复苏预期”的拉锯博弈中表现出债强股弱的特征。海外方面，美联储5月议息会议如预期加息50bp，缩表速度慢于市场预期，并表态“不积极考虑加息75bp”，紧缩态度有所缓和。但备受期待、被认为可能是通胀拐点的4月CPI数据仅小幅回落，核心通胀再度超预期后市场对于联储加息75bp的概率预期重新上升。中期来看，美联储在经历了当前以压制通胀为核心的加速紧缩阶段后，随着通胀的回落和经济的减速，态度可能逐渐回归中性，如果未来美国经济陷入衰退则可能再度转向宽松。这一“三阶段”路径可能主导一段时期内的宏观资产表现，市场将围绕经济数据和货币政策表态持续开展博弈和预期修正。
- 基于PMI分项指标构建美林时钟配置策略，长期来看可以获取较好的风险调整后收益，验证了模型在国内的有效性。我们以PMI新订单指数和PMI原材料购进指数（12月移动平均平滑后）分别作为增长和通胀的代理变量判断当前所处的经济周期象限，并构建配置策略，月度持有当月（以月初公布的上月PMI为信号）最优的一种或两种资产。股票、债券、商品和现金资产的基础资产分别为Wind全A指数，中债-新综合财富(总值)指数，南华商品指数和货币市场基金指数。这一策略长期（2016年初至今）可以取得年化12%-13%的较高收益，和权益资产的长期回报率相当，并大幅度降低了回撤和波动率，优化了风险调整后回报。
- 4月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益。本月我们维持推荐中高配置权益，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，长期预计趋向逐步回落。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。我们建议投资者对高性价比的权益资产维持耐心持有。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. 全球经济预期走弱，大类资产普遍回落	4
1.1. 国内疫情、海外滞胀仍是核心矛盾	4
1.2. 大类资产配置策略：维持标配债券、高配权益	8
2. 股票：耐心持有仍然是当前合适的策略	13
3. 债券：美债利率继续上行	17
4. 商品与外汇：商品需求下滑，人民币快速回落	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊逐步下降	4
图 2：4 月制造业 PMI 回落	5
图 3：生产回落	5
图 4：3 月工业增加值回落	5
图 5：固定资产投资震荡回升	5
图 6：地产投资低位震荡	5
图 7：消费偏弱	5
图 8：出口放缓	6
图 9：CPI 平稳	6
图 10：M2 同比震荡回升	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：汽车销售偏弱	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 33：4 全球资产表现	12
图 34：2010 年以来参考组合表现	13
图 35：PMI-美林时钟策略	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

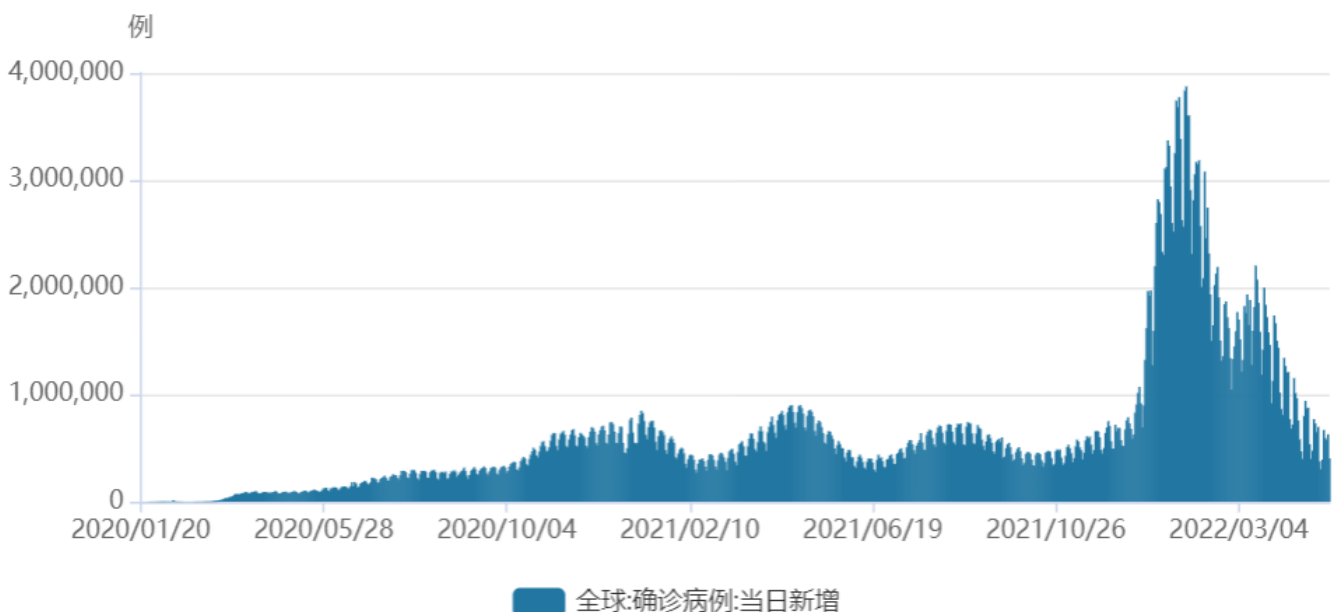
1. 全球经济预期走弱，大类资产普遍回落

1.1. 国内疫情、海外滞胀仍是核心矛盾

4月大类资产多数表现偏弱，国内主线逻辑在于疫情和稳增长政策，海外主线逻辑在于滞胀。4月国内疫情蔓延多地，经济数据受到较大影响，PMI 读数回落到 47.4。就业形势承压，预期转弱导致居民和企业部门融资“加杠杆”意愿较低，信贷显著回落，地产销售持续受到拖累。面对经济下行压力政策连续发声，出台各类“稳增长”措施组合拳。4月29日政治局会议要求“加大宏观政策调节力度”，重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”。国内资产价格在“弱现实”和“复苏预期”的拉锯博弈中表现出债强股弱的特征。

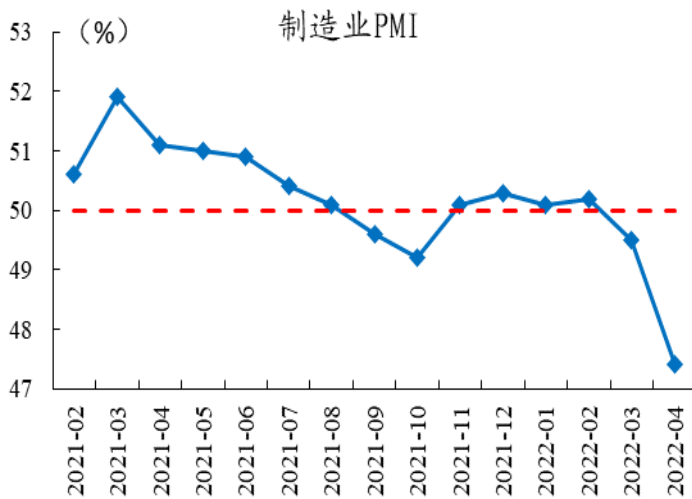
海外方面，美联储5月议息会议如预期加息 50bp，缩表速度慢于市场预期，并表态“不积极考虑加息 75bp”，紧缩态度有所缓和。但备受期待、被认为可能是通胀拐点的4月CPI数据仅小幅回落，核心通胀再度超预期后市场对于联储加息 75bp 的概率预期重新上升。海外市场由“滞胀”逻辑主导，美国经济能否避免陷入衰退，实现在联储的紧缩周期中“软着陆”是核心命题。中期来看，美联储在经历了当前以压制通胀为核心的加速紧缩阶段后，随着通胀的回落和经济的减速，态度可能逐渐回归中性，如果未来美国经济陷入衰退则可能再度转向宽松。这一“三阶段”路径可能主导一段时期内的宏观资产表现，市场将围绕经济数据和货币政策表态持续开展博弈和预期修正。

图 1：全球新增确诊逐步下降



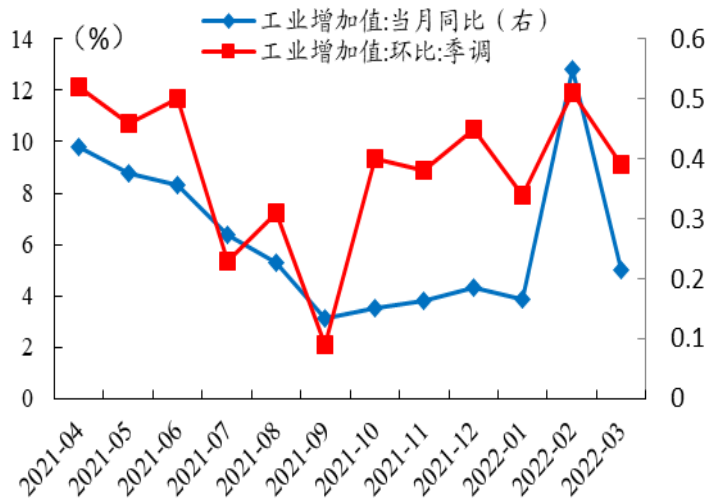
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：4 月制造业 PMI 回落



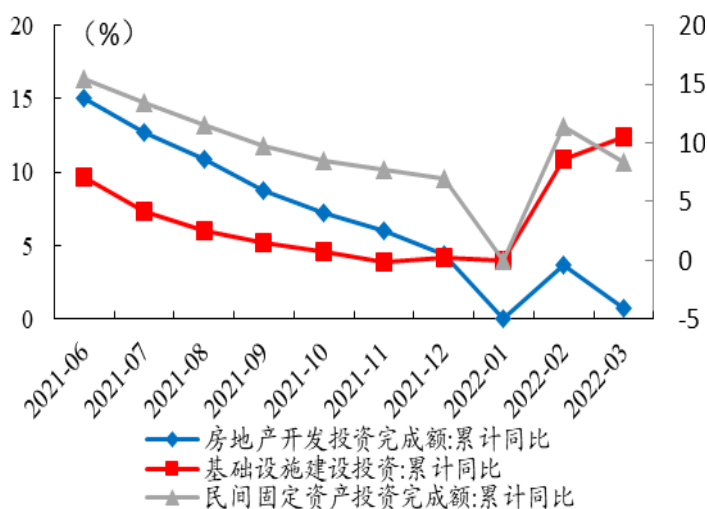
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：3 月工业增加值回落



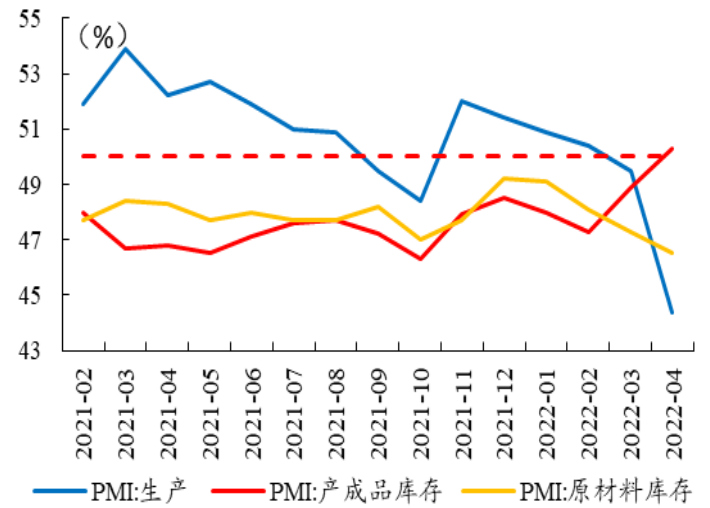
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资低位震荡



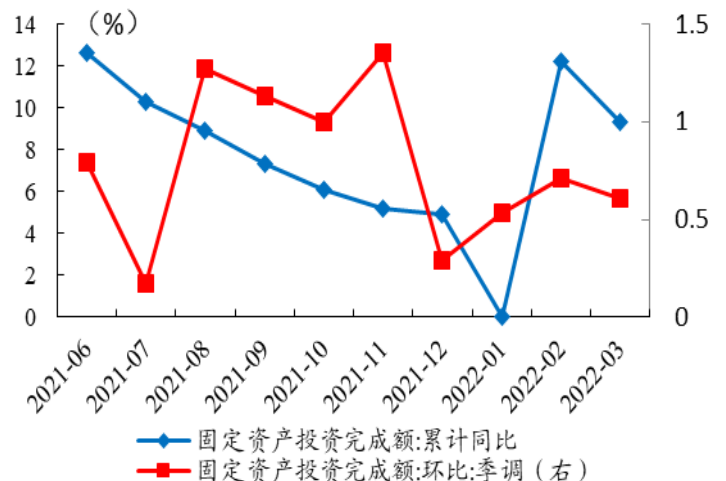
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



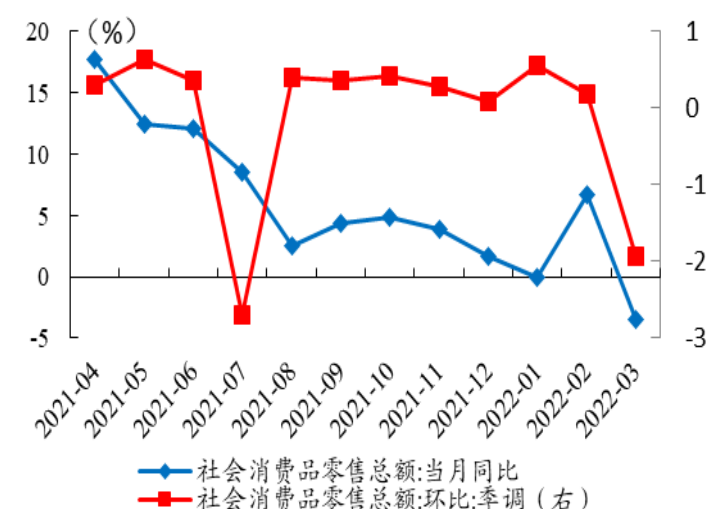
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资震荡回升



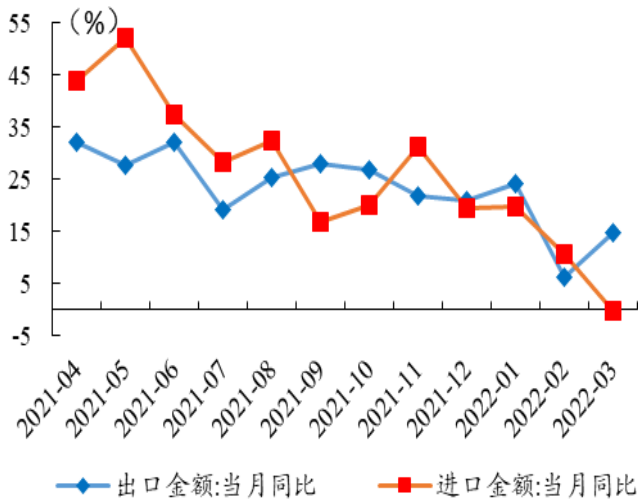
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费偏弱



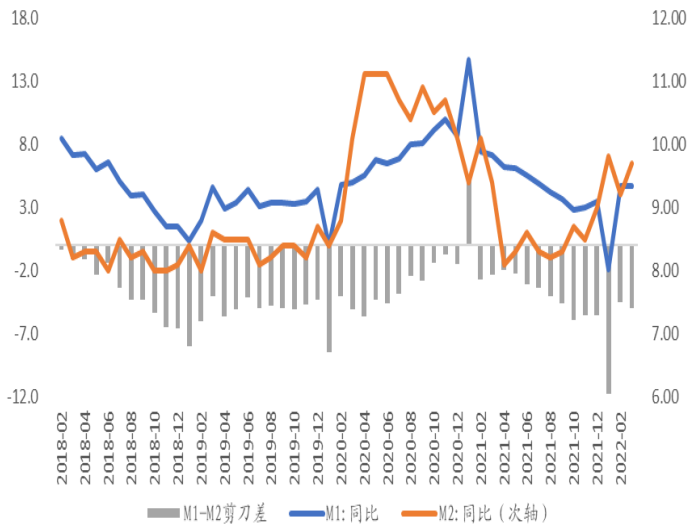
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口放缓



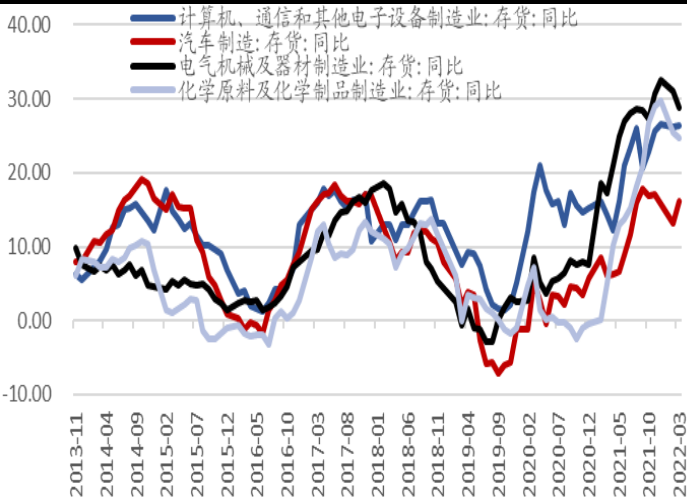
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比震荡回升



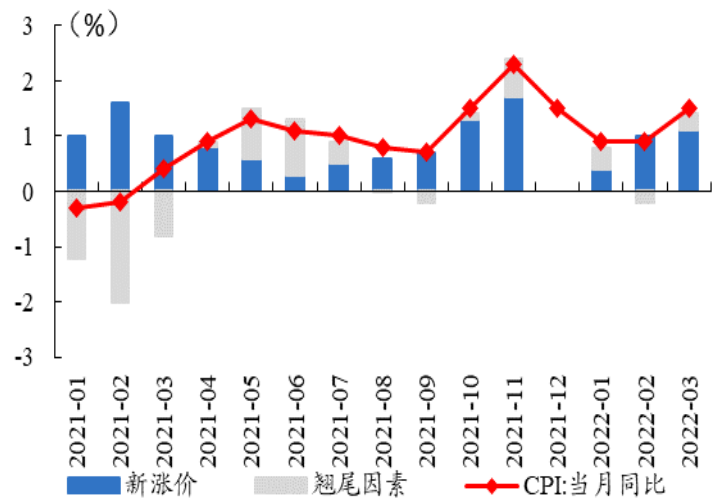
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业库存抬升



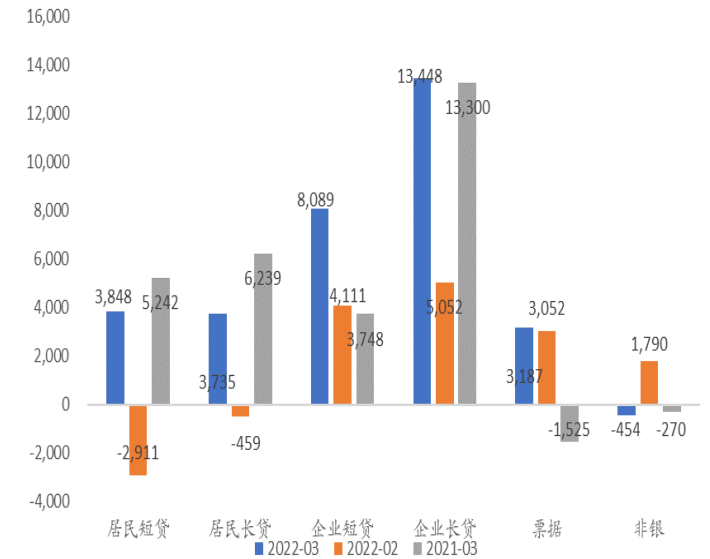
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 平稳



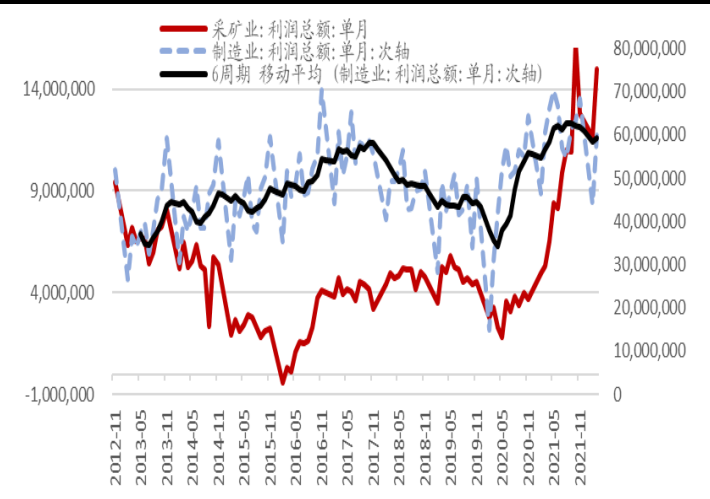
资料来源：Wind, 中原证券

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



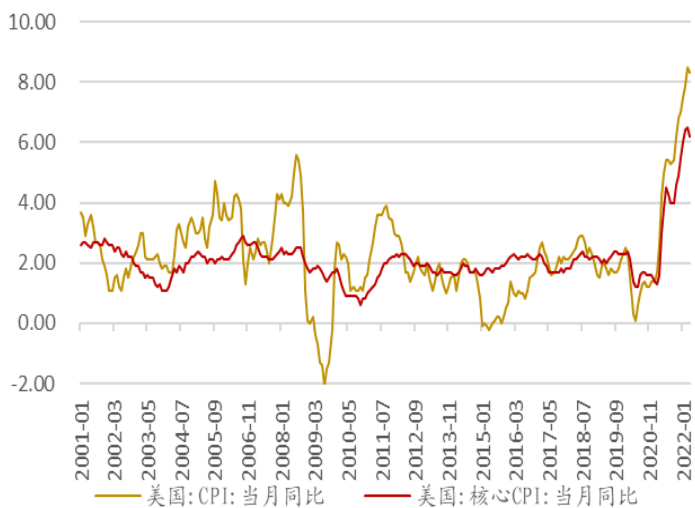
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国就业数据



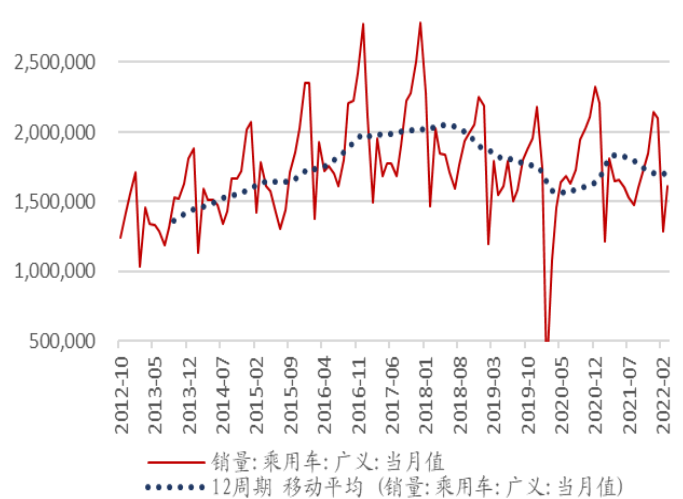
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



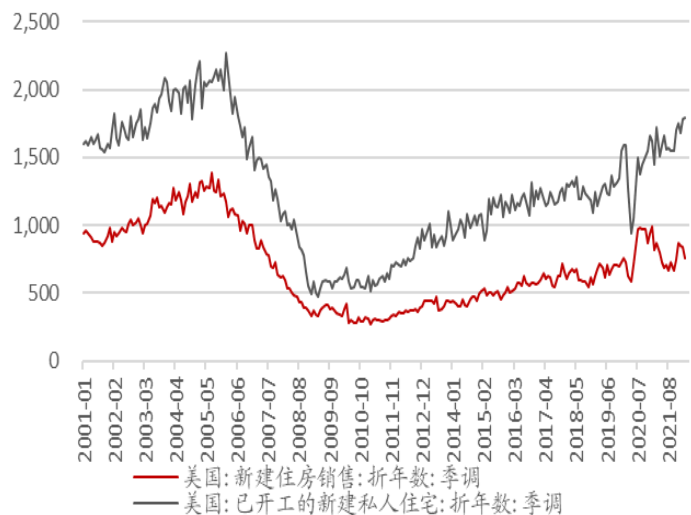
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售偏弱



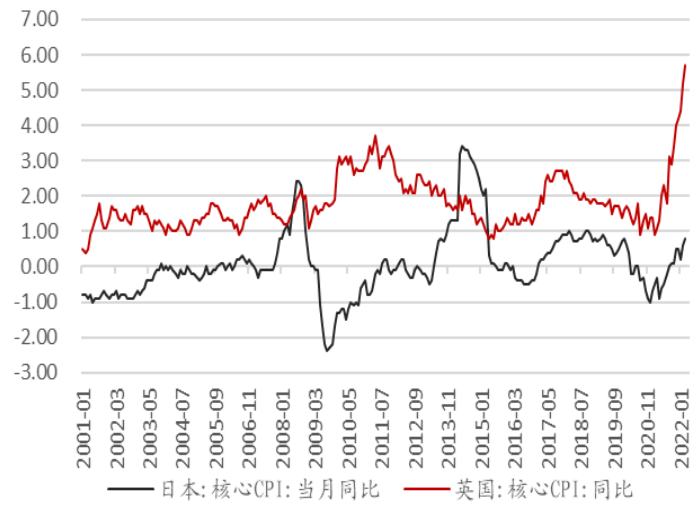
资料来源: Wind, 中原证券

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



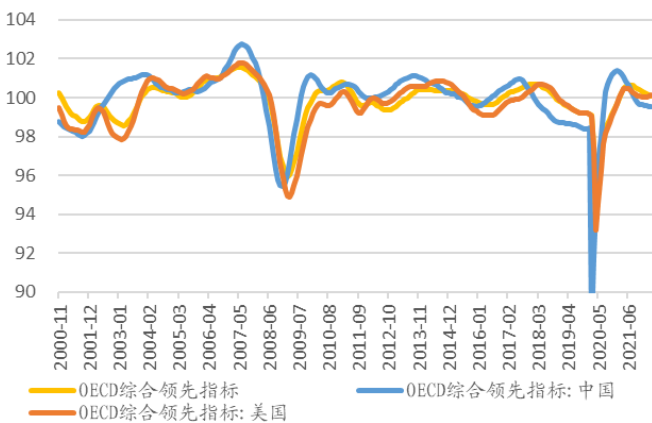
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



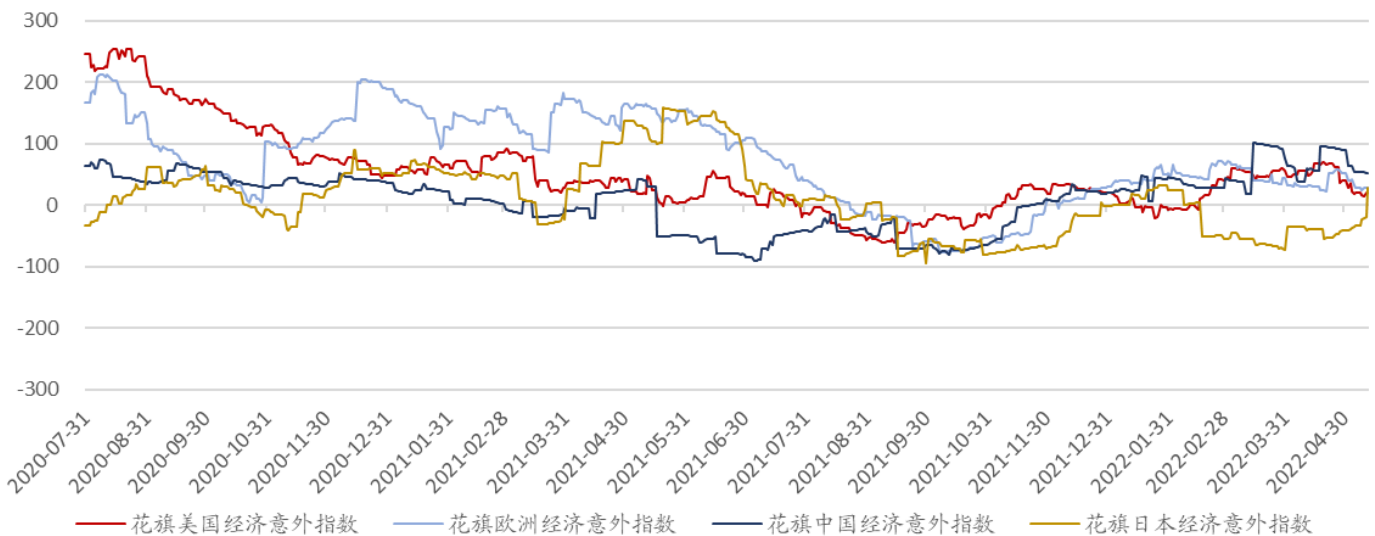
资料来源: Wind, 中原证券

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



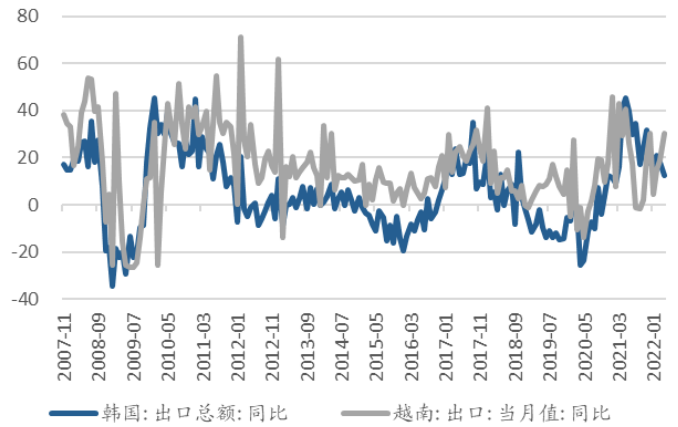
资料来源: Wind, 中原证券

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: 维持标配债券、高配权益

4月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益。美联储货币政策持续紧缩，中国经济受到疫情冲击，全球经济预期走弱。对基本面和流动性的双重担忧压制权益市场，全球权益表现持续弱势。债市中美货币政策继续错位，国内利率4月先下后上，美债利率震荡上行。商品分化涨跌互现，总体没有明显上涨，但在股债表现均弱的情况下相对好于其他资产。

本月我们维持推荐中高配置权益，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，长期预计趋向逐步回落。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。我们建议投资者对高性价比的权益资产维持耐心持有。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，我们推荐标配。

从美林时钟的角度来看，当前国内经济处于“衰退”阶段，我们以PMI新订单指数和PMI原材料购进指数（12月移动平均平滑后）分别作为增长和通胀的代理变量判断当前所处的经济周期象限，并构建配置策略，月度持有当月（以月初公布的上月PMI为信号）最优的一种或两种资产。例如，4月初公布的3月PMI分项指标判定的经济周期象限为衰退，衰退阶段大类资产表现为债券>现金>股票>大宗商品，则我们在4月全月持有美林时钟框架中最占优的债券（和现金）资产。股票、债券、商品和现金资产的基础资产分别为Wind全A指数，中债-新综合财富（总值）指数，南华商品指数和货币市场基金指数。这一策略长期（2016年初至今）可以取得年化12%-13%的较高收益，和权益资产的长期回报率相当，并大幅度降低了回撤和波动率，优化了风险调整后回报，证明美林时钟策略在国内仍然有不错的实践意义。我们的PMI-美林时钟策略当前推荐持有债券。

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%

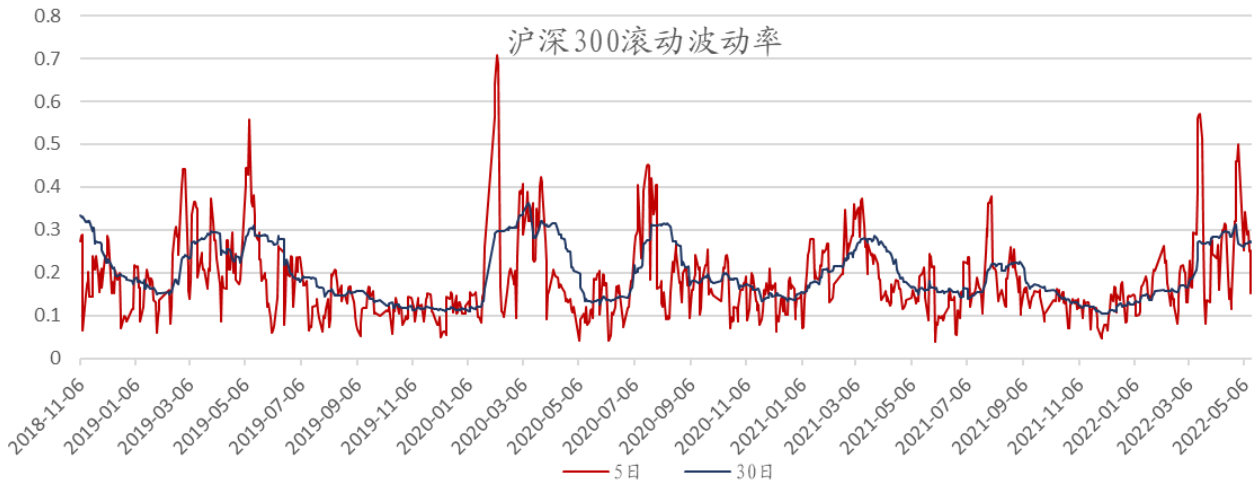
资料来源：Wind, 中原证券

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

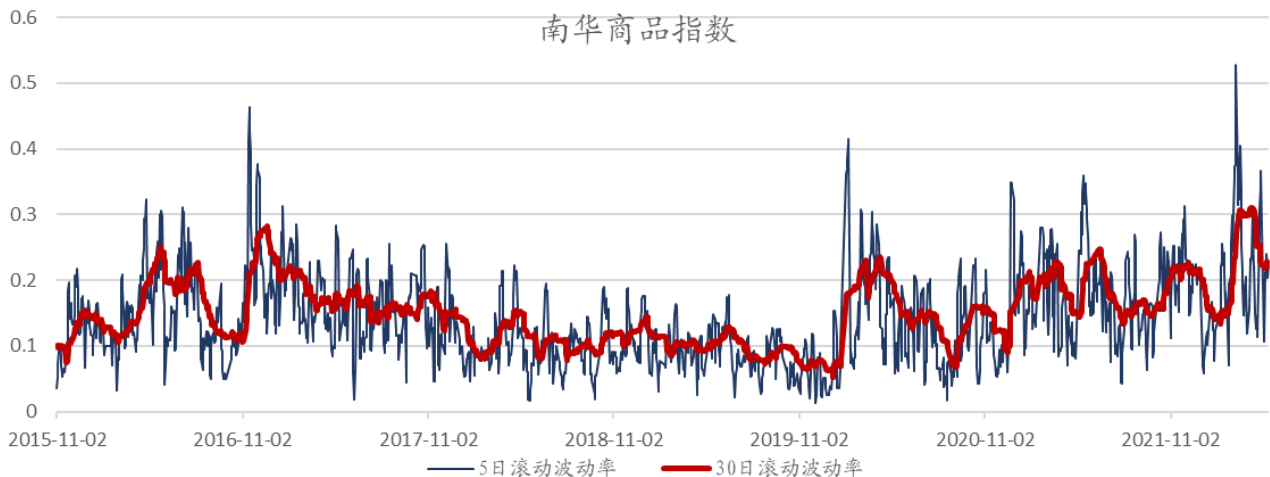
资料来源：Wind, 中原证券

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

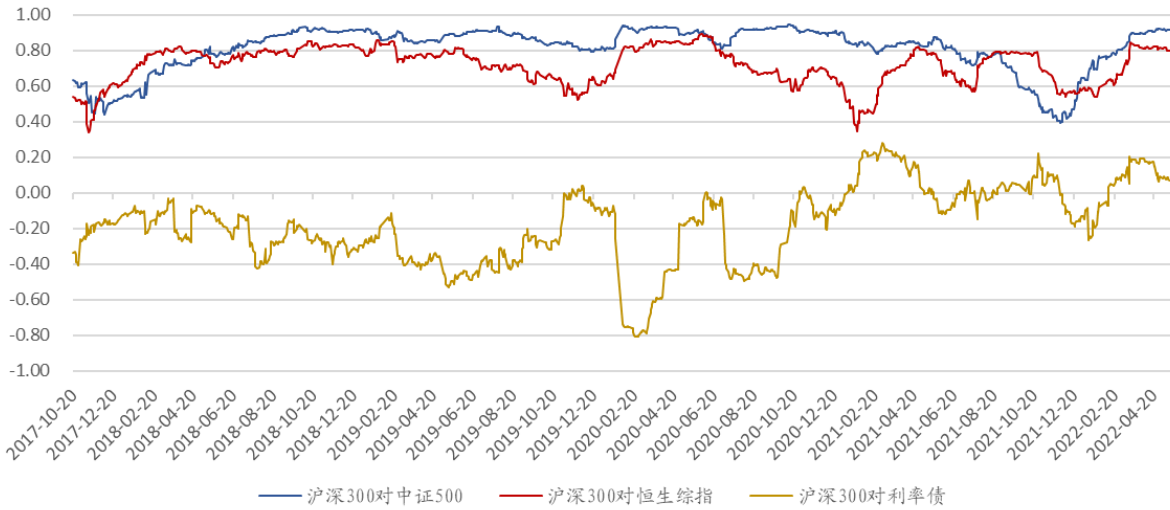
资料来源：Wind, 中原证券

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



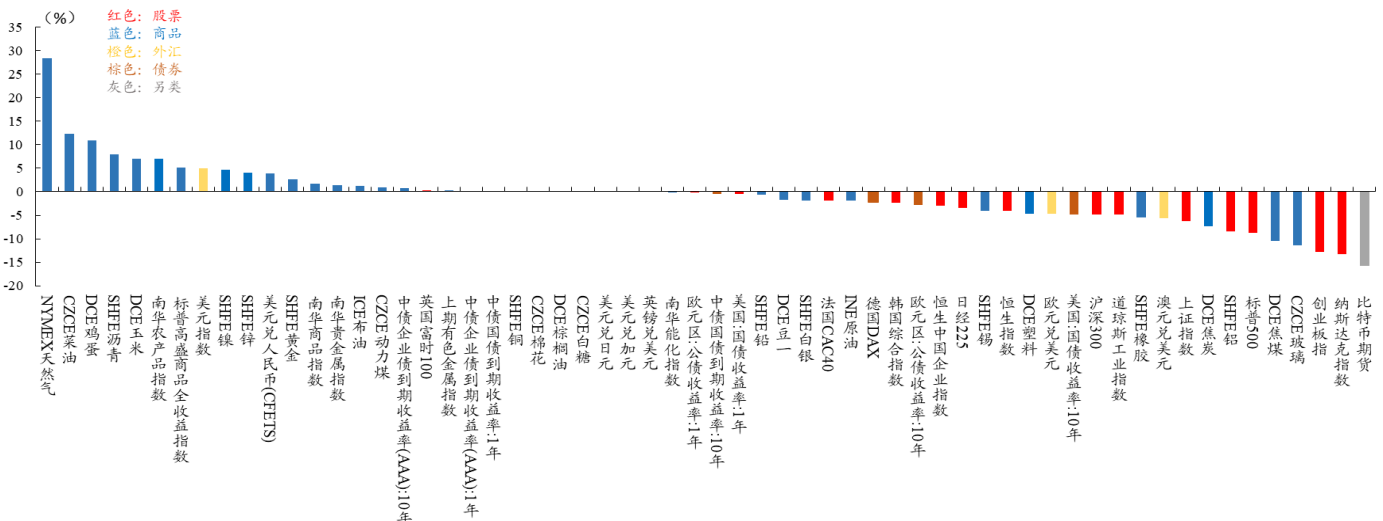
资料来源：Wind, 中原证券

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 33：4 全球资产表现



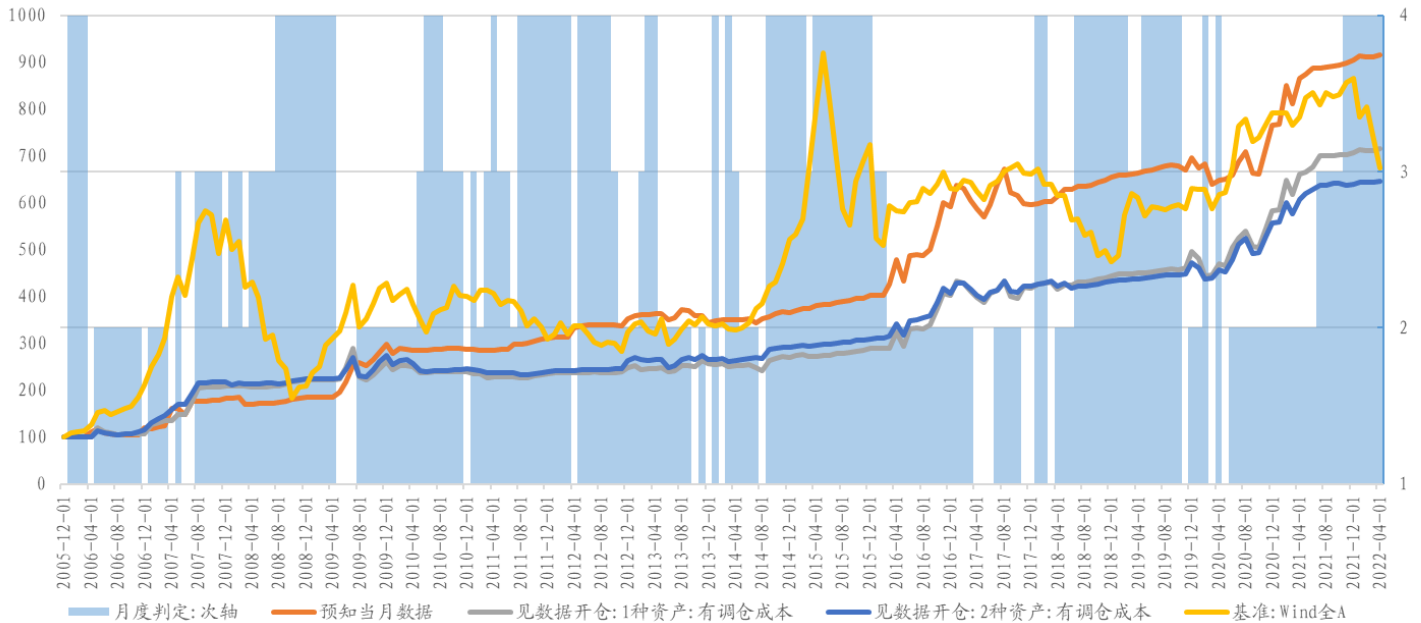
资料来源：Wind, 中原证券

图 34：2010 年以来参考组合表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 35：PMI-美林时钟策略



资料来源：Wind, 中原证券

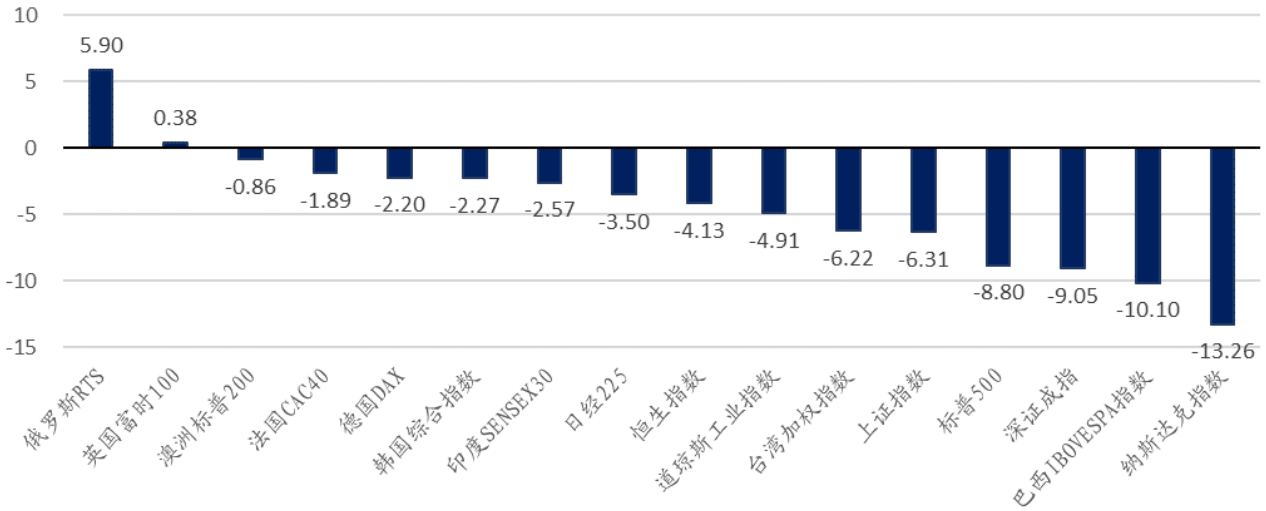
2. 股票：耐心持有仍然是当前合适的策略

4 全球股市表现弱势，俄罗斯股市反弹，A 股和美股市场表现靠后。俄罗斯股市持续反弹，欧洲股市表现平平，整体略有下跌，A 股和美股市场表现较弱，主要受到中美两国因疫情和货币政策紧缩经济预期转弱影响。

4 月 A 股市场多数行业下跌，仅食品饮料和消费者服务行业涨幅为正，金融、综合、计算机、电新等板块表现靠后。3 月上旬、中旬 A 股市场小幅震荡，下旬一度快速下跌，月底展开反弹。股债性价比指标目前偏向股市，历史来看，在股债性价比偏股时期配置股票的简单策

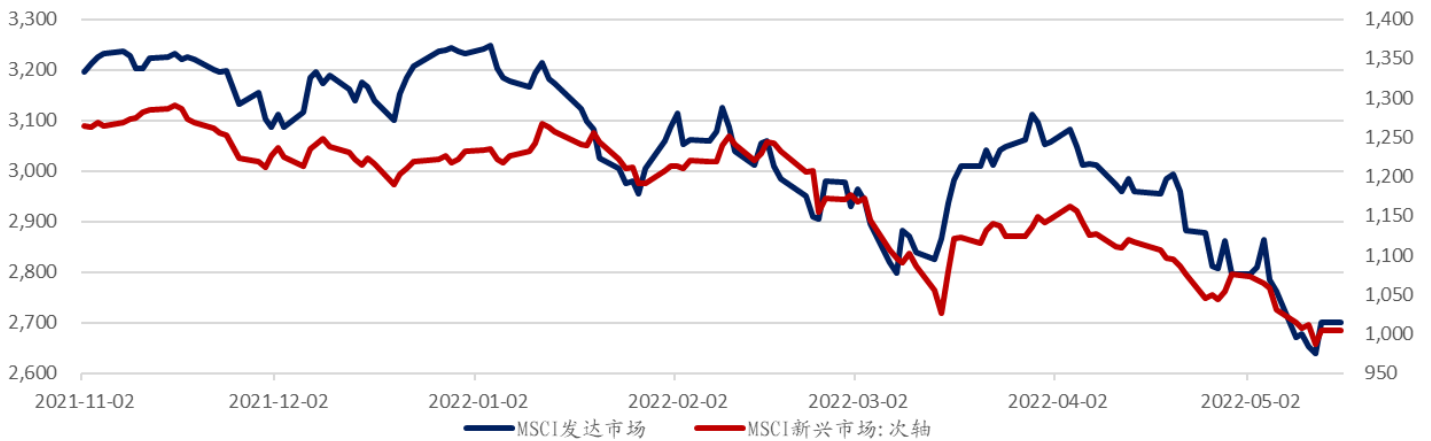
略长期就能获取 10% 左右的较高年化回报率, 但配置股票初期容易因为“过早抄底”短期承担一定回撤。尽管需要承担一定波动风险, 但鉴于当前股票配置价值可观, 我们认为耐心持有仍然是权益资产当前较为合适的策略。

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



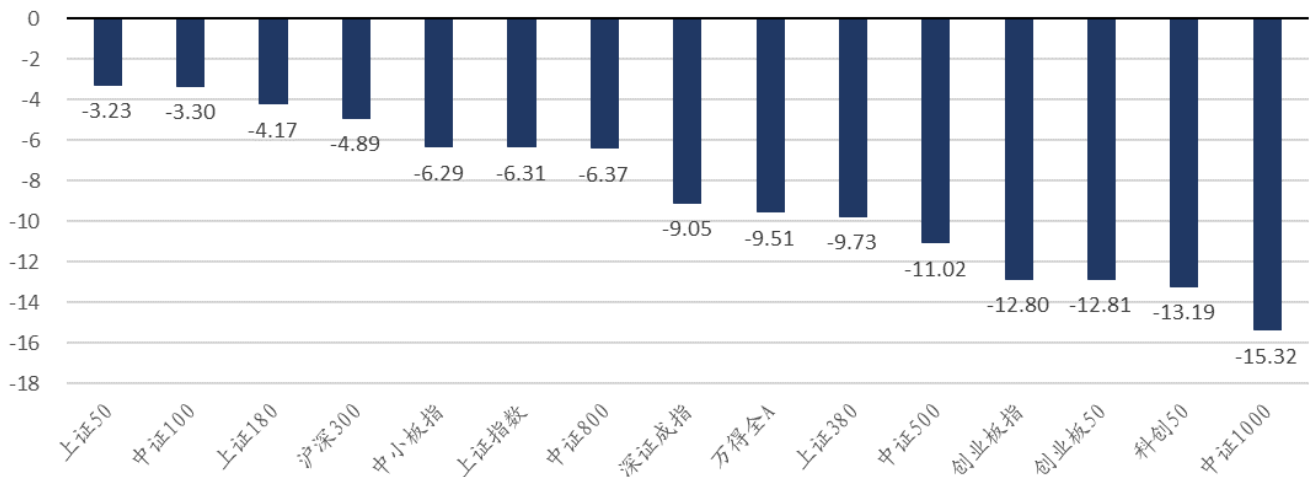
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 标准普尔 500 波动率指数



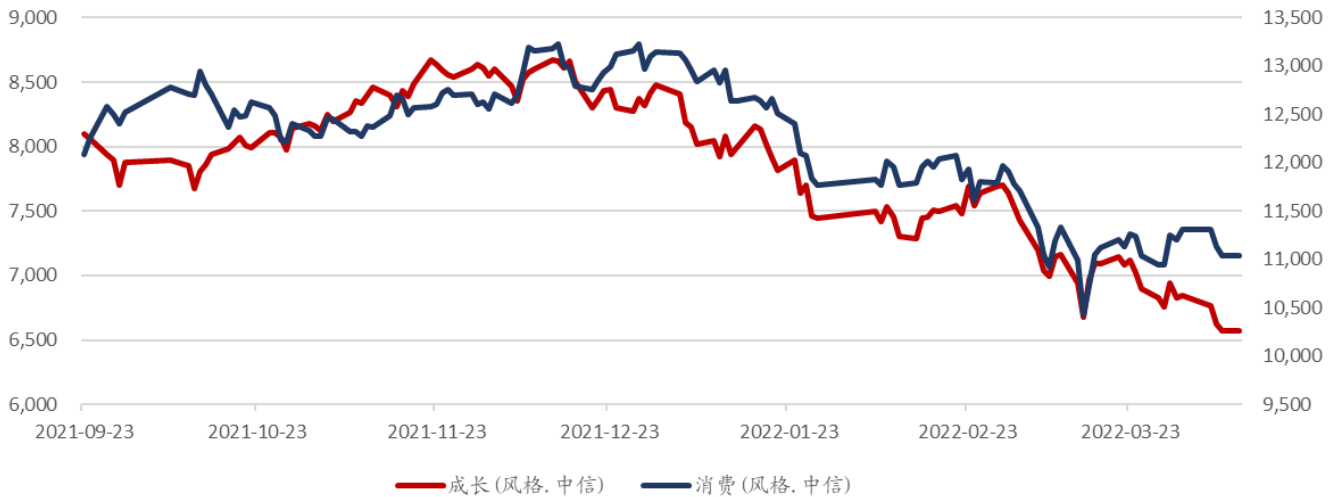
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)



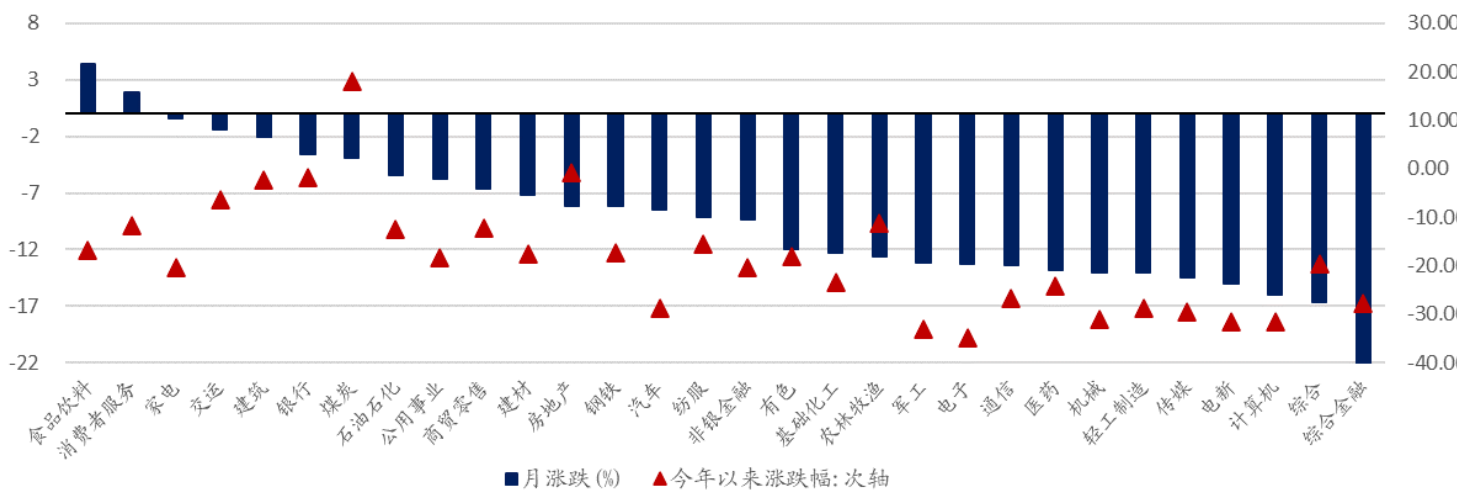
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: A 股风格指数表现



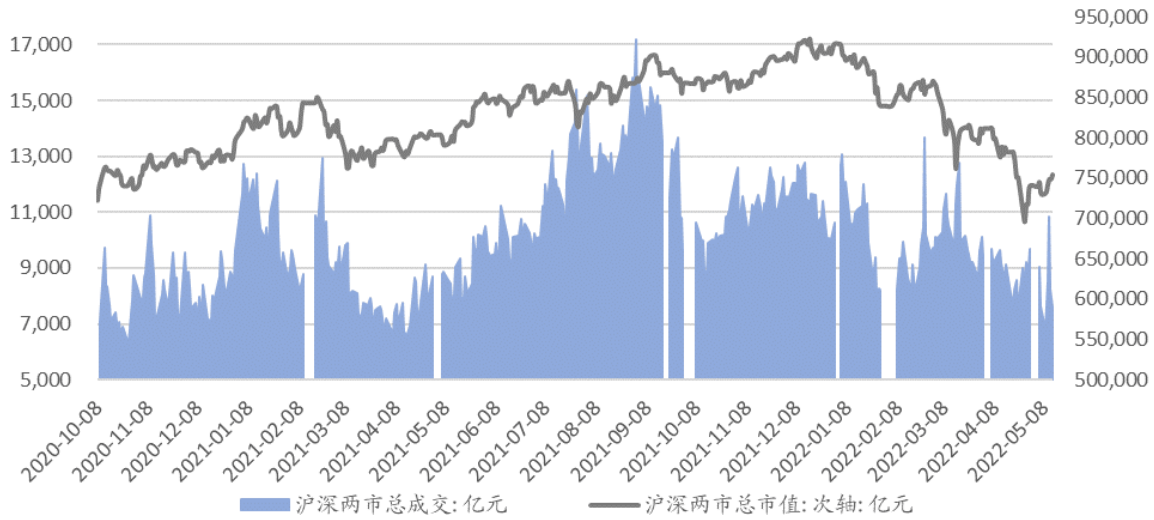
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: A 股行业涨幅排名



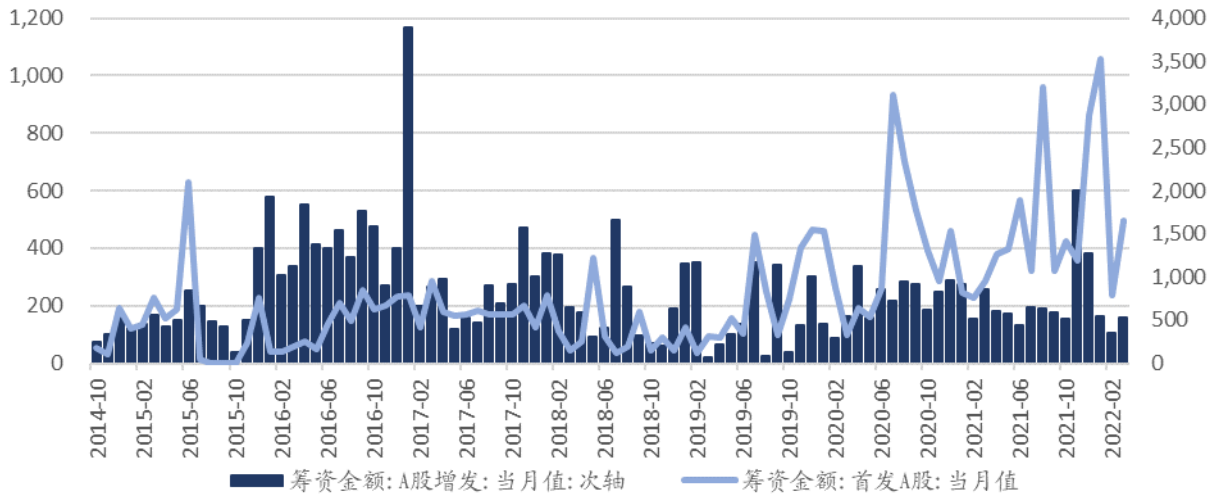
资料来源: Wind, 中原证券

图 42: A 股成交规模与市值



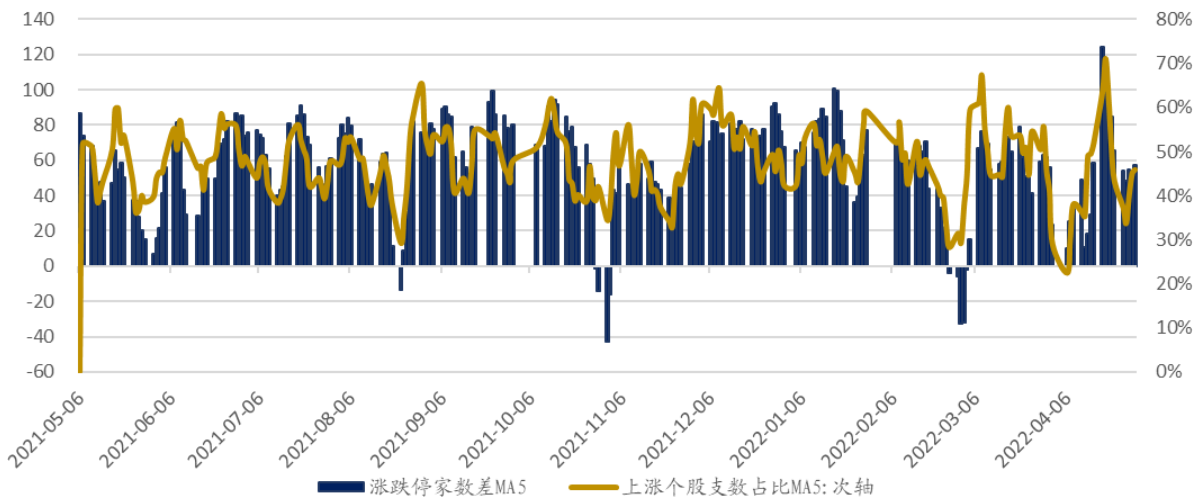
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: A 股筹资金额



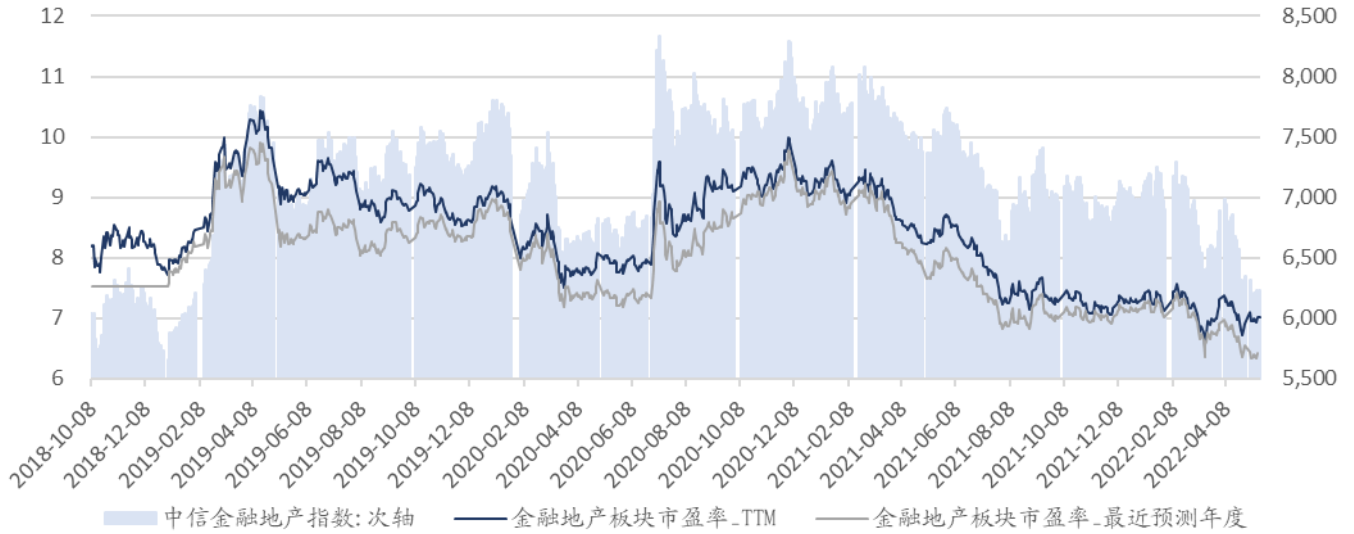
资料来源: Wind, 中原证券

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

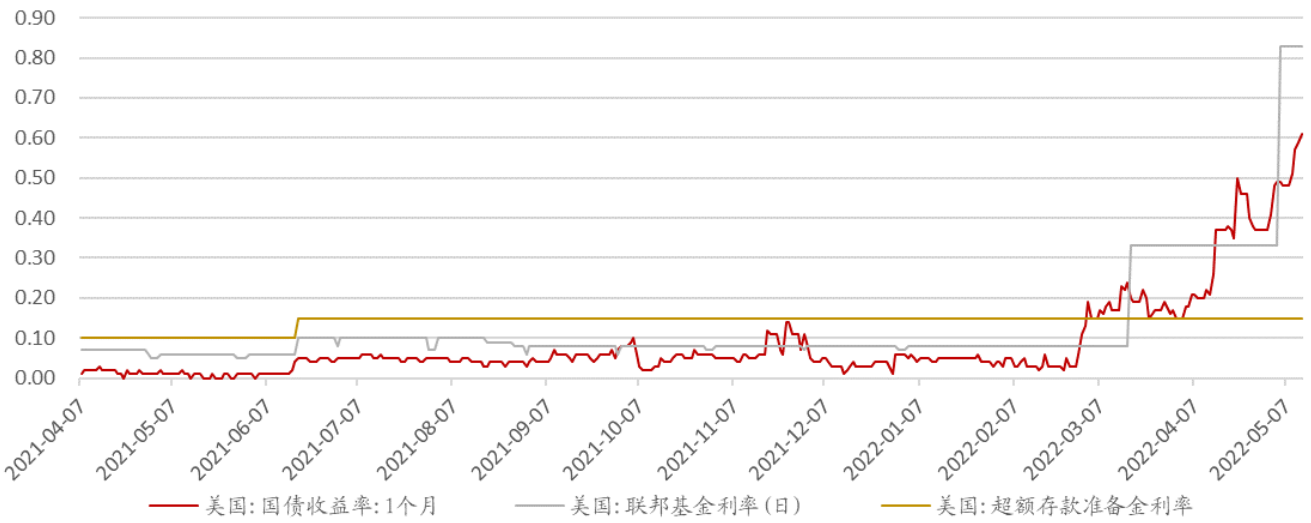


资料来源：Wind, 中原证券

3. 债券：美债利率继续上行

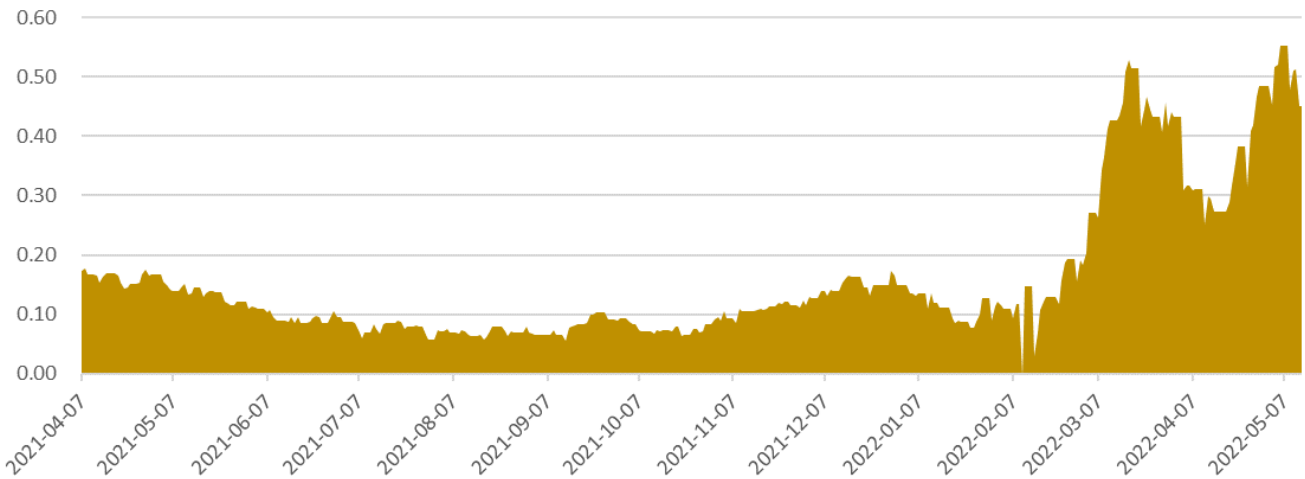
4月以来美债利率进一步快速上行,10年期美债从月初的2.4%附近上升到月底的2.9%附近,反映了联储紧缩预期进一步强化。国内债市4月表现为震荡行情,总体略有上行。宽信用预期和疫情下的“弱现实”反复拉锯,全月先下后上。月初市场对降准降息期待较高,利率趋向下行;月中降准规模偏小且降息预期落空,叠加一季度经济、金融数据尚可,利率小幅上行。下旬市场小幅震荡,截至月底10年国债仍然在在2.80%到2.85%区间小幅震荡。考虑到国内基本面有利于债市,美债在快速调整后上行压力已较大程度得到释放,我们认为债市的吸引力有所恢复,本月我们维持推荐标配债券。

图 46: 联邦基金利率



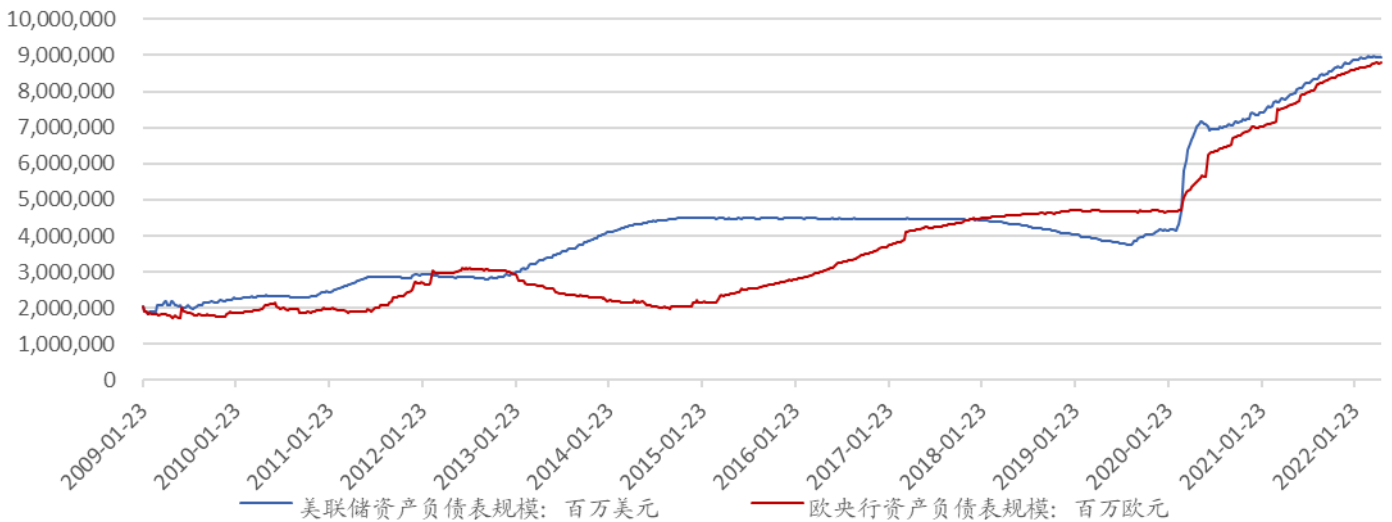
资料来源: Wind, 中原证券

图 47: Ted 息差



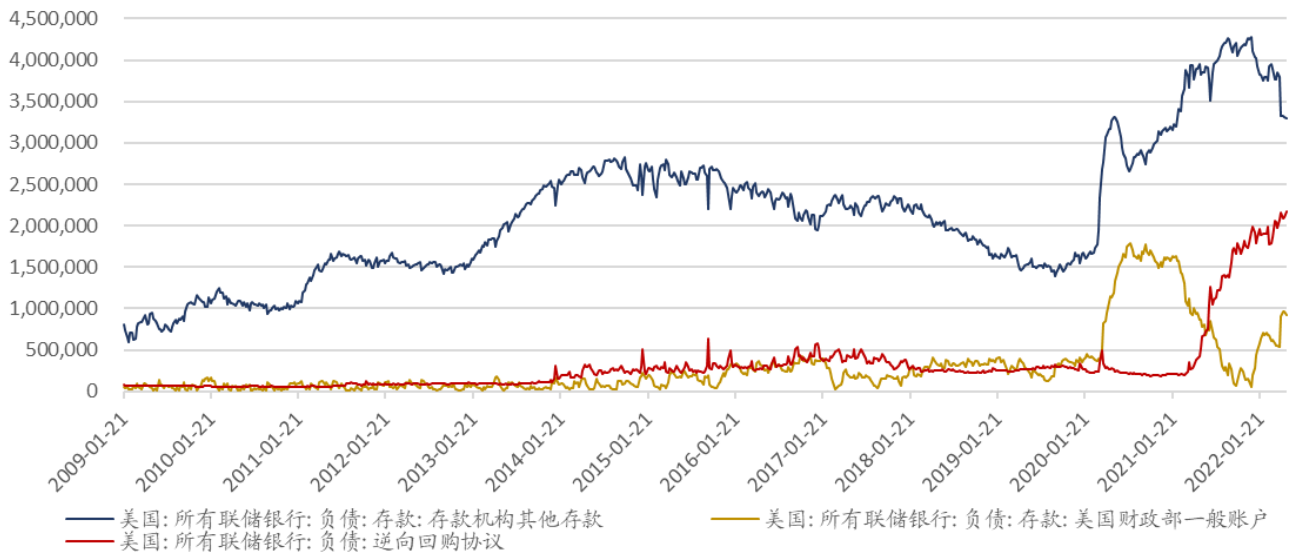
资料来源: Wind, 中原证券

图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模



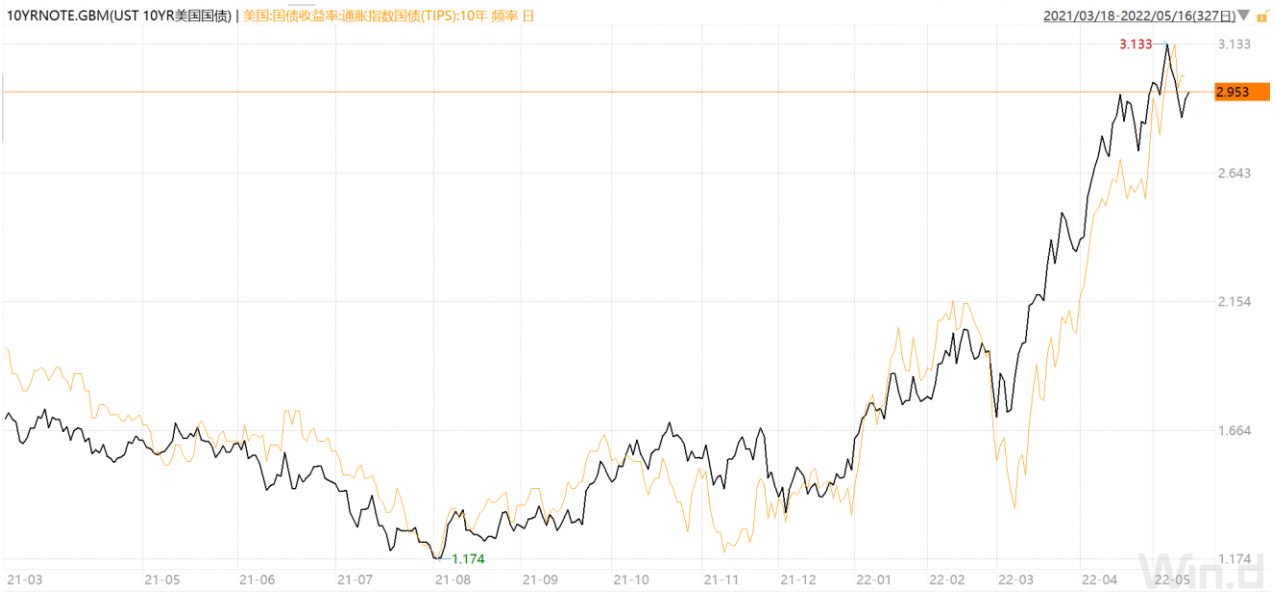
资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 联储资产负债表负债端主要项目



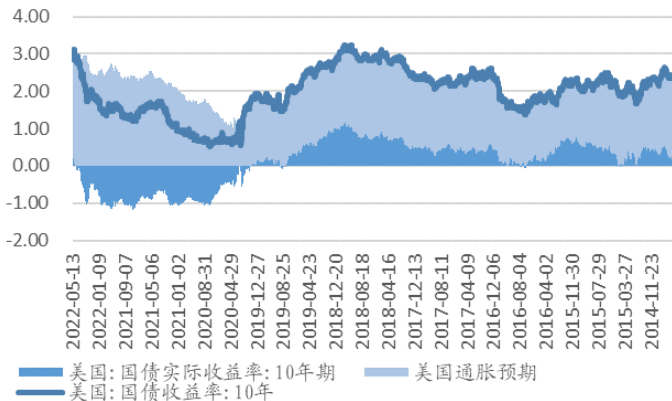
资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势



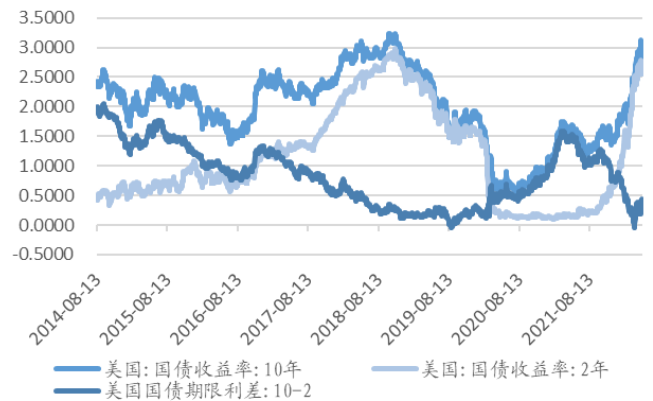
资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期



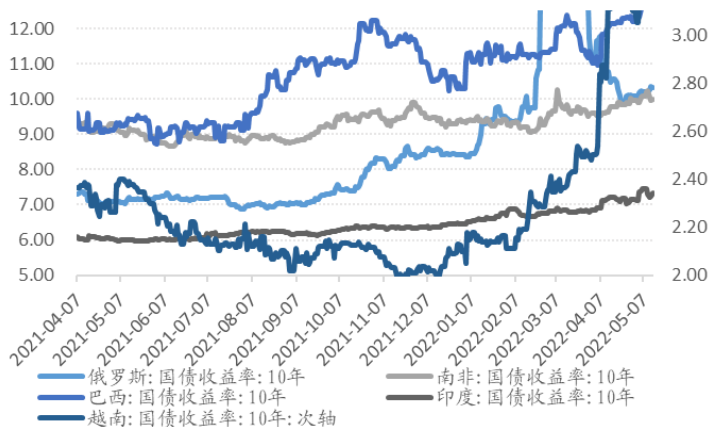
资料来源: Wind, 中原证券

图 52: 美国国债期限结构



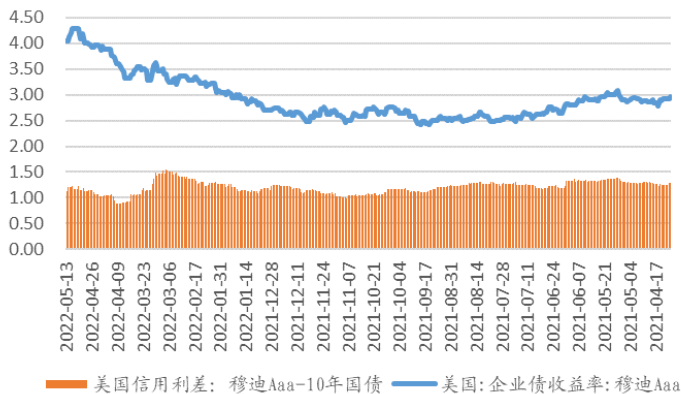
资料来源: Wind, 中原证券

图 53：主要发展中国家 10 年期国债收益率



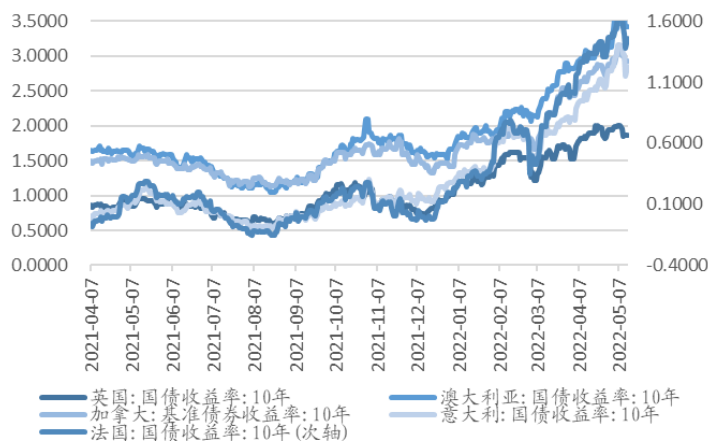
资料来源：Wind, 中原证券

图 55：美国投资级信用债信用利差



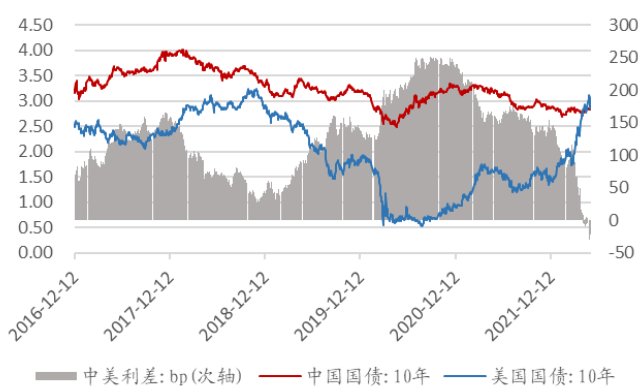
资料来源：Wind, 中原证券

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



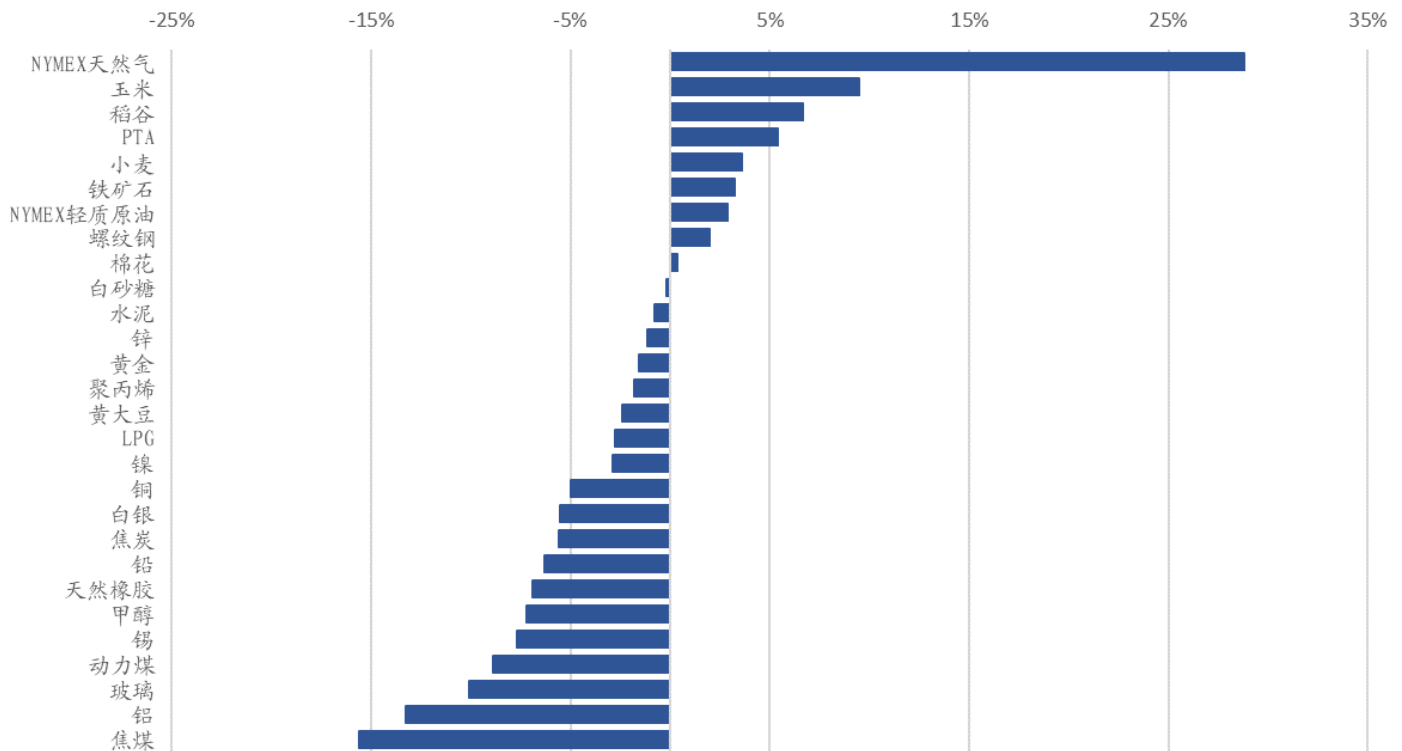
资料来源：Wind, 中原证券

4. 商品与外汇：商品需求下滑，人民币快速回落

商品价格 4 月表现分化，整体趋于回落。4 月大宗商品表现较强的仍主要是受俄乌地缘政治危机影响的能源和农产品品种，以天然气单月涨幅 28.78% 居首，玉米(9.46%)、稻谷(6.68%)、小麦(3.57%)等紧随其后。中国需求放缓，多数商品 4 月小幅回落，其中跌幅较大的为焦煤(-15.61%)、铝(-13.25%)、玻璃(-10.09%)等。商品价格连续上涨后趋于回落，本月我们维持推荐中低配商品。

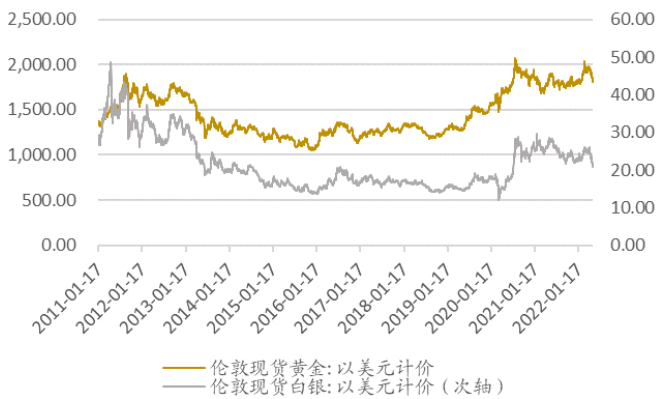
4 月美元在联储紧缩政策和美债利率上行驱动下快速走强，美元指数从 3 月末的 98.36 上升到 103.22。人民币兑美元急促调整，从 6.34 上行到 6.60 附近，调整速度较为超预期。人民币快速调整是近期国内疫情下经济回落，经常项目顺差预期明显走弱的结果。目前人民币兑美元汇率已进一步调整到 6.80 附近，从历史来看短期调整幅度已经偏大，未来可能双向波动为主。

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



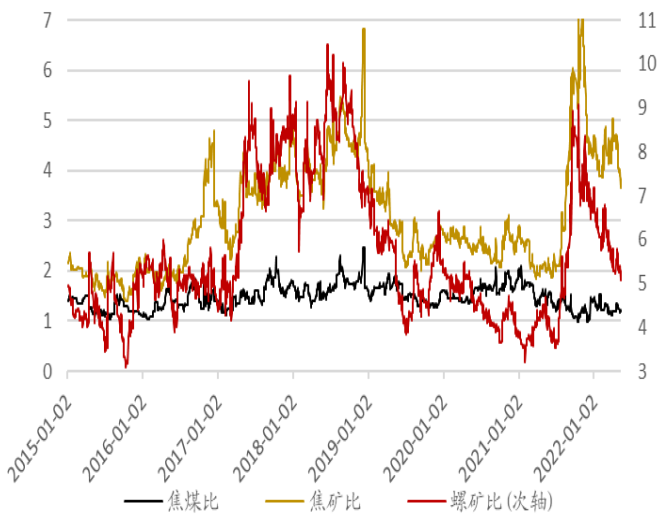
资料来源: Wind, 中原证券

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



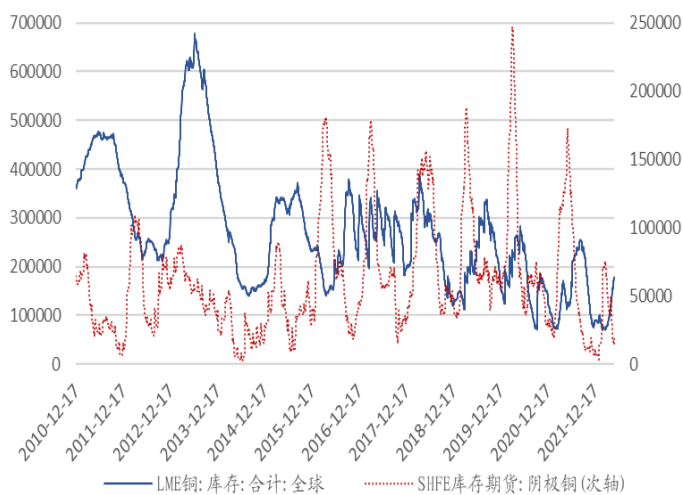
资料来源: Wind, 中原证券

图 64: LME 铜、镍、锡价格走势图



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 铜库存情况



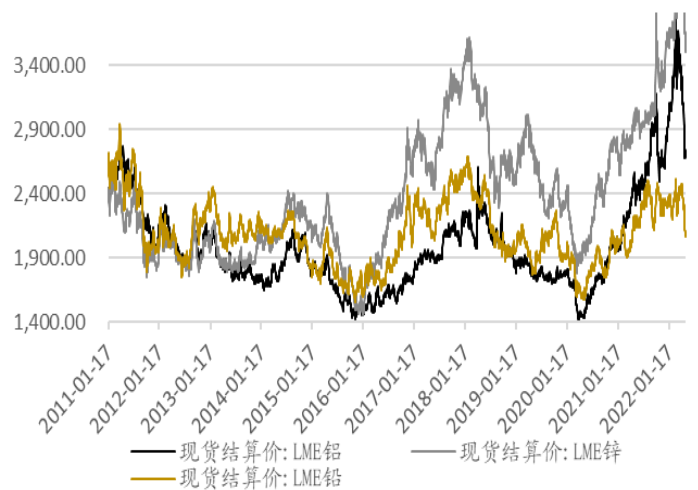
资料来源: Wind, 中原证券

图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势



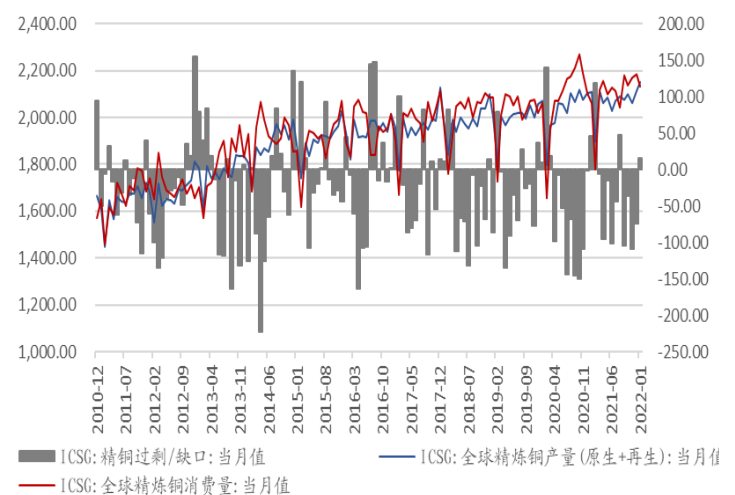
资料来源: Wind, 中原证券

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



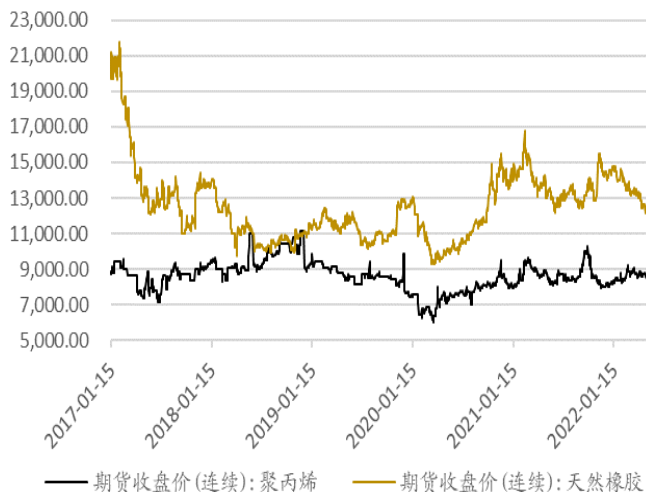
资料来源: Wind, 中原证券

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



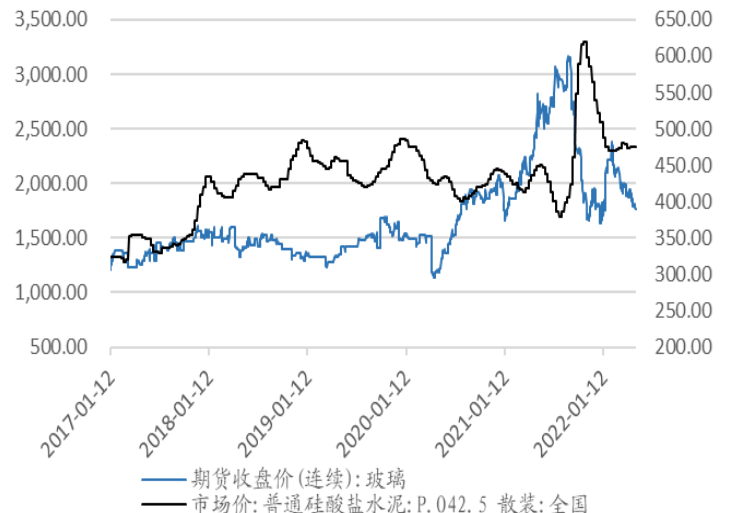
资料来源: Wind, 中原证券

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



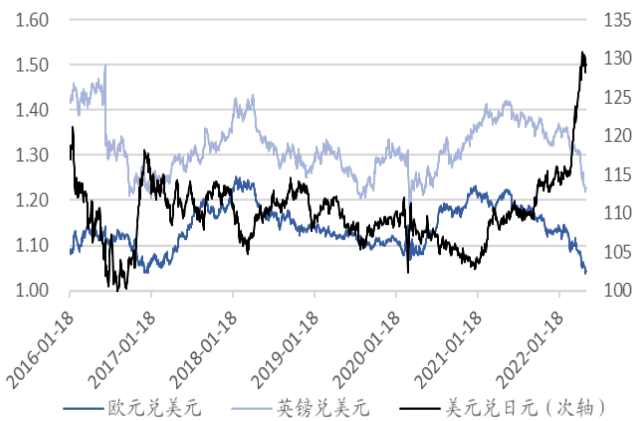
资料来源: Wind, 中原证券

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



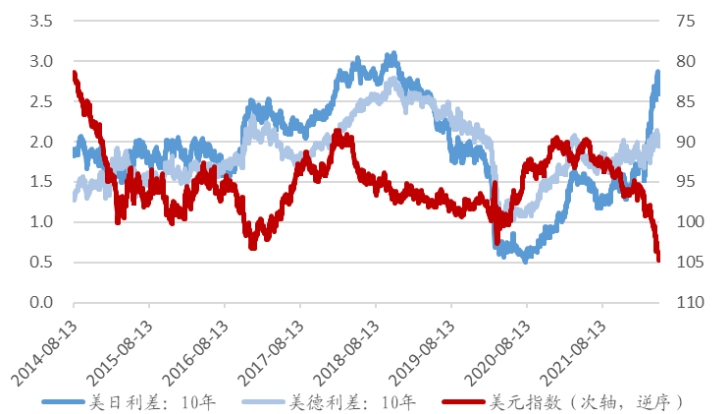
资料来源: Wind, 中原证券

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。