

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

美国就业市场仍强，国内地产交易降温

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年04月10日

相关报告

《总量周观点：生产端有所回落，需求呈现一定韧性》 2023-04-03

《总量周观点：联储加息落地，国内复苏温和》 2023-03-27

《总量周观点：消费结构性复苏，地产稳步回暖》 2023-03-20

联系人：马巍琦

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：

- **【宏观】宏观回顾：**美国3月季调后非农就业人口增加23.6万人，3月失业率录得3.5%，较上月的3.6%有所下滑，显示出劳动力供给依然较为紧俏，就业市场依然偏强，数据公布后，CME利率期货隐含联储5月加息预期上升至65.6%。国内方面，生产端由于仍在去库周期中，上游产能相有所下滑；沥青开工持续攀升，同时观察到近期国债净融资明显加快，财政与基金的推进或在逐步加速；中游汽车与涤纶长丝的开工均回归季节性水平；下游地产交易快速降温，二手房交易与商品房需求均下滑幅度较大；汽车消费则呈现出一定反弹迹象。**宏观展望：**整体上，尽管金融条件来看，由于美联储采取激进加息政策，美债利率倒挂程度已经达到近40年极值，深度负CARRY使得美国资管行业申赎压力增大，潜在的系统性风险仍在酝酿；但美国强劲的劳动力市场又为美国通胀压力的缓和注入不确定性。从CME利率期货来看，市场对于美联储5月加息的概率有所攀升，但整体的加息到降息的路径并未大幅改变，市场依然预计联储会在三季度末、四季度进入降息周期。国内方面，进入4月基建为代表的生产开工逐步加力，将会为经济复苏注入动能；但同时也注意到，地产需求下滑幅度较大，叠加外需复苏仍在放缓，预计进入二季度，经济仍将呈现脉冲式复苏的格局。
- **【股市】股市回顾：**上周，全球指数涨跌不一，道指上涨，纳指下跌。国内市场指数全部上涨，科创板一枝独秀，科创50涨幅超过7%，上证50涨幅较小。沪深两市日均成交额12,062亿元，较上周环比+20.1%，成交额大幅回升。上周，行业方面，22个行业上涨，8个行业下跌；电子、通信、计算机、房地产、传媒等表现较好；汽车、煤炭、食品饮料、新能源等表现较差。概念方面，光模块、存储器、中芯国际产业链等表现较好；一体化压铸、高低压设备、光伏逆变器等表现较差。**股市展望：**国内需求呈现稳步复苏态势，地产销售持续复苏，房价呈现趋稳态势。国内市场在科技股带动下，持续放量上攻，成交量连续4日过万亿，上证综指站上3300点。政策继续引导预期，中国结算调降股票类业务最低结算备付金缴纳比例工作，最低备付缴纳比例由16%平均降至15%左右，预计将为券商释放上百亿资金，实现券商定向“降准”效果。预计市场继续呈现结构性偏强行情，建议仓位维持8成以上，短期关注芯片、计算机、创新药、养殖等板块。
- **【债市】债市回顾：**上周债市窄幅波动，周五受到存款自律机制调降部分存款利率新闻影响，收益率有所下行。国债收益率曲线整体略微牛陡，国开债收益率曲线涨跌互现。跨季平稳且跨季后资金价格便宜，在极低波动率下市场套息交易盛行，银行间市场存量回购

规模上升到 10.8 万亿元, 杠杆率有所上行。高频方面本周整体偏弱: 地产销售 (3 月底以来网签) 有一定超季节性走弱, 汽车销售反弹。清明假期出行消费有所回升但幅度不强于历史同期, 制造业开工、建筑业开工都是边际回落为主。交易结构方面, 基金公司加杠杆和拉久期, 组合摆布总体偏向哑铃形, 偏好 1-3 年和 7-10 年品种。农商行大幅买入存单, 中小幅度加仓利率债, 以 3-5 年为主。理财变化不大, 跨季前后存量略微下降但募集已在回暖。证券公司卖出 (主要是存单, 其次为中短端, 1-3 年和 3-5 年各 120-130e)。跨季后债券借贷回升到千亿上方。**债市展望:** 债市维持震荡僵持格局, 基本面有所转弱, 交易情绪也随之相对更偏乐观一些, 短期依旧难有趋势性行情。我们维持中性观点。但临近缴税大月税期, 市场杠杆规模若过度抬升、交易情绪走向过热, 后续可能有资金面波动和小幅调整风险。

● **资产配置: 股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits 20%。**

风险提示: 政策、经济数据预测不及预期, 突发风险事件等; 大类资产配置模拟组合仅用于回测, 过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：美国就业市场仍强，国内地产交易降温	4
2. 股票：科技股持续强势，市场放量上攻	5
3. 债券：债市套息交易盛行	6
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%	8
5. 风险提示	8

图表目录

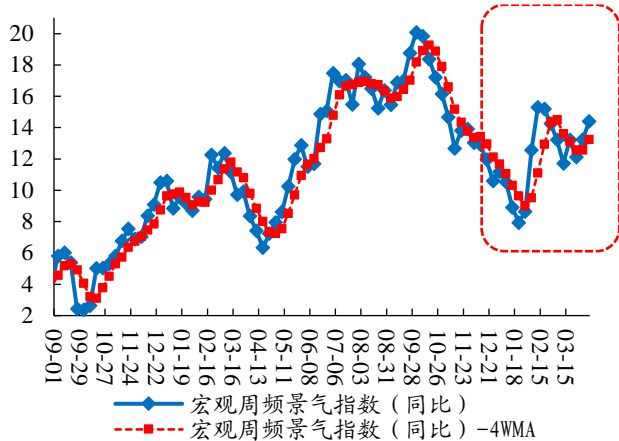
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	4
图 2：全球主要指数涨跌幅(%)	5
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	5
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	6
图 8：国债收益率曲线小幅下行	6
图 9：国开债收益率曲线涨跌互现	6
图 10：同业存单利率震荡	7
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	8
表 1：本期大类资产配置比例	8

1. 宏观：美国就业市场仍强，国内地产交易降温

宏观回顾：美国3月季调后非农就业人口增加23.6万人，3月失业率录得3.5%，较上月的3.6%有所下滑，显示出劳动力供给依然较为紧俏，就业市场依然偏强，数据公布后，CME利率期货隐含联储5月加息预期上升至65.6%。国内方面，生产端由于仍在去库周期中，上游产能相有所下滑；沥青开工持续攀升，同时观察到近期国债净融资明显加快，财政与基金的推进或在逐步加速；中游汽车与涤纶长丝的开工均回归季节性水平；下游地产交易快速降温，二手房交易与商品房需求均下滑幅度较大；汽车消费则呈现出一定反弹迹象。

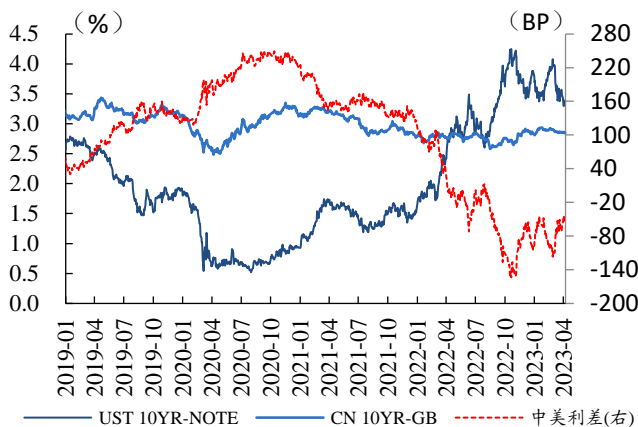
宏观展望：整体上，尽管金融条件来看，由于美联储采取激进加息政策，美债利率倒挂程度已经达到近40年极值，深度负CARRY使得美国资管行业申赎压力增大，潜在的系统性风险仍在酝酿；但美国强劲的劳动力市场又为美国通胀压力的缓和注入不确定性。从CME利率期货来看，市场对于美联储5月加息的概率有所攀升，但整体的加息到降息的路径并未大幅改变，市场依然预计联储会在三季度末、四季度进入降息周期。国内方面，进入4月基建为代表的生产开工逐步加力，将会为经济复苏注入动能；但同时也注意到，地产需求下滑幅度较大，叠加外需复苏仍在放缓，预计进入二季度，经济仍将呈现脉冲式复苏的格局。

图1：我国近期高频景气指数同比增速与4周均值



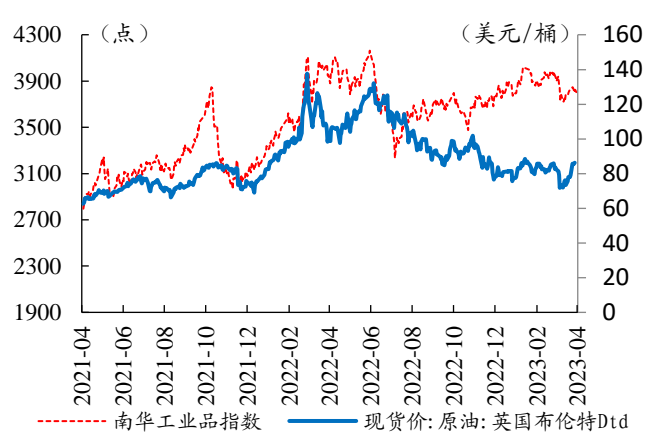
资料来源：Wind，中原证券

图3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：科技股持续强势，市场放量上攻

股市回顾：上周，全球指数涨跌不一，道指上涨，纳指下跌。国内市场指数全部上涨，科创板一枝独秀，科创 50 涨幅超过 7%，上证 50 涨幅较小。沪深两市日均成交额 12,062 亿元，较上周环比+20.1%，成交额大幅回升。上周，行业方面，22 个行业上涨，8 个行业下跌；电子、通信、计算机、房地产、传媒等表现较好；汽车、煤炭、食品饮料、新能源等表现较差。概念方面，光模块、存储器、中芯国际产业链等表现较好；一体化压铸、高低压设备、光伏逆变器表现较差。

股市展望：国内需求呈现稳步复苏态势，地产销售持续复苏，房价呈现趋稳态势。国内市场在科技股带动下，持续放量上攻，成交量连续 4 日过万亿，上证综指站上 3300 点。政策继续引导预期，中国结算调降股票类业务最低结算备付金缴纳比例工作，最低备付缴纳比例由 16% 平均降至 15% 左右，预计将为券商释放上百亿资金，实现券商定向“降准”效果。预计市场继续呈现结构性偏强行情，建议仓位维持 8 成以上，短期关注芯片、计算机、创新药、养殖等板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2023/4/7	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	0.63	0.63	1.02	-8.78
纳斯达克指数	-1.10	-1.10	15.49	-33.10
标普500	-0.10	-0.10	6.92	-19.44
英国富时100	1.44	1.44	3.89	0.91
法国CAC40	0.03	0.03	13.15	-9.50
德国DAX	-0.20	-0.20	12.02	-12.35
日经225	-1.87	-1.87	5.46	-9.37
韩国综合指数	0.55	0.55	11.36	-24.89
恒生指数	-0.34	-0.34	2.78	-15.46
澳洲标普200	0.51	0.51	2.18	-5.20
印度SENSEX30	1.50	1.50	-1.66	4.44
俄罗斯RTS	0.00	0.00	0.00	-39.18
巴西指数	-1.04	-1.04	-8.12	4.69
上证指数	1.67	1.67	7.72	-15.13
深证成指	2.06	2.06	8.64	-25.85
台湾加权指数	-0.20	-0.20	12.02	-22.40

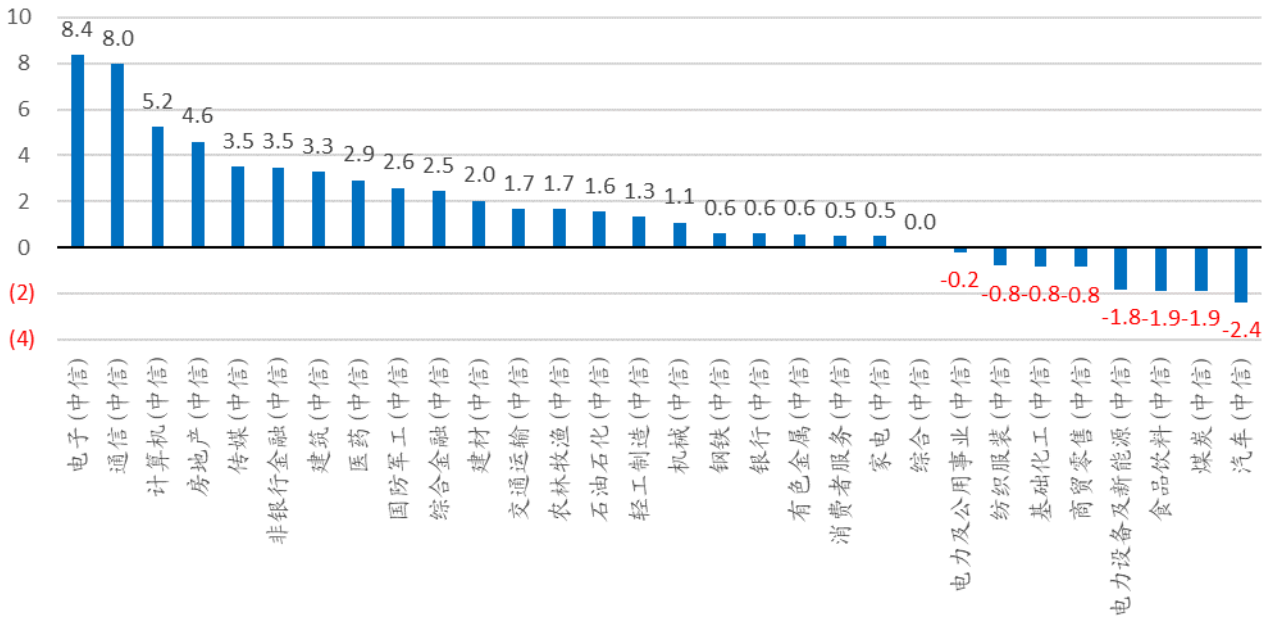
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2023/4/7	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	1.67	1.67	7.72	-15.13
深证成指	2.06	2.06	8.64	-25.85
创业板指	1.98	1.98	4.27	-29.37
沪深300	1.79	1.79	6.50	-21.63
上证50	0.86	0.86	1.88	-19.52
中证500	1.97	1.97	10.23	-20.31
科创50	7.35	7.35	20.95	-31.35
创业板50	1.14	1.14	0.52	-29.83
万得全A	1.82	1.82	8.41	-18.66
中小板指	2.11	2.11	8.12	-26.49
上证180	1.69	1.69	5.20	-18.77
上证380	1.78	1.78	8.29	-17.46
上证100	1.67	1.67	6.63	-22.07
中证500	1.97	1.97	10.23	-20.31
中证800	1.83	1.83	7.45	-21.32
	2.43	2.43	12.12	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)

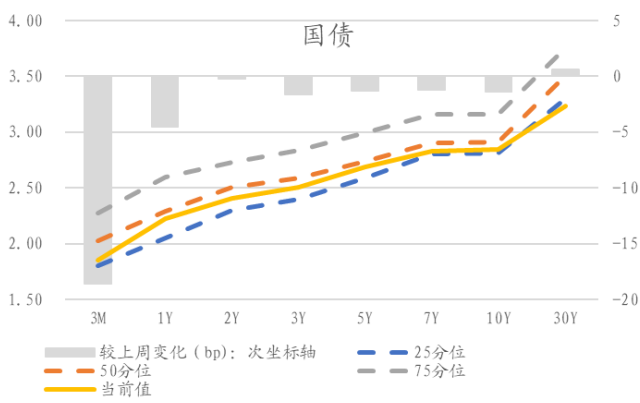


资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：债市套息交易盛行

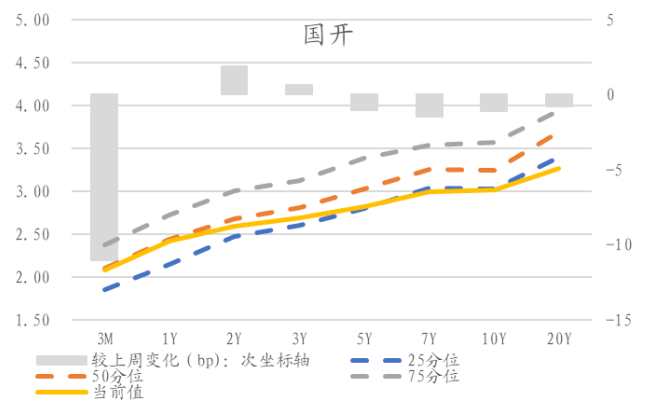
债市回顾：上周债市窄幅波动，周五受到存款自律机制调降部分存款利率新闻影响，收益率有所下行。国债收益率曲线整体略微牛陡，国开债收益率曲线涨跌互现。跨季平稳且跨季后资金价格便宜，在极低波动率下市场套息交易盛行，银行间市场存量回购规模上升到 10.8 万亿元，杠杆率有所上行。高频方面本周整体偏弱：地产销售（3 月底以来网签）有一定超季节性走弱，汽车销售反弹。清明假期出行消费有所回升但幅度不强于历史同期，制造业开工、建筑业开工都是边际回落为主。交易结构方面，基金公司加杠杆和拉久期，组合摆布总体偏向哑铃形，偏好 1-3 年和 7-10 年品种。农商行大幅买入存单，中小幅度加仓利率债，以 3-5 年为主。理财变化不大，跨季前后存量略微下降但募集已在回暖。证券公司卖出（主要是存单，其次为中短端，1-3 年和 3-5 年各 120-130e）。跨季后债券借贷回升到千亿上方。

图 8：国债收益率曲线小幅下行



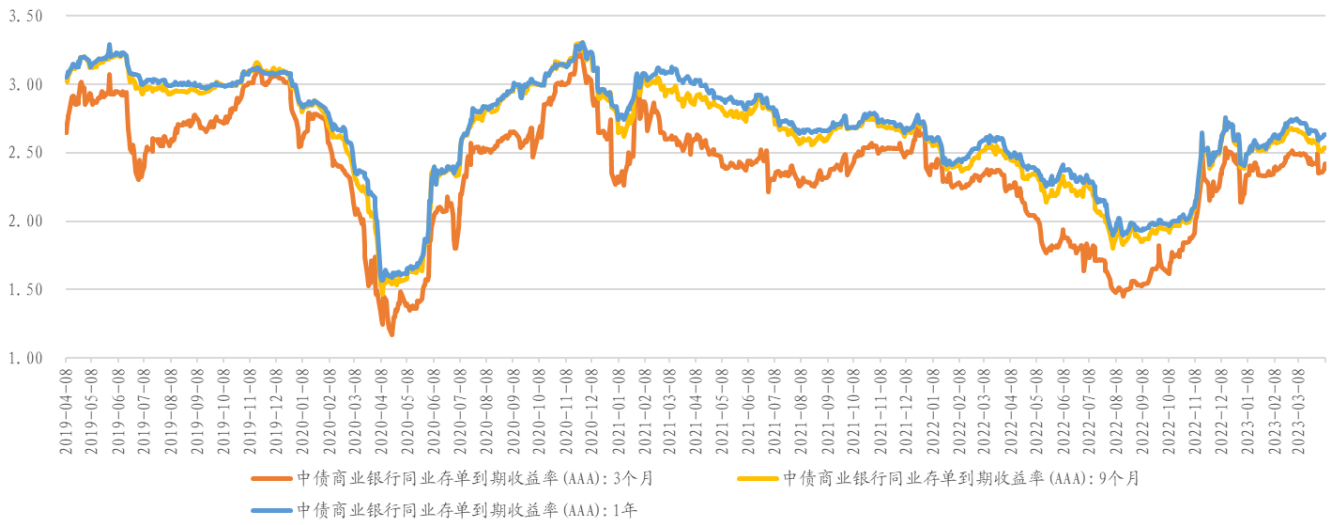
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线涨跌互现



资料来源：Wind，中原证券

图 10: 同业存单利率震荡



资料来源: Wind, 中原证券

债市展望: 债市维持震荡僵持格局, 基本面有所转弱, 交易情绪也随之相对更乐观一些, 短期依旧难有趋势性行情。我们维持中性观点。但临近缴税大月税期, 市场杠杆规模若过度抬升、交易情绪走向过热, 后续可能有资金面波动和小幅调整风险。

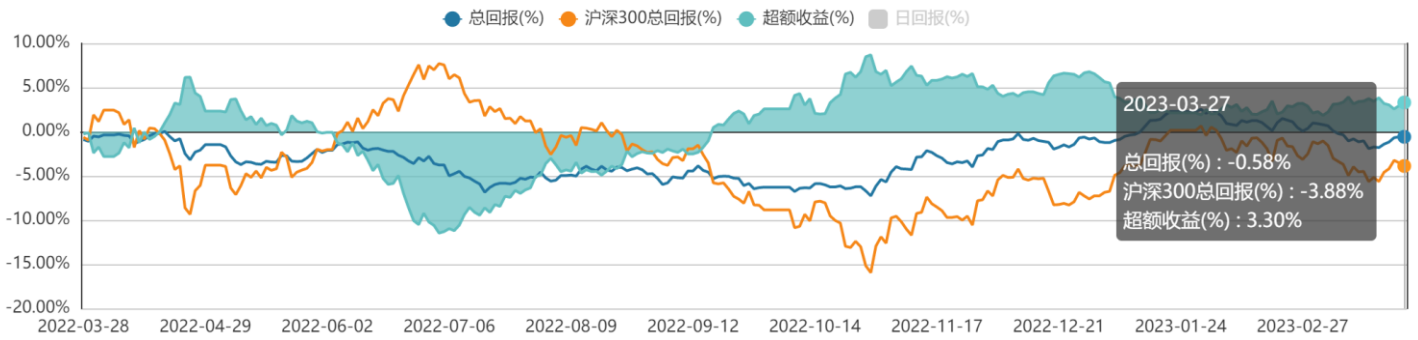
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	40%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	20%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	20%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	20%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

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。