

海外与大类周报

证券研究报告

2024年04月09日

当前美股可能发生回调的概率与幅度

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：
S1110524030001
wukaida@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略：A 股策略周报-近期 PMI 对比 19 年初有何指引》 2024-04-08
- 《投资策略：华夏深国际仓储物流 REIT 获批 - 周观 REITs2024 年 4 月第 1 周》 2024-04-07
- 《投资策略：海外与大类周报 - 美国流动性环境的表观与体感差异》 2024-04-01

港股市场：香港广义流动性缓慢回升

1) 港股延续震荡格局，顺周期板块保持强势。中国 3 月制造业 PMI 时隔 5 个月重新站上荣枯线上方，港股开盘首日给予积极回应，但此后在缺少更多积极催化的背景下转而走弱。4 月 2 日至 5 日，央企与高股息风格均有所表现，纷纷上涨 1.1%，恒生科技小幅回落 0.77%；行业层面，以原材料与能源为代表的顺周期板块延续强势，分别上涨 6%、4%，医疗保健板块调整较多为 -3.96%；

2) 香港广义流动性支持仍然偏弱，等待美港利差收窄以缓解港元贬值压力，届时港股估值有望回升。长期来看，恒指与 M3 增速具有较好的正相关性，在后续广义流动性修复程度的判断上，我们认为上行空间或在短期内较为有限，一方面当前美港利差水平接近历史相对高位，联系汇率制下金管局或将进一步收紧银行间流动性来缓解港元贬值压力，基础货币扩张存在一定挑战，另一方面货币乘数的扩张取决于居民与企业进一步提升杠杆的意愿，考虑到国内经济复苏仍处在验证阶段，前期政策组合效果或在将来逐渐显现，信用修复的持续性仍需进一步观察。往后看，若经济修复成色与美联储降息均得到有效确认，香港广义流动性将有望逐渐回升；

3) 配置方面，在经济数据持续性等待验证以及港元贬值压力尚未完全缓解的背景下，建议仍以高股息策略为主。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：短期市场或存在过热迹象

1) 美国主要指数悉数收跌，能源与通信板块逆势上涨。3 月制造业 PMI 与非农就业数据均好于预期，叠加美联储部分官员释放鹰派信号，市场降息预期再遭压制，十年期美债到期收益率一度突破 4.4%，美国主要指数全线下跌。4 月 1 日至 5 日，纳指小幅回调 0.8%，道指跌幅显著达 -2.27%；风格层面，成长风格相对抗跌，罗素 3000 成长收跌 0.79%；行业层面，仅能源(+3.90%)与通信服务(+2.47%)板块录得正收益，房地产(-2.95%)、医疗保健(-3.07%)等行业领跌市场；

2) 美国劳动力市场的紧张状态将支撑经济保持韧性，美股因基本面恶化出现深度调整的概率或偏低。尽管过去三年美联储通过大幅加息来抑制需求，就业人数与职位空缺数均不再大幅增长，但劳动人口水平相对更低，导致决定 GDP 增速走势的因素更多取决于供给而非需求。短期内劳动力市场的紧张状况或难以缓解，结构性的职位空缺使得低收入群体的工资增速远高于市场平均水平，转化成消费后会为美国经济形成支撑。历史上看，当美国经济增速处于上升阶段时，标普 500 也常同步上涨，因此中期维度下美股出现深度调整的概率或较低；

3) 历史上当标普 500 估值处于比当前更高水平时，未来一至两年内约有 50%左右概率出现回调。1991 年以来，标普 500 月末 EP 值小于当前水平的样本数共有 63 个，其中未来一/两年收益率为负的样本占比分别为 49.2%、44.4%，表明标普 500 在未来一至两年内可能存在 50%左右的调整概率；在美国基本面良好的基准假设下，判断未来一年标普 500 的回调空间或在 9.49%左右；

4) 短期美股动量效应演绎至历史相对高位，后续或存在一定调整压力。参考 1960 年来的动量见顶经验，判断当前时刻的未来 6 个月内预期回调空间或在 5%左右；

5) 投资策略上，在美国经济软着陆与金融条件指数延续宽松的基准假设下，美股或在中期维度内维持上升趋势，但短期内或存在过热迹象，估值与动量效应测算可能的调整幅度在 5-10%，可对美股保持阶段性谨慎。行业配置上，一是若后续制造业 PMI 确认上行趋势，以能源、原材料为代表的周期板块或有所表现，二是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

风险提示：海外流动性快速收紧；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：香港广义流动性缓慢回升.....	4
1.2. 美股市场：短期市场或存在过热迹象.....	5
2. 大类资产回顾.....	9
2.1. 股票市场.....	9
2.2. 债券市场.....	12
2.3. 外汇市场.....	13
2.4. 大宗商品.....	14
3. 全球宏观经济回顾.....	15
4. 主要经济体重要数据与事件日历.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：港股主要风格指数涨跌幅(4.1-4.5).....	4
图 2：恒生综合行业指数涨跌幅(4.1-4.5).....	4
图 3：恒指与香港 M3 同比走势高度相关.....	4
图 4：当前美港利差触及历史相对高位水平.....	4
图 5：美股主要风格指数涨跌幅(4.1-4.5).....	5
图 6：标普 500 一级行业指数涨跌幅(4.1-4.5).....	5
图 7：1966-1989 年标普 500 跌幅超 20% 波段划分.....	5
图 8：1989-2024 年标普 500 跌幅超 20% 波段划分.....	5
图 9：当前美国劳动力需求仍为负缺口.....	6
图 10：美国劳动力市场状况指数处于收紧区间.....	6
图 11：当前美国 GDP 与劳动力需求增速出现背离.....	6
图 12：美国不同年龄组的劳动生产率较 2019 年初的变化.....	6
图 13：美国低收入群体工资增速维持高位.....	6
图 14：美国 GDP 增速上行时标普 500 也大概率走强.....	6
图 15：标普 500 EP 值与未来一年收益率.....	7
图 16：标普 500 EP 值与未来两年收益率.....	7
图 17：1991 年以来标普 500 EP 值小于当前值并在未来一年发生调整的样本分布.....	7
图 18：1991 年以来标普 500 EP 值小于当前值并在未来两年发生调整的样本分布.....	7
图 19：标普 500 滚动 100 日收益率.....	8
图 20：全球股票市场指数涨跌幅(4.1-4.5).....	9
图 21：恒生风格指数估值与历史分位.....	9
图 22：恒生行业指数估值与历史分位.....	9
图 23：港股通单周净买入规模(4.1-4.5).....	9
图 24：恒生行业指数单周港股通净流入(4.1-4.5).....	9
图 25：港股卖空额占市场成交总额比例.....	10

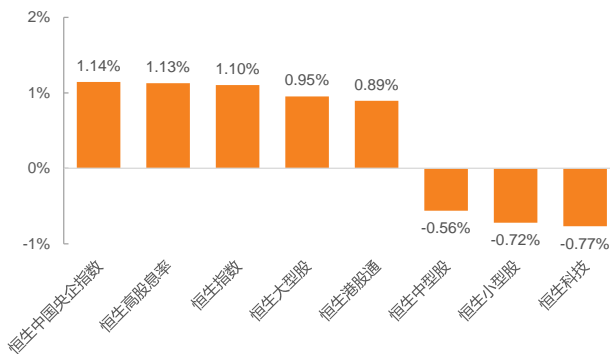
图 26: 恒生指数 6 日 RSI 指数	10
图 27: 标普 500 市场宽度指标	10
图 28: 标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值	11
图 29: 美股主动投资仓位指数	11
图 30: VIX 与 MOVE 指数	11
图 31: CBOE 偏度指数	11
图 32: 标普 500 离散性与相关性指数	11
图 33: CBOE 权益看跌/看涨比率	11
图 34: 中国公开市场操作货币净投放	12
图 35: 7 天资金拆借利率	12
图 36: 十年国债与国开债到期收益率	12
图 37: 中美长债利差	12
图 38: 中国信用利差与期限利差	12
图 39: 美国期限利差与信用利差	12
图 40: 美元指数	13
图 41: 人民币汇率	13
图 42: 美元兑人民币即期询价成交量	13
图 43: 美元兑人民币掉期报价	13
图 44: 欧元兑美元与英镑兑美元	13
图 45: 港元汇率与美港利差	13
图 46: 全球主要大宗商品涨跌幅(4.1-4.5)	14
图 47: 布伦特与 WTI 原油价格	14
图 48: 美国 API 原油库存	14
图 49: 伦敦金与沪金	14
图 50: LME 铜价	14
图 51: CME 加息概率	15
图 52: 亚特兰大联储预估 2024Q1 GDP 环比变化	15
图 53: 美国新增非农就业人数与失业率	15
图 54: 美国 ADP 新增就业人数	15
图 55: 美国制造业与非制造业 PMI	15
图 56: 美国工厂订单环比	15
图 57: 德国制造业与服务业 PMI	16
图 58: 法国制造业与服务业 PMI	16
图 59: 日本制造业与服务业 PMI	16
图 60: 韩国 CPI 与核心 CPI 同比	16
表 1: 标普 500 滚动 100 日动量见顶后的市场表现	8
表 2: 标普 500 一级行业指数宽度指标	10
表 3: 下周重点数据与事件	16

1. 权益市场回顾

1.1. 港股市场：香港广义流动性缓慢回升

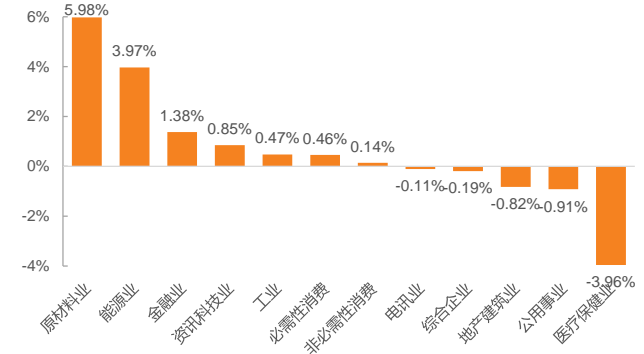
港股延续震荡格局，顺周期板块保持强势。中国3月制造业PMI时隔5个月重新站上荣枯线上方，港股开盘首日给予积极回应，但此后在缺少更多积极催化的背景下转而走弱。4月2日至5日，央企与高股息风格均有所表现，纷纷上涨1.1%，恒生科技小幅回落0.77%；行业层面，以原材料与能源为代表的顺周期板块延续强势，分别上涨6%、4%，医疗保健板块调整较多为-3.96%。

图 1：港股主要风格指数涨跌幅(4.1-4.5)



资料来源：Wind，天风证券研究所

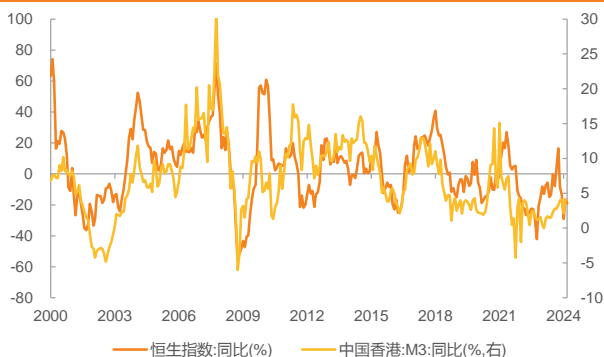
图 2：恒生综合行业指数涨跌幅(4.1-4.5)



资料来源：Wind，天风证券研究所

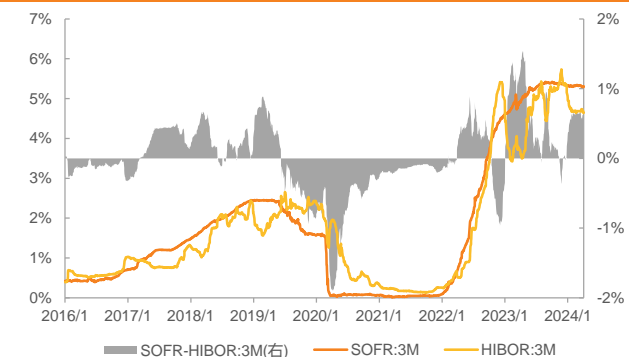
香港广义流动性支持仍然偏弱，等待美港利差收窄以缓解港元贬值压力，届时港股估值有望回升。3月底香港金管局发布2月金融数据，确认M3增速环比改善1.92pct，广义货币自2023年2月筑底以来整体保持升势，但与疫情前增速相比仍处在偏低水平。长期来看，恒指与M3增速具有较好的正相关性，在后续广义流动性修复程度的判断上，我们认为上行空间或在短期内较为有限，一方面当前美港利差水平接近历史相对高位，联系汇率制下金管局或将进一步收紧银行间流动性来缓解港元贬值压力，基础货币扩张存在一定挑战，另一方面货币乘数的扩张取决于居民与企业进一步提升杠杆的意愿，考虑到国内经济复苏仍处在验证阶段，前期政策组合效果或在将来逐渐显现，信用修复的持续性仍需进一步观察。往后看，若经济修复成色与美联储降息均得到有效确认，香港广义流动性将有望逐渐回升。

图 3：恒指与香港 M3 同比走势高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：当前美港利差触及历史相对高位水平



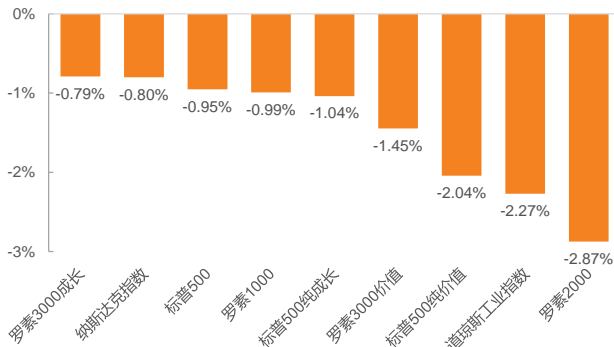
资料来源：Wind，天风证券研究所

配置方面，在经济数据持续性等待验证以及港元贬值压力尚未完全缓解的背景下，建议仍以高股息策略为主。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：短期市场或存在过热迹象

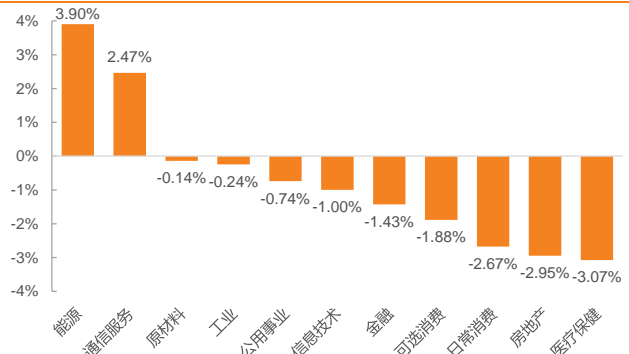
美国主要指数悉数收跌，能源与通信板块逆势上涨。3月制造业PMI与非农就业数据均好于预期，叠加美联储部分官员释放鹰派信号，市场降息预期再遭压制，十年期美债到期收益率一度突破4.4%，美国主要指数全线下跌。截至4月5日FedWatch Tool显示6月联邦基金目标利率维持5.25-5.50%区间概率从34.2%上升至46.8%。4月1日至5日，纳指小幅回调0.8%，道指跌幅显著达-2.27%；风格层面，成长风格相对抗跌，罗素3000成长收跌0.79%；行业层面，仅能源(+3.90%)与通信服务(+2.47%)板块录得正收益，房地产(-2.95%)、医疗保健(-3.07%)等行业领跌市场。

图 5：美股主要风格指数涨跌幅(4.1-4.5)



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(4.1-4.5)

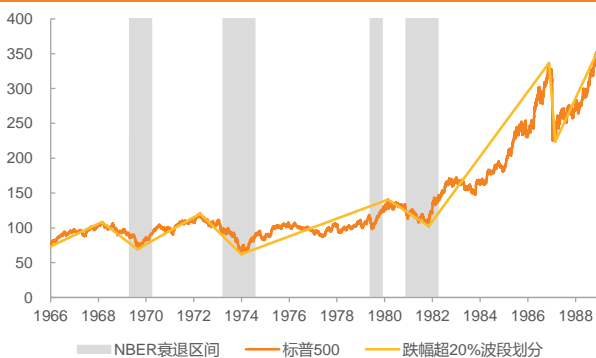


资料来源：Wind，天风证券研究所

3月中下旬以来，美国三大股指均呈现不同程度的横盘震荡迹象，考虑到美股自2023年11月见底反弹至今已经积累了较为可观的涨幅，部分投资者由此产生一定的回调担忧。如果美股在未来一段时间内可能出现调整，发生的概率以及可能的幅度又会是多少？从权益资产的定价因子出发，导致股指运行方向发生变化的因素主要包括经济基本面、估值以及风险偏好，各因子对市场的作用时效也由长至短，因此对于调整的界定也涉及驱动因素以及时间范围两个方面，下文将进行逐一讨论。

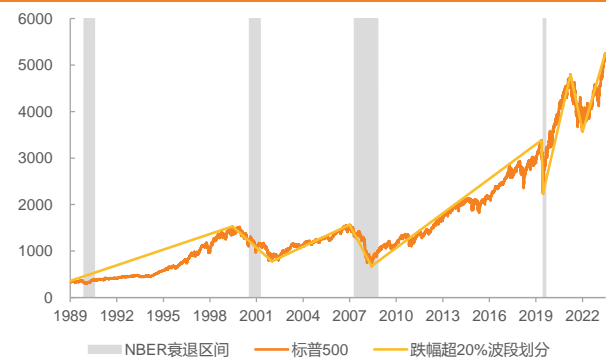
近六十年内，美股大幅调整区间与美国经济衰退阶段基本对应。1966年以来，美国共经历了8轮NBER定义的衰退周期，同期标普500也包含了8段跌幅超20%的区间，其中经济衰退与股指深度调整重叠的区间共有6段，表明美国经济基本面与美股具有较强的映射关系。此外在每轮衰退周期开始前，标普500早已开启下跌趋势，股指的区间底部也常落入衰退区间内，市场反弹较经济复苏也具有一定的领先性，反映投资者对未来经济的变化已经具备了一定的评估。

图 7：1966-1989 年标普 500 跌幅超 20% 波段划分



资料来源：彭博，天风证券研究所

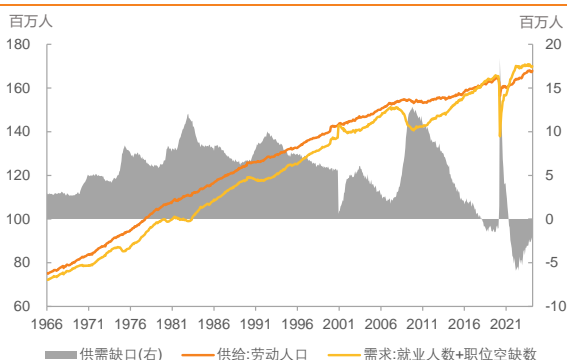
图 8：1989-2024 年标普 500 跌幅超 20% 波段划分



资料来源：彭博，天风证券研究所

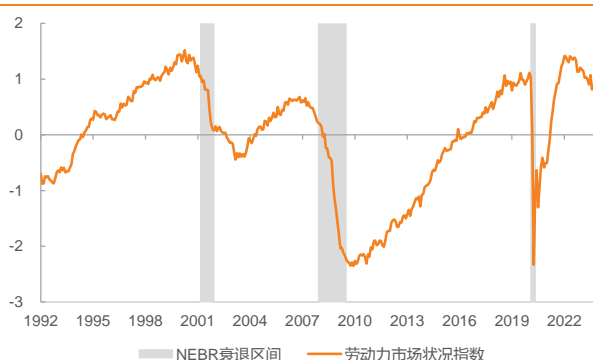
美国劳动力市场的紧张状态将支撑经济保持韧性，美股因基本面恶化出现深度调整的概率或偏低。从 1966 年以来的经验看，美国劳动力供给水平在大部分时间内均高于劳动力需求，但疫后二者的相对关系发生逆转，需求缺口在 2022 年 7 月一度达到 600 万人，此后虽然不断得到缓解，但 2024 年 2 月仍存在 210 万人缺口。尽管过去三年美联储通过大幅加息来抑制需求，就业人数与职位空缺数均不再大幅增长，但劳动人口水平相对更低，导致决定 GDP 增速走势的因素更多取决于供给而非需求，进而出现劳动力需求走弱但 GDP 增长的背离现象。短期内劳动市场的紧张状况或难以缓解，原因在于疫情之后主力年龄段(25-54 岁)的工人逐渐回到就业市场，但老年人(55 岁以上)选择提前退休，结构性的职位空缺使得低收入群体的工资增速远高于市场平均水平，转化成消费后会对美国经济形成支撑。历史上看，当美国经济增速处于上升阶段时，标普 500 也常同步上涨，因此中期维度下美股出现深度调整的概率或较低。

图 9：当前美国劳动力需求仍为负缺口



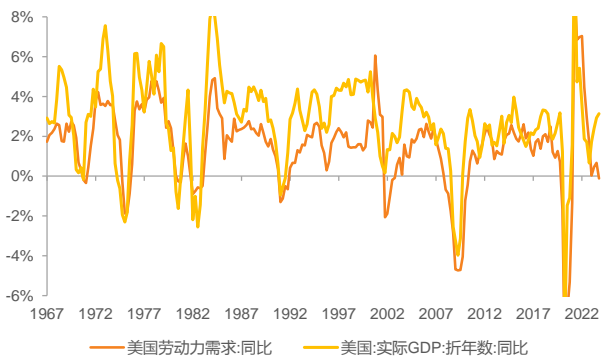
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：美国劳动力市场状况指数处于收紧区间



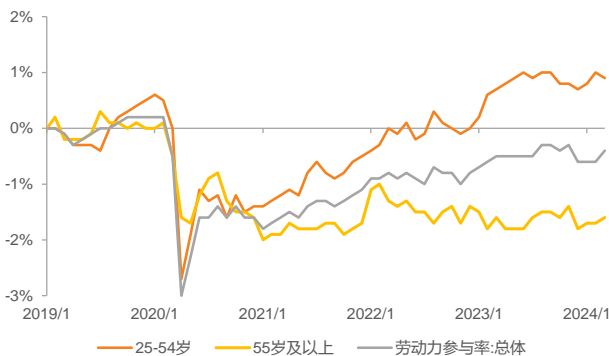
资料来源：堪萨斯联储，天风证券研究所

图 11：当前美国 GDP 与劳动力需求增速出现背离



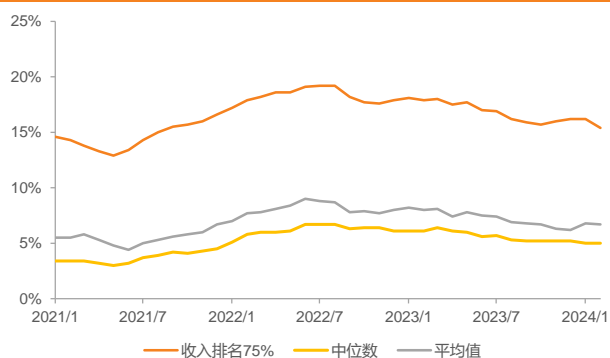
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：美国不同年龄组的劳动生产率较 2019 年初的变化



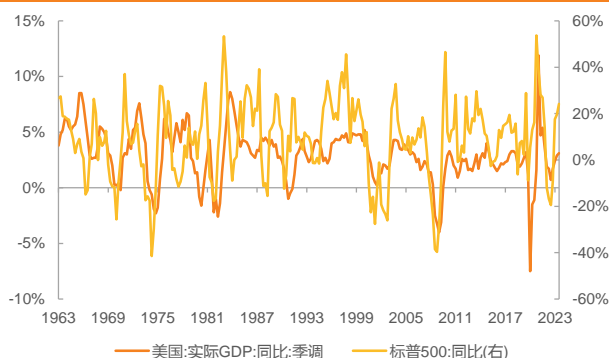
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：美国低收入群体工资增速维持高位



资料来源：亚特兰大联储，天风证券研究所

图 14：美国 GDP 增速上行时标普 500 也大概率走强

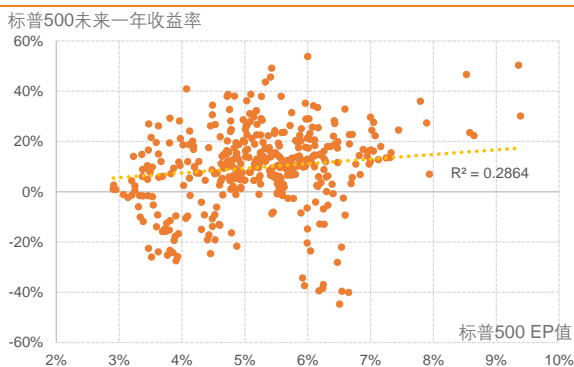


资料来源：Wind，天风证券研究所

当某个投资标的短期估值过高时，其未来预期收益率或将受到一定压制，也就是常说的“好资产需要匹配一个好价格”。采用标普 500 滚动市盈率的倒数来衡量便宜程度，EP 值越低则股指估值越高，将其与标普 500 未来一年与两年的收益率分别进行回归分析，可以发现美股也基本遵循当期估值越便宜、未来收益越高的特征，同时估值的预测效力会随着时间的拉长而提高(R 方变大)。

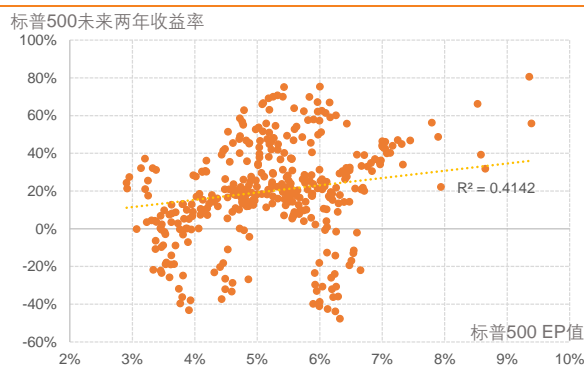
历史上当标普 500 估值处于比当前更高水平时，未来一至两年内约有 50%左右概率出现回调。截至 4 月 5 日，标普 500 滚动市盈率为 24.9 倍，处近十年 86.7%分位水平，对应 EP 值为 4%。1991 年以来，标普 500 月末 EP 值小于当前水平的样本数共有 63 个，其中未来一/两年收益率为负的样本占比分别为 49.2%、44.4%，表明标普 500 在未来一至两年内可能存在 50%左右的调整概率。在未来一年出现负收益的样本中，收益率中位数为 -14.0%，平均数为 -13.5%，回调幅度为 23-28%的占比较高，其次为 13-18%与 0-3%；在未来两年出现负收益的样本中，收益率中位数为 -16.1%，平均数为 -16.4%，回调幅度为 0-3%的占比较高，其次为 3-11%。基于前文讨论，我们认为在美国基本面良好的基准假设下，美股出现 20%以上回调的概率或较低，剔除相关样本并计算剩余样本平均值，得到未来一年标普 500 的回调空间或在 9.49%左右。

图 15：标普 500 EP 值与未来一年收益率



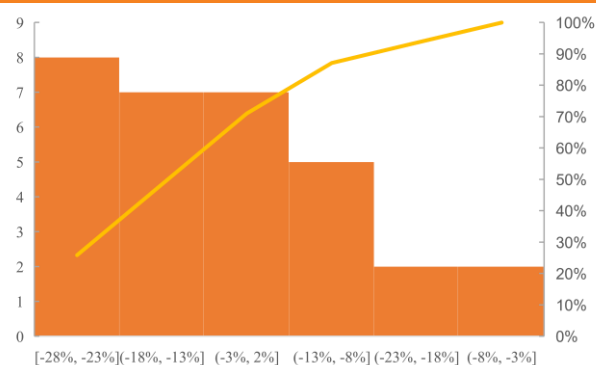
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 16：标普 500 EP 值与未来两年收益率



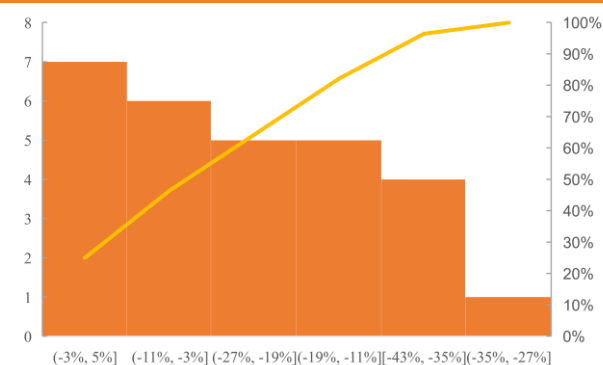
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 17：1991 年以来标普 500 EP 值小于当前值并在未来一年发生调整的样本分布



资料来源：彭博，天风证券研究所

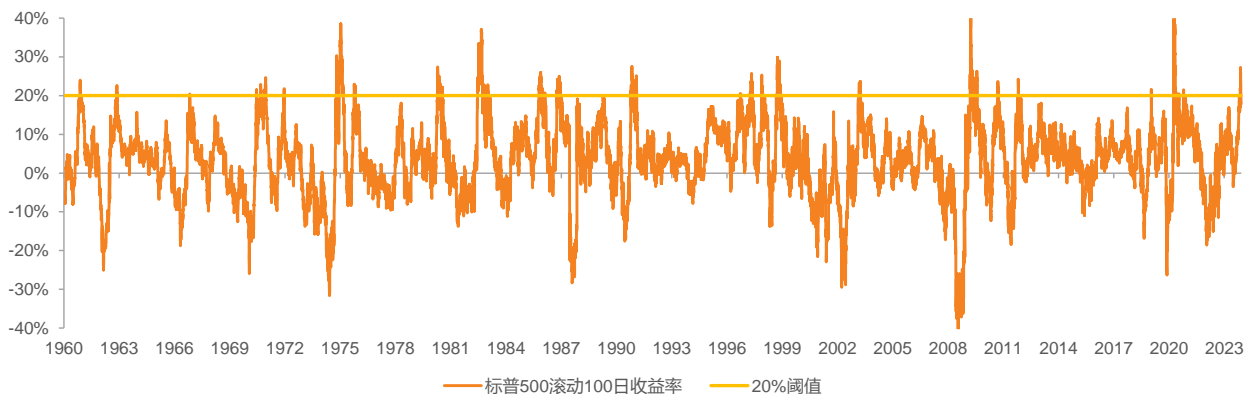
图 18：1991 年以来标普 500 EP 值小于当前值并在未来两年发生调整的样本分布



资料来源：彭博，天风证券研究所

短期美股动量效应演绎至历史相对高位，后续或存在一定调整压力。以标普 500 滚动 100 日收益率衡量市场情绪热度，历史上当动量收益触及 20% 时，后续动能大多边际趋弱。3 月 21 日，标普 500 动量触及今年以来最高点 27.3%，此后不断回落并于 4 月 5 日录得 17.9%，但仍处于历史偏高水平。1960 年至今，标普 500 共有 24 次动量见顶时刻，此后 3 至 6 个月内均大概率出现反转迹象但平均调整幅度有限，区间内仍维持上涨趋势。据此我们认为当前美股或存在一定调整压力，以历史经验下未来 6 个月内最大跌幅的平均值 4.4% 作为参考，判断当前时刻的未来 6 个月内预期回调空间或在 5% 左右。

图 19：标普 500 滚动 100 日收益率



资料来源：彭博，天风证券研究所

表 1：标普 500 滚动 100 日动量见顶后的市场表现

动量见顶	未来 3 个月内最大跌幅	未来 3 个月收益	未来 6 个月内最大跌幅	未来 6 个月收益
1961/3/20	-0.8%	1.3%	-0.8%	3.7%
1963/3/18	-0.2%	7.3%	-0.2%	11.0%
1967/3/22	-2.2%	2.5%	-2.2%	5.3%
1970/10/14	-1.7%	9.3%	-1.7%	20.6%
1971/4/14	-5.6%	-2.6%	-9.5%	-4.0%
1972/4/14	-4.6%	-2.3%	-4.6%	0.2%
1975/5/15	-5.9%	-5.3%	-10.2%	-3.2%
1976/2/4	-2.9%	-0.3%	-3.2%	1.5%
1980/8/15	-2.9%	4.4%	-2.9%	3.9%
1983/1/5	-1.4%	7.7%	-1.4%	18.7%
1986/3/20	-3.3%	4.1%	-3.3%	4.4%
1987/3/23	-7.6%	1.2%	-7.6%	6.9%
1989/8/23	-3.5%	-1.2%	-6.3%	-4.2%
1991/3/5	-2.7%	2.7%	-2.7%	4.6%
1997/1/22	-6.2%	-2.5%	-6.2%	17.7%
1997/9/2	-5.5%	2.5%	-5.5%	11.1%
1998/3/20	-2.0%	-1.1%	-12.9%	-10.8%
1999/1/28	-3.9%	7.5%	-3.9%	9.0%
2003/7/31	-2.5%	3.9%	-2.5%	15.5%
2009/7/29	0.5%	12.1%	0.5%	16.7%
2011/1/18	-2.9%	1.5%	-2.9%	1.9%
2012/2/24	-5.2%	-3.6%	-6.4%	2.9%
2019/5/17	-4.0%	2.3%	-4.0%	7.6%
2020/8/12	-4.2%	3.8%	-4.2%	13.3%
平均幅度	-3.4%	2.3%	-4.4%	6.4%

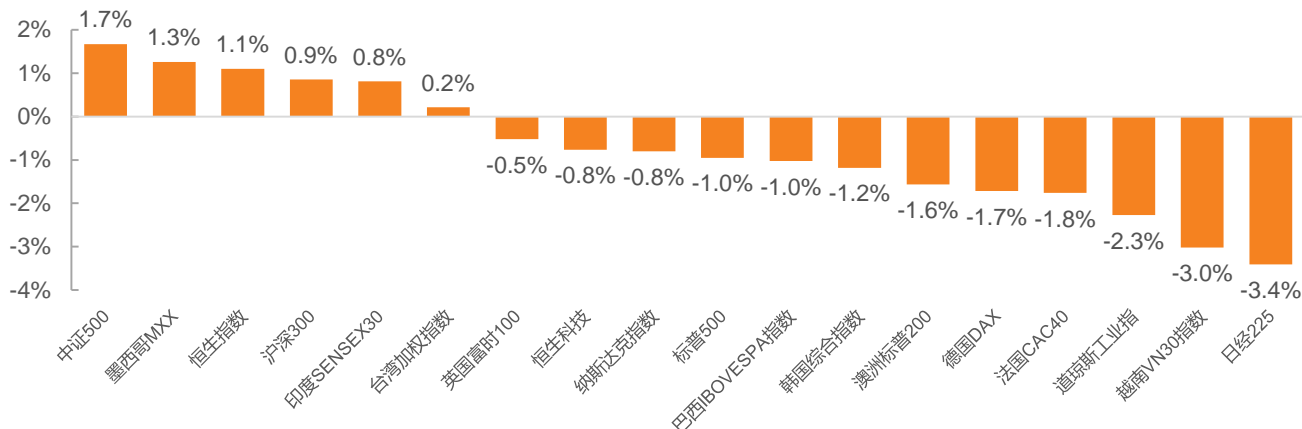
资料来源：彭博，天风证券研究所

投资策略上，在美国经济软着陆与金融条件指数延续宽松的基准假设下，美股或在中期维度内维持上升趋势，但短期内或存在过热迹象，估值与动量效应测算可能的调整幅度在 5-10%，可对美股保持阶段性谨慎。行业配置上，一是若后续制造业 PMI 确认上行趋势，以能源、原材料为代表的周期板块或有所表现，二是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

2. 大类资产回顾

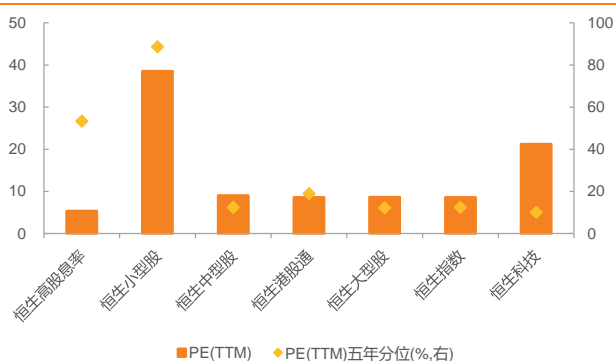
2.1. 股票市场

图 20：全球股票市场指数涨跌幅(4.1-4.5)



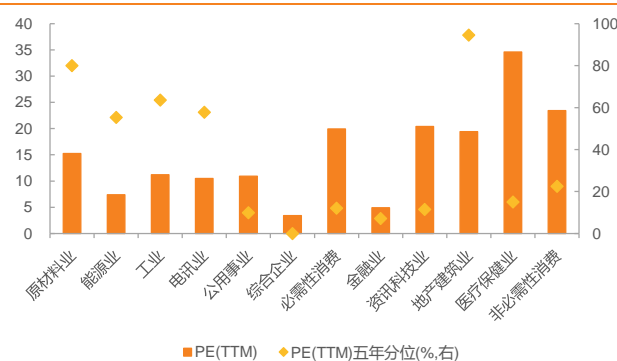
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：恒生风格指数估值与历史分位



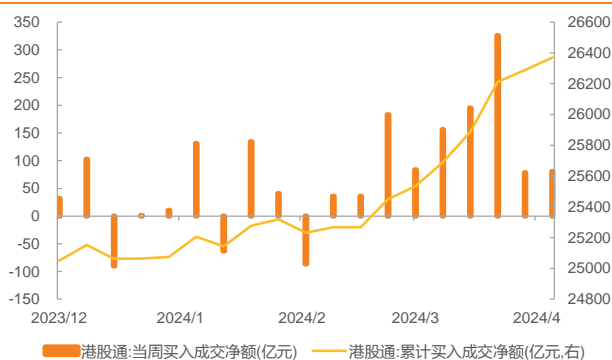
资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.4.5)

图 22：恒生行业指数估值与历史分位



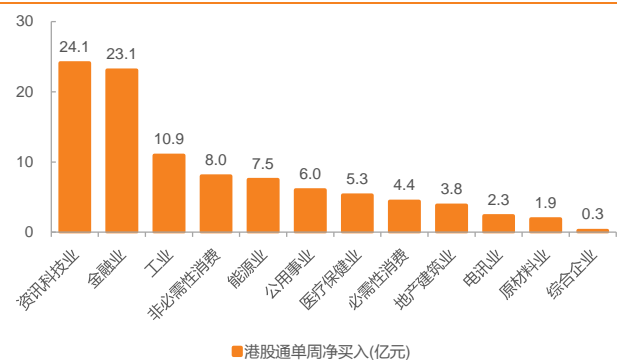
资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.4.5)

图 23：港股通单周净买入规模(4.1-4.5)



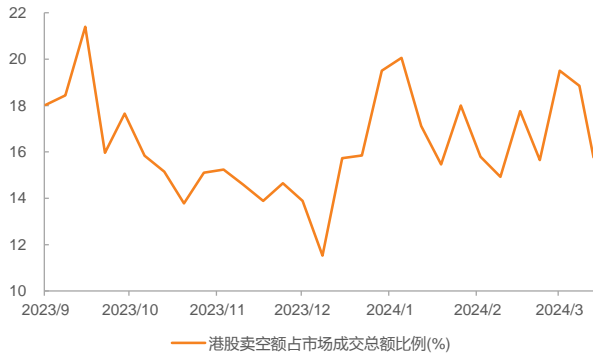
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：恒生行业指数单周港股通净流入(4.1-4.5)



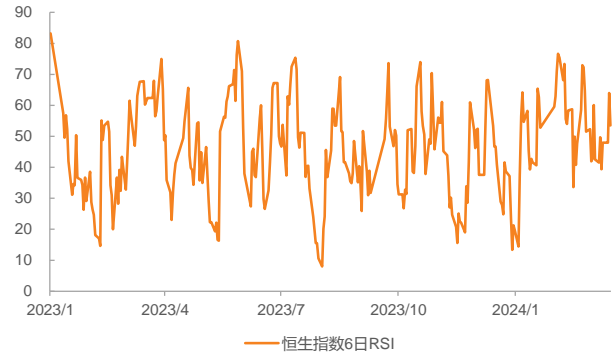
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：港股卖空额占市场成交总额比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：恒生指数 6 日 RSI 指数



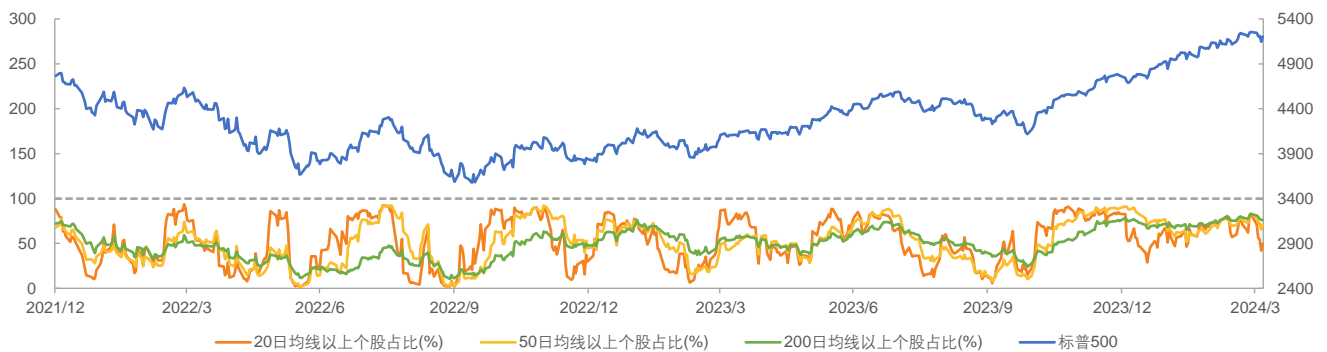
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：标普 500 一级行业指数宽度指标

行业名称	20 日均线以上个股占比(%)	50 日均线以上个股占比(%)	200 日均线以上个股占比(%)
能源	100.0	100.0	91.3
原材料	71.4	92.9	78.6
工业	53.8	75.6	83.3
公用事业	63.3	90.0	56.7
房地产	22.6	54.8	54.8
日常消费	39.5	57.9	60.5
可选消费	41.5	66.0	75.5
医疗保健	21.9	53.1	67.2
金融	63.4	83.1	94.4
通信服务	50.0	50.0	59.1
信息技术	43.1	67.7	84.6

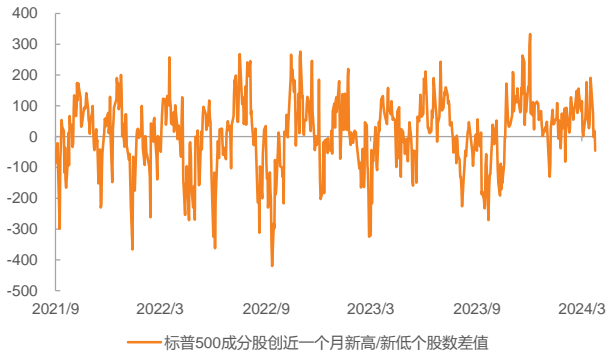
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.4.5）

图 27：标普 500 市场宽度指标



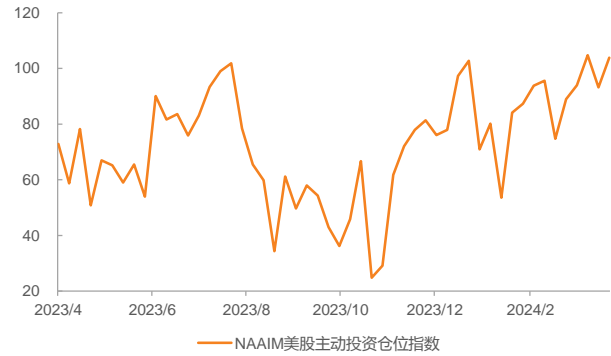
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 28：标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值



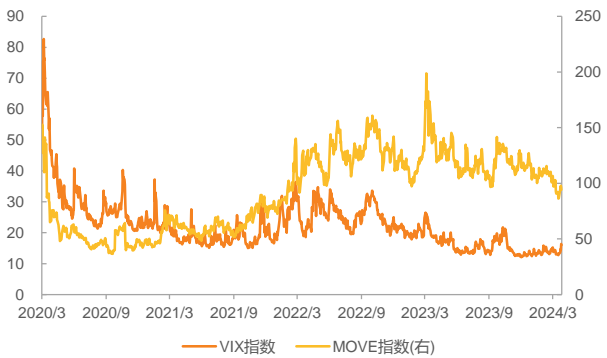
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 29：美股主动投资仓位指数



资料来源：NAAIM，天风证券研究所（截至 2024.4.3）

图 30：VIX 与 MOVE 指数



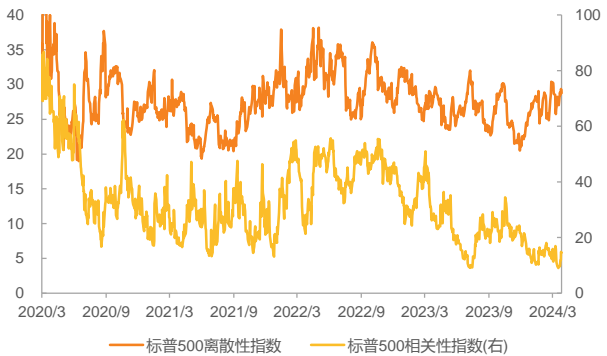
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 31：CBOE 偏度指数



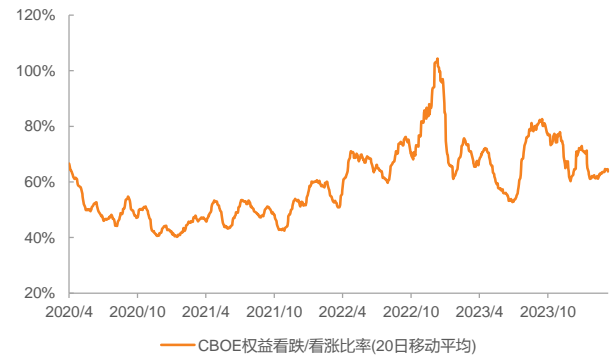
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 32：标普 500 离散性与相关性指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

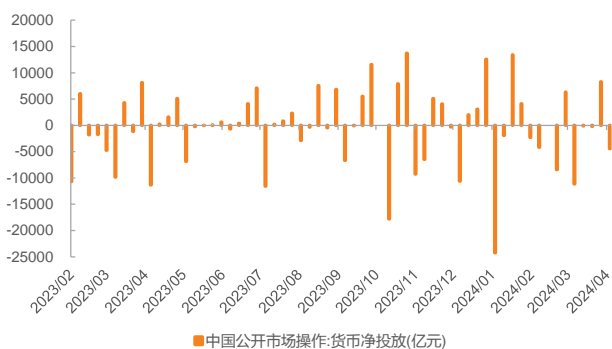
图 33：CBOE 权益看跌/看涨比率



资料来源：彭博，天风证券研究所

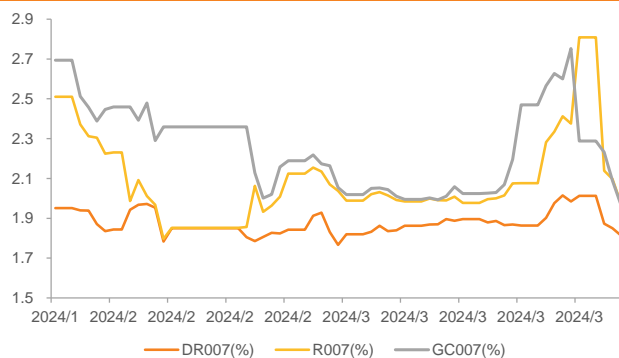
2.2. 债券市场

图 34：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 35：7 天资金拆借利率



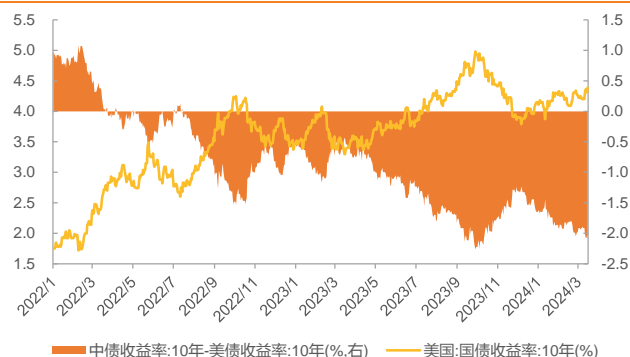
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：十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 37：中美长债利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：中国信用利差与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：美国期限利差与信用利差



资料来源：Fred，天风证券研究所

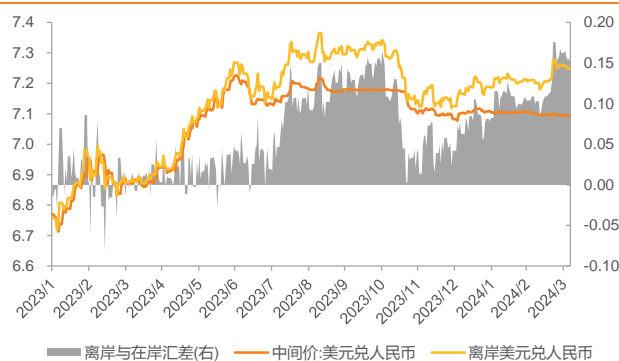
2.3. 外汇市场

图 40：美元指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：人民币汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：美元兑人民币即期询价成交量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：美元兑人民币掉期报价



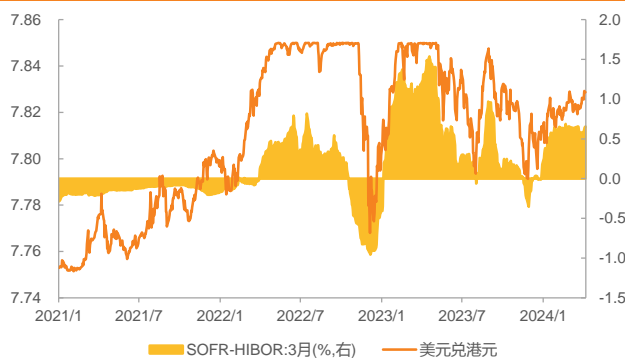
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：欧元兑美元与英镑兑美元



资料来源：Wind，天风证券研究所

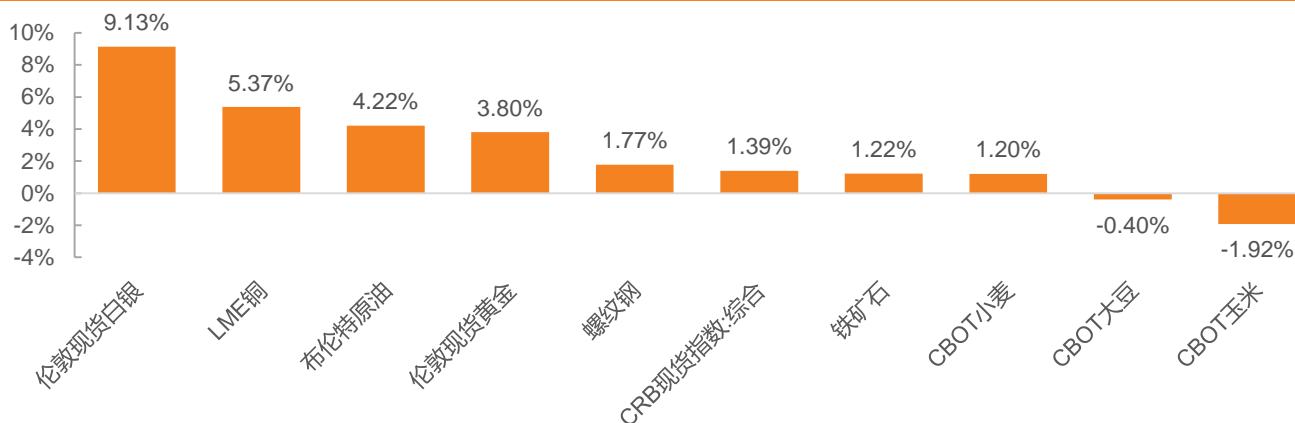
图 45：港元汇率与美港利差



资料来源：彭博，天风证券研究所

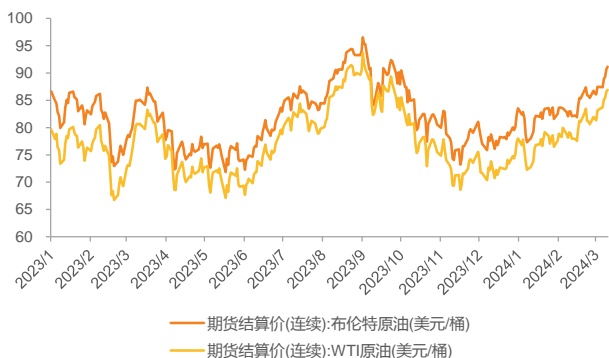
2.4. 大宗商品

图 46：全球主要大宗商品涨跌幅(4.1-4.5)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：布伦特与WTI 原油价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：美国 API 原油库存



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：伦敦金与沪金



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：LME 铜价



资料来源：Wind，天风证券研究所

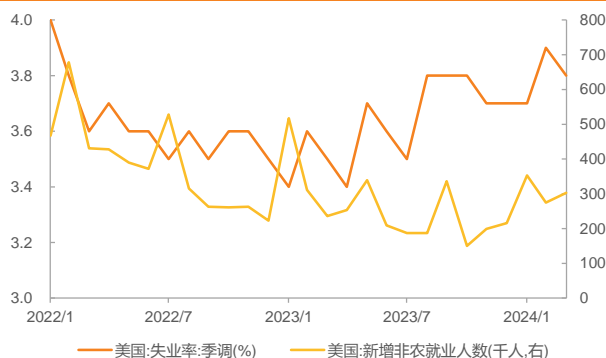
3. 全球宏观经济回顾

图 51: CME 加息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

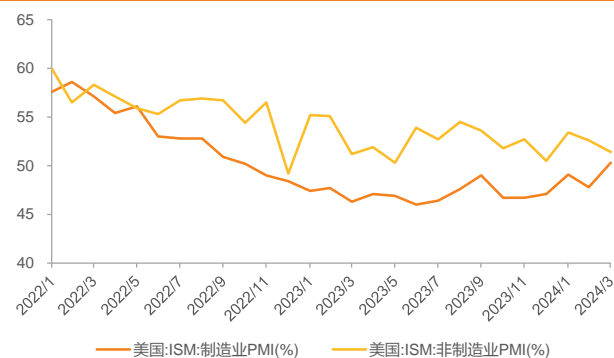
资料来源: CME, 天风证券研究所(截至 4.6)

图 53: 美国新增非农就业人数与失业率



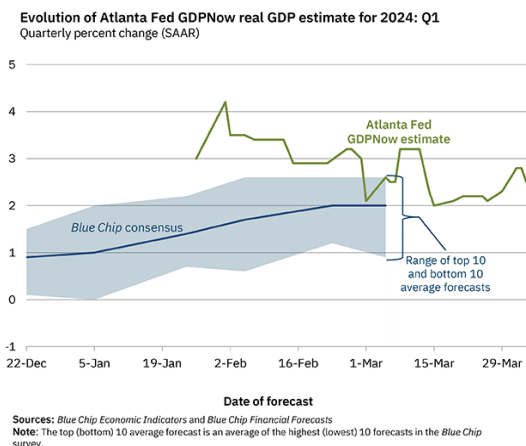
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 55: 美国制造业与非制造业 PMI



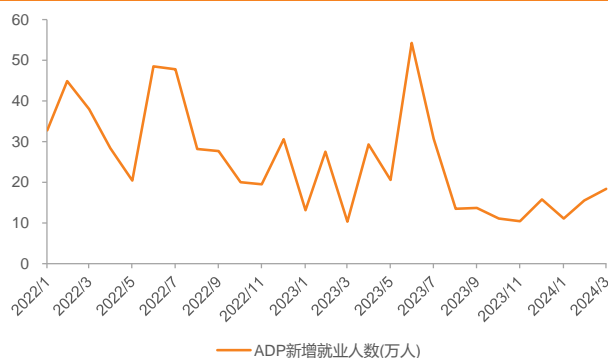
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 亚特兰大联储预估 2024Q1 GDP 环比变化



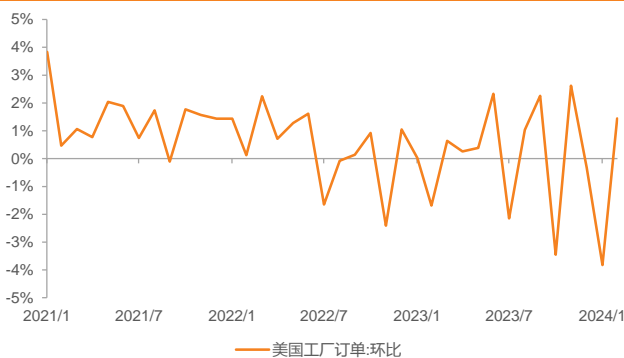
资料来源: 亚特兰大联储, 天风证券研究所

图 54: 美国 ADP 新增就业人数



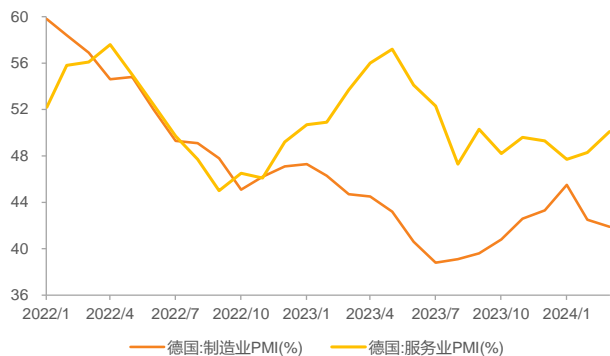
资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 56: 美国工厂订单环比



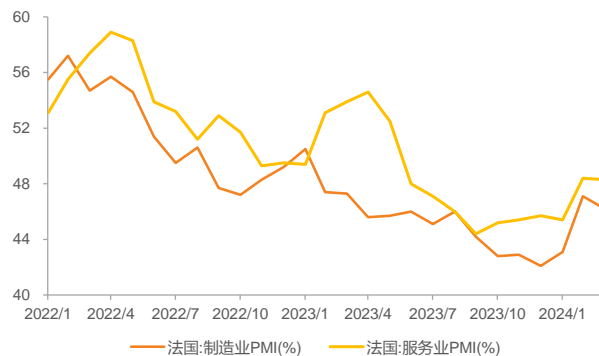
资料来源: 美国普查局, 天风证券研究所

图 57：德国制造业与服务业 PMI



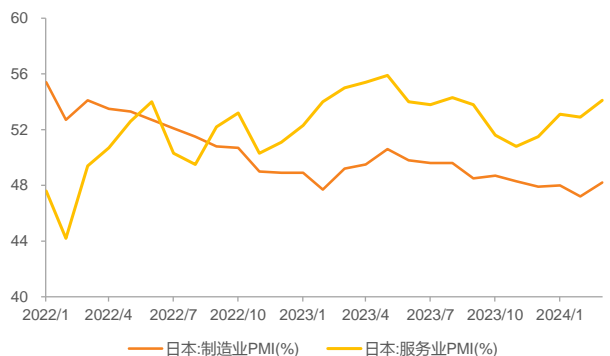
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：法国制造业与服务业 PMI



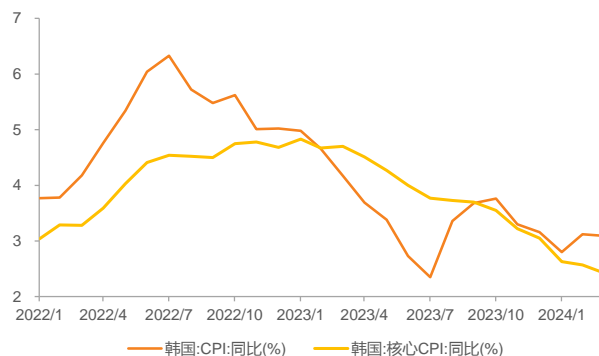
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：日本制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 60：韩国 CPI 与核心 CPI 同比



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

表 3：下周重点数据与事件

下周重点数据与事件					
	2024/4/8	2024/4/9	2024/4/10	2024/4/11	2024/4/12
	周一	周二	周三	周四	周五
中国		3 月社会融资规模； 3 月货币供应量		3 月 CPI、PPI 同比	3 月进出口同比
美国		3 月 NFIB 中小企业乐观 程度指数	3 月 CPI、核心 CPI 同比； 2 月批发库存环比终值	3 月 PPI、核心 PPI 同比； 3 月政府预算	4 月密歇根大学消费者 预期指数初值
欧洲	德国 2 月工业产出同比； 欧元区 4 月 Sentix 投资 者信心指数			欧洲央行公布利率决议	德国 3 月 CPI 同比终值； 法国 3 月 CPI 同比终值
英国					2 月工业产出同比； 2 月制造业产出同比
日本	3 月经济观察家前景指 数		央行行长植田和男发表 讲话		2 月工业产出同比终值

资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

5. 风险提示

海外流动性快速收紧；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