

扰动或近尾声，静待“黄金坑”



——2026年4月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2026年4月3日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

外部不确定性较大

➤ 美国劳动力市场疲弱，通胀中枢或将抬升

- ◆ 美国2月非农数据远低于预期，整体就业增长趋势偏弱，招聘意愿谨慎，中东局势恶化下未来就业数据仍面临继续回落的风险。
- ◆ 美国通胀维持平稳，但数据尚未反映近期油价飙升，预计3月起通胀或显著跳升。当前美联储面临两难：就业疲软需要宽松支持，而地缘冲突引发的供给侧通胀又可能迫使其维持紧缩，加剧美国经济的衰退风险。

➤ 当前局势仍不明朗，战局可能演变为美国快速轰炸后自行宣告撤离。

- ◆ 当前局势仍不明朗，不过未来两到三周是关键窗口期。战局可能演变为美国快速轰炸后自行宣告撤离，届时战争烈度大概率先升级后下降，以战促谈意图明确。
- ◆ 霍尔木兹海峡可能在实现外交停火，美军撤离后尽早恢复通航。全球风险资产可能先经历一轮下跌、探明阶段性底部，随后随特朗普自行宣布胜利或战争烈度下降而进入修复阶段。

国内宏观

政策前置发力，经济“开门红”

➤ 消费、投资、出口、生产全面回升

- ◆ 一方面受政策前置发力影响，国有投资、电力投资等大幅走强，带动固定资产投资增速回暖。
- ◆ 另一方面，消费需求在春节长假带动下有所修复，出口也表现强劲，共同支撑经济“开门红”。
- ◆ 不过随着外部不确定性扰动以及能源价格上涨，后续企业利润、内需仍然存在一定压力。

➤ 政策保持必要的支持力度

- ◆ 政策前置发力后，经济开年表现较好，预计后续将相机而动，力度或有边际减弱。
- ◆ 由于油价大涨推动通胀预期回升，短期内货币政策或难有进一步降息空间，不过预计仍将保持流动性偏宽松的局面。

| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 配置建议 |
|-------|---|---|
| A股大盘 | <p>➤ 外部扰动或已是“强弩之末”，“黄金坑”将现：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回升，价格指数继续修复； ◆ 资金面：A股成交额回落，赚钱效应偏弱，情绪再临冰点； ◆ 政策面：政策延续积极态度，前置发力推动年初经济开门红； ◆ 外部环境：外部不确定性较大，但或已接近尾声。 <p>➤ 外部扰动或已近尾声，持币等待“黄金坑”：近期外部扰动不断反复，不过美伊双方已释放出一定的谈判信号，且从特朗普表态来看，即使美国再度采取新的军事行动，后续撤离停战的节点或也已临近，有望形成一轮V型反转的“黄金坑”。总体来看，中东局势有望在4月中下旬逐渐走向明朗。综合考虑外部扰动节点以及A股财报季节性来看，4月中下旬确定性有望回升，推动市场情绪、活跃度从底部回升，预计4月呈现先抑后扬走势。不过短期局势变化仍有不确定性，市场波动率或仍然偏高。</p> | <p style="text-align: center;">中性 (先抑后扬)</p> |
| 行业/风格 | <p>➤ 关注外部扰动变化，及潜在的由守转攻机会：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 继续关注宽基指数。当前市场系统性风险相对有限，若外部风险缓和，风格有望逐渐向中盘、中小盘扩散，建议关注中证500、中证1000等指数的布局机会。 ◆ 关注风格扩散的机会：4月财报季，部分缺乏业绩支撑的板块和小盘风格或波动偏大，但4月下旬财报季风险基本释放之后，风格有望扩散，如通信、电子、传媒、计算机、电力、新能源、有色、化工等方向均有望迎来布局机会。 | <p>或出现由守转攻契机 关注弹性方向布局机会</p> |
| 配置策略 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 左侧布局：若对于波动有一定接受度，可分布左侧布局加仓，不确定性缓和后弹性更高。 ◆ 右侧布局：若对波动接受度不高，则静待外部扰动明显缓和后右侧布局。 | <p>“黄金坑”的不同布局方式</p> |

| 大类资产配置观点 | | |
|----------|------|------|
| 资产类别 | 本期 | 上期 |
| A股 | 中性 | 中性 |
| 港股 | 中性 | 中性 |
| 利率债 | 中性 | 中性 |
| 信用债 | 中性 | 中性 |
| 可转债 | 相对乐观 | 相对谨慎 |
| 美股 | 中性 | 中性 |
| 美债 | 中性 | 中性 |
| 美元 | 中性 | 中性 |
| 日股 | 中性 | 中性 |
| 黄金 | 相对乐观 | 中性 |
| 原油 | 中性 | 中性 |
| 货币/存款 | 相对乐观 | 相对乐观 |

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：全球市场走势分化

2026年3月大类资产表现特征回顾：

- **3月，A股整体下跌，港股跟跌，海外整体回落。债市震荡，黄金回落，油价飙升，美元指数小幅走强。**
- **A股整体下跌。** 3月受美伊冲突持续升级影响，全球避险情绪升温，引发市场对输入性通胀和外部需求放缓的担忧。不过相比海外市场，A股表现出一定韧性，这与中国能源自给率较高、国内供应链稳定性较强有关。
- **港股跟跌。** 一方面受美股科技股下跌拖累，另一方面地缘冲突引发外资流出新兴市场。
- **海外整体回落。** 美伊冲突升级推动油价飙升，加剧通胀担忧，同时美联储维持鹰派立场，高估值成长股承压明显。欧洲、日本作为中东主要石油进口国，所受到冲击更大，欧股和日股跌幅超过美股。
- **债市震荡。** 3月债市整体震荡。一方面，银行体系负债端充裕为债市提供配置底盘；另一方面，地缘冲突引发的避险资金流入也对债市形成支撑。叠加央行3月末加大逆回购投放，维护跨季流动性平稳。
- **黄金回落。** 黄金在美伊战争愈演愈烈后下跌，这与避险情绪升温的直觉相悖，反映黄金在持续上涨后投机属性增加，同时市场对美元走强和实际利率上行的担忧压过了避险需求。
- **油价飙升。** 美伊军事冲突持续升级，霍尔木兹海峡航运中断风险推高供给担忧。美国对伊朗的军事打击已持续一个月，油价飙升至100美元以上。
- **美元指数小幅走强。** 美元指数3月延续强势，地缘冲突引发避险需求，加上美联储维持鹰派立场，共同支撑美元小幅走强。

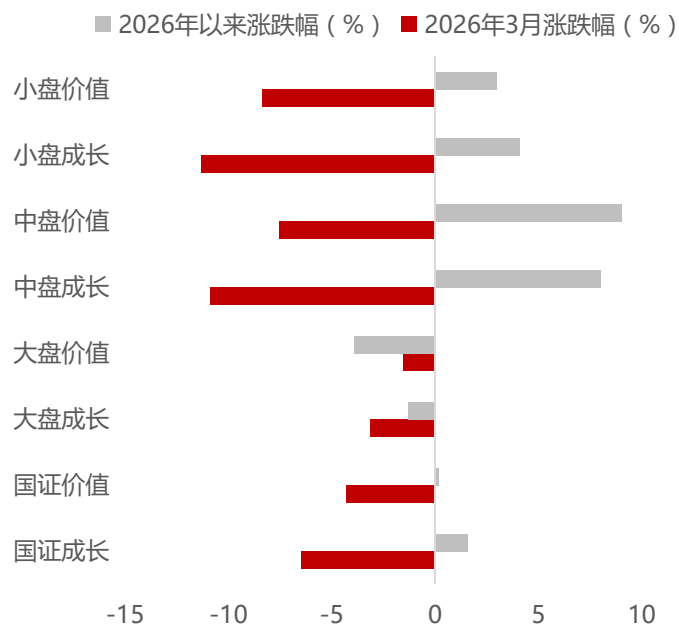
| 资产类别 | | 区间涨跌幅 | | |
|------|----------|---------|---------|---------|
| | | 2026年3月 | 2026年2月 | 2026年以来 |
| A股 | 同花顺全A | -8.67 | 2.30 | -1.32 |
| | 上证指数 | -6.51 | 1.09 | -1.85 |
| | 沪深300 | -5.53 | 0.09 | -4.33 |
| | 中证500 | -12.02 | 3.44 | 2.12 |
| | 中证1000 | -10.99 | 3.71 | 0.30 |
| | 创业板指 | -3.79 | -1.08 | -1.79 |
| 港股 | 恒生指数 | -6.92 | -2.76 | -4.12 |
| | 恒生中国企业指数 | -5.48 | -4.91 | -6.86 |
| | 恒生科技指数 | -9.50 | -10.15 | -16.65 |
| 海外股市 | 标普500 | -5.09 | -0.87 | -5.33 |
| | 纳斯达克指数 | -4.75 | -3.38 | -7.81 |
| | 德国DAX | -10.30 | 3.04 | -7.39 |
| | 日经225 | -13.23 | 10.37 | 1.44 |
| | 英国富时100 | -6.73 | 6.72 | 2.37 |
| | 法国CAC40 | -8.90 | 5.59 | -4.30 |
| 债券 | 中债总财富指数 | 0.21 | 0.22 | 0.82 |
| | 中债信用债指数 | 0.33 | 0.23 | 0.86 |
| | 中证转债指数 | -7.41 | 0.89 | -1.13 |
| 商品 | 南华商品指数 | 9.02 | -1.32 | 16.09 |
| | ICE布油 | 42.07 | 3.56 | 68.81 |
| | COMEX黄金 | -10.78 | 12.01 | 6.78 |
| 汇率 | 美元指数 | 2.41 | 1.20 | 1.96 |
| | 美元兑人民币 | 0.76 | -1.29 | -1.17 |

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部
注：数据截至2026年3月31日，单位：%

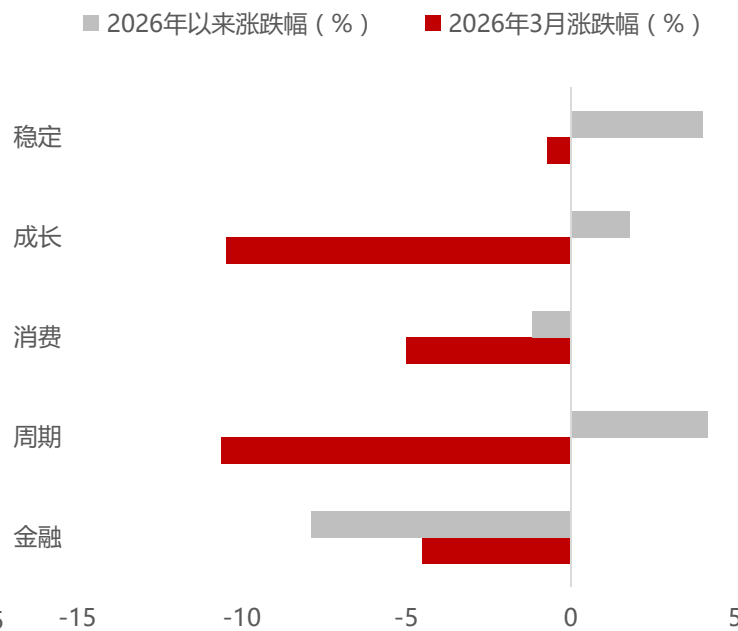
A股行业风格回顾：周期成长领跌

- 3月小盘和中盘成长领跌，周期和成长风格表现不佳。**美伊冲突持续升级、霍尔木兹海峡航运受阻推高原油价格，全球风险偏好显著收敛。与此同时，美联储降息预期降温，持有黄金、铜等零息大宗商品的机会成本大幅攀升。在此背景下，资金从前期涨幅较大的高估值科技及资源板块集中撤离，转向银行、煤炭等高股息防御性资产。
- 行业方面，2026年3月银行、煤炭、公用事业等行业领涨，有色、钢铁、国防军工、TMT等行业下跌。**地缘冲突推升能源价格，煤炭、新能源板块收益。银行板块则受益于低估值和稳定的分红。而有色金属板块大幅回调，钢铁板块同样承压，上游铁矿石价格受供给扰动维持高位，挤压了钢厂利润空间。国防军工和TMT板块因风险偏好下降而调整。

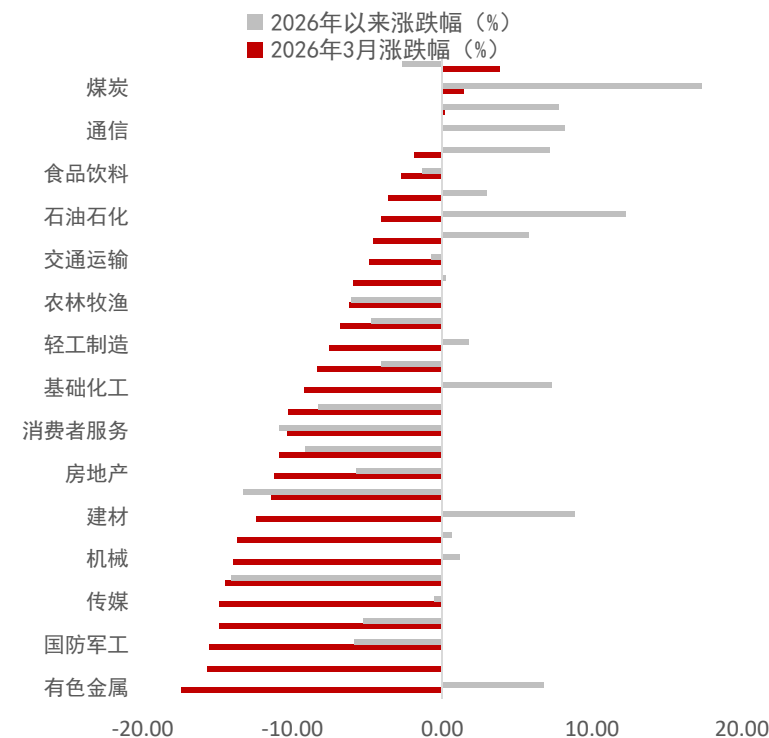
3月小盘和中盘成长领跌 (%)



3月周期和成长领跌 (%)



3月银行、煤炭领涨，有色、钢铁领跌 (%)



内容目录

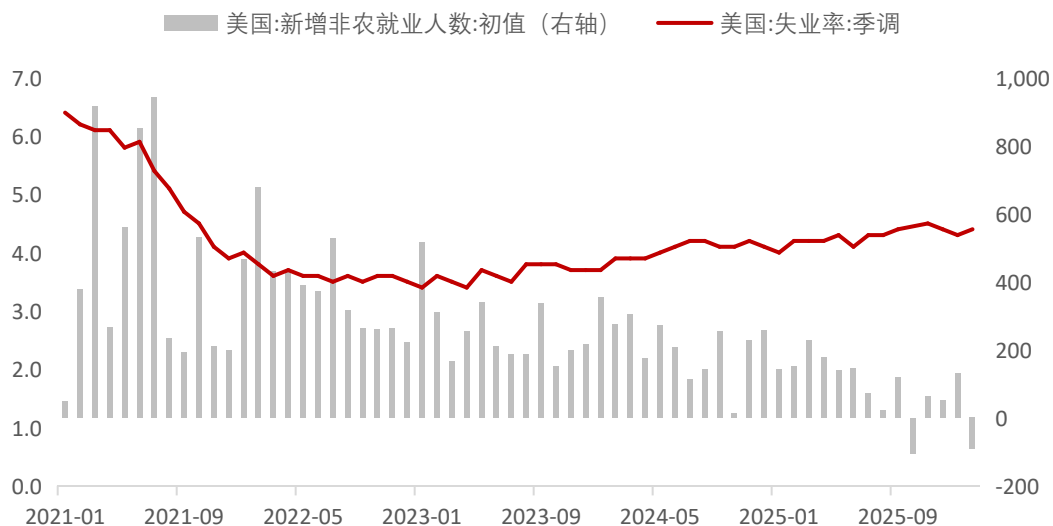
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



美国劳动力市场疲弱，通胀中枢或将抬升

- **美国2月非农数据远低于预期，未来就业数据面临继续回落的风险。**2月美国新增非农就业人数意外减少9.2万人，预期+5.9万人；失业率升至4.4%，平均时薪同比上涨3.8%。数据转弱主要受加州医疗行业罢工、东北部冬季风暴冲击建筑业和服务业，以及部分互联网公司和联邦政府持续裁员等因素影响。美国劳动力市场整体就业增长趋势偏弱，招聘意愿谨慎。叠加中东局势恶化推高油价，未来就业数据仍面临回落风险。
- **美国通胀维持平稳，但3月起中枢或将抬升。**2月美国CPI同比上涨2.4%，核心CPI同比上涨2.5%，均符合预期，显示前期关税传导较温和。房租环比涨幅收窄释放积极信号。但数据尚未反映近期油价飙升，预计3月起通胀或显著跳升。即便后续美伊冲突结束，航运与产能恢复仍需时间，可能推高物流与生产成本，并抬升通胀预期，引发“工资—价格”螺旋风险。后续通胀走势依赖中东局势及油价变化。当前美联储面临两难：就业疲软需要宽松支持，而地缘冲突引发的供给侧通胀又可能迫使其维持紧缩，加剧美国经济的衰退风险。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



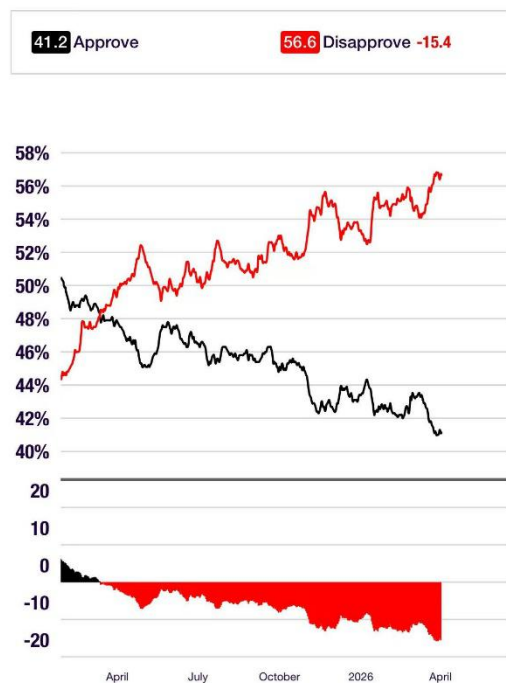
美国通胀保持平稳 (%)



美伊冲突未来会如何演变？

- 当地时间4月1日特朗普发表全国讲话警告：若未来两到三周伊朗仍未达成协议，美军将“极其猛烈地打击其每一座发电厂，同时还可能打击伊朗石油设施”。关于霍尔木兹海峡，特朗普表示依赖该航道的国家需“自己负责”。整体看，未来两到三周是关键窗口期。当前美国国内反战情绪较强，加之特朗普支持率已回落至低位，因此其发动大规模地面进攻、令美军陷入泥潭的概率较低。从当前美军部署以及发言来看，**战局可能演变为美国快速轰炸后自行宣告撤离，届时战争烈度大概率先升级后下降，以战促谈意图明确。**
- 4月2日伊朗官方媒体称，伊阿正研究建立霍尔木兹海峡“通行监控机制”，要求船只接受两国协调监督。这意味着海峡可能先实现外交停火，待美军撤离后尽早恢复通航。伊朗也急需经济支持以推动重建。即便如此，物流与航运费仍将上涨，原油设施增产也需要时间，后续原油价格中枢仍将上移，给全球带来一定的输入性通胀压力。

美国民调数据显示，特朗普支持率持续下滑

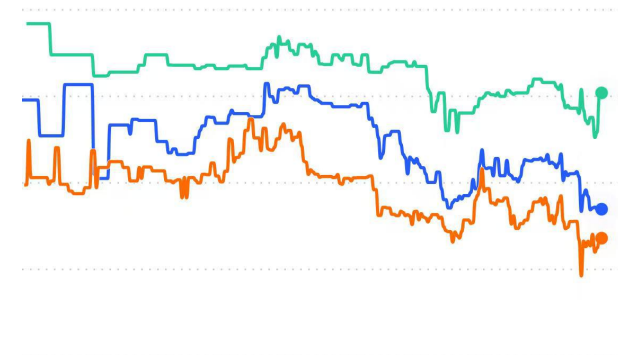


美国博彩网站显示市场对6月前霍尔木兹海峡通航信心修复至43%

When will traffic at the Strait of Hormuz return to normal?

- Before Jan 1, 2027 76%
- Before Jul 1, 2026 43%
- Before Jun 1, 2026 35%

Kalshi



\$544,304 vol

1D 1W 1M ALL

美伊冲突情景展望

- 目前看，美伊战事演变成情景二与情景三的概率更高。若为情景二则相对乐观：全球风险资产可能先经历一轮下跌、探明阶段性底部，随后随特朗普自行宣告胜利后美军撤离而快速修复。
- 若冲突持续超两个月，能源危机将显著加剧——多国库存见底、通胀抬升、货币政策被迫转向，经济衰退风险上升。届时全球资产可能将再受一轮冲击，并在底部震荡更久。但中国资产有望展现韧性（新能源能源依赖提高、产业链完善），黄金的避险属性也将凸显。之后随着战争局势明朗或烈度下降而进入修复阶段。

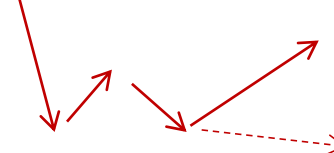
情景二：再度激烈升级（地面战），美国达成战略目的，获取谈判筹码并结束战争

- 全球再跌一轮，砸出“黄金坑”
- 资产可能随着谈判迅速修复



情景三：冲突升级（地面战），但美国未取得战果，大幅增加谈判难度

- 短期全球风险资产再度受一轮冲击
- 长期通胀、加息，对资产不利
- 中长期中国资产、黄金可能相对有利



情景一：不再升级，逐渐谈判，美国解除所有制裁，停战

- 全球风险偏好回升，油价回落



情景四：短期难以达成协议，继续当前消耗战，直到双方接近极限

- 短期对全球资产冲击偏弱
- 长期通胀、加息，对资产不利
- 中长期中国资产、黄金可能相对有利



持续时间

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：政策前置发力，经济“开门红”

- 1-2月经济“开门红”，政策前置发力推动基建增速大幅回升，生产、投资、消费普遍修复，出口增速超预期走强。
- 需求：消费增速较去年四季度明显回升，受春节长假带动，餐饮等服务消费增速较好，但总体消费数值仍相对偏低。
- 投资：政策前置发力效果明显，国有投资、电力投资大幅增长，推动固定资产投资较去年下半年水平显著回升。
- 生产：外需显著强于市场预期，推动生产再度回升。

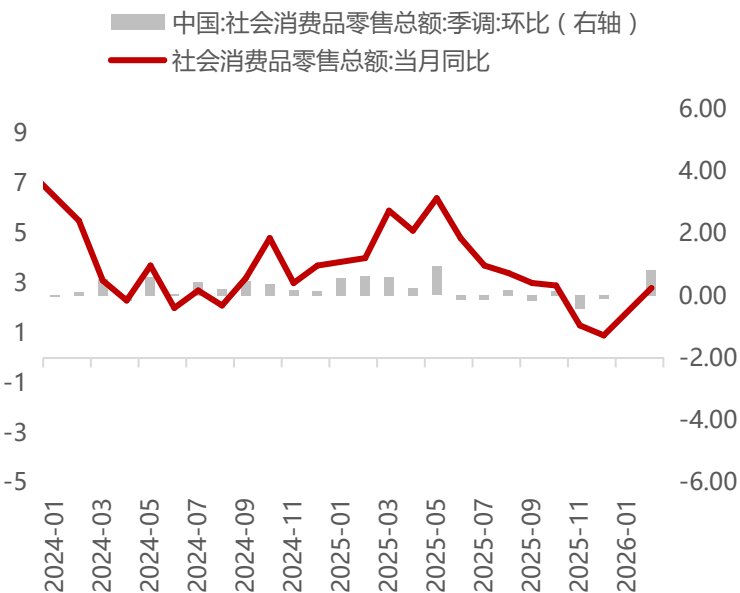
国内经济供需表现

| | 生产 | | 投资 | | | 消费 | 外需 |
|------------|-------|---------|--------|-------|---------------|------|-------------|
| | 工业增加值 | 服务业生产指数 | 房地产投资 | 制造业投资 | 基建投资 (含电力) | 社零 | 出口 (人民币) |
| 2026年1月-2月 | 6.3 | 5.2 | -11.10 | 3.10 | 11.4 | 2.80 | 19.20 |
| 2025年12月 | 5.2 | 5 | -17.20 | 0.60 | -1.5 | 0.90 | 5.20 |
| 2025年11月 | 4.8 | 4.2 | -15.90 | 1.90 | 0.1 | 1.30 | 5.70 |
| 2025年10月 | 4.9 | 4.6 | -14.70 | 2.70 | 1.5 | 2.90 | -0.80 |
| 2025年9月 | 6.5 | 5.6 | -13.90 | 4.00 | 3.3 | 3.00 | 8.40 |
| 2025年8月 | 5.2 | 5.6 | -12.90 | 5.10 | 5.4 | 3.40 | 4.80 |
| 2025年7月 | 5.7 | 5.8 | -12.00 | 6.20 | 7.3 | 3.70 | 8.00 |
| 2025年6月 | 6.8 | 6 | -11.20 | 7.50 | 8.9 | 4.80 | 7.20 |
| 2025年5月 | 5.8 | 6.2 | -10.70 | 8.50 | 10.4 | 6.40 | 6.30 |
| 2025年4月 | 6.1 | 6 | -10.30 | 8.80 | 10.9 | 5.10 | 9.30 |
| 2025年3月 | 7.7 | 6.3 | -9.90 | 9.10 | 11.5 | 5.90 | 13.50 |
| 2025年1-2月 | 5.9 | 5.6 | -9.80 | 9.00 | 10.0 | 4.00 | 3.40 |

需求端：消费回暖，出口大幅走强

- 1-2月消费增速回升至2.8%（前值0.9%）。春节因素推动餐饮等服务消费以及必选消费明显回升，推动消费增速低位回升。不过随着汽车补贴、税收优惠力度减弱，汽车消费增速（-7.3%）走低形成拖累。
- 出口大幅走强。1-2月出口（美元计价）同比增速21.8%（前值速6.6%），春节错位因素形成一定贡献，但出口增速仍然明显好于市场预期，显示出中国产业竞争力持续上升，出口需求保持强劲。

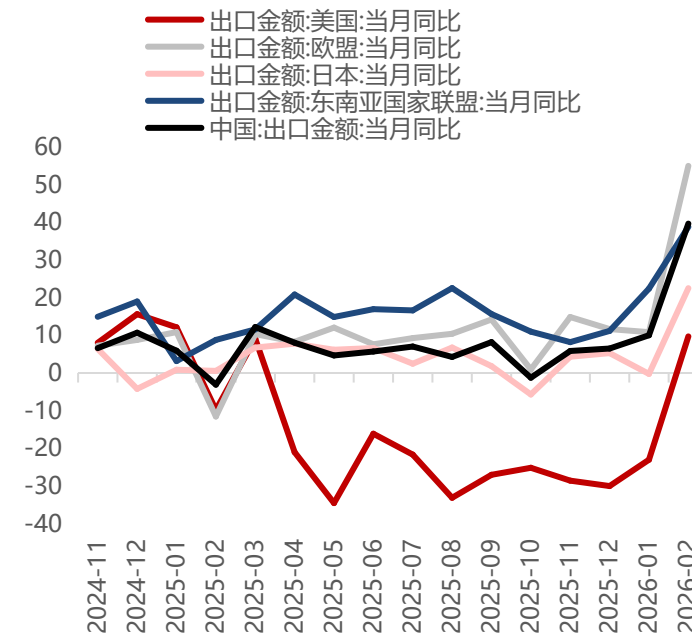
1-2月社零增速回升 (%)



1-2月春节假期消费回升 (%)

| | 2026年1-2月份同比 | 2026年1-2月份同比增速较前值变化 |
|---------------------|--------------|---------------------|
| 必选消费 | | |
| 粮油、食品类 | 10.20 | 6.3 |
| 饮料类 | 6.00 | 4.3 |
| 烟酒类 | 19.10 | 22.0 |
| 服装鞋帽针纺织品类 | 10.40 | 9.8 |
| 日用品类 | 6.60 | 2.9 |
| 中西医药品类 | 0.70 | -0.5 |
| 可选消费 (地产相关) | | |
| 家用电器和音像器材类 | 3.30 | 22.0 |
| 家具类 | 8.80 | 11.0 |
| 建筑及装潢材料类 | -2.20 | |
| 可选消费 (非地产相关) | | |
| 化妆品类 | 4.50 | -4.3 |
| 金银珠宝类 | 13.00 | 7.1 |
| 文化办公用品类 | 5.80 | -3.4 |
| 通讯器材类 | 17.80 | -3.1 |
| 石油及制品类 | -9.70 | 1.3 |
| 汽车类 | -7.30 | -2.3 |

1-2月出口大幅走强 (%)

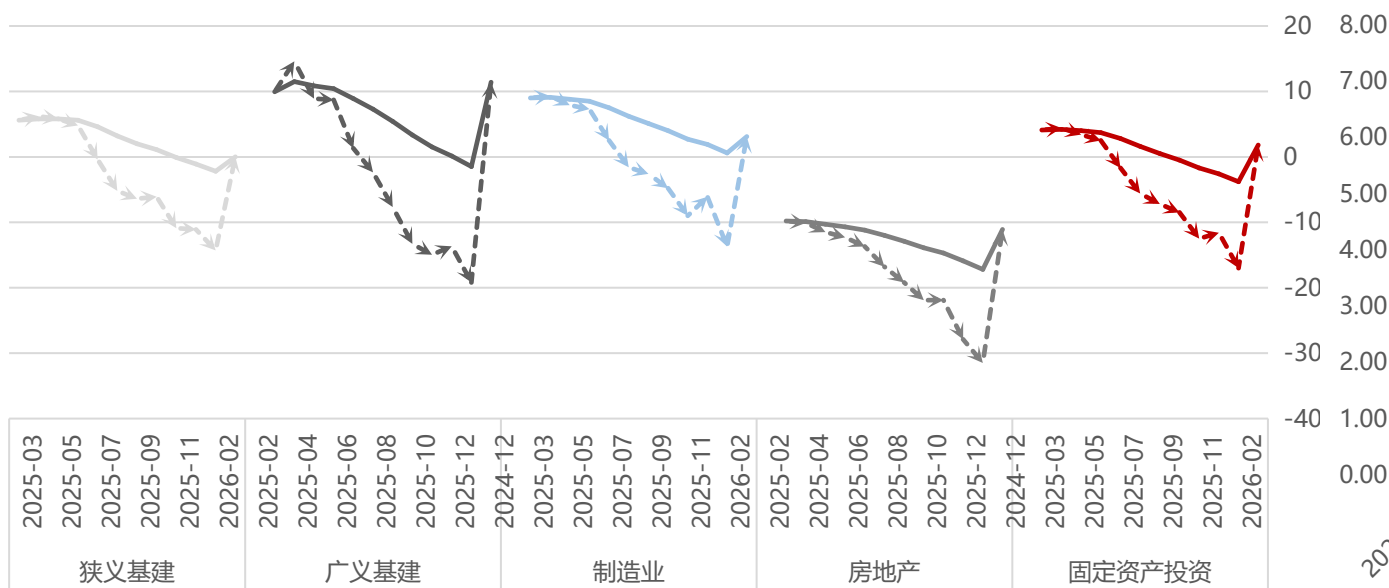


投资&生产端：投资明显回升，生产走强

- **1-2月固定资产投资增速明显回升。**1-2月固定资产投资累计增速回升至1.8%，前值-3.8%，明显高于市场预期的-2.7%。从结构来看，政策发力是主要支撑，国有投资增速（7.7%）高于民间投资增速（-2.6%）；电力相关投资增速明显高于不含电力投资。
- **1-2月工业增加值回升。**1-2月工业增加值回升。1-2月出口表现较强，尤其是2月出口增速大幅超过预期，带动工业生产回升。工业增加值回升至6.3%（前值5.2%）。总体来看外需、生产增速偏强的趋势或将延续。

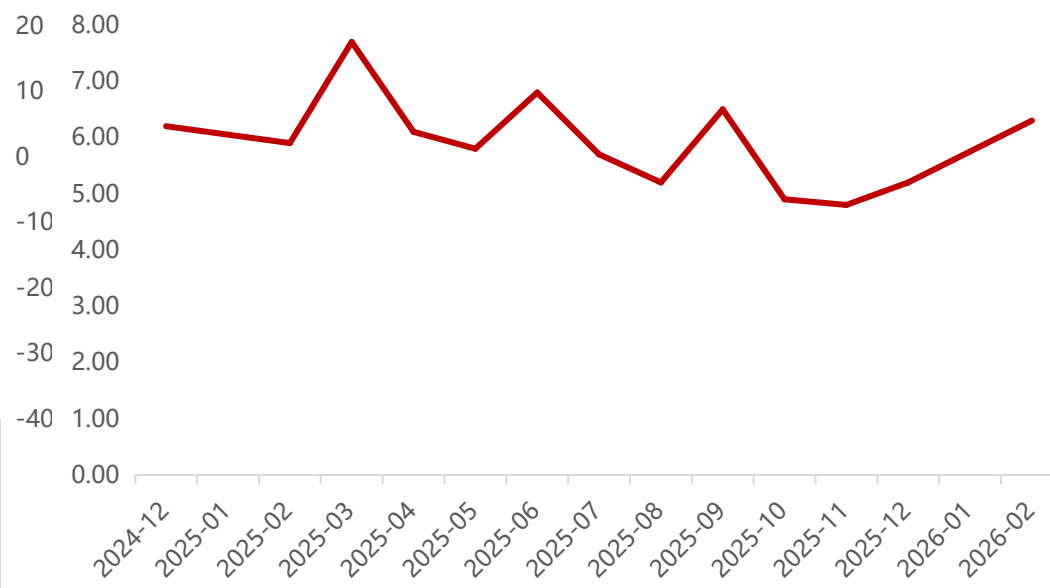
1-2月投资增速明显回升 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



1-2月工增回升 (%)

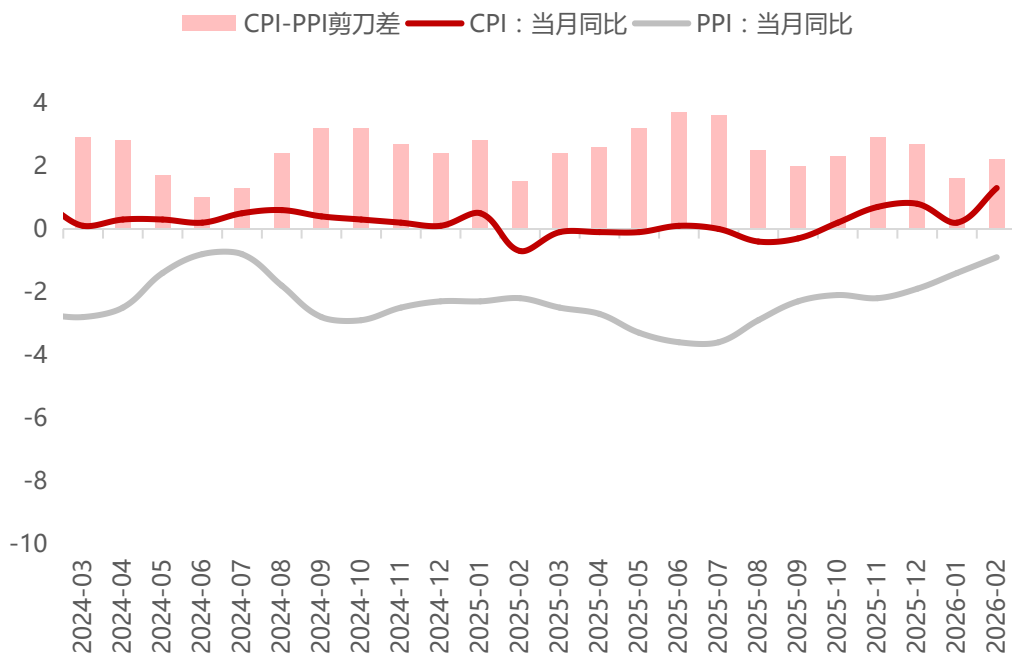
中国:规模以上工业增加值:当月同比



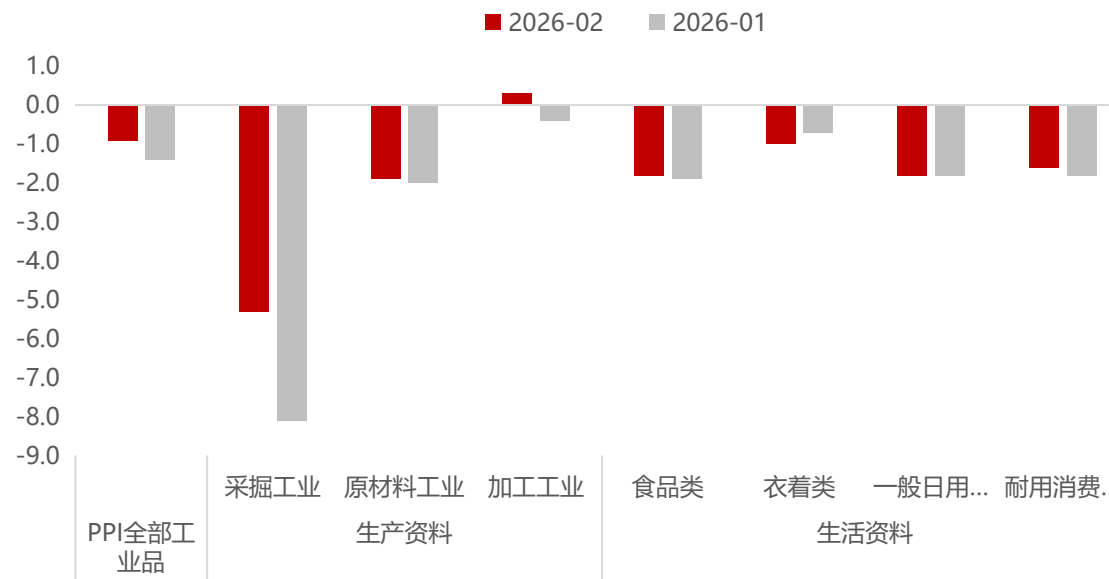
通胀前景：价格指数分化，预计将延续修复

- 2月CPI、PPI回升。2月CPI同比为1.3%，较前值（0.2%）回升，主因春节错位及黄金价格上涨等因素影响。PPI同比-0.9%（前值-1.4%），主因原油价格大幅上涨带动，另外其他大宗商品2月高位震荡，3月受中东地缘风险影响，油价大幅上涨，有色金属价格下跌，预计油价影响或更加明显，PPI有望进一步回升。
- 结构方面，上游原材料价格上涨为主。受上游原材料价格上涨影响，中上游价格持续修复，但下游、生活资料品价格修复相对偏慢。

CPI、PPI回升 (%)



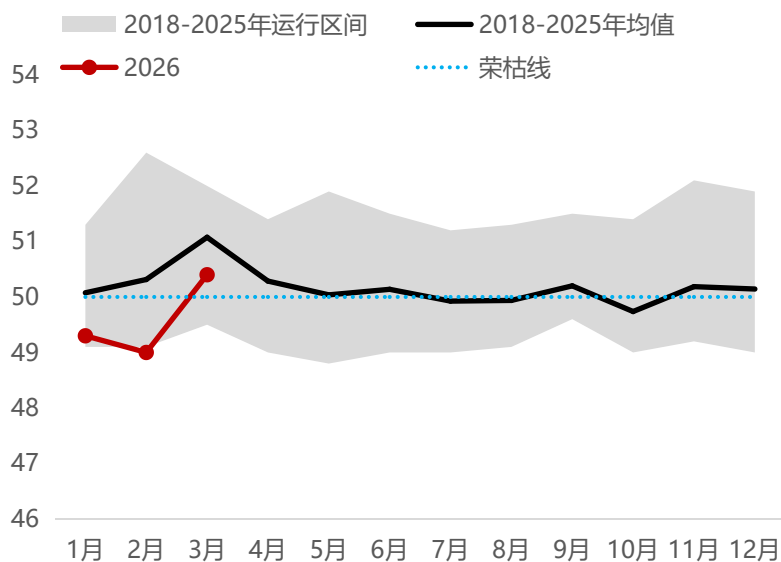
中上游价格修复明显好于下游 (%)



PMI：制造业景气度持续修复，服务业修复偏慢

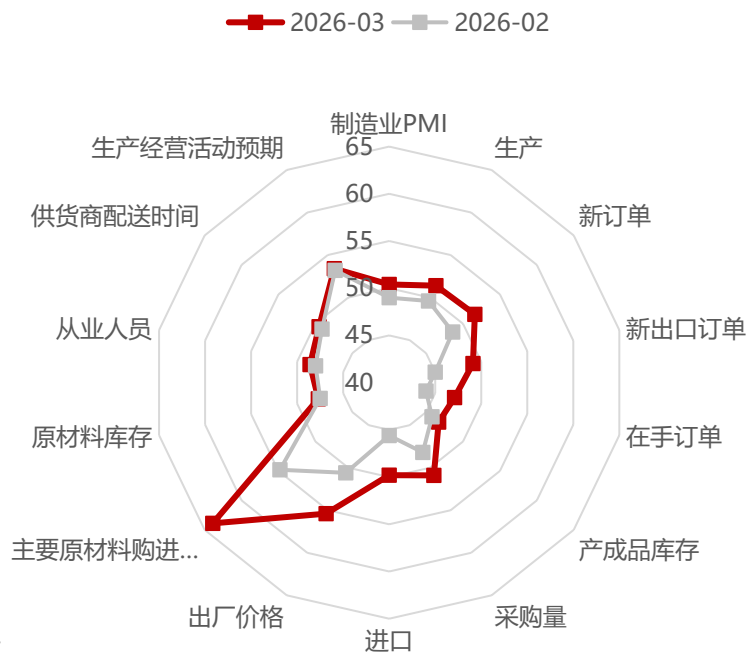
- **外需提振需求，价格指数大幅上行伴随隐忧。**3月制造业PMI为50.4，较前值（49.0）超季节性回升，受节后季节性修复、外需偏强及中东地缘风险影响，生产、订单等主要指标普遍回升，其中新出口订单（+4.1）回升幅度较大对新订单、生产形成带动效应。价格指数大幅走高，原材料价格（+9.1）回升幅度明显大于出厂价格（+4.8），输入型通胀压力可能对企业利润产生不利影响。
- **3月服务业PMI小幅回升。**服务业PMI回升至50.2（前值49.7），仍然弱于往年同期水平，居民端服务消费仍然有待政策支持。

制造业PMI

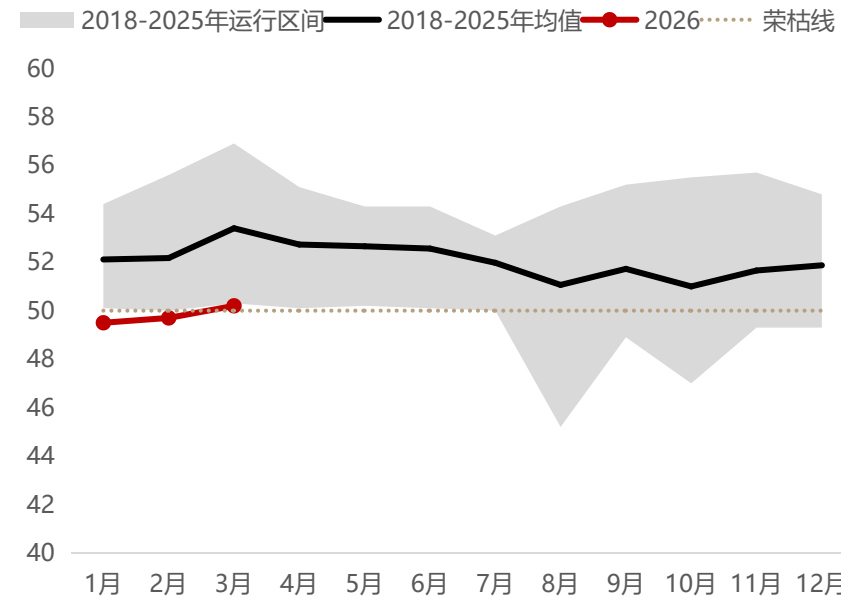


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年11-12月特殊时期显著异常值

生产、订单回升，价格指数大幅上行



服务业PMI



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



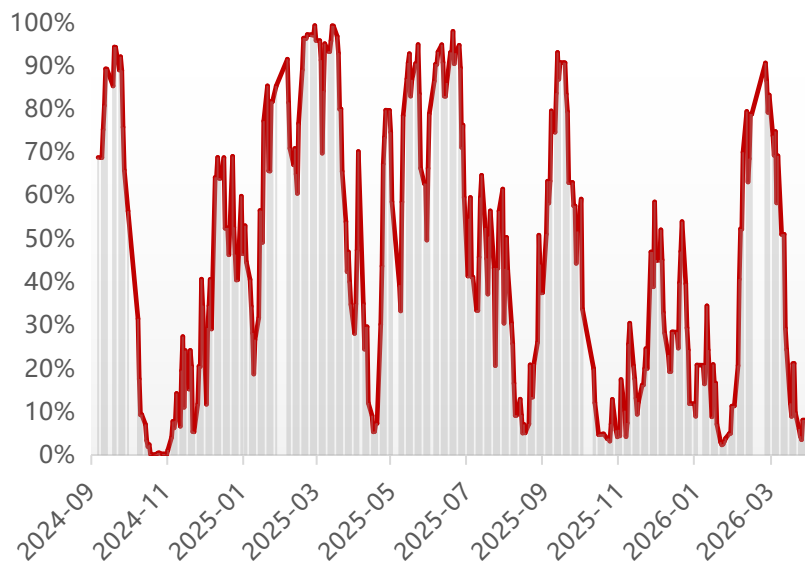
A股交易结构：轮动速度回落，行业收益差维持高位

2026年3月，A股行业轮动速度快速回落，行业间收益差维持高位

- ✓ 行业轮动：地缘冲突加剧后，资金一致涌向能源、红利等确定性方向，可轮动的有效行业减少，导致轮动速度自然放缓。
- ✓ 行业收益分布差：油价上涨，能源股受益与中下游制造受损影响不对称，行业间的收益差距维持高位。
- ✓ 行业拥挤度：3月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：公用事业、环保、建筑装饰和煤炭。

行业轮动速度快速回落

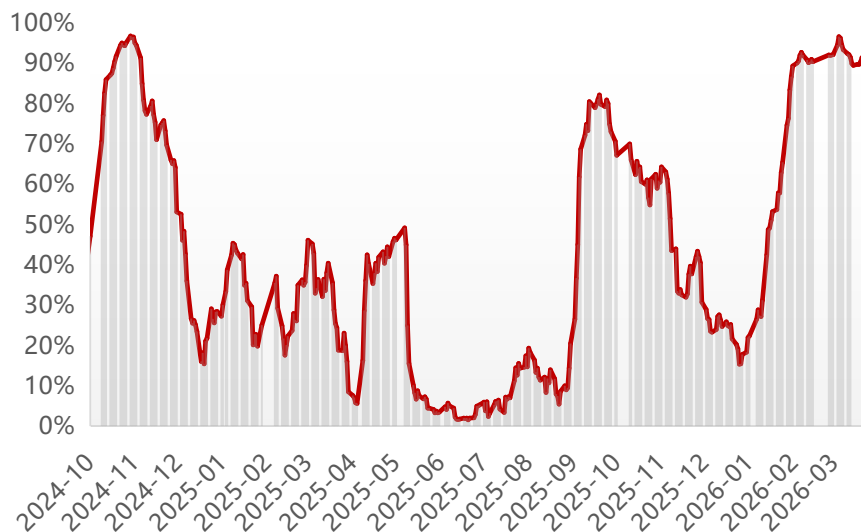
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异维持高位

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

| | 行业拥挤度（近三年） | 月度分位数变化 |
|------|------------|---------|
| 传媒 | 0.07 | -70.7% |
| 建筑材料 | 0.34 | -27.2% |
| 纺织服装 | 0.00 | -21.7% |
| 商贸零售 | 0.03 | -16.3% |
| 有色金属 | 0.84 | -11.7% |
| 国防军工 | 0.87 | -8.1% |
| 汽车 | 0.05 | -7.6% |
| 社会服务 | 0.05 | -7.4% |
| 计算机 | 0.33 | -7.2% |
| 家用电器 | 0.02 | -6.9% |
| 食品饮料 | 0.00 | -6.5% |
| 美容护理 | 0.00 | -5.1% |
| 机械设备 | 0.74 | -4.9% |
| 电子 | 0.83 | -3.0% |
| 房地产 | 0.00 | -1.2% |
| 银行 | 0.04 | 0.1% |
| 非银金融 | 0.01 | 1.0% |
| 通信 | 0.98 | 1.1% |
| 钢铁 | 0.66 | 1.2% |
| 医药生物 | 0.01 | 1.3% |
| 轻工制造 | 0.25 | 5.9% |
| 电力设备 | 0.95 | 9.6% |
| 综合 | 0.53 | 14.7% |
| 基础化工 | 0.72 | 15.7% |
| 农林牧渔 | 0.40 | 21.1% |
| 石油石化 | 1.00 | 23.3% |
| 交通运输 | 0.30 | 27.9% |
| 煤炭 | 0.59 | 32.1% |
| 建筑装饰 | 0.64 | 35.9% |
| 环保 | 0.76 | 53.6% |
| 公用事业 | 0.94 | 73.5% |

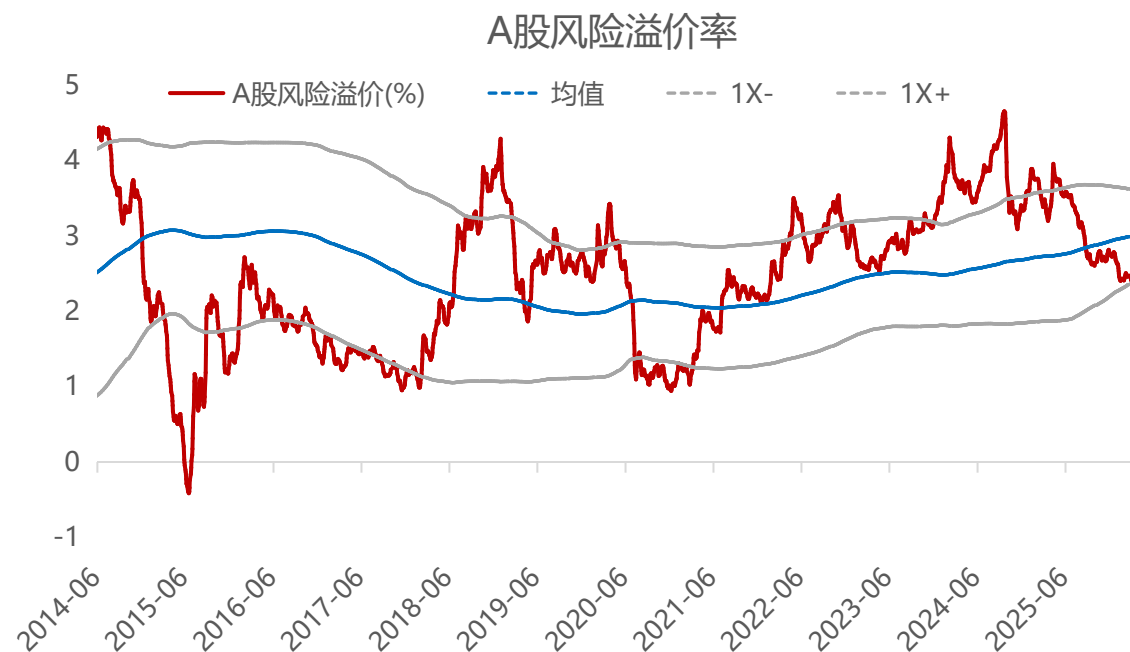
市场风险偏好：有所降温

- **上证红利股债性价比明显回落：**3月股市震荡下资金聚集于红利避险，上证红利股息率下降，且十年期国债收益率同步提升，因此红利股债性价比有所下降，为2.48（前值2.79），低于3年滚动均值减1倍标准差水平左右（2.78）。
- **A股风险溢价率维持低位，市场风险偏好有所降温：**截至3月31日，沪深风险溢价率为2.62（前值2.42），目前回落至5年滚动均值的水平附近（2.42），市场整体风险偏好整体降温。

上证红利股债性价比明显回落



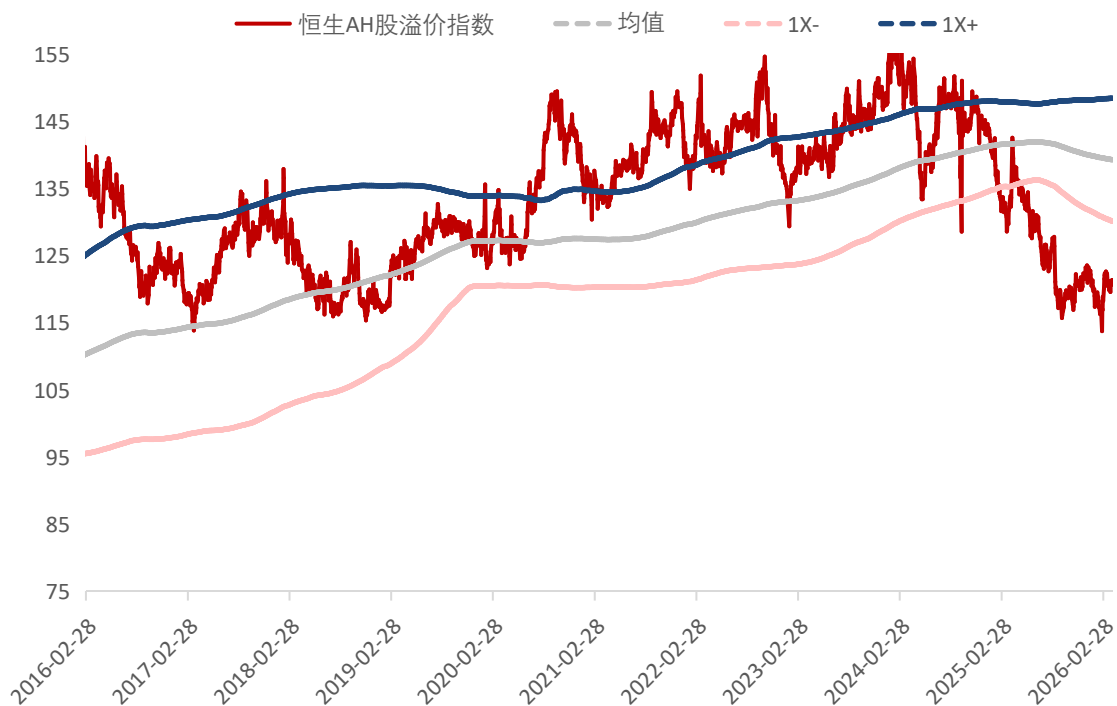
风险溢价率维持低位



港股：AH股溢价率提升，估值维持高位

- 3月AH股溢价率小幅提升：
- 3月A股虽然整体回调，但在中东地缘冲突持续发酵、全球避险情绪升温的背景下，A股展现出一定的相对韧性，整体下跌压力有限，而外资占比更高的港股调整幅度更大，相比于前值118.17小幅上升至121.29。
- 港股估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平附近：
- 恒生指数有所调整，但受到人民币强势的影响，PE及PB估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平。

AH股溢价率小幅提升



恒生PE



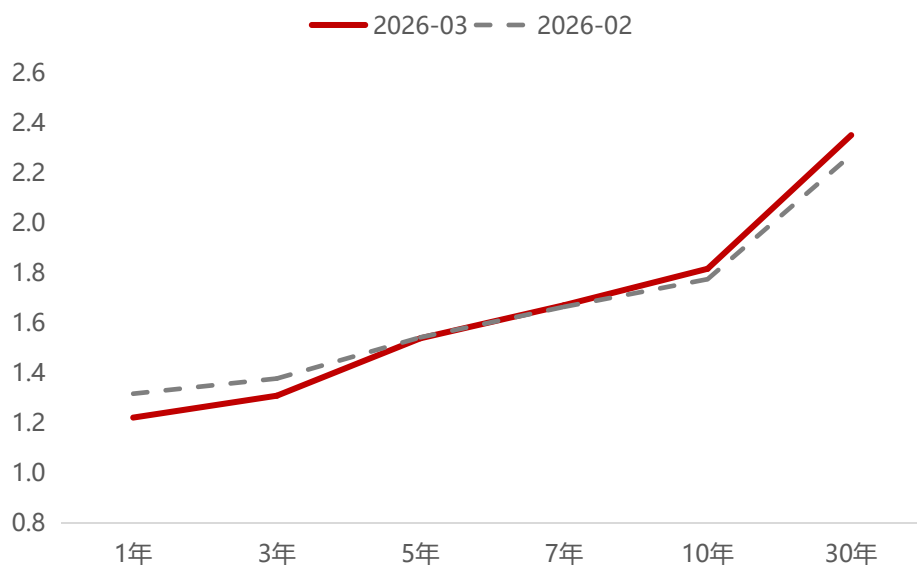
恒生PB



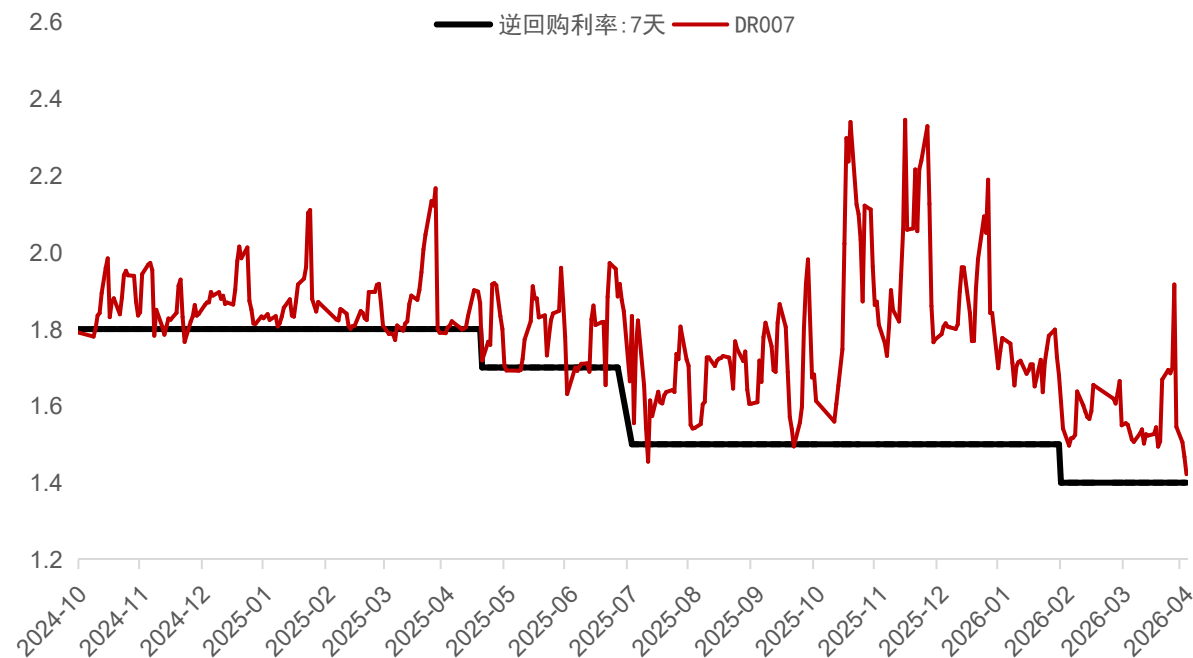
债市回顾：利多利空力量对冲，维持区间震荡

- **3月债市震荡。**一方面，中东战事扩大引发油价飙升，通胀担忧升温，对债市形成压制，长久期利率债短期承压；另一方面，输入性通胀背景下其他资产波动加剧，避险情绪或推动资金流入债市，形成一定对冲。债市多空力量基本对冲，3月以区间震荡为主。
- **4月债市将维持区间震荡。**向后看，当前房地产投资属性弱化，叠加货币政策维持宽松，资金需要在不同资产间寻找出路，近一年股债跷跷板效应愈发明显。在此背景下，中东战局持续发酵，避险情绪胜出，超过再通胀逻辑成为当前主导因素。若债市因3月CPI、PPI数据回升而下跌，反而可能构成配置机会。预计10年期国债收益率将在1.80%-1.85%区间震荡。后续若通胀数据或经济数据出现扰动，或中东消息面变化带动股市走强，推动收益率回升至1.835%以上，可择机分批布局；若收益率跌破1.81%，则分批止盈。

国债收益率曲线3月走陡 (%)



资金利率跨季维持平稳 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 月度观点 |
|------|---|------|
| 港股 | <p>港股或仍有分化</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 港股内部分化明显，一方面资源品涨价，国央企、高股息等方向表现较有韧性 ▶ 另一方面，恒生科技相对偏弱，其结构更偏消费方向，且已处于技术性下跌走势中，尽管估值已有性价比，但仍存惯性下跌风险，捕捉拐点难度较高。 ▶ 短期仍偏震荡，观点中性，高股息方向有望偏强。 | 中性 |
| 美股 | <p>美股走势仍取决于中东局势演变</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 美方部署正陆续到位，与特朗普打击期限高度重合，未来两到三周是关键窗口。油价若持续高位，加息预期也将升温。当前恐慌情绪有所释放，但未完全定价“持久战”，后续走势仍取决于消息面。 ▶ 若特朗普按市场预期在攻击后自行宣告撤离，美股有望开启修复行情；若局势扩大或持续恶化，波动或将延续。 | 中性 |
| 美债 | <ul style="list-style-type: none"> ▶ 美债十年期收益率仍维持在4.3%以上，已部分定价通胀恐慌。 ▶ 若战争继续拖长，美国即便作为原油出口国，也难以免受高油价冲击。历史上美联储在高通胀环境下往往被迫加息。因此最终仍可能是通胀逻辑胜出，美债收益率回落的趋势尚未真正形成。 ▶ 若战争超预期持续，通胀逻辑将重新主导，美债收益率回落趋势难以确立。但收益率升至4.5%以上（定价已过于悲观）时可适度买入。 | 中性 |
| 美元 | <ul style="list-style-type: none"> ▶ 美元指数中欧元权重高，欧洲能源依赖度大，导致冲突中欧元承压、美元被动升值。 ▶ 不过本轮中东冲突也削弱了石油美元的霸权地位，美元大幅冲高动力有限。 ▶ 油价中枢大概率上移，叠加海峡短期难放开，美元或维持震荡偏强。 | 中性 |
| 日股 | <ul style="list-style-type: none"> ▶ 日本进口原油对霍尔木兹海峡依赖度较大，因此输入型通胀压力加剧。 ▶ 不过考虑到未来两到三周美伊战争大概率将见分晓，可尝试在砸出黄金坑后低位布局——日股具备企业治理改革驱动下的确定性回报（盈利增长），同时估值相对美股更具优势。 | 中性 |

| 资产类别 | | 核心逻辑观点 | 月度观点 |
|------|-----|--|------|
| 债券 | 利率债 | <p>债市或维持区间震荡</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 二季度国债发行计划落地，发行高峰带来的利空出尽。 ➢ 中东战局持续发酵，避险情绪超过再通胀逻辑成为当前主导因素。 ➢ 3月制造业PMI强劲，但主要受工业品涨价推动，后续经济走势的持续性仍需进一步观察。 ➢ 若10年收益率回升至1.835%以上，可分批布局；若跌破1.81%，则分批止盈。 | 中性 |
| | 信用债 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 资产荒背景下，当前信用利差已经持续收缩至历史低位，相对利率债的性价比较低，未来很难通过利差收窄来赚取超额收益。票息策略可继续占优，短端确定性更高，长端胜率偏低。 ➢ 观点中性，短久期高评级信用债仍可继续持有，等待性价比回升时择机加仓，收益率偏低时则置换为流动性较好的品种。 | 中性 |
| | 可转债 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 可转债估值明显回落，中位数已降至过去一年的低位。可转债中长期供给有限、需求稳定，仍具上涨空间，可适当加仓。当前美伊战事风险已近尾声，适合左侧布局。 ➢ 可转债观点相对乐观，可适当左侧布局。 | 相对乐观 |
| 商品 | 黄金 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 3月黄金的调整幅度远超市场预期，在当前位置黄金的赔率正在改善。 ➢ 未来两到三周是关键窗口。即便冲突长期化，高油价引发的滞胀压力将强化黄金的抗通胀与避险属性，从而提升其长期配置价值。 ➢ 4月黄金相对乐观，继续下行的空间有限，战事明朗后有望修复，建议逢低布局。 | 相对乐观 |
| | 原油 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 伊朗与阿曼正起草海峡通行监管协议，虽伊朗军方仍对美以关闭，但俄罗斯已获准通行，巴林也在安理会提出护航决议草案。外交努力加速推进，对4月油价构成潜在下行压力。 ➢ 不过即使霍尔木兹海峡外交停火，物流与航运的完全恢复以及原油设施增产均需要时间。 ➢ 4月油价大概率呈现"前高后低"的格局：上半月维持高位，下半月随局势明朗而逐步回落，但全年中枢仍将显著高于冲突前的水平。 | 中性 |

| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 配置建议 |
|-------|---|---|
| A股大盘 | <p>➤ 外部扰动或已是“强弩之末”，“黄金坑”将现：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回升，价格指数继续修复； ◆ 资金面：A股成交额回落，赚钱效应偏弱，情绪再临冰点； ◆ 政策面：政策延续积极态度，前置发力推动年初经济开门红； ◆ 外部环境：外部不确定性较大，但或已接近尾声。 <p>➤ 外部扰动或已近尾声，持币等待“黄金坑”：近期外部扰动不断反复，不过美伊双方已释放出一定的谈判信号，且从特朗普表态来看，即使美国再度采取新的军事行动，后续撤离停战的节点或也已临近，有望形成一轮V型反转的“黄金坑”。总体来看，中东局势有望在4月中下旬逐渐走向明朗。综合考虑外部扰动节点以及A股财报季节性来看，4月中下旬确定性有望回升，推动市场情绪、活跃度从底部回升，预计4月呈现先抑后扬走势。不过短期局势变化仍有不确定性，市场波动率或仍然偏高。</p> | <p style="text-align: center;">中性 (先抑后扬)</p> |
| 行业/风格 | <p>➤ 关注外部扰动变化，及潜在的由守转攻机会：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 继续关注宽基指数。当前市场系统性风险相对有限，若外部风险缓和，风格有望逐渐向中盘、中小盘扩散，建议关注中证500、中证1000等指数的布局机会。 ◆ 关注风格扩散的机会：4月财报季，部分缺乏业绩支撑的板块和小盘风格或波动偏大，但4月下旬财报季风险基本释放之后，风格有望扩散，如通信、电子、传媒、计算机、电力、新能源、有色、化工等方向均有望迎来布局机会。 | <p>或出现由守转攻契机 关注弹性方向布局机会</p> |
| 配置策略 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 左侧布局：若对于波动有一定接受度，可分布左侧布局加仓，不确定性缓和后弹性更高。 ◆ 右侧布局：若对波动接受度不高，则静待外部扰动明显缓和后右侧布局。 | <p>“黄金坑”的不同布局方式</p> |

宏观多资产组合

本组合以中等风险偏好视角，通过国内股、债、黄金、货币类ETF进行组合构建。
组合调仓依据为资产配置月报观点以及不定期重大事件点评报告观点。

- 截至4月3日，近一年以来的收益率为12.60%，超过基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为4.14%。今年以来的夏普比率为1.64，基准的夏普比率1.09。
- 本期我们根据月报观点：预计大概率将于4月中下旬进行调仓，增加权益（偏成长方向）持仓，但若中东局势有意外变化，可能按兵不动。

国内宏观多资产配置组合表现



国内宏观多资产配置组合超额表现

| 考察区间 | 区间收益率 | | 年化波动率 | | 最大回撤 | | 夏普比率 | | 卡玛比率 | |
|------|---------|-----------------------|---------|-----------------------|---------|-----------------------|---------|-----------------------|---------|-----------------------|
| | 宏观多资产配置 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 宏观多资产配置 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 宏观多资产配置 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 宏观多资产配置 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 宏观多资产配置 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 |
| 近1周 | 0.39% | 0.00% | 7.40% | 7.84% | -0.52% | -0.52% | 2.3222 | -0.1754 | 35.6082 | 0.2378 |
| 近2周 | -0.81% | -0.93% | 15.64% | 10.50% | -2.66% | -1.66% | -1.3567 | -2.2977 | -7.4017 | -13.5930 |
| 近1月 | -2.78% | -1.99% | 11.34% | 8.19% | -4.59% | -3.07% | -2.8260 | -2.8566 | -6.6564 | -7.1274 |
| 近2月 | -0.08% | -1.15% | 10.69% | 7.64% | -5.31% | -3.62% | -0.1885 | -1.1786 | -0.0970 | -2.0748 |
| 近3月 | 0.26% | -1.03% | 10.41% | 6.93% | -5.31% | -3.62% | -0.0367 | -0.8448 | 0.2104 | -1.2027 |
| 近6月 | 2.60% | -0.63% | 8.25% | 6.60% | -5.31% | -3.62% | 0.4690 | -0.4247 | 1.0108 | -0.3602 |
| 今年以来 | 1.06% | -0.22% | 10.44% | 7.07% | -5.31% | -3.62% | 0.2803 | -0.3423 | 0.8335 | -0.2546 |
| 近1年 | 12.60% | 8.46% | 6.75% | 6.39% | -5.31% | -3.62% | 1.6442 | 1.0886 | 2.3720 | 2.3369 |

全球多元资产平衡组合

本组合以中等风险偏好视角，通过全球股市（美股或日股）、A股、国债、黄金、货币类ETF进行组合构建。旨在通过多资产配置，满足投资者跨国多元资产配置的需求，调仓依据为资产配置月报观点以及不定期点评报告观点。

- 截至4月3日，近一年以来的收益率为10.93%，超过基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为2.47%。今年以来的夏普比率为1.37，基准的夏普比率1.09。
- 本期我们根据月报观点：预计大概率将于4月中下旬进行调仓，增加A股、日股和黄金持仓，但若中东局势有意外变化，可能按兵不动。

全球多元资产平衡配置组合表现



全球多元资产平衡配置组合超额表现

| 考察区间 | 区间收益率 | | 年化波动率 | | 最大回撤 | | 夏普比率 | | 卡玛比率 | |
|------|----------|-----------------------|----------|-----------------------|----------|-----------------------|----------|-----------------------|----------|-----------------------|
| | 全球多元资产平衡 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 全球多元资产平衡 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 全球多元资产平衡 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 全球多元资产平衡 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 | 全球多元资产平衡 | 40%中证800指数+60%中债总财富指数 |
| 近1周 | 0.49% | 0.00% | 7.85% | 7.84% | -0.27% | -0.52% | 2.8165 | -0.1754 | 88.1644 | 0.2378 |
| 近2周 | -0.61% | -0.93% | 13.59% | 10.50% | -2.36% | -1.66% | -1.2006 | -2.2977 | -6.2888 | -13.5930 |
| 近1月 | -3.20% | -1.99% | 10.14% | 8.19% | -4.90% | -3.07% | -3.6182 | -2.8566 | -7.1857 | -7.1274 |
| 近2月 | -1.18% | -1.15% | 9.78% | 7.64% | -5.20% | -3.62% | -0.9444 | -1.1786 | -1.4871 | -2.0748 |
| 近3月 | -0.51% | -1.03% | 10.19% | 6.93% | -6.39% | -3.62% | -0.3608 | -0.8448 | -0.3405 | -1.2027 |
| 近6月 | 1.32% | -0.63% | 7.92% | 6.60% | -6.39% | -3.62% | 0.1553 | -0.4247 | 0.4269 | -0.3602 |
| 今年以来 | -0.26% | -0.22% | 10.12% | 7.07% | -6.39% | -3.62% | -0.2575 | -0.3423 | -0.1729 | -0.2546 |
| 近1年 | 10.93% | 8.46% | 6.86% | 6.39% | -6.39% | -3.62% | 1.3747 | 1.0886 | 1.7093 | 2.3369 |

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期；
- 本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★本人承诺，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本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★市场有风险，投资须谨慎。
- ★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★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。
- ★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES