

大类资产交易逻辑观察：海外复苏的幻象

点评

- 全球顶着关税冲击后迎来风险偏好抬升期。A股、有色、黄金等重拾信心，市场风险偏好有所抬升；整体氛围与 24 年 Q2 有些许类似：2 月比特币开始拉升，3 月初黄金开始拉升，3 月末有色开始拉升，4 月外资开始唱多中国带动 A/H 股上冲；当时的叙事是全球共振复苏。
- 重新审视一下当前与 24 年 Q2 的宏观环境，全球信贷脉冲在 24Q2 冲顶，全球制造业在 24 年 6 月见顶快速回落，而当前处于下行的底部区间；美国经济数据依然无功无过，仍然尽力维持在一个精妙的均衡状态，制造业情绪受到川普上台带来的不确定性落地以及管制放松的乐观预期提振有明显反弹（图 1），但就业数据以及服务业 PMI 不及预期也显露出些许颓势。我们理解近期全球风险资产的反弹主要还是基于特朗普正式上台后反复博弈关税后导致的“关税疲劳”，即市场在逐步摸清特朗普关税政策背后的宏观企图后发现谈判空间尚在。最典型的例子就是在 1 月中旬“渐进式关税”提出后，前期遭关税利空压制的欧股最先开启反弹，过去一个月内涨幅近 10%。
- 需要关注的是，这段 risk on 的宏观背景与去年 Q2 明显不同，全球经济处于更脆弱的位置，正如 2014H2-2015 全球走向信贷脉冲下行的阶段（图 2），对于商品来讲 2015 年上半年依然有一波熊市中的反弹，同样是美元走弱、经济复苏预期，叠加当时较低的大宗商品净多头持仓（图 3 和图 4）；然而最终还是无法逃脱周期下行的力量，在 5 月反弹见顶后重回下跌趋势；同样，即使是在次贷危机演进期间，2007 年 10 月全球股市见顶下跌，至 2008 年上半年依然有一波回光返照，经济和市场都有一波企稳反弹，给人一种复苏幻象。当然，短期 A 股具有 AI 技术突破带来向上的乐观情绪脉冲，且近期应用端和大模型结合的产业消息不断，依然具有持续性；但是在改变宏观趋势的重大政策出台之前，依然对这波 risk on 保持一份清醒，美元依然没有跌破前期支撑位，且美债利率依旧指示 3 月底之前美国经济负面压力依旧存在（图 5）。尤其对于商品来讲，全球信贷脉冲拐点位于 25Q2，但基于 2014-15 的经验，商品价格拐点略晚于经济拐点，体现了一轮熊市出清过程中悲观情绪更为极致（图 6）。当然，这里主要指能源和工业金属，农产品未来可以高看一眼。此处我们推荐关注棉花，2 月 16 日美国棉花协会（NCC）公布了 25 年美国棉花种植意向调查，报告预估今年棉花种植面积为 960 万英亩，相较去年下滑 14% 左右，且意向种植面积创 2016 年以来第二低水位（图 7）。当然，美棉平均种植时间为每年的 4-5 月，当前的意向面积并不一定代表实际种植面积，但当前美棉净多头处在历史最低区间（图 8），叠加中国金三银四需求旺季，有望驱动棉花开启一波行情。
- 总结而言，我们观点如下：1) risk on 的宏观背景与去年 Q2 明显不同，全球经济处于更脆弱的位置，正如 2014H2-2015 全球走向信贷脉冲下行的阶段；2) 当前美元尚未完全跌破支撑位的情形下，且短期来看美债利率继续压制美国经济；3) 能源和工业金属需谨慎，但推荐关注农产品。
- 风险提示：美联储超预期宽松的风险；历史数据统计结果只显示过去的市场态势但历史不一定会重演的风险；第三方数据提供不准确风险。

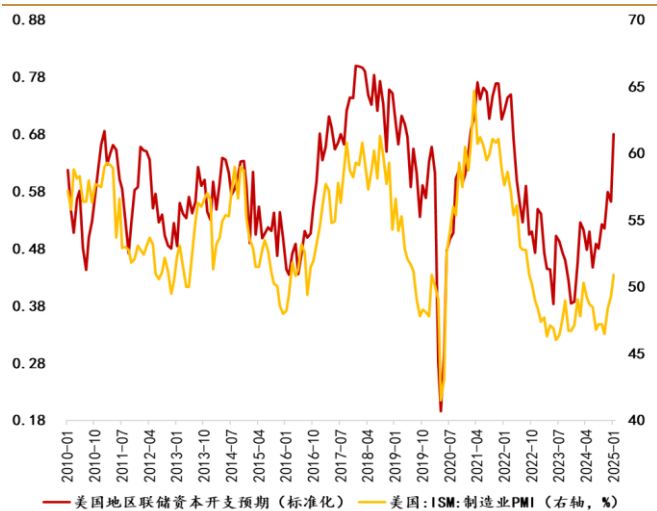
西南证券研究发展中心

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
电话：18301668853
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

相关研究

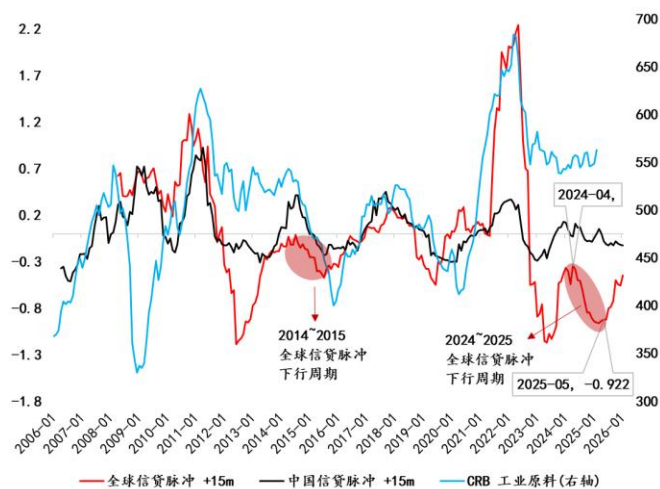
1. 周期的再校准——2025 年市场策略展望（2025-01-03）
2. 不止出口：关税疑云下，今年产能出海的细分个股走势有何规律？（2024-10-31）
3. 对当前 A 股的观点更新（2024-10-01）
4. 2024Q2 公募基金持仓分析：港股仓位提升，增持电子，减仓食品饮料（2024-07-25）
5. 海外衰退交易观察二：政策参数的非对称回归与资产价格的叶公好龙（2024-07-16）
6. 宏大叙事主题化阶段，系统负反馈时滞缩短——2024 年中期策略展望（2024-06-28）

图 1：近期美国制造业景气度修复



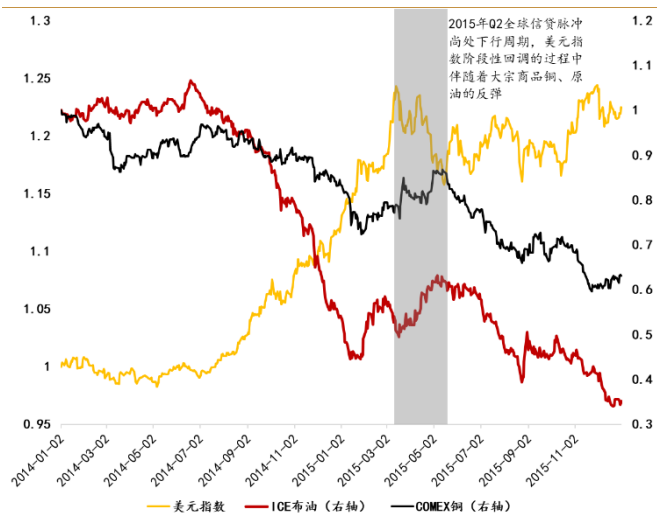
数据来源：Wind、西南证券整理

图 2：全球信贷脉冲周期和工业品指数



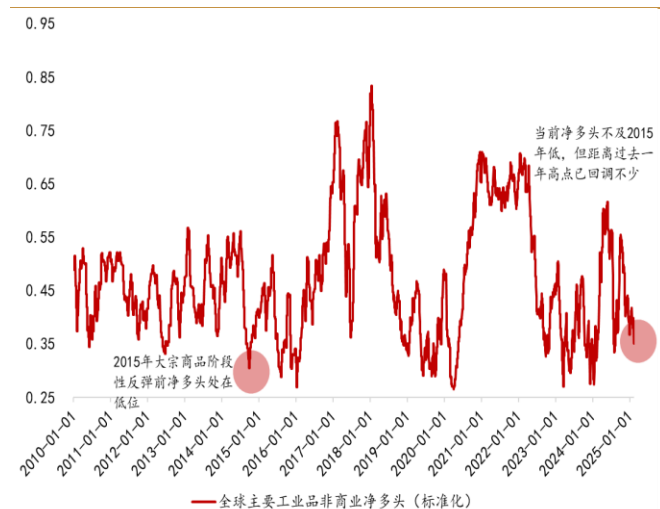
数据来源：Wind、西南证券整理

图 3：15 年 Q2 美元下行驱动商品阶段性反弹



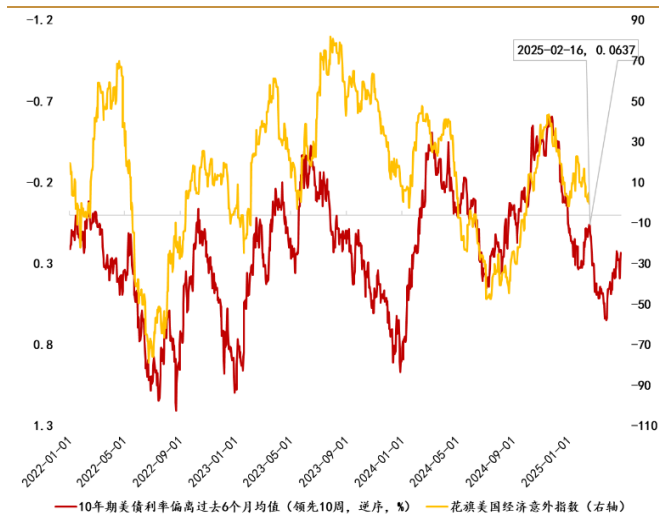
数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：全球主要工业品非商业净多头



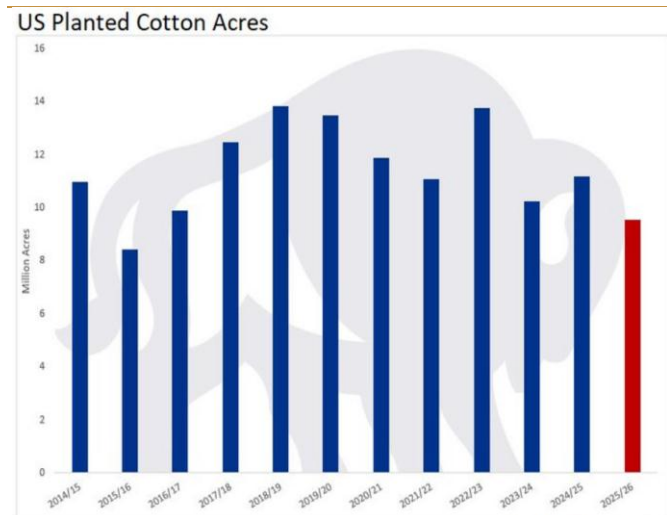
数据来源：Wind、西南证券整理

图 5：10 年期美债利率和美国经济意外指数



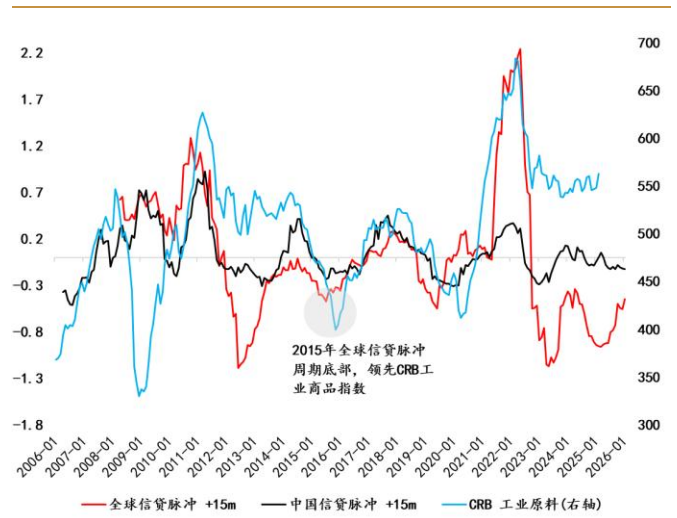
数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：NCC 美国棉花种植意向



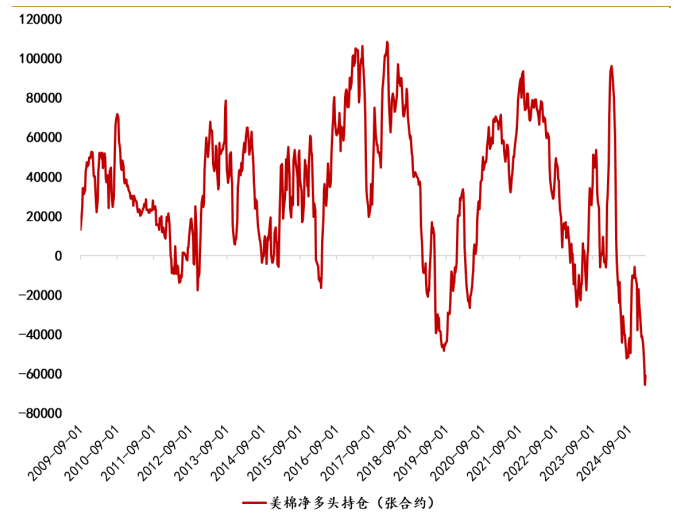
数据来源：NCC、西南证券整理

图 6：全球信贷脉冲周期底部拐点通常领先工业品价格（左轴，标准化）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：美棉净多头持仓



数据来源：Wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn