



大类资产月报第 12 期

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
 jjaluxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
 lixinyue@gjzq.com.cn

5 月展望：“拐点”已现？

4 月，海外资产多有调整，而国内资产积极信号已逐步开始释放。市场的“拐点”为何出现、是趋势的形成还是阶段性反弹？本文分析，可供参考。

热点思考：5 月展望，“拐点”已现？

一、4 月海外市场的焦点？估值端压制叠加市场情绪回落，风险资产“拐点”或现

4 月，海外市场主要权益、商品类资产多有调整，风险资产的“拐点”似已出现。1) 权益资产方面，美日欧股市集体调整，日经 225、纳指、标普 500、德国 DAX、法国 CAC40 分别下跌 4.9%、4.4%、4.2%、3.0% 和 2.7%。2) 商品资产方面，4 月 19 日以来，彭博商品指数回调 1.7%，其中贵金属、能源、有色金属分别下跌 5.4%、2.4% 和 1.7%。

“再通胀”交易下美债收益率的上行对风险资产形成压制，同时，随着海外流动性环境边际收紧，投资者情绪也有降温。一方面，4 月 1 日至 4 月 25 日，10 年期美债收益率大幅上行 50bp、美元指数也快速走强 1.0%，“再通胀交易”是背后的主要驱动。另一方面，流动性拐点出现后，标普 500、布油等资产 RSI 均由高位回落，投资者情绪明显降温。

二、4 月国内市场的主线？基本面企稳带动情绪底部回升，市场的积极信号逐步出现

4 月，国内市场权益资产上涨、黑色系商品反弹，一些积极信号也逐步开始释放。1) 权益市场，4 月 16 日以来，恒生指数、上证指数分别大涨 14.3%、4.4%。2) 债券市场，4 月 23 日以来，10 年期国债收益率上行 8.2bp 至 2.31%。3) 商品市场，4 月南华综合指数大幅反弹 5.8%，其中黑色系、有色金属、贵金属分别上涨 11.8%、9.9%、5.4%。市场的积极反应，或因基本面边际企稳带动前期悲观情绪回升。一方面，从高频数据来看，4 月高炉开工率持续回升、从 76.6% 升至 80.6%，工业生产也表现较强；另一方面，在外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”、带动工业企业库存增速连续回升。此前，港股估值已回落至 2000 年以来 7% 的分位，基本面的边际改善，带动了市场情绪的修复。

三、5 月市场如何演绎？海外“再通胀交易”或告一段落，国内股债跷跷板或将重现

海外市场，随着美国劳动力市场的降温、经济韧性的走弱，“再通胀交易”或暂告一段落，但流动性边际收紧下、风险资产或难现大幅改善。4 月，美国新增非农 17.5 万、低于预期的 24.3 万，制造业 PMI 也回落至荣枯线以下；疲软的数据下，货币政策的相对收敛或导致美元短期承压，美债上行或也将告一段落。

国内市场，基本面的企稳修复，或有利于国内风险资产偏好的改善，但易对债市造成扰动。4 月政治局会议注重“抓落实”，后续政策落地或可提速，叠加低库存等，5 月基本面修复有望加速。股市，基本面改善或带动市场情绪回升、外部压力缓和下的汇率升值也有望与外资形成共振；债市，政府债券供给上量，叠加基本面修复等，或对债市有扰动。

月度回顾：商品市场多数上涨，10 年期国债利率多数上行（2024/04/01-2024/04/30）

股票市场：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，英国富时 100 上涨 2.41%，道琼斯工业指数下跌 5%，日经 225 下跌 4.86%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 10.51%，上证指数上涨 2.09%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10 年期国债收益率上行 49bp 至 4.69%，德国 10 年期国债收益率上行 23bp 至 2.56%，法国 10 年期国债收益率上行 27.6bp 至 3.08%，英国 10 年期国债收益率上行 35.2bp 至 4.3%。

外汇市场：美元指数上行，人民币兑美元贬值。美元指数上行 1.75% 至 106.34。美元兑人民币升值 0.28%，美元兑在岸人民币和离岸人民币分别为 7.24 和 7.26。欧元兑美元贬值 1.16%，英镑兑美元贬值 1.06%，日元兑美元贬值 4.09%。

商品市场：有色全线上涨，黑色全线上涨。LME 锌上涨 20.45% 至 2844 美元/吨，LME 镍上涨 14.59% 至 18800 美元/吨，LME 铜上涨 13.99% 至 9894 美元/吨，COMEX 黄金上涨 2.72% 至 2294.9 美元/盎司，通胀预期升至 2.41%。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩



内容目录

一、热点思考：5月展望，“拐点”已现？	6
（一）4月海外市场的焦点？估值端压制叠加市场情绪回落，风险资产“拐点”或现	6
（二）4月国内市场的主线？基本面企稳带动情绪底部回升，市场的积极信号逐步出现	8
（三）5月市场如何演绎？海外“再通胀交易”或告一段落，国内股债跷跷板或将重现	10
二、大类资产高频跟踪（2024/04/01-2024/04/30）	13
（一）月度回顾：全球风险资产走势分化，10年期国债利率多数上行	13
（二）股票市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化	14
（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率全线上行，中国国债收益率多数下行	16
（四）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元贬值	17
（五）大宗商品市场追踪：有色全线上涨，黑色全线上涨	18
三、报告精选	20
（一）谁是黄金的“边际定价者”？	20
（二）“干预”还是“加息”？日本的两难问题	22
风险提示	25

图表目录

图表 1：4月，标普 500 的拐点似已出现	6
图表 2：4月全球发达市场股指多数调整	6
图表 3：4月，海外大宗商品指数先涨后跌	6
图表 4：4月 19 日以来，贵金属、能源明显调整	6
图表 5：CPI 通胀的“引力”向上	7
图表 6：核心 CPI 的“引力”向上	7
图表 7：LEI 领先于库存周期	7
图表 8：金融条件转松支撑制造业 PMI 改善	7
图表 9：近期逆回购下行放缓，美国流动性拐点已至	7
图表 10：4月，美股与部分商品 RSI 持续回落	7
图表 11：4月下旬，港股大涨，A股也温和上涨	8
图表 12：近期 2 年期和 10 年期国债收益率明显上行	8
图表 13：南华商品指数 4 月大幅上涨 5.8%	8
图表 14：黑色系、有色金属在 4 月表现较为强势	8
图表 15：4 月，全国高炉开工率延续改善	9



图表 16: 我国纺织原料制品出口持续修复.....	9
图表 17: 化学纤维营收、库存增速均呈现大幅改善.....	9
图表 18: 港股、黑色系等“估值”一度处于历史底部.....	9
图表 19: A 股盈利同比增速情况.....	9
图表 20: A 股营收同比增速情况.....	9
图表 21: A 股各行业 4 月盈利预测上修幅度.....	10
图表 22: A 股各行业景气改善情况.....	10
图表 23: 职位空缺率下行推动失业率走高.....	10
图表 24: 4 月, 美国制造业、非制造业 PMI 双双下行.....	10
图表 25: 前期, 美国与欧元区 6 月降息概率一度明显分化.....	11
图表 26: 美德利差的相对缩窄, 或导致美元暂别强势.....	11
图表 27: 基建投资与实物工作量落地仍有偏离.....	11
图表 28: 2024 年 1-4 月新增专项债发行进度偏慢.....	11
图表 29: 设备更新相关再贷款工具情况.....	12
图表 30: 二季度 GDP 同比或为年内最高.....	12
图表 31: A 股市场情绪已在持续回暖.....	12
图表 32: 人民币汇率企稳有望带动北上资金持续流入.....	12
图表 33: 二季度政府债券供给压力边际回升.....	13
图表 34: 二季度中 5 月政府债券融资压力或相对较大.....	13
图表 35: 4 月以来大类资产涨跌幅.....	14
图表 36: 本月, 发达市场股指多数下跌.....	14
图表 37: 本月, 新兴市场股指走势分化.....	14
图表 38: 本月, 美国标普 500 行业多数下跌.....	15
图表 39: 本月, 欧元区行业多数下跌.....	15
图表 40: 本月, A 股各类宽基指数全线上涨.....	15
图表 41: 本月, 行业方面走势分化.....	15
图表 42: 本月, 恒生指数全线上涨.....	15
图表 43: 本月, 行业方面全线上涨.....	15
图表 44: 本月, 发达国家 10 年期国债收益率全线上行.....	16
图表 45: 本月, 美英德 10Y 收益率.....	16
图表 46: 本月, 新兴市场 10 年期国债收益率全线上行.....	16
图表 47: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率.....	16
图表 48: 本月, 中国国债收益率多数下行.....	17
图表 49: 本月, 3 个月、2 年期与 10 年期国债收益率.....	17
图表 50: 本月, 美元指数上行, 其他货币兑美元贬值.....	17



图表 51: 英镑和欧元兑美元贬值.....	17
图表 52: 本月, 主要新兴市场兑美元走势分化.....	17
图表 53: 土耳其里拉, 雷亚尔和韩元.....	17
图表 54: 本月, 美元兑人民币升值.....	18
图表 55: 本月, 美元兑在岸人民币升值, 兑离岸贬值.....	18
图表 56: 本月, 原油涨跌分化, 有色全线上涨, 黑色全线上涨.....	18
图表 57: 原油价格涨跌分化.....	19
图表 58: 本月, 焦煤价格上涨 2.43%.....	19
图表 59: 本月, 铜价格上涨, 铝价格上涨.....	19
图表 60: 本月, 通胀预期升至 2.41%.....	19
图表 61: 本月, COMEX 黄金、COMEX 银均上涨.....	19
图表 62: 本月, 10Y 美债实际收益率升至 2.28%.....	19
图表 63: 2008 年后投资与央行需求占主导地位.....	20
图表 64: 2022 年来, 金价与美债实际利率走势大幅背离.....	20
图表 65: 金价形成的简明“框架”.....	20
图表 66: 纳入央行购金后, 金价与模型缺口大幅收窄.....	20
图表 67: 近 2 年, 实际购金量与报告购金量大幅背离.....	21
图表 68: 瑞士、英国占全球黄金出口比重约 3 成.....	21
图表 69: 世界黄金协会调查的央行购金理由.....	21
图表 70: 俄罗斯在“去美元化”中大量购入“黄金”.....	21
图表 71: 近期, 欧洲独立交易时段金价涨幅贡献较大.....	22
图表 72: 1 月, 瑞士、英国黄金出口规模创历史新高.....	22
图表 73: 实际利率框架并非“失灵”.....	22
图表 74: 中期来看, 10 年期美债利率仍有回落空间.....	22
图表 75: 近期, 日元贬值, 但日经 225 却也快速调整.....	23
图表 76: 日元非商业空头持仓已达历史 99.9%分位水平.....	23
图表 77: 近期, OIS 隐含的日央行加息预期明显升温.....	23
图表 78: 3 月 22 日以来, 估值端敏感的日股行业领跌.....	23
图表 79: 日本私人投资尚未恢复到疫情前水平.....	24
图表 80: 日本消费活动指数边际转弱.....	24
图表 81: 历史上的日本干预与日元走势.....	24
图表 82: 当下, 美国金融条件持续收紧的副作用已有显现.....	24
图表 83: 1997 年日本的干预未能扭转日元的弱势.....	25
图表 84: 2022 年日本的干预同样未能扭转日元的弱势.....	25
图表 85: 2022 年 10 月日本干预前后美债利率未现异动.....	25



图表 86: 2022 年日本在 8 月-10 月间持续减持美债 25



4月，海外资产多有调整，而国内资产积极信号已逐步开始释放。市场的“拐点”为何出现、是趋势的形成还是阶段性反弹？本文分析，可供参考。

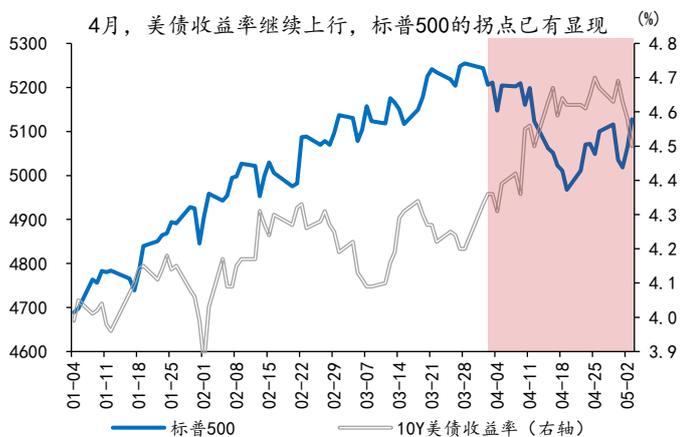
一、热点思考：5月展望，“拐点”已现？

（一）4月海外市场的焦点？估值端压制叠加市场情绪回落，风险资产“拐点”或现

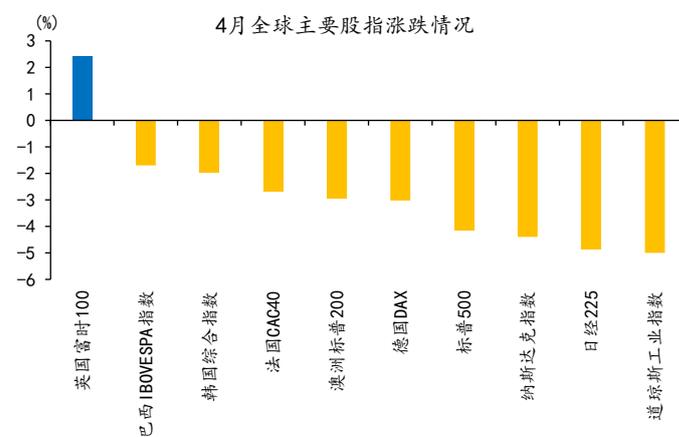
4月，海外市场主要权益、商品类资产多有调整，风险资产的“拐点”似已出现。1) 权益资产方面，除英国富时100指数微涨2.4%外，美日欧股市集体调整，道琼斯指数、日经225、纳斯达克指数、标普500、德国DAX、法国CAC40分别下跌5.0%、4.9%、4.4%、4.2%、3.0%和2.7%。2) 商品资产方面，4月19日以来，彭博商品指数回调1.7%，其中贵金属、能源、有色金属分别下跌5.4%、2.4%和1.7%。

图表1：4月，标普500的拐点似已出现

图表2：4月全球发达市场股指多数调整



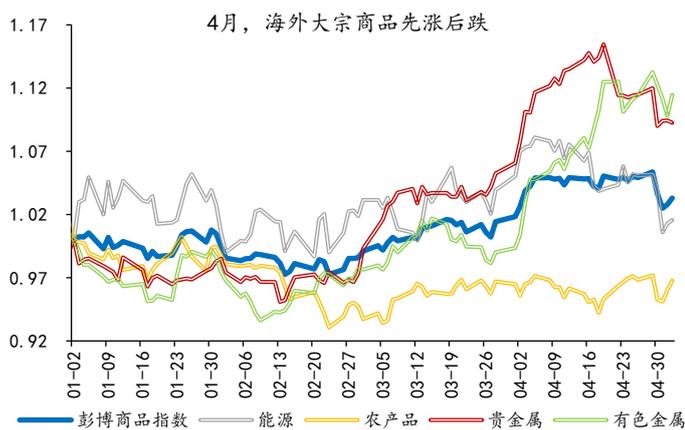
来源：Wind，国金证券研究所



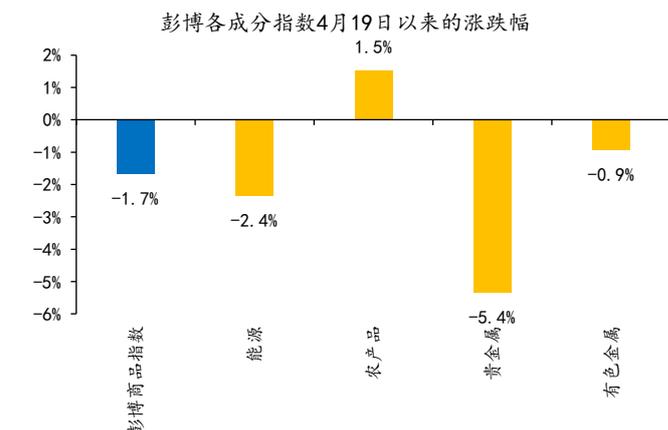
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：4月，海外大宗商品指数先涨后跌

图表4：4月19日以来，贵金属、能源明显调整



来源：Bloomberg，国金证券研究所

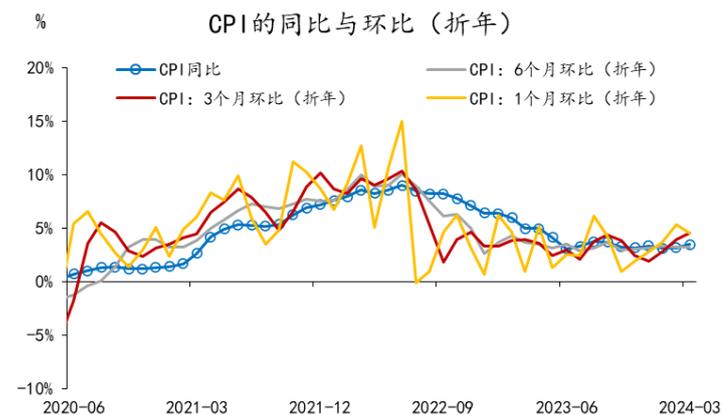


来源：Bloomberg，国金证券研究所

一方面，“再通胀”交易下美债收益率的上行、美元的走强，对风险资产形成普遍压制。4月1日至4月25日，10年期美债收益率大幅上行50bp、美元指数也快速走强1.0%，“再通胀交易”是背后的主要驱动：一方面，“再通胀”风险抬升。美国去通胀进程出现“死亡交叉”，核心CPI下行斜率明显放缓——1个月、3个月和6个月环比均超同比，下行阻力越来越强。另一方面，美国经济仍有韧性，no landing渐趋明朗。2024年初以来，在全球长期去库存、金融条件转松的背景下，美国制造业一度持续改善，对经济形成支撑。

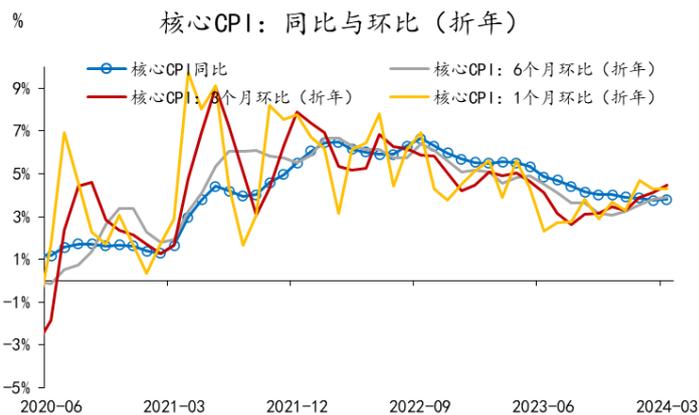


图表5: CPI 通胀的“引力”向上



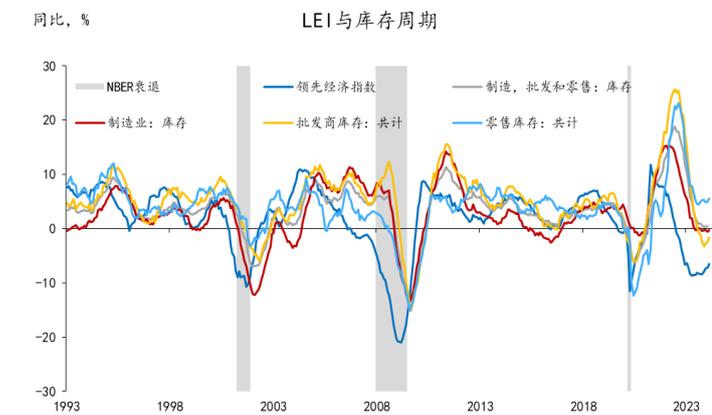
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

图表6: 核心CPI的“引力”向上



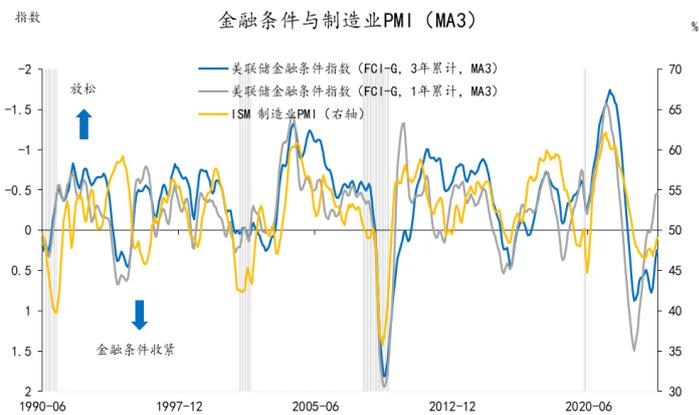
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

图表7: LEI 领先于库存周期



来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

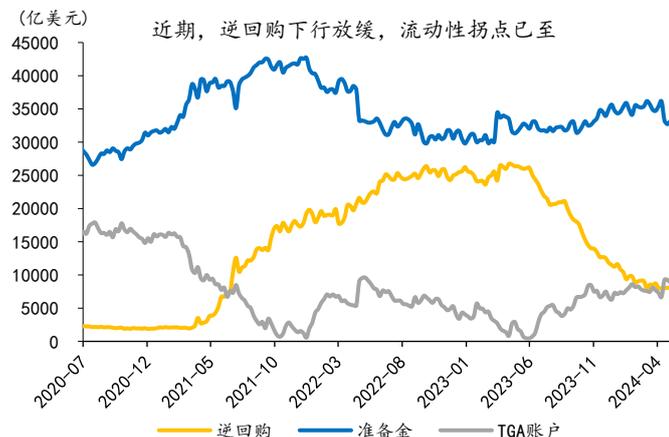
图表8: 金融条件转松支撑制造业PMI改善



来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

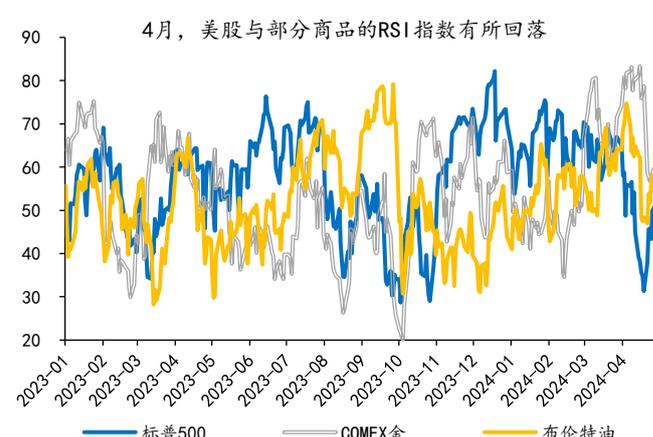
另一方面，随着海外流动性环境的边际收紧，海外投资者情绪也在明显降温。4月以来，美联储准备金规模由3.5万亿缩减至3.3万亿美元，而“逆回购”工具则未再延续缩量释放流动性、4月仅小幅减少35.7亿美元；同时，步入税期后美国财政部TGA账户还进一步回笼了1576.1亿美元的流动性，美国流动性环境明显收紧。流动性拐点的出现，对风险资产的影响逐步显现，标普500指数、COMEX金、布伦特原油等资产RSI均由高位回落，投资者情绪明显降温。

图表9: 近期逆回购下行放缓，美国流动性拐点已至



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 4月, 美股与部分商品RSI持续回落



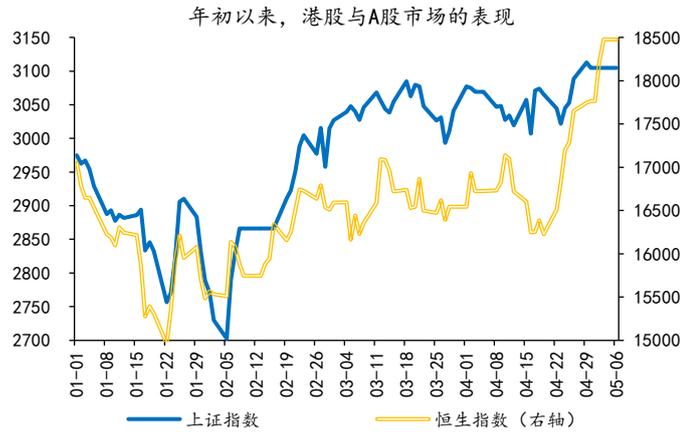
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



(二) 4月国内市场的主线？基本面企稳带动情绪底部回升，市场的积极信号逐步出现

4月，国内市场权益资产上涨、黑色系商品反弹，一些积极信号也逐步开始释放。1) 权益市场，恒生指数在4月16日以来大涨14.3%，上证指数也反弹了4.4%。2) 债券市场，4月23日以来，2年期、10年期国债收益率分别上行7.8bp、8.2bp至1.91%和2.31%。3) 商品市场，4月全月南华综合指数大幅反弹5.8%，其中黑色系、有色金属、贵金属、能化品分别上涨11.8%、9.9%、5.4%和3.4%。

图表11：4月下旬，港股大涨，A股也温和上涨



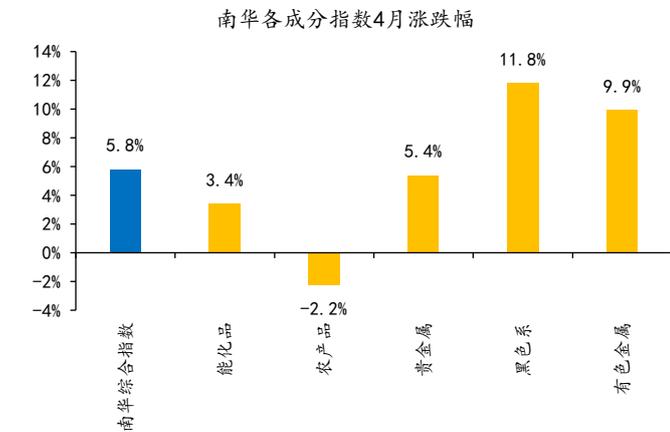
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：近期2年期和10年期国债收益率明显上行



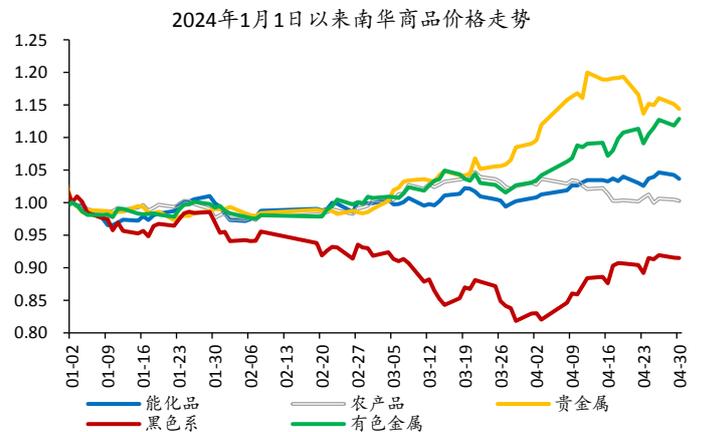
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：南华商品指数4月大幅上涨5.8%



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：黑色系、有色金属在4月表现较为强势

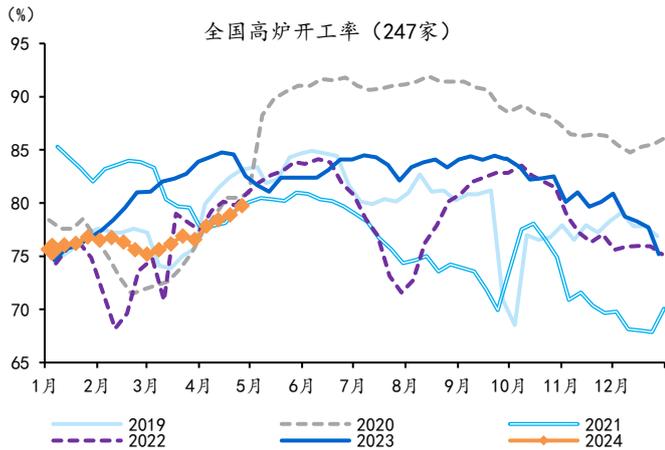


来源：Wind，国金证券研究所

市场的积极反应，或因经济基本面边际企稳、带来前期悲观的情绪有所回升。一方面，从高频数据来看，4月高炉开工率持续回升、从76.6%回升至80.6%，设备制造等工业生产也表现较强；另一方面，在外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”、带动工企实际库存增速连续回升。化纤制造是本轮中美库存周期“共振”的代表性行业，外需改善下，3月化纤制造营收同比较去年低点提升24.5个百分点至17.7%，行业随之开启“主动补库”，2月实际库存同比显著上行至18.1%。此前，钢铜比一度逼近2010年以来新低、港股估值也处于2000年以来7%的分位，基本面的边际改善，带动了前期相对悲观的市场情绪修复。

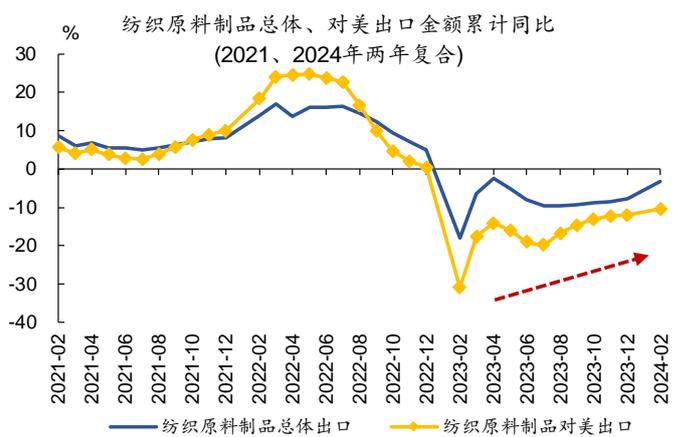


图表15: 4月, 全国高炉开工率延续改善



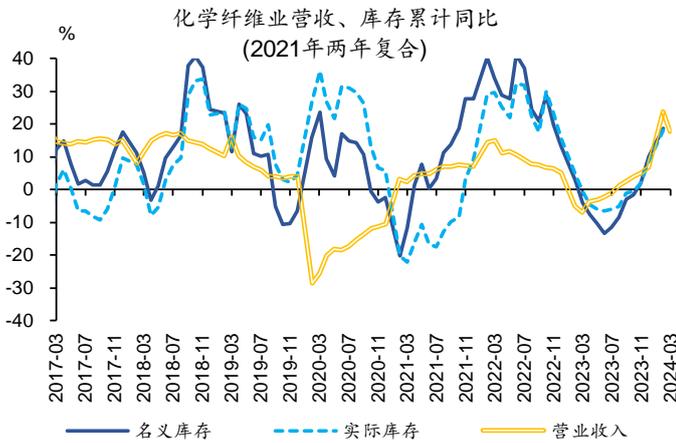
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 我国纺织原料制品出口持续修复



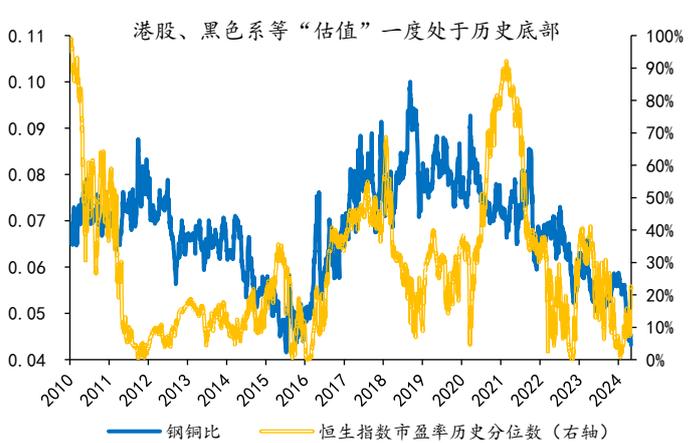
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 化学纤维营收、库存增速均呈现大幅改善



来源: iFind, 国金证券研究所

图表18: 港股、黑色系等“估值”一度处于历史底部



来源: Wind, 国金证券研究所

而A股表现的“踟蹰”，或因一季报整体表现仍相对欠佳。2024年一季度，全部A股、A股除金融石油石化净利润同比增速分别为-4.6%、-5.8%，较2023年四季度分别回落2.2个百分点和1.9个百分点；全部A股、A股除金融石油石化营收增速分别为0.1%、-0.1%，较前期分别回落1.4个百分点和2.7个百分点。放缓的盈利增速拖累了A股市场情绪，但结构上仍有一定亮点：1) 相较2023年Q4，农林牧渔、电子、环保、医药生物等景气明显改善；2) 财报公布前后，社服、公共事业、农林牧渔、建装、纺服等盈利预期大幅上修。

图表19: A股盈利同比增速情况



来源: Wind, 国金证券研究所

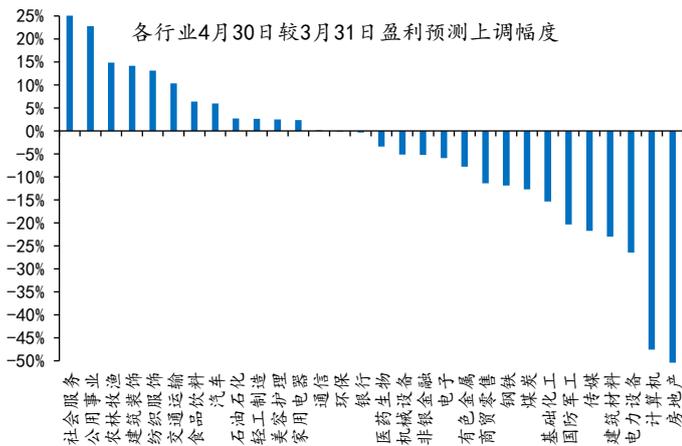
图表20: A股营收同比增速情况



来源: Wind, 国金证券研究所

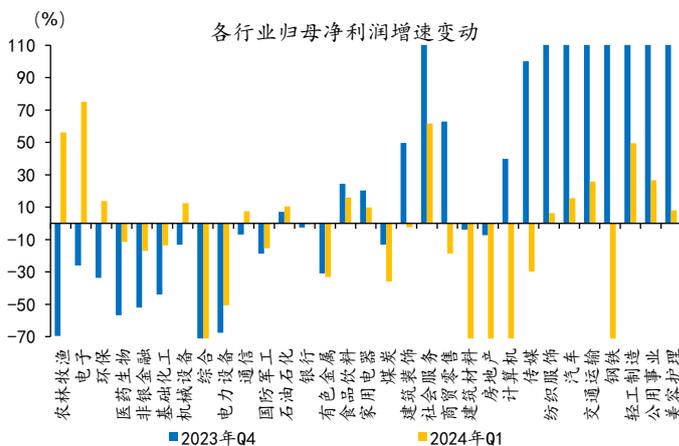


图表21: A股各行业4月盈利预测上修幅度



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: A股各行业景气改善情况



来源: Wind, 国务院, 国金证券研究所

(三) 5月市场如何演绎? 海外“再通胀交易”或告一段落, 国内股债跷跷板或将重现

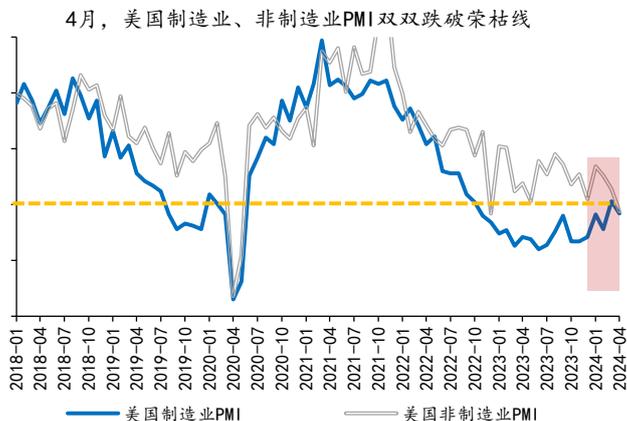
海外市场, 随着美国劳动力市场的降温、经济韧性的走弱, “再通胀交易”或暂告一段落, 但流动性边际收紧下、风险资产或难现大幅改善。4月, 美国新增非农就业17.5万、远低于预期的24.3万, 薪资增速放缓、失业率也升至3.9%, 劳动力市场有所降温; 同时, 金融条件持续收紧对经济的负面冲击也有所显现, 4月美国制造业、非制造业PMI分别录得49.2、49.4, 均回落至荣枯线以下。前期, 市场不断后修美联储降息预期, 导致美德利差大幅走阔; 向后看, 货币政策的相对收敛或导致美元短期承压, 美债上行或也告一段落。

图表23: 职位空缺率下行推动失业率走高



来源: CEIC, 国金证券研究所

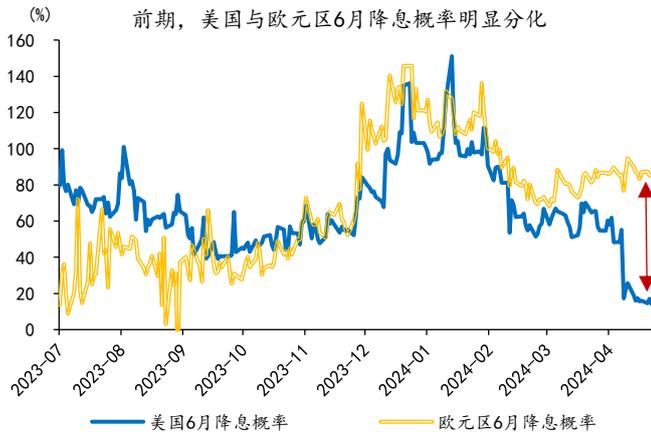
图表24: 4月, 美国制造业、非制造业PMI双双下行



来源: Wind, 国金证券研究所



图表25: 前期, 美国与欧元区6月降息概率一度明显分化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

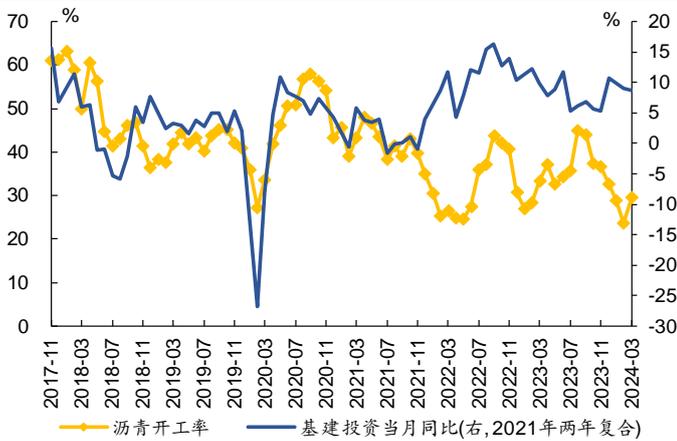
图表26: 美德利差的相对缩窄, 或导致美元暂别强势



来源: Wind, 国金证券研究所

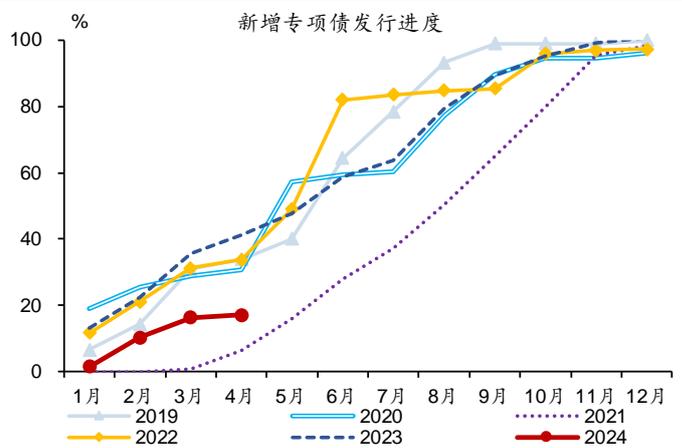
国内市场, 4月政治局会议注重“抓落实”, 后续政策落地或可提速, 叠加低库存等, 5月基本面修复有望加速。一方面, 4月中央政治局会议未出台新政策, 而强调“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”。当前发改委联合财政部已完成 2024 年专项债项目筛选工作, 后续“稳增长”落地或可提速; 此外新一轮“设备更新”等增量政策也在加快推进, 对于工业库存回补也能起到一定助推作用。另一方面, 实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已降至 7.1% 左右, 未来进一步下行趋势也较为确定; 库存水平则处于历史低位, 或有望回补。稳增长加码叠加库存回补, 5月经济基本面修复有望加速。

图表27: 基建投资与实物工作量落地仍有偏离



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 2024年1-4月新增专项债发行进度偏慢¹

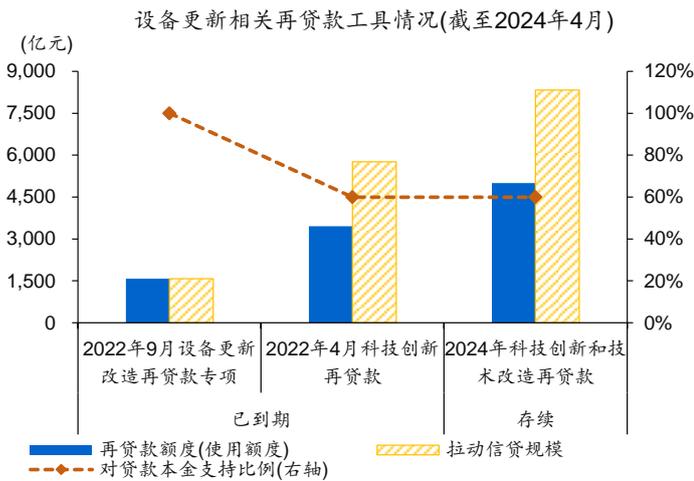


来源: Wind, 国金证券研究所

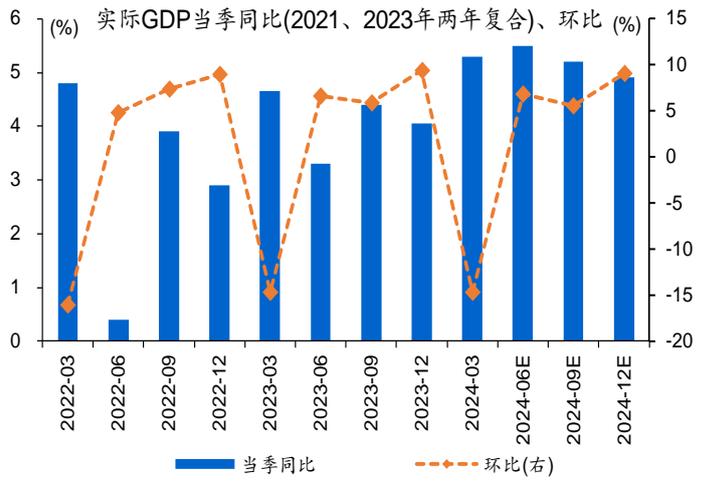
¹ 说明: 计算4月新增专项债发行进度时, 日期截至4月27日。



图表29: 设备更新相关再贷款工具情况



图表30: 二季度 GDP 同比或为年内最高

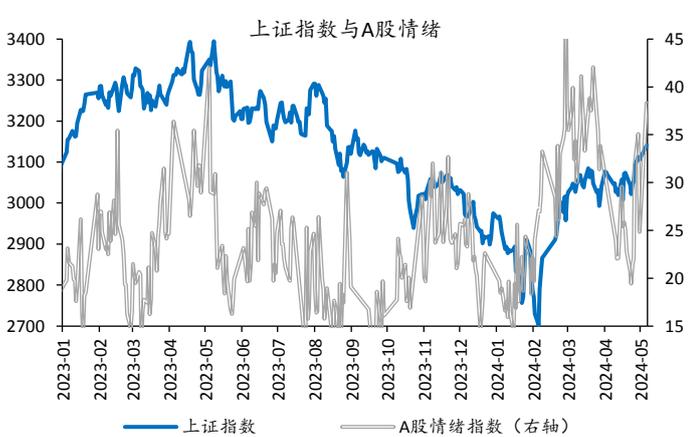


来源: 中国人民银行、国金证券研究所

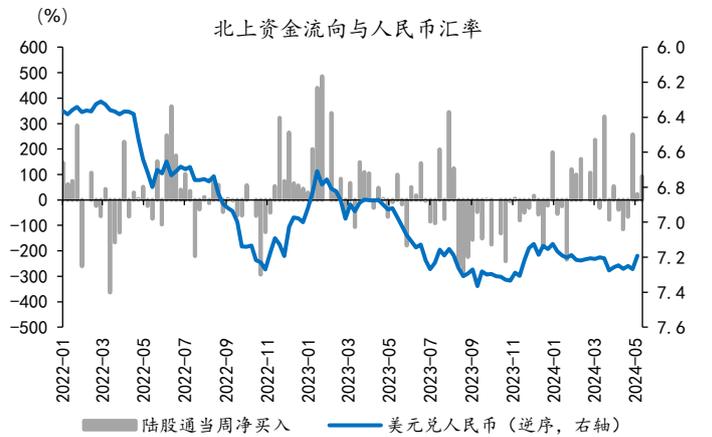
来源: 中国政府网站、国金证券研究所

权益市场, 基本面改善或带动市场情绪持续回升、外部压力缓和下的汇率升值也有望与外资共振; 债券市场, 政府债券供给上量, 叠加基本面修复斜率回升等, 或对债市造成扰动。1) 股市方面, 截至5月6日, A股情绪指数已由4月23日的19.4回升至38.3; 同时, 随着美元指数回落、海外资产回调, 国内资产的相对吸引力或将提振, 4月27日以来, 北上资金已经持续流入374亿, 北上与汇率的共振、或有望进一步支撑A股的反弹。2) 债市方面, 考虑到政府债券“错峰”等因素, 供给压力或于二季度边际上升。流动性、基本面的利空影响或在二季度逐步凸显, 中短期潜在风险或在累积。

图表31: A股市场情绪已在持续回暖



图表32: 人民币汇率企稳有望带动北上资金持续流入

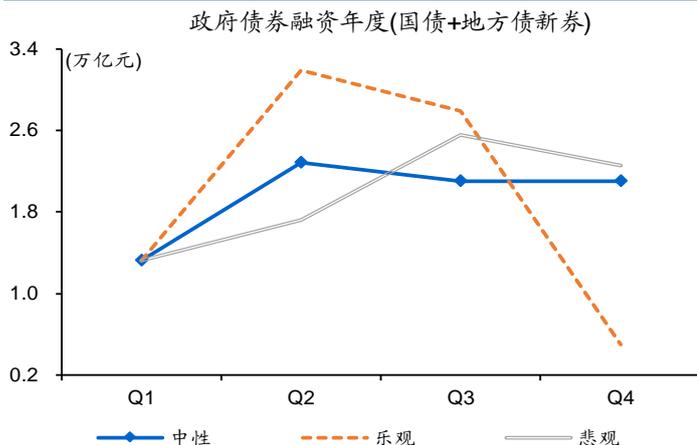


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

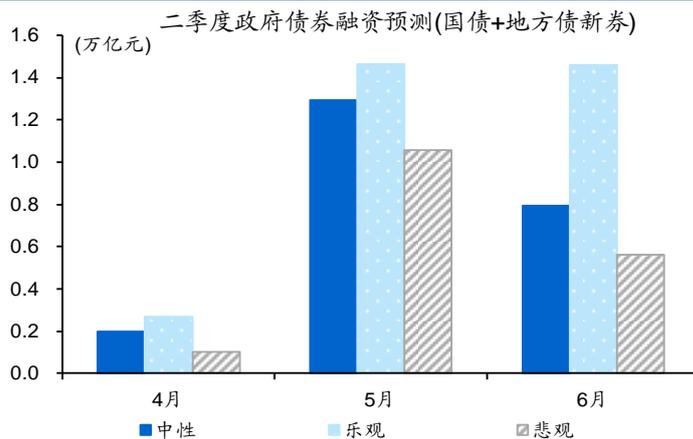


图表33：二季度政府债券供给压力边际回升²



来源：Wind、国金证券研究所

图表34：二季度中5月政府债券融资压力或相对较大



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1、4月，海外市场主要权益、商品类资产多有调整，风险资产的“拐点”似已出现。“再通胀”交易下美债收益率的上行对风险资产形成压制，同时，随着海外流动性环境边际收紧，投资者情绪也有降温。一方面，4月1日至4月25日，10年期美债收益率大幅上行50bp、美元指数也快速走强1.0%，“再通胀交易”是背后的主要驱动。另一方面，流动性拐点出现后，标普500、布油等资产RSI均由高位回落，投资者情绪明显降温。
- 2、4月，国内市场权益资产上涨、黑色系商品反弹，一些积极信号也逐步开始释放。市场的积极反应，或因基本面边际企稳带动前期悲观情绪回升。一方面，从高频数据来看，4月高炉开工率持续回升、从76.6%升至80.6%，工业生产也表现较强；另一方面，在外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”、带动工企实际库存增速连续回升。此前，港股估值已回落至2000年以来7%的分位，基本面的边际改善，带动了市场情绪的修复。
- 3、海外市场，随着美国劳动力市场的降温、经济韧性的走弱，“再通胀交易”或暂告一段落，但流动性边际收紧下、风险资产或难现大幅改善。4月，美国新增非农17.5万、低于预期的24.3万，制造业PMI也回落至荣枯线以下；疲软的数据下，货币政策的相对收敛或导致美元短期承压，美债上行或也将告一段落。
- 4、国内市场，基本面的企稳修复，或有利于国内风险资产偏好的改善，但易对债市造成扰动。4月政治局会议注重“抓落实”，后续政策落地或可提速，叠加低库存等，5月基本面修复有望加速。股市，基本面改善或带动市场情绪回升、外部压力缓和下的汇率升值也有望与外资形成共振；债市，政府债券供给上量，叠加基本面修复等，或对债市有扰动。

二、大类资产高频跟踪 (2024/04/01-2024/04/30)

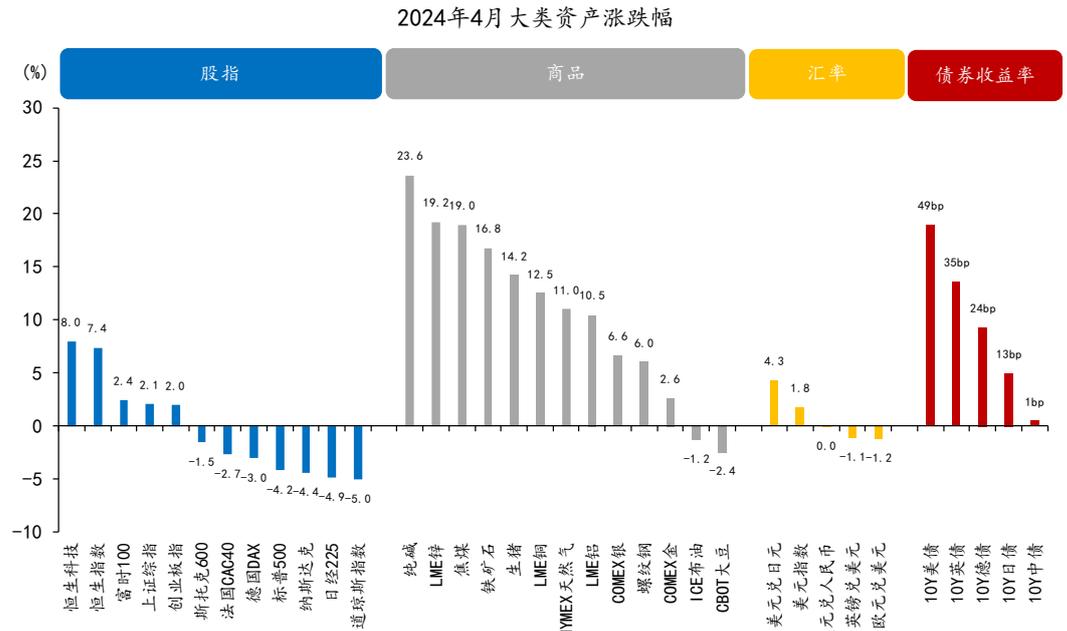
(一) 月度回顾：全球风险资产走势分化，10年期国债利率多数上行

全球风险资产走势分化，10年期国债利率多数上行。1) 全球股市：恒生科技上涨7.97%，恒生指数上涨7.39%，富时100上涨2.41%，道琼斯指数下跌5%，日经225下跌4.86%，纳斯达克下跌4.41%；2) 商品：纯碱上涨23.64%，LME锌上涨19.23%，焦煤上涨18.97%；3) 汇率市场：美元兑日元上行4.27%，欧元兑美元下行1.16%，美元兑人民币下行0.03%；4) 10年期国债利率：10Y美债上行18.91%，10Y英债上行13.58%，10Y德债上行9.26%，10Y日债上行4.98%。

² 中性情景下，万亿超长国债于三季度开始发行，政府债券单季度融资平稳，二季度、三季度、四季度政府债券融资分别为2.3万亿元、2.1万亿元和2.1万亿元。乐观情景下，财政前置、万亿超长期特别国债于6月发行5000亿元，政府融资二季度或达3.2亿元，三季度维持高位、2.8万亿元，四季度剩余较少、0.5万亿元。悲观情景下，财政后置、万亿超长期特别国债年底发行，二季度政府债券融资相对较小、1.7万亿元，三、四季度供给压力相对较大，分别为2.6万亿元和2.3万亿元左右。



图表35：4月以来大类资产涨跌幅

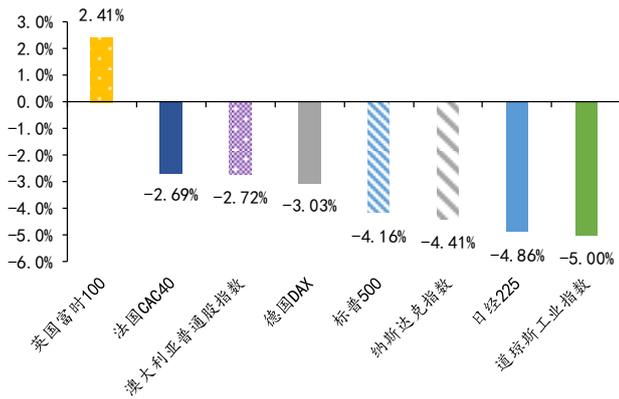


来源：Wind，国金证券研究所

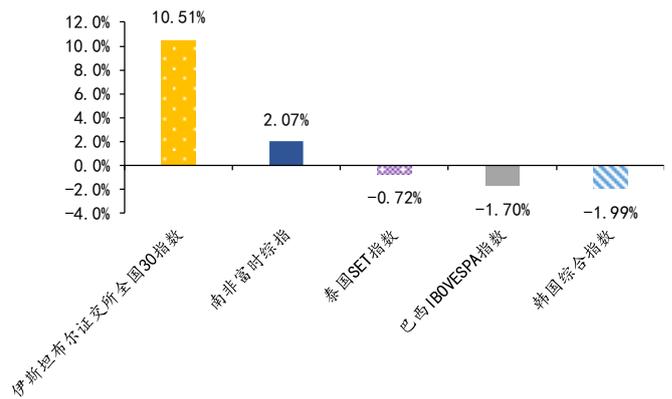
(二) 股票市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化

发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，英国富时100上涨2.41%，道琼斯工业指数下跌5%，日经225下跌4.86%，纳斯达克指数下跌4.41%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国30指数上涨10.51%，南非富时综指上涨2.07%，韩国综合指数下跌1.99%，巴西IBOVESPA指数下跌1.7%。

图表36：本月，发达市场股指多数下跌



图表37：本月，新兴市场股指走势分化



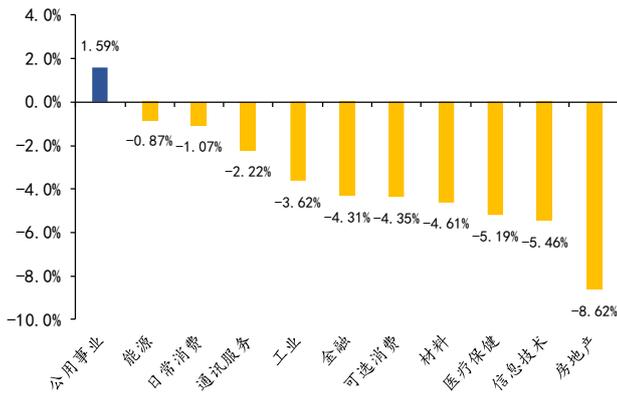
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

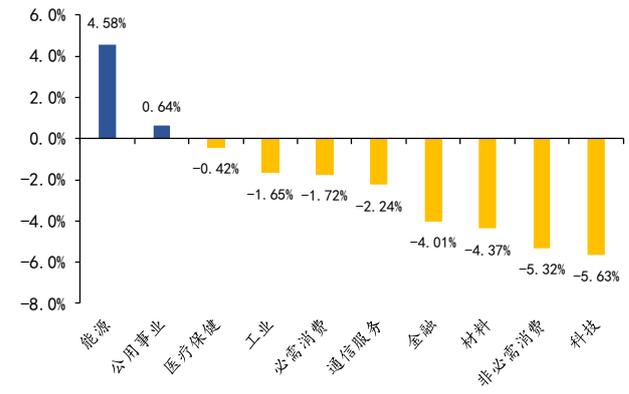
本月美国标普500行业多数下跌，欧元区行业多数下跌。美国标普500行业，公用事业上涨1.59%，房地产下跌8.62%，信息技术下跌5.46%；欧元区行业，能源上涨4.58%，公用事业上涨0.64%，科技下跌5.63%，非必需消费下跌5.32%。



图表38: 本月, 美国标普500行业多数下跌



图表39: 本月, 欧元区行业多数下跌

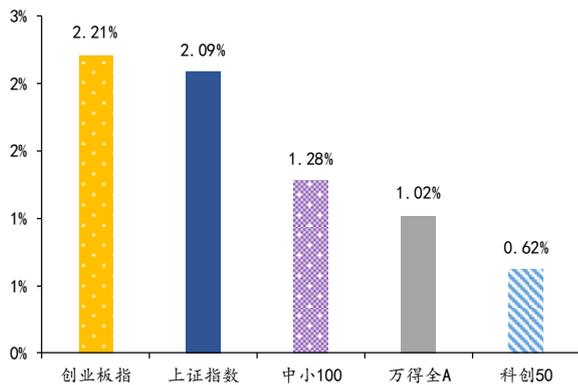


来源: Wind, 国金证券研究所

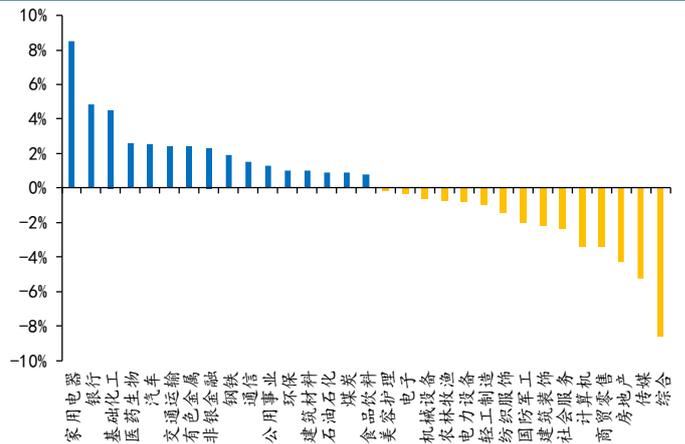
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数全线上涨, 行业方面走势分化。A股各类宽基指数, 创业板指上涨2.21%, 上证指数上涨2.09%, 中小100上涨1.28%; 行业方面, 家用电器上涨8.5%, 银行上涨4.86%, 综合下跌8.55%, 房地产下跌5.23%。

图表40: 本月, A股各类宽基指数全线上涨



图表41: 本月, 行业方面走势分化

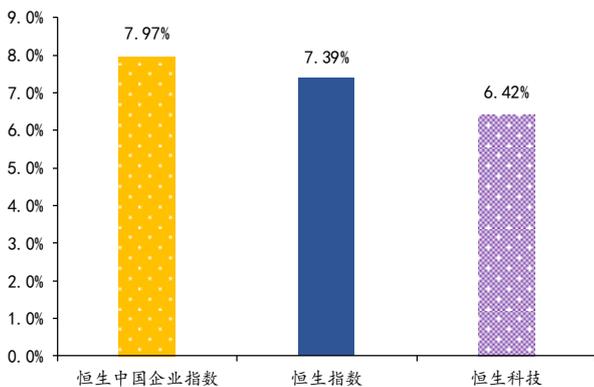


来源: Wind, 国金证券研究所

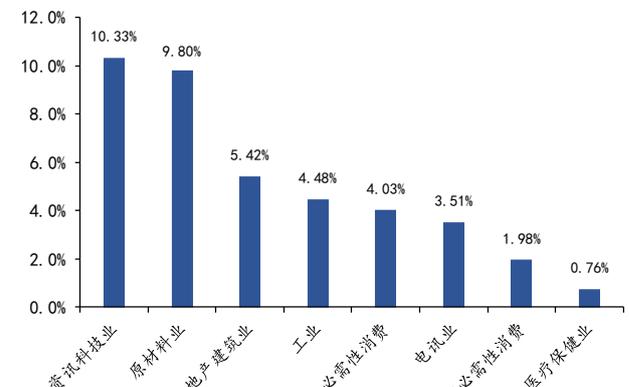
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数全线上涨, 行业方面全线上涨。恒生指数, 恒生中国企业指数上涨7.97%, 恒生指数上涨7.39%, 恒生科技上涨6.42%; 行业方面, 资讯科技业上涨10.33%, 原材料业上涨9.8%, 地产建筑业上涨5.42%, 工业上涨4.48%。

图表42: 本月, 恒生指数全线上涨



图表43: 本月, 行业方面全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

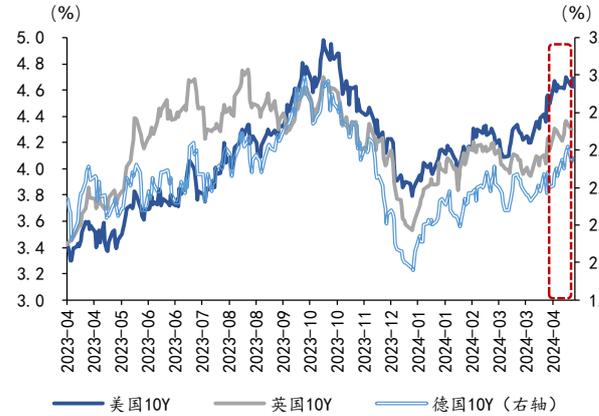
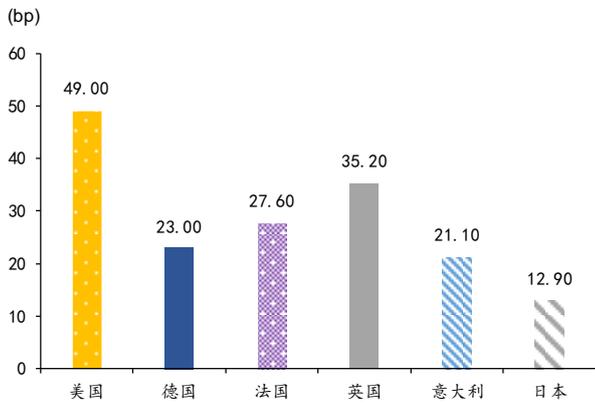


(三) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上行，中国国债收益率多数下行

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国上行 49bp 至 4.69%，德国上行 23bp 至 2.56%，法国上行 27.6bp 至 3.08%，英国上行 35.2bp 至 4.3%，意大利上行 21.1bp 至 3.88%，日本上行 12.9bp 至 0.88%。

图表44：本月，发达国家 10 年期国债收益率全线上行

图表45：本月，美英德 10Y 收益率



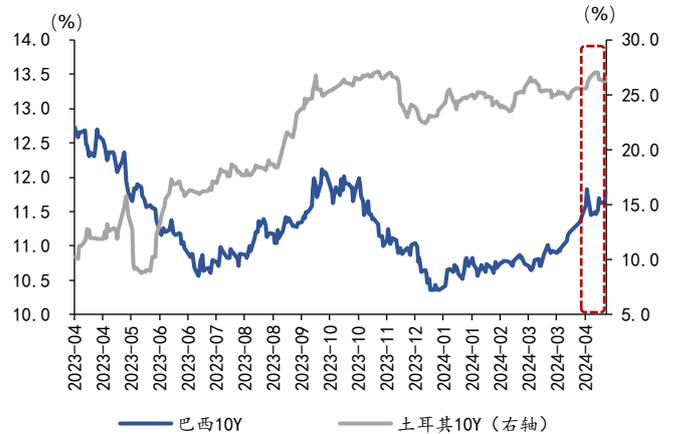
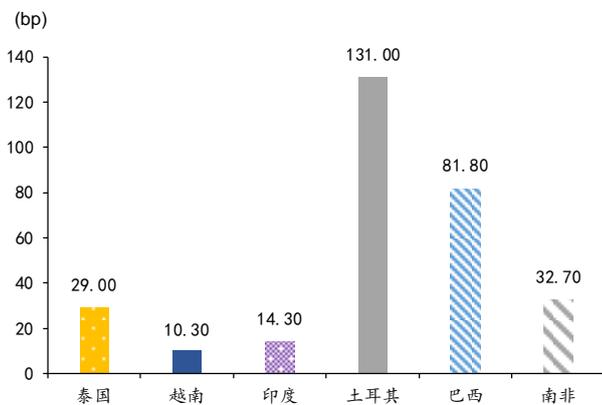
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线上行。泰国上行 29bp 至 2.82%，越南上行 10.3bp 至 2.85%，印度上行 14.3bp 至 7.2%，土耳其上行 131bp 至 26.55%，巴西上行 81.8bp 至 11.8%，南非上行 32.7bp 至 10.94%。

图表46：本月，新兴市场 10 年期国债收益率全线上行

图表47：本月，土耳其、巴西 10Y 利率



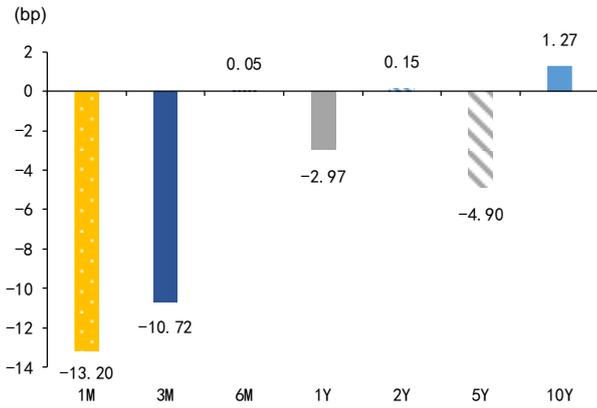
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

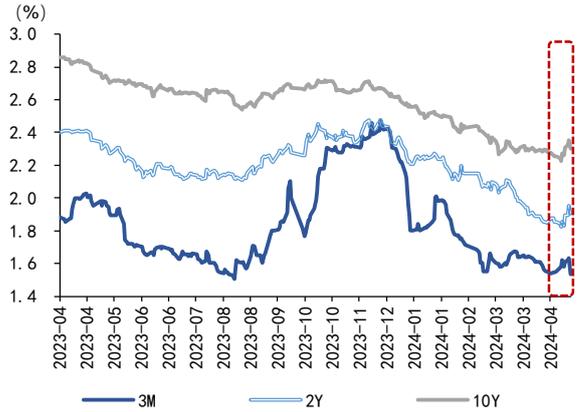
中国国债收益率多数下行。1 个月期国债收益率下行 13.2bp 至 1.49%，3 个月期国债收益率下行 10.72bp 至 1.53%，6 个月期国债收益率上行 0.05bp 至 1.66%，1 年期国债收益率下行 2.97bp 至 1.69%，2 年期国债收益率上行 0.15bp 至 1.9%，5 年期国债收益率下行 4.9bp 至 2.15%，10 年期国债收益率上行 1.27bp 至 2.3%。



图表48: 本月, 中国国债收益率多数下行



图表49: 本月, 3个月、2年期与10年期国债收益率



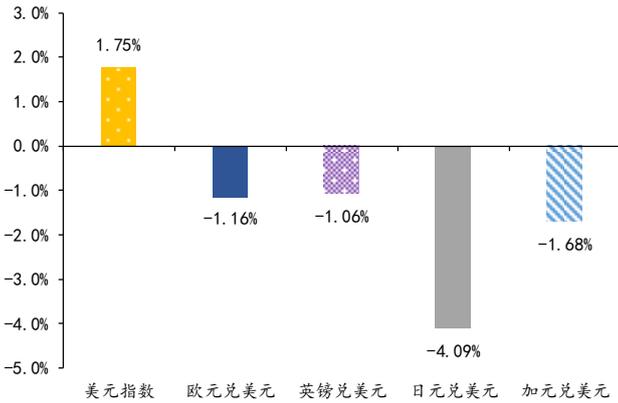
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

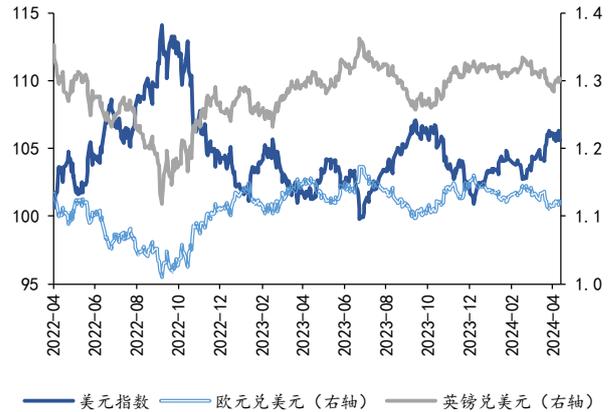
(四) 外汇市场追踪: 美元指数上行, 其他货币兑美元贬值

美元指数上行, 其他货币兑美元贬值。美元指数上行 1.75%至 106.34。欧元兑美元贬值 1.16%, 英镑兑美元贬值 1.06%, 日元兑美元贬值 4.09%, 加元兑美元贬值 1.68%; 主要新兴市场兑美元走势分化, 土耳其里拉兑美元贬值 0.25%, 印尼卢比兑美元升值 0.43%, 菲律宾比索兑美元升值 0.21%, 雷亚尔兑美元贬值 0.02%, 韩元兑美元升值 0.57%。

图表50: 本月, 美元指数上行, 其他货币兑美元贬值



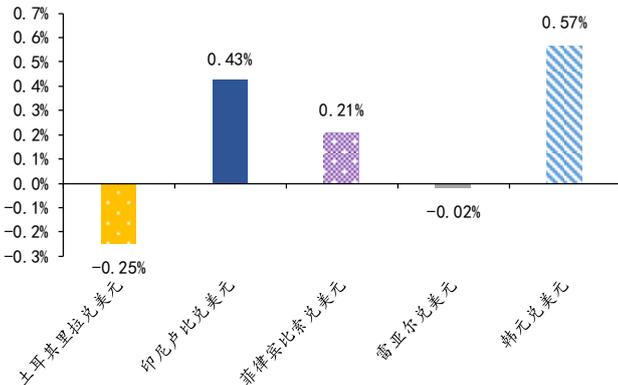
图表51: 英镑和欧元兑美元贬值



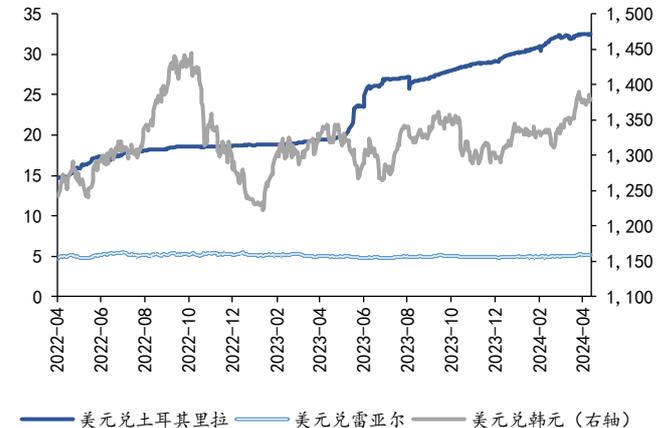
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 本月, 主要新兴市场兑美元走势分化



图表53: 土耳其里拉, 雷亚尔和韩元



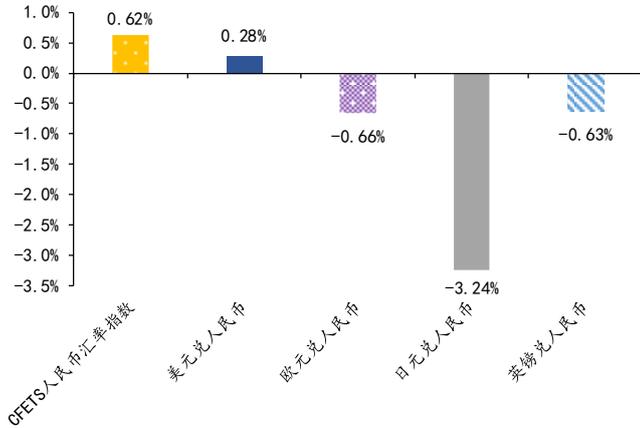
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

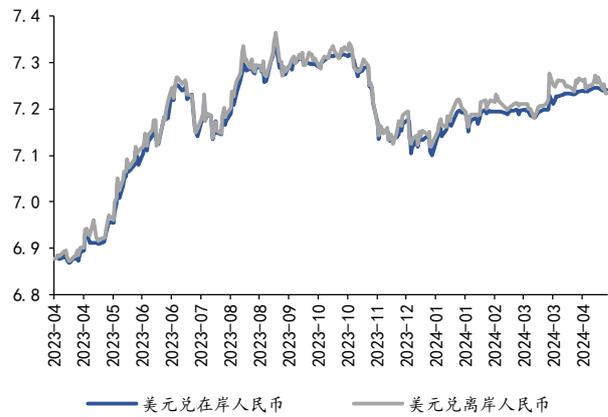


美元兑人民币小幅升值，其他货币兑人民币贬值。美元兑人民币升值 0.28%至 7.24，欧元兑人民币贬值 0.66%，日元兑人民币贬值 3.24%，英镑兑人民币贬值 0.63%。

图表54：本月，美元兑人民币升值



图表55：本月，美元兑在岸人民币升值，兑离岸贬值



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

(五) 大宗商品市场追踪：有色全线上涨，黑色全线上涨

有色全线上涨，黑色全线上涨。LME 锌上涨 20.45%至 2844 美元/吨，LME 镍上涨 14.59%至 18800 美元/吨，LME 铜上涨 13.99%至 9894 美元/吨，LME 铝上涨 11.49%至 2568 美元/吨。

图表56：本月，原油涨跌分化，有色全线上涨，黑色全线上涨

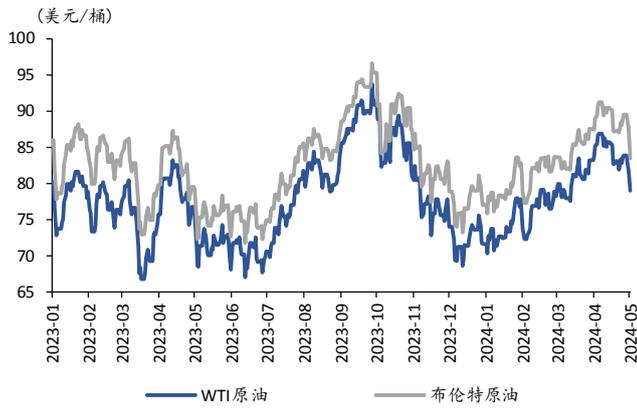
类别	品种	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月
原油	WTI原油	-1.49%	6.27%	3.18%	5.86%	-5.67%	-6.25%
	布伦特原油	0.43%	4.62%	2.34%	6.06%	-6.99%	-5.24%
贵金属	COMEX黄金	2.72%	9.35%	0.27%	-1.65%	1.69%	2.71%
	COMEX银	6.00%	9.56%	-2.01%	-1.87%	-6.97%	10.44%
有色	LME铜	13.99%	4.30%	-1.74%	0.52%	1.85%	3.75%
	LME铝	11.49%	4.69%	-2.80%	-4.66%	8.38%	-2.18%
	LME镍	14.59%	-5.54%	8.59%	-1.51%	-0.06%	-8.28%
	LME锌	20.45%	0.54%	-5.28%	-3.69%	6.89%	1.85%
黑色	焦煤	2.43%	-12.94%	7.53%	-19.71%	13.03%	0.06%
	沥青	2.06%	-1.33%	-0.94%	3.16%	-0.17%	-6.03%
	铁矿石	14.05%	-20.73%	-8.01%	1.16%	1.67%	5.21%
	螺纹钢	2.10%	-10.56%	2.00%	-6.46%	6.00%	1.86%
农产品	生猪	-3.39%	13.61%	-4.92%	1.57%	-6.36%	3.21%
	棉花	-4.32%	0.22%	0.09%	4.19%	0.82%	-2.80%
	豆粕	1.11%	6.51%	-1.92%	-18.40%	-2.08%	-2.47%
	豆油	-2.80%	5.27%	1.37%	-6.86%	-4.86%	2.23%

来源：Wind，国金证券研究所

本月，原油价格涨跌分化。WTI 原油下跌 1.49%至 81.93 美元/桶，布伦特原油上涨 0.43%至 87.86 美元/桶。铁矿石上涨 14.5%至 872.5 元/吨，焦煤上涨 2.43%至 1516 元/吨，螺纹钢上涨 2.1%至 3493 元/吨。

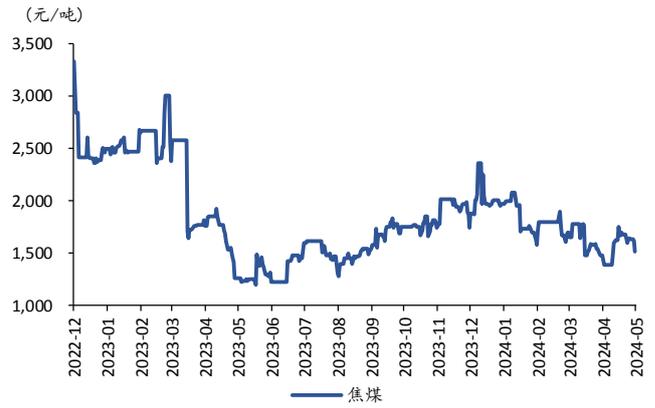


图表57: 原油价格涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

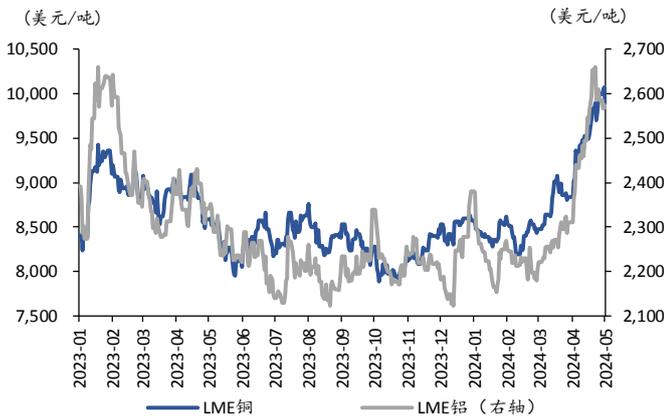
图表58: 本月, 焦煤价格上涨 2.43%



来源: Wind, 国金证券研究所

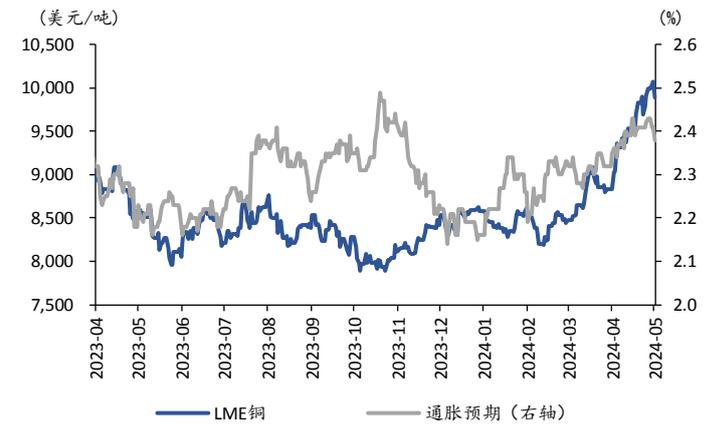
本月, 贵金属价格继续上涨, 金价再创历史新高。COMEX 黄金上涨 2.72%至 2294.9 美元/盎司, COMEX 银上涨 6%至 26.31 美元/盎司, 通胀预期从前值的 2.32%升至 2.41%, 10Y 美债实际收益率从前值的 1.88%升至 2.28%。

图表59: 本月, 铜价格上涨, 铝价格上涨



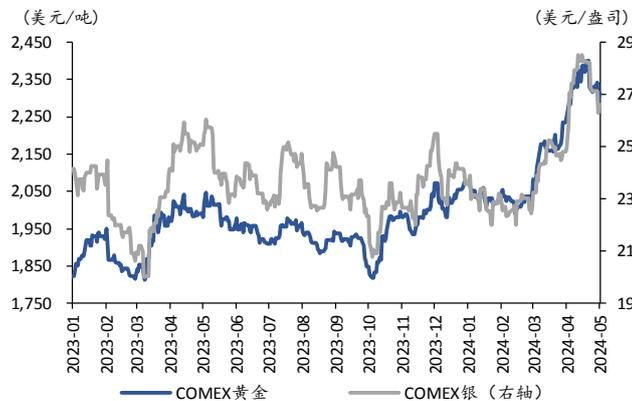
来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 本月, 通胀预期升至 2.41%



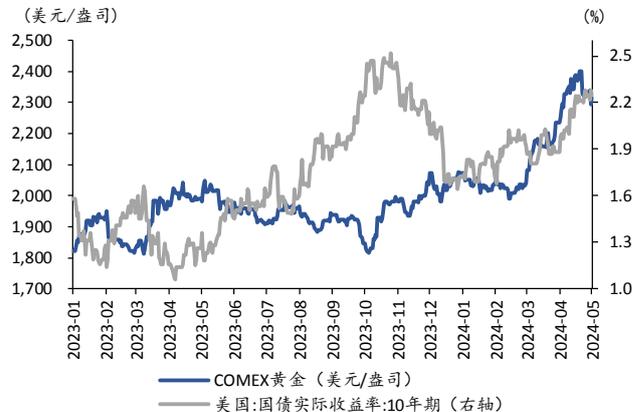
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本月, COMEX 黄金、COMEX 银均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, 10Y 美债实际收益率升至 2.28%



来源: Wind, 国金证券研究所

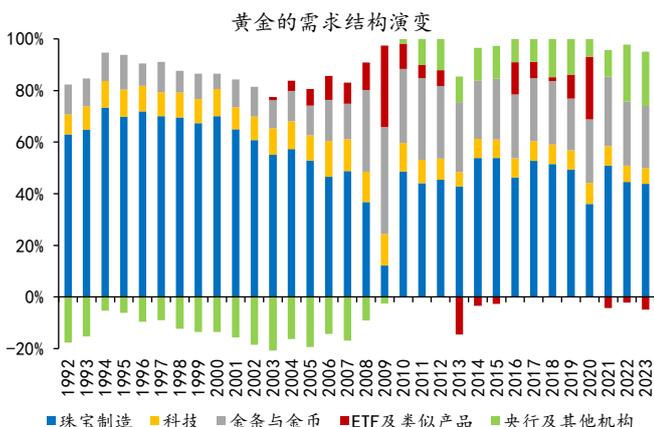


三、报告精选

(一) 谁是黄金的“边际定价者”？

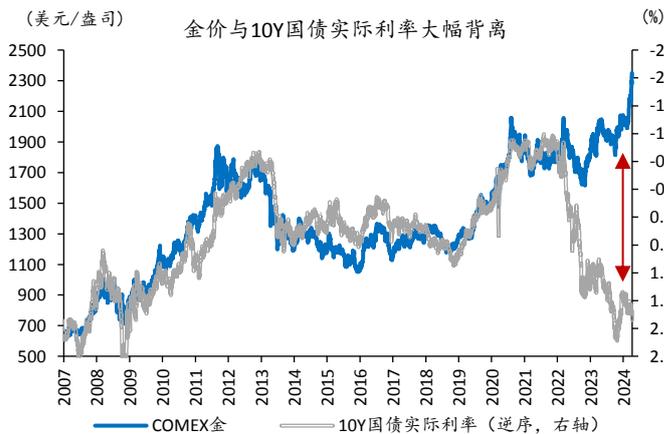
黄金供给近乎刚性，高占比、高波动的私人投资与央行需求是黄金的“边际定价因素”。2002年以来，金饰与工业需求占比明显下滑，取而代之的是更具弹性的私人投资需求。近2年，央行购金的显著提升，央行与私人部门投资需求，共同成为黄金“边际定价因素”。简化框架下，考虑实际利率等的投资需求决定了金价传统中枢；而近2年，央行购金带来的需求曲线外移，导致了“实际利率”与金价的背离。2010-2022年间，央行购金年均473吨、相对稳定，关注通胀、机会成本等的投资需求主导金价形成，基本符合实际利率的框架。2022年以来，央行购金年均大增587吨，导致金价与实际利率中枢缺口走阔。

图表63：2008年后投资与央行需求占主导地位



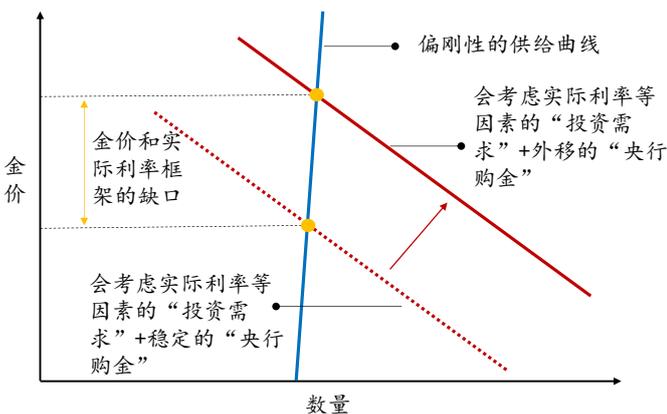
来源：Wind，国金证券研究所

图表64：2022年来，金价与美债实际利率走势大幅背离



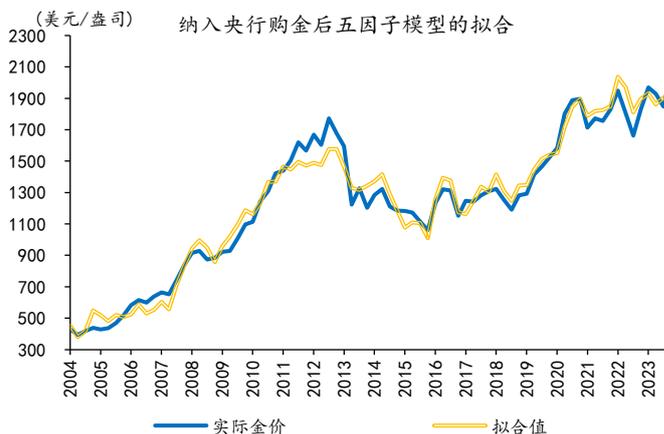
来源：Wind，国金证券研究所

图表65：金价形成的简明“框架”



来源：Wind，国金证券研究所

图表66：纳入央行购金后，金价与模型缺口大幅收窄

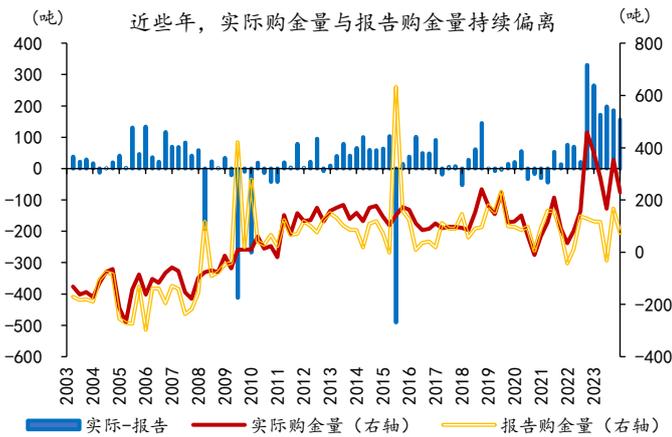


来源：Wind，国金证券研究所

过去2年，央行购金年均规模由此前10年的473吨升至1059吨。世界黄金协会季频央行购金数据通过央行申报值、机密的未记录买卖数据与进出口贸易流交叉印证计算，或相对准确。历史上的几次背离，或由于部分新兴市场央行的“滞后申报”。2022年以来，实际购金与报告购金再度出现了大幅背离。这意味着，我们不能简单地跟踪各国“报告购金量”；“进出口”与“美债出售”数据提供了辅助验证的视角。第一，央行购金通常买入黄金现货，而黄金现货交易集中在伦敦与苏黎世市场，可以跟踪英国和瑞士的出口的情况。第二，从美债持有规模或可“管窥”各国“去美元化”节奏，进而估算黄金持有规模。

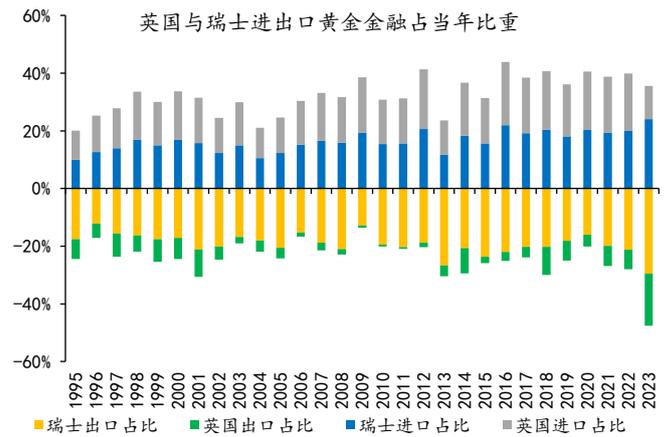


图表67: 近2年, 实际购金量与报告购金量大幅背离



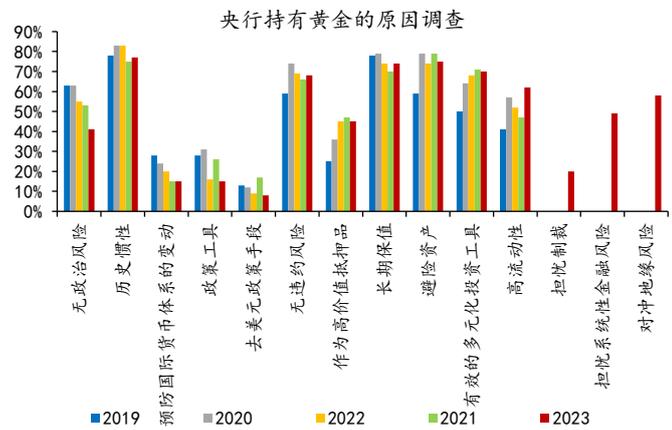
来源: Wind, 国金证券研究所

图表68: 瑞士、英国占全球黄金出口比重约3成



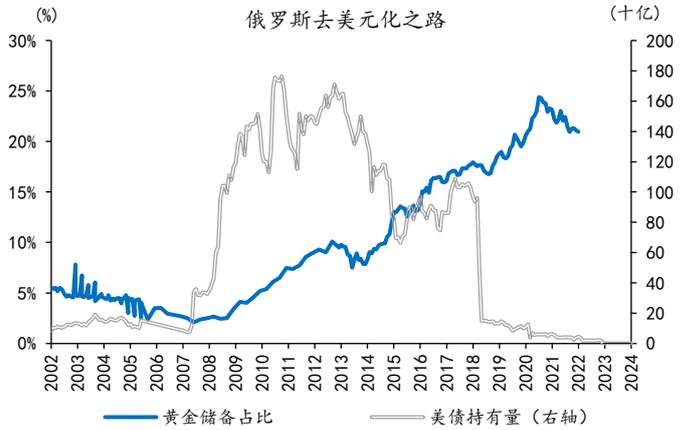
来源: Wind, 国金证券研究所

图表69: 世界黄金协会调查的央行购金理由



来源: Wind, 国金证券研究所

图表70: 俄罗斯在“去美元化”中大量购入“黄金”

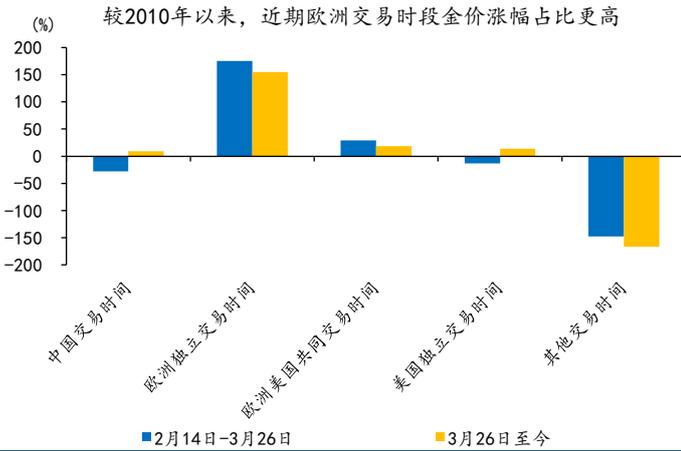


来源: Wind, 国金证券研究所

近期金价大涨, 央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。一方面, 2月14日以来, 金价多在欧洲独立交易时段大涨; 而瑞士、英国一月的黄金总出口规模也创历史新高。另一方面, 从黄金ETF流量来看, 欧美投资者热情已减, 但亚洲投资者仍在加速购入。中期而言, 央行购金等或仍将支撑金价续创新高。一方面, “去美元化”并非易于反复的全球行为, 或是部分国家的“脱钩”, 考虑到这类国家当前较低的黄金储备占比, 随着美债价格回升, 央行购金节奏易升难降。另一方面, 2024年适时降息仍是基准假设。历史回溯来看, 降息前最后一个季度美债利率的回落有较强确定性, 或支撑投资需求走强。

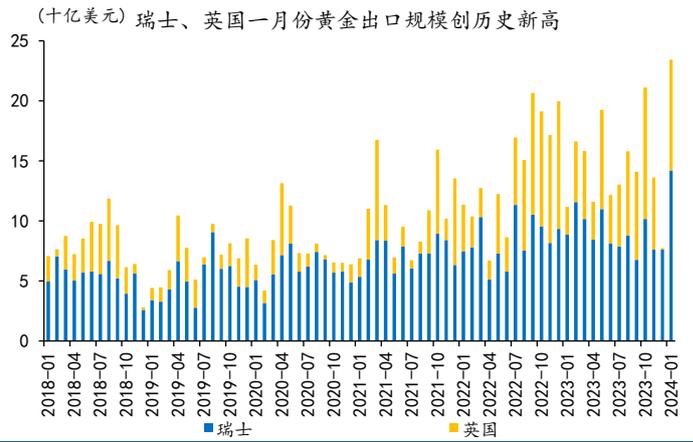


图表71: 近期, 欧洲独立交易时段金价涨幅贡献较大



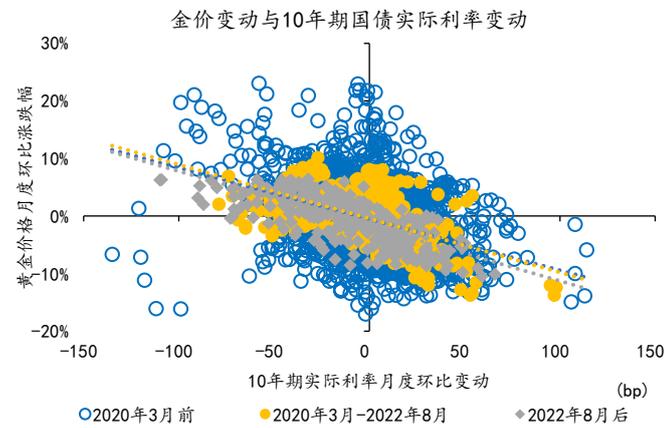
来源: Wind, 国金证券研究所

图表72: 1月, 瑞士、英国黄金出口规模创历史新高



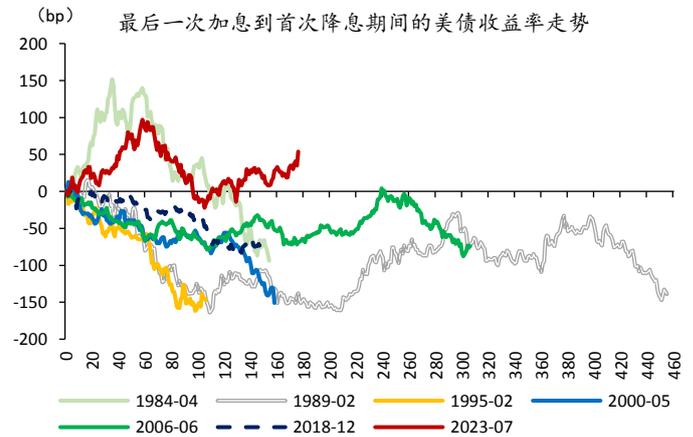
来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 实际利率框架并非“失灵”



来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 中期来看, 10年期美债利率仍有回落空间



来源: Wind, 国金证券研究所

(二) “干预”还是“加息”? 日本的两难问题

近期, 日元兑美元快速贬值, 从 140.9 大贬 11.0% 至 158.31, 创 1990 年以来新低, 日股也在日元贬值背景下走弱。3 月 22 日以来, 日经 225 大跌 7.2%。然而, 4 月 26 日的议息会议上, 日央行仍“按兵不动”, 并称“预计目前宽松的金融环境将继续”。本轮日元贬值的主因是美元快速走强, 投机行为也有一定扰动。一方面, 美欧基本面的分化, 支撑了美元指数的走强。截至 4 月 26 日, OIS 隐含的美国 6 月降息预期已回落至 9.4%, 而欧元区则高达 88.0%; 3 月 22 日以来, 美元指数升值 1.6%。另一方面, 市场做空日元的情绪也在走高, 3 月 12 日以来, 日元空头持仓大幅增加、历史分位数高达 99.9%。

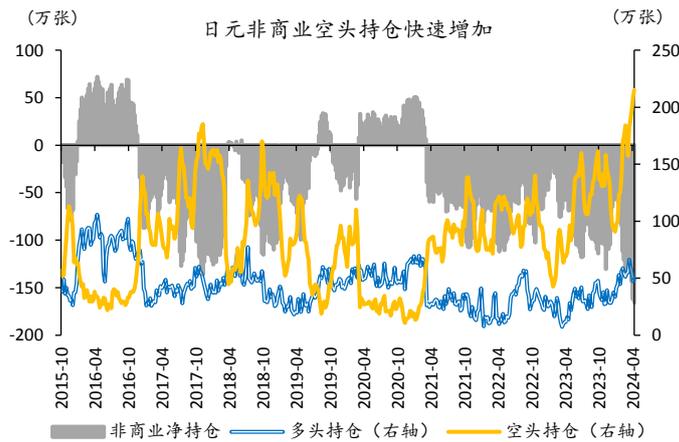


图表75: 近期, 日元贬值, 但日经225却也快速调整



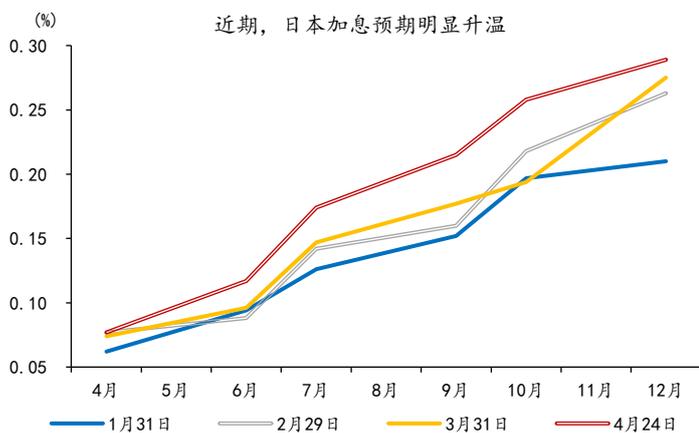
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表76: 日元非商业空头持仓已达历史99.9%分位水平



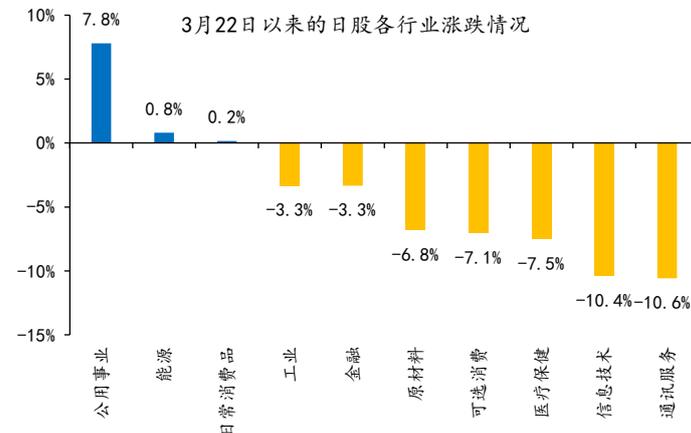
来源: BoJ, Bloomberg, 国金证券研究所

图表77: 近期, OIS 隐含的日央行加息预期明显升温



来源: Wind, 国金证券研究所

图表78: 3月22日以来, 估值端敏感的日股行业领跌

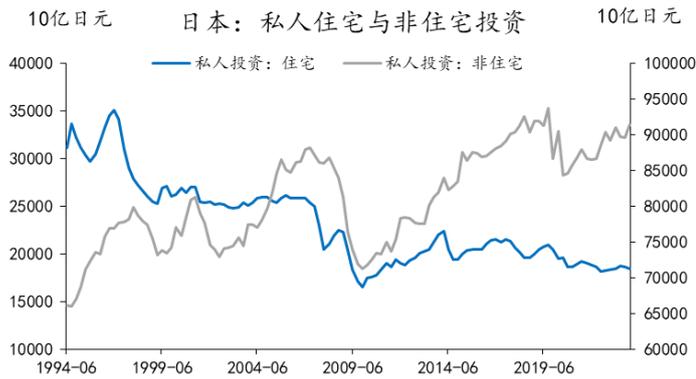


来源: Wind, 国金证券研究所

当下, 日本经济的复苏是名义而非实际的、外生而非内生的;“脆弱”的基本面下, 日央行大幅加息概率或相对较低。1) 从基本面来看, 外需是日本经济的主要拉动, 而内需仍相对不足。2) 从通胀来看, 日本输入性的“急性通胀”更占主导, 工资-物价的“良性循环”仍待观察。相对“脆弱”的基本面, 或难以支撑日本快速转向、持续“加息”。从历史上日本“干预”前指引来看, 日本三方会谈与财务大臣的警告已接连发生, “干预”或仅剩临门一脚。考虑到美国金融条件持续收紧下, 制造业PMI走弱、第一共和银行破产, 美元走弱或已临近; 在此之前, 如日元继续走弱, 日本财务省或以“干预”来调节。



图表79：日本私人投资尚未恢复到疫情前水平



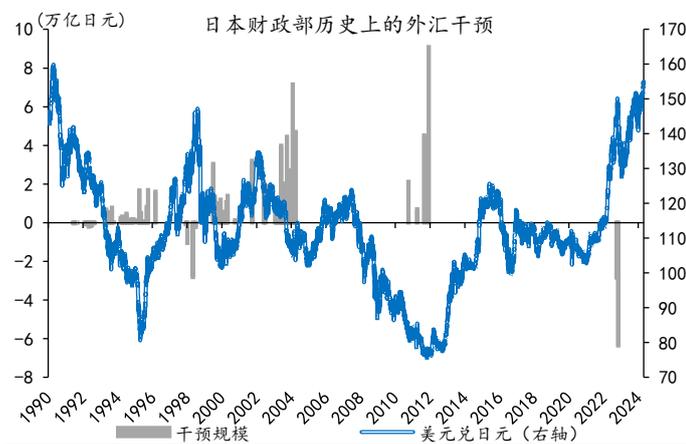
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表80：日本消费活动指数边际转弱



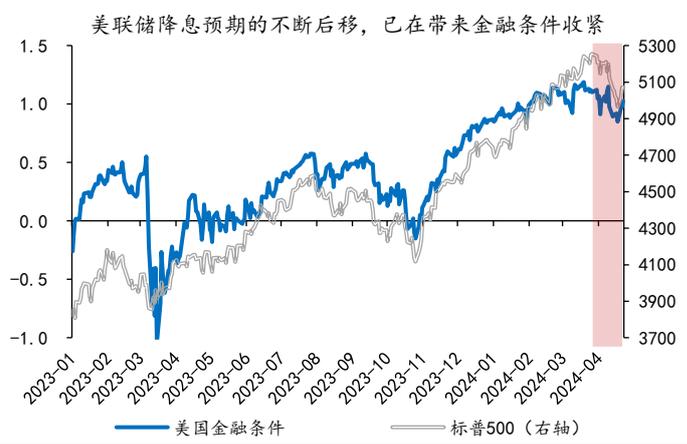
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表81：历史上的日本干预与日元走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表82：当下，美国金融条件持续收紧的副作用已有显现



来源：CEIC，国金证券研究所

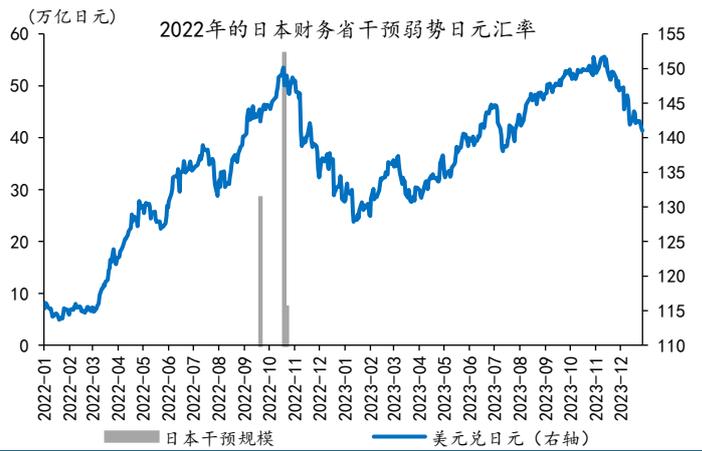
历史回溯来看，日本财务省“干预”本身不会扭转日元弱势的表现；日元走向升值还待外部的压制走弱或基本面的改善。1997年11月至1998年6月，日本动用41.8万亿日元干预外汇市场，但贬值的结束，直至1998年8月LTCM破产引发美联储降息预期升温。2022年干预后，日元升值也直至11月美国CPI低于预期后才开始。经验显示，美债的卖出或在干预前后较长一段时间内进行。2022年，日本并非在干预时点才售出美债，而是在此前持续减持；期间美债收益率走强151bp、较终点利率多上行10.6bp，干预过程对美债利率影响或整体有限。而“干预”或将带来“加息”预期降温，或有望带来日债利率的回落。



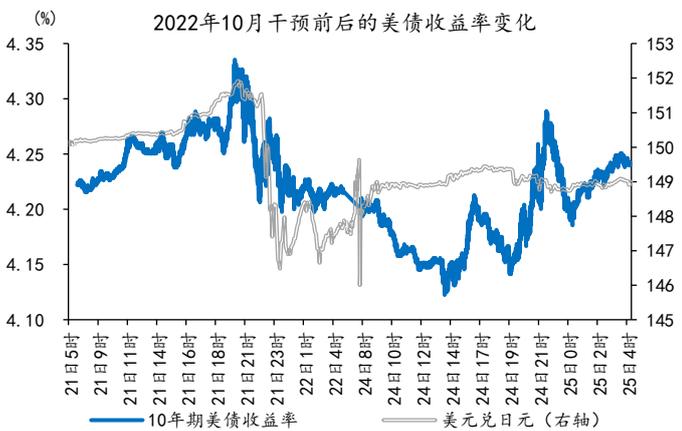
图表83: 1997年日本的干预未能扭转日元的弱势



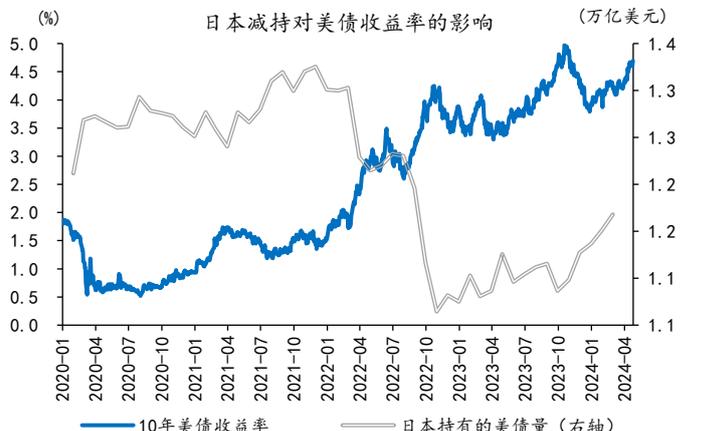
图表84: 2022年日本的干预同样未能扭转日元的弱势



图表85: 2022年10月日本干预前后美债利率未现异动



图表86: 2022年日本在8月-10月间持续减持美债



风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但FOMC成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。



s 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究