

# 策略月报

## 持续关注黄金投资机会

### 核心观点

#### 1. 货币-信用“风火轮”：布局宽货币+紧信用格局

信用方面，2月我国新增社融15211亿元，低于一致调查值（24223亿元）。其中新增人民币贷款14500亿元，高于调查值（14338亿元）。狭义货币条件指数提示Shibor3M利率低位震荡且具备下行空间，流动性有望持续宽松；广义货币指数提示信用脉冲将继续下行，信用环境预计筑顶收敛。在货币-信用“风火轮”2.0版本的宽货币+紧信用格局下，商品、债市胜率较高。

#### 2. 2024年4月大类资产价格展望

**股市上涨趋缓，经济复苏在途验证期。**除夕以来，A股主要指数涨幅均超10%。对比来看，在2月政策利好释放充分后，3月涨幅偏弱，股市陷入短期震荡行情。从宏观面看，3月PMI走到枯荣线之上、工业增长值同比上行、CPI回正都是积极信号，若剔除季节效应后的景气度还能够持续，经济从复苏期逐步巩固，股市有望在后续迎来新一轮上涨机会。

**债市走牛或将持续，但需警惕交易行为带来的回调风险。**根据我们的货币前瞻指标，短端利率下行仍有望持续，或将带动债市继续走牛。但当下债市走牛已持续多月，主要期限的国债利率交易中均已超前计入降息，需警惕债市由于短期激进的交易行为带来的潜在回调风险。

**美联储降息滞后，人民币再度承压，中长期韧性十足。**美联储公布3月利率决议以一致同意的方式决定维持利率区间在5.25%-5.50%不变，市场对2024年美联储降息预期有所降温，美元指数走高，人民币或将在短期继续承压，但中长期韧性十足。

**商品价格或将维持波动，安全属性下黄金投资价值凸显。**在全球降息潮和地缘政治影响下，黄金价格一路上涨，在安全资产的属性和全球央行购买下有望延续。工业金属表现分化，铜价上行，螺钢为代表的黑金价格下行，表示我国经济结构由传统的“铁公基”转向高科技转型。

#### 3. 2024年3月总量指数最新信号：股市情绪底部右侧

开年政策脉冲指数下降，预示广义信用仍处震荡调整区间，信用条件收敛对近期股市造成一定的下行压力。3月全球央行整体走势指数显著回落，政策分歧指数同时下行，表示主要央行存在一致性降息行为。3月A股情绪指数I较2月上行，情绪指数II开始发出谨慎信号，A股情绪指标出现分歧，但整体提示处在悲观情绪底部的右侧；3月A股行业轮动指数上行。

#### 4. 中观指数最新信号：汽车、医药生物景气上行

根据3月底更新的国信中观行业景气指数，景气上行的行业有汽车、医药生物、通信、计算机、钢铁、食品饮料、农林牧渔、房地产、环保、传媒、建筑装饰、商贸零售等。

**风险提示：**基本面修复待验证；海外地缘事件爆发；美联储货币政策不确定。

### 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：郭兰滨

010-88005497

guolanbin@guosen.com.cn

#### 基础数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 中小板/月涨跌幅(%)   | 5934.83/1.66 |
| 创业板/月涨跌幅(%)   | 1872.12/2.64 |
| AH股价差指数       | 153.68       |
| A股总/流通市值(万亿元) | 72.64/65.61  |

#### 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

- 《策略月报-股市情绪改善，股债双牛格局初显》——2024-03-03
- 《策略月报-股债跷跷板升级，北向流入加快》——2024-02-04
- 《岁末反弹有望在年初持续》——2024-01-01
- 《资金面与情绪面博弈，关注年底政策对股市的提振》——2023-12-03
- 《策略月报-股债双杀再现，政策助力有望破局》——2023-11-03

# 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 未来大类资产市场展望 .....              | 5  |
| 1.1 货币-信用“风火轮”：布局宽货币、紧信用格局 ..... | 5  |
| 1.2 风格与板块配置：中小盘成长具备相对配置价值 .....  | 6  |
| 1.3 中美库存周期与大类资产配置 .....          | 7  |
| 2. 国内外大类资产月度复盘 .....             | 9  |
| 2.1 国内大类资产回报排序及归因 .....          | 9  |
| 2.2 海外大类资产走势复盘 .....             | 11 |
| 2.3 国内外大类资产间比价 .....             | 12 |
| 3. 国信多资产配置系列之总量指数 .....          | 13 |
| 3.1 国内政策脉冲指数 .....               | 14 |
| 3.2 央行分歧指数 .....                 | 14 |
| 3.3 A股情绪指数 I .....               | 15 |
| 3.4 A股情绪指数 II .....              | 16 |
| 3.5 行业轮动指数 .....                 | 17 |
| 3.6 中国债市情绪指数 .....               | 18 |
| 3.7 中国债市预警指数 .....               | 18 |
| 4. 国信多资产配置系列之中观指数 .....          | 19 |
| 4.1 中观行业景气指数 .....               | 19 |
| 风险提示 .....                       | 25 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 前瞻指标提示流动性持续宽松                | 5  |
| 图 2: 前瞻指标提示信用紧缩还在继续               | 5  |
| 图 3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览     | 5  |
| 图 4: 自上而下视角对各类资产配置建议              | 7  |
| 图 5: 中国库存周期定位                     | 7  |
| 图 6: 中国库存周期下的大类资产复盘               | 7  |
| 图 7: 美国库存周期定位                     | 8  |
| 图 8: 美国库存周期下的大类资产复盘               | 8  |
| 图 9: 我国各行业库存周期定位一览 (2024. 03-04)  | 8  |
| 图 10: 2020 年以来大类资产配置模型的选择和变迁历程    | 9  |
| 图 11: 国内大类资产回报月度复盘                | 10 |
| 图 12: A 股回报拆分                     | 10 |
| 图 13: 股票及其风格指数表现                  | 10 |
| 图 14: 人民币汇率和美元指数表现                | 10 |
| 图 15: 南华各分项指数回报率对比                | 10 |
| 图 16: 国债收益率和期限利差走势                | 11 |
| 图 17: 信用债收益率和信用利差走势               | 11 |
| 图 18: 国内大类资产回报月度复盘                | 11 |
| 图 19: 海外大类资产回报月度复盘                | 12 |
| 图 20: 中国股债性价比走势                   | 13 |
| 图 21: 美国股债性价比走势分析                 | 13 |
| 图 22: 沪深 300 股债性价比                | 13 |
| 图 23: 中证 500 股债性价比                | 13 |
| 图 24: 国内政策脉冲指数走势                  | 14 |
| 图 25: 央行整体走势指数和分歧指数               | 15 |
| 图 26: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比        | 16 |
| 图 27: 投资者情绪指数构建原理                 | 16 |
| 图 28: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号 | 17 |
| 图 29: 行业轮动指数显示, 市场在上涨初期往往伴随高速轮动   | 17 |
| 图 30: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势    | 18 |
| 图 31: 债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比           | 19 |
| 图 32: 行业景气指数编制流程                  | 20 |
| 图 33: 基础化工行业景气指数                  | 20 |
| 图 34: 钢铁行业景气指数                    | 20 |
| 图 35: 医药生物行业景气指数                  | 21 |
| 图 36: 农林牧渔行业景气指数                  | 21 |
| 图 37: 食品饮料行业景气指数                  | 21 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 38: 有色金属景气指数 .....               | 21 |
| 图 39: 汽车行业景气指数 .....               | 21 |
| 图 40: 机械设备行业景气指数 .....             | 21 |
| 图 41: 建筑材料行业景气指数 .....             | 22 |
| 图 42: 电力设备行业景气指数 .....             | 22 |
| 图 43: 纺织服饰行业景气指数 .....             | 22 |
| 图 44: 商贸零售行业景气指数 .....             | 22 |
| 图 45: 建筑装饰行业景气指数 .....             | 22 |
| 图 46: 通信行业景气指数 .....               | 22 |
| 图 47: 家用电器行业景气指数 .....             | 23 |
| 图 48: 环保行业景气指数 .....               | 23 |
| 图 49: 石油石化行业景气指数 .....             | 23 |
| 图 50: 非银金融行业景气指数 .....             | 23 |
| 图 51: 煤炭行业景气指数 .....               | 23 |
| 图 52: 银行业景气指数 .....                | 23 |
| 图 53: 社会服务行业景气指数 .....             | 24 |
| 图 54: 公用事业行业景气指数 .....             | 24 |
| 图 55: 传媒行业景气指数 .....               | 24 |
| 图 56: 计算机服务行业景气指数 .....            | 24 |
| 图 57: 电子行业景气指数 .....               | 24 |
| 图 58: 房地产行业景气指数 .....              | 24 |
| 图 59: 交通运输行业景气指数 .....             | 25 |
| <br>                               |    |
| 表 1: A 股风格打分卡 .....                | 6  |
| 表 2: 国信多资产配置系列指数概览 (2024.03) ..... | 14 |
| 表 3: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释 .....      | 15 |

## 1. 未来大类资产市场展望

### 1.1 货币-信用“风火轮”：布局宽货币、紧信用格局

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“宽货币+紧信用”格局。

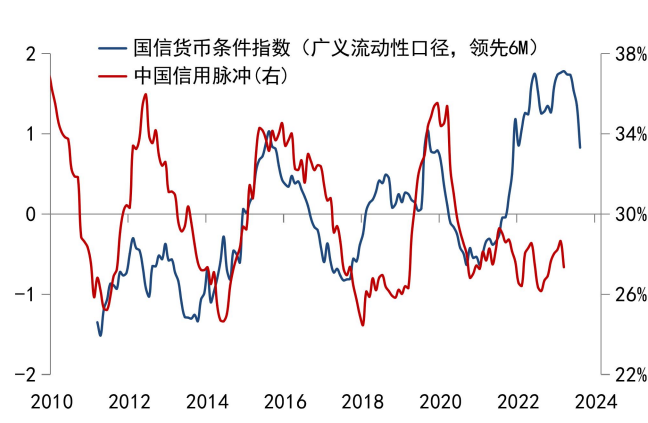
信用方面，2 月我国新增社融 15211 亿元，低于万得一致调查值（24223 亿元）。其中新增人民币贷款 14500 亿元，高于调查值（14338 亿元）。狭义货币条件指数提示 Shibor3M 利率将下行，流动性有望持续宽松；广义货币指数提示信用脉冲将继续下行，信用紧缩还在继续。在货币-信用“风火轮”2.0 版本中，宽货币、紧信用格局下，债市胜率较高。

图1：前瞻指标提示流动性持续宽松



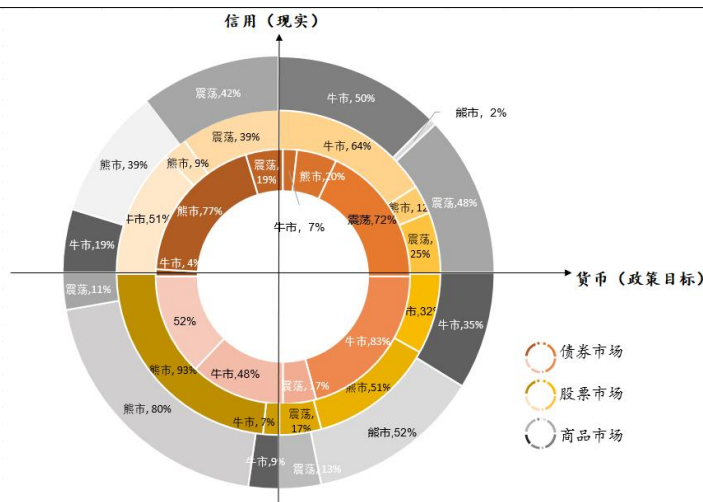
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用紧缩还在继续



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月我国制造业 PMI 为 50.8，较 2 月有所回升。美国 ISM 制造业 PMI 为 50.3，较 2 月上升。从经济的相对复苏来看，当前国内复苏预期强于海外，经济景气度差距仍存。现阶段，国内经济复苏逐月兑现，叠加疫情结束后我国企业海外营收逐步恢复因素，未来国内经济强于海外的中期格局将继续利好大市值企业。

**国内基本面：**1-2 月，我国规模以上工业增加值同比增长 7.00%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。整体来看，基本面修复预期持续兑现。

**通胀因素：**2 月 CPI 同比为 0.7%，较 1 月调升 1.5 个百分点。CPI 环比为 1%，较 1 月调升 0.7 个百分点。CPI 回正对经济复苏的指示意义较强，但通胀水平仍处于较低区间，建议配置防御板块。

**估值因素：**3 月 Shibor3M 利率为 2.16，较上月调降 12.5bp。向后看，降息预期仍存，和指数走势的相关性来看，利好程度：大盘>中盘>小盘。

**盈利角度：**1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9140.6 亿元，同比上升 10.2%，升幅比 1-1 月扩大 10.2 个百分点。总体看，工业企业利润恢复较好，企业盈利状况改善对小市值股票的压力减弱。

**事件驱动：**3 月份，IPO 上市公司家数为 12 家。事件型驱动的视角下，IPO 节奏的放缓对大盘股利好。

表1: A 股风格打分卡

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

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，我们认为短期内大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：**商品/债券>股票**。

图4：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         | 2月末收盘  | 3月末收盘  | 期间涨跌     |
|----|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------|--------|----------|
| 股票 | =    | 股市上涨趋缓，经济复苏在途验证期。除夕以来，A股主要指数涨幅均超10%。对比来看，在2月政策利好释放充分后，3月涨幅偏弱，股市陷入短期震荡行情。从宏观面看，3月PMI走到枯荣线之上、工业增长值同比上行、CPI回正都是积极信号，若剔除季节效应后的景气度还能够持续，经济从复苏期逐步巩固，股市有望在后续迎来新一轮上涨机会。 | 上证综指         | 3015.2 | 3041.2 | ▲ 0.86%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 深证成指         | 9330.4 | 9400.9 | ▲ 0.75%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 创业板指         | 1807.0 | 1818.2 | ▲ 0.62%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 上证50         | 2413.1 | 2414.9 | ▲ 0.07%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 沪深300        | 3516.1 | 3537.5 | ▲ 0.61%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 中证500        | 5346.8 | 5286.2 | ▼ -1.13% |
| 债券 | =    | 债市走牛或将持续，但需警惕交易行为带来的回调风险。根据我们的货币前瞻指标，短端利率下行仍有望持续，或将带动债市继续走牛。但当下债市走牛已持续多月，主要期限的国债利率交易中均已超前计入降息，需警惕债市由于短期激进的交易行为带来的潜在回调风险。                                        | 中债财富总指数      | 234.0  | 234.5  | ▲ 0.18%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 中债1-30年利率债指数 | 190.9  | 191.3  | ▲ 0.23%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 中债信用债总财富指数   | 213.9  | 214.2  | ▲ 0.17%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 10年国开利率      | 2.4    | 2.4    | ▼ -3.46  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 10年国债利率      | 2.34   | 2.29   | ▼ -4.74  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 1年国债利率       | 1.8    | 1.7    | ▼ -6.46  |
| 汇率 | -    | 美联储降息滞后，人民币再度承压，中长期韧性十足。美联储公布3月利率决议以一致同意的决定维持利率区间在5.25%-5.50%不变，市场对2024年美联储降息预期有所降温，美元指数走高，人民币或将在短期继续承压，但中长期韧性十足。                                               | 美元指数         | 104.1  | 104.5  | ▲ 0.36%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 美元兑人民币（在岸）   | 7.19   | 7.22   | ▲ 0.42%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 美元兑人民币（离岸）   | 7.21   | 7.26   | ▲ 0.70%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 人民币汇率指数      | 99.4   | 99.8   | ▲ 0.34%  |
| 商品 | +    | 商品价格或将维持波动，安全属性下黄金投资价值凸显。在全球降息潮和地缘政治影响下，黄金价格一路上涨，在安全资产的属性和全球央行购买下有望延续。工业金属表现分化，铜价上行，螺纹钢为代表的黑金价格下行，表示我国经济结构由传统的“铁公基”转向高科技转型。                                     | 南华综合指数       | 2524.9 | 2534.4 | ▲ 0.38%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 南华工业品指数      | 4004.4 | 3926.1 | ▼ -1.95% |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 布伦特原油（美元）    | 82.0   | 87.1   | ▲ 6.16%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 上期所原油        | 606.0  | 645.5  | ▲ 6.52%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 伦敦现货黄金（美元）   | 2048.1 | 2214.4 | ▲ 8.12%  |
|    |      |                                                                                                                                                                 | 上期所黄金        | 481.8  | 531.3  | ▲ 10.27% |

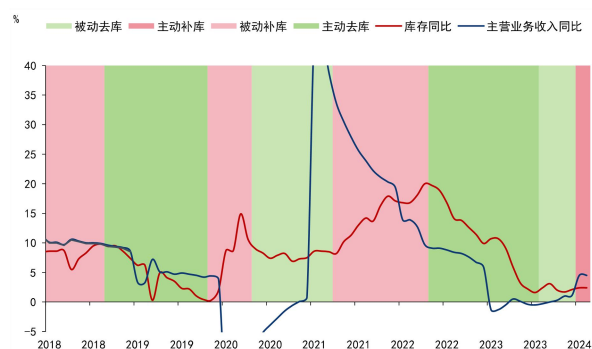
← 悲观 = 中性 → 乐观 较上月回落 ▼ 较上月上涨 ▲

资料来源：彭博，万得，国信证券研究所整理

### 1.3 中美库存周期与大类资产配置

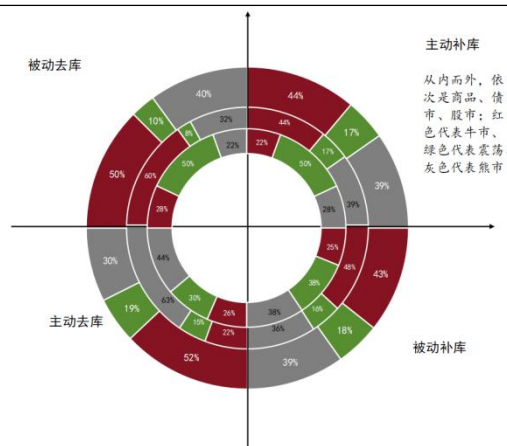
**库存周期也会影响大类资产配置。**在2024年前两个月国内表现为主动补库的征兆，后续持续性有待观望。美国目前正处于主动去库阶段，股市和黄金上涨概率较大。总的来看，美国库存周期和大类资产之间的关系与中国不同，我们发现美国股市和伦敦黄金对库存周期并不敏感，美股当前最重要的影响因素是科技驱动风险情绪，超过了经济周期、利率高企、盈利端波动的总和。

图5：中国库存周期定位



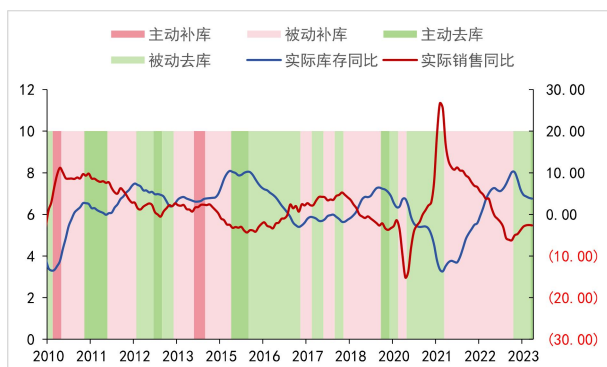
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6：中国库存周期下的大类资产复盘



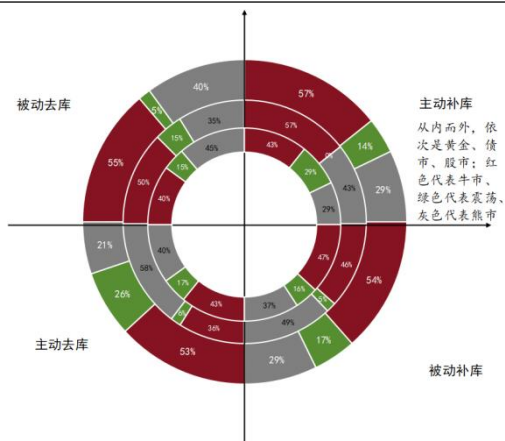
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7: 美国库存周期定位



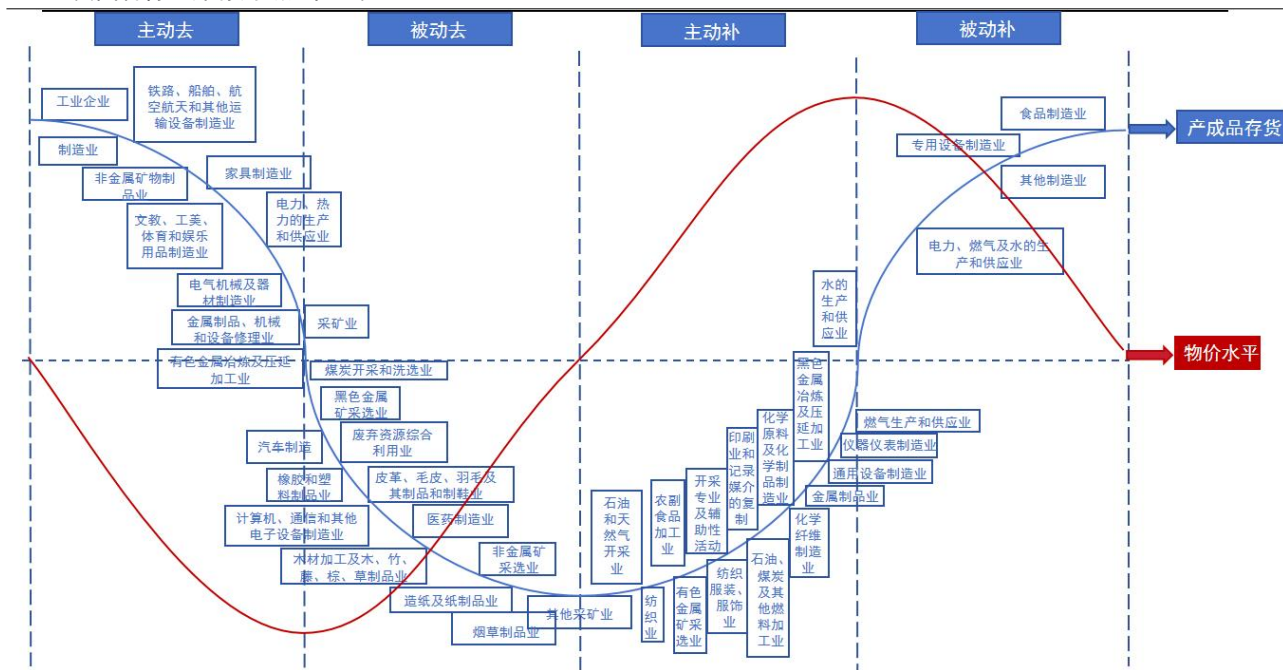
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8: 美国库存周期下的大类资产复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9: 我国各行业库存周期定位一览（2024. 03-04）



资料来源：万得，国信证券研究所整理

图10: 2020 年以来大类资产配置模型的选择和变迁历程



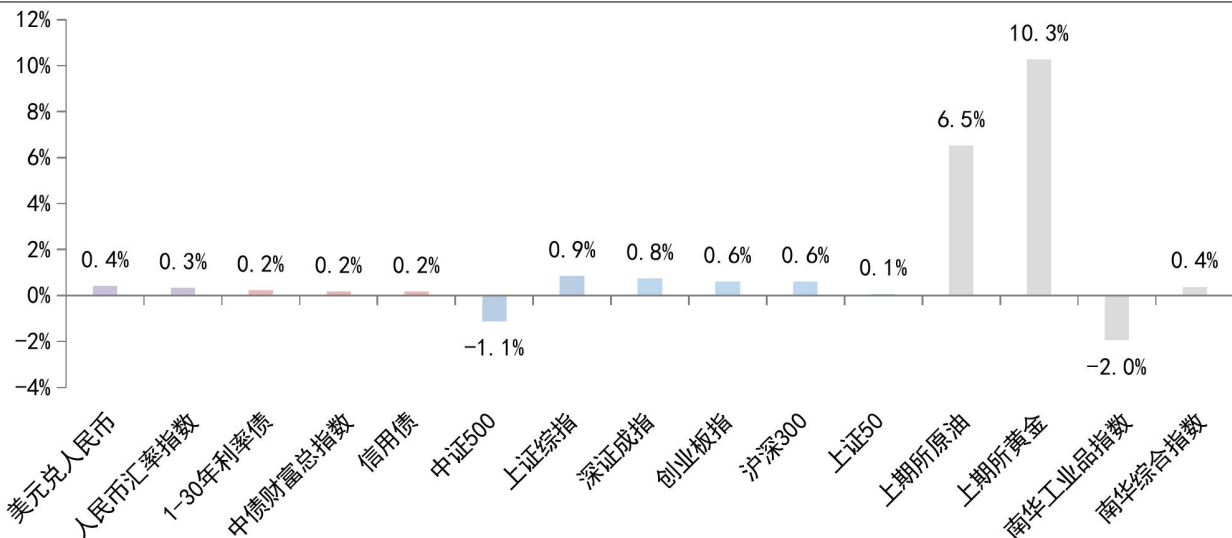
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## 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

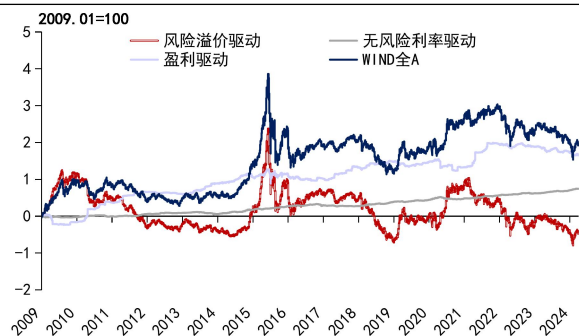
3月国内大类资产的表现可以概况为：**股市偏稳、商品和债券上涨、人民币震荡调整**。（1）**股市方面**：上证综指上涨0.9%，深证成指上涨0.8%，创业板指上涨0.6%，沪深300上涨0.6%，上证50上涨0.1%，中证500下跌1.1%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：周期股>稳定股>成长股>消费股>金融股，回报率依次为：4.3%、1.8%、1.7%、0.8%、-3.1%。（2）**债券方面**：3月中债口径十年期国债到期收益率下行4.7bp至2.29%。（3）**商品方面**：上期所黄金上涨10.3%，上期所原油上涨6.5%，南华综合指数上涨0.4%，南华工业品指数下跌2.0%。（4）**汇率方面**：截至3月31日，美元对人民币离岸价收于7.25745，相比于2月底的7.20695，人民币有所贬值。

图11: 国内大类资产回报月度复盘



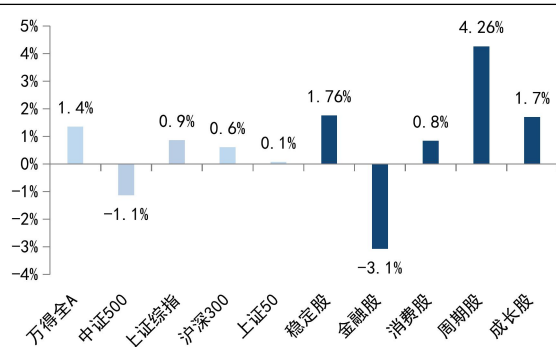
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图12: A股回报拆分



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图13: 股票及其风格指数表现



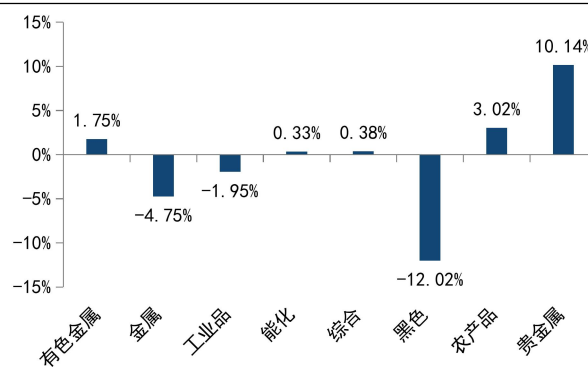
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: 人民币汇率和美元指数表现



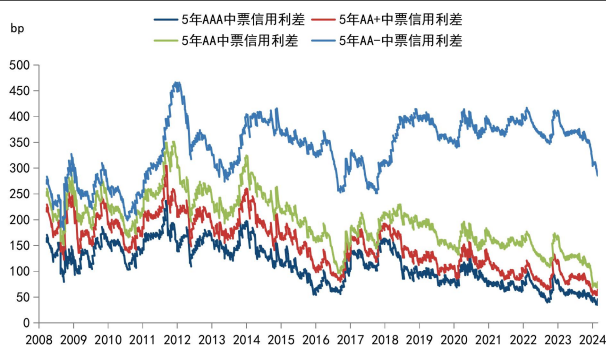
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图15: 南华各分项指数回报率对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图16: 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17: 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18: 国内大类资产回报月度复盘

| 2024年国内主要资产表现情况 |                |                |                |                |                |                |                |                 |                 |                  |                 |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| 2023-09         | 金融股<br>(0.35)  | 周期股<br>(0.26)  | 货币基金<br>(0.12) | 信用债<br>(-0.07) | 商品<br>(-0.23)  | 消费股<br>(-0.30) | 国债<br>(-0.73)  | 稳定股<br>(-0.89)  | 可转债<br>(-1.11)  | 万得全A<br>(-1.74)  | 成长股<br>(-4.42)  |
| 2023-10         | 信用债<br>(0.20)  | 货币基金<br>(0.18) | 国债<br>(0.16)   | 周期股<br>(-1.60) | 消费股<br>(-1.87) | 商品<br>(-1.95)  | 成长股<br>(-2.11) | 万得全A<br>(-2.16) | 可转债<br>(-2.27)  | 稳定股<br>(-3.19)   | 金融股<br>(-3.22)  |
| 2023-11         | 消费股<br>(1.79)  | 商品<br>(0.91)   | 周期股<br>(0.75)  | 成长股<br>(0.54)  | 信用债<br>(0.38)  | 国债<br>(0.37)   | 万得全A<br>(0.35) | 货币基金<br>(0.16)  | 稳定股<br>(-0.26)  | 可转债<br>(-0.95)   | 金融股<br>(-2.66)  |
| 2023-12         | 国债<br>(1.11)   | 信用债<br>(0.59)  | 可转债<br>(0.28)  | 货币基金<br>(0.16) | 稳定股<br>(-0.27) | 商品<br>(-1.12)  | 成长股<br>(-1.43) | 万得全A<br>(-2.05) | 周期股<br>(-2.09)  | 金融股<br>(-2.41)   | 消费股<br>(-3.75)  |
| 2024-01         | 国债<br>(1.33)   | 稳定股<br>(0.60)  | 信用债<br>(0.57)  | 金融股<br>(0.42)  | 货币基金<br>(0.19) | 商品<br>(-0.38)  | 可转债<br>(-3.66) | 周期股<br>(-11.20) | 消费股<br>(-11.80) | 万得全A<br>(-12.59) | 成长股<br>(-20.19) |
| 2024-02         | 成长股<br>(14.22) | 万得全A<br>(9.67) | 周期股<br>(9.37)  | 消费股<br>(8.22)  | 金融股<br>(5.06)  | 稳定股<br>(2.81)  | 可转债<br>(2.71)  | 国债<br>(0.91)    | 信用债<br>(0.51)   | 商品<br>(0.25)     | 货币基金<br>(0.16)  |
| 2024-03         | 周期股<br>(4.26)  | 稳定股<br>(1.76)  | 成长股<br>(1.70)  | 万得全A<br>(1.35) | 消费股<br>(0.84)  | 可转债<br>(0.53)  | 商品<br>(0.38)   | 信用债<br>(0.17)   | 货币基金<br>(0.16)  | 国债<br>(0.16)     | 金融股<br>(-3.08)  |

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

**3月海外大类资产大体排序：商品>股票>债券。**（1）权益市场方面，发达市场股市录得3.19%，全球股市录得3.14%，美国股票录得3.10%，东京日经225指数录得3.07%，新兴市场录得2.72%。（2）债券方面，高收益债（1.18%）>MBS（1.06%）>国债（0.64%）。（3）大宗商品方面，2月CRB商品指数收益率为5.53%，伦交所现货黄金收益8.12%。

图19：海外大类资产回报月度复盘

| 2024年海外主要资产表现情况 |                         |                         |                          |                          |                         |                         |                       |                        |                          |                          |                          |
|-----------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 2023-09         | 美元指数<br>(2.46)          | CRB商品价<br>格指数<br>(1.00) | 东京日经<br>225指数<br>(-0.93) | 美国高收益<br>债<br>(-1.26)    | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(-1.81) | 美国国债<br>(-2.22)         | 新兴市场<br>(-2.58)       | 美国MBS<br>(-2.85)       | 全球股市<br>(-3.94)          | 发达市场股<br>市<br>(-4.10)    | 美国股票<br>(-5.19)          |
| 2023-10         | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(6.76)  | 美元指数<br>(0.50)          | 美国高收益<br>债<br>(-1.18)    | CRB商品价<br>格指数<br>(-1.19) | 美国股票<br>(-2.20)         | 美国国债<br>(-2.21)         | 发达市场股<br>市<br>(-2.69) | 全球股市<br>(-2.79)        | 东京日经<br>225指数<br>(-3.14) | 美国MBS<br>(-3.19)         | 新兴市场<br>(-3.65)          |
| 2023-11         | 美国股票<br>(8.92)          | 东京日经<br>225指数<br>(8.52) | 发达市场股<br>市<br>(8.13)     | 全球股市<br>(7.91)           | 新兴市场<br>(6.04)          | 美国MBS<br>(5.65)         | 美国高收益<br>债<br>(4.54)  | 美国国债<br>(3.87)         | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(1.93)   | CRB商品价<br>格指数<br>(-2.67) | 美元指数<br>(-3.01)          |
| 2023-12         | 美国股票<br>(4.42)          | 发达市场股<br>市<br>(4.07)    | 全球股市<br>(3.95)           | 美国MBS<br>(3.88)          | 美国高收益<br>债<br>(3.72)    | 美国国债<br>(2.97)          | 新兴市场<br>(2.95)        | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(2.11) | 东京日经<br>225指数<br>(-0.07) | 美元指数<br>(-2.06)          | CRB商品价<br>格指数<br>(-3.59) |
| 2024-01         | 东京日经<br>225指数<br>(8.43) | CRB商品价<br>格指数<br>(3.25) | 美元指数<br>(2.12)           | 发达市场股<br>市<br>(1.73)     | 美国股票<br>(1.59)          | 全球股市<br>(1.18)          | 美国高收益<br>债<br>(0.00)  | 美国国债<br>(-0.28)        | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(-0.44)  | 美国MBS<br>(-0.46)         | 新兴市场<br>(-3.53)          |
| 2024-02         | 东京日经<br>225指数<br>(7.94) | 美国股票<br>(5.17)          | 新兴市场<br>(4.96)           | 全球股市<br>(4.53)           | 发达市场股<br>市<br>(4.48)    | CRB商品价<br>格指数<br>(0.98) | 美元指数<br>(0.59)        | 美国高收益<br>债<br>(0.29)   | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(-0.25)  | 美国国债<br>(-1.31)          | 美国MBS<br>(-1.63)         |
| 2024-03         | 伦敦商品价<br>格黄金<br>(8.12)  | CRB商品价<br>格指数<br>(5.53) | 发达市场股<br>市<br>(3.19)     | 全球股市<br>(3.14)           | 美国股票<br>(3.10)          | 东京日经<br>225指数<br>(3.07) | 新兴市场<br>(2.72)        | 美国高收益<br>债<br>(1.18)   | 美国MBS<br>(1.06)          | 美国国债<br>(0.64)           | 美元指数<br>(0.36)           |

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，从左到右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序

## 2.3 国内外大类资产间比价

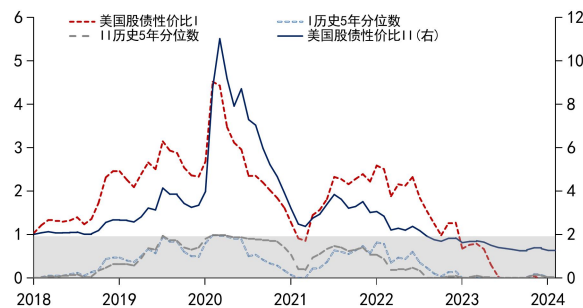
鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径 I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径 II）。ERP 可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2024 年 3 月，I，II 两个口径下中国股债性价比维持稳定，3 月分位数分别为 98.33%、93.33%，位于历史较高水平，这表明市场普遍认为未来中国股票相比于债券将有着更高的投资回报。与此同时，美国 3 月份股债性价比的历史分位数在 I、II 口径下仍维持较低水平，分别为 1.67%、0.00%，提示未来美国债券相比股票将有更好的投资回报。

图20: 中国股债性价比走势



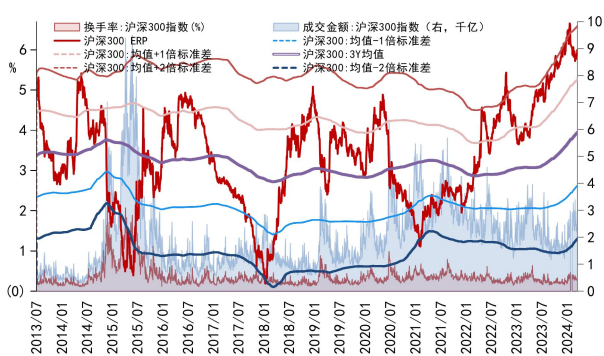
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图21: 美国股债性价比走势分析



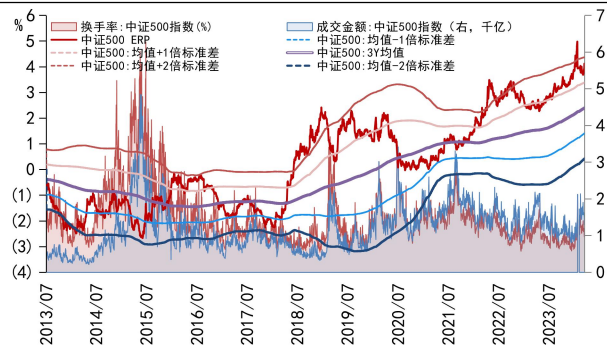
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比 I 为SPX指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比 II 为（SPX指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率

图22: 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23: 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. 国信多资产配置系列之总量指数

我们对过往研究阶段中编制的，多资产配置相关的指数进行了汇总发布，其中包括宏观景气和政策量化指数、股市交易情绪指数以及债市情绪和风险指数。这些指数是宏观经济环境和市场表现评估的重要工具，在定性分析的基础上添加完全依赖于数据刻画的宏观环境、市场情绪等维度，能够帮助投资者更好地把握市场趋势并做出合理的投资决策。基于自上而下的思维出发，对于国内外的货币、财政等政策进行量化观测，以此为基础落实到多资产配置最为重要的两个领域：A股市场和债券市场，通过成交、价格等因素对市场的风险、水位、情绪等进行刻画。三大类别、共计八个分支指数如下表所示：

表2: 国信多资产配置系列指数概览 (2024.03)

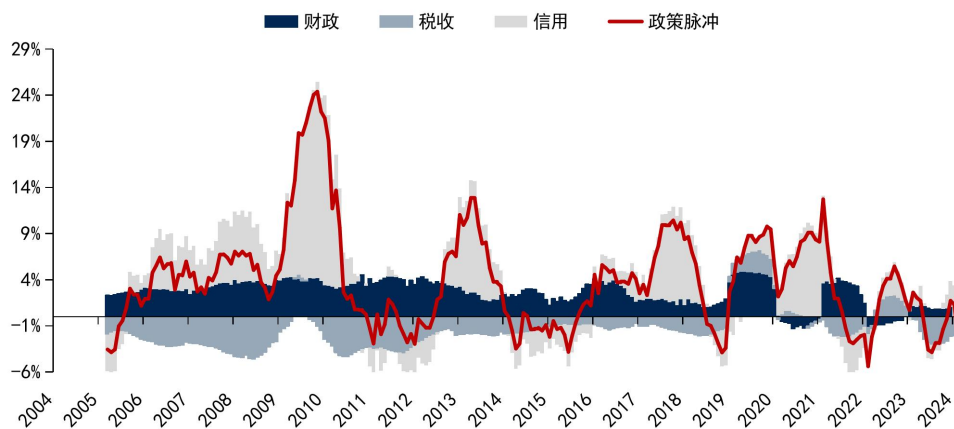
| 类别        | 名称            | 起始时间                   | 更新频率 | 目的                           | 最新信号 |
|-----------|---------------|------------------------|------|------------------------------|------|
| 宏观景气和政策量化 | 1. 政策脉冲指数     | 2002 年 1 月             | 月    | 定量观测货币、税收和财政三大政策程度           | ↓    |
|           | 2. 货币/信用前瞻指数  | 2008 年 11 月/2010 年 9 月 | 月    | 衡量国内货币环境宽松、紧缩的程度/衡量实体经济派生的程度 | ↑    |
|           | 3. 全球央行分歧指数   | 2002 年 9 月             | 月    | 衡量世界主要经济体央行货币政策分歧程度          | ↓    |
| 股市交易情绪    | 1. A 股情绪指数 I  | 2006 年 5 月             | 月    | 通过价格指标提示 A 股市场的情绪状态          | ↑    |
|           | 2. A 股情绪指数 II | 2014 年 4 月             | 周    | 提示股票市场交易的高位风险和底部位置           | —    |
|           | 3. 行业轮动指数     | 2010 年 1 月             | 周    | 对市场行业轮动的速度进行定量判定             | ↓    |
| 债市情绪和风险   | 1. 中国债市情绪指数   | 2017 年 1 月             | 日    | 判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济预期的乐观程度   | ↑    |
|           | 2. 债市预警指数     | 2010 年 5 月             | 周    | 基于实体产业和金融数据衡量债市的波动情况         | ↓    |

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

### 3.1 国内政策脉冲指数

市场往往对货币政策的关注度极高, 这是因为降准、降息等货币政策容易观测, 每次降准、降息后即可获知对市场投放的流动性是多少。尽管如此, 观测货币政策对实体经济所派生出的信用仍有不足之处, 容易产生误判。我们参考信用脉冲的构造方法, 以老口径社融、财政支出和税收收入 (逆向) 加总构造广义政策脉冲, 发现其对本面和股市行情的前瞻性要强于信用脉冲。1-2 月政策脉冲指数下降, 指示信用环境整体仍处下行区间, 信用条件收敛对近期股市造成一定的下行压力。

图24: 国内政策脉冲指数走势

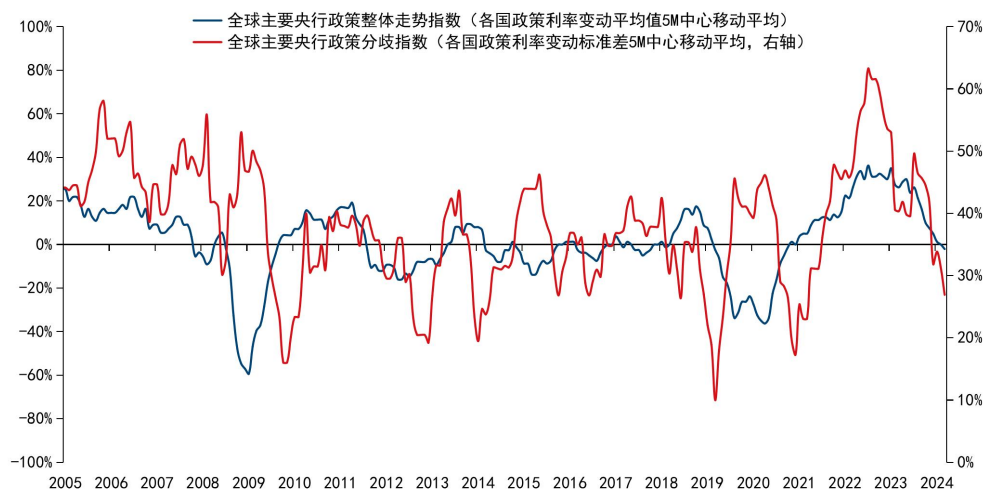


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

### 3.2 央行分歧指数

央行分歧指数是用来衡量世界各大经济体央行货币政策分歧程度的一个指标。它对各国央行政策利率的变化方向进行统计分析, 能够反映出不同国家央行在国内外部经济形势和通货膨胀压力等方面的差异性, 也可以帮助投资者预判未来各国央行货币政策分歧程度及其变化方向。3 月全球央行整体走势指数显著回落, 政策分歧指数同时下行, 表示全球央行存在一致性降息行为。

图25: 央行整体走势指数和分歧指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### 3.3 A 股情绪指数 I

我们借鉴易志高、茅宁（2009）<sup>1</sup>的方法并加以改进，采用六类底层指标构造 A 股情绪指数 I，这些指标包括基金溢价率、股市交易量和开户数、IPO 数量及首日收益率、经济基本面信心等多个维度：

表3: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释

| 指标简称 | 指标频率 | 指标释义                                 | 指标方向 |
|------|------|--------------------------------------|------|
| DCEF | 周度   | 基金 IOPV 溢价率，将中国上市 ETF 按基金份额加权计算平均溢价率 | 正向   |
| TURN | 月度   | 月交易量，当月 A 股市场总交易金额与总流通市值的均值比         | 正向   |
| IPON | 月度   | 当月 IPO 个数，若没有则计为零                    | 正向   |
| NIA  | 月度   | A 股账户新增开户数的对数                        | 正向   |
| IPOR | 日度   | IPO 首日收益，按 IPO 日流通股股本数加权计算当月平均首日收益率  | 正向   |
| CCI  | 月度   | 消费者信心指数                              | 正向   |

资料来源：国信证券经济研究所整理

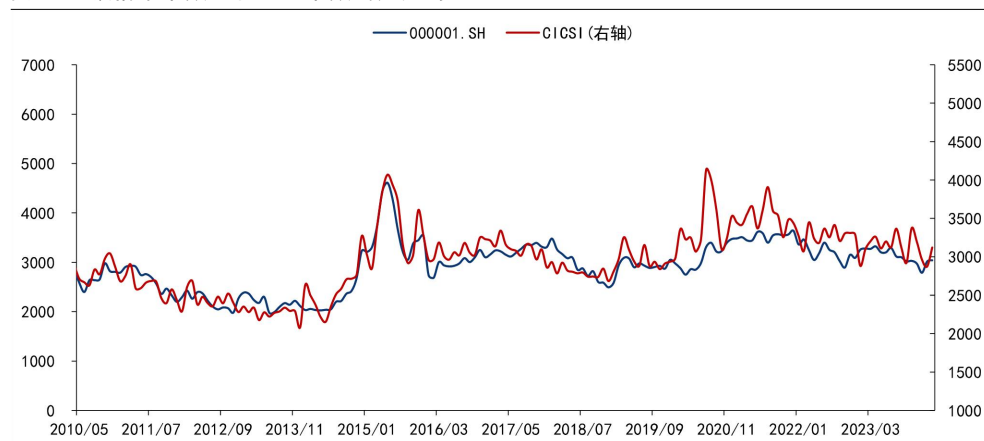
将上述指标按一定权重加总得出投资者情绪指数，具体计算公式为：

$$A \text{ 股情绪指数 } I = 0.231 \cdot DCEF + 0.224 \cdot TURN + 0.257 \cdot IPON + 0.322 \cdot IPOR + 0.268 \cdot CCI + 0.405 \cdot NIA$$

3 月 A 股情绪指数 I 较 2 月上行。

<sup>1</sup> 易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICSII 的构建[J]. 金融研究, 2009(11): 174-184.

图26: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比

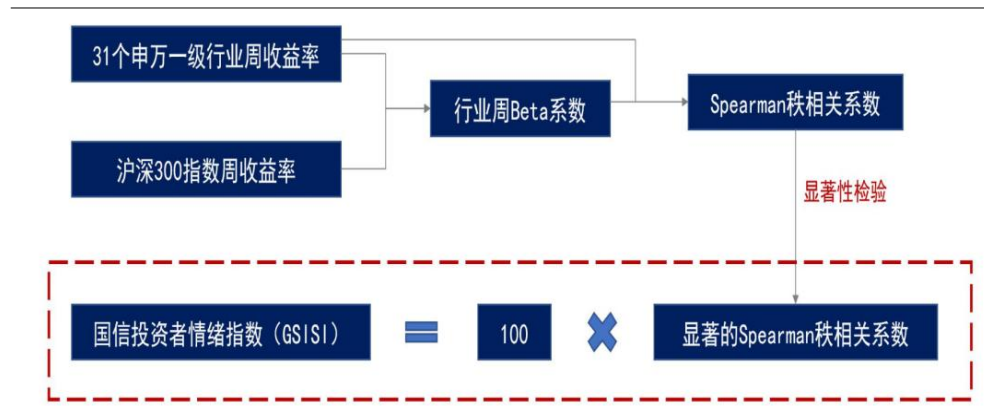


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

### 3.4 A 股情绪指数 II

根据中国 A 股市场特点, 我们使用一级行业的相对于股票宽基指数 (此处以沪深 300 为例, 同步跟踪万得全 A 和上证指数) 的周 Beta 系数和周收益率等基础数据, 可以构建适合国内语境的投资者情绪指数, 该指数在历史上基本可以提示了沪深 300 指数的运行趋势、底部空间和风险位置。3 月情绪指数 II 开始发出谨慎信号。

图27: 投资者情绪指数构建原理



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

图28: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### 3.5 行业轮动指数

我们对各行业过去一年左右时间内的涨跌幅进行排序，根据各个行业涨跌幅排名变化构造行业轮动指数。如果每个行业涨跌幅排名当期没有发生变化，那行业轮动指数将降至 0，该指数越高代表行业轮动的速度越快，越难以通过市场主线的思维捕捉。3 月 A 股行业轮动指数上行。

图29: 行业轮动指数显示，市场在上涨初期往往伴随高速轮动



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### 3.6 中国债市情绪指数

为准确判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济预期的乐观程度，我们构建中国债市情绪指数，以解释说明价格因素、流动性净投放因素对国债收益率波动无法解释的部分。3月债市情绪情绪下行，表示对长债走势偏谨慎，更多是在交易层面做出的提示。

图30: 中国债市情绪指数与10年期国债到期收益率走势

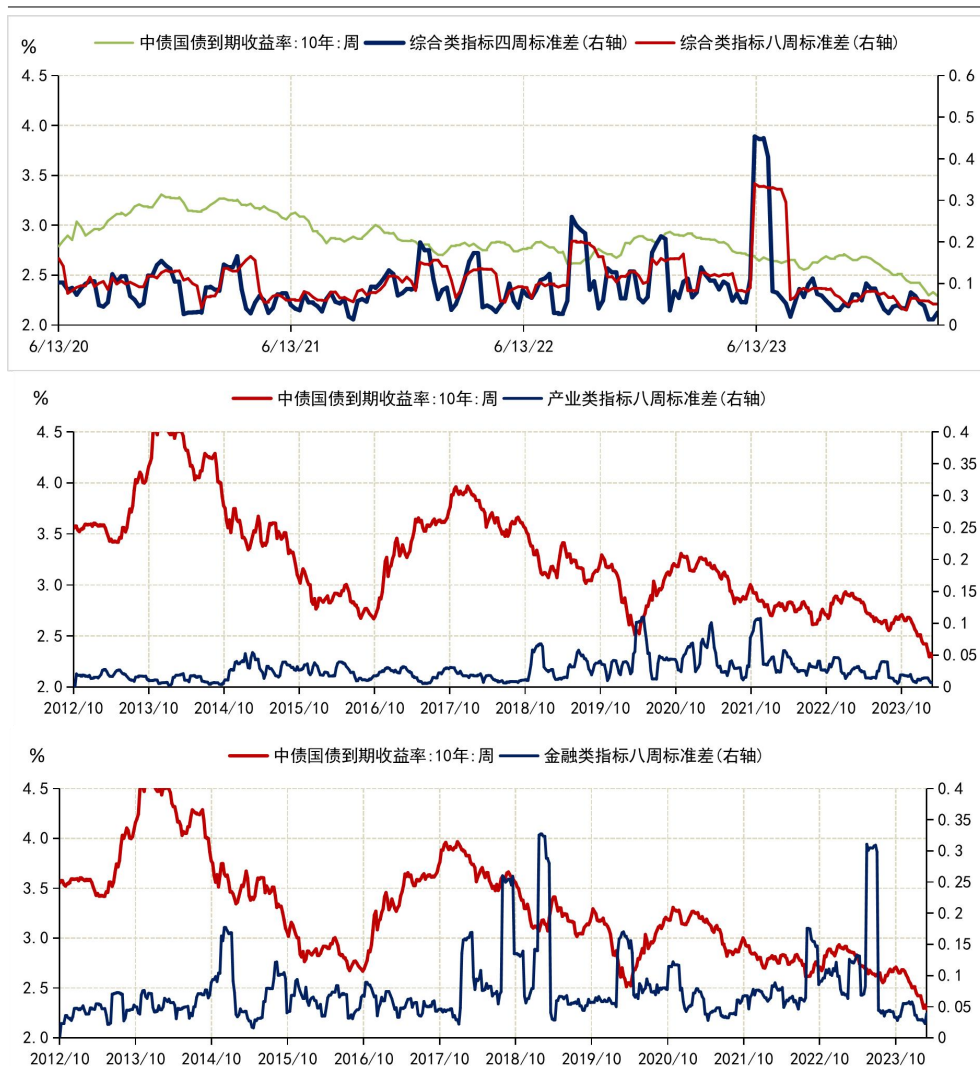


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### 3.7 中国债市预警指数

我们构建基于实体产业和金融数据的预警指标，旨在衡量债市的波动情况。3月债市预警指数上行，指示此前部分中小行交易行为造成的长端利率快速下降后，情绪趋于正常后，债市利率向基本面的收敛有一定趋势。

图31: 债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比



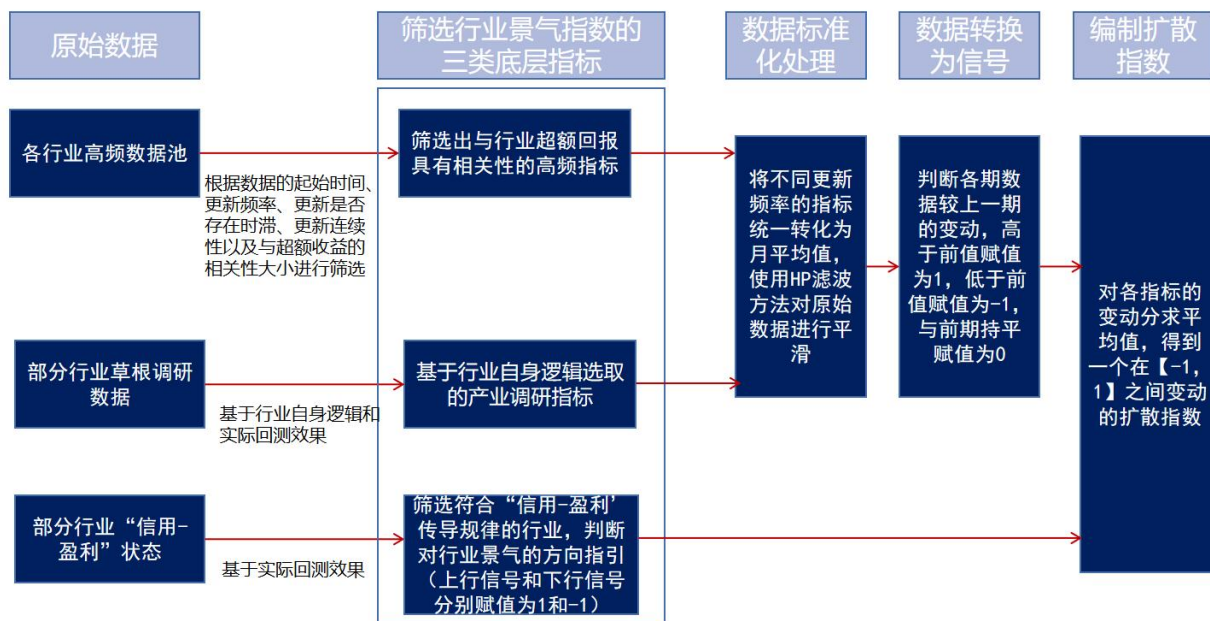
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

## 4. 国信多资产配置系列之中观指数

### 4.1 中观行业景气指数

我们基于三方面数据构建中观行业/板块景气指数:一是与超额回报具有相关性的高频指标, 各行业具有 2-6 个不等的高频跟踪指标;二是基于调查获取的与行业自身逻辑高度相关的产业指标, 包含总需求、海外需求、产成品存货、行业前景等;三是对于信用环境对其超额收益有指示效果的行业, 额外增加行业信用环境数据。对行业/板块的各类数据进行整理后, 采用扩散指数的编制方法编制行业/板块景气指数。

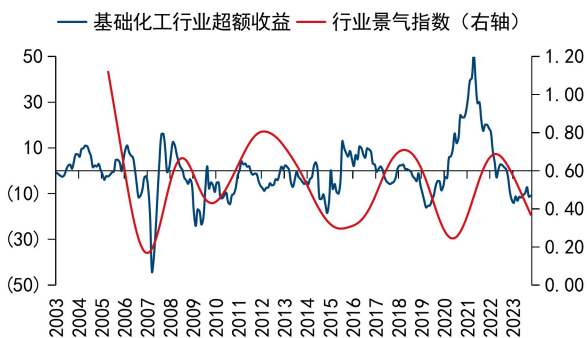
图32：行业景气指数编制流程



资料来源：国信证券经济研究所绘制

根据3月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有汽车、医药生物、通信、计算机、钢铁、食品饮料、农林牧渔、房地产、环保、传媒、建筑装饰、商贸零售等。

图33：基础化工行业景气指数



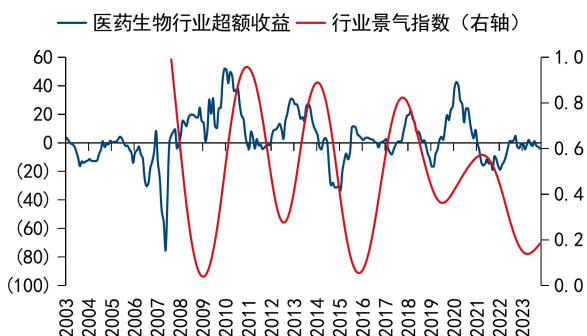
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图34：钢铁行业景气指数



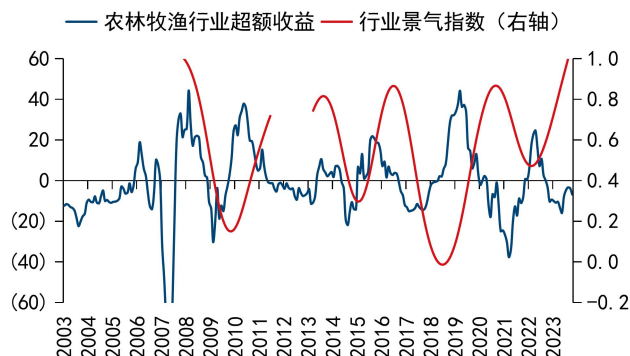
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图35: 医药生物行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图36: 农林牧渔行业景气指数



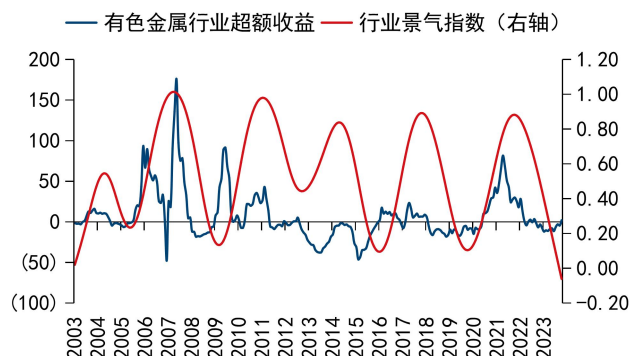
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图37: 食品饮料行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图38: 有色金属景气指数



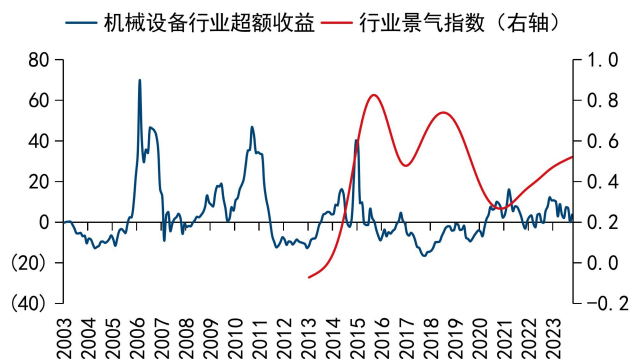
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图39: 汽车行业景气指数



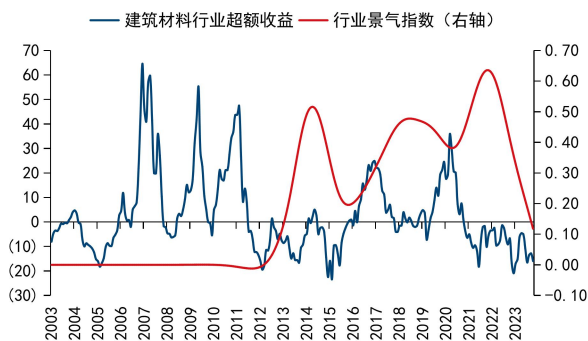
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图40: 机械设备行业景气指数



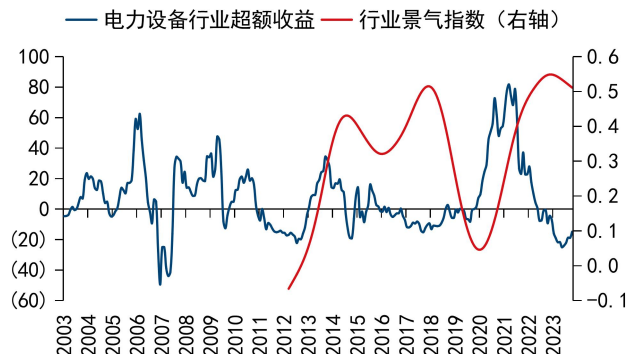
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图41: 建筑材料行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图42: 电力设备行业景气指数



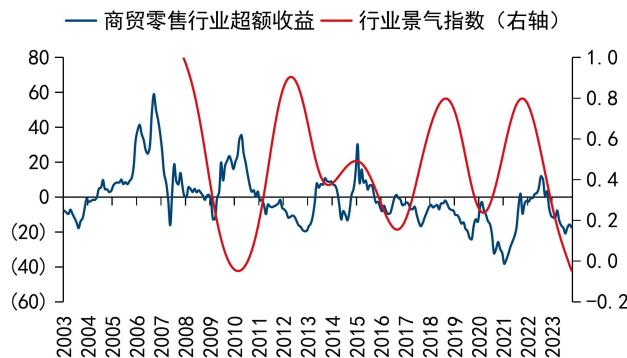
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图43: 纺织服饰行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图44: 商贸零售行业景气指数



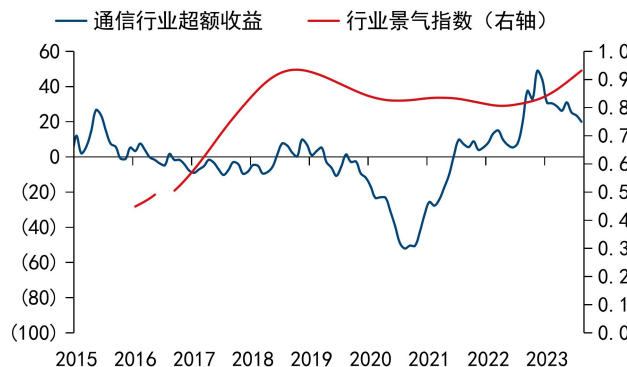
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图45: 建筑装饰行业景气指数



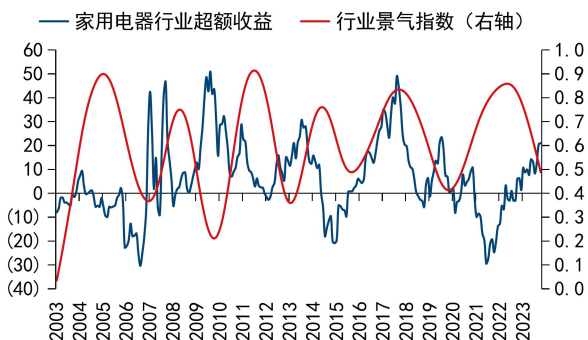
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图46: 通信行业景气指数



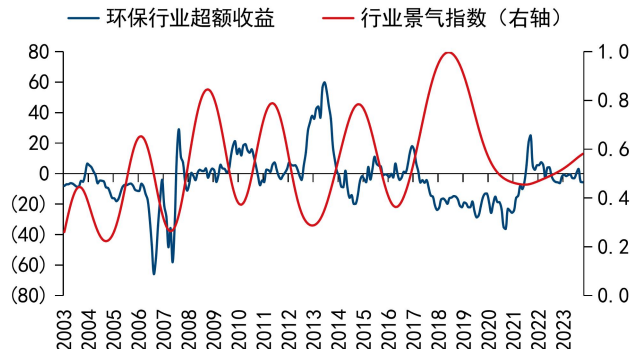
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图47: 家用电器行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图48: 环保行业景气指数



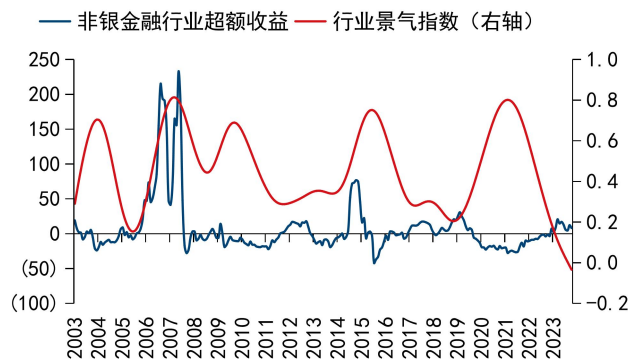
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图49: 石油石化行业景气指数



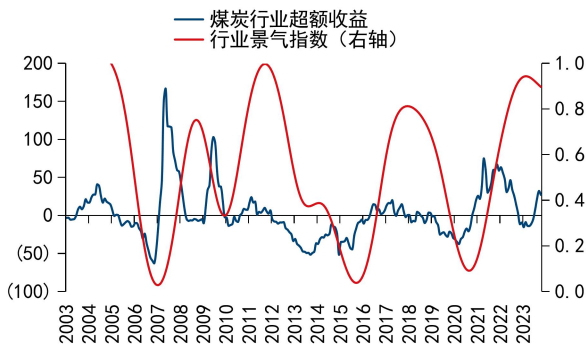
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图50: 非银金融行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图51: 煤炭行业景气指数



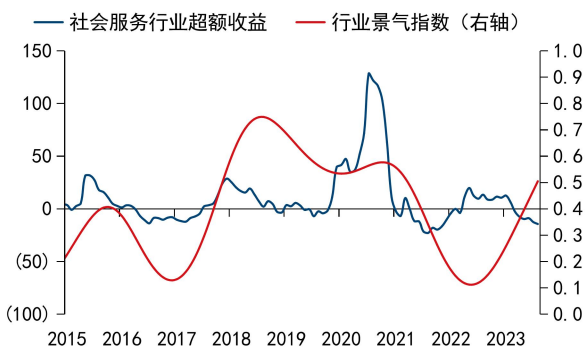
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图52: 银行行业景气指数



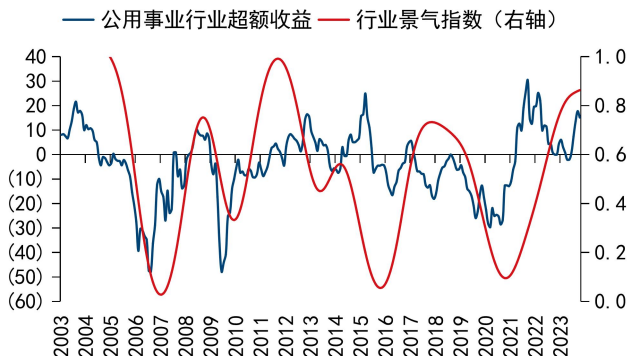
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图53: 社会服务行业景气指数



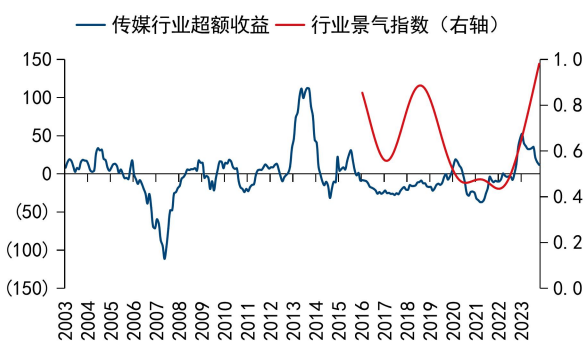
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图54: 公用事业行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图55: 传媒行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图56: 计算机服务行业景气指数



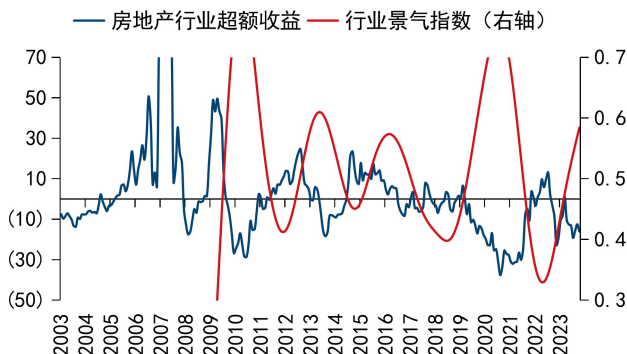
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图57: 电子行业景气指数



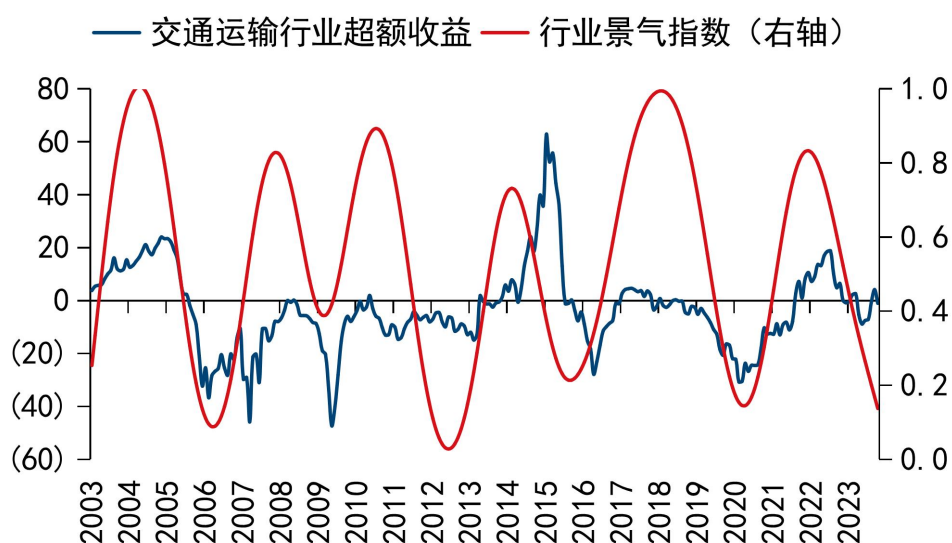
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图58: 房地产行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图59: 交通运输行业景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

基本面修复待验证；海外地缘事件爆发；美联储货币政策不确定。

## 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

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别 | 说明                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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