

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

一季度经济数据的大类资产含义是什么？

一季度经济数据刚刚公布，总量来看基本符合预期，但结构变化较为明显，这样的数据对资产价格的含义是什么？

- **A股：信用收缩对估值的下行压力依然存在但接近尾声。**从总量来看，一季度经济增速环比较弱，货币政策进一步收紧的概率变得越来越低，信用仍可能进一步收缩但幅度难以再超预期。具体来看，4月份社融存量同比增速仍可能进一步下滑，但下滑的幅度预计开始收窄，同时市场对信用收缩的预期已经较为充分，也就是说，“杀估值”最为剧烈的时间或许已经过去，这就意味着**A股再度出现系统性下跌的概率不高**。从结构来看，一方面，前期估值较高的“抱团股”调整幅度已经相对较大，进一步调整空间已经有限；另一方面，一些市值相对偏中的标的估值有所回升；也就是说，估值收敛是通过高估值回落和低估值回升双向进行的，这意味着**A股的风险偏好已经开始企稳**。从时点来看，**5月中旬公布4月经济数据时，是一个值得关注的时间窗口——4月信用风险充分释放、大宗商品价格走势变得明朗（滞胀风险下降）、风险偏好边际改善。**
- **商品：工业品需求正在从上游逐步转向中下游。**从国内来看，消费数据环比改善明显，工业生产环比走弱，意味着拉动经济增长的驱动力正在从工业转向服务业；结构上，地产建安投资走弱方向较为确定，基建投资尽管可能在专项债发行支撑下有所回升，但预计力度有限（尤其在全年增速和就业目标相对实现难度不高、决策层比较关注大宗商品价格的背景下），意味着上游大宗商品的需求可能边际放缓。从海外来看，美国零售销售数据也开始出现大幅攀升，地产销售开始走弱，意味着拉动美国经济增长的动力也正在逐步转向服务业和消费，这将带来两个变化：一是拉动美国通胀的分项从PPI转向核心PCE，二是美国经济增速将出现大幅上升（消费贡献大）；也将导致两个结果：一是美联储退出刺激时间可能加快，二是商品需求边际放缓。**但商品价格近期受供给影响可能更大。**具体来看，原油的供给弹性最强，OPEC+的实际增产幅度和页岩油的产量恢复，将是未来1-2个季度油价波动的主要影响因子；国内黑色和铝的供给，受到地方政府“碳达峰”政策的制定和实施力度的影响较大；其他工业品比如铜、铁矿石等商品的供给，受到产能恢复情况和运输等问题的影响较大。不过，**比较确定的是，如果疫情不出现新的变化，供需缺口收窄的概率较大，整体工业品价格的高点可能已经看到。**
- **中国国债：长端收益率易下难上，但下方空间有限。**驱动10年期国债收益率下行的因子主要在于通胀预期。首先，短端利率进一步下行的概率和空间基本不存在。经济增速尽管环比较低，但全年增速、就业目标完成概率依然较高，如果资产价格不再出现系统性下行压力，那么流动性转向宽松的必要性就不高，约束短端利率下行空间。其次，市场风险偏好有所企稳。从股市来看，杀估值最为剧烈的时间可能已经过去；从信用市场来看，尽管信用仍将收缩，但整体信用风险相对可控（也就是说通过流动性宽松来对冲信用风险的概率不高）。那么，收益率的下行空间将取决于商品价格下行带来的通胀预期回落。本轮商品价格的上涨更多是供需错位带来，长期、进一步上行的概率不高，后期如果商品价格出现回落，那么通胀预期回落反而可能带动收益率有所下行。
- **人民币汇率：窄幅双向波动，难以成为资本市场资金流动的主要驱动因子。**一方面，美元指数仍可能进一步上涨，但短期大幅上行的概率依然不高；另一方面，中国经济基本面、货币政策稳定性和资本市场开放都更有利于吸引外资，即使美元升值，人民币相对美元贬值的空间可能相对不大。同时，中国资本市场的稳定性、开放性和便利性都在进一步改善，对外资的吸引力不断上升。

风险提示：疫情出现新的变化；货币和财政政策的收紧程度高于预期；中美关系出现不利变化。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19002

