

多因素下市场风险偏好收敛，A股表现分化

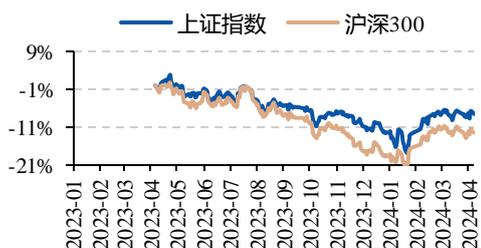
——大类资产跟踪周报（04.15-04.19）

2024年04月22日

核心摘要

- 权益市场：A股方面，一季度GDP增速超预期，A股市场走势分化。**宏观经济方面，上周一季度宏观经济数据公布。一季度GDP同比录得5.3%，前值5.2%，超市场预期的4.9%。但名义GDP增速仅为4.2%，平减指数仍为负，指向当前内需动能仍不足，价格延续承压。市场表现来看，受“国九条”新规影响，上周市场风格转向大盘指数，中小盘指数表现相对不佳。**港股市场：受内外风险偏好恶化影响，港股全周收跌。****海外市场：美国零售数据表现较强，美联储多位官员放鹰。**美国3月零售销售数据公布，环比录得0.7%，高于市场预期的0.3%，前值上修为0.9%。周内公布的当周首次申领失业金人数低于预期，指向劳动力市场仍有韧性。叠加上周鲍威尔等美联储官员悉数放鹰、地缘政治局势升级，市场风险偏好收敛。
- 债券市场：经济延续弱修复，利率低位震荡。**上周公布的一季度GDP增速高于市场预期，但平减指数仍为负值，导致当下经济微观体感与宏观数据背离。在市场对超长期特别国债发行时点预期延后，股债跷跷板效应、资产荒延续等因素下，长端利率震荡走强。当前来看，债市当前仍处于多头行情中，短期关注月末政治局会议是否有超预期举措。
- 大宗商品：大宗商品涨多跌少，黑色系领涨。**原油方面，上周中东地缘政治冲突延续，但由于双方报复性打击低于市场预期，且未造成原油供应中断，叠加美联储降息预期推迟，短期油价宽幅震荡。贵金属方面，当前海外宏观不确定提升，不论从地缘政治冲突频发、美债信用担忧提升导致的避险需求增加，还是对冲“二次通胀”的角度，贵金属仍是较优的配置选择，短期或高位震荡。
- 本周资产配置建议：债券>大宗商品>A股>美股>港股；**受“国九条”新规影响，上周市场风格转向大盘指数，中小盘指数表现相对不佳。**A股方面**，当前A股逐步重回基本面要素定价，叠加进入财报密集披露期、外围不确定性提升，市场波动性或将放大。建议关注：（1）红利板块。建议关注电信运营商、煤炭和电力等领域；（2）新质生产力板块。科技产业自主趋势有望带来相关板块机会；（3）上游资源品板块。中美制造业周期共振、叠加避险需求下，景气度有望改善的有色、油气等资源品板块；（4）出海板块。关注受益于外需改善、内部消费品以旧换新等补贴消费政策的汽车、家电板块。**大宗方面**，贵金属价格不轻言顶，短期受降息预期延后、短期涨幅较多等因素影响，或高位震荡。**国内债券**，当下债市偏强的趋势仍存，关注月末政治局会议。
- 风险提示：地缘政治冲突升级、海外市场波动、宏观经济下行。**

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-1.06	7.50	-7.77
沪深300	-1.40	7.99	-12.44

王与碧

分析师

执业证书编号:S0530522120001
wangyubi@hncshasing.com

相关报告

- 2024年第二季度大类资产配置：经济温和复苏，股市震荡蓄能 2024-04-17
- 大类资产跟踪周报（04.08-04.12）：美CPI反复风险升温，国内“国九条”重磅发布 2024-04-18

内容目录

1 核心观点（多因素下市场风险偏好收敛，A股表现分化）	3
2 大类资产周度跟踪（贵金属表现亮眼）	3
3 股票（A股各大股指横盘震荡，价值风格占优）	4
4 债券（经济及供给扰动暂缓，利率延续下行）	5
5 大宗商品（大宗商品涨多跌少，黑色系领涨）	6
6 高频数据跟踪（AH股溢价小幅回落）	7
7 重点数据大事展望.....	8
7.1 美国3月PCE、一季度GDP数据.....	8
7.2 日央行利率决议.....	8
8 风险提示.....	8

图表目录

图 1：申万一级行业上周涨跌幅（%）	5
图 2：成长、价值指数周度涨跌幅（%）	5
图 3：各期限国债到期收益率（%）	6
图 4：各期限国开债到期收益率（%）	6
图 5：利率债期限利差收敛（BP）	6
图 6：中美 10Y 国债利差（%）	6
图 7：恒生沪深港通 AH 股溢价（%）	7
图 8：金银比	7
图 9：金铜比	8
图 10：金油比	8
表 1：全球大类资产表现情况（%）	4
表 2：A 股指数	5
表 3：大宗商品走势情况（%）	7

1 核心观点（多因素下市场风险偏好收敛，A股表现分化）

权益市场：1) A股方面：一季度GDP增速超预期，A股市场走势分化。宏观经济方面，上周一季度宏观经济数据公布。一季度GDP同比录得5.3%，超市场预期的4.9%，前值5.2%。其中，偏强的出口、基建及制造业投资或为主要支撑项，消费增速有所回落，地产投资则仍为主要拖累。考虑到二季度的低基数效应，我们预计全年5%的增长目标实现难度大大降低，市场政策预期或将下修。与此同时，一季度名义GDP增速仅为4.2%，平减指数仍为负，指向当前内需动能仍不足，价格延续承压。市场表现来看，受“国九条”新规影响，上周市场风格转向大盘指数，中小盘指数表现相对不佳。当前A股逐步重回基本面要素定价，叠加进入财报密集披露期，市场波动性或将放大。建议关注：（1）红利板块。当前国内、海外经济不确定性因素仍较多，红利资产具备盈利稳定、抵御市场波动能力较强的特点，建议关注电信运营商、煤炭和电力等领域；（2）新质生产力板块。科技产业自主趋势有望带来相关板块机会，建议重点关注以电子、高端制造为代表的细分领域；（3）上游资源品板块。中美制造业周期共振、叠加避险需求下，景气度有望改善的有色、油气等资源品板块；（4）出海板块。关注受益于外需改善、内部消费品以旧换新等补贴消费政策的汽车、家电板块。2) 港股方面：受内外风险偏好恶化影响，港股全周收跌。3) 海外市场：美国零售数据表现较强，美联储多位官员放鹰。美国3月零售销售数据公布，环比录得0.7%，高于市场预期的0.3%，同时将前值上修为0.9%。周内公布的当周首次申领失业金人数低于预期，指向劳动力市场仍有韧性。叠加上周鲍威尔等美联储官员悉数放鹰、地缘政治局势升级，市场风险偏好收敛。

债券市场：经济延续弱修复，利率低位震荡。上周公布的一季度GDP增速高于市场预期，但平减指数仍为负值，导致当下经济微观体感与宏观数据背离。在市场对超长期特别国债发行时点预期延后，股债跷跷板效应、资产荒延续等因素下，长端利率震荡走强。当前来看，债市当前仍处于多头行情中，短期关注月末政治局会议是否有超预期举措。

大宗商品：大宗商品涨多跌少，黑色系领涨。原油方面，上周中东地缘政治冲突延续，但由于双方报复性打击低于市场预期，且未造成原油供应中断，叠加美联储降息预期推迟，短期油价宽幅震荡。贵金属方面，当前海外宏观不确定提升，不论从地缘政治冲突频发、美债信用担忧提升导致的避险需求增加，还是对冲“二次通胀”的角度，贵金属仍是较优的配置选择。短期受降息预期延后、伊以冲突淡化、金价短期涨幅较多等因素影响，贵金属或高位震荡。

2 大类资产周度跟踪（贵金属表现亮眼）

上周（04.15-04.19）资产表现为：大宗商品>债券>港股>美股>A股。国内方面，上周公布的一季度经济数据强于市场预期，为实现全年5%的增速目标奠定坚实基础。受“国九条”新规影响，上周市场风格分化，以大金融为代表的大盘股表现明显优于小盘股。海外方面，上周公布的美国3月零售数据及当周初请失业金人数数据强化美国经

济韧性仍偏强观点，叠加美联储多位官员放鹰、中东局势升级，市场风险偏好大幅收敛。整体来看，上周贵金属表现亮眼，领涨其他类型资产，涨幅 2.07%。紧随其后的为沪深 300、上证综指和中国 10 年期国债期货等，涨幅分别为 1.89%、1.52%和 0.16%。表现相对靠后的为日经 225、纳斯达克指数和 ICE WTI 原油，涨跌幅分别-6.21%、-5.52%和-3.47%。另外，上周富时发达市场表现-2.9%优于新兴市场-3.3%。

表 1：全球大类资产表现情况（%）

指数	近一周涨跌幅	近一月涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	0.01	-3.86	0.79
纳斯达克指数	-5.52	-6.64	1.80
标普 500	-3.05	-4.93	4.14
富时 100	-1.25	2.05	2.10
法国 CAC40	0.14	-1.70	6.35
德国 DAX	-1.08	-1.54	5.88
日经 225	-6.21	-7.34	10.77
恒生指数	-2.98	-1.93	-4.83
沪深 300	1.89	-1.22	3.22
上证综指	1.52	-0.47	3.04
印度 SENSEX30	-1.56	1.37	1.13
富时新加坡 STI	-1.26	-0.03	-1.97
圣保罗 IBOVESPA 指数	-0.65	-3.10	-6.75
美国 10 年期国债	-2.67	-2.35	-4.47
中国 10 年期国债	0.16	0.58	1.68
路透 CRB 商品指数	0.09	4.42	13.01
伦敦金现	2.07	9.42	15.96
ICE WTI 原油	-3.47	1.06	14.32

资料来源：Wind，财信证券

今年以来，全球大类资产中，表现较为亮眼的为伦敦金现、ICE WTI 原油、路透 CRB 商品指数、日经 225 和法国 CAC40，涨跌幅分别为 15.96%、14.32%、13.01%、10.77%和 6.35%。表现相对不佳的为圣保罗 IBOVESPA 指数、恒生指数和美国 10 年期国债期货，涨跌幅分别为-6.75%、-4.83%和-4.47%。

3 股票（A 股各大股指横盘震荡，价值风格占优）

国内方面，节前 A 股各大股指横盘震荡。其中，上证 50、沪深 300 和上证指数表现相对靠前，周度涨跌幅分别 2.38%、1.89%和 1.52%；表现相对靠后的为中小综指、中证 1000 和科创 50，周度涨跌幅分别为-1.50%、-1.39%和-1.07%。

表 2：A 股指数

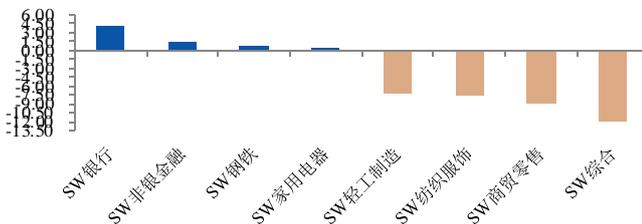
名称	周涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)	上周五收盘价
上证指数	1.52	3.04	3065.26
深证成指	0.56	-2.57	9279.46
创业板指	-0.39	-7.16	1756.00
中小综指	-1.50	-9.24	9648.36
沪深 300	1.89	3.22	3541.66
上证 50	2.38	4.49	2430.58
中证 500	0.71	-2.11	5314.87
中证 1000	-1.39	-10.58	5264.39
科创 50	-1.07	-14.25	730.56

资料来源：iFind，财信证券

从规模来看，大盘指数表现优于中盘指数优于小盘指数，近一周涨跌幅分别 2.22%、1.88%和 1.57%；从风格来看，价值指数表现优于成长指数，300 价值和 300 成长近一周涨跌幅分别 4.27%和-0.05%。

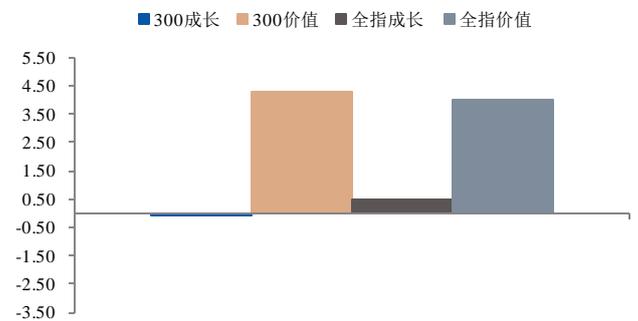
从行业来看，上周申万一级行业跌多涨少，银行领涨。上周表现较好的为 SW 银行 4.09%、SW 非银金融 1.50%和 SW 钢铁 0.65%；排名靠后的分别是 SW 综合-12.05%、SW 商贸零售-9.06%和 SW 纺织服饰-7.70%。

图 1：申万一级行业上周涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，财信证券

图 2：成长、价值指数周度涨跌幅 (%)



资料来源：iFind，财信证券

4 债券（经济及供给扰动暂缓，利率延续下行）

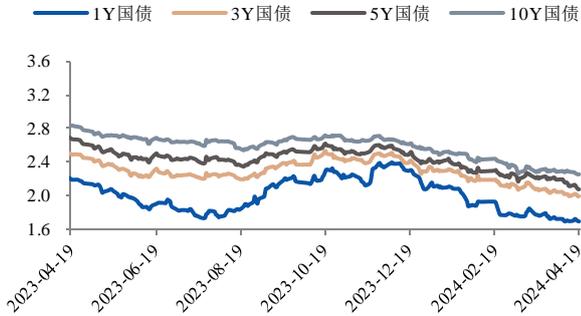
上周资金面整体均衡，央行净回笼流动性资金-720亿元。从价格上看，上周货币市场利率小幅上行，截至 4 月 19 日，R001 和 DR001 分别收于 1.87%和 1.80%。公开市场操作方面，截至 4 月 19 日，央行净回笼流动性资金-720 亿元。其中，逆回购到期 120 亿元，投放 100 亿元；MLF 到期 1700 亿元，投放 1000 亿元。

经济及供给扰动暂缓，利率延续下行。截至 4 月 19 日，10 年期国债收益率下行 2.97bp 至 2.25%，10 年期国开债收益率下行 7.96bp 至 2.32%。短端 1 年期国债利率下行 0.25bp，为 1.69%，1 年期国开债利率上行 2.11bp 至 1.83%。

利率曲线小幅收敛，中美 10Y 国债利差走扩。截至 4 月 19 日，10Y-1Y 国债利差收

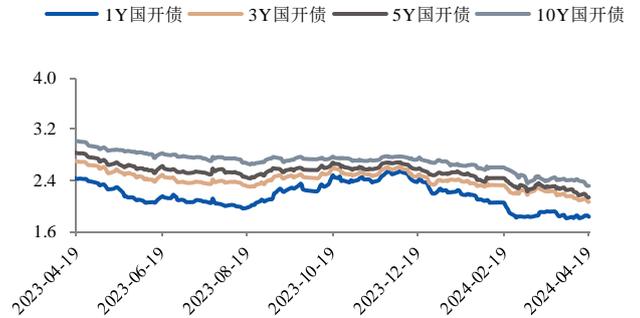
敛 2.72bp 至 56.07bp, 10Y-1Y 国开债利差收敛 10.07bp 至 48.41bp; 中美利差收于 -236.6BP, 较上周走扩 14.97BP。

图 3: 各期限国债到期收益率 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

图 4: 各期限国开债到期收益率 (%)



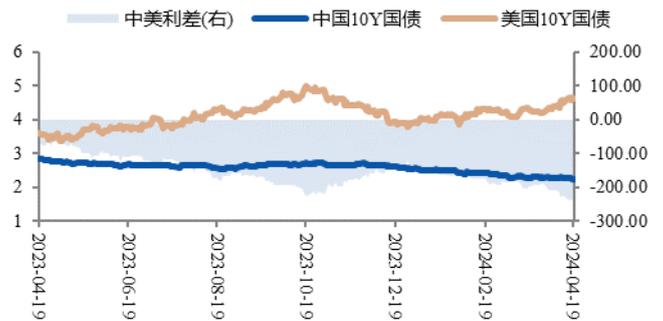
资料来源: iFind, 财信证券

图 5: 利率债期限利差收敛 (BP)



资料来源: iFind, 财信证券

图 6: 中美 10Y 国债利差 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

5 大宗商品 (大宗商品涨多跌少, 黑色系领涨)

大宗商品涨多跌少, 黑色系领涨。DCE 焦煤、LME 铝和 DCE 铁矿石表现靠前, 涨跌幅分别为 7.7%、6.7% 和 5.3%。表现相对不佳的是 NYMEX WTI 原油、ICE 布油和 CBOT 大豆, 涨跌幅分别为 -4.1%、-3.4% 和 -0.7%。原油方面, 上周中东地缘政治冲突延续, 但由于双方报复性打击低于市场预期, 且未造成原油供应中断, 叠加美联储降息预期推迟, 短期油价宽幅震荡。贵金属方面, 当前海外宏观不确定提升, 不论从地缘政治冲突频发、美债信用担忧提升导致的避险需求增加, 还是对冲“二次通胀”的角度, 贵金属仍是较优的配置选择。短期受降息预期延后、伊以冲突淡化、金价短期涨幅较多等因素影响, 贵金属或高位震荡。

表 3：大宗商品走势情况 (%)

分类	名称	近一周收益	近一月收益	年初至今
贵金属	伦敦金现	2.1	10.9	16.0
	伦敦银现	3.0	15.2	20.6
有色	LME 铜	4.4	10.0	15.4
	LME 铝	6.7	17.3	11.6
	LME 锌	0.8	13.8	7.3
能源	ICE 布油	-3.4	0.0	13.4
	NYMEX 天然气	-0.6	0.9	-30.0
	NYMEX WTI 原油	-4.1	-0.7	14.6
黑色	SHFE 螺纹钢	1.6	3.7	-8.1
	DCE 铁矿石	5.3	7.1	-10.5
	DCE 焦煤	7.7	12.0	-4.3
农产品	CBOT 大豆	-0.7	-1.7	-10.2
	CBOT 玉米	1.7	0.8	-6.0
	CBOT 小麦	2.1	2.7	-9.6

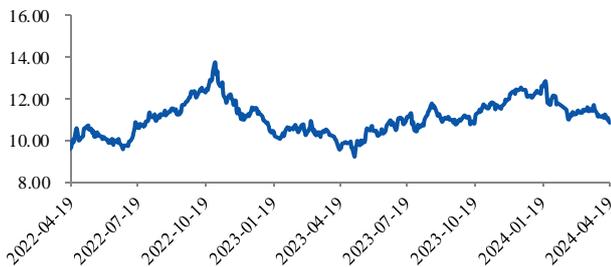
资料来源：Wind，财信证券

6 高频数据跟踪 (AH 股溢价小幅回落)

AH 股比价方面，截至 4 月 19 日，恒生沪深港通 AH 股溢价为 10.85%，较上周小幅回落，高于 2007 年以来的中位数 6.94%，处于±二倍标准差【0.03%，13.85%】区间。

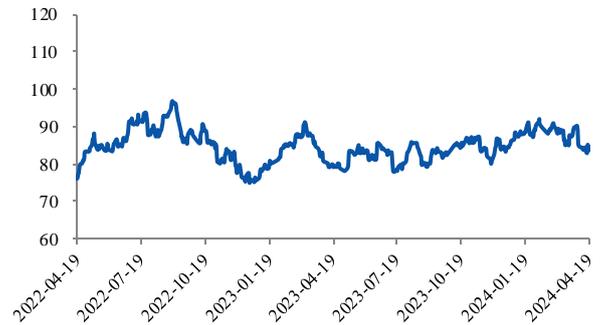
股债比价方面，截至 4 月 19 日，万得全 A 风险溢价为 3.8%，与上周持平，且仍高于该指标上市以来的中位数 1.16%，处于±两倍标准差【-3.28%，5.60%】区间；标普 500 风险溢价指数为 1.77%，低于该指标中上市以来的中位数 1.79%，处于正负一倍标准差【0.74%，2.84%】区间。

图 7：恒生沪深港通 AH 股溢价 (%)



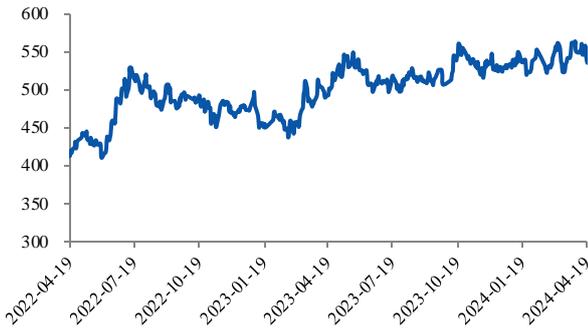
资料来源：Wind，财信证券

图 8：金银比



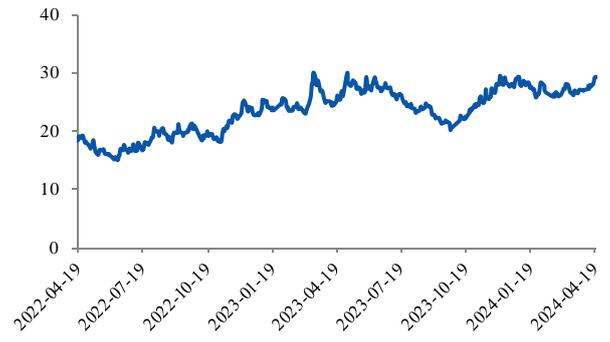
资料来源：Wind，财信证券

图 9：金铜比



资料来源：Wind，财信证券

图 10：金油比



资料来源：Wind，财信证券

大宗商品比价方面，截至 4 月 19 日，金银比为 83.73，处于±两倍标准差【44.17，95.28】区间；金铜比为 535.66，较上周回落，处于±两倍标准差【202.45，638.05】区间，金油比为 29.31，较上周小幅回升，处于±两倍标准差【-0.20，34.07】区间。

7 重点数据大事展望

7.1 美国 3 月 PCE、一季度 GDP 数据

周五美国将发布美联储最青睐的通胀指标——3 月 PCE 物价指数。下周四，美国商务部将公布美国一季度 GDP、一季度核心个人消费支出(PCE)年化季环比初值等数据。

新闻来源：财联社

7.2 日央行利率决议

周五日本央行将公布最新利率决议和经济前景展望报告。市场普遍预期，日本央行将按兵不动。

新闻来源：财联社

8 风险提示

地缘政治冲突升级、海外市场波动、宏观经济下行。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438