

# 创新叙事挑战衰退预期

证券研究报告

2024年03月12日

## 海外与大类周报

作者

吴开达 分析师

SAC 执业证书编号:

S1110524030001

wukaida@tfzq.com

### 相关报告

1 《投资策略：估值仍低位-估值

2024-03-11

2 《投资策略：“春季喘息”第三

回归基本面-A股策略周

2024-03-10

3 《投资策略：两会线索与日历

股策略周报》2024-03-03

### 港股市场:

1) **恒指延续震荡整理**。在政策预期兑现以及前期积累可观的涨幅后出现一定调整。3月4日至8日，风格层面，恒生高股息、中国央企与小盘因子均录得正收益，恒生科技回调显著达2.94%；行业方面，上游周期表现亮眼，原材料与能源板块分别上涨8.98%与5.40%，医疗保健与可选消费行业跌幅居首，分别下跌3.33%与3.60%；

2) **预期交易结束后，市场会围绕托而不举的政策基调，对风险出清以及产业升级两个方向进行政策落地观察**。政府工作报告设定全年5%GDP增长目标、赤字率拟3%，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元，政策托底力度较为温和，并未超出市场预期。后续关注点上，一方面针对房地产与地方政府的纾困措施仍是市场关切，若相关领域的局部风险得到有效遏制，经济有望重新回到正轨，扭转PMI与企业盈利低位震荡或偏弱的态势；另一方面，新质生产力主题下开展的“产业升级”与“发展支撑”将是2024年的两大投资主线，数字经济、科技制造景气仍在，等待后续产业具体政策落地为市场提供更多线索；

3) **配置方面，在政策预期躁动结束以及港元贬值压力尚未缓解的背景下，建议仍以波动率策略为主**。短期内股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也能在该环境中提供可观的相对收益；中长期而言，以半导体、互联网为代表的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

### 美股市场:

1) **本周美股先扬后抑，主要指数略有收跌**。Claude 3大模型推出以及鲍威尔释放鸽派信号提振市场情绪，而随后2月季调失业率意外升至两年新高3.9%以及美股前期涨幅较大的背景下，科技板块遭遇回调。3月4日至8日，风格层面，以罗素2000为代表的小盘指数占优，标普500纯价值、罗素3000价值等价值指数占优；行业层面，公用事业(+3.19%)、原材料(+1.58%)、房地产(+1.46%)等板块涨幅居前，可选消费(-2.59%)、信息技术(-1.08%)、通信服务(-0.65%)等行业领跌市场；

2) **部分2月经济数据边际走弱引发衰退预期，但科技创新有望使美国经济保持韧性**。2月ADP就业人数、服务业PMI不及预期，失业率升至3.9%创两年来新高，十年期美债收益率从3月4日4.22%回落至3月8日4.09%，反映市场衰退预期上升。尽管就业数据出现一定摇摆，但整体认为美国经济将在科技创新的加持下维持韧性。短期来看，费城半导体指数同比变化较制造业PMI有6个月领先性，伴随全球半导体销售回升以及AI龙头的技术进步，PMI指标或将企稳回升；长期来看，美国劳动生产率于2014年触底，尽管在2021至2022年间由于疫情影响而快速回落，但在于2022年中至今延续着上行趋势，劳动生产率连续回升区间内美国经济鲜有衰退状态；

3) **短期美股或存在技术回调风险**。当前美股处于高离散、低相关状态，表明过多的涨幅累积在特定的板块中，此外市场宽度指标、VIX指数、美股主动投资仓位指数也纷纷指向市场或存在过热风险；

4) **配置层面，在科技革命尚在验证期、美联储年内降息以及美国经济软着陆的基准假设情形下，建议三条配置主线**。一是海外大模型迭代加速对科技硬件形成强烈需求；二是利率敏感型板块有望从降息周期中受益，如医疗保健；三是尽管短期经济数据有所摇摆，但美国经济仍保持韧性，能源、原材料等顺周期板块具备一定配置性价比区间。

**风险提示：**海外二次通胀压力；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

## 内容目录

1. 权益市场回顾 .....	4
1.1. 港股市场 .....	4
1.2. 美股市场 .....	5
2. 大类资产回顾 .....	7
2.1. 股票市场 .....	7
2.2. 债券市场 .....	8
2.3. 外汇市场 .....	9
2.4. 大宗商品 .....	9
3. 全球宏观经济回顾 .....	10
4. 主要经济体重要数据与事件日历 .....	11
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 港股主要风格指数涨跌幅(3.4-3.8) .....	4
图 2: 恒生综合行业指数涨跌幅(3.4-3.8) .....	4
图 3: 恒指与制造业 PMI(12MA)高度相关 .....	4
图 4: 恒指与其盈利增速高度相关 .....	4
图 5: 美股主要风格指数涨跌幅(3.4-3.8) .....	5
图 6: 标普 500 一级行业指数涨跌幅(3.4-3.8) .....	5
图 7: 费城半导体指数同比领先制造业 PMI 约 6 个月 .....	6
图 8: 美国劳动生产率延续上行趋势 .....	6
图 9: 标普 500 处于高离散与低相关状态 .....	6
图 10: 标普 500 宽度指标回升至高位 .....	6
图 11: 近期 VIX 逐渐上行 .....	6
图 12: 美股主动投资仓位指数接近前期高点 .....	6
图 13: 全球股票市场指数涨跌幅(3.4-3.8) .....	7
图 14: 恒生风格指数估值与历史分位 .....	7
图 15: 恒生行业指数估值与历史分位 .....	7
图 16: 港股通单周净买入规模(3.4-3.8) .....	7
图 17: 恒生行业指数单周港股通净流入(3.4-3.8) .....	7
图 18: 中国公开市场操作货币净投放 .....	8
图 19: 7 天资金拆借利率 .....	8
图 20: 十年国债与国开债到期收益率 .....	8
图 21: 中美长债利差 .....	8
图 22: 中国信用利差与期限利差 .....	8
图 23: 美国信用利差与期限利差 .....	8
图 24: 美元指数 .....	9
图 25: 人民币汇率 .....	9

图 26: 欧元兑美元与英镑兑美元 .....	9
图 27: 港元汇率与美港利差 .....	9
图 28: 全球主要大宗商品涨跌幅(3.4-3.8) .....	9
图 29: 布伦特与 WTI 原油价格 .....	10
图 30: 美国 API 原油库存 .....	10
图 31: 伦敦金与沪金 .....	10
图 32: LME 铜价 .....	10
图 33: 美国制造业与非制造业 PMI .....	10
图 34: 美国季调失业率 .....	10
图 35: 美国新增非农就业人数 .....	11
图 36: 美国实际 GDP 同比与周度经济景气指标 .....	11
图 37: 欧元区制造业与服务业 PMI .....	11
图 38: 日本制造业与服务业 PMI .....	11
图 39: 下周重点数据与事件 .....	11

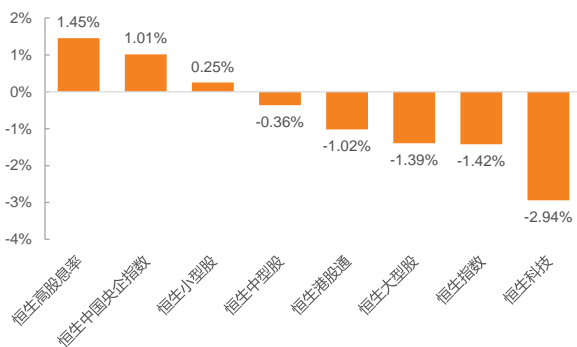
## 1. 权益市场回顾

### 1.1. 港股市场

**本周恒指延续震荡整理。**3月4日全国两会在京召开，政府工作报告设定全年5%GDP增长目标、赤字率拟3%，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元。整体判断政策托底力度较为温和，并未超出市场预期，恒指也在政策预期兑现以及前期积累可观的涨幅后出现一定调整迹象。

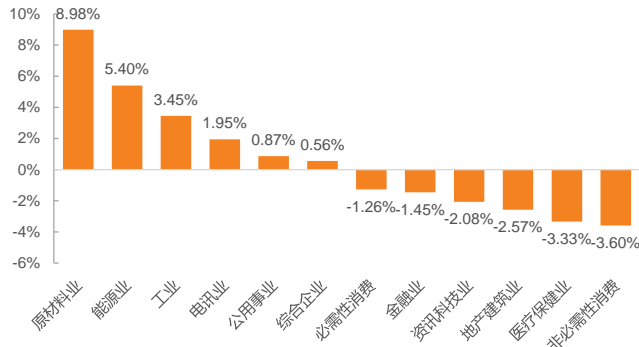
3月4日至8日，风格层面，恒生高股息、中国央企与小盘因子均录得正收益，恒生科技回调显著达2.94%；行业方面，上游周期表现亮眼，原材料与能源板块分别上涨8.98%与5.40%，医疗保健与可选消费行业跌幅居首，分别下跌3.33%与3.60%。

图 1：港股主要风格指数涨跌幅(3.4-3.8)



资料来源：Wind，天风证券研究所

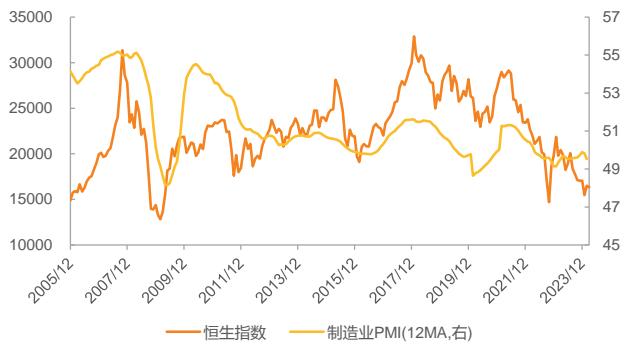
图 2：恒生综合行业指数涨跌幅(3.4-3.8)



资料来源：Wind，天风证券研究所

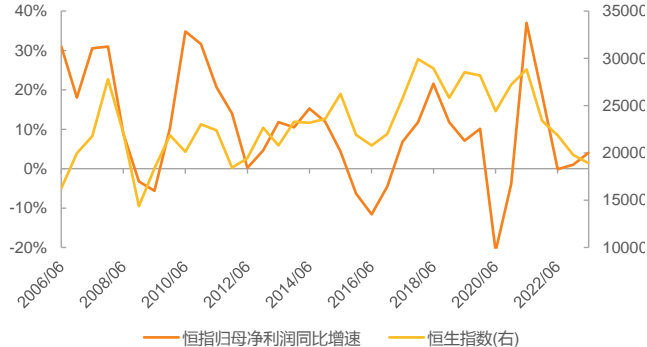
预期交易结束后，市场会围绕托而不举的政策基调，对风险出清以及产业升级两个方向进行政策落地观察。一方面，针对房地产与地方政府的纾困措施仍是市场关切，周末记者会上住建部部长表示“对于严重资不抵债、失去经营能力的房企，要按照法治化、市场化原则，该破产破产、该重组重组”“将聚焦稳市场、防风险、促转型这三方面开展工作”，若相关领域的局部风险得到有效遏制，经济有望重新回到正轨，扭转PMI与企业盈利低位震荡或偏弱的态势，届时港股底部或得到夯实；另一方面，我们在报告《新质生产力居首（20240306）》中判断，围绕新质生产力开展的“产业升级”与“发展支撑”将是2024年的两大投资主线，数字经济、科技制造景气仍在，等待后续产业具体政策落地为市场提供更多线索。

图 3：恒指与制造业 PMI(12MA)高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：恒指与其盈利增速高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

配置方面，在政策预期躁动结束以及港元贬值压力尚未缓解的背景下，建议仍以波动率策略为主。短期内股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也能在该环境中提供可观的相对收益；中长期而言，以半导体、互联网为代表

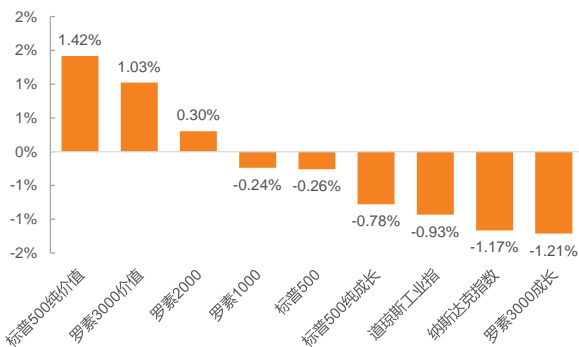
的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

## 1.2. 美股市场

本周美股先扬后抑，主要指数略有收跌。继 2 月 Sora 与 Gemma 等大模型发布之后，3 月 4 日 Anthropic 推出新一代 AI 大模型 Claude 3，其中能力最强的 Opus 模块在数学、编程、多语言理解等多维度得分上均超过 GPT-4 和 Gemini 1.0 Ultra，进一步点燃投资者对人工智能市场的预期。周中美联储主席鲍威尔出席国会作证时重申降息预期，强调“美联储距离有信心降息已不远，很清楚降息太迟的风险，若通胀走势符合预期，今年可以且将会开始降息；利率有很强限制性，还远未到中性”，讲话期间美股、黄金等涨幅扩大，标普 500 与纳指均创历史新高。3 月 8 日在 2 月失业率意外升至两年新高 3.9%以及美股前期涨幅较大的背景下，科技板块遭遇回调。

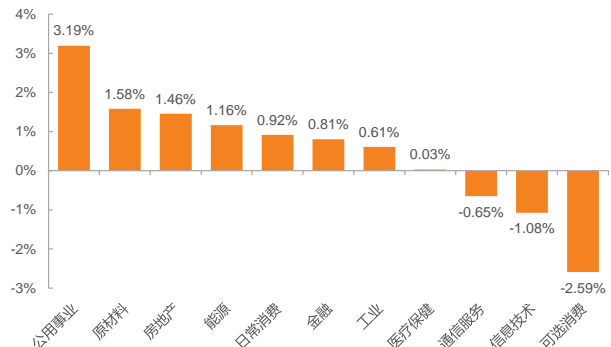
3 月 4 日至 8 日，风格层面，以罗素 2000 为代表的小盘指数占优，标普 500 纯价值、罗素 3000 价值等价值指数占优；行业层面，公用事业(+3.19%)、原材料(+1.58%)、房地产(+1.46%)等板块涨幅居前，可选消费(-2.59%)、信息技术(-1.08%)、通信服务(-0.65%)等行业领跌市场。

图 5：美股主要风格指数涨跌幅(3.4-3.8)



资料来源：Wind，天风证券研究所

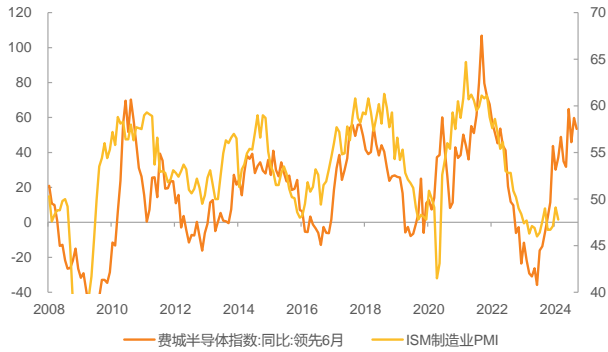
图 6：标普 500 一级行业指数涨跌幅(3.4-3.8)



资料来源：Wind，天风证券研究所

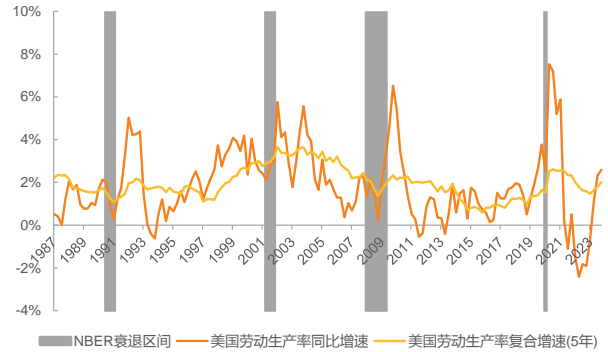
部分 2 月经济数据边际走弱引发衰退预期，但科技创新有望使美国经济保持韧性。从基本层面看，1) 2 月 ADP 就业人数增加 14 万人，预期 15 万人；2) 2 月 ISM 非制造业指数 52.6，预期 53；3) 2 月失业率升至 3.9%创两年来新高，高于预期 3.7%。数据依次公布后，十年期美债收益率连续回落，从 3 月 4 日 4.22%交易至 3 月 8 日 4.09%，反映市场衰退预期上升。尽管就业数据出现摇摆，但整体认为美国经济将在科技创新的加持下维持韧性。短期来看，费城半导体指数同比变化较制造业 PMI 具有较强的指引意义，约有 6 个月的领先性，伴随全球半导体销售回升以及 AI 龙头的技术进步，PMI 指标或将企稳回升；长期来看，美国劳动生产率于 2014 年触底，尽管在 2021 至 2022 年间由于疫情影响而快速回落，但在于 2022 年中至今延续着上行趋势，劳动生产率连续回升区间内美国经济鲜有衰退状态。

图 7：费城半导体指数同比领先制造业 PMI 约 6 个月



资料来源：Wind，天风证券研究所

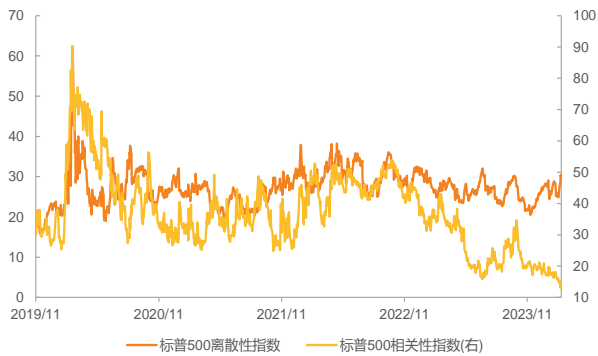
图 8：美国劳动生产率延续上行趋势



资料来源：美国劳工部，天风证券研究所

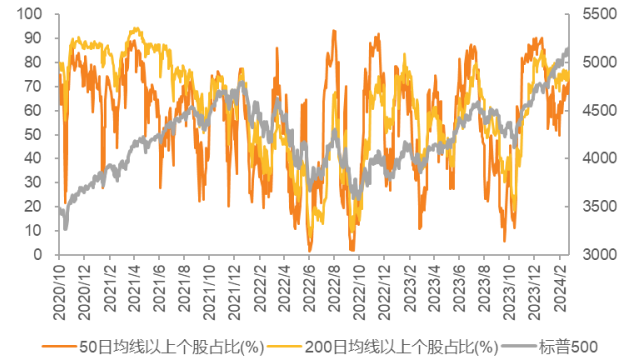
**短期美股或存在技术回调风险。**离散性刻画个股相对指数的回报差异，相关性表征个股之间运动方向的相关程度，观察到当前美股市场呈现高离散、低相关状态，即个别成分股的波动率高于整体、运动方向各有不同，表明过多的涨幅累积在特定的板块中，可以印证的是年初以来美股信息技术与通信服务板块均录得 10% 以上收益，而日常&可选消费、能源、公用事业等行业涨幅均不足 5%。尽管基于科技叙事的交易逻辑仍然存在合理性，但短期内市场宽度指标、VIX 指数、美股主动投资仓位指数也纷纷指向市场或存在过热风险。

图 9：标普 500 处于高离散与低相关状态



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 10：标普 500 宽度指标回升至高位



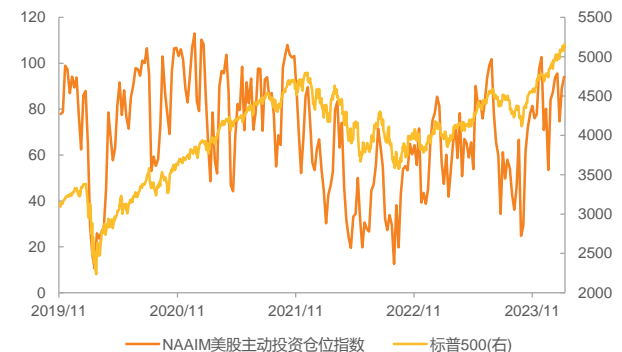
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 11：近期 VIX 逐渐上行



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 12：美股主动投资仓位指数接近前期高点



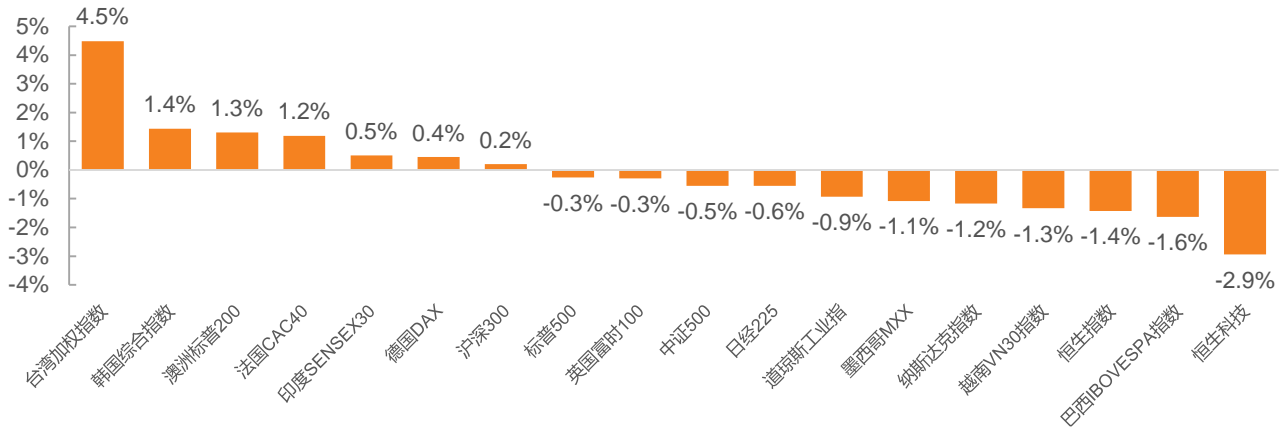
资料来源：NAAIM，天风证券研究所

配置层面，在科技革命尚在验证期、美联储年内降息以及美国经济软着陆的基准假设情形下，建议三条配置主线。一是海外大模型迭代加速对科技硬件形成强烈需求；二是利率敏感型板块有望从降息周期中受益，如医疗保健；三是尽管短期经济数据有所摇摆，但美国经济仍保持韧性，能源、原材料等顺周期板块具备一定配置性价比区间。

## 2. 大类资产回顾

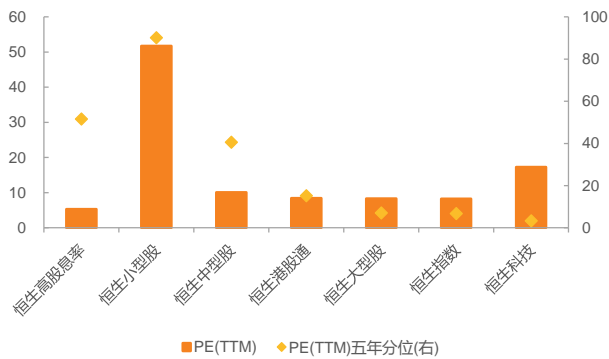
### 2.1. 股票市场

图 13: 全球股票市场指数涨跌幅(3.4-3.8)



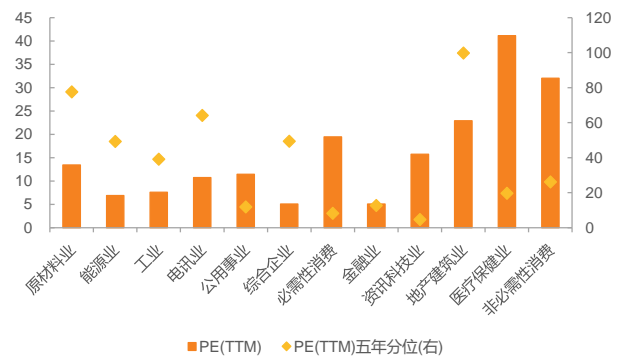
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 恒生风格指数估值与历史分位



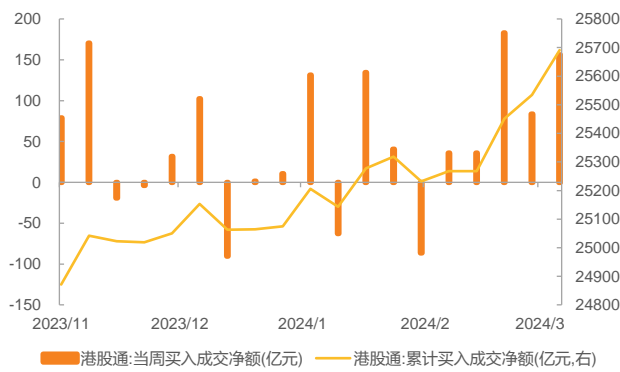
资料来源: Wind, 天风证券研究所(截止 3.8 日)

图 15: 恒生行业指数估值与历史分位



资料来源: Wind, 天风证券研究所(截止 3.8 日)

图 16: 港股通单周净买入规模(3.4-3.8)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

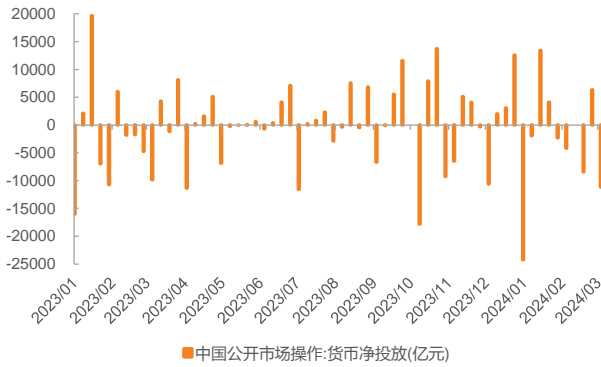
图 17: 恒生行业指数单周港股通净流入(3.4-3.8)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

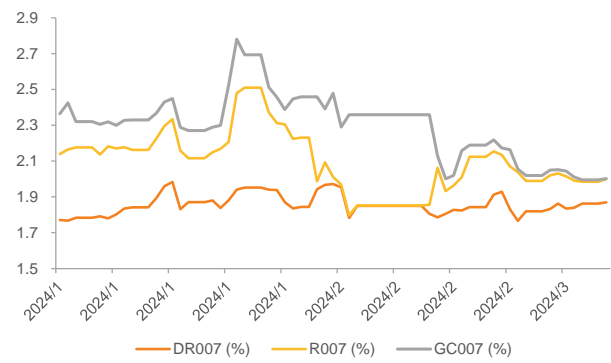
## 2.2. 债券市场

图 18：中国公开市场操作货币净投放



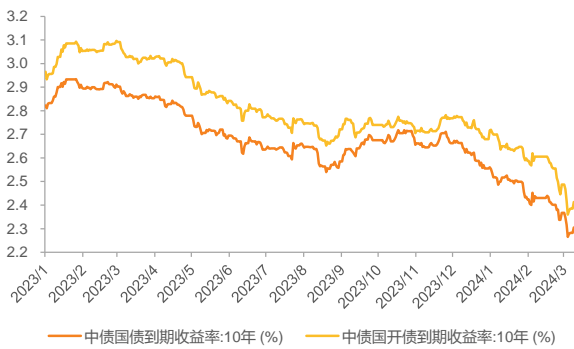
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：7 天资金拆借利率



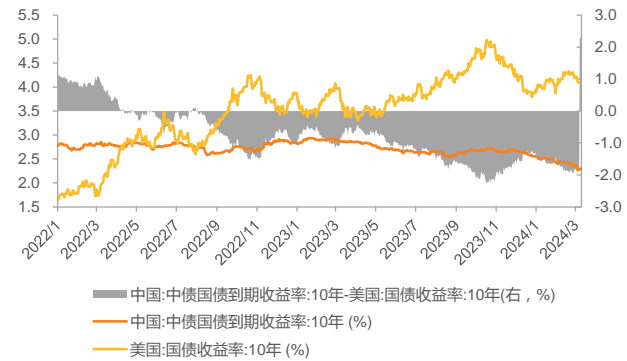
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：十年国债与国开债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：中美长债利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：中国信用利差与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：美国信用利差与期限利差

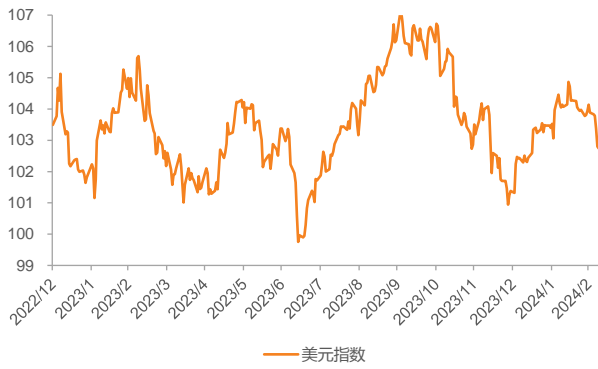


资料来源：Fred，天风证券研究所



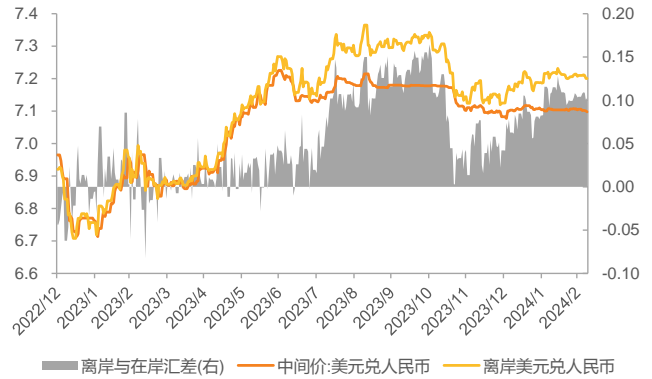
### 2.3. 外汇市场

图 24: 美元指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 人民币汇率



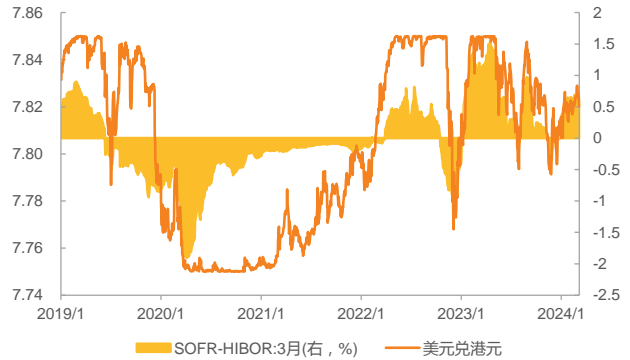
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: 欧元兑美元与英镑兑美元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

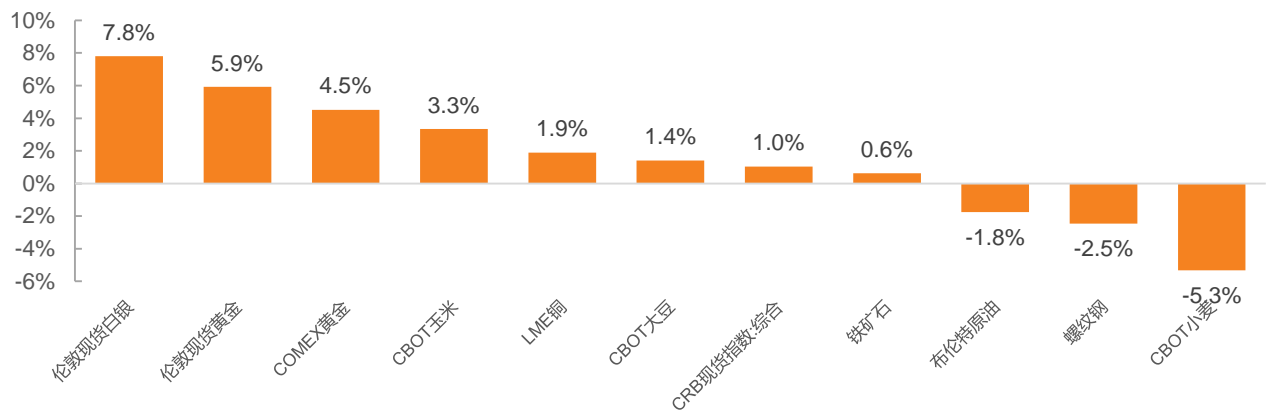
图 27: 港元汇率与美港利差



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

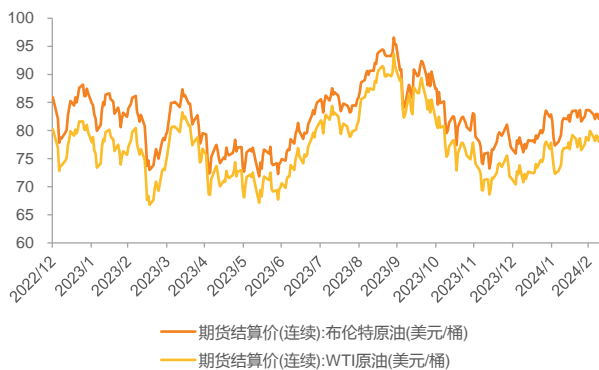
### 2.4. 大宗商品

图 28: 全球主要大宗商品涨跌幅(3.4-3.8)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 布伦特与 WTI 原油价格



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 美国 API 原油库存



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 伦敦金与沪金



资料来源: Wind, 天风证券研究所

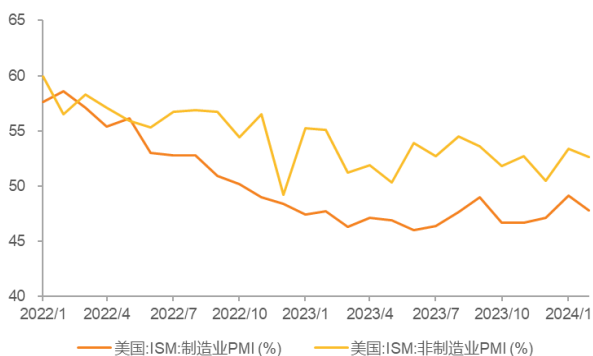
图 32: LME 铜价



资料来源: Wind, 天风证券研究所

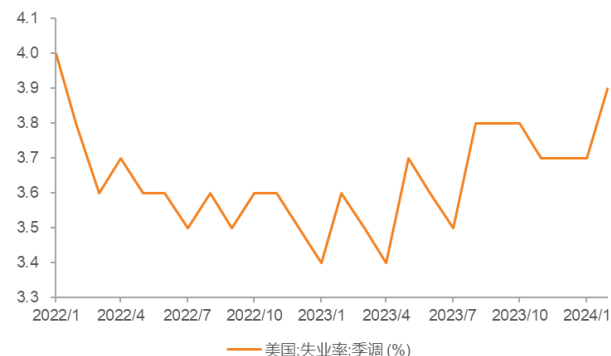
### 3. 全球宏观经济回顾

图 33: 美国制造业与非制造业 PMI



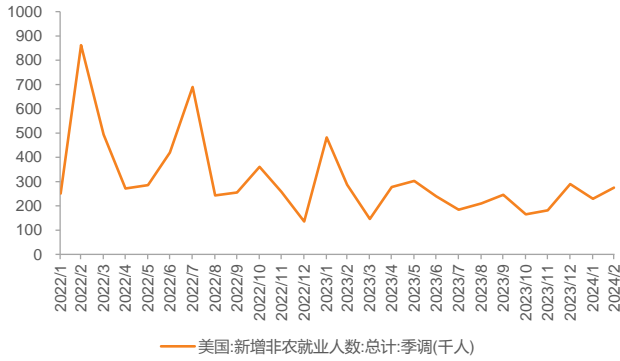
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 美国季调失业率



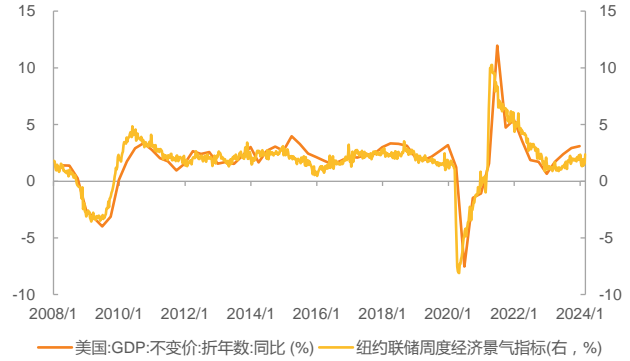
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35：美国新增非农就业人数



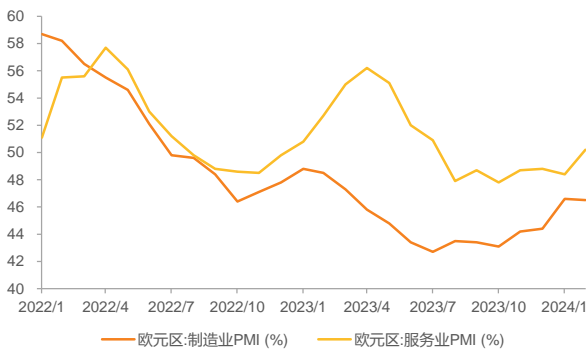
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：美国实际 GDP 同比与周度经济景气指标



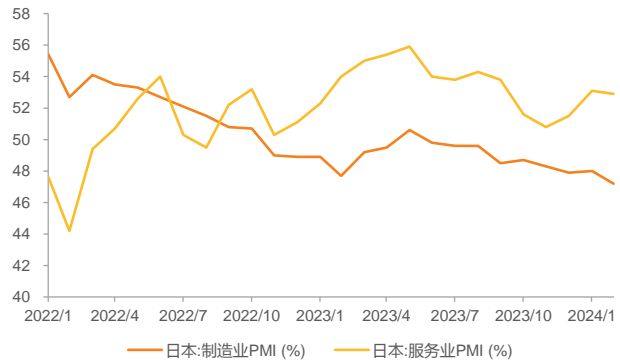
资料来源：纽约联储，Wind，天风证券研究所

图 37：欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：日本制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 主要经济体重要数据与事件日历

图 39：下周重点数据与事件

下周重点数据与事件					
	2024/3/11	2024/3/12	2024/3/13	2024/3/14	2024/3/15
	周一	周二	周三	周四	周五
中国		2 月社会融资规模			
美国	2 月纽约联储 1 年通胀预期	2 月 NFIB 小型企业信心指数； 2 月 CPI、核心 CPI	10 年期国债竞拍利率； 当周 API/EIA 原油库存； 2 月政府预算	当周初请失业金人数； 2 月零售销售月率； 2 月 PPI	3 月密歇根大学消费者信心指数初值； 2 月工业产出月率
欧洲		德国 2 月 CPI			法国 2 月 CPI
日本	四季度实际 GDP 年化季率修正值				“春斗”谈判初步结果

资料来源：Wind，华尔街见闻，金十数据等，天风证券研究所

## 5. 风险提示

海外二次通胀压力；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com