

2024年04月01日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 日美央行购债：现实背景、政策信号和投资机会

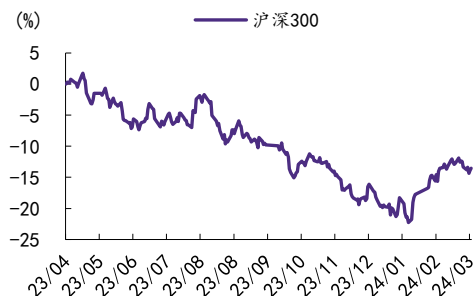
—专题报告

## 投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《北证软服指数表现强于大盘，重视板块内高增低估标的》2024-03-30
- 2、《美联储软着陆降息周期的大类资产策略》2024-03-26
- 3、《救市的逻辑与反弹的机会》2024-02-18

### 核心要点

国内央行购债更多是货币政策工具，由于中央还在加杠杆，且货币宽松还有空间，中国式QE仍需等待。美联储MMT和日央行QQE操作方式虽有不同，但都加大购债规模，通过债务货币化，开启非常规宽松。对资产影响为短债走牛，长债先牛后熊；美股走牛，日股分化；铜油上行，黄金涨跌不一；汇率先贬后升。

### 现实背景：经济冲击、杠杆见顶、政策利率近零

美联储于2008年末次贷危机后首次QE、2020年疫情后MMT；日央行2001年为应对互联网泡沫首次QE，2012年安倍上台后大规模购债。国内中央政府还在加杠杆，降准降息还有空间，中国式QE仍需等待。

### 政策信号：债务货币化，开启大宽松序幕

美联储MMT主要是通过赤字扩张提升购债规模，短期利率降幅大于长期利率；日央行QQE则是通过YCC调整购债规模，长期利率降幅大于短期利率。美日央行大规模购债后，均开启货币大宽松序幕，利率中枢下行。

### 投资机会：短债走牛，股市分化，铜油上行，汇率先贬后升

债：短债持续走牛，长债先牛后熊；

股：美股快速转牛，日股走势分化，各自利好行业和经济结构息息相关；

商：铜油快速上行，黄金走势分化；

汇：美元和日元在QE周期均先贬后升。

### 微观交易：两融交易占比快速回落，北向小幅净流入

融资余额小幅流出，融资交易占比大幅下行。北向资金小幅净流入，海外看涨情绪回落。内外资共同流入医药生物、非银金融等，共同流出银行、汽车，分歧主要集中在电力设备、基础化工、计算机、机械设备等。

### 投资日历：海外跟踪联储官员发言、非农和PMI，国内关注CPI、出口

海外：通过联储官员发言、非农和PMI判断降息预期变化

国内：关注CPI、出口，判断经济-价和外需变化。

### 风险提示

- (1) 政策变化大超预期;
- (2) 国内经济不及预期;
- (3) 外部风险冲击加剧

## 正文目录

1、 现实背景：经济冲击、杠杆见顶、政策利率接近零值.....	5
1.1、 美联储：2008 年末次贷危机后首次 QE 和 2020 年疫情后 MMT.....	5
1.2、 日央行：2001 年应对互联网泡沫首次 QE，2012 年安倍上台后大规模购债.....	7
1.3、 中国式 QE 仍需等待：中央还在加杠杆，货币政策还有空间.....	8
2、 政策信号：债务货币化，开启大宽松序幕.....	9
2.1、 美联储 MMT：赤字扩张提升购债规模，短期利率降幅大于长期利率.....	10
2.2、 日央行 QQE：通过 YCC 调整购债规模，长期利率降幅大于短期利率.....	13
2.3、 美日启示：央行大规模购债，开启货币大宽松序幕.....	16
3、 投资机会：短债走牛，股市分化，铜油上行，汇率先贬后升.....	16
3.1、 债：短债持续走牛，长债先牛后熊.....	16
3.2、 股：美股快速转牛，日股走势分化，利好行业取决于经济结构.....	18
3.3、 商：铜油快速上行，黄金走势分化.....	20
3.4、 汇：美元和日元在 QE 周期均先贬后升.....	22
4、 市场复盘：宽基指数延续震荡下行.....	22
5、 情绪总览.....	25
5.1、 交投活跃度：市场交投情绪降温.....	25
5.2、 恐慌：国内外均有所缓解.....	25
5.3、 内资：融资余额小幅流出，交易占比快速回落.....	26
5.4、 外资：北向资金小幅净流入，海外看涨情绪回落.....	27
6、 资金行业选择：内外资分歧加剧.....	28
7、 投资日历：海外跟踪联储官员发言、非农和 PMI，国内关注 CPI、出口.....	29
8、 风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1：美联储首次 QE 是为了应对 2008 年金融危机，第二次大规模购债是 2020 年疫情.....	6
图表 2：日央行 2001 年首次 QE 是应对互联网泡沫，第二次大规模购债是安倍经济学的重要举措... ..	7
图表 3：2024 年广义赤字大幅扩张，中央加杠杆正在进行中.....	8
图表 4：中央加杠杆离不开货币宽松的配合，当前我国降息空间仍较为充足.....	9
图表 5：美日央行分别启动 MMT 和 QQE 后，资产负债表显著扩张，其中国债是扩表核心.....	10
图表 6：美联储启动 MMT 实践后，货币流动性大幅提升.....	12
图表 7：美联储启动 MMT 实践后，金融流动性大幅改善.....	13
图表 8：日央行启动 QQE 政策后，货币流动性大幅提升.....	14
图表 9：日央行启动 QQE 政策后，金融流动性大幅改善.....	16
图表 10：美日实施 QE 期间，短债持续走牛，长债先牛后熊.....	17
图表 11：美国实施 QE 政策期间，股市均快速反转回升走牛.....	18
图表 12：日本两轮 QE 期间：股市走势分化，首轮 QE 期间股市先跌后涨，第二轮 QE 期间股市先涨后跌.....	18

图表 13: 美国 QE 期间, 金融、非核心消费表现突出, QE 受益方向由周期工业股转为科技成长...	19
图表 14: 日本 QE 期间, 保险、交运表现突出, QE 受益方向由出口链、地产链转为新兴技术、周期	20
图表 15: 美联储 QE 期间, 铜油多快速上行, 黄金走势分化; 日本 QE 对大宗商品影响有限	21
图表 16: 美日启动 QE 期间, 本国汇率多呈先贬值再回升走势	22
图表 17: 宽基指数涨跌幅 (%)	23
图表 18: 申万行业涨跌幅 (%)	23
图表 19: 行业估值水平	24
图表 20: PE&PB 静态估值	24
图表 21: 成交额与换手率变化趋势	25
图表 22: 50 隐波大幅下行	26
图表 23: VIX 指数小幅行	26
图表 24: 融资余额小幅流出	26
图表 25: 融资交易占比快速回落	26
图表 26: 偏股型基金新发规模小幅下降	27
图表 27: 偏股型基金可用现金小幅下降	27
图表 28: 北向资金小幅净流入	27
图表 29: iShare 中国 ETF 看涨情绪持续回落	28
图表 30: 内外资分歧与共识 (单位: 亿元)	29
图表 31: 双周宏观日历	30

本周市场对央行下场购买国债的讨论度较高，甚至部分投资者解读为“中国版 QE”即将开启。受此消息提振，A 股和中债都有不错的表现。所谓量化宽松 (QE)，是一种非常规的货币政策工具，其核心思想源自 20 世纪 90 年代的现代货币理论 (MMT)，即中央银行通过大规模购买国债或其他金融资产以增加货币供应量，进而向经济体系直接注入资金，以促进经济增长。美国、日本自 21 世纪以来已经相继启动了多轮 QE 行动，从中我们总结出了一些历史经验，包括央行启动 QE 的现实背景、政策信号和投资机会。

对于市场高度关注的央行将加大购债、启动中国版 QE，我们经过对比分析认为当前还未到中国启动 QE 的时机，央行加大二级市场购债力度以定向配合特别国债增发。和 QE 大宽松有着较大的区别，更多是充实央行的货币政策工具箱，满足流动性管理，而非量化宽松。一方面，结合经济形势、中央政府杠杆水平、政策利率水平当前我国还未到启动 QE 的时机。另一方面，按照《中国人民银行法》规定央行不能直接在一级市场直接购债，而我国央行在二级市场购债自来有之，只不过之前多为质押式购债(回购交易)，即通过公开市场操作向市场投放短期流动性，此项货币工具使用频率较高，是我国央行的常规操作；后续为配合特别国债定向发行，会适度加大买断式购债力度，释放长期流动性。

## 1、现实背景：经济冲击、杠杆见顶、政策利率接近零值

复盘美日经验，央行大规模购债通常发生在宏观经济面临重大下行压力、居民和企业部门杠杆率见顶下行、传统货币政策工具（如降息）已经用尽的情况下。而结合当前国内经济已有企稳迹象、中央仍有加杠杆空间、降息空间充足，我国尚未到央行大规模直接购买国债的阶段。

首先通过美日经验复盘，我们发现央行启动 QE 的现实背景通常为：1) 货币宽松配合财政发力以应对宏观经济面临挑战（如经济衰退、黑天鹅事件或通货紧缩等）；2) 居民部门和企业部门杠杆率见顶，且政府部门常规加杠杆空间不足；3) 政策利率接近 0 值降息降准空间受限。

央行通过公开市场购买国债是一种货币政策工具，操作方式看似和 QE、MMT 类似，但本质有着根本的不同。一是规模体量不同，QE、MMT 量级较大，而我国央行购债更多是按需定量；二是信用承接的载体不同，QE、MMT 多为非常规操作，如美国次贷危机后购买的是有毒资产 MBS，而我国央行购债主要是国债或特别国债，代表国家信用。

### 1.1、美联储：2008 年末次贷危机后首次 QE 和 2020 年疫情后 MMT

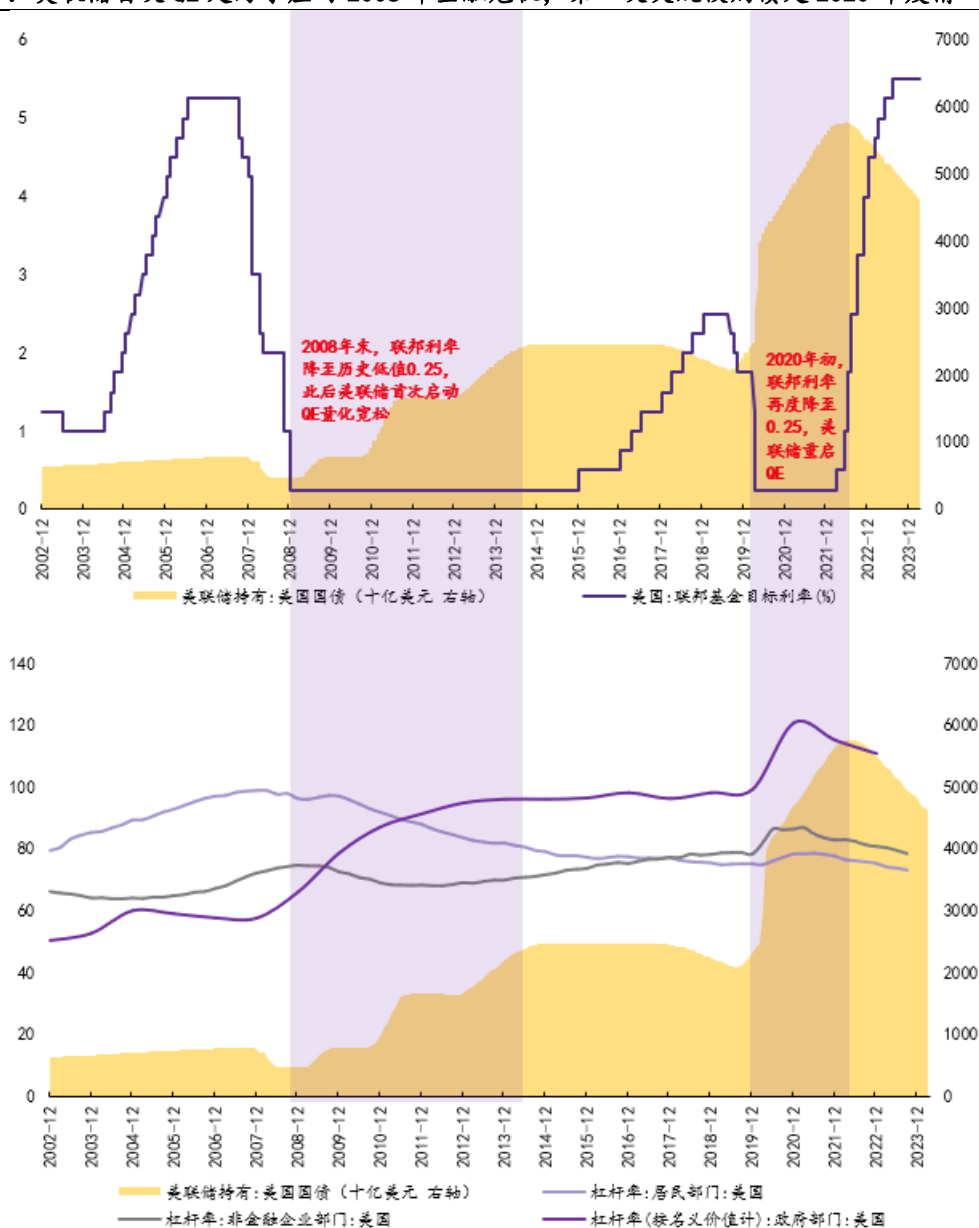
美联储自 21 世纪以来分别于 2009 年初和 2020 年初大规模启动了两轮央行购债 (QE)，其背景均为黑天鹅事件冲击（金融危机、疫情冲击）、政策利率降至 0 值（接近 0）区间、居民和企业部门杠杆率处于阶段峰值且加杠杆意愿和能力不足。

2008 年末首次启动 QE 主要是在全球金融危机爆发背景下，为了刺激经济活动、应对

流动性枯竭和提升低迷的市场情绪，美联储在 2008 年 12 月将联邦基金利率降至 0%-0.25% 的历史低点，传统利率政策工具失效。且在金融危机背景下，美国家庭和金融机构经历了去杠杆过程，居民杠杆率由 2008 年初的 98.7% 降至 2009 年 1 季度的 95.9%、企业杠杆率也在 2008 年底见顶后持续下行。此后在 2009 年 3 月正式启动 QE1，截至 2010 年 3 月结束，购买资产规模达 1.75 万亿美元，含 1.25 万亿美元的 MBS、2000 亿美元的 GSE 债券和 3000 亿美元国债。

第二次大规模购债是在 2020 年的新冠疫情冲击背景下，为了增加信贷流动性、缓解企业和家庭的财务压力以支持经济复苏、提振股市信心，2020 年 3 月美联储再次将联邦基金利率降至 0%-0.25%，并宣布无限量量化宽松（QE）政策，这些是现代货币理论（MMT）“财政赤字货币化”的实践。截至 7 月 31 日，美联储累计购买国债 1.77 万亿美元，抵押贷款支持债券(MBS)购买量为 8920 亿美元。

图表 1：美联储首次 QE 是为了应对 2008 年金融危机，第二次大规模购债是 2020 年疫情



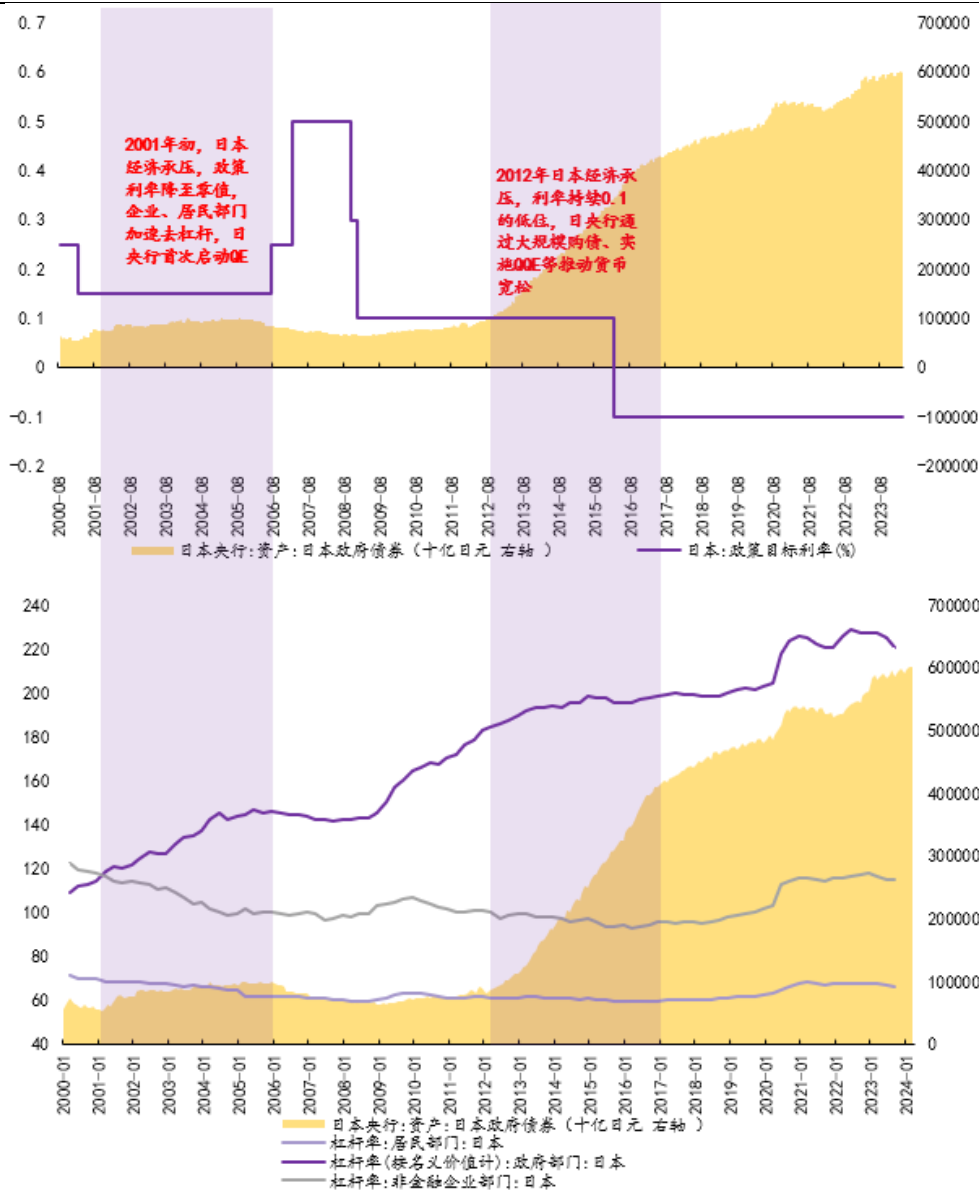
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 1.2、日央行：2001 年应对互联网泡沫首次 QE，2012 年安倍上台后大规模购债

日本央行购债同样启动于宏观经济冲击、其他部门杠杆率高企和传统货币政策空间受限的背景环境。1999 年日本在长期经济停滞、物价通缩的背景下，牺牲了常规货币政策空间将政策利率降至零值，此后由于美国互联网经济泡沫破灭使得日本经济再度承压，且企业、居民部门在此期间加速去杠杆，2001 年 3 月日本央行首次启动量化宽松政策 QE。

日央行第二轮大规模购债同样发生于日本经济承压、其他部门杠杆率持续下行、超低利率环境下，购债规模也从 2012 年安倍上台后加速扩张，特别是 2013 年 4 月起开始实施 QQE，2016 年 1 月起日本政策利率降至负值，日央行面对传统货币政策进一步被压缩引入了收益率曲线控制（YCC）的 QQE 政策，此后日本央行持有国债规模持续高位增长。

图表 2：日央行 2001 年首次 QE 是应对互联网泡沫，第二次大规模购债是安倍经济学的重要举措

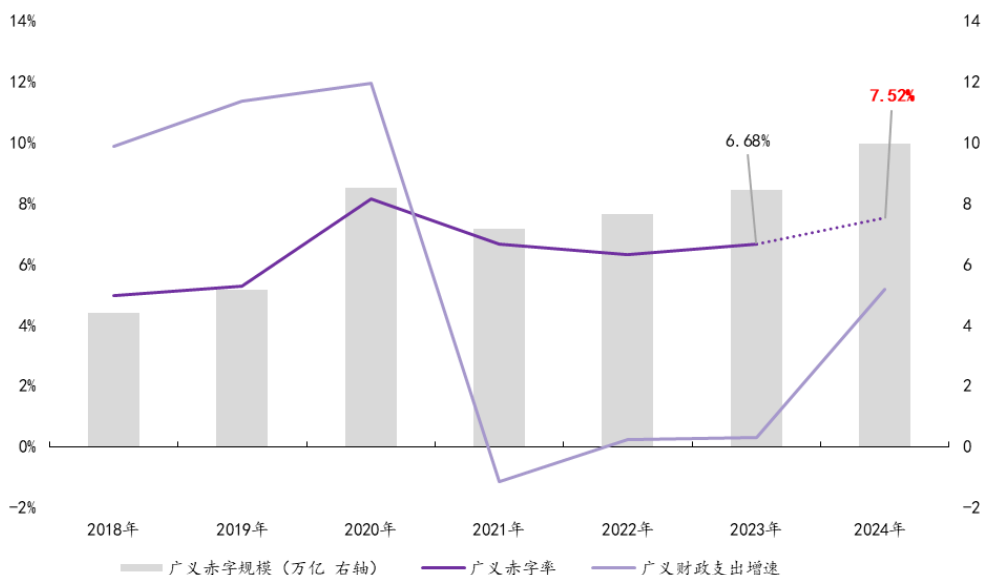


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

### 1.3、中国式 QE 仍需等待：中央还在加杠杆，货币政策还有空间

综合来看，一方面我国中央政府部门加杠杆空间充足、传统货币政策（降息）空间充足，另一方面国内经济逐步企稳，系统性风险担忧趋于缓和。中国版 QE 仍需等待。2024 年我国广义赤字大幅扩张，中央加杠杆正在进行中。广义赤字率提升了 0.85 个百分点、广义财政支出增速更是由上年的 0.3% 提升至 5.2%，广义赤字规模大幅扩张。中央政府成为了此轮加杠杆的主力部门；根据历史经验，中央加杠杆离不开货币宽松的配合，当前我国一年期 MLF 利率、7 天逆回购利率分别有 2.5%、1.8%，与美日启动 QE 时政策利率低至零值附近甚至是负值，降息空间相对充足。此外，结合 1-2 月国内经济数据好于预期，前两月出口超预期增长 10.3%、固定资产投资同比增长 4.2% 较上年全年加快 1.2 个百分点，3 月 PMI 时隔 5 个月重回荣枯线之上，内生动能逐步修复，出台超常规措施的必要性降低。

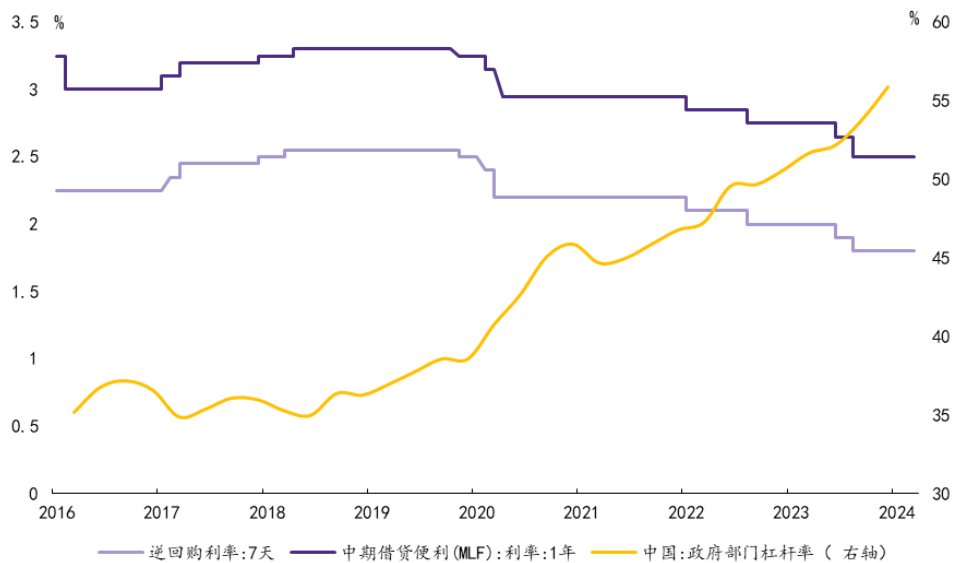
图表 3：2024 年广义赤字大幅扩张，中央加杠杆正在进行中



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究



图 4：中央加杠杆离不开货币宽松的配合，当前我国降息空间仍较为充足

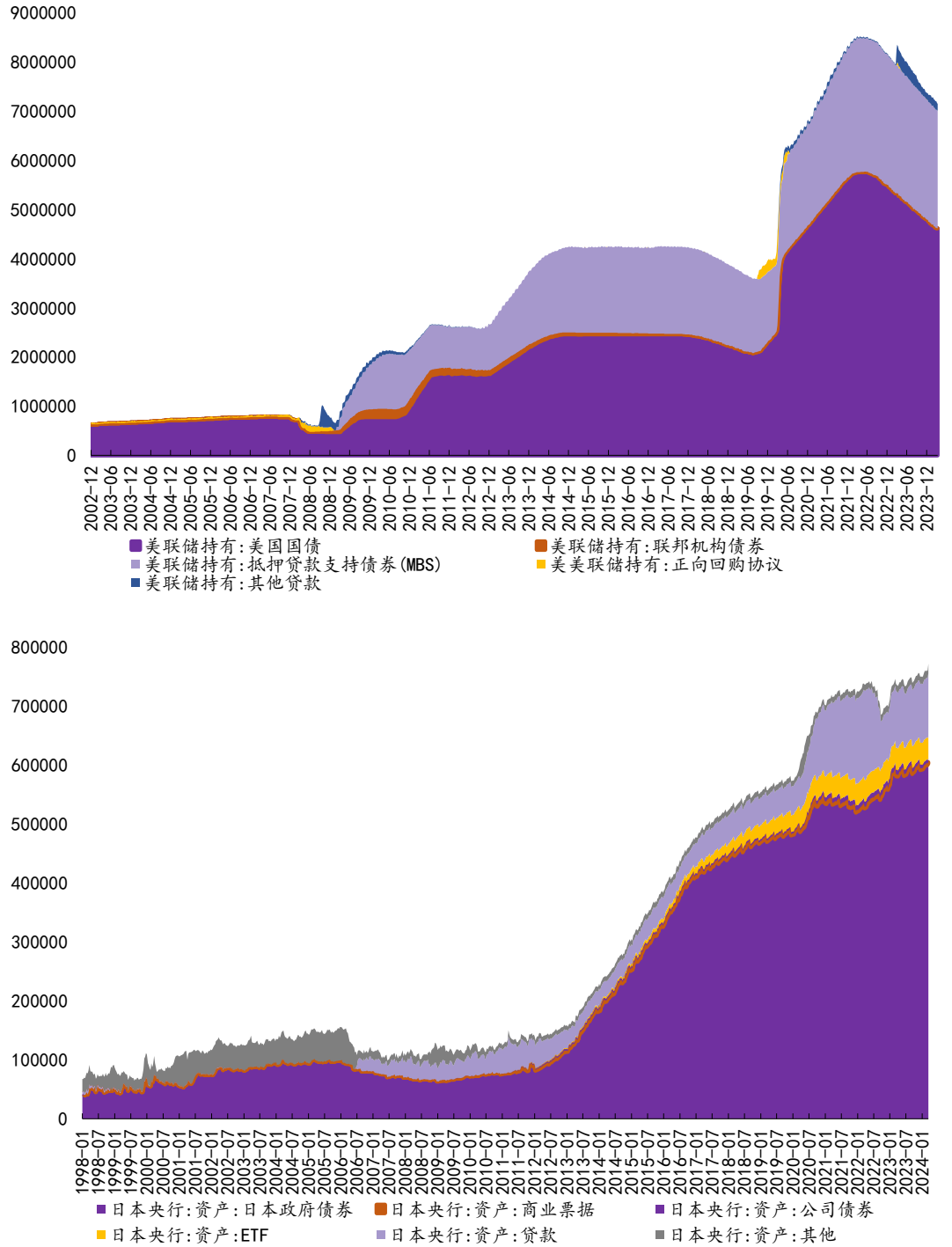


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2、政策信号：债务货币化，开启大宽松序幕

美联储 2020 年的 MMT 实践和日本央行 2013 年的 QQE 政策“神似形异”，两者相同之处在于都涉及到央行购债来实现货币宽松也即债务货币化，从而拉开了流动性大宽松序幕。不同之处在于美联储 MMT 是通过赤字扩张提升购债规模，而日央行的 QQE 主要是通过利率曲线控制 (YCC) 调整购债规模。鉴于美联储 2020 年扩表和日央行 2013 年扩表的核心原因中，央行购债占比提升更为明显，其对于市场流动性的提升也更为典型。

图 5：美日央行分别启动 MMT 和 QE 后，资产负债表显著扩张，其中国债是扩表核心



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

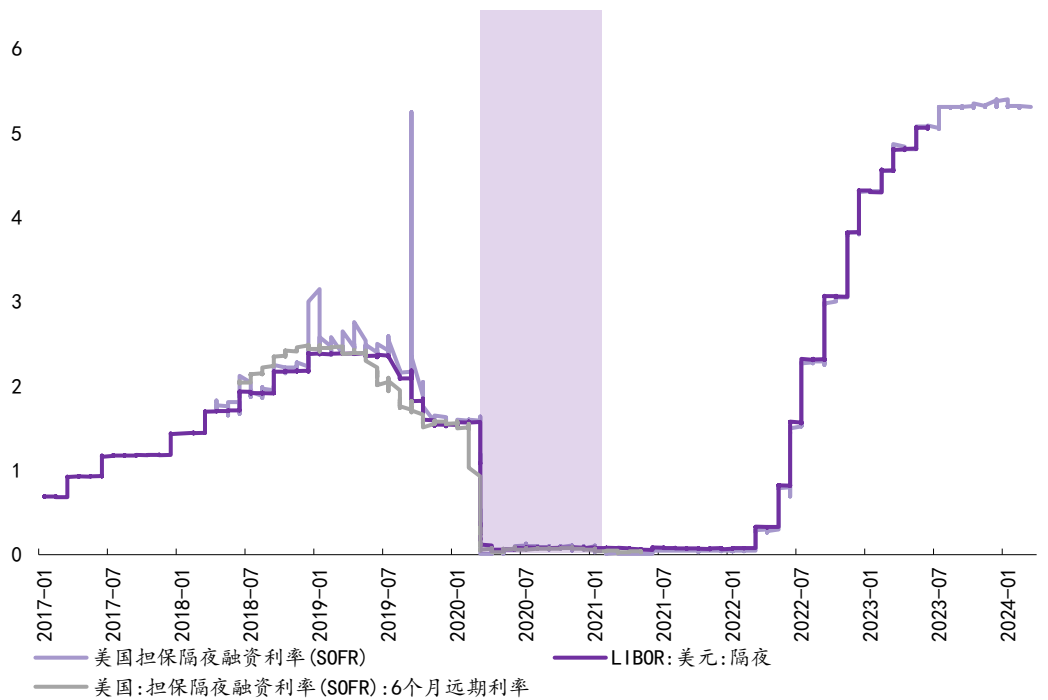
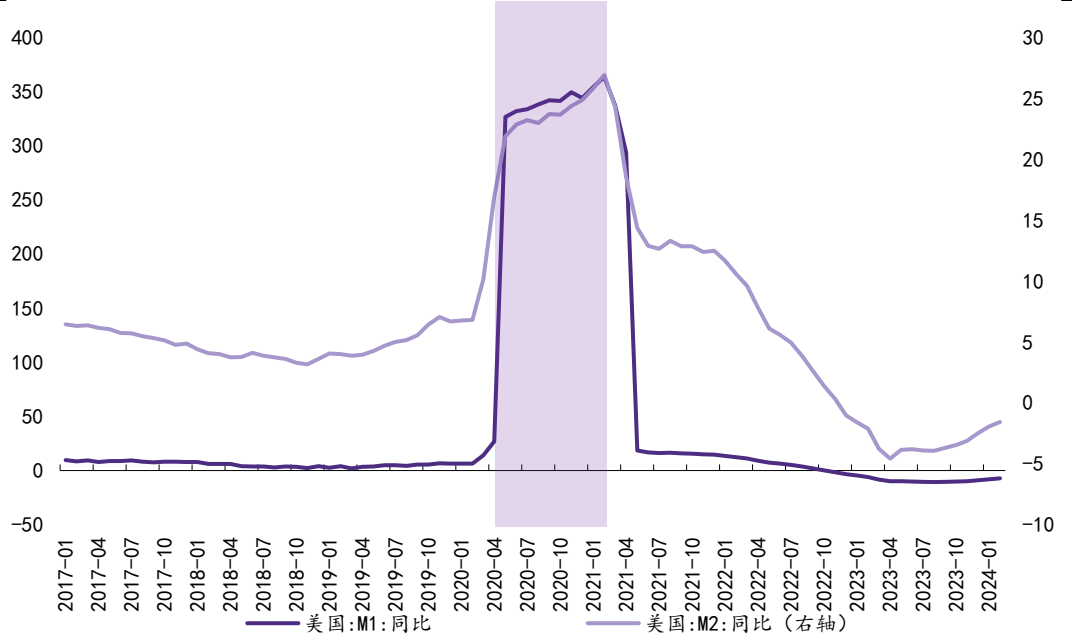
## 2.1、美联储 MMT：赤字扩张提升购债规模，短期利率降幅大于长期利率

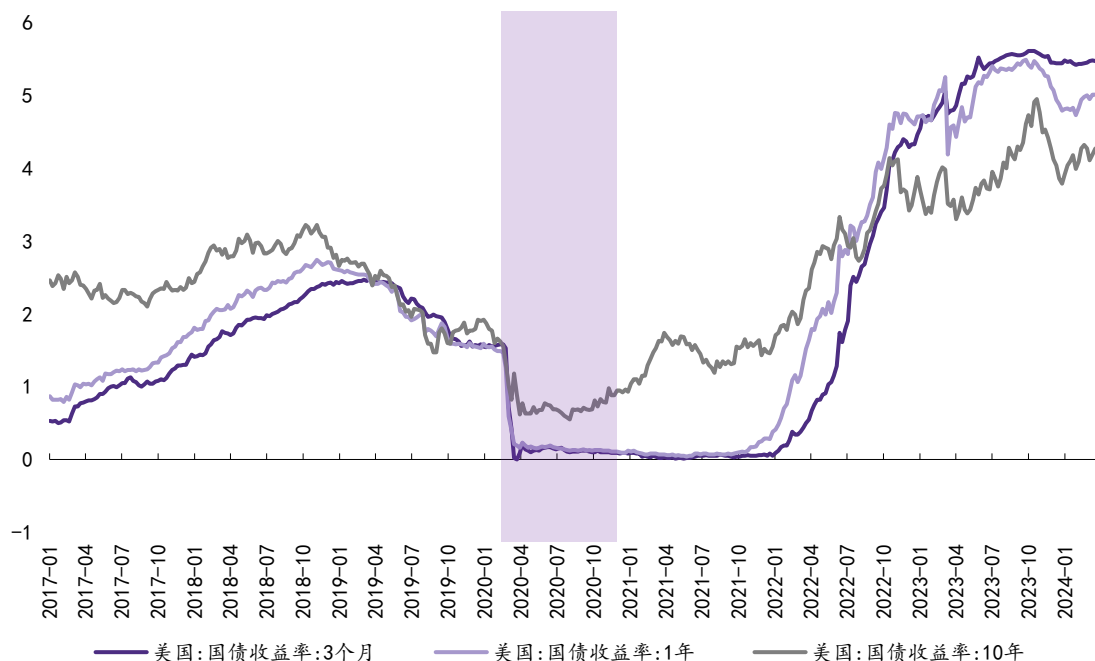
美联储 2020 年 3 月启动 MMT 实践，短期内货币流动性（货币供应量、市场利率）、

**金融流动性（美联储总负债-TGA-逆回购）直线飙升。**美国 MMT 实践主要包括了零利率政策、无限量量化宽松（QE）、特殊流动性工具（商业票据融资工具 CPFF、货币市场共同基金流动性工具 MMLF）等。

MMT 对于市场流动性影响主要体现为：**央行扩表速度急速提升**，美联储持有资产由 2020 年初的 4 万亿美元快速增长至年底的 6.79 万亿美元，增幅高达 70%；**基础货币供应量快速增加**，M2 同比增速由之前的 6.8% 提升至连续 11 个月的 20% 以上，M1 同比增速更是连续 12 个月飙升 300% 以上；**利率快速回落，其中短期利率降幅大于长期利率**。货币市场利率方面，美国担保隔夜融资利率和 LIBOR 利率在 3 月由前值约 1.1% 一夕之间回落至 0.1% 左右。实体利率方面，3 个月期国债收益率、1 年期国债收益率和 10 年期国债收益率分别于 2020 年 3 月下降了 1.53%、1.07%、0.45%，短端利率降幅大于长端利率；此外，**金融流动性也由此大幅扩张**，参考美联储资产负债表规模（美联储缩表进展）-TGA 账户（财政存款）-逆回购（货基投资意愿）构建了美国金融市场流动性指标，以此判断金融市场资金流量变化。随着 MMT 实践的进展，货币市场流动性大幅提升，部分资金流入金融市场，也带动了金融市场流动性的扩张，其规模由 3 月初的 3.58 万亿美元增加至年底的 5.5 万亿美元。

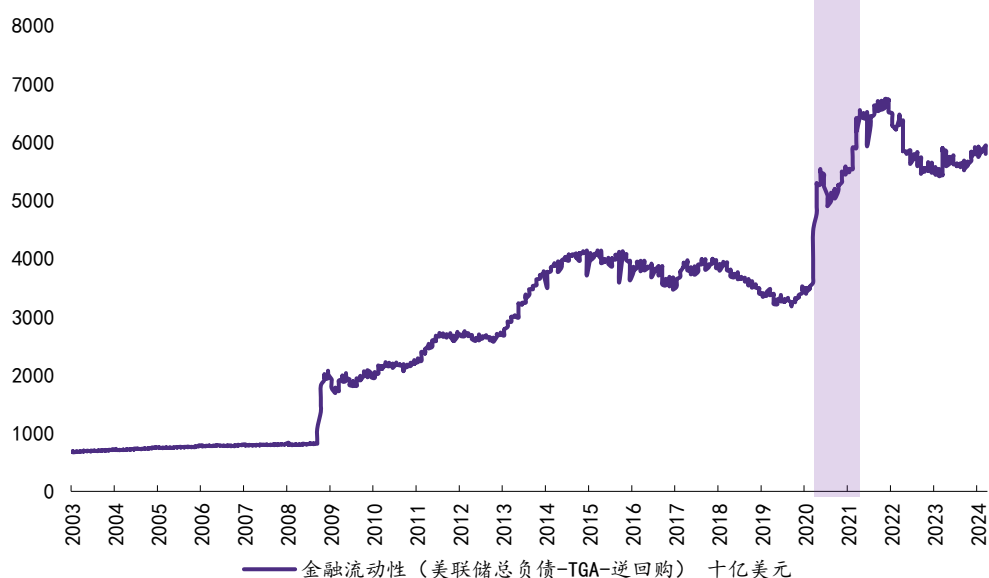
图表 6: 美联储启动 MMT 实践后, 货币流动性大幅提升





资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 7: 美联储启动 MMT 实践后, 金融流动性大幅改善



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

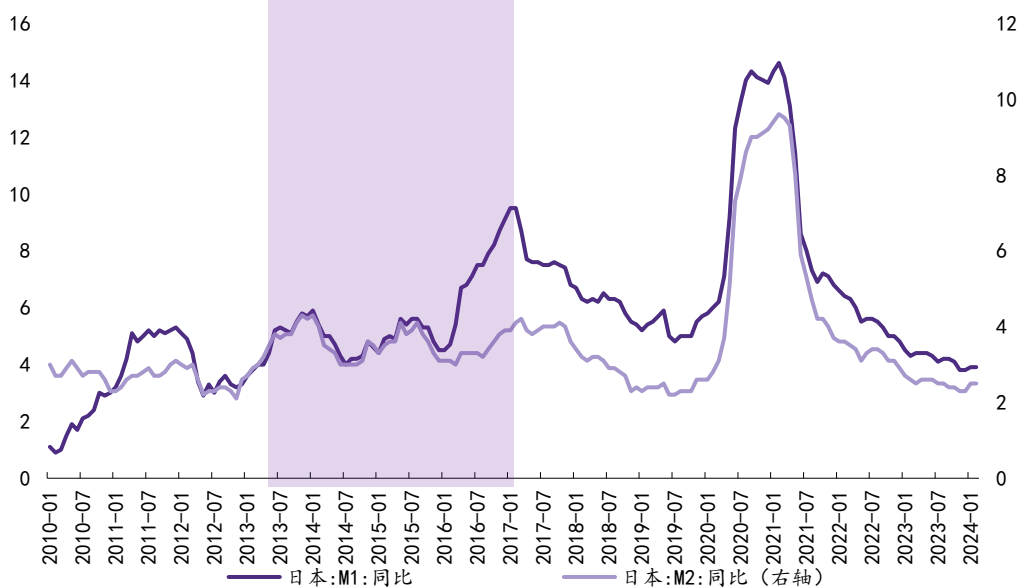
## 2.2、日央行 QQE: 通过 YCC 调整购债规模, 长期利率降幅大于短期利率

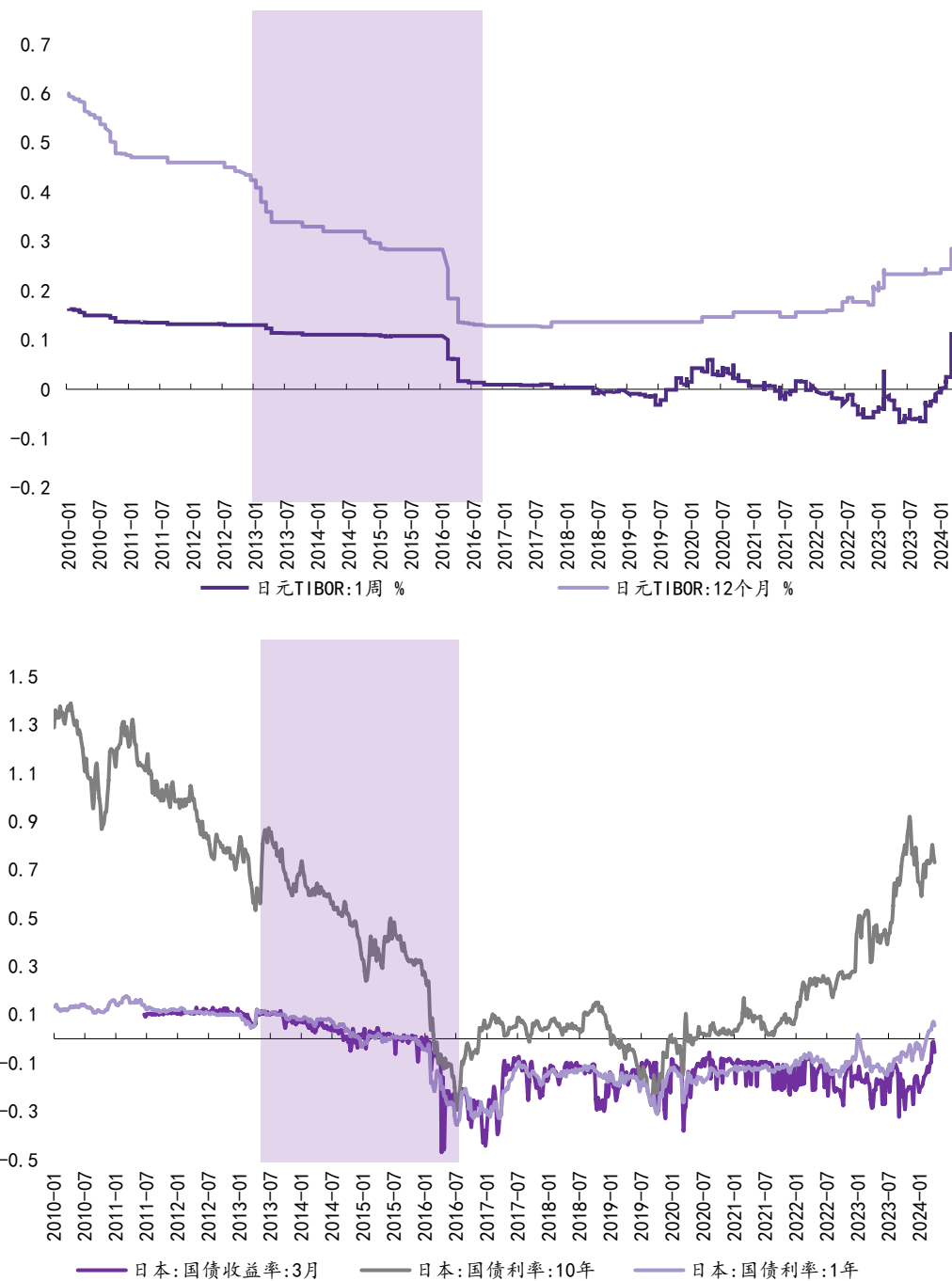
日央行自 2013 年 4 月起正式实施 QQE 政策, 短期内货币流动性 (货币供应量、利率)、金融流动性直线飙升, 并且 2016 年负利率+QQE+YCC 政策对流动性的提振效用好于

**2013 年 QQE，对长期利率影响大于短期利率。**日央行相继于 2013 年 4 月启动 QQE、2016 年 1 月实施负利率政策、同年 9 月引入 YCC 政策，从最初的量化宽松到负利率政策，再到收益率曲线控制，日本央行随着其货币政策的效用较弱而不断尝试通过非常规手段来刺激经济增长和摆脱通缩。

这一系列 QQE 政策对于市场流动性的影响主要体现为：**央行扩表速度急速提升**，日央行持有资产由 2013 年 4 月初的 1628 万亿日元快速增长至 2016 年底的 4765 万亿，涨幅达 193%，其中国债增加值是主要构成；**基础货币供应量增速在前期相对平稳，2016 年起快速上升**，这反映了负利率和 QQE 相结合对于日本货币流动性的提升效果相对显著；**利率飞速回落，但是不同于美国，日本的长期利率降幅大于短期利率**。货币市场利率方面，日本 TIBOR（一周）利率和 TIBOR（12 个月）利率在 2013 年 4 月初至 2016 年底期间分别下跌了 0.11%、0.23%，而仅 2016 年就分别下跌了 0.09%、0.16%。实体利率方面，日本国债收益率（3 月期、1 年期、10 年期）也分别在 2013 年 4 月初至 2016 年底期间下降了 0.5%、0.41%、0.58%，呈现长期利率降幅大于短期利率的规律；此外，**金融流动性上行斜率极为陡峭**，参考美国金融流动性指标的搭建原则，我们以日央行总负债-政府存款-再购买协议构建了日本金融流动性指标，显然日本金融流动性指标的上行斜率极为陡峭，表明 QQE 政策对日本金融流动性的提振效用极为显著。

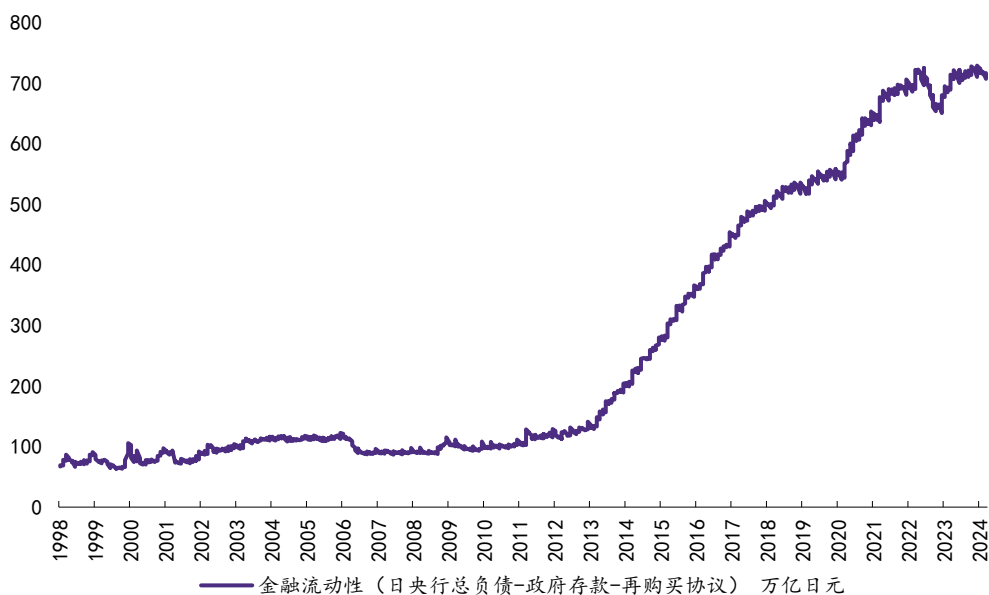
**图表 8：日央行启动 QQE 政策后，货币流动性大幅提升**





资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 9：日央行启动 QE 政策后，金融流动性大幅改善



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2.3、美日启示：央行大规模购债，开启货币大宽松序幕

总结而言，两国 QE 政策均拉开了货币大宽松序幕，但由于两者 QE 政策的实施目的有所不同，美联储 MMT 政策对短期利率影响更大、日央行 QQE 政策对长期利率影响更大。美联储 2020 年的 MMT 实践和日本央行 2013 年的 QQE 政策都对市场流动性产生了显著的提振作用，提升了货币供应量和金融流动性，降低了市场利率。但是由于美联储的 MMT 政策主要是为了应对新冠疫情带来的经济冲击，而日本央行的 QQE 政策是为了解决长期的经济停滞和通缩问题，故而两者对于两国的长短端利率曲线的影响程度有所不同，其中美联储 MMT 政策对短期利率的压降效果更为明显，而日央行的 QQE 政策则更加显著的降低了长期利率。

## 3、投资机会：短债走牛，股市分化，铜油上行，汇率先贬后升

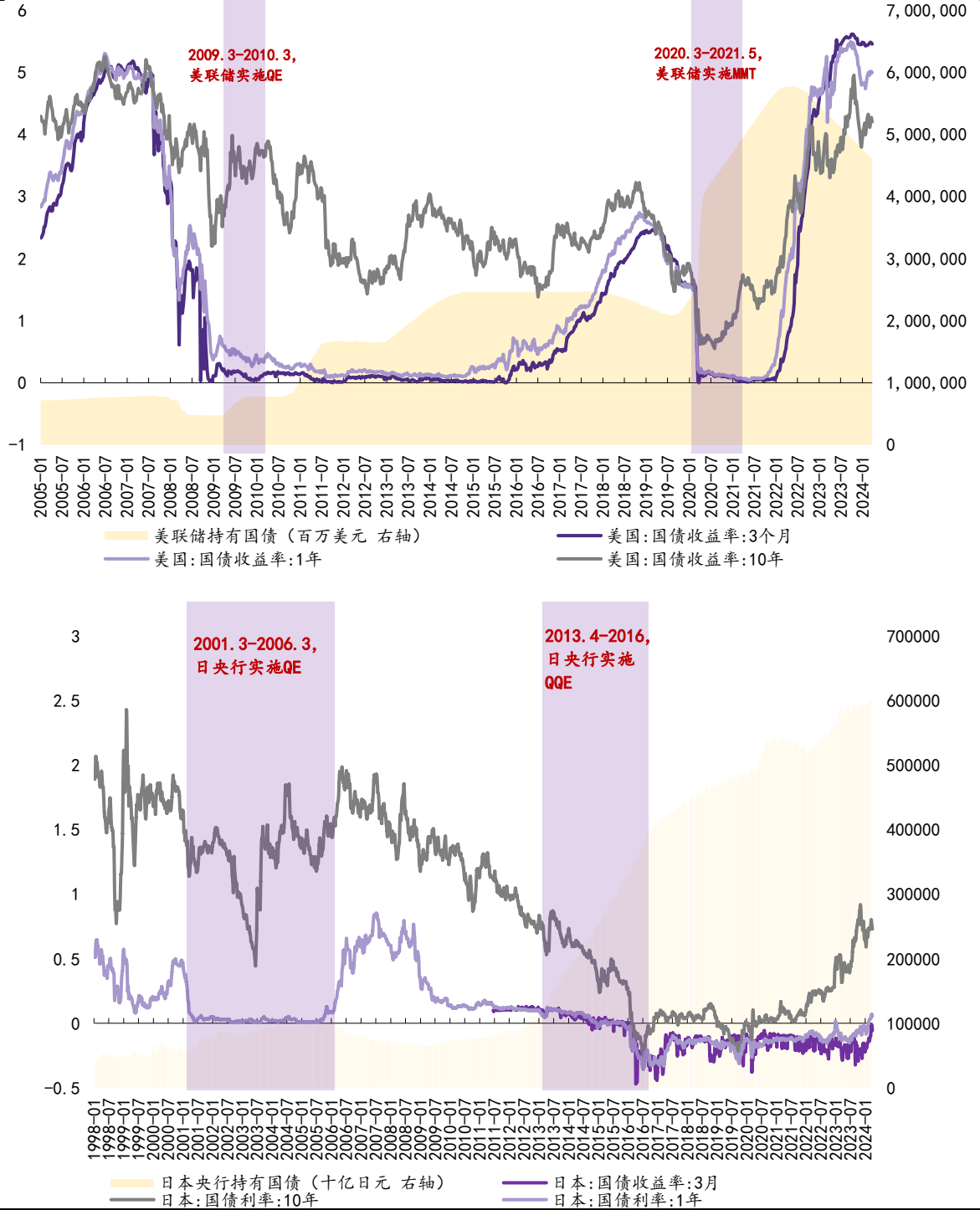
### 3.1、债：短债持续走牛，长债先牛后熊

在美日央行大规模购债后，短期利率中枢持续下行、长期利率中枢先跌后涨，也即在此期间两国短债持续走牛、长债先牛后熊。短期利率中枢持续下行的原因在于短期利率对央行的政策导向和流动性注入更为敏感，所以随着央行通过公开市场操作向金融系统注入大量流动性，而长期利率中枢先跌后涨则反映了市场对经济前景、通胀预期和政策变化的反应。其中在初期长期国债收益率多呈上涨趋势是因为风险偏好降低和期限溢价、



风险溢价的降低。一方面 QE 政策实施初期，市场对经济前景的不确定性增加，投资者倾向于购买长期国债等安全资产，导致长期利率下降。另一方面央行大规模购买长期国债减少了市场上的长期债券供应，降低了期限溢价和风险溢价；而随着经济的复苏，市场对货币政策收紧预期增强以及通胀风险的担忧，重新推升长期利率的上行，导致长债先牛后熊。

图表 10: 美日实施 QE 期间，短债持续走牛，长债先牛后熊



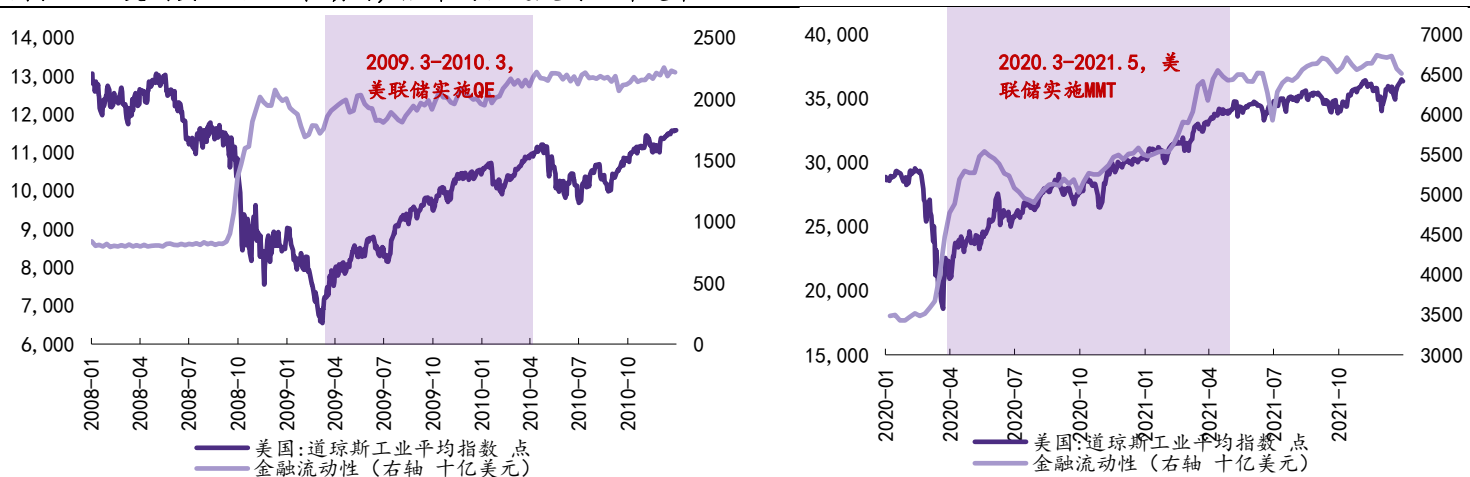
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

### 3.2、股：美股快速转牛，日股走势分化，利好行业取决于经济结构

在美日央行实施 QE 期间，美股快速反转上行、日股先涨后跌（剔除首轮 QE 政策效果未知的干扰），核心原因在于 QE 对股市的提振效果受到经济基本面、持续时间的限制。

从美国股市表现来看，QE 的实施通过改善流动性、盈利能力和风险偏好助推股市快速回升。美联储通过购买大量国债和抵押贷款支持证券（MBS）向金融市场注入了大量流动性，降低了融资借贷成本从而改善了企业的盈利预期，释放了政府强势稳增长、稳股市的信号从而提升了市场风险偏好。

图表 11：美国实施 QE 政策期间，股市均快速反转回升走牛

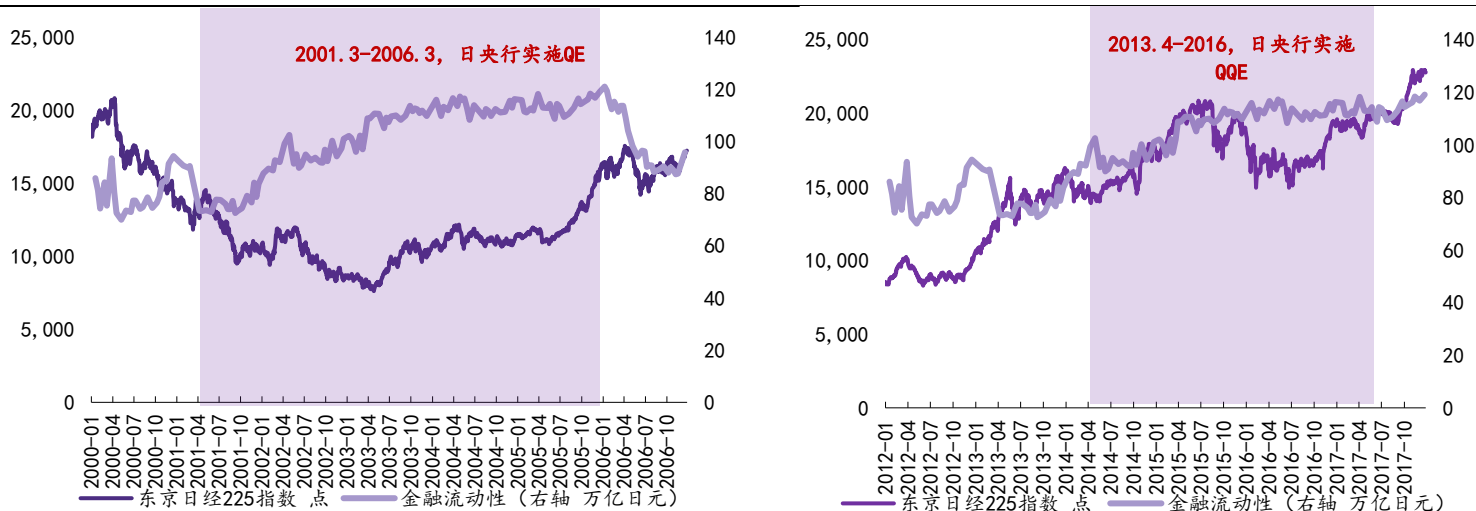


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

从日本股市表现来看，两轮 QE 对日本股市的提振效果截然不同，首轮 QE 期间股市先跌后涨，第二轮 QE 期间股市先涨后跌。其中首轮 QE 初期股市下跌的原因在于一方面 2001 年日本央行首次引入 QE 政策，市场对此新型政策的最终效果和长期影响存在不确定性，另一方面，2001 年全球经济和股市均受到美国互联网泡沫破裂的拖累，日本经济、股市双重承压，导致股市在 QE 初期表现不佳。之后随着日本央行持续实施 QE 并逐步调整政策，市场信心得以提振，股市随之上涨。而第二轮 QE 期间股市先涨后跌的原因在于：一方面日本经济结构性问题严重，如人口老龄化和生产率增长缓慢，限制了日本经济的复苏和股市的长期上涨潜力。另一方面市场对于日本 QE 政策持续性存疑，因为日本实施 QE 的时间长度明显大于美国。这也说明了 QE 政策对股市的提振效用受到经济基本面、持续时间的限制，基本面复苏越弱、QE 政策实施时间越长，其对股市的提振效果越差。

图表 12：日本两轮 QE 期间：股市走势分化，首轮 QE 期间股市先跌后涨，第二轮 QE 期间股市先涨后跌



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

美日央行启动 QE 政策期间, 行业受益方向取决于国家经济结构。从美国股市来看, 美联储两次实施 QE 政策后, 金融、非核心消费行业在两轮表现均较为突出, 流动性宽松受益方向由周期工业股转为科技成长。其中首次 QE 政策期间行业涨幅排名靠前的是房地产、工业、非核心消费、金融, 第二次 QE 政策期间行业涨幅排名靠前的是原材料、金融、非核心消费、能源、信息技术、工业, 从这些领涨行业也可以看出美股流动性提升利好行业由之前的周期工业转为后来的科技成长。从日本股市来看, 保险、交运行业在两轮表现均较为突出, 流动性宽松受益方向由出口链、地产链行业转为新兴技术、周期板块。钢铁指数、房地指数、航运指数、保险指数、仓储与港口运、机械指数、批发贸易指数在首轮 QE 期间涨幅较为靠前, 渔业、农业、其他产品指数、建筑指数、信息与通信指、精密仪器指数、化工指数、保险指数在第二轮 QE 期间涨幅靠前。

图表 13: 美国 QE 期间, 金融、非核心消费表现突出, QE 受益方向由周期工业股转为科技成长

美股各行业涨跌幅	2009/3/18				2020/3/16			
	T+10	T+60	T+180	2010/3/31	T+10	T+60	T+180	2021/5/19
保健	0.3%	2.8%	27.3%	32.5%	9.3%	19.6%	37.7%	51.0%
金融	-3.1%	26.9%	52.5%	70.4%	8.8%	20.2%	45.0%	88.3%
信息技术	5.9%	21.7%	53.3%	62.0%	13.4%	37.3%	71.9%	85.4%
电信服务	1.6%	-1.9%	9.2%	3.9%	7.1%	27.5%	55.5%	75.5%
核心消费	2.4%	7.5%	27.1%	32.7%	5.6%	9.3%	27.8%	33.4%
工业	3.5%	23.6%	52.6%	72.3%	8.0%	23.8%	60.9%	84.6%
能源	-0.2%	12.7%	20.8%	23.9%	5.5%	43.6%	44.5%	87.0%
公用事业	1.9%	8.0%	21.5%	17.5%	14.3%	15.2%	22.7%	28.6%
非核心消费	4.6%	18.6%	50.8%	71.3%	12.9%	42.2%	76.9%	88.1%
原材料	6.7%	22.7%	52.4%	59.0%	11.6%	34.0%	74.6%	110.6%
房地产	-9.9%	20.6%	66.5%	90.1%	9.4%	20.8%	23.8%	43.6%

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 14: 日本 QE 期间, 保险、交运表现突出, QE 受益方向由出口链、地产链转为新兴技术、周期

日股各行业涨跌幅	前期下跌	后期回升	首轮QE	前期上涨	后期下跌	第二轮QE期间
	2001/3/30	2003/4/25	2001/3/30	2013/4/1	2015/9/15	2013/4/1
	2003/4/25	2006/3/31	2006/3/31	2015/9/15	2016/7/15	2016/12/30
渔业、农业	-26.5%	70.4%	25.2%	44.3%	28.2%	119.0%
采矿指数	-38.4%	192.5%	80.0%	-11.1%	-25.4%	-5.8%
建筑指数	-26.1%	117.0%	60.5%	80.2%	2.2%	98.9%
食品指数	-22.3%	75.6%	36.4%	52.8%	8.4%	64.5%
纺织品与服装	-26.0%	163.6%	95.0%	56.0%	-8.4%	53.4%
纸浆与纸指数	-30.5%	64.1%	14.0%	55.7%	-10.8%	47.7%
化工指数	-24.5%	109.5%	58.2%	54.1%	-2.3%	81.7%
医药指数	-31.6%	64.1%	12.3%	55.8%	-2.5%	50.8%
石油与煤指数	-19.6%	127.4%	82.9%	0.7%	-10.2%	15.0%
橡胶产品指数	8.2%	89.3%	104.7%	36.7%	-17.4%	36.9%
玻璃与陶瓷产	-42.7%	199.0%	71.4%	60.0%	-14.5%	67.9%
钢铁指数	-20.5%	332.8%	244.1%	11.4%	-12.1%	17.7%
有色金属指数	-59.3%	281.6%	55.2%	33.0%	-16.4%	39.3%
金属产品指数	-14.2%	109.2%	79.5%	38.9%	-12.9%	55.2%
机械指数	-30.5%	204.5%	111.7%	30.0%	-3.8%	51.9%
电器指数	-48.9%	95.6%	0.0%	53.7%	-9.5%	66.3%
运输设备指数	-27.9%	125.9%	62.9%	42.4%	-18.6%	41.5%
精密仪器指数	-14.7%	113.0%	81.6%	65.2%	-0.9%	87.6%
其他产品指数	-39.0%	96.6%	19.9%	90.2%	3.3%	102.0%
电力与天然气	5.5%	30.6%	37.8%	55.6%	-26.6%	29.6%
陆路运输指数	-16.7%	58.3%	31.8%	46.3%	-3.4%	47.2%
航运指数	-0.9%	143.0%	140.8%	23.4%	-30.3%	3.5%
空运指数	-54.2%	72.1%	-21.1%	89.2%	-14.6%	65.3%
仓储与港口运	-9.9%	136.6%	113.2%	6.9%	-11.4%	9.7%
信息与通信指	-42.3%	16.2%	-32.9%	64.5%	9.6%	91.2%
批发贸易指数	-34.5%	217.1%	107.6%	26.6%	-10.2%	37.0%
零售贸易指数	-33.6%	108.9%	38.8%	60.0%	-7.5%	60.5%
银行指数	-61.9%	288.0%	47.8%	32.3%	-31.1%	20.8%
证券与商品指	-55.4%	207.5%	37.2%	31.7%	-33.2%	22.5%
保险指数	-30.1%	207.7%	115.1%	67.9%	-24.7%	71.4%
其他金融业务	-52.0%	207.6%	47.7%	35.6%	-11.0%	43.3%
房地指数	-42.5%	368.4%	169.3%	12.8%	-19.1%	3.1%
服务业指数	-58.1%	102.8%	-14.9%	55.3%	-3.3%	60.2%

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

### 3.3、商：铜油快速上行，黄金走势分化

美联储启动 QE 期间, 铜、油多呈快速上行趋势, 黄金走势分化, 日本货币政策对大宗商品影响有限。商品走势不同的主因是其定价主导因子有所区别, 铜看制造业, 黄金看降息和避险, 原油看需求。

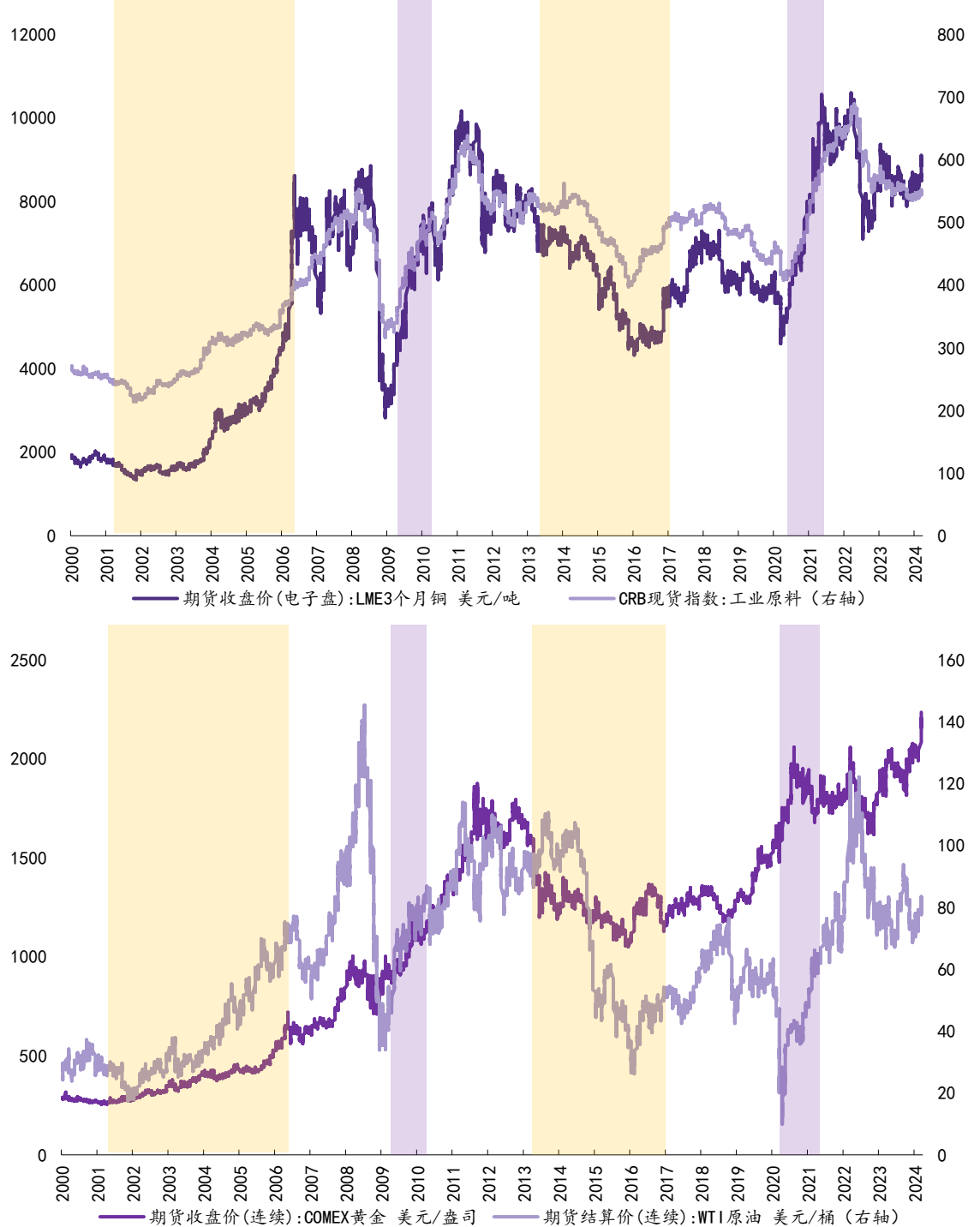
铜在美联储 QE 政策实施周期中多呈快速上升趋势, 日本定价权有限。在美国、日本分别实施的四轮 QE 量化宽松周期中, 有三轮铜价是呈现大幅快速上行走势, 特别是美联储启动 QE 期间, 铜价的上升斜率极为陡峭。这主要是因为 QE 政策运行期间, 央行通过增加市场流动性、提升投资者信心、改变通胀预期、影响货币政策的国际传导以及影响铜的供需关系和金融属性, 共同作用于铜价, 导致铜价得以提振。比较特殊的是 2013 年起的日本第二轮 QE 并未提升铜价, 主要是日本受产业结构限制其货币政策对于国际铜价的定价权相对有限。

类似于铜, 原油在美联储 QE 政策实施周期中同样多呈直线上升趋势, 日本定价权有限。国际原油价格主要看供需格局, 美国启动 QE 政策期间, 随着货币供应增加、美元走弱, 原油需求将受到提振, 进而推升原油价格。美联储首轮 QE 期间原油价格由 49 美元/桶急速升至 82 美元, 第二轮 QE 期间则是自 20 美元左右飙升至 65 美元附近。

黄金在美国 QE 启动期间走势较为分化, 首轮 QE 期间黄金持续上行, 第二轮 QE

期间黄金则先涨后跌，与日本货币政策相关性不大。黄金影响因素较为多元，除了大国利率水平以外，还有避险情绪的影响。美联储首轮 QE 期间，黄金价格直线上行主要受益于金融危机后经济和股市的不确定性增加强化黄金的避险属性、美元走弱强化黄金保值属性。而在第二轮 QE 期间，初期受疫情冲击市场恐慌情绪升温，黄金作为避险资产价格上行，但是随着疫苗的加速研发和经济活动的逐步恢复，市场对经济复苏的预期增强，减少了对避险资产的需求。而日央行启动 QE 期间的黄金价格表现则更多受国际因素驱动。

图表 15：美联储 QE 期间，铜油多快速上行，黄金走势分化；日本 QE 对大宗商品影响有限

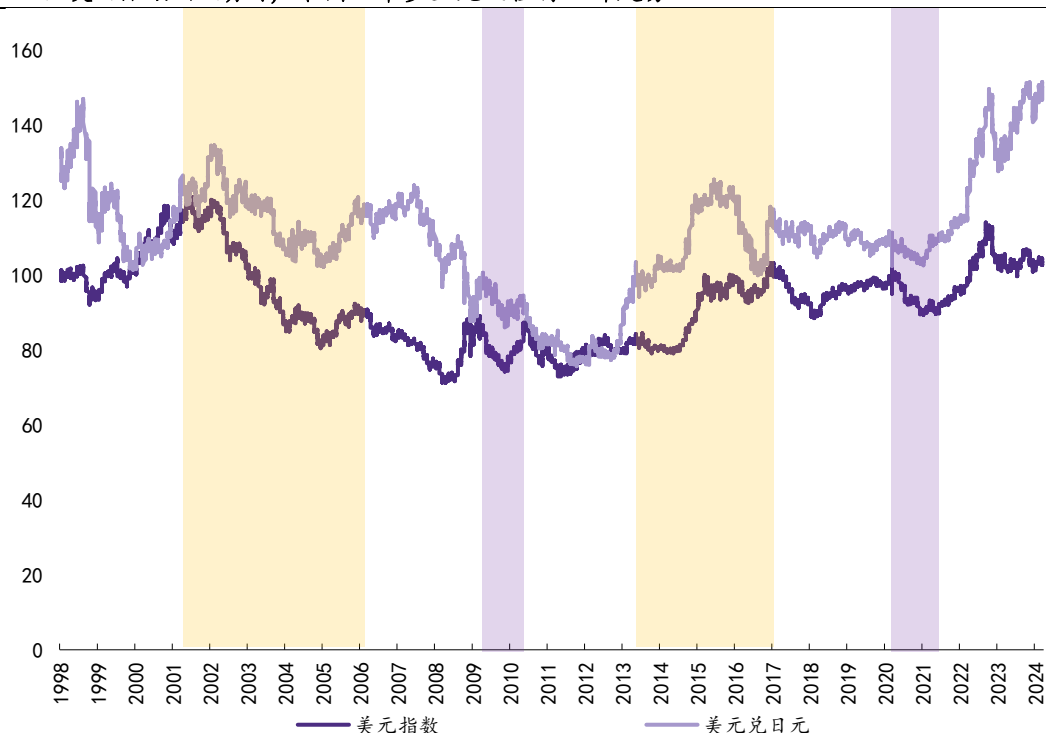


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究，淡黄色阴影区域为日央行 QE 政策实施期间、淡紫色阴影区域为美联储 QE 政策实施期间

### 3.4、汇：美元和日元在 QE 周期均先贬后升

在美日央行实施 QE 期间，本国汇率多呈先贬值再回升的趋势。汇率走势受到利率、经济预期、通胀、政策预期等多种因素影响。在美联储和日央行相继实施的四轮 QE 政策期间，本国汇率由三轮均呈先贬值再回升的走势，其中日元兑美元在日央行第二轮 QE 中前期贬值了 23%左右，直至 2016 年上半年才小幅震荡回弹了 7%左右。美元指数在美联储首次实施 QE 前期也贬值了近 16 个百分点，此后才重新开始震荡回升。QE 初期汇率贬值的原因主要在于一方面央行大规模注入货币流动性导致本国货币供应过剩，另一方面 QE 多启动于经济承压或者黑天鹅事件冲击的背景下，在此期间投资者风险偏好回落，叠加利率下降，资金外流加剧，汇率贬值压力加大。而之后随着经济复苏预期、通胀预期的上升，叠加货币持续宽松政策预期的回落，资金回流，汇率逐步升值。

图表 16：美日启动 QE 期间，本国汇率多呈先贬值再回升走势

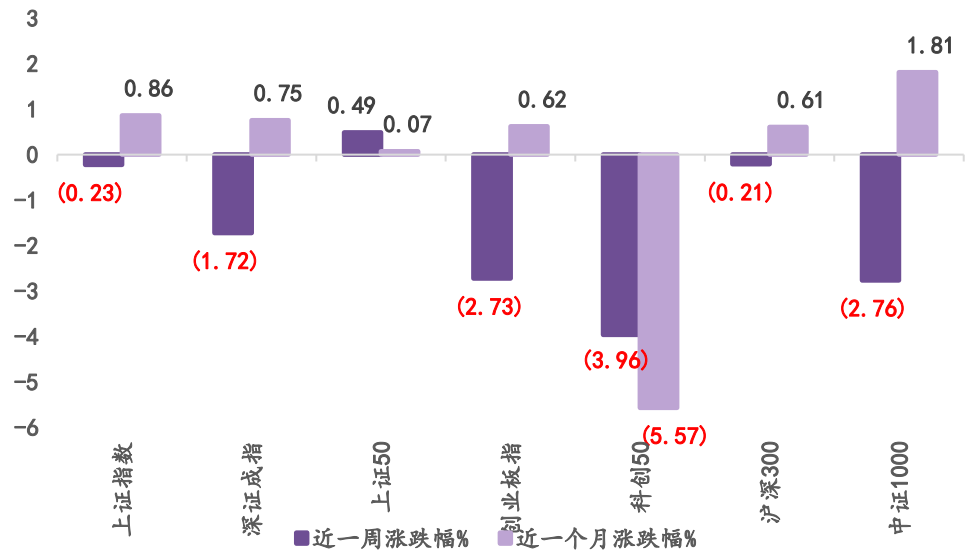


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究，淡黄色阴影区域为日央行 QE 政策实施期间、淡紫色阴影区域为美联储 QE 政策实施期间

## 4、市场复盘：宽基指数延续震荡下行

本周宽基指数延续震荡下行，其中仅上证 50 小幅上涨，科创 50、中证 1000、创业板指跌幅靠前。本周除上证 50 上涨了 0.49%外，其他宽基指数均呈下跌态势，其中科创 50、中证 1000、创业板指、深证成指、上证指数、沪深 300 本周分别下跌了 3.96%、2.76%、2.73%、1.72%、0.23%、0.21%。

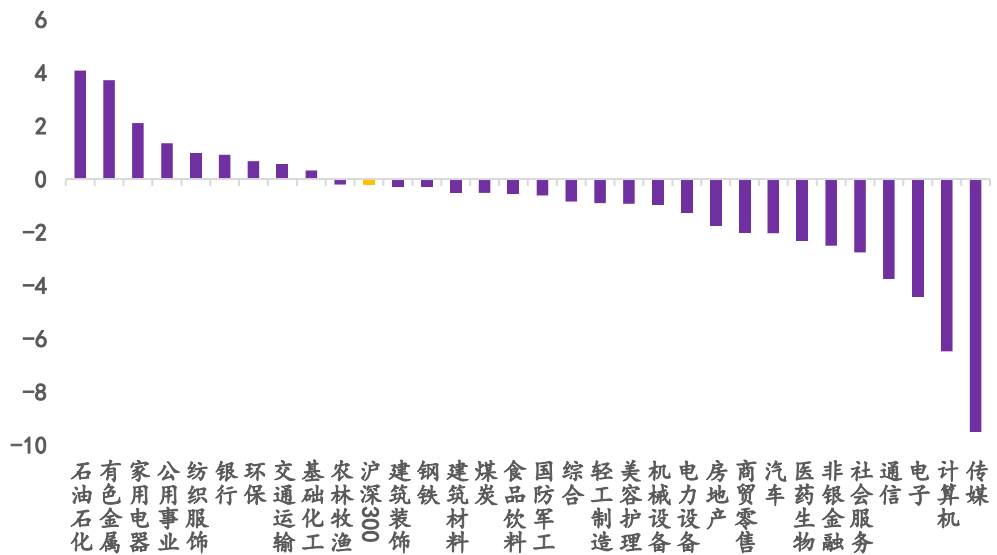
图表 17: 宽基指数涨跌幅 (%)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

行业层面, 申万行业跌多涨少。其中石油石化、有色金属、家用电器行业涨幅居前, 分别上涨了 4.08%、3.72%、2.1%。传媒、计算机、电子、通信、社会服务、非银金融行业跌幅靠前, 分别下跌了 9.52%、6.47%、4.43%、3.76%、2.76%、2.50%。

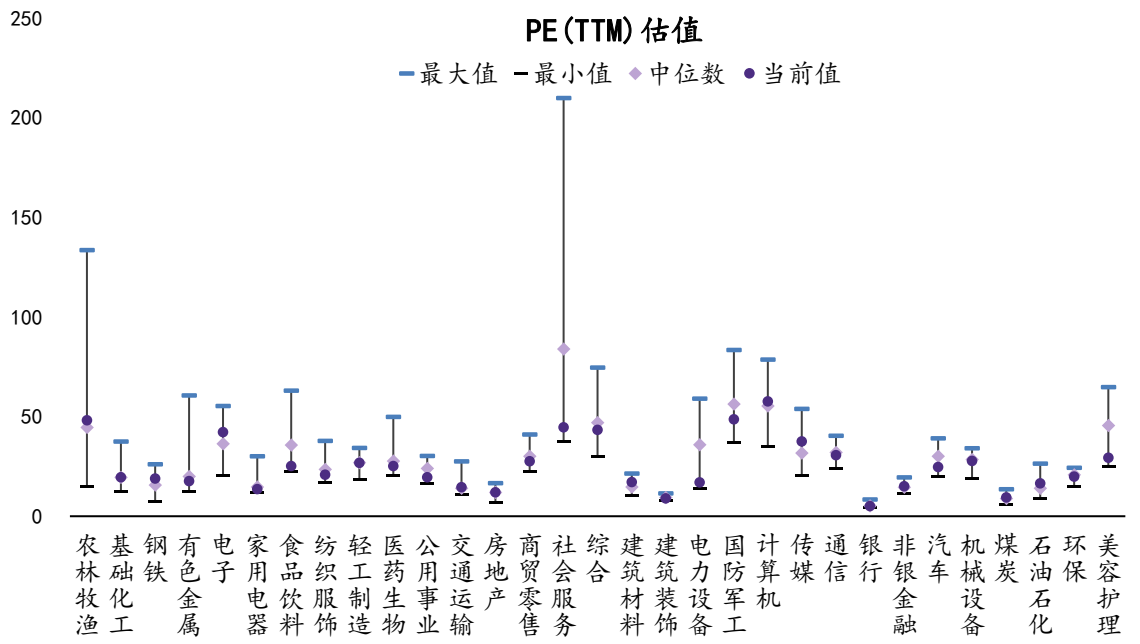
图表 18: 申万行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

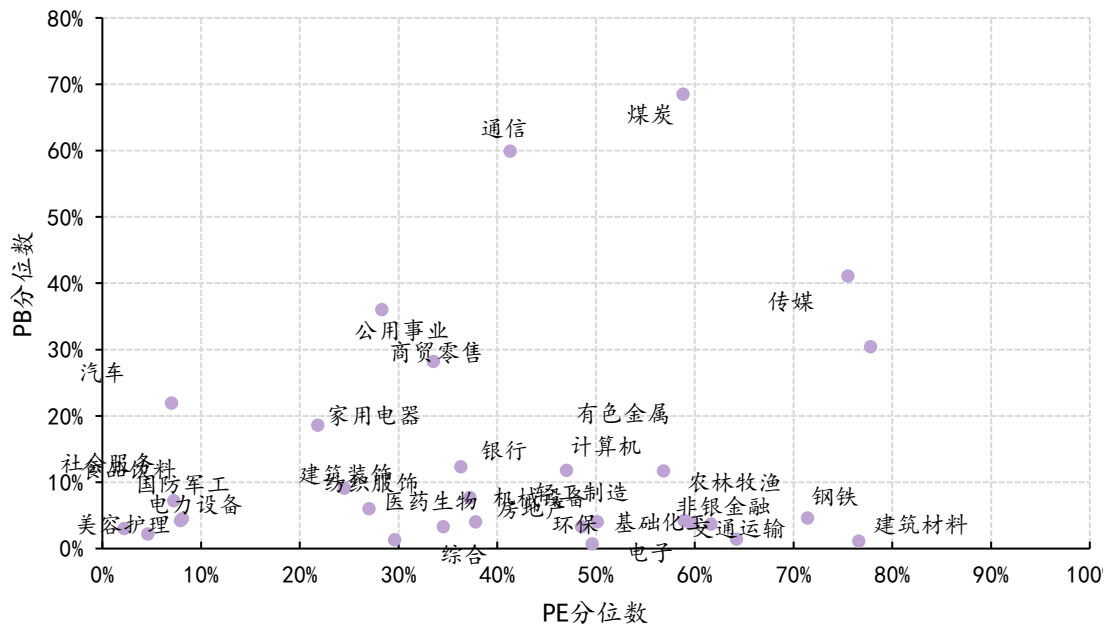
估值方面, 本周行业估值涨跌各半。其中有色金属、房地产、综合行业估值涨幅居前, 当前 PE 值分别为 1.13X、1.09X、1.07X。此外, 传媒、社会服务、商贸零售、计算机行业估值跌幅靠前, 当前 PE 值分别为 0.92X、0.93X、0.94X、0.95X。

图表 19: 行业估值水平



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 20: PE&PB 静态估值



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

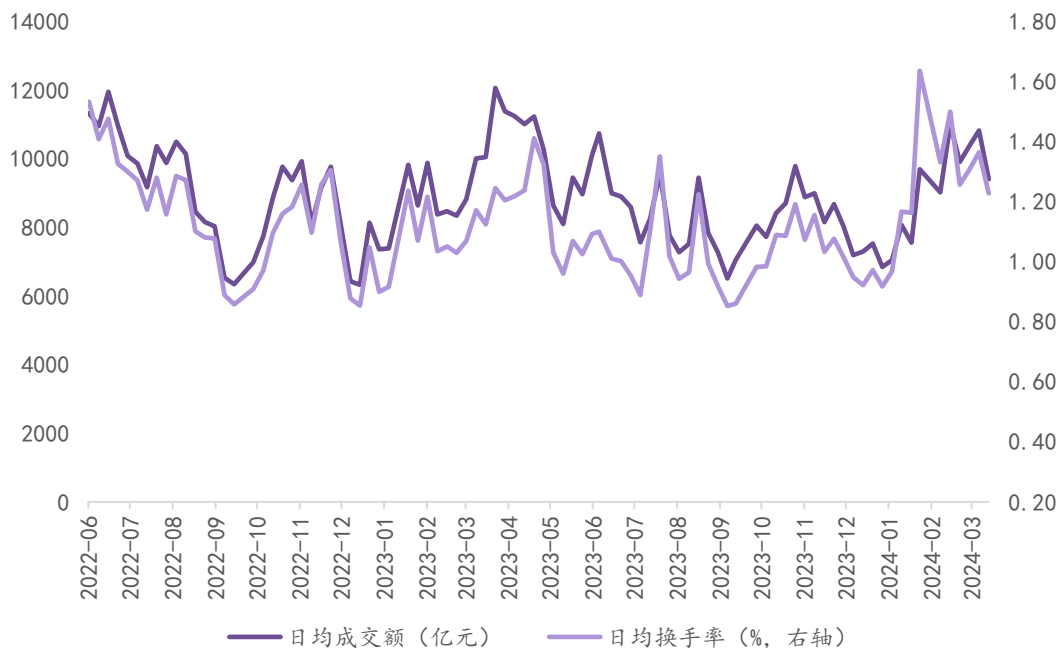


## 5、情绪总览

### 5.1、交投活跃度：市场交投情绪降温

市场成交额缩量，换手率回落。本周 A 股日均成交额为 9408.58 亿元，环比减少 1414.49 亿元；日均换手率为 1.2278，环比下跌 0.1365 个百分点。

图表 21：成交额与换手率变化趋势

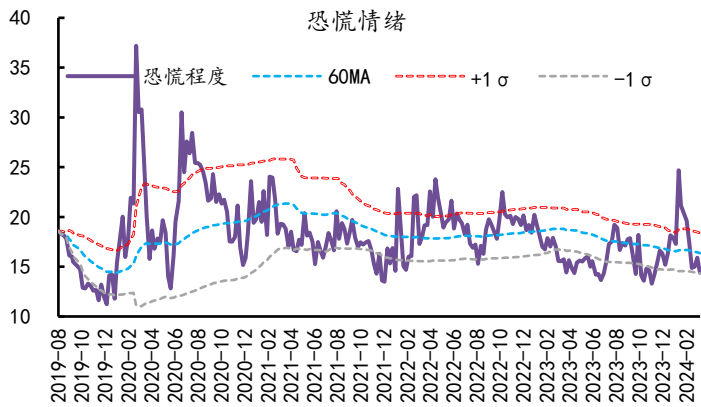


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

### 5.2、恐慌：国内外均有所缓解

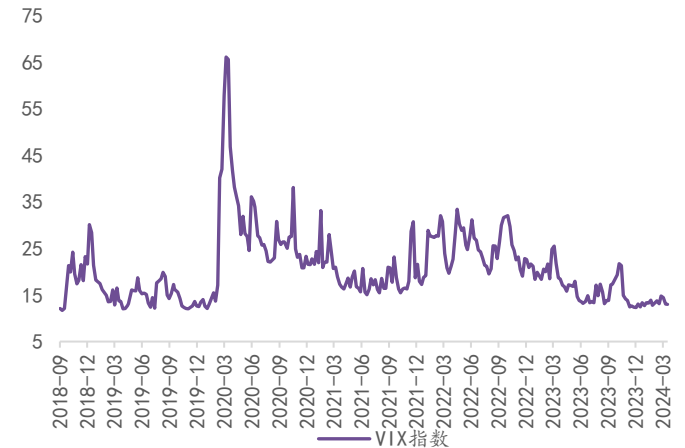
本周 50 隐波大幅下行，国内恐慌情绪大幅缓解；VIX 指数小幅下行，海外恐慌情小幅缓解。平均上证 50ETF 隐含波动率为 14.38，环比下跌 1.54，本周国内恐慌情绪大幅缓解；平均 VIX 指数为 13.01，环比下行 0.05，海外恐慌情绪略有缓解。

图表 22: 50 隐波大幅下行



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 23: VIX 指数小幅行

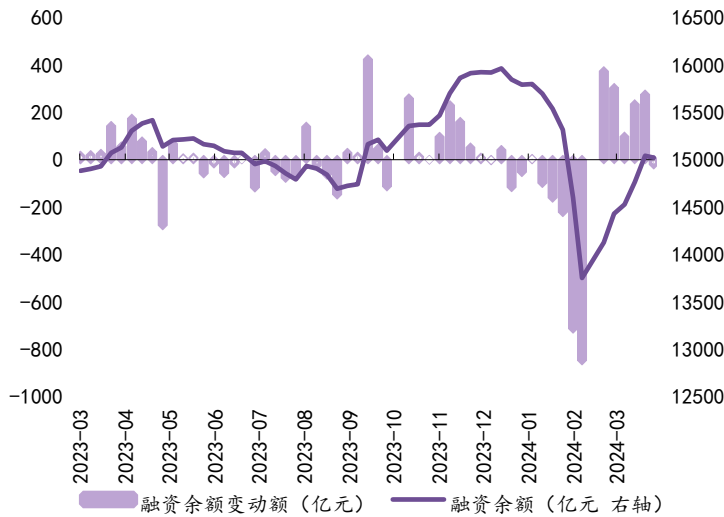


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

### 5.3、内资：融资余额小幅流出，交易占比快速回落

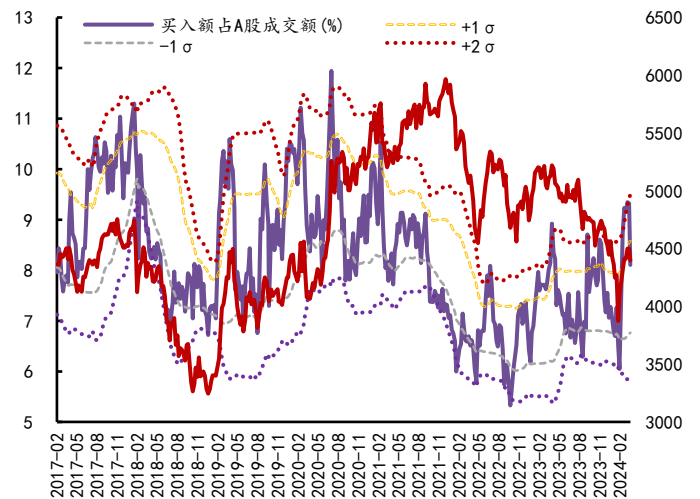
本期融资余额小幅流出，融资交易占比大幅下行。具体来看，本期杠杆资金净流出 20.87 亿元，环比多流出 297.4 亿元，两融资金净流入额小幅减少。买入额占 A 股成交额 8.11%，环比下行 1.21%，本周融资交易占比大幅下行。

图表 24: 融资余额小幅流出



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 25: 融资交易占比快速回落

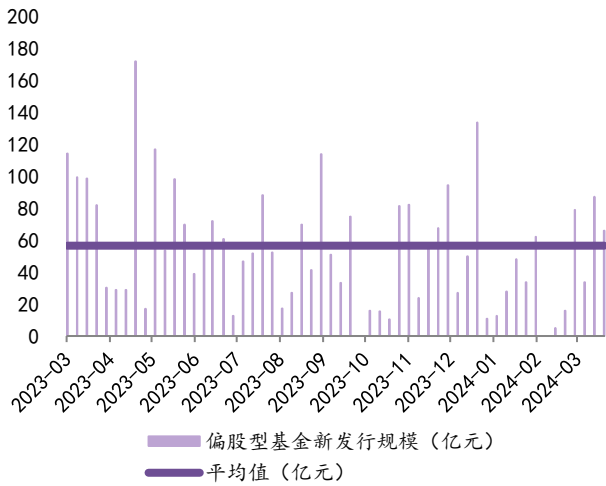


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

本周基金新发规模小幅下降。具体来看，本周偏股型基金发行 65.88 亿元，环比减少 21.41 亿元，新发基金规模小幅下降。

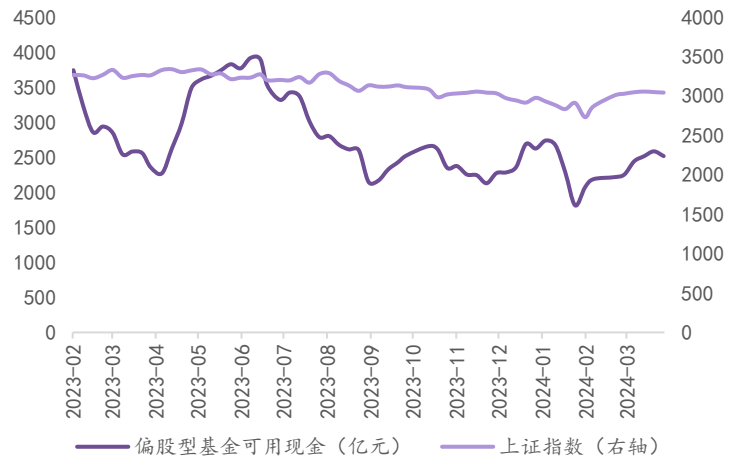
偏股型基金可用现金小幅下降。具体来看，本周偏股型基金可用现金 2515.07 亿元，环比减少 68.30 亿元，偏股型基金可用现金小幅下降。

图表 26: 偏股型基金新发规模小幅下降



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 27: 偏股型基金可用现金小幅下降

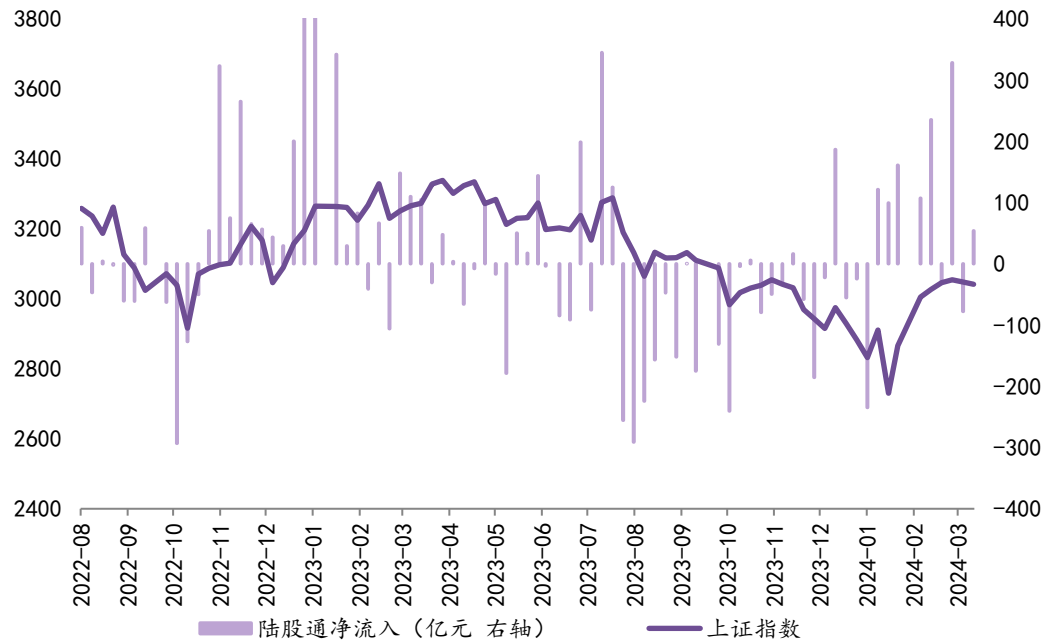


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

## 5.4、外资：北向资金小幅净流入，海外看涨情绪回落

本周北向资金小幅净流入。具体来看，本周北向资金净流入 53.81 亿元，环比多流入 131.58 亿元。

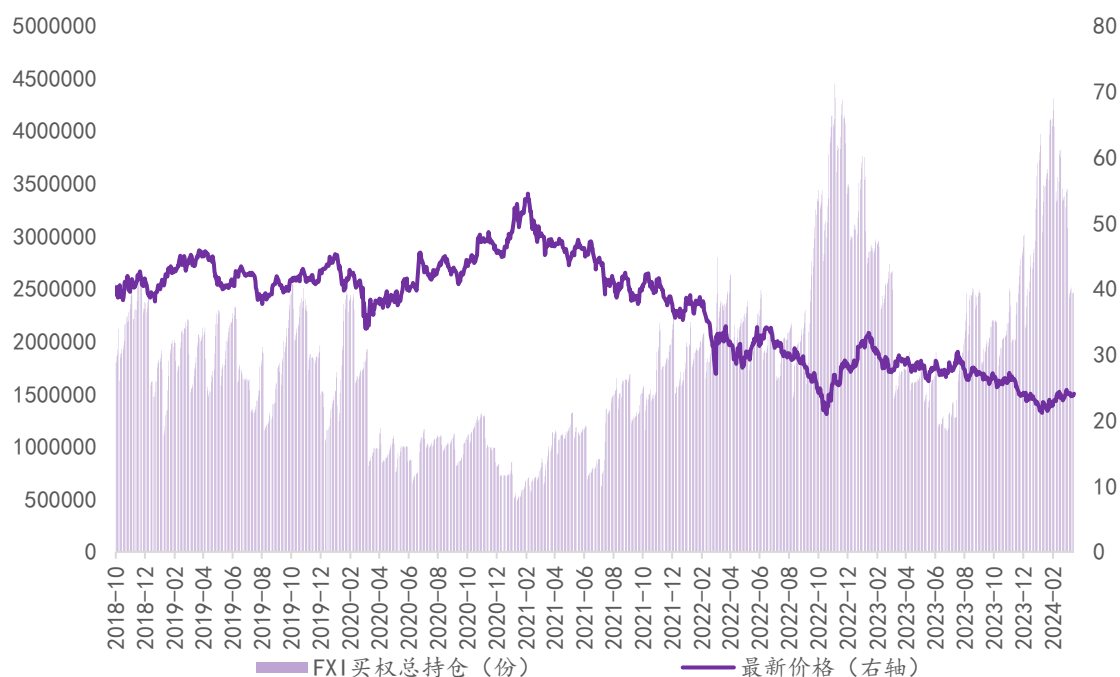
图表 28: 北向资金小幅净流入



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

本周 iShare 中国 ETF 海外看涨情绪持续回落。具体来看，本周 iShare 中国 ETE(FXI) 看涨期权持仓量环比减少 4.4 万份，价格上升了 0.39，海外资金看涨情绪持续回落。

图表 29: iShare 中国 ETF 看涨情绪持续回落



资料来源: Bloomberg, 华鑫证券研究

## 6、资金行业选择：内外资分歧加剧

本期内外资共同流入了医药生物、非银金融等行业，共同流出了银行、汽车行业，而二者分歧主要集中在电力设备、基础化工、计算机、机械设备等板块。

**共同看好-医药生物、非银金融：**医药生物行业表现为内资连续四期看好，而外资在本期转为看好；非银金融行业表现为内资连续四期看好，外资连续两期看好；

**共同看空-银行、汽车：**银行、汽车行业均表现为内外资在本期转为看空；

**分歧较大-电力设备、基础化工、计算机、机械设备：**电力设备行业表现为内资连续两期看好，而外资在本期转为看空；基础化工行业表现为内资连续两期看好，而外资连续三期看空；计算机行业表现为内资在并且转为看空，外资在本期转为看好；机械设备行业表现为内资在并且转为看空，外资连续两期看好。

图表 30: 内外资分歧与共识 (单位: 亿元)

	两融余额行业配置					北向资金行业配置					
	3.25-3.29	3.18-3.22	3.4-3.8	2.26-3.1	迷你图	3.25-3.29	3.18-3.22	3.4-3.8	2.26-3.1	迷你图	
医药生物	6.52	31.93	7.71	4.07		医药生物	26.08	-28.35	-26.52	22.96	
电力设备	6.07	14.01	-0.54	13.97		计算机	15.72	-2.98	13.14	8.94	
非银金融	3.68	15.78	6.19	15.83		传媒	13.97	-1.94	1.03	0.53	
基础化工	3.47	9.49	-0.76	4.29		食品饮料	13.67	9.34	4.91	20.04	
交通运输	2.62	0.11	0.76	7.32		非银金融	10.17	5.83	-6.11	5.61	
社会服务	2.50	1.02	0.31	2.25		电子	9.38	19.43	23.39	32.52	
食品饮料	2.07	-1.00	0.80	4.36		有色金属	8.26	-1.98	2.18	19.57	
商贸零售	2.07	1.55	1.28	1.23		煤炭	5.82	-4.16	-1.51	6.30	
国防军工	2.02	9.75	2.45	9.48		农林牧渔	4.03	-1.04	-4.96	7.26	
有色金属	1.18	23.84	12.12	2.29		机械设备	2.68	9.50	-2.39	25.26	
通信	0.59	4.54	2.31	18.86		家用电器	1.10	19.28	-15.76	21.86	
钢铁	0.43	3.43	-0.70	2.92		美容护理	0.85	-3.00	-3.23	8.64	
纺织服饰	0.30	0.37	-0.02	0.31		建筑材料	0.04	6.22	2.89	6.40	
建筑材料	0.12	3.87	-0.35	1.23		综合	-0.18	0.56	-0.45	0.39	
房地产	0.05	2.53	5.40	2.07		社会服务	-0.42	1.93	-0.23	2.30	
农林牧渔	-0.07	-0.73	-1.81	3.42		环保	-1.06	-0.56	-1.48	0.08	
美容护理	-0.10	1.52	0.72	0.13		建筑装饰	-2.04	-6.79	-2.83	2.46	
综合	-0.11	0.59	-0.08	0.36		汽车	-2.05	5.67	-12.90	20.74	
煤炭	-0.31	4.84	2.72	9.17		商贸零售	-2.15	8.81	-3.93	1.29	
环保	-0.47	1.16	-0.37	2.54		轻工制造	-2.23	-2.79	-6.27	-4.50	
石油石化	-0.48	-0.50	-1.13	2.12		纺织服饰	-3.12	-1.09	-1.13	1.60	
电子	-1.41	20.75	24.90	21.99		交通运输	-4.16	1.21	-10.34	-1.95	
公用事业	-2.05	3.81	-3.59	6.51		钢铁	-4.28	0.13	-0.98	0.54	
轻工制造	-2.11	0.67	0.04	2.01		房地产	-4.54	1.50	-9.70	5.00	
建筑装饰	-2.18	0.65	0.64	4.31		公用事业	-5.57	7.58	-10.66	11.56	
传媒	-3.11	11.84	-1.93	6.71		国防军工	-5.77	-0.25	-7.23	2.84	
家用电器	-4.02	5.20	3.89	-0.72		基础化工	-6.43	-16.26	-29.67	10.33	
机械设备	-4.28	12.63	-1.20	14.37		石油石化	-6.47	6.38	13.68	4.26	
汽车	-6.84	22.01	5.20	8.79		电力设备	-6.72	12.75	-26.93	16.24	
银行	-7.54	2.32	-3.06	13.06		通信	-7.22	-0.19	-14.96	4.15	
计算机	-11.56	29.76	11.06	37.67		银行	-14.07	11.24	8.80	41.56	

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

## 7、投资日历: 海外跟踪联储官员发言、非农和 PMI, 国内关注 CPI、出口

**海外:** 关注重要数据和官员发言对于软着陆降息预期的影响, 议息会议之后密集联储官员发言将对于市场降息预期进一步修正, 同时美国的非农和 PMI 数据也会影响对于整体经济的判断。

**国内:** 关注 CPI、出口, 判断经济-价和外需变化。

图表 31：双周宏观日历

	经济数据	行业事件	内外热点
星期一 2024-04-01	美国ISM PMI		
星期二 2024-04-02	美国JOLTS报告 美国耐用品报告	FOMC库克，鲍曼发言	
星期三 2024-04-03	美国ISM服务业PMI 美国ADP 欧洲CPI	FOMC威廉姆，戴利，梅斯特发言	
星期四 2024-04-04	欧洲PPI 美国初中	FOMC鲍威尔，巴尔发言	
星期五 2024-04-05	美国非农 欧洲零售	FOMC巴金，柯斯林发言	
星期六 2024-04-06			
星期日 2024-04-07			
星期一 2024-04-08			
星期二 2024-04-09			
星期三 2024-04-10	美国CPI		
星期四 2024-04-11	中国CPI 美国PPI		央行利率决议
星期五 2024-04-12	中国出口		

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

## 8、风险提示

- (1) 政策变化大超预期；
- (2) 国内经济不及预期；
- (3) 外部风险冲击加剧

## ■ 宏观策略组介绍

**杨芹芹：**经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**孙航：**金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所

## ■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。