

策略月报

经济复苏期下的多资产布局

核心观点

货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局

国信货币条件指数显示当前处于“紧货币+宽信用”格局。信用方面，3月社融总量、结构显著改善，新增人民币贷款是主要拉动项，其中居民中长期贷款占比提升。前瞻来看，一方面，“宽信用”起效可能指向未来货币政策力度空间有限，同时结合央行货币政策委员会一季度例会公告，降息的可能性也偏低；另一方面，居民部门中长期贷款增长力度和可持续性仍有待观察，货币条件指数冲高回落、整体维持上行趋势，指向信用脉冲将在波动中上行。货币方面，央行在就2023年一季度金融统计数据新闻发布会中未提及“流动性合理充裕”，自2021年下半年至2022年下半年的五次金融统计数据连续提及保持流动性合理充裕的目标，向市场传递央行并未大水漫灌，不会连续投放中长期流动性的信号，在经济持续向好方向不变的情况下，我们认为二季度货币环境将整体稳中偏紧。在货币-信用“风火轮”2.0版本下，紧货币、宽信用格局下的历史经验为股票胜率大幅提高、在主要资产中表现最好；商品其次，债市录得熊市概率偏大。在货币-信用“风火轮”2.0版本下，紧货币、宽信用格局下的历史经验为股票胜率大幅提高、在主要资产中表现最好；商品其次，债市录得熊市概率偏大。

2023年4月大类资产价格展望

股票方面，我们对A股保持整体乐观。中长贷企稳回暖，无论通胀短期偏弱还是中长期回升，均看多全年成长股的结构性机会，成长优于价值。行业轮动速度Q2或将再次上行，风格向均衡半导体持续关注价值洼地，沿盈利上调关注潜力次主线。TMT热度下行叠加其他行业业绩环比、同比改善但绝对高增稀缺，景气确认向个股下沉一定程度带动轮动速度上行。

债券方面，利率将在波动中上行。2023年一季度中国第三产业GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速均已超过疫情期间同期平均增速，实现良好开局。但一季度中国整体经济的修复仍不够充分，二季度仍有进一步向上修复的空间，将带动利率回升。

汇率方面，人民币汇率短期承压。市场普遍预期美联储将在5月再次加息25bp，中美利差扩大人民币汇率承压。但市场也普遍预期5月是美联储在本轮加息周期的最后一次加息，中美利差对人民币汇率的抑制作用有限，将回归两国经济基本面差异。

商品方面，对商品前景持谨慎态度。尽管中国需求回暖将对全球商品市场形成提振，欧洲经济韧性强于预期，全球大宗商品下行趋势较难改变。近期世界银行预测，能源、农产品和金属价格预计年内分别下降11%、5%和15%，但大宗商品总体价格仍将远高于过去五年的平均水平。

风险提示：海外地缘冲突问题尚未缓解，经济增长不及预期

策略研究·策略月报

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

联系人：占易

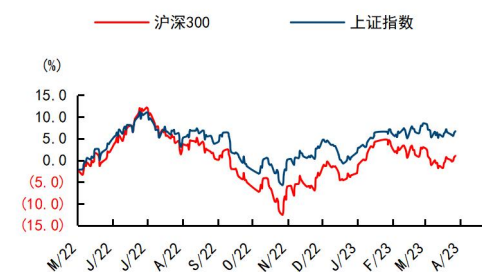
021-60375433

zhanyi@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7772.52/0.99
创业板/月涨跌幅(%)	2399.50/-1.22
AH股价差指数	138.00
A股总/流通市值(万亿元)	78.18/68.43

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《3月多资产配置观点-左侧布局宽信用》——2023-03-01
- 《2月多资产配置观点-A股配置价值强于债券和商品》——2023-02-01
- 《12月多资产配置观点-风险平价策略的再审视》——2022-12-01
- 《【国信策略】11月多资产配置观点-加息周期中选择股市配置时机》——2022-11-01
- 《策略月报-美债利率走高对A股风格切换的影响》——2022-09-30

内容目录

1. 未来大类资产市场展望	4
1.1 货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局	4
1.2 风格与板块配置：中小盘成长具备相对配置价值	5
2. 国内外大类资产月度复盘	7
2.1 国内大类资产回报排序及归因	7
2.2 海外大类资产走势复盘	9
2.3 国内大类资产估值分析	9
2.4 国内外大类资产间比价	10
3. 市场隐含宏观信息和情绪分析	12
3.1 债市情绪指数与预警指数	12
3.2 全球资金流向复盘	13
3.3 全球各类资产构成的有效前沿	13
风险提示	14

图表目录

图 1: 前瞻指标提示流动性有所收敛	4
图 2: 前瞻指标提示信用环境将迎来复苏	4
图 3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览	4
图 4: 沪深 300 和中证 500 海外营收占营业收入比重	5
图 5: 自上而下视角对各类资产配置建议	6
图 6: 4 月国内大类资产回报月度复盘	7
图 7: A 股回报拆分	7
图 8: 股票及其风格指数在 4 月的表现	7
图 9: 人民币汇率和美元指数表现	8
图 10: 南华各分项指数 4 月回报率对比	8
图 11: 国债收益率和期限利差走势	8
图 12: 信用债收益率和信用利差走势	8
图 13: 4 月国内大类资产回报月度复盘	8
图 14: 4 月海外大类资产回报月度复盘	9
图 15: 国内主要大类资产估值分位数	10
图 16: 国内主要大类资产波动率估值分位数	10
图 17: 中国股债性价比走势	10
图 18: 美国股债性价比走势分析	10
图 19: 美国股票 vs 商品比价	11
图 20: 美、欧股指比价	11
图 21: 沪深 300 股债性价比	11
图 22: 中证 500 股债性价比	11
图 23: 国内债市情绪指数	12
图 24: 国内债市预警指数	12
图 25: 外资流入、流出新兴市场的月度跟踪	13
图 26: 中国各类资产构成的有效前沿	13
图 27: 美国各类资产构成的有效前沿	13
表 1: A 股风格打分卡	6

1. 未来大类资产市场展望

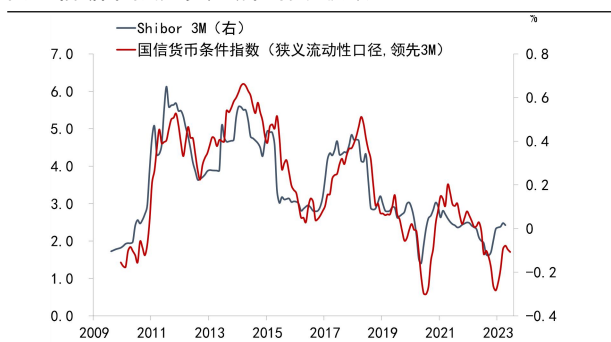
1.1 货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局

我们编制了基于金融市场的狭义流动性口径国信货币条件指数，以及基于实体派生的广义流动性口径国信货币条件指数，对 Shibor3M 利率、信用脉冲平均有 3 个月和 6 个月左右的领先性。国信货币/信用条件指数显示当前处于“紧货币+宽信用”格局。

信用方面，3 月社融总量、结构显著改善，新增人民币贷款是主要拉动项，其中居民中长期贷款占比提升。前瞻来看，一方面，“宽信用”起效可能指向未来货币政策力度空间有限，同时结合央行货币政策委员会一季度例会公告，降息的可能性也偏低；另一方面，居民部门中长期贷款增长力度和可持续性仍有待观察，货币条件指数冲高回落、整体维持上行趋势，指向信用脉冲将在波动中上行。

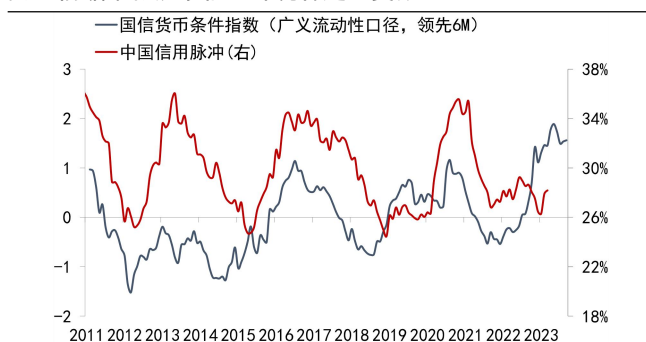
货币方面，央行在就 2023 年一季度金融统计数据新闻发布会中未提及“流动性合理充裕”，自 2021 年下半年至 2022 年下半年的五次金融统计数据连续提及保持流动性合理充裕的目标，向市场传递央行并未大水漫灌，不会连续投放中长期流动性的信号，在经济持续向好方向不变的情况下，我们认为二季度货币环境将整体稳中偏紧。在货币-信用“风火轮”2.0 版本下，紧货币、宽信用格局下的历史经验为股票胜率大幅提高、在主要资产中表现最好；商品其次，债市录得熊市概率偏大。

图1：前瞻指标提示流动性有所收敛



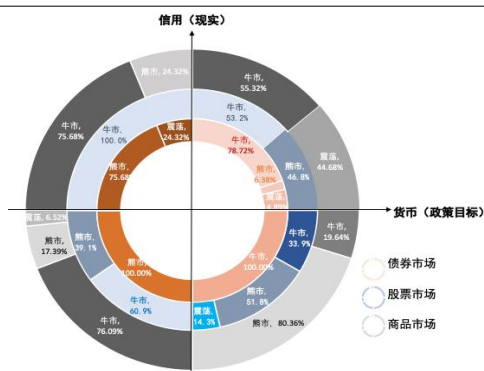
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用环境将迎来复苏



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图3：四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览

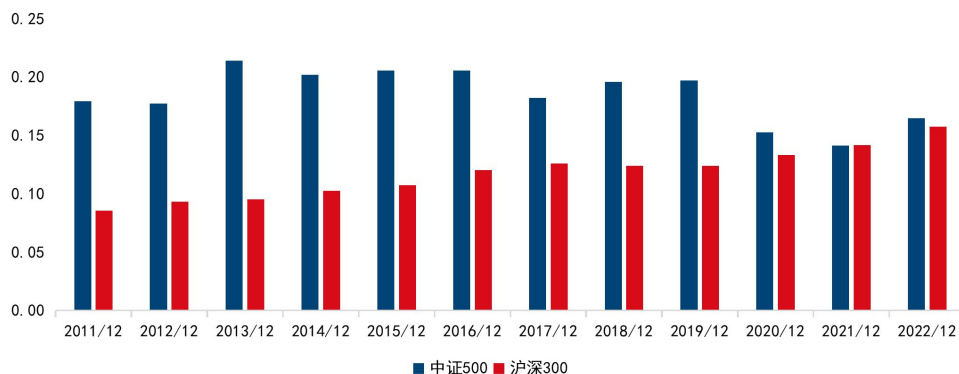


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

1.2 风格与板块配置：中小盘成长具备相对配置价值

中美经济差异：3月中美制造业PMI分别为51.9%、49.3%，3月我国制造业PMI较2月小幅下降，美国PMI上行，中美制造业PMI差距减小。500/1000等中小市值板块与沪深300大市值板块的海外营收占比差距持续缩小，2020年至2022年两者海外营收占比相近，未来国内经济强于海外的中期格局将利好大市值企业。

图4：沪深300和中证500海外营收占营业收入比重



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国内基本面：3月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%，比1-2月份加快1.5个百分点；环比增长0.12%。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长3.0%。一季度国内生产总值284997亿元，同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%。疫情防控较快平稳转段，生产需求企稳回升，市场预期明显改善，经济基本面向好时看好成长属性。

通胀因素：CPI同比0.7%，低于上月的1.0%，交通和通信、食品烟酒CPI同比持续下滑，PPI同比-2.5%，低于上月的1.4%，生产资料PPI同比显著回落，生活资料相对稳定。向后看，随着经济持续向好和内需的改善，国内通胀水平有望回升，当前对周期板块影响维持中性。

估值因素：4月Shibor三个月利率维持在2.43%的水平。向后看，国内短端利率呈现边际收紧趋势，从历史上估值和指数走势的相关性来看，利好程度：小盘>中盘>大盘。

盈利角度：1—3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额15167.4亿元，同比下降21.4%，降幅较1-2月份收窄1.5个百分点。3月当月规上工业企业利润同比下降19.2%，降幅较1-2月份收窄3.7个百分点。在41个工业大类行业中，有22个行业利润增速较1—2月份加快或降幅收窄、由降转增，对小市值股票的压力减弱。

事件驱动：4月获IPO批文的企业数量为39家，高于3月，事件型驱动的视角下，对小盘成长板块的结构行情是助力而非拖累。

表1: A股风格打分卡

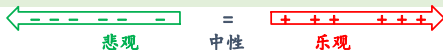
一级指标	二级指标	不同风格		
基本面因素	中美差异	大盘	中盘	小盘
			☆	☆
	国内经济	成长	均衡	价值
		☆		
DCF 模型角度	通胀因素	防御		周期
				☆
	分子端	大盘	中盘	小盘
			★	★
事件型驱动	分母端	大盘	中盘	小盘
		★	★	
	大盘价值			小盘成长
	IPO 和并购重组数量			★

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在基本面、DCF 分子端和分母端、事件驱动三重因素的考虑下, 我们认为短期内中小盘成长具备相对配置价值。综上, 我们对各类资产的推荐配置观点如下表所示, 目前对资产配置的推荐顺序为: **股票>商品>债券**。

图5: 自上而下视角对各类资产配置建议

类别	配置建议	理由	资产名称	3月末收盘	4月末收盘	期间涨跌
股票	+	我们对A股保持整体乐观。中长贷企稳回暖, 无论通胀短期偏弱还是中长期回升, 均看多全年成长股的结构机会, 成长优于价值。行业轮动速度Q2或将再次上行, 风格向均衡半导体持续关注价值洼地, 沿盈利上调关注潜力主线。TMT热度下行叠加其他行业业绩环比、同比改善但绝对高增稀缺, 景气确认向个股下沉一定程度带动轮动速度上行。	上证综指	3272.9	3285.9	▲ 0.40%
			深证成指	11726.4	11217.0	▼ -4.34%
			创业板指	2399.5	2307.3	▼ -3.84%
			上证50	2661.9	2650.6	▼ -0.43%
			沪深300	4050.9	3988.4	▼ -1.54%
			中证500	6339.8	6157.9	▼ -2.87%
债券	-	债券利率将在波动中上行。2023年一季度中国第三产业GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速均已超过疫情同期平均增速, 实现良好开局。但一季度中国整体经济的修复仍不够充分, 二季度仍有进一步向上修复的空间, 将带动利率回升。	中债财富总指数	221.5	222.8	▲ 0.57%
			中债1-30年利率债指数	181.1	182.1	▲ 0.55%
			中债信用债总财富指数	205.1	205.9	▲ 0.42%
			10年国开利率	3.0	3.0	▼ -6.6
			10年国债利率	2.85	2.79	▼ -6.8
			1年国债利率	2.2	2.2	▼ -7.7
汇率	=	人民币汇率短期承压。市场普遍预期美联储将在5月再次加息25bp, 中美利差扩大人民币汇率承压。但市场也普遍预期5月是美联储在本轮加息周期的最后一次加息, 中美利差对人民币汇率的抑制作用有限, 将回归两国经济基本面差异。	美元指数	102.6	101.4	▼ -1.12%
			美元兑人民币 (在岸)	6.87	6.92	▲ 0.75%
			美元兑人民币 (离岸)	6.87	6.94	▲ 0.98%
			人民币汇率指数	99.8	100.1	▲ 0.30%
商品	-	对商品前景持谨慎态度。尽管中国需求回暖将对全球商品市场形成提振, 欧洲经济韧性强于预期, 全球大宗商品下行趋势较难改变。近期世界银行预测, 能源、农产品和金属价格预计年内分别下降11%、5%和15%, 但大宗商品总体价格仍将远高于过去五年的平均水平。	南华综合指数	2347.0	2243.2	▼ -4.42%
			南华工业品指数	3829.7	3598.4	▼ -6.04%
			布伦特原油 (美元)	79.9	77.8	▼ -2.66%
			上期所原油	527.4	526.1	▼ -0.25%
			伦敦现货黄金 (美元)	1979.7	2003.0	▲ 1.18%
			上期所黄金	441.2	447.3	▲ 1.38%


 悲观 中性 乐观


 较上月回落 较上月上涨

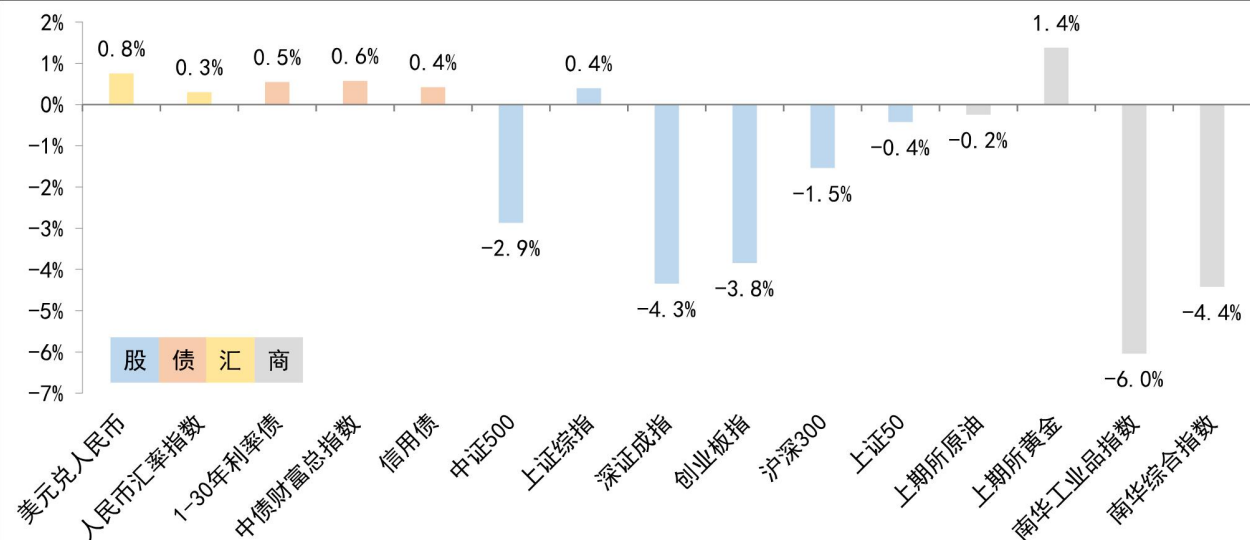
资料来源: 彭博, 万得, 国信证券研究所整理。

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

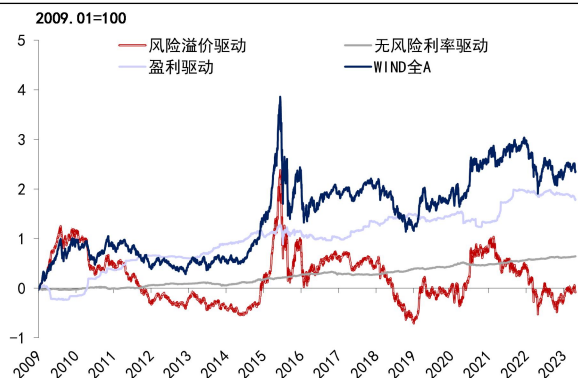
4月国内大类资产的表现可以概况为：**股市回落、商品下跌、债券牛市、人民币承压**。（1）**股市方面**：截至4月27日，上证综指上涨0.4%，上证50下跌0.4%，沪深300指数下跌1.5%，创业板指下跌3.8%，深证成指下跌4.3%，中证500下跌2.9%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：稳定>金融>消费>周期>成长，回报率依次为4.5%、2.9%、-2.6%、-3.6%、-5.2%。（2）**债券方面**：4月中债口径十年期国债到期收益率小幅下行6.8bp至2.79%。（3）**商品方面**：除黄金外全面回落，上期所黄金上涨1.4%，上期所原油下行0.2%，南华工业品指数下跌6.0%，南华综合指数下跌4.4%。（4）**汇率方面**：截至4月27日，美元兑人民币汇率中间价收于6.9207，人民币承压。

图6: 4月国内大类资产回报月度复盘



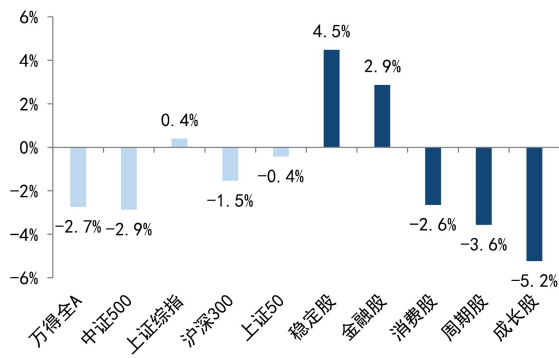
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图7: A股回报拆分



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图8: 股票及其风格指数在4月的表现



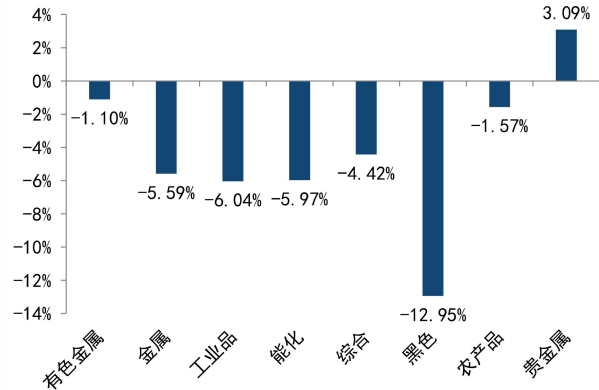
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图9: 人民币汇率和美元指数表现

图10: 南华各分项指数4月回报率对比

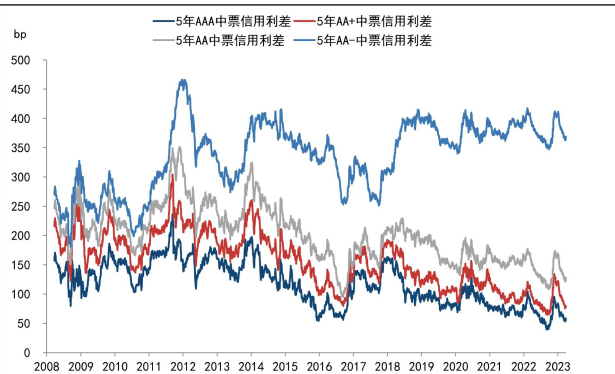


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。



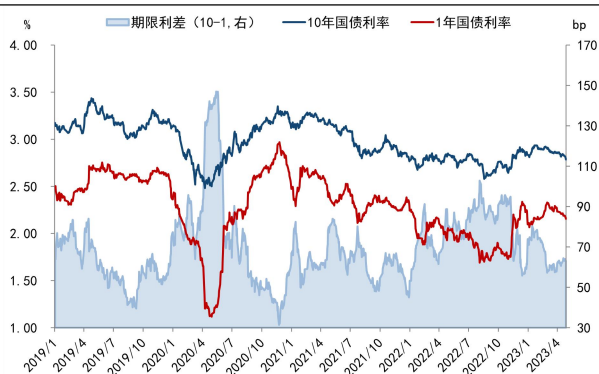
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图11: 国债收益率和期限利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图12: 信用债收益率和信用利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图13: 4月国内大类资产回报月度复盘

2022-2023年国内主要资产表现情况											
2022-10	成长股 (3.20)	国债 (0.92)	信用债 (0.26)	货币基金 (0.14)	可转债 (-1.62)	万得全A (-2.55)	周期股 (-3.26)	稳定股 (-3.31)	商品 (-3.54)	金融股 (-7.91)	消费股 (-8.58)
2022-11	金融股 (15.77)	消费股 (11.74)	稳定股 (11.03)	周期股 (8.80)	万得全A (7.86)	商品 (6.29)	成长股 (2.29)	可转债 (1.81)	货币基金 (0.13)	信用债 (-0.56)	国债 (-1.25)
2022-12	消费股 (6.07)	商品 (1.68)	万得全A (1.13)	金融股 (1.00)	货币基金 (0.06)	国债 (-0.11)	成长股 (-0.17)	周期股 (-0.37)	信用债 (-0.57)	可转债 (-1.01)	稳定股 (-1.55)
2022年	商品 (16.36)	国债 (2.73)	信用债 (2.02)	货币基金 (1.78)	稳定股 (-0.91)	可转债 (-7.86)	金融股 (-8.32)	周期股 (-10.88)	消费股 (-13.34)	万得全A (-15.96)	成长股 (-26.04)
2023-01	成长股 (9.35)	周期股 (8.64)	万得全A (7.38)	金融股 (5.42)	消费股 (4.77)	可转债 (4.05)	稳定股 (3.56)	商品 (1.01)	信用债 (0.41)	货币基金 (0.17)	国债 (-0.05)
2023-02	稳定股 (2.31)	周期股 (1.40)	消费股 (1.28)	信用债 (0.49)	货币基金 (0.14)	国债 (0.10)	万得全A (-0.02)	成长股 (-0.75)	商品 (-0.83)	可转债 (-1.16)	金融股 (-2.96)
2023-03	成长股 (2.71)	稳定股 (1.44)	国债 (0.61)	信用债 (0.57)	可转债 (0.45)	货币基金 (0.17)	万得全A (-0.83)	商品 (-1.58)	消费股 (-1.75)	金融股 (-3.07)	周期股 (-4.90)
2023-04	稳定股 (4.48)	金融股 (2.86)	国债 (0.69)	信用债 (0.42)	可转债 (0.32)	货币基金 (0.15)	消费股 (-2.64)	万得全A (-2.74)	周期股 (-3.57)	商品 (-4.42)	成长股 (-5.23)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：每一行代表一个月，从左~右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序。

2.2 海外大类资产走势复盘

2023 年 4 月海外大类资产大体排序：黄金>债券>商品>股票。（1）权益市场方面，分区域来看：发达市场>新兴市场。4 月全球股票市场热度较上月有一定降温，美股中上旬延续上月的上涨行情、下旬再度回落，一方面，核心通胀的粘性打消了市场对美联储年内降息的预期，另一方面，第一共和银行一季度业绩恶化程度超预期，市场担忧美区域银行问题对美国进一步构成掣肘。与此同时，欧洲市场投资者对经济前景的乐观情绪超过了对利率长期保持高位的担忧，表现略优于美股。具体来看回报率，日经指数录得 1.34%，发达市场指数录得-0.64%，全球市场指数录得-0.76%，美股指数录得-1.30%，新兴市场录得-1.75%。（2）债券方面，分品种看：高收益债>美国国债>MBS，投资者相对安全边际较高的国债更偏向于高收益债。（3）大宗商品方面，商品价格整体呈现上行趋势，当月 CRB 商品价格指数收益率为 0.39%，黄金价格上涨幅度较大，当月收益率为 1.18%。

图 14：4 月海外大类资产回报月度复盘

2022-2023 年海外主要资产表现情况												
2022-11	新兴市场 (11.49)	伦敦商品价格黄金 (6.99)	全球股市 (6.11)	发达市场股市 (5.50)	美国股票 (5.38)	美国 MBS (4.08)	美国国债 (2.68)	美国高收益债 (2.17)	CRB 商品价格 指数 (2.05)	东京日经 225 指数 (1.38)	美元指数 (-5.04)	
2022-12	伦敦商品价格黄金 (3.36)	美国 MBS (-0.44)	美国国债 (-0.52)	美国高收益债 (-0.62)	CRB 商品价格 指数 (-0.72)	新兴市场 (-2.23)	美元指数 (-2.35)	全球股市 (-4.85)	发达市场股市 (-5.18)	美国股票 (-5.90)	东京日经 225 指数 (-6.70)	
2023-01	新兴市场 (6.50)	全球股市 (6.44)	发达市场股市 (6.43)	美国股票 (6.18)	伦敦商品价格黄金 (6.15)	东京日经 225 指数 (4.72)	美国高收益债 (3.81)	美国 MBS (3.29)	美国国债 (2.51)	CRB 商品价格 指数 (0.12)	美元指数 (-1.34)	
2023-02	美元指数 (2.82)	东京日经 225 指数 (0.43)	美国高收益债 (-1.29)	发达市场股市 (-1.69)	全球股市 (-2.04)	美国国债 (-2.34)	美国股票 (-2.61)	美国 MBS (-2.64)	CRB 商品价格 指数 (-2.97)	新兴市场 (-4.71)	伦敦商品价格黄金 (-5.16)	
2023-03	伦敦商品价格黄金 (8.50)	美国股票 (3.51)	美国国债 (2.89)	发达市场股市 (2.23)	全球股市 (2.19)	东京日经 225 指数 (2.17)	美国 MBS (1.95)	新兴市场 (1.86)	美国高收益债 (1.07)	CRB 商品价格 指数 (-0.78)	美元指数 (-2.28)	
2023-04	东京日经 225 指数 (1.34)	伦敦商品价格黄金 (1.18)	美国高收益债 (0.56)	美国国债 (0.50)	CRB 商品价格 指数 (0.39)	美国 MBS (0.32)	发达市场股市 (-0.64)	全球股市 (-0.76)	美元指数 (-1.12)	美国股票 (-1.30)	新兴市场 (-1.75)	
年初至今	伦敦商品价格黄金 (10.52)	东京日经 225 指数 (8.90)	发达市场股市 (6.27)	全球股市 (5.74)	美国股票 (5.64)	美国高收益债 (4.15)	美国国债 (3.52)	美国 MBS (2.85)	新兴市场 (1.56)	美元指数 (-1.98)	CRB 商品价格 指数 (-3.23)	

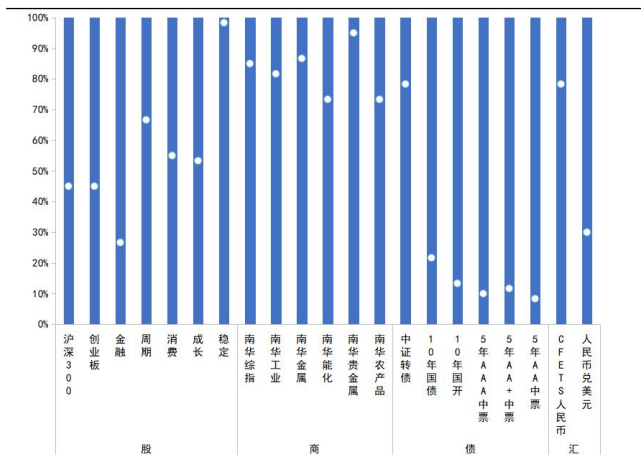
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左~右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序。

2.3 国内大类资产估值分析

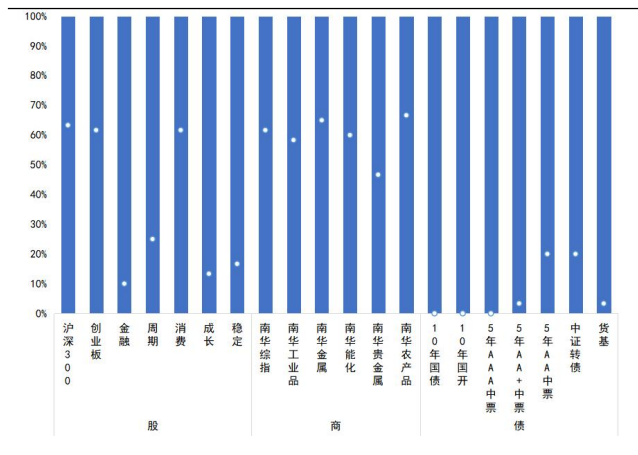
中国和全球市场股、债、汇、商价格、波动率所处在过去五年的分位点显示：（1）国内股票市场估值下行，沪深 300、创业板估值跌至历史中位数之下，风格板块指数中仅金融股低于历史中位数，稳定、周期位于历史偏高水平。债券市场各品种估值延续上期上行趋势，仅转债估值有所回落。商品市场，除贵金属外的各南华商品指数估值分位数均下降，但仍位于历史分位数水平 73%之上，其中南华能化、南华工业估值降幅较大。（2）从波动率的角度，除成长股和稳定股外各类股票市场波动率较上期均下行，仅消费股波动率处于历史较高水平，沪深 300 和创业板指波动率分别位于 63.33%和 61.67%的历史水平，债券市场处于历史较低水平，债券市场相对平稳。

图 15：国内主要大类资产估值分位数

图 16：国内主要大类资产波动率估值分位数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：圆点为当前所处过去5年的月度分位值。

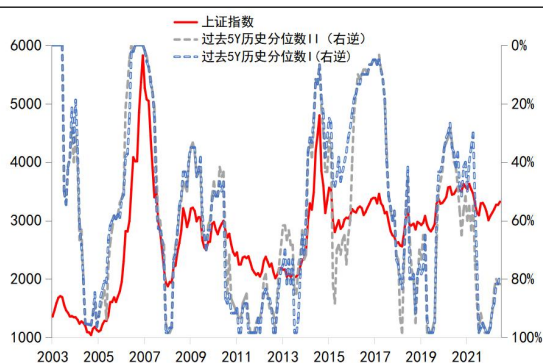


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：圆点为近30天波动率所处过去5年分位值。

2.4 国内外大类资产间比价

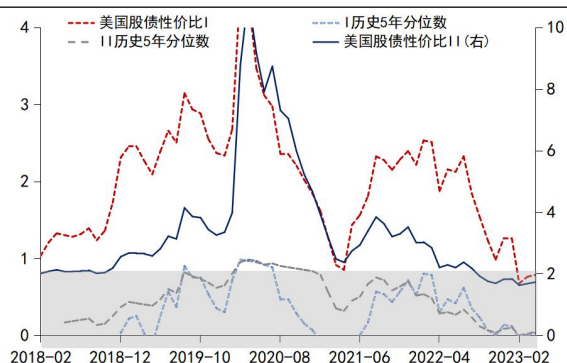
鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径II）。ERP可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2023年4月以来，I，II两个口径下中国股债性价比有一定下跌，4月分位数分别为81.67%和78.33%，位于历史较高水平，这表明市场普遍认为未来中国股票相比于债券将有着更高的投资回报。与此同时，美国4月份股债性价比的历史分位数在I，II口径下较上期上行，但估值分位数仍接近历史区间最低值，提示未来美国债券相比股票将有更好的投资回报。

图17: 中国股债性价比走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图18: 美国股债性价比走势分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比I为SPX指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比II为（SPX指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率。

图19: 美国股票 vs 商品比价

图20: 美、欧股指比价

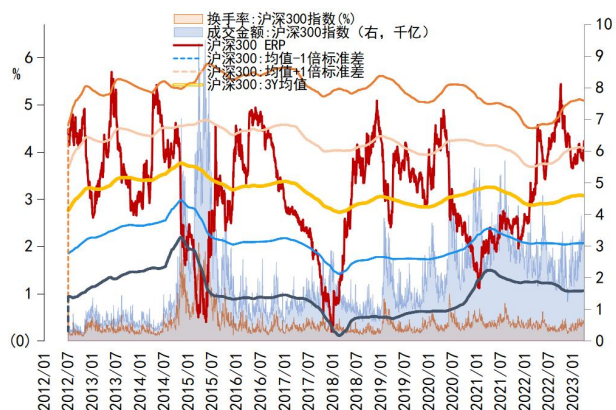


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：三条横线从上至下分别代表历史均值加一倍标准差、历史均值、历史均值减一倍标准差。



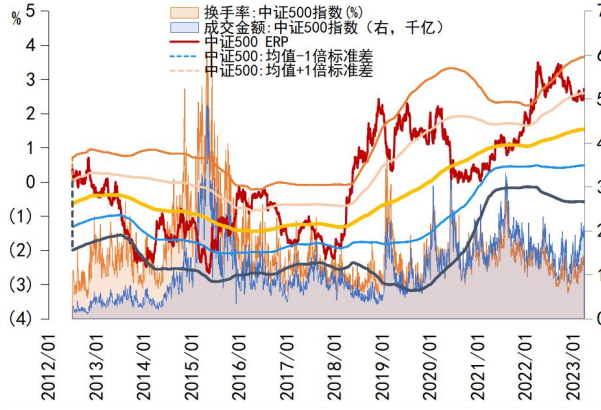
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图21: 沪深 300 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图22: 中证 500 股债性价比



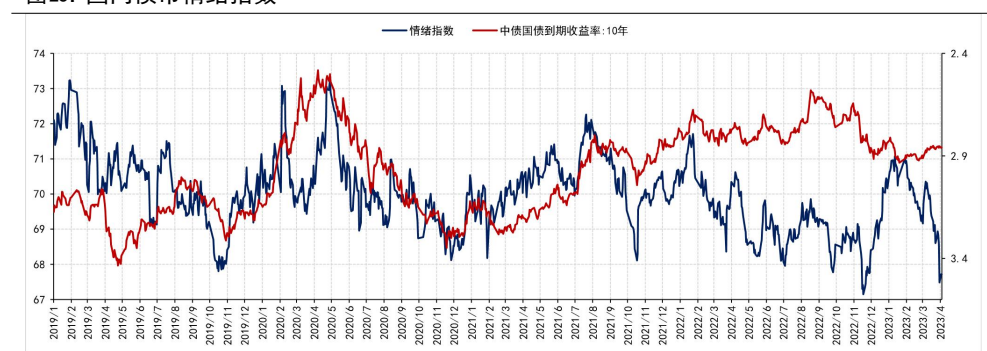
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

3. 市场隐含宏观信息和情绪分析

3.1 债市情绪指数与预警指数

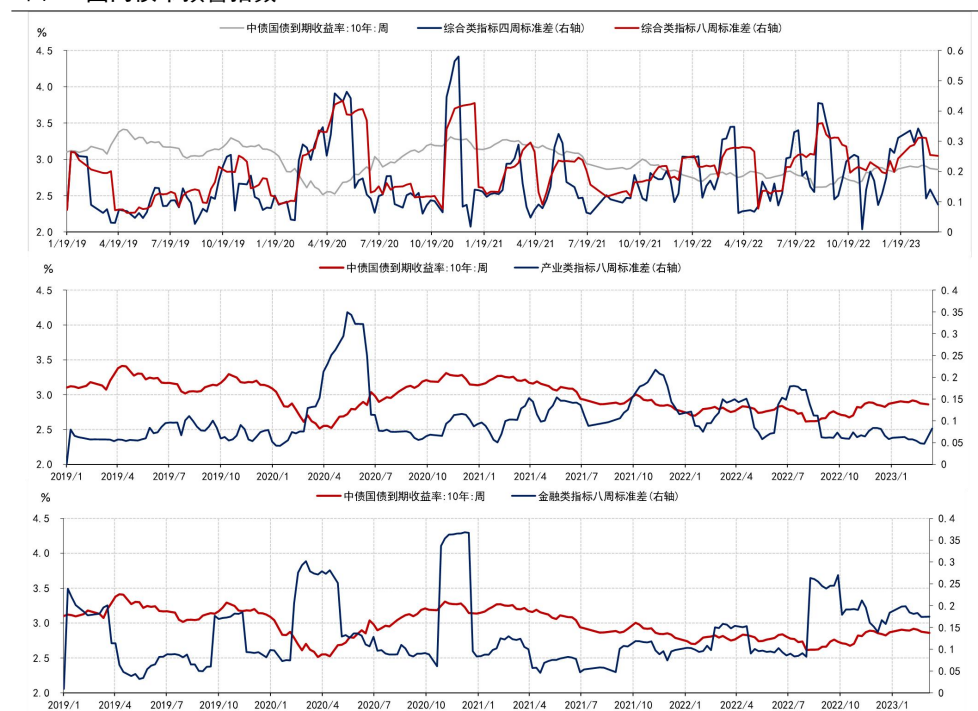
我们构建了债市情绪指数对市场的情绪进行捕捉，实际交易中产生的溢价、流动性指标衡量市场上的投资者情绪，最终选取了期货、现券、信用 3 大类、共计 12 个二级指标来计算情绪指数。此外，我们也构建了债市预警指数对债市行情的拐点进行预测，在构造预警指数时参考了高频的金融类指标，同时加入产业类价格、产出等方面的指标辅助前瞻债市波动，最终选择了 7 个金融类指标和 5 个产业类指标，采用正交分解的方法构建了金融、产业、综合债市预警指数。近期债市情绪指数触底反弹，提示 10 年期国债收益率上行趋势。

图23: 国内债市情绪指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图24: 国内债市预警指数

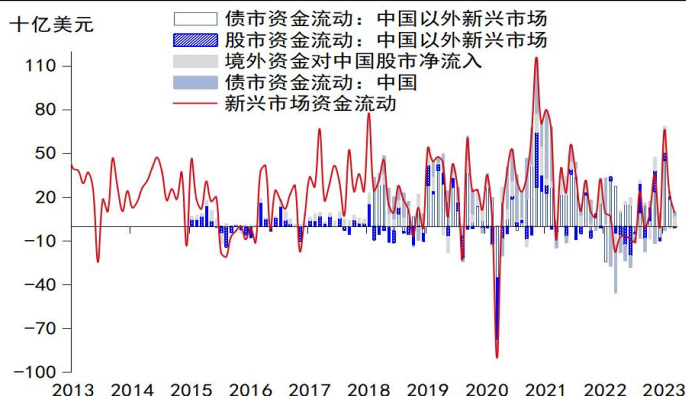


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

3.2 全球资金流向复盘

根据彭博统计的新兴市场资金流向，3月新兴市场资金净流入93.65亿美元，流入速度较上月放缓，其中海外新兴市场债市资金净流出4.01亿美元，海外新兴市场股市资金净流出4.65亿美元，境外资金对中国股市净流入72.16亿美元，中国债市资金净流入30.15亿元。

图25：外资流入、流出新兴市场的月度跟踪

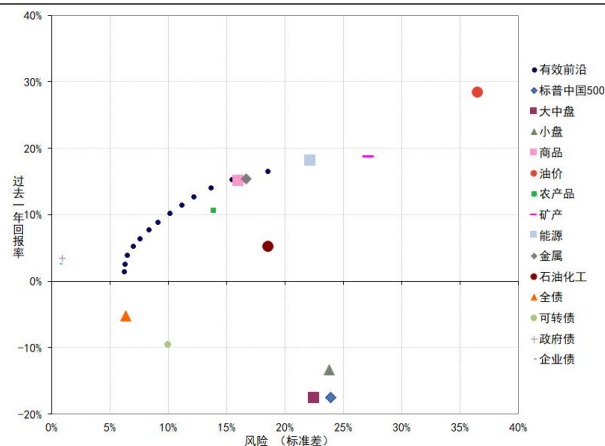


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；注：数据更新至3月。

3.3 全球各类资产构成的有效前沿

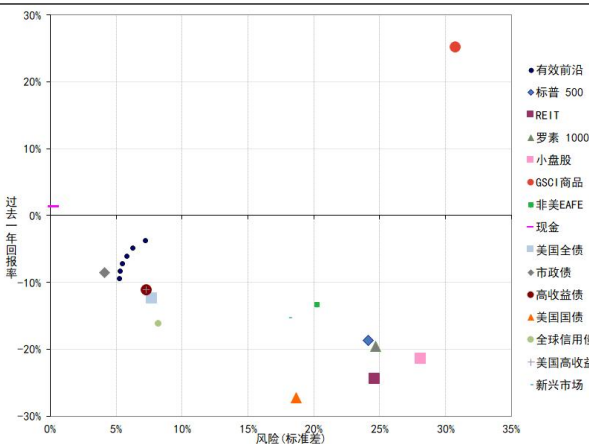
我们遴选了中美股票、债券、商品三种类别的资产，皆为本币计价的总回报类指数，在不同约束条件的情景下构造出相应的风险-回报组合。假设条件如下：（1）每类明细资产占比不超过15%。（2）年度回报按照最乐观~最悲观设定为25%、18%、7.5%（中性）、-14%、-30%，对应的概率分别为5%、20%、50%、20%和5%。（3）中国和美国无风险利率均按照12月的十年期主权债收益均值，在上述五类情景下赋予各类资产不同权重，最终得到有效前沿如下图所示：

图26：中国各类资产构成的有效前沿



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图27：美国各类资产构成的有效前沿



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

海外地缘冲突问题尚未缓解，经济增长不及预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032