



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年4月1日

美联储降息确定性提升，超配降息预期受益资产

一大类资产配置月报第33期：2024年4月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001



核心结论：美联储降息确定性提升，超配降息预期受益资产

大类	项目	本期：2024-3-29至2024-4-25			上期：2024-2-23至2024-3-29	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	↑	随着财政政策前置有望在4月加速发力，基建端等对经济的支撑力有望逐渐加强，市场对经济预期迎来逐渐好转契机。	3004.88-->3041.17	1.21%
	创业板指	震荡上行	↑		1758.19-->1818.2	3.41%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↑↑	经济复苏斜率有所改善、国内流动性大基调较为宽松，短期内成长和周期风格具备相对优势。重点关注：①生产制造景气带来的上游能源材料修复。②表征市场情绪的品种，包括券商补涨和军工。③出行链。④“新质生产力”主题。	4983.35-->5244.45	5.24%
	周期(风格.中信)	震荡上行	→		3981.03-->4216.2	5.91%
	金融(风格.中信)	震荡下行	↓↓		6577.7-->6312.21	-4.04%
	消费(风格.中信)	震荡	↑		9677.54-->9837.27	1.65%
	NASDAQ指数	震荡上行	→	美联储将年内美国经济增长预测上调至中长期增长中枢1.8%之上，叠加近期人工智能等产业爆发，美股进一步迎来支撑。	15996.82-->16379.46	2.39%
	DSJ平均指数	震荡上行	↑		39131.53-->39807.37	1.73%
债券	1Y国债到期收益率(%)	震荡	→	短期内进一步宽松概率不大，经济复苏与财政支出节奏未见明显提速，但4月存在政府债加速发行推升利率上行可能。	1.77-->1.723	-5BP
	10Y国债到期收益率(%)	震荡	→		2.401-->2.29	-11BP
	2Y美债收益率(%)	震荡下行	↓↓	降息预期抬升后，短期实际利率略偏下行。经济维持韧性，负利差恐有望收窄。短端利率下行幅度大于长端。	4.67-->4.59	-8BP
	10Y美债收益率(%)	震荡下行	↓		4.26-->4.2	-6BP
大宗商品	布伦特原油(美元/桶)	震荡上行	→	原油需求依然保持相对旺盛、供应仍有收紧可能，铜价受降息预期亦有所提振，但美国经济基本面向好、实际利率下行偏慢相对掣肘金价表现。因此，原油>铜>黄金。	76.49-->83.17	8.73%
	COMEX铜(美元/磅)	震荡	→		3.861-->4.015	3.99%
	COMEX黄金(美元/盎司)	震荡	↑		2037.2-->2234.1	9.67%
	南华工业品指数	震荡	↓	3月宏观高频数据整体偏弱，关键在于4月基建项目开工率能否明显改善，以对冲地产链条的影响。由于房价下行态势不改，地产整体链条偏弱，因此整体上看多农业品和工业品，其次为基建对冲下的螺纹钢，最后为地产需求占比高的玻璃。	4000.46-->3926.1	-1.86%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓		1408.58-->1268.09	-9.97%
	南华农产品指数	震荡上行	→		1047.89-->1087.61	3.79%
	南华玻璃指数	震荡下行	→		2314.97-->2009.04	-13.22%
汇率	美元指数	震荡	→	非美经济体恐先于美联储降息，推动美元指数走强。美元走强加剧人民币贬值压力，但央行干预预计贬值幅度有限。	103.97-->104.51	0.51%
	美元兑人民币	震荡	↓		7.2-->7.22	0.34%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



配置建议：超配美股、美债与国际大宗品，低配国内大宗商品

1

美联储年内降息
确定性提升

2

“两会”货币政
策宽松略超预期

3

国内经济延续温
和复苏

本期：2024-3-29至2024-4-25			大类	项目	本期：2024-3-29至2024-4-25		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
			国内股指	上证指数		✓	
				创业板指	✓		
	✓			成长(风格.中信)	✓		
				周期(风格.中信)	✓		
				金融(风格.中信)			✓
				消费(风格.中信)		✓	
✓			美股股指	NASDAQ指数	✓		
				DSJ平均指数		✓	
	✓		国债	1Y国债到期收益率 (%)		✓	
				10Y国债到期收益率 (%)		✓	
✓			美债	2Y美债收益率 (%)	✓		
				10Y美债收益率 (%)		✓	
			国际大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	✓		
✓				COMEX铜 (美元/磅)		✓	
				COMEX黄金 (美元/盎司)		✓	
		✓	国内大宗商品	南华工业品指数		✓	
				南华螺纹钢指数			✓
				南华农产品指数	✓		
				南华玻璃指数			✓
	✓		汇率	美元指数		✓	
				美元兑人民币		✓	



目录

- 1 配置逻辑：美联储降息确定性提升
- 2 权益：延续震荡向上
- 3 利率：美短债利率下行确定性最强
- 4 大宗：价格上行动力强，国内仍承压
- 5 汇率：美元继续走强，人民币小幅贬值



3月议息会议“短鸽长鹰”，年内降息确定性提升

► 3月议息会议“短鸽长鹰”，年内降息确定性提升。3月美联储议息会议维持政策利率不变符合预期，点阵图显示2024年预计降息次数维持在3次。同时，美联储公布的经济数据预测将2024年美国GDP预期从1.4%大幅上调至2.1%，核心PCE同比预期从2.4%上调至2.6%。我们认为，美联储在维持降息次数预期的情况下，上调了通胀预测，表明美联储对于2024年通胀的容忍度提高。但同时，面对潜在的通胀粘性，美联储上调了中长期中性利率从原先的2.5%至2.6%，下调了2025年、2026年降息预期作为“补偿”。考虑到美联储主席鲍威尔在后续发布会上，对于通胀黏性以及美国劳动力市场强劲的潜在影响态度较为平淡，其中对1月通胀的态度为季节性因素，劳动力市场强劲不构成通胀问题的担忧。因此，年内降息的确定性进一步提升，采取“预防性”降息作为首次降息启动时点可能仍然是今年6月份。

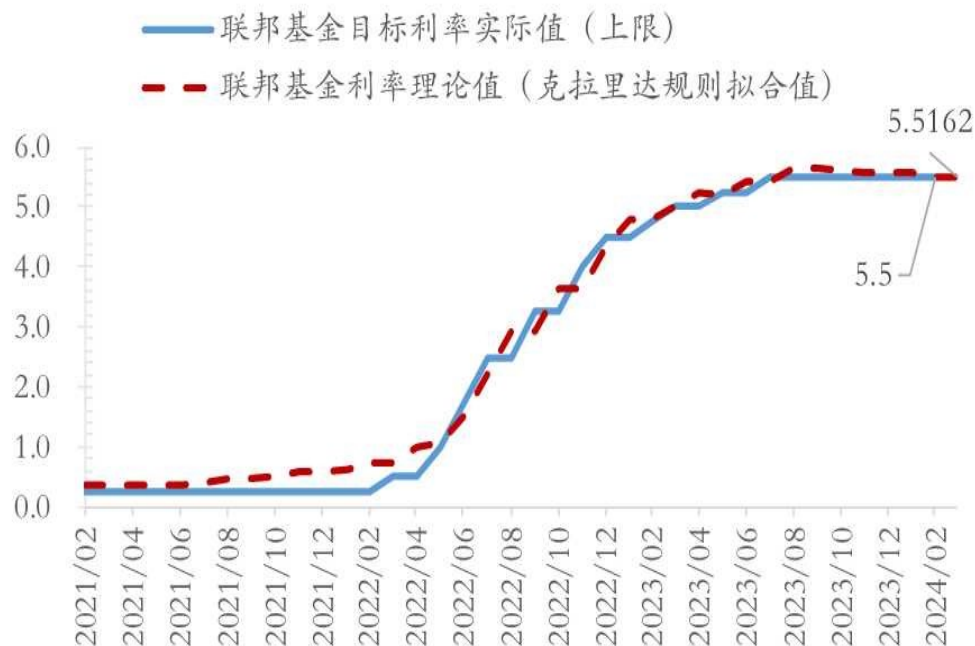
美联储利率观测器显示市场押注年底降息次数略低于3次



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。

注：预测值=100-期货价格。更新日期：3月29日。

克拉里达规则下，5月理论利率指引仍不支持常规降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

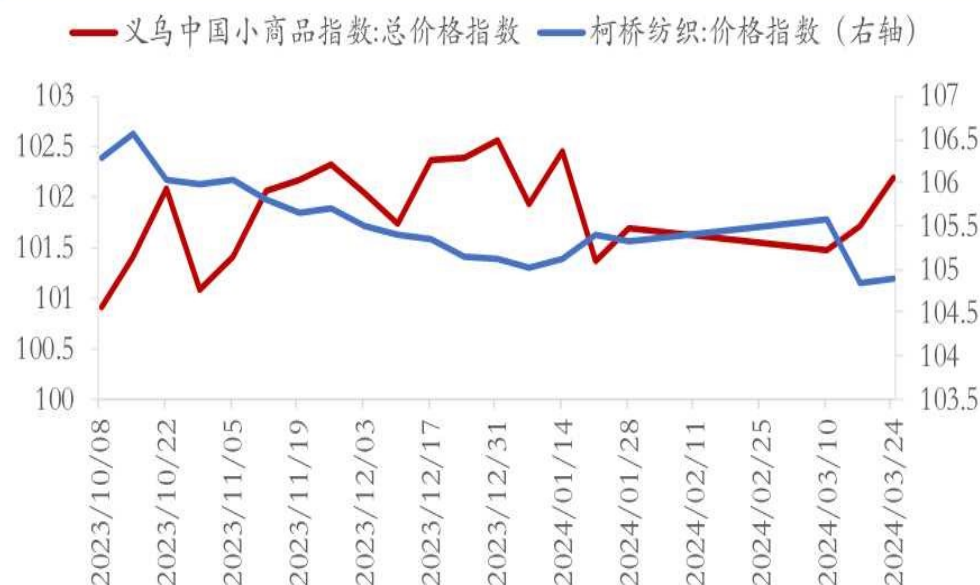
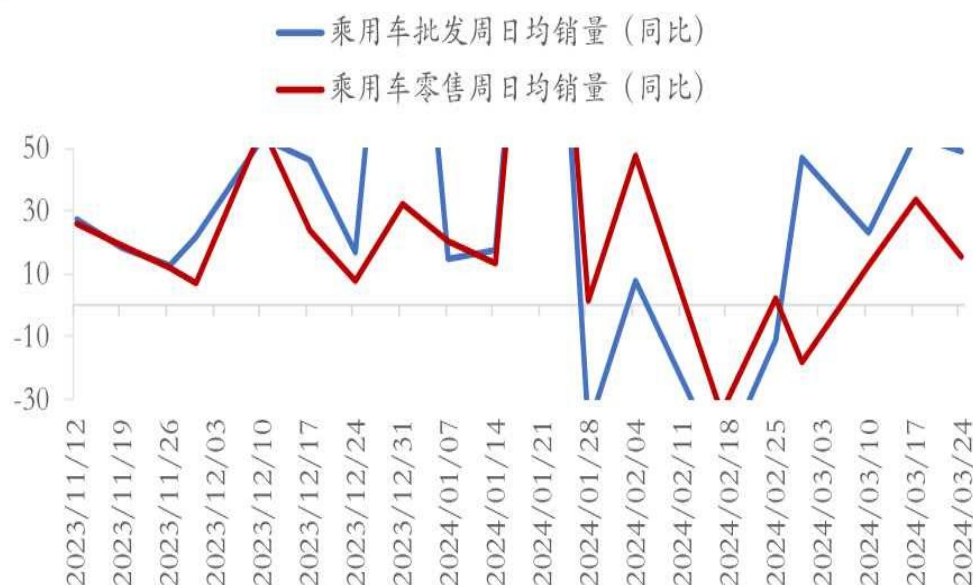


经济基本面延续温和复苏，环比动能改善需后续宏观数据验证

- 经济基本面延续温和复苏，一季度经济数据好于预期但弱于1-2月。1-2月宏观经济数据强于预期，外需出口以及设备更新等带动工业生产持续向好，尽管3月份因为春节后陆续复工可能形成一定拖累，但一季度经济“开门红”可期，预计Q1的GDP增速有望达到5.2%左右。结合3月数据判断，经济基本面修复动能未见明显提速，3月宏观经济数据预计弱于1-2月。预计3月社零同比增长5.2%，固定资产投资累计同比增长4.3%，其中制造业投资累计同比9%、基建投资增速6.4%、地产投资增速-8.9%，出口同比0.3%；3月CPI同比0.9%、PPI同比-2.5%。随着4月基建逐步落地，PMI明显改善亦指向后续经济基本面向好有望逐步得到宏观数据验证。
- 商品与服务消费整体平稳，服务消费好于商品消费。3月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.5万辆和4.4万辆，同比分别上涨25%和11.3%。服务类消费继续向好，3月电影票房周均收入较去年同期增长46.3%。由于当前消费者信心尚未明显修复，同时缺乏消费券等“真金白银”的消费刺激政策，大趋势上消费跟随经济内生缓慢改善，出现加速上行拐点难度较大。

乘用车销售同比明显改善

小商品价格走强，柯桥纺织价格指数回落

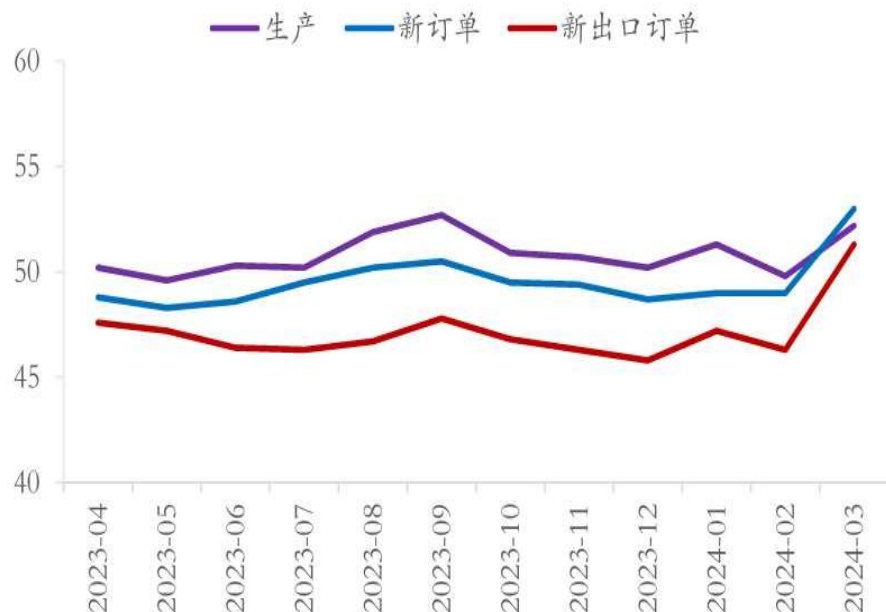




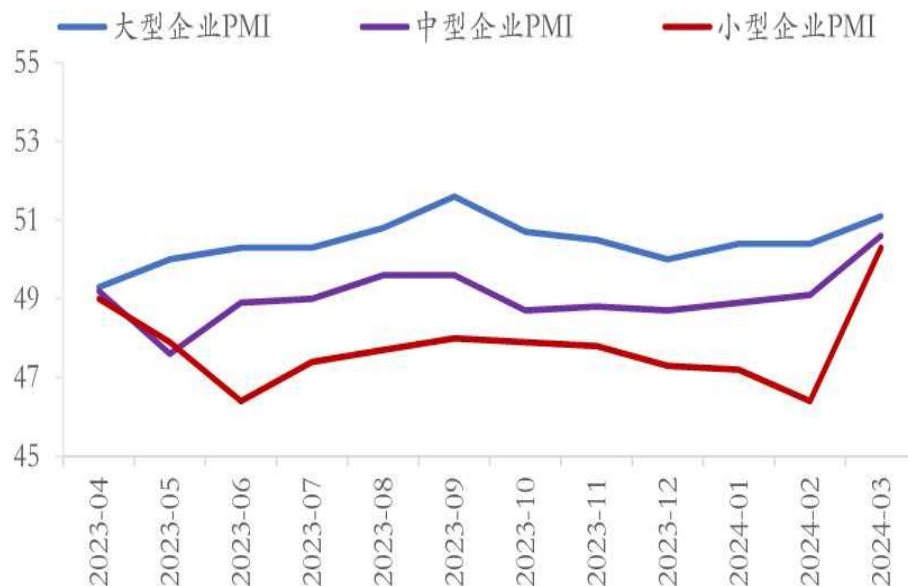
PMI重回荣枯线之上，4月宏观基本面有望改善

► PMI重回荣枯线之上，4月宏观基本面有望改善。3月制造业PMI为50.1%，较上月提升1.7个百分点，重回荣枯线之上，且主要分项明显改善。①需求明显改善，生产同步走强。3月生产、新订单和出口订单指数分别为52.2%、53%和51.3%，其中生产指数较上月大幅提升2.4个百分点，新订单、新出口订单较上月分别提升4个百分点和5个百分点，表明需求明显改善。②就业压力有所缓解。3月从业人员指数为48.1%，较上月提升0.6个百分点。③服务业复苏势头延续改善。3月份，服务业PMI为52.4%，较上月回升1.4个百分点。新订单指数小幅反弹至47.7%，显示服务业修复势头有所改善。建筑业PMI回升至55%以上高景气水平。从不同企业表现看，大中小型企业均回升至荣枯线之上，小企业PMI回升3.9个百分点、回升幅度最高，表明微观经济主体活力有所改善。

生产、新订单、新出口订单同步回升



大中型企业PMI有所反弹，小企业PMI反弹最为明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美联储降息确定性提升

2 权益：延续震荡向上

3 利率：美短债利率下行确定性最强

4 大宗：价格上行动力强，国内仍承压

5 汇率：美元继续走强，人民币小幅贬值



2.1 国内权益：大势延续震荡上行

- 我们在4月策略月报《大势延续震荡上行，配置关注上游修复新主线》（2024-03-31）中指出，1-2月宏观经济数据显示生产端结构性亮点突出，3月PMI回升超预期，随着财政政策前置有望在4月加速发力，基建端等对经济的支撑力有望逐渐加强，市场对经济的预期迎来逐渐好转的契机。市场有望在较好的宏观环境中，走出震荡上行行情。围绕大势变化，重点关注四条主线。①生产制造景气带来的上游能源材料修复。②表征市场情绪的品种，包括券商补涨和军工。③出行链。④“新质生产力”主题。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率有所改善、国内流动性大基调较为宽松，短期内**成长和周期风格具备相对优势**。

上证指数相对占优，风格中周期相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	-0.08	-0.34	-0.23	-0.30	-0.30	-0.66	-0.59
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.02	-0.05	-0.07	-0.10	-0.06	-0.05	-0.15
短端利率变动 (2Y美债)	0.04	-0.09	-0.23	-0.12	0.00	-0.09	-0.23
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.04	-0.03	-0.05	-0.06	-0.10	-0.02	-0.02
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
社融同比差值变动	-0.50	0.21	1.03	0.61	0.44	0.54	-0.21
新发基金规模 (自然对数)	7.28	-1.63	-2.07	-3.25	-1.78	-1.92	-4.86
合计		-1.93	-1.63	-3.22	-1.80	-2.20	-6.06

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益（1）：生产制造需求提振，带动上游能源、材料行情修复

- 上游能源、材料可能将受益中游生产制造的改善而需求提振。经济的结构性变化，后续有望延续一段时间，因此在中游生产制造的 upstream 有望出现阶段性的景气改善，尽管终端需求不振难以带来显著的经济周期上行。但对上游能源、材料而言，超预期的中游需求改善，也有望带来修复性机会。
- ① 供需缺口增加有望使得煤价上涨。煤价的阶段性变化与煤炭供需缺口的阶段性变化存在较高的正相关性，即当供需缺口阶段性增加时，煤价有望上涨；而供需缺口阶段性减少时，煤价有望回落。近几个月来，煤炭供需缺口持续增加，且1-2月中游需求再增加，可能带来供需缺口进一步扩大，从而带动煤价上涨。
- ② 铜的供需缺口整体持续扩大，有利于铜价上涨。

煤价变化与煤供需缺口变化存在较大正相关性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、元/吨。

铜价变化与铜缺口变化存在较大正相关性



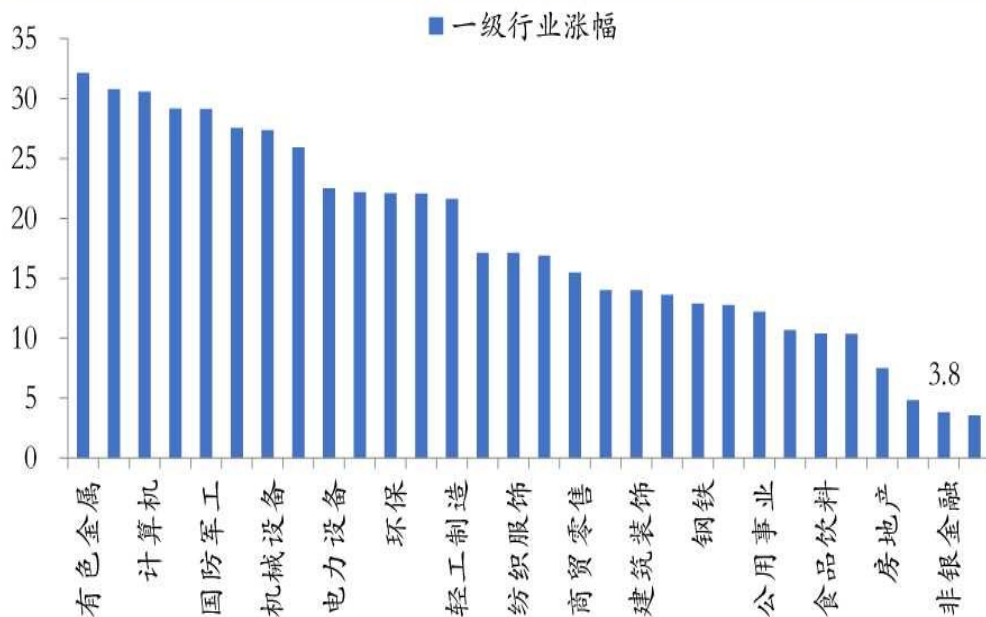
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、元/吨。



2.1 国内权益 (2)：市场情绪下的军工确定性机会和券商补涨

- 军工对市场情绪反馈的延时效应，存在确定性机会。2/6日市场反弹超预期表现以来，军工涨幅居前。我们认为本轮军工大涨的最重要原因在于对市场超预期快速反弹的情绪反应，因为期间并未观测到军工相关重大催化剂，同时超预期降准降息、充裕的流动性环境也利于军工对市场情绪的反馈。参考过去此种反馈，2022年底、2022年4月底、2020年6月下旬这三次案例军工见顶的时间都晚于市场见顶1个月左右。因此哪怕在谨慎的假设下即如果市场当前见顶，那军工在未来的至少1个月左右的时间仍内仍可取得收益和超额收益。
- 券商可能存在补涨机会。在2024/2/6日市场启动本轮反弹以来，截至2024/3/29日，非银金融行业以3.8%的涨幅居全行业倒数第二，仅好于银行的3.6%。

本轮反弹以来，非银涨幅居倒数第二



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

军工顶滞后市场顶1个月余 (2023/3/6)



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点。注：标准点时间：2022/12/23。



2.1 国内权益 (3)：清明五一双节，出行链有望迎来表现

- ▶ 今年元旦和春节以后对出行链条，市场不再“脱敏”反应。2023年经济恢复以来，服务类消费复苏速度和程度始终不及市场预期，因此在2023年的节假日逐渐形成了资本市场对重要节假日出行旅游链条的“脱敏”反应，如2023年10月国庆节前后，资本市场对国庆黄金周都未给予期待和正反馈。但今年元旦和春节，由于出行数据的超预期，以及各地方极力打造打卡IP流量带动地方旅游热潮，在元旦和春节数据公布后，出行链条给予了反馈，因此类似2023年的重要节假日对出行机会的“脱敏”反应不再。
- ▶ 4月时清明和劳动节前夕，旅游热潮有望再度来袭。当前地方IP流量热点层出不穷，4月迎来难得的密集性节假日，因此有望使得市场给予出行链条期待空间。

今年元旦和春节以后对出行链条不再“脱敏”



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



2.2 美股：软着陆概率提升，风险因素逐步缓释

- **软着陆概率提升，风险因素逐步缓释。**3月FOMC会议上美联储将年内美国经济增长预测上调至中长期增长中枢1.8%之上，表明美联储预计年内不会出现负的产出缺口和衰退风险。叠加近期人工智能等产业爆发因素，美股进一步迎来支撑。但美股上方仍面临抑制，尤其是当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，预计美股维持小幅上涨。从因子分析的情况看，在纳指和道指中不存在相对优势，但考虑到降息预期提振相对看好纳指。

因子分析指向道指与纳指不存在相对优势

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	0.04	-0.21	-0.01
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.04	-0.01	-0.03
失业率（季调）变动	0.20	0.10	0.04
美国CPI环比	0.60	0.65	-0.23
美国PPI环比	0.60	-1.90	-1.13
合计		-1.37	-1.35

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口扩大，美股仍受制约



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美联储降息确定性提升

2 权益：延续震荡向上

3 利率：美短债利率下行确定性最强

4 大宗：价格上行动力强，国内仍承压

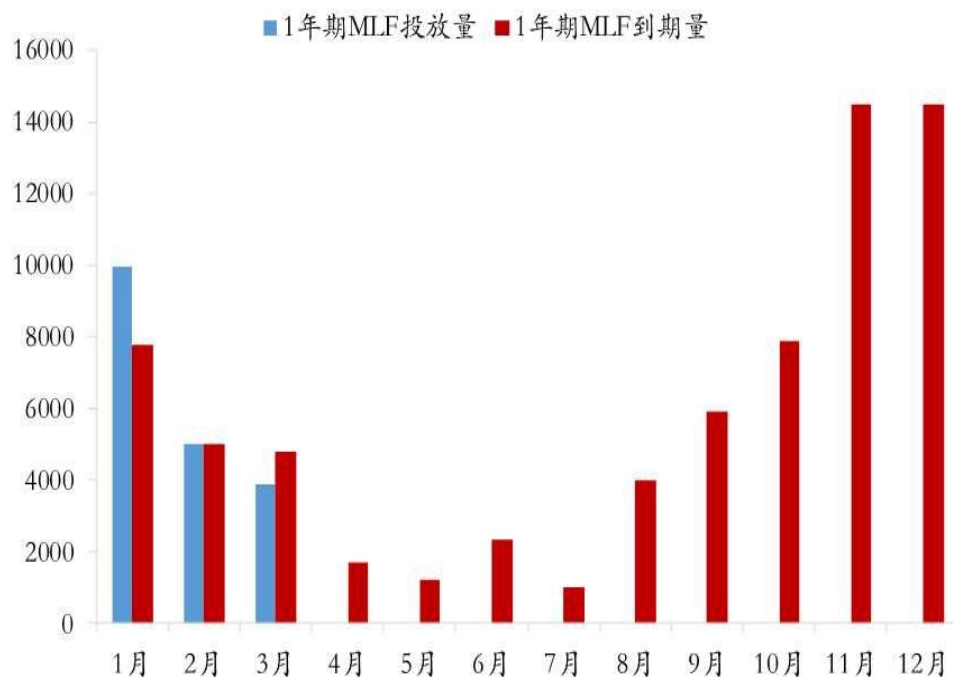
5 汇率：美元继续走强，人民币小幅贬值



3.1 国内债券：短期内进一步宽松概率不大，关注结构性工具与降准可能性

➤ 短期内进一步宽松概率不大，关注结构性工具与降准可能性。“价格成为货币政策的核心诉求”已完全确认，因此货币总体基调偏宽松已毋庸置疑，主要会体现在与房地产贷款相关的利率继续调降、与高质量发展相关的制造业结构性贷款量与价的继续加持。①两会政府工作报告再次重申强调“社会融资规模、广义货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，表明今年社融和M2增速高于8%（5%+3%）；②两会发改委计划报告在通胀目标说明时强调“为加大宏观政策调控力度和深化价格改革留有一定余地”；③央行行长潘功胜在两会答记者问上指出后续仍然有降准空间……将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量。但考虑到政策基调“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”也是重要的考量，因此后续重点关注结构性工具与降准可能。但我们倾向于认为，短期进一步宽松概率不大，预计4月份降息、降准概率偏低。

4月1年期MLF到期压力减弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007低位企稳，短端资金面相对充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.1 国内债券：经济复苏与财政支出节奏未见明显提速，但4月存在上行可能

- 经济复苏与财政支出节奏未见明显提速，但4月存在上行可能。1-2月经济数据好于预期，但地产等拖累依旧明显，消费复苏并未明显加速，出口高增速可持续性有待验证。同时，3月宏观经济高频数据表现相对偏弱，经济复苏未见明显提速，因而市场仍缺乏支撑利率上行因素。但今年一季度国债、地方政府专项债发行速度相对偏慢，进入二季度后有望提速，预计利率存在一定的上行可能。
- 4月预计长短端仍维持震荡，期限利差基本持平。

期限利差基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

宏观经济数据显示GDP增速维持韧性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平，略偏下行

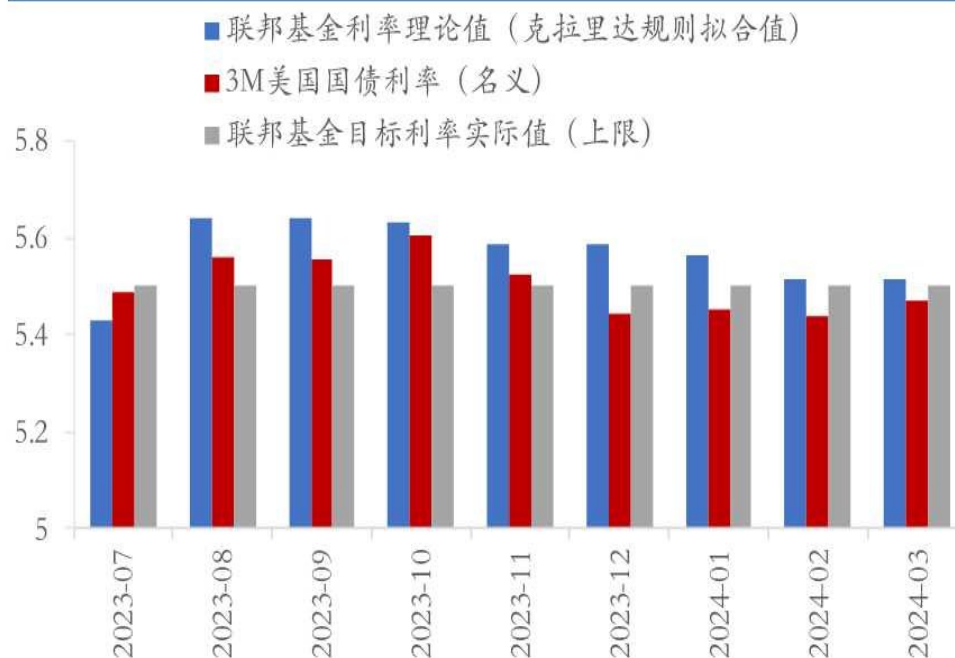
- ▶ 降息确定性抬升美债短端利率偏下行，经济预期向好长端利率下行幅度预计小于短端。根据伯克南三因素框架判断，4月美债利率走势依然主要围绕降息预期与期限利差博弈。①美联储预计仍维持政策利率不变，但降息预期抬升后，短期实际利率略偏下行。②经济维持韧性，实际利率期限负利差恐有望收窄。③原油价格上涨，通胀预期略有回升。
- ▶ 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。加息周期结束后，短期实际利率回落至政策利率上限以内，跟随理论利率指引回落至5.45%附近。但考虑到美联储5月降息概率依然不高，短期实际利率基本持平、下行动力有限。

加息周期结束，短期实际利率回落至政策利率下方



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

短期实际利率跟随理论利率指引回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2.2 美债：实际利率负期限利差可能有所收窄

- **美债：实际利率负期限利差可能有所收窄。** 美国经济分析局预计未来12个月衰退概率仍在50%以上，5月高峰期过后有所收窄，表明美国经济软着陆概率提升。2月美国ISM-PMI超预期回落至47.8%，但2月零售销售额环比上行0.6%。美国四季度GDP季调环比上修至3.4%，初值为3.2%，上修主要源于消费者和政府支出以及商业投资上修。GDP数据超预期上修显示出美国经济仍在强劲增长，预计今年一季度GDP将放缓至2%左右，长期可以维持在1.8%的潜在增速。受此影响，预计实际利率负期限利差可能有所收窄，支撑10Y美债利率下行速度偏慢。

美国经济衰退概率仍存、但有所下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值

美国零售销售额走强



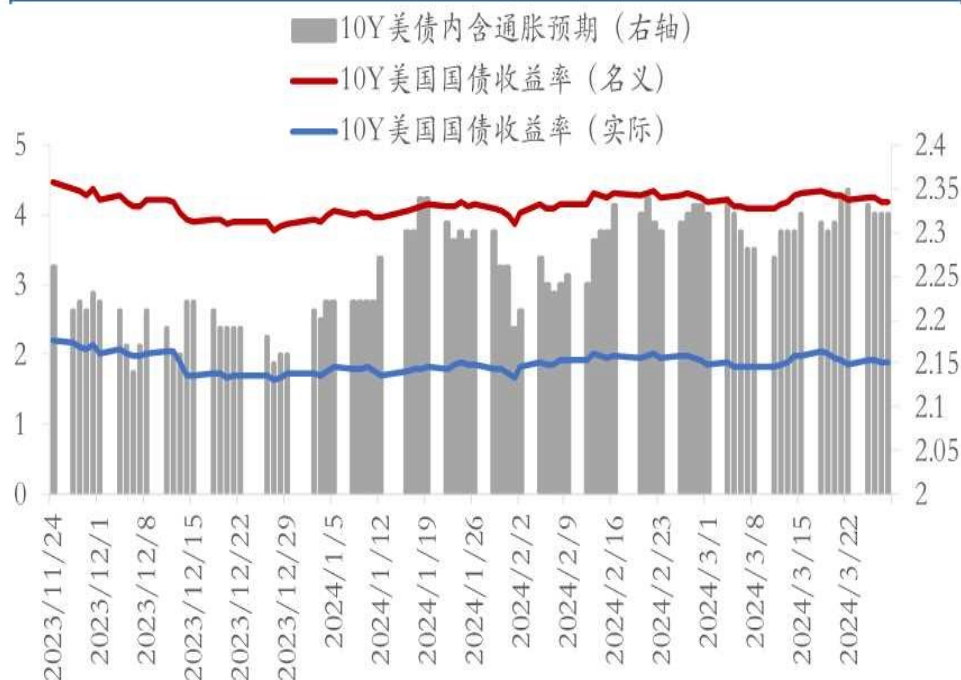
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期波动收敛

- **美债：10Y内含通胀预期波动收敛。**当前10Y内含通胀预期维持在2.3%附近，波动相对较小。短期来看，WTI原油价格维持突破80美元/桶后窄幅波动，大幅上行难度较大，对通胀预期影响不大。2024年3月密歇根大学5年通胀预期为2.8%，较前两个月小幅下降，预计内含通胀预期不会支撑美债利率明显上行。

内含通胀预期基本稳定，并非近期主导因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

油价窄幅波动上行，内含通胀预期略有回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1 配置逻辑：美联储降息确定性提升

2 权益：延续震荡向上

3 利率：美短债利率下行确定性最强

4 大宗：价格上行动力强，国内仍承压

5 汇率：美元继续走强，人民币小幅贬值



4.1 国际大宗：降息确定性提升，提振大宗商品价格

- **降息确定性提升，提振大宗商品价格。**随着美联储维持年内降息3次预期，年内降息确定性提升，叠加美国经济短期内韧性仍存，美国经济软着陆概率大幅增加。短期看，原油需求依然保持相对旺盛、供应仍有收紧可能，铜价受降息预期亦有所提振，但美国经济基本面向好、实际利率下行偏慢相对掣肘金价表现。因此，相对看好原油，其次为铜，最后为黄金。

因子分析看，原油短期具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	0.04	0.99	0.03	-0.13
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	-0.04	-0.12	-0.01	0.02
美债长期平均实际利率	-0.11	1.91	0.06	-0.13
库存/ETF持仓量变动		2.02	0.53	0.08
净多头持仓		7.62	0.30	-2.90
合计		12.42	0.91	-3.06

金油比处于高位，软着陆概率推升原油相对优势



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

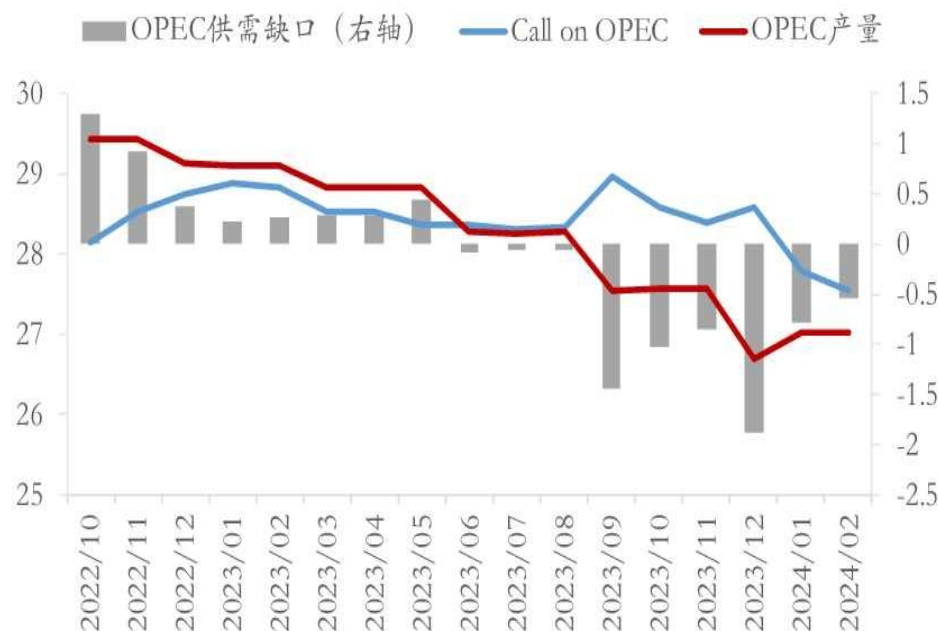
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.1 原油：供应仍有收紧可能，继续支撑油价

- **原油：供应仍有收紧可能，继续支撑油价。**一方面，今年以来，乌克兰加强了对俄罗斯石油设施的攻击，而俄罗斯也在对乌克兰的能源基础设施发动大规模攻击，特别是因无人机袭击而关闭的俄罗斯炼油能力引发供应担忧。尽管欧美呼吁乌克兰停止此类袭击，但已经造成的破坏的石油设施修复需要一定时间。另一方面，OPEC+可能进一步维持减产。3月初，OPEC+成员国同意将自愿减产220万桶/日的协议延长至6月底。虽然EIA和API原油库存小幅增长，但从市场情绪看，非商业多头与净多头持续增加、空头持仓减少，市场情绪偏高。叠加后续美联储降息预期，预计原油价格依然偏上行。

OPEC+减产依然维持小幅去库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存小幅反弹



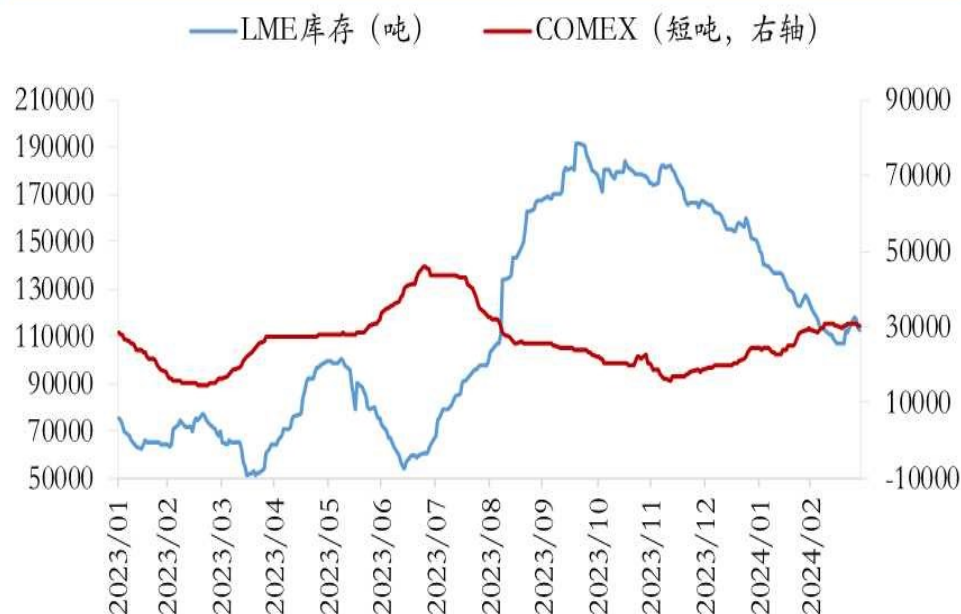
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：库存维持低位，市场看空情绪瓦解

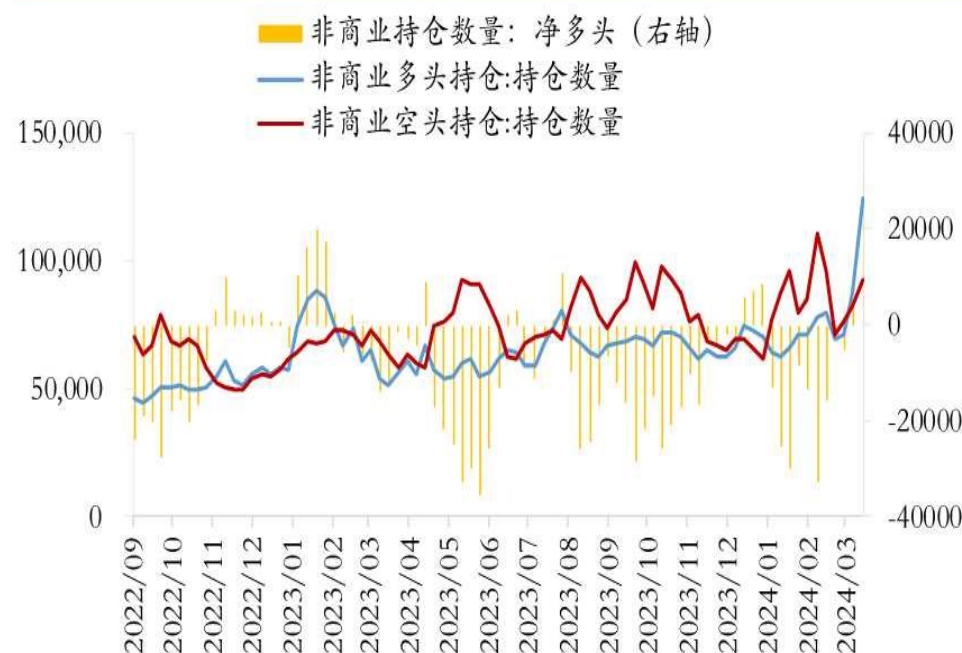
- **铜：库存维持低位，市场看空情绪瓦解。** COMEX铜、LME铜库存维持相对低位，需求端弱势有所缓解。同时，随着全球经济复苏态势有所改善，铜需求预期向好。目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是2023年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空头持仓量波动明显，市场波动加剧。随着3月美联储议息会议提升了年内降息确定性，铜非商业从净空头转为净多头。短期内铜价以震荡偏多为主，但仍需警惕美联储官员鹰派表态的潜在影响。

铜库存维持相对低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业从净空头转为净多头



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。



4.1 黄金：长端实际利率下行速度偏慢，关注央行购金的可持续性

- **黄金：长端实际利率下行速度偏慢，关注央行购金的可持续性。** 尽管美联储年内降息确定性较强，但3月议息会议整体上“短鸽长鹰”，美联储上调了2025年以及中性利率，叠加美国经济韧性，长期美债实际利率下行空间有限。随着年内降息预期逐步计入金价，黄金上方空间相对受限。因此，当前黄金价格支撑主要来自于央行购买黄金，需重点关注其可持续性。从投机情绪上看，ETF持仓量继续下降，但非商业多头及多头净持仓明显增强。短期看，美联储降息正式落地之前，金价仍有一定上行空间，但维持谨慎乐观态度。

长期美债实际利率震荡略有下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：地产链拖累明显，待基建发力对冲

- **地产链拖累明显，待基建发力对冲。**一季度宏观经济有望出现“开门红”，但3月宏观高频数据整体偏弱，市场对于政策发力有较强期待，尤其是基建项目加快落地和货币政策加码宽松。我们认为，“两会”对政策节奏定调偏积极，年内政策力度无需怀疑，关键在于4月基建项目开工率能否明显改善，以对冲地产链条的影响。目前来看，由于房价下行态势不改，地产整体链条偏弱，因此整体上看多农业品和工业品，其次为基建对冲下的螺纹钢，最后为地产需求占比高的玻璃。

因子分析显示地产链条工业品相对弱势，玻璃依旧承压

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	-0.08	-0.23	-0.70	0.00	-1.03
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.02	-0.01	-0.03	0.00	-0.10
M2同比差值变动	1.00	-1.43	0.17	-1.19	-1.62
基建投资累计同比变动	0.40	0.21	-0.11	0.11	0.17
新开工面积前12个月移动平均同比	-23.45	-1.17	-1.35	-1.17	0.29
竣工面积前12个月移动平均同比	11.29	0.97	-0.47	1.37	-8.08
销售面积前12个月移动平均同比	-20.18	3.08	2.41	3.47	-3.34
合计		1.41	-0.07	2.59	-13.71

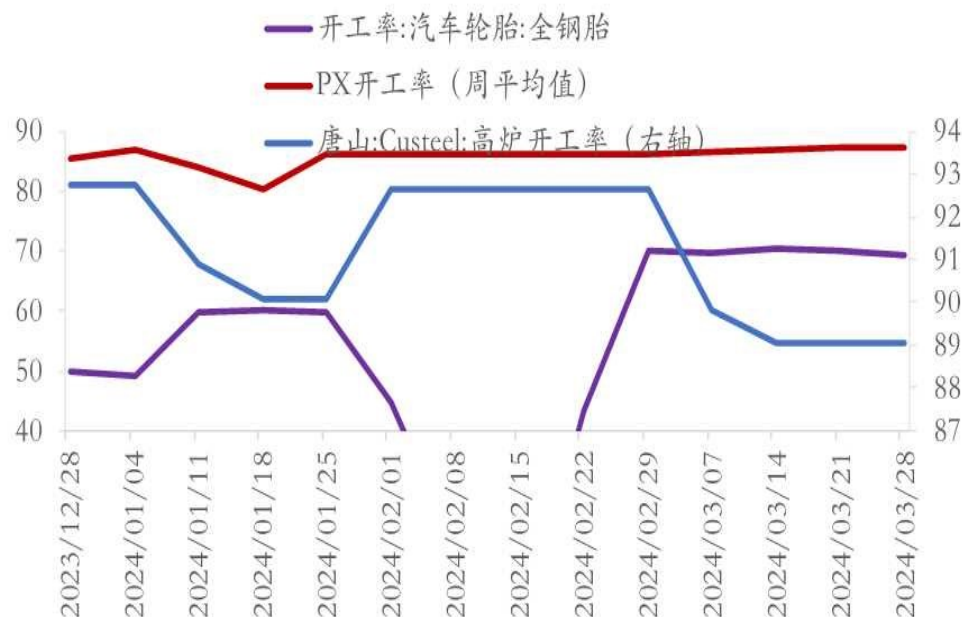
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：补库力度不强，总需求承压下价格难以大幅反弹

- **南华工业品指数：补库力度不强，总需求承压下价格难以大幅反弹。**汽车全钢胎开工率延续回升态势，3月平均为70%、较去年同期微增1.5%，唐山高炉开工率小幅回落至89%，PX开工率开工率维持在87%的较高位置，企业生产端略有分化但整体趋稳。3月钢材预估日产量较2月有所下降，基建类项目开工偏慢依然掣肘钢铁需求。2月企业库存同比小幅回升至2.4%、但较去年12月的2.1%相比幅度有限，补库力度不强，仍需等待PPI企稳反弹带动企业补库意愿。考虑到上游有色、能源价格对成本端有所支撑，预计南华工业品价格维持震荡。

高炉开工率微降，轮胎开工率、PX开工率小幅提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

有色金属价格企稳，原油价格维持上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工再度下行，静待基建开工支撑

- **南华螺纹钢指数：地产新开工再度下行，静待基建开工支撑。**粗钢产量3月有所下降，供给端小幅下行，与基建开工偏慢相印证。房地产新开工面积再度大幅下行，房企拿地和新开工意愿仍然不强，从整体施工周期来看，对螺纹钢需求再度形成拖累。后续市场对于基建投资端发力仍有预期，但节奏还难以把握，因此预计螺纹钢指数震荡略偏空。

新开工面积增速再度拐点向下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

粗钢产量3月有所下降



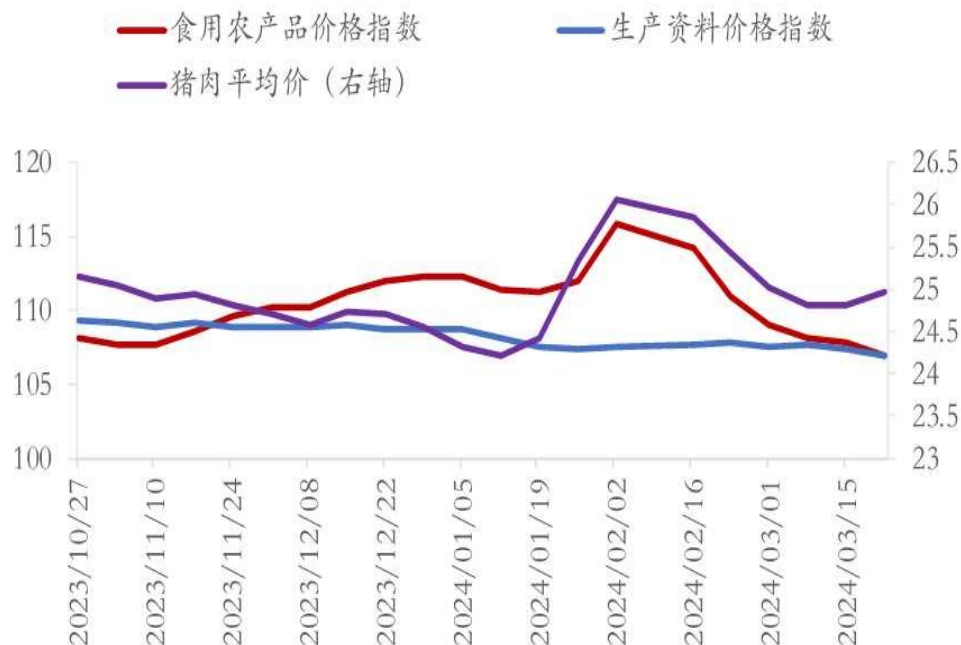
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：需求稳定叠加运输成本回升，维持偏多思路

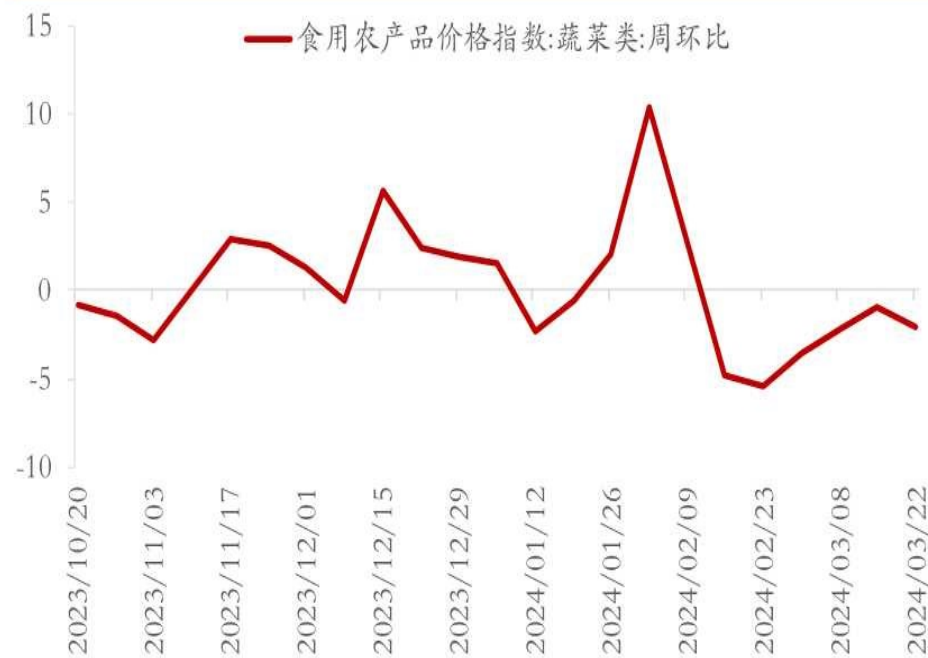
- **南华农产品指数：需求稳定叠加运输成本回升，维持偏多思路。**猪肉价格低位企稳，3月前三周猪肉平均价24.87元/公斤，与2月周价格均值25.54元/公斤相比小幅下降，与去年2月均值同比下降6.9%、降幅扩大1.1个百分点。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，3月蔬菜价格指数同比下跌11.2%，降幅较上月扩大6.7个百分点。2024年2月农业部能繁母猪存栏量延续小幅下降，供给端压力小幅缓解。综合来看，需求稳定叠加运输成本回升，农产品价格指数整体震荡偏多。

食品价格进入3月明显回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

蔬菜价格环比继续下降



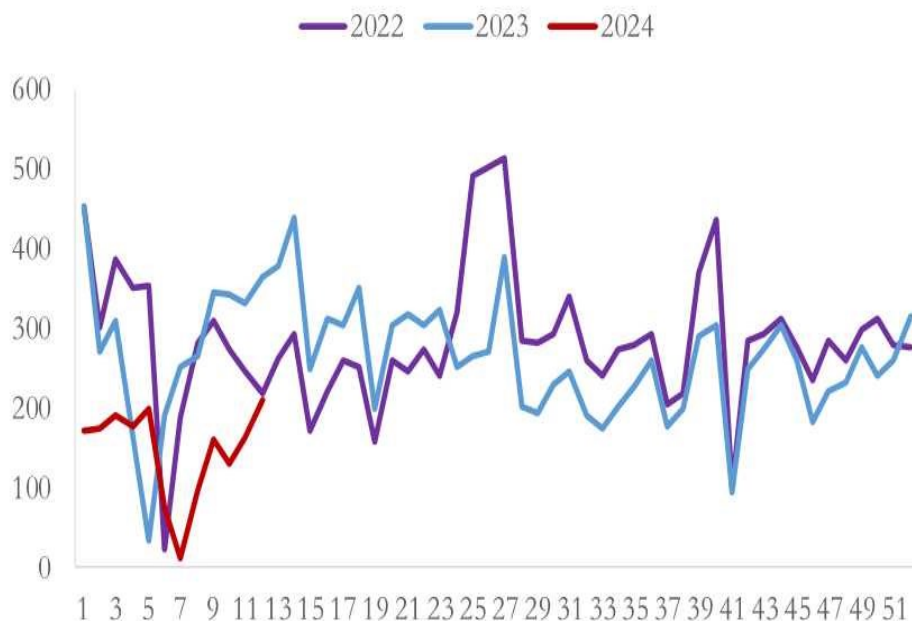
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.2 南华玻璃指数：地产销售维持弱势，玻璃价格仍偏下行

- **南华玻璃指数：地产销售维持弱势，玻璃价格仍偏下行。** 尽管5年期LPR调降后刺激部分需求，但房贷利率相对于理财收益的实际房贷利率水平仍处于较高水平。2月70城二手房价环比下降0.6%，维持在较快下行区间，春节前后房价有所改善符合过去几年季节性规律，今年暂未发现环比变动明显强于季节性回升。因此，我们认为，缺乏“小阳春”刺激下，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，上半年房地产形势依然不容乐观。1-2月竣工面积同比负增长，玻璃库存上行至较高位置，对价格也形成明显抑制。因此，玻璃价格仍偏下行。

3月30城商品房周销售面积仍明显弱于去年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

竣工面积、汽车产量同比增速有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美联储降息确定性提升

2 权益：延续震荡向上

3 利率：美短债利率下行确定性最强

4 大宗：价格上行动力强，国内仍承压

5 汇率：美元继续走强，人民币小幅贬值



5.1 美元指数：非美经济体恐先于美联储降息，推动美元指数走强

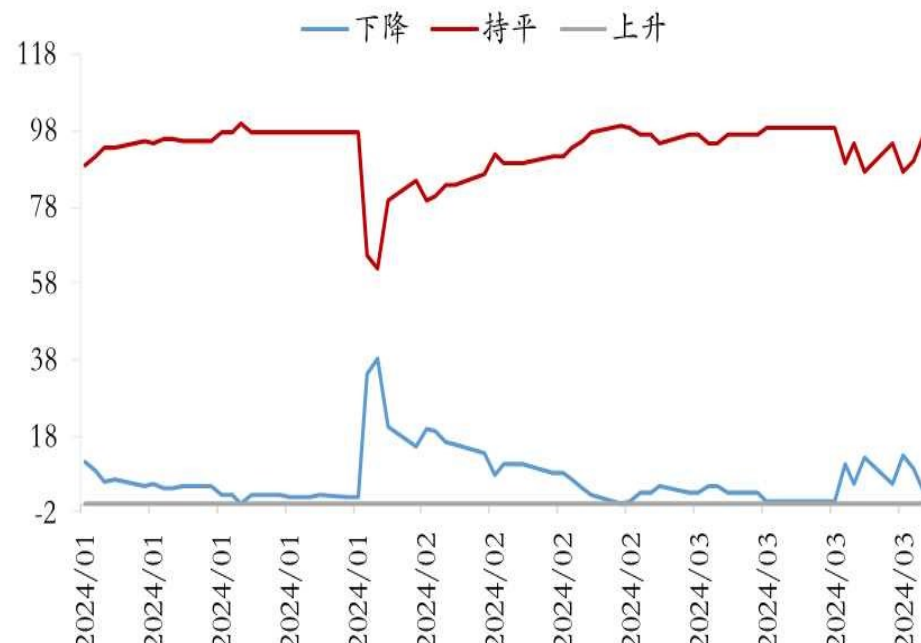
- 非美经济体恐先于美联储降息，推动美元指数走强。3月21日，瑞士国家银行（瑞士央行）将利率下调了25个基点至1.50%，超市场预期。同时，欧洲央行表示将于今年6月降息。相比之下，美国6月启动降息时点仍有一定不确定性。在瑞士央行超预期降息后，引发了后续非美经济体可能产生“竞争性降息”的担忧，推升美元指数走强。预计在美联储对于6月降息提供更具前瞻性指引之前，美元指数依然维持强势。

美国PMI处于低位，但GDP增速维持韧性



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

市场对5月FOMC目标利率持平押注有所波动



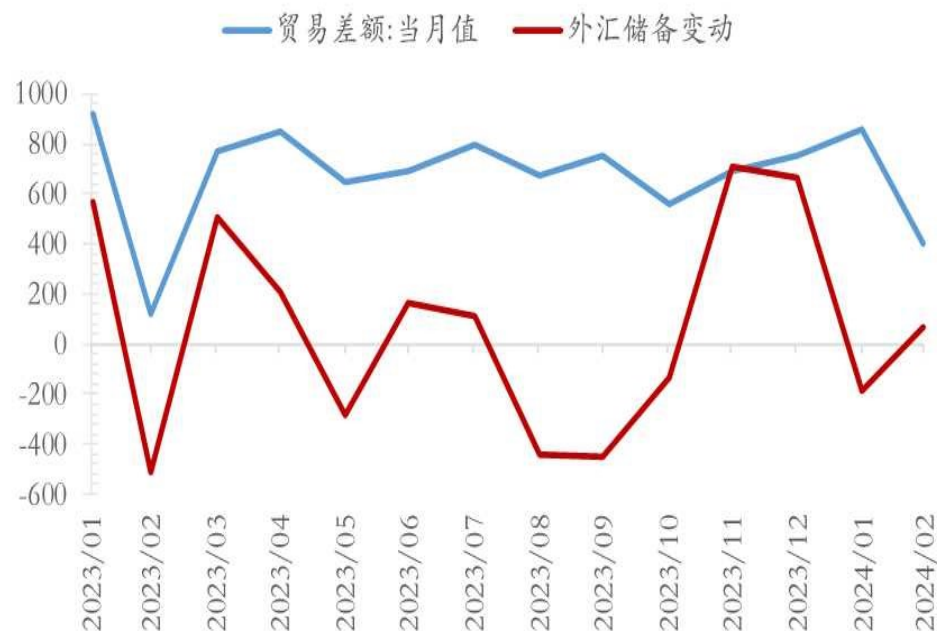
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具：下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：美元走强加剧人民币贬值压力，但预计幅度有限

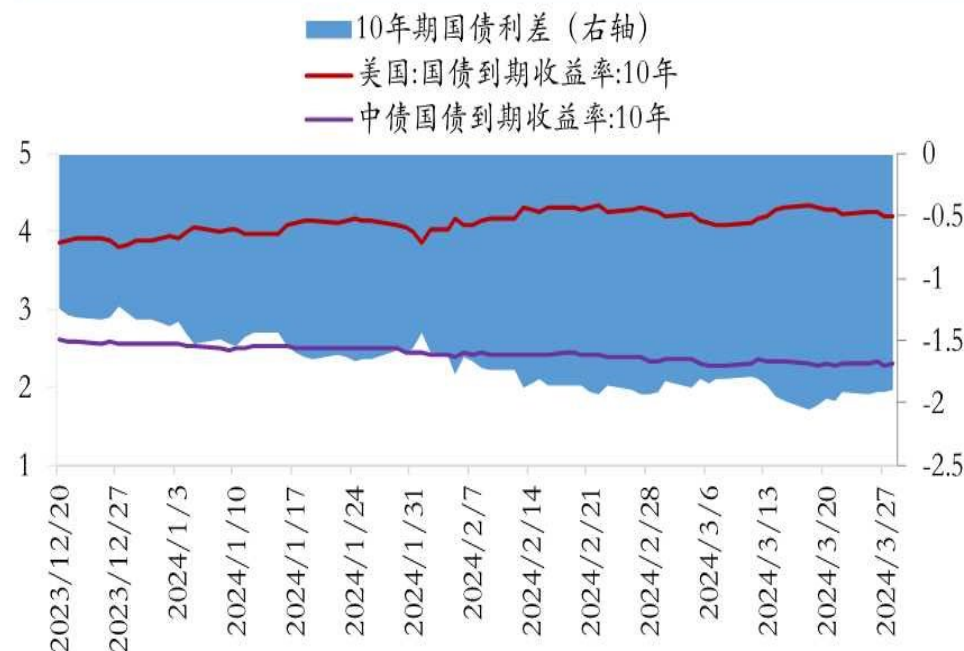
- **美元走强加剧人民币贬值压力，但预计幅度有限。**进入2024年后，随着美联储降息预期持续修正，叠加国内货币偏宽松，美债利率反弹、国债利率延续下行，导致中美利差“倒挂”进一步加剧，成为汇率贬值的重要压力。叠加欧洲等其他经济体可能先于美联储降息的担忧逐步发酵，美元指数明显走强也加剧了人民币汇率贬值压力。但后续随着美联储货币政策转向确定性逐步清晰，美债收益率有望逐步回落，同时国内经济增长基本面向好，二季度财政接续发力、国债发行量不低，推动中美利差“倒挂”逐步收窄。当前，央行对于汇率干预力度依然不弱，预计人民币汇率最终贬值幅度较小。

2月外汇储备由维持小幅净流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差延续扩大态势



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。