

70年代美国二次通胀往事

投资要点:

美国二次通胀风险持续提升，市场再度关注70年代高通胀：按现有趋势推演，美国CPI年内低点或在2.8%附近，其中资源品上涨、房租项的卷土重来，均会对通胀带来提振，美联储年内不降息的概率在提升。当下通胀高居不下，受到市场普遍关注，70年代高通胀再度进入视线。

70年代通胀一波三折，呈现双顶格局：（1）**首次通胀（1973-1975）：**第一次通胀从1965年开始酝酿，1972年下半年开始通胀大幅上行，在1974年底达到高点，1975年后持续缓和，到1976年底降至局部最低（4.9%）；

（2）**二次通胀（1977-1981）：**1977年美国通胀再度上行，到1980年初达到70年代顶峰（14.8%），此后通胀持续下行，到1982年底回到4%以下。

1973-1975年美国经历第一波高通胀：（1）70年代的首次通胀，源于供给侧与需求侧的共同推动：60年代后期美国货币和财政政策双宽，1971年美元与黄金脱钩，及1973年第一次石油危机导致的大宗商品价格暴涨，共同导致了第一波高通胀；（2）第一次石油危机结束，叠加美联储持续加息下美国经济进入衰退，1975-1976年美国通胀明显缓和。

1977-1981年美国高通胀卷土重来，且较第一次更为严重：（1）极端天气下1977年能源和农产品价格飙升，1978年开始的第二次石油危机进一步拉高能源价格，叠加美联储缺乏战略定力、决策失误，二次通胀产生；

（2）1979年美联储主席沃尔克上台后持续加息，里根政府减少对企业干预、刺激生产，1980年后美国通胀持续下行，到1982年底回到4%以下。

70年代的二次通胀中资源品领涨，美股和美债在通胀上行阶段表现不佳：

（1）二次通胀阶段，黄金、能源在内的大宗商品领涨，美股表现不佳，而加息周期中美债持续走弱。（2）对于美股分行业而言，通胀上行阶段能源和工业板块领涨，通讯、公用事业等防御板块表现不佳，通胀下行阶段科技和消费的超额收益再次凸显。

如何看待当下的二次通胀风险：（1）与70年代相比，2021年以来美国高通胀起因具有相似之处：供给侧扰动下资源品价格暴涨，美联储货币超发，宽松流动性持续，美元信用边际受冲击、资源品溢价提升，与70年代较为相似；（2）资源品有望维持偏强但1978年石油危机很难再现，租金为核心的核心服务项在2024H2有触底回升趋势，意味着本轮通胀高点很难达到70年代但很有可能在维持在3%以上。对于美联储而言，吸取70年代过早降息教训，意味着其短期内需保持偏鹰姿态，以进一步抑制需求。

风险提示：一是地缘政治风险超预期。二是美联储表态偏鹰。三是历史经验不代表未来。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《警惕美联储全年不降息的风险》—2024.04.13
- 2、《关注海外资产价格群体性高估特征》—2024.04.12
- 3、《关注海外二次通胀和上游周期品机会》—2024.03.30

正文目录

1	美国二次通胀的风险持续提升	1
2	1970年代二次通胀往事	2
2.1	首次通胀始末（1973-1975）	3
2.2	二次通胀始末（1977-1981）	5
2.3	二次通胀阶段的大类资产和美股走势	9
3	如何看待当下的二次通胀风险	10
4	资本市场一周表现回顾	11
5	重要宏观经济事件回顾	14
6	本周重点关注事件一览	15
7	风险提示	15

图表目录

图表 1:	按现有趋势推演, 美国 CPI 同比年内低点或在 2.8% 附近	1
图表 2:	疫情以来的美国通胀走势与 70 年代有一定相似性	2
图表 3:	70 年代美国通胀一波三折	2
图表 4:	70 年代美国 M2 领先通胀两年左右	3
图表 5:	70 年代黄金和原油价格大幅提升	4
图表 6:	1974 年底美国汽油同比增速大幅下行	4
图表 7:	1972H2 为抑制通胀, 美联储开始持续加息	5
图表 8:	1977H1 农产品和天然气价格再创新高	6
图表 9:	1979-1980 年国际油价大幅上行	6
图表 10:	1976-1977 年, M2 同比维持高位、存款准备金同比持续上升	7
图表 11:	80 年代美国原油产量稳步提升	8
图表 12:	二次通胀期间 M1、M2 同比变化情况	8
图表 13:	分年度美国大类资产收益率排名 (1972-1981)	9
图表 14:	分年度美股分行业涨跌幅 (1972-1982)	10
图表 15:	主要大类资产市场表现	11
图表 16:	A 股市场主要宽基指数表现	11
图表 17:	全球主要股市涨跌幅情况	12
图表 18:	中信一级行业指数市场表现	12
图表 19:	行情表现领先的十个细分行业	13
图表 20:	行情表现落后的十个细分行业	13
图表 21:	风格指数市场表现情况 (%)	14

1 美国二次通胀的风险持续提升

当下美国二次通胀的风险在持续提升，美联储年内不降息的概率加大：**(1) 美国 CPI 年内低点或在 2.8% 附近**：根据我们在报告《警惕美联储全年不降息的风险》中所指出的，按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 2.8% 附近，很难达到美联储 2% 目标。截至 2024.03，美国 CPI 同比为 3.5%，即使按环比 0.2% 的偏弱假设看，到 8-9 月有望达到全年最低的 2.8%，随后在基数效应作用下再度回至 3% 以上；**(2) 资源品上涨、房租项的卷土重来，均会对通胀带来提振**：美国通胀下行速率偏缓，固然有 23Q4 美联储提前释放偏鸽信号、对经济和各类资产均带来提振的效应，但大宗商品价格上涨及房租项的卷土重来，或是美联储有心无力的痛点。其中资源品上涨背后的供给侧受限、美元信用受冲击的逻辑，房租项强势背后的美国住房市场紧平衡、库存水位极低，很难通过美联储加息对冲，或持续对美国通胀带来提振；**(3) 美联储年内不降息的概率在提升**：美国经济韧性仍然较强，尤其是就业市场的冷却尚需时间，二次通胀风险不可小觑，因而美联储预防式降息的必要性在下降，市场目前预期 9 月降息或仍偏乐观，不排除继续延后甚至全年不降息的可能性。

图表 1：按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 2.8% 附近

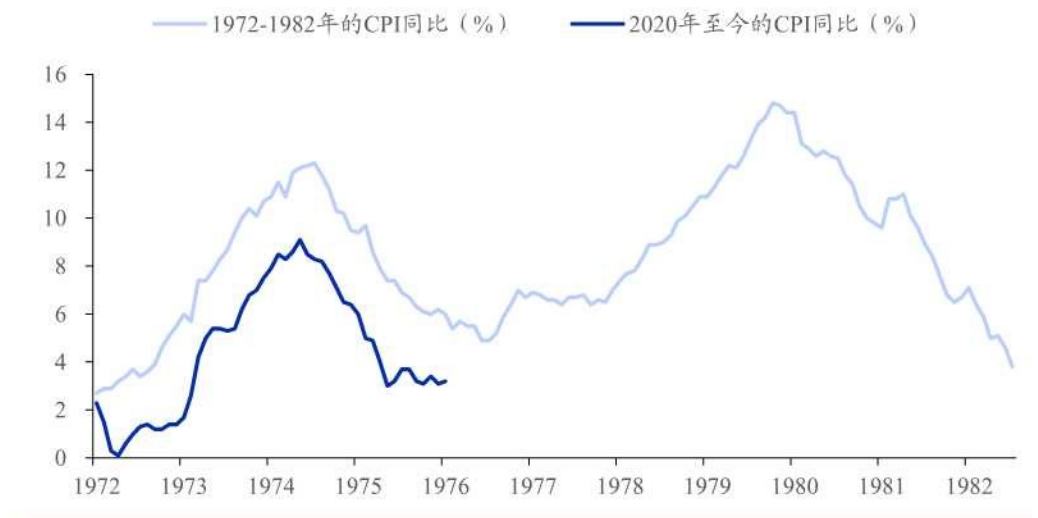


来源：Wind、Eikon、华福证券研究所

疫情以来美国通胀走势与 70 年代具有一定相似性。70 年代美国整体处于大滞胀时代，且呈现 M 顶特征。在经历 1973-1974 年的第一波通胀后，1978-1979 年再度大幅上行，且第二次通胀顶点远高于第一次。其中，固然有两次石油危机带来的大宗商品涨价压力，美联储过早降息也发挥推波助澜作用。而疫情以来美国的通胀格局与 70 年代有一定相似性，2021 年开始美国通胀大幅上行，俄乌冲突催化下在 2022 年 6 月达到顶点，此后持续下行至 2023 年 6 月，至今一直在 3% 以上位置徘徊。市场目前普遍担心，若上游资源品涨价继续演绎，美联储过早释放降息预期，均有可能导致后续美国通胀易上难下，70 年代美国二次通胀的经验，对当下行情或有一定借

鉴意义。

图表 2：疫情以来的美国通胀走势与 70 年代有一定相似性

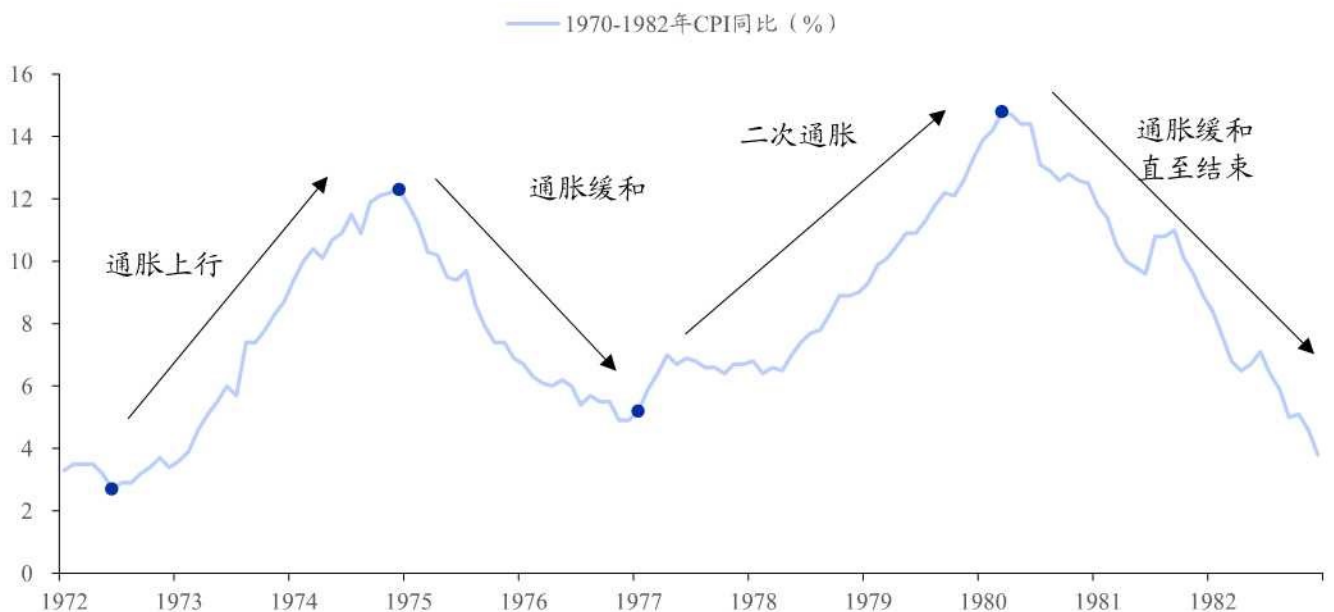


来源：Wind、华福证券研究所

2 1970 年代二次通胀往事

70 年代通胀一波三折，呈现双顶格局：(1) 首次通胀 (1973-1975)：第一次通胀从 1965 年开始酝酿，1972 年下半年开始通胀大幅上行，在 1974 年底达到高点，1975 年后持续缓和，到 1976 年底降至局部最低(4.9%)；**(2) 二次通胀(1977-1981)：**1977 年开始美国通胀再度上行，到 1980 年初达到 70 年代顶峰 (14.8%) 且远高于 1974 年的第一个高点，此后通胀持续下行，到 1982 年底再度回到 4% 以下。

图表 3：70 年代美国通胀一波三折

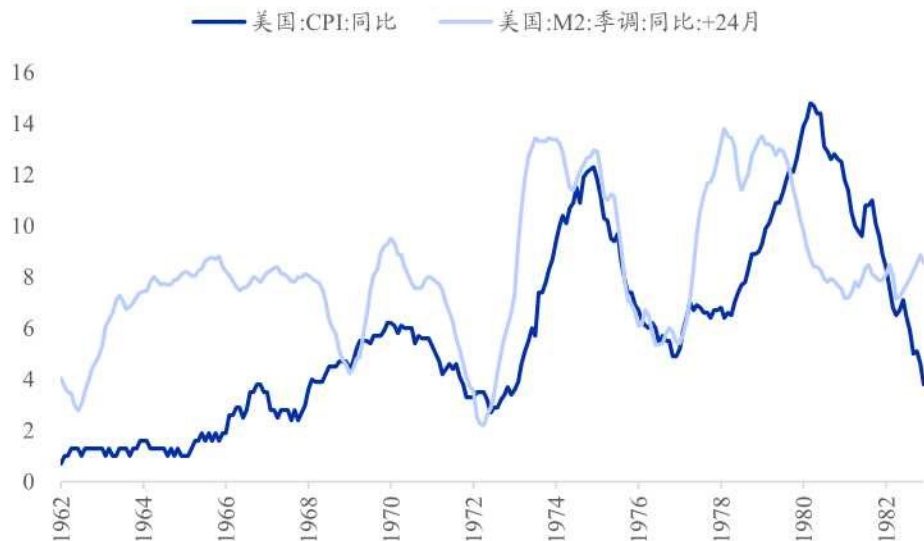


来源：Wind、华福证券研究所

2.1 首次通胀始末（1973-1975）

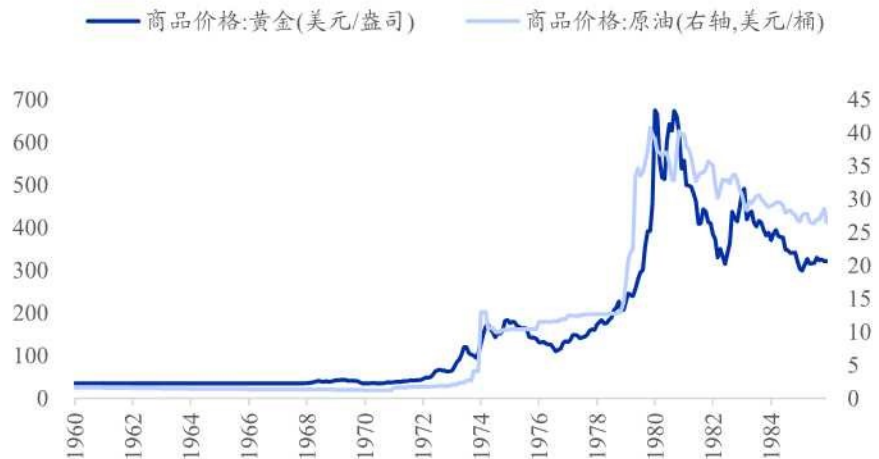
70年代的首次通胀，源于供给侧与需求侧的共同推动：（1）60年代后期美国货币和财政政策双宽，通胀已明显抬头：1965年开始美国总统约翰逊提出建设“伟大社会”施政纲领，核心为建设“福利国家”，加大社会支出以平息国内民权运动，另一方面随着1964年美国卷入越南战争，财政支出也大幅上升。货币政策方面，为配合积极的财政政策，美联储在货币政策上保持偏宽松基调。尤其是在70年代经济增长下滑后，美联储为刺激经济大幅降息，客观上使得美国流动性偏宽，为73年开始的通胀提供货币层面诱因；（2）美元与黄金脱钩，全球进入信用货币阶段：1971年8月尼克松政府宣布停止美元与黄金兑换的义务，布雷顿森林体系瓦解，美日欧等国进入主权信用货币制度。美元走弱，包括黄金、能源等大宗商品在内的各类资产收益率和波动率明显提升；（3）第一次石油危机和能源危机带动下，大宗商品价格暴涨：70年代初在供给短缺下全球粮价大幅上涨，而1973年Q4爆发的石油危机更是推波助澜，导致大宗商品价格暴涨。

图表 4：70 年代美国 M2 领先通胀两年左右



来源：Wind、华福证券研究所

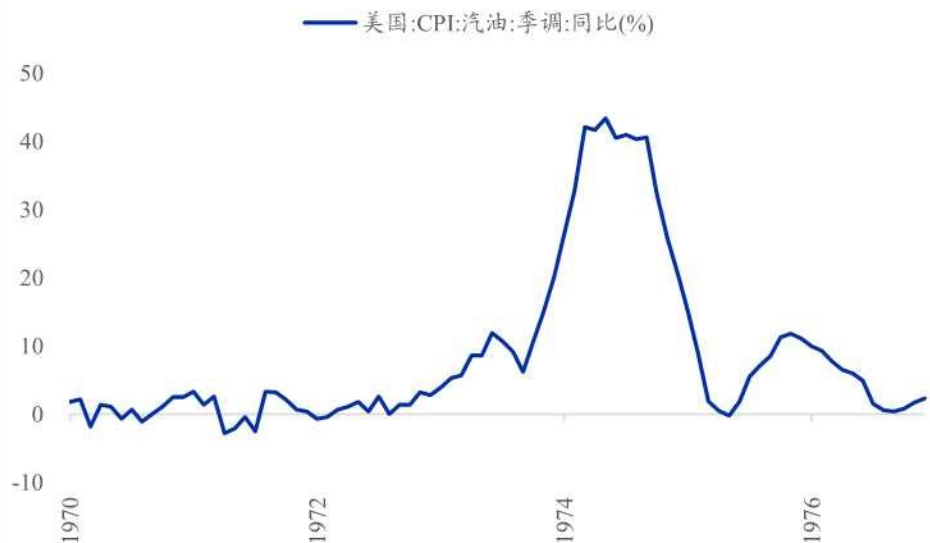
图表 5：70 年代黄金和原油价格大幅提升



来源：世界银行、华福证券研究所

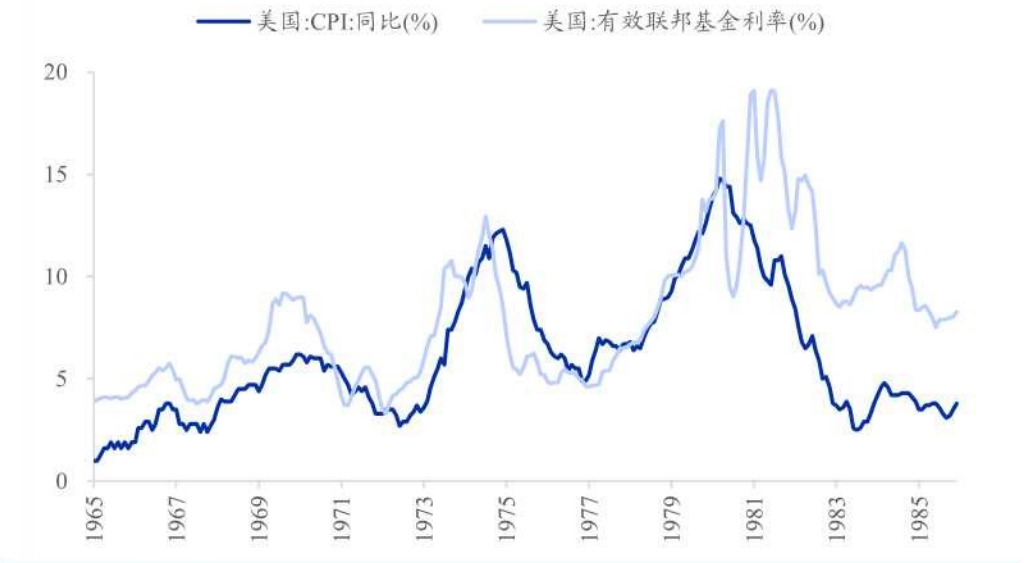
第一次石油危机结束，叠加美联储持续加息下美国经济进入衰退，1975-1976 年美国通胀明显缓和：（1）1974 年 3 月第一次石油危机结束，大宗商品价格开始见顶回落：以汽油同比为例，1974 年 5 月汽油同比升值历史高点的 43.4%，但随后大幅下行，到 1975 年 5 月一度降至-0.2%。以能源项为代表的资源品价格回落，是的美国通胀面临的外部压力大幅消退；（2）**美联储持续加息下，美国经济进入衰退阶段，需求极大程度被抑制：**1972 年 H2 开始为应对通胀压力，美联储开始持续加息，1973-1974 年伴随着通胀迅猛攀升，其加息节奏业明显加快。体现在美国经济上，1973Q4-1975Q2 美国整体处于经济衰退阶段，需求侧被极大程度抑制，使得 1975 年开始通胀压力明显减弱。

图表 6：1974 年底美国汽油同比增速大幅下行



来源：Wind、华福证券研究所

图表 7: 1972H2 为抑制通胀, 美联储开始持续加息



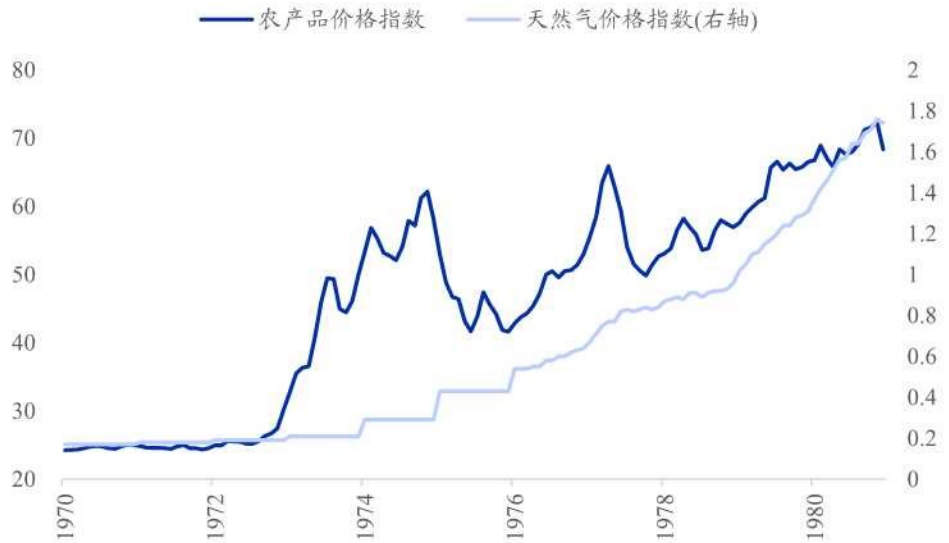
来源: Wind、华福证券研究所

2.2 二次通胀始末 (1977-1981)

1975-1976 年美国告别第一次高通胀, 经历经济复苏和通胀回落的甜蜜阶段, 但这一特征并未持续多久, 1977 年开始高通胀再次卷土重来, 且从结果上看比首次通胀更为严重。

极端天气影响下, 1977 年能源和农产品价格再度大幅上涨, 拉开二次通胀序幕。1976-1977 年美国冬季天气极其寒冷, 导致石油、天然气在内的能源价格大幅上涨。与此同时, 由于井口价格长期维持不变以及对跨州天然气市场的过度监管, 挫伤了开发者的积极性, 这又导致了 1976-1977 年作为天然气资源输入地的美国北部地区发生“气荒”。同样在极端天气干扰下, 农产品供给受影响, 1977 年上半年农产品价格再度创历史新高。

图表 8：1977H1 农产品和天然气价格再创新高



来源：世界银行、华福证券研究所

第二次石油危机将美国通胀推向新的高度。1978 年伊朗伊斯兰革命爆发，1978 年底到 1979 年 3 月初，伊朗停止石油出口，致使国际原油价格暴涨，即第二次石油危机。而 1980 年 9 月，两伊战争爆发，两国石油生产陷入停滞状态，石油供应再度紧张。以 WTI 原油为例，其价格从 1977 年 8 月的 14.9 美元/桶飙升至 1980 年 5 月的 39.5 美元/桶。高油价带动下，到 1980 年美国通胀再创新高。

图表 9：1979-1980 年国际油价大幅上行

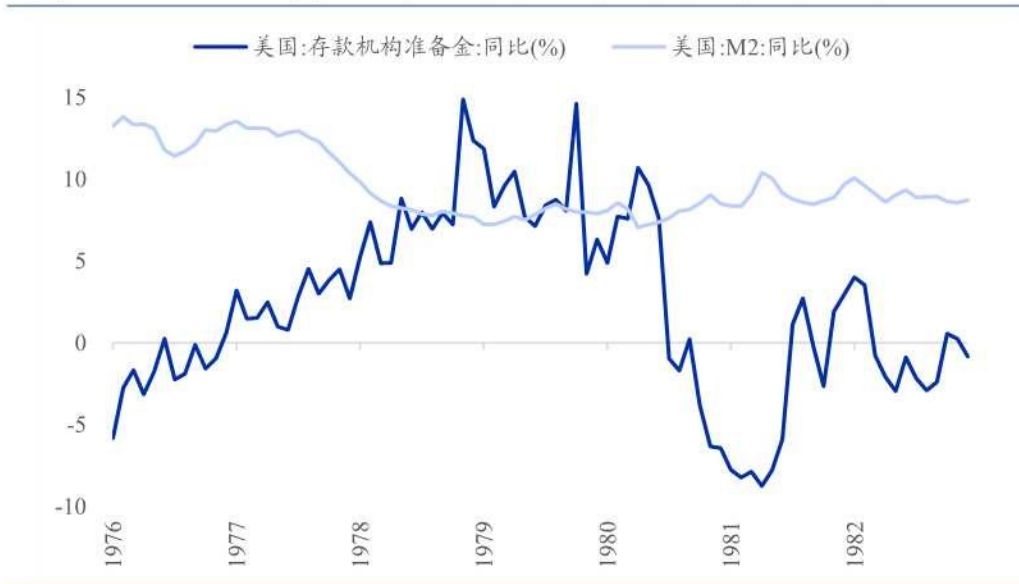


来源：GFD、华福证券研究所

美联储缺乏战略定力，在通胀未完全退潮前就率先降息，且对货币与通胀的关联并没有充分认知，货币政策框架受限，最终决策失误。尽管 70 年代的高通胀很大程度源于资源品的供给侧扰动，但美联储内部决策失误同样是重要原因。一方面，以时任美联储主席伯恩斯为代表的美联储官员仍然将通胀上行归结于成本推动和结构性

因素，对货币与通胀的关联并没有充分认知，在货币政策工具上仍然紧盯利率，但对货币供应量的变化相对钝化，而后者是 70 年代高通胀持续发生的重要因素。体现在 M2 和存款准备金上，尽管 1977 年开始美联储已进入加息周期，但 1976-1977 年 M2 同比维持高位，存款准备金同比上升则一直延续到 1978 年。

图表 10：1976-1977 年，M2 同比维持高位、存款准备金同比持续上升



来源：Wind、华福证券研究所

另一方面，美联储独立性受到政治压力干扰。有学术研究指出 (Abrams, 2006) 在 1971 年时任总统尼克松曾经向时任美联储主席伯恩斯施压让其在 1972 年大选之前采取扩张性的货币政策，伯恩斯当时认为货币政策不需要很大的调整，但是仍然在尼克松的干预下调整了联邦基金利率。这一转变引发了怀疑并随着证据的披露成为了美联储失去独立性的一大例证。而没有在通胀完全平息时盲目降息也成为了二次通胀发生的重要原因。

1979 年新任美联储主席沃尔克上台后狂风骤雨式加息，里根经济学下减少对企业干预、刺激生产，使得 1980 年后美国通胀持续下行，到 1982 年底再度回到 4% 以下。从 1980 年代到疫情前近 40 年时间，美国再未出现类似 70 年代的高通胀局面，直至 2021 年开始通胀魅影再度显现。

里根政府上台后政策思路由凯恩斯主义转向新自由主义和供给经济学，并取得明显效果。1981 美国总统里根上台后，在政策思路转向供给学派，核心举措为对企业和纳税个人实施大规模减税，减少政府对企业的干预。其任后的第一项命令便是立即结束石油价格管制，这一举措提高了美国国内原油生产商的生产积极性，石油公司大大增加了国内油气勘探和生产投资，对于缓解能源紧张局面发挥重要作用。

图表 11：80 年代美国原油产量稳步提升



来源：Wind、华福证券研究所

沃尔克上台后坚守货币主义理论，持续抬高联邦基金利率和通胀率，最终成功扼制通胀。1979 年保罗·沃尔克就任美联储主席后，领导美联储制定新的操作规程，明确把美联储货币政策目标从联邦基金利率切换到货币供给量（M1），并且以此设定商业银行体系的准备金总量，并持续提高政策利率。到 1986 年 12 月，美国 CPI 同比降至 1.1%。

图表 12：二次通胀期间 M1、M2 同比变化情况



来源：Wind、华福证券研究所

2.3 二次通胀阶段的大类资产和美股走势

70年代的二次通胀阶段，黄金、能源在内的大宗商品领涨，美股表现不佳，而加息周期中美债持续走弱。1975-1976年在美国通胀压力走弱、美联储从加息转向降息以及经济环比修复的推动下，美国市场形成股债双牛格局，1975年美股、美国公司债分别上涨37.8%、15.7%，1976年美股、美国公司债分别上涨26.5%、18.8%。但1977年二次通胀再次启动后，黄金、能源在内的大宗商品再度卷土重来，美股在除1980年外的时间段总体跑输大宗商品，而美债受制于美联储持续加息+高通胀，表现更远不及美股。美国再度经历股债双牛格局，要等到1982年以后，受益于通胀逐渐降温、政策利率大幅减弱以及经济基本面好转，美股大幅领跑，美债同样表现强劲。

图表 13：分年度美国大类资产收益率排名（1972-1981）

1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
黄金 49.0%	能源 86.6%	能源 135.4%	美股 37.8%	REITs 49%	黄金 22.6%	黄金 37%	能源 147.4%	美股 33.2%	现金 15.3%
农产品 23.1%	黄金 73%	黄金 66.2%	REITs 36.3%	农产品 27.4%	REITs 19.1%	美国房地产 15.7%	黄金 126.6%	REITs 28%	通胀 8.9%
美股 17.6%	大宗商品 69.8%	大宗商品 40.8%	美国公司债 15.7%	美股 26.5%	美国房地产 14.4%	能源 14.3%	大宗商品 77.9%	黄金 15.2%	REITs 8.6%
大宗商品 13.9%	金属矿物 65.9%	农产品 16.1%	美国房地产 8.4%	美国公司债 18.8%	金属矿物 13.9%	金属矿物 12.1%	金属矿物 34.9%	通胀 12.5%	美国房地产 5.2%
REITs 11.2%	农产品 65.6%	通胀 12.3%	通胀 6.9%	大宗商品 18.1%	能源 8.2%	大宗商品 11.2%	REITs 30.5%	现金 12.2%	美国国债 4.3%
美国公司债 9.9%	通胀 8.7%	美国房地产 9.3%	能源 6.1%	金属矿物 15.7%	通胀 6.7%	通胀 9.0%	美股 24.3%	美国房地产 7.4%	美国公司债 2.3%
能源 7.8%	现金 7.2%	现金 8.1%	现金 6.1%	美国国债 14.5%	现金 5.3%	美股 8.5%	农产品 16.9%	能源 3.0%	美股 -4.2%
现金 4.1%	美国国债 3.0%	美国国债 3.5%	美国国债 5%	能源 13.4%	大宗商品 5.1%	农产品 8.2%	美国房地产 13.8%	农产品 2.7%	能源 -4.7%
通胀 3.4%	美国房地产 2.9%	美国公司债 -4.8%	金属矿物 -2.7%	美国房地产 8.6%	美国公司债 3.8%	现金 7.5%	通胀 13.3%	大宗商品 1.1%	大宗商品 -9.2%
美国房地产 3.3%	美国公司债 2.0%	金属矿物 -11.6%	大宗商品 -14.0%	现金 5.2%	美国国债 0.2%	美国公司债 0.3%	现金 10.5%	美国公司债 0.5%	金属矿物 -13.5%
美国国债 2.1%	美股 -18.2%	美股 -27.8%	黄金 -24.8%	通胀 4.9%	农产品 -0.7%	美国国债 -1.0%	美国国债 2.0%	美国国债 -1.3%	农产品 -17.4%
金属矿物 -8.5%	REITs -27.2%	REITs -42.2%	农产品 -28.5%	黄金 -4.1%	美股 -3.4%	REITs -1.6%	美国公司债 -2.2%	金属矿物 -17.6%	黄金 -32.6%

来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

对于美股分行业而言，二次通胀上行阶段能源和工业板块领涨，通讯、公用事业等防御板块表现不佳，通胀下行阶段科技和消费的超额收益再次凸显：（1）1977-1979年美国二次通胀压力逐步提升，能源项再次卷土重来，1978-1979年以绝对优势领跑，而工业其次，通讯、公用事业等美股传统的防御板块表现不佳，消费在通胀初期走弱但随后持续走强；（2）1980年沃尔克加息使得美国经济陷入衰退后，市场风险偏好明显受抑制，通讯类领涨，而尽管能源价格仍在上涨但在股市中已经大幅走弱；（3）1981年开始通胀加速下行+1981年底美联储开启降息，科技板块再度领涨，消费同样表现较好。

图表 14：分年度美股分行业涨跌幅（1972-1982）

1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
能源 (1.5%)	通讯 (-15.3%)	消费 (35.9%)	金融 (30.8%)	公用事业 (0.9%)	科技 (12.5%)	能源 (39.3%)	能源 (56.0%)	通讯 (22.0%)	科技 (49.7%)	科技 (24.6%)
通讯 (-6.4%)	药品 (-17.5%)	公用事业 (32.5%)	能源 (29.0%)	通讯 (-4.6%)	药品 (9.4%)	工业 (12.9%)	工业 (27.6%)	金融 (5.6%)	消费 (38.1%)	能源 (24.4%)
药品 (-10.8%)	能源 (-25.7%)	工业 (31.9%)	通讯 (25.5%)	科技 (-5.0%)	能源 (4.1%)	金融 (12.0%)	药品 (20.3%)	消费 (4.5%)	药品 (15.9%)	工业 (18.2%)
金融 (-13.8%)	消费 (-26.7%)	科技 (27.6%)	公用事业 (22.0%)	能源 (-8.0%)	工业 (2.4%)	药品 (10.6%)	消费 (10.9%)	公用事业 (1.0%)	工业 (14.9%)	消费 (14.3%)
工业 (-17.2%)	公用事业 (-28.5%)	能源 (20.2%)	科技 (21.5%)	药品 (-11.7%)	金融 (0.6%)	公用事业 (3.7%)	金融 (9.0%)	药品 (-2.0%)	金融 (14.6%)	公用事业 (9.5%)
科技 (-20.7%)	工业 (-29.9%)	金融 (17.8%)	工业 (18.4%)	消费 (-11.8%)	通讯 (-0.5%)	消费 (2.7%)	科技 (6.2%)	工业 (-11.2%)	公用事业 (14.1%)	金融 (9.4%)
公用事业 (-23.2%)	金融 (-35.9%)	通讯 (16.7%)	消费 (10.0%)	工业 (-12.3%)	消费 (-1.3%)	科技 (-6.9%)	公用事业 (4.4%)	科技 (-19.4%)	通讯 (5.1%)	通讯 (6.9%)
消费 (-29.0%)	科技 (-37.0%)	药品 (2.8%)	药品 (-6.9%)	金融 (-12.8%)	公用事业 (-11.4%)	通讯 (-11.5%)	通讯 (-8.3%)	能源 (-24.4%)	能源 (-13.9%)	药品 (4.2%)

来源：GFD、华福证券研究所

3 如何看待当下的二次通胀风险

与 70 年代相比，2021 年以来美国的高通胀的起因具有相似之处：（1）供给侧扰动下，大宗商品价格暴涨：70 年代的大宗牛市，与两次石油危机（1973、1979）及粮食危机息息相关，而 2021 年以来的供给侧扰动首先体现为疫情后供应链持续存在堵点，以及 2022 年俄乌冲突的激化。两次大通胀背后，大宗商品上涨均发挥重要作用；（2）美联储货币超发，宽松流动性直接演绎为通胀：70 年代的高通胀很大程度上源于美联储决策失误，紧盯政策利率但 M2 同比大部分处于高位，而疫情以来的高通胀很大程度上源于美联储在内的全球央行超发货币，天量流动性直接导致了高通胀；（3）美元信用边际受冲击，资源品相对美元的溢价在提升：70 年代的背景是美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系瓦解，全球进入信用货币阶段，美元走弱，包括黄金、能源等大宗商品在内的各类资产收益率和波动率明显提升。而当下资源品上涨的逻辑之一，在美国财政赤字率持续提升、缺乏约束的背景下，资源品相对美元的溢价在提升。

往后看，当下再现 70 年代的二次通胀概率相对较小，但通胀中枢有望维持在 3% 附近，通胀年内难降，美联储也难以降息：（1）资源品上涨压力仍在：资源品上涨 70 年代与现阶段通胀反弹的重要因素，但 70 年代的二次反弹诱因是地缘政治引发的第二次石油危机，当下尽管地缘政治压力仍在，但强度或很难重现 1979 年情景，意味着二次通胀的高点相对有限。但本轮资源品上涨中供给侧缺乏刚性是不争事实，后续或仍有上涨压力，需持续关注；（2）美联储租金为核心的核心服务项在 2024H2 有触底回升趋势：美国住房和租房市场偏紧，其核心原因在于美国住宅库存量处于历史偏低水平，而在较高利率水平下，房东普遍持惜售心态，进一步加剧了住房市场的供需紧张关系。因而即使美联储持续加息，但对住房市场的冲击或相对有限，房价的持续上涨进而带动房租项水涨船高；（3）美联储或吸取教训，年内保持偏鹰姿态：与 70 年代相比，当下美联储政策工具箱更为充足。若吸取 70 年代过早降息教训，意味着美联储短期内需要保持偏鹰姿态，以对需求侧进一步抑制，具体需持续观察。

4 资本市场一周表现回顾

大类资产走势上，国债到期收益率明显上行，A股由跌转涨，黄金大幅回落。具体而言，一周走势上（04.22-04.26，以下同），股票市场中，中证全指转涨，单周涨幅为1.9%。债券市场中，央行喊话后十年期国债收益率明显回调，大幅上行5.4BP，中证可转债上涨0.5%。商品市场中南华农产品指数单周上涨0.3%，南华工业品指数单周上涨1.0%，黄金价格下跌3.0%，人民币兑美元汇率保持稳定。

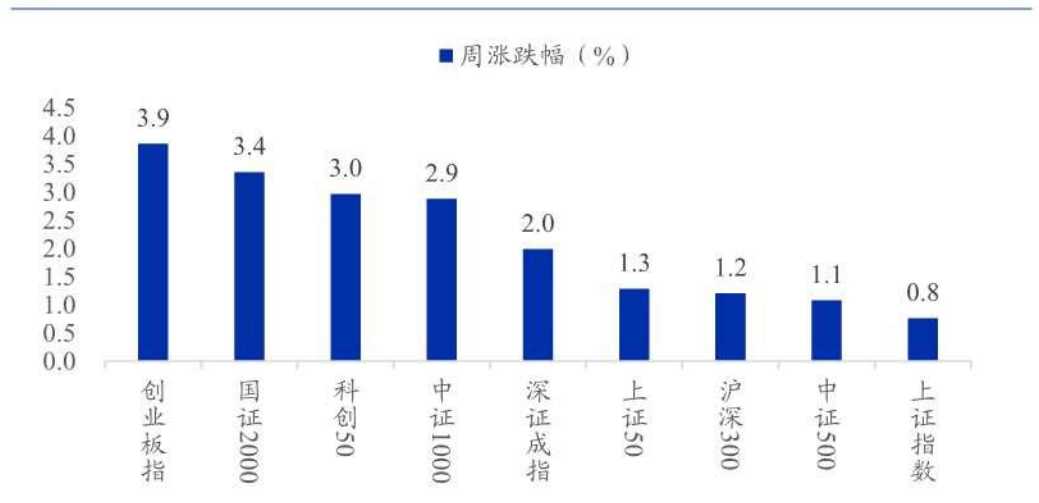
图表 15：主要大类资产市场表现



来源：iFind、华福证券研究所

从主要宽基指数来看，上周A股市场主要宽基指数上涨，创业板反弹明显。具体来看，上周上证综指、深证成指、创业板指等指数单周涨幅分别为0.8%、2.0%和3.9%。上证50、科创50、沪深300、中证500、中证1000和国证2000等规模指数单周涨跌幅分别为1.3%、3.0%、1.2%、1.1%、2.9%和3.4%。

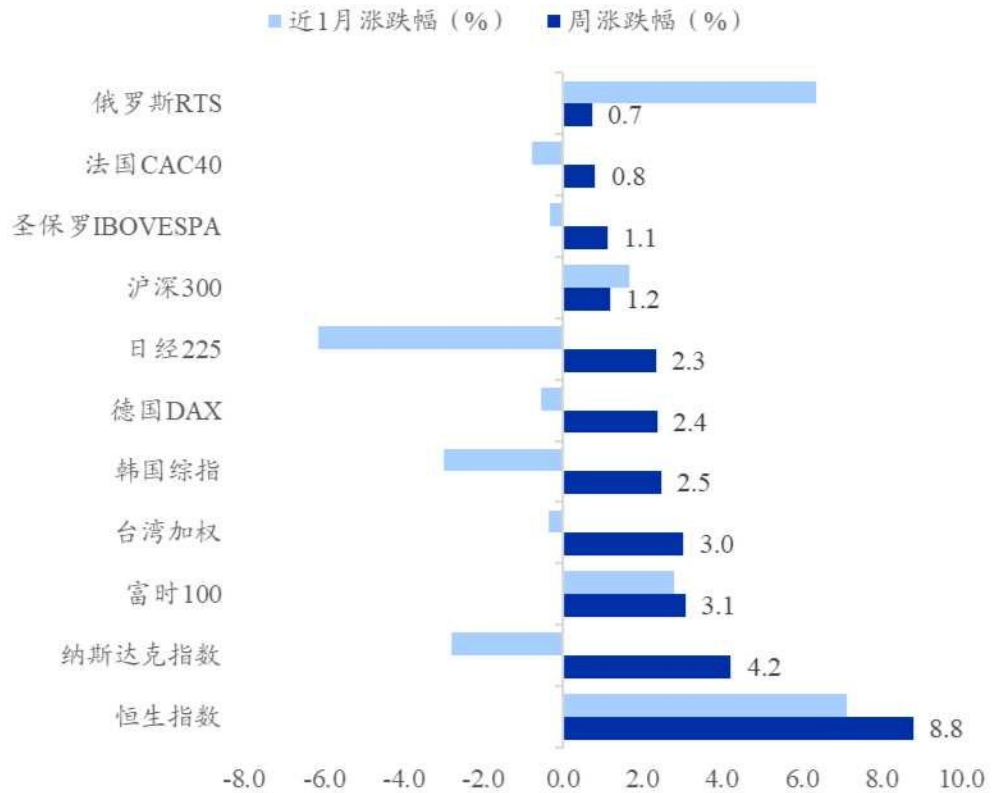
图表 16：A股市场主要宽基指数表现



来源：iFind、华福证券研究所

从主要权益市场来看，全球大部分市场环比上涨，港股领跑。具体来看，大部分市场周度实现上涨，其中恒生指数、纳斯达克、富时100涨幅领先，分别为8.8%、4.2%和3.1%，港股近期表现强势。

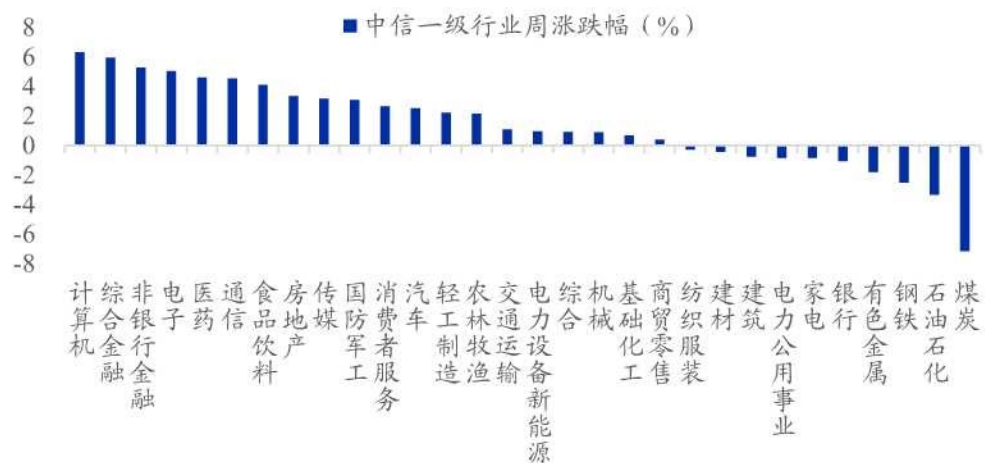
图表 17: 全球主要股市涨跌幅情况



来源: iFind、华福证券研究所

A 股分行业看，上周大类行业涨跌互现。具体来看，中信一级行业中，计算机(6.3%)、综合金融(6.0%)、非银金融(5.3%)、电子(5.0%)、医药(4.6%)等行业领涨，而煤炭(-7.2%)、石油石化(-3.4%)、钢铁(-2.5%)、有色金属(-1.8%)、银行(-1.1%)等跌幅较大。

图表 18: 中信一级行业指数市场表现

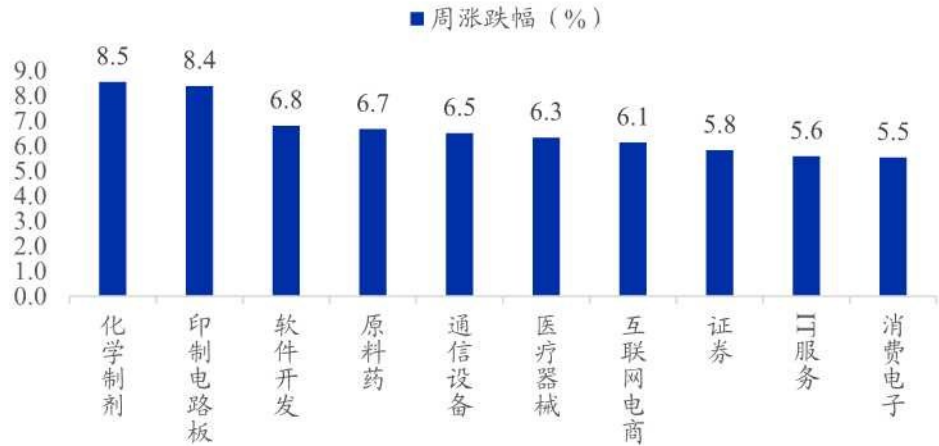


来源: iFind、华福证券研究所

从我们筛选的细分行业来看，上周行情表现领先的前 5 名细分行业及周涨跌幅分别是化学制剂(8.5%)、印刷电路板(8.4%)、软件开发(6.8%)、原料药(6.7%)和通信设备(6.5%)。上周行情表现落后的后 5 名细分行业及周涨跌幅分别是煤炭

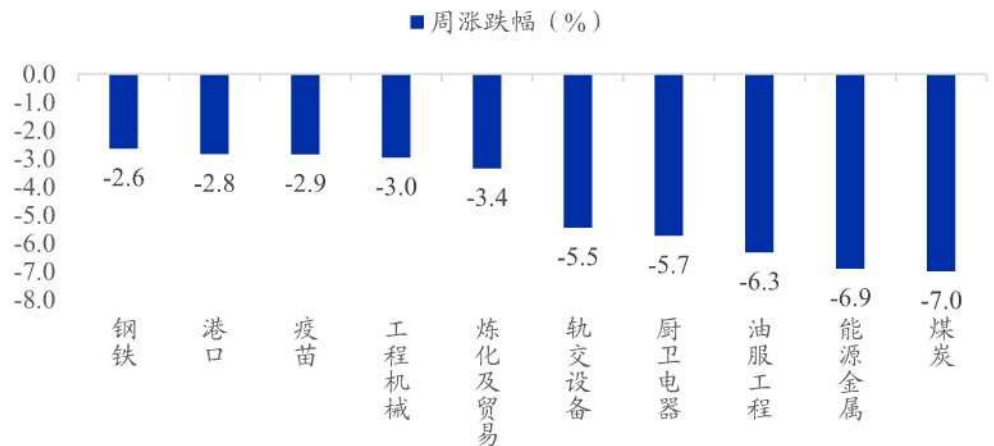
(-7.0%)、能源金属 (-6.9%)、油服工程 (-6.3%)、厨卫电器 (-5.7%)、轨交设备 (-5.5%)。

图表 19：行情表现领先的十个细分行业



来源：iFind、华福证券研究所

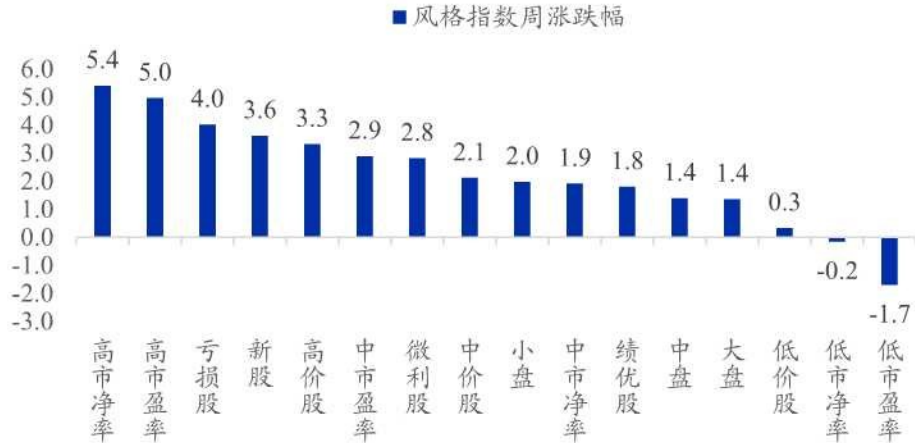
图表 20：行情表现落后的十个细分行业



来源：iFind、华福证券研究所

上周各风格指数大部分上涨，高估值小盘股反弹明显。规模来看，上周大盘、中盘、小盘涨跌幅分别为 1.4%、1.4%和 2.0%，小盘股相对占优；估值来看，高市净率及高市盈率风格指数分别上涨 5.4%和 5.0%，领先中低市盈率和市净率风格指数；价格方面，上周高价股、中价股与低价股涨跌幅分别为 3.3%、2.1%、0.3%；基本面方面，亏损股 (4.0%) 领先微利股 (2.8%) 和绩优股 (1.8%)。

图表 21：风格指数市场表现情况（%）



来源：iFind、华福证券研究所

5 重要宏观经济事件回顾

国内方面，1-3月工业企业利润增速边际放缓，而高技术制造业增长较快。

2024年1-3月工业企业营收总额累计增速有所放缓，但仍维持正增长。从营收端看，规模以上工业企业实现营业收入31万亿元，同比增长2.3%，较前2个月的高增速有所下降，但保持正增长。量价方面，2024年1-3月工业增加值累计同比增速为6.1%，增速较2024年1-2月放缓0.9个百分点；价格指数较上月持平，PPI累计同比增速为-2.7%，跌幅较2024年前2个月放大0.1个百分点。

从行业大类来看，三大门类中采矿业利润总额累计增速跌幅收窄，制造业、电气水利润总额累计增速均出现下降。2024年1-3月，采矿业实现利润总额2961.7亿元，累计同比下降18.5%，降幅较2024年1-2月收窄2.6个百分点；制造业实现利润总额10172.4亿元，累计同比增加7.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额1921.2亿元，累计同比增长40%。2024年1-3月，制造业和电气水利润总额累计增速分别较2024年前2个月下降9.5和23.1个百分点。

制造业各分项对利润总额的拉动较前2个月有所下降。装备制造业和消费品制造业对工业企业利润累计增速产生拉动，资源品制造业对利润增速转为拖累。具体分项内，资源品制造业2024年1-3月利润累计同比下降18.3%，拖累利润总额下行2.5个百分点；较2024年1-2月带动利润总额上升0.8个百分点大幅下降。1-3月，消费品制造业利润总额同比增速为10.9%，带动工业企业利润总额提升2.6个百分点，较1-2月的拉动利润总额提升3.6个百分点有所回落。2024年1-3月装备制造业利润同比增长18%，拉动工业企业利润总额增长4.9个百分点，为1-3月所有分项中最高。装备制造业正在持续发挥利润增长“压舱石”作用

国外方面，美国一季度GDP数据低于市场预期，但核心需求并不弱，且市场对通胀更为关注。4月25日，美国商务部经济分析局（BEA）公布一季度美国GDP数据。初步核算，一季度实际GDP季调环比折年率1.6%，预期2.5%，前值3.4%；实际GDP同比3.0%，前值3.1%。

Q1 环比明显低于市场预期，显示美国经济动能边际衰减：（1）从总量看，环比折年率 1.6%，较 23Q4（3.4%）大幅走弱，低于市场预期的 2.5%和亚特兰大联储 GDP Now 模型预估的 2.7%；实际 GDP 同比 3.0%，较 23Q4（3.1%）略有下滑，但总体仍在高位；（2）分结构看，居民消费、政府部门消费、净出口环比均边际减弱，投资边际回升。对 GDP 的贡献度看，消费边走弱，投资成为美国 Q1GDP 最主要拉动项，而净出口、政府部门消费和支出带来拖累。

核心需求仍然不弱，不能简单得出美国陷入滞涨的结论，且市场对通胀更为关注：

（1）Q1 美国经济数据低于预期，一方面或源于季节性调整等因素，例如 Q4 消费通常较高，季调后会导致 Q1 消费环比走弱。由于本次数据仅是初次公布值，后续不排除继续调整可能性；（2）剔除库存、政府和净出口的扰动，仅仅看美国消费和固定资产投资，其环比折年率从 23Q4 的 3.5%降至 2.8%，下行幅度相对有限，表明美国经济的核心增长动能虽在边际走弱，但仍相对有韧性，因此并不能简单得出经济陷入滞涨的结论；（3）从数据发布后各类资产的走势看，美股大跌、美债利率大幅上行，显然市场对通胀数据的关注度比超预期下行的 GDP 数据更大。24Q1 剔除食品和能源的核心 PCE 环比折年率为 3.7%，显著高于前值（2%）和预期（3.4%）。目前市场对美联储降息节点的调整已较为充分，但通胀或仍有超预期可能性。

6 本周重点关注事件一览

国内方面，政策层面重点关注月底可能召开的 4 月中央政治局会议，按历史经验看，大概率重点讨论经济议题。数据层面，重点关注 4 月底的 PMI 数据及五一长假各项微观数据。

国外方面，重点关注美国财政部季度发债计划及 5 月美联储议息会议。

7 风险提示

一是地缘政治风险超预期。二是美联储表态偏鹰。三是历史经验不代表未来。

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn