

分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758
研究助理：魏际维
021-50586982

货币政策错位加剧，中美利差倒挂

——大类资产配置专题

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年04月11日

相关报告

《大类资产配置专题：海外货币政策加速转向》 2022-01-05
《大类资产配置专题：复苏放缓，均衡配置》 2021-08-08
《大类资产配置专题：资产整体“偏贵”，聚焦轮动机会》 2021-07-17

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **3月宏观层面关注点依旧在俄乌地缘政治危机和主要货币政策当局动向上。**前者一度带来商品价格的剧烈上涨，但近期已有所回落。美联储3月如期加息25bp，但后续表态偏鹰，市场年内加息预期持续加强，10年美债利率大幅上行，目前已经突破2.7%。3年、5年、7年美国国债利率对10年利率倒挂，显示市场对长期利率和经济前景分歧较大，对美国经济明年陷入衰退的可能性存在一定担忧。国内方面，奥密克戎病毒传播能力较强带来疫情最为严峻的一轮反弹。3月以来深圳、上海等多个城市采取封控措施，经济形势趋弱。PMI回落到荣枯线以下，房地产市场需求修复持续偏弱，市场对人民银行采取降息等举措进一步宽松货币政策有较强期待。目前人民银行态度较为谨慎，以强调再贷款等结构性货币政策工具为主，对是否降息仍不明确。我们认为降息的可能性仍然可观，市场或在4月的金融数据发布和MLF、LPR利率公布时点围绕降息预期进行博弈。继前期短端国债利率倒挂之后，目前中美10年期国债利差已经倒挂。未来人民币汇率可能趋于回落。
- **3月全球股市表现分化，俄罗斯股市反弹，A股、港股市场表现靠后。股市配置价值显现，短期底部震荡。**3月A股市场多数行业下跌，仅受益于大宗商品价格上涨和稳增长政策的煤炭、地产行业上行，汽车、家电、有色、消费服务和电子表现最弱。3月上半月，地缘政治局势紧张和在美中概股退市风险强化驱动外资短时间大幅流出，并带来市场恐慌性抛售。3月中旬以金稳委会议的表态为标志，恐慌情绪缓解，市场快速反弹后震荡企稳。我们认为A股和港股目前配置价值已较为明显。近期国内经济形势受到疫情较强冲击，股市预计短期维持底部震荡态势。国内债市3月表现为震荡行情，总体略有下行，月中在2月经济和金融数据发布前后一度剧烈震荡。
- **3月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益，主要反映地缘政治危机持续发酵对经济前景的拖累。**本月我们推荐中高配置权益，标配债券，中低配商品。商品价格波动最为剧烈的时期可能已经过去，月初以来明显有所回落。股市方面建议超配，A股和港股在前期连续下跌和疫情冲击经济形势的背景下连续一段时期偏弱，已有较好的配置价值。国内债市短期基本面顺风，美债在短期急速上行后也已经较大程度上释放了调整压力，我们推荐转为标配。

风险提示：(1) 通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；
(2) 疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

内容目录

1. 货币政策错位加剧，中美利差倒挂.....	4
1.1. 地缘政治僵局持续，国内外货币政策错位加剧.....	4
1.2. 大类资产配置策略：耐心持有权益，债券回归标配.....	8
2. 股票：恐慌情绪缓和，短期底部震荡.....	13
3. 债券：美债利率快速上行.....	17
4. 商品与外汇：人民币趋向回落.....	20
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：全球新增确诊高峰度过.....	4
图 2：3 月制造业 PMI 收缩.....	5
图 3：生产回落.....	5
图 4：春节错位 2 月工业增加值同比反弹.....	5
图 5：固定资产投资回升.....	5
图 6：基建投资增速回升.....	5
图 7：消费有所复苏.....	5
图 8：出口放缓.....	6
图 9：CPI 平稳.....	6
图 10：M2 同比下降.....	6
图 11：居民长贷负增.....	6
图 12：主要行业库存抬升.....	6
图 13：采矿业和制造业利润表现.....	6
图 14：地产销售与挖掘机销售回落.....	7
图 15：汽车销售短期回升.....	7
图 16：美国就业数据.....	7
图 17：美国住房开工.....	7
图 18：美国通胀.....	7
图 19：主要发达国家核心通胀.....	7
图 20：欧元区通胀.....	8
图 21：欧元区 PMI.....	8
图 22：OECD 领先指标.....	8
图 23：韩国和越南出口.....	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数.....	8
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率.....	9
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现.....	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征.....	10
图 28：商品指数波动率.....	10
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年.....	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年.....	11
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性.....	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性.....	12
图 33：3 月全球资产表现.....	12
图 34：2010 年以来参考组合表现.....	13
图 35：不同再平衡设置下被动配置组合表现.....	13

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)	14
图 37: MSCI 发达市场和新兴市场	14
图 38: 标准普尔 500 波动率指数	14
图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)	15
图 40: A 股风格指数表现	15
图 41: A 股行业涨幅排名	15
图 42: A 股成交规模与市值	16
图 43: A 股筹资金额	16
图 44: A 股市场情绪	16
图 45: 金融地产板块估值	17
图 46: 联邦基金利率	18
图 47: Ted 息差	18
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模	18
图 49: 联储资产负债表负债端主要项目	19
图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势	19
图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期	19
图 52: 美国国债期限结构	19
图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率	20
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率	20
图 55: 美国投资级信用债信用利差	20
图 56: 中美利差	20
图 57: 本月主要商品涨幅排序	21
图 58: 黄金及白银价格	21
图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值	21
图 60: 金铜比与 10 年期美债	21
图 61: 黄金与美国实际利率	21
图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势	22
图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势	22
图 64: LME 铜、镍、锡价格走势	22
图 65: LME 铝、铅、锌价格走势	22
图 66: 铜库存情况	22
图 67: 铜供需缺口	22
图 68: CBOT 小麦、玉米走势	23
图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势	23
图 70: 原油价格走势	23
图 71: 动力煤、天然气价格走势	23
图 72: 天然橡胶、聚丙烯价格走势	23
图 73: 建材价格走势	23
图 74: CRB 现货指数走势	24
图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势	24
图 76: 美日、美德利差走势	24
图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率	24
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关--	24
图 79: 美元指数走势	25

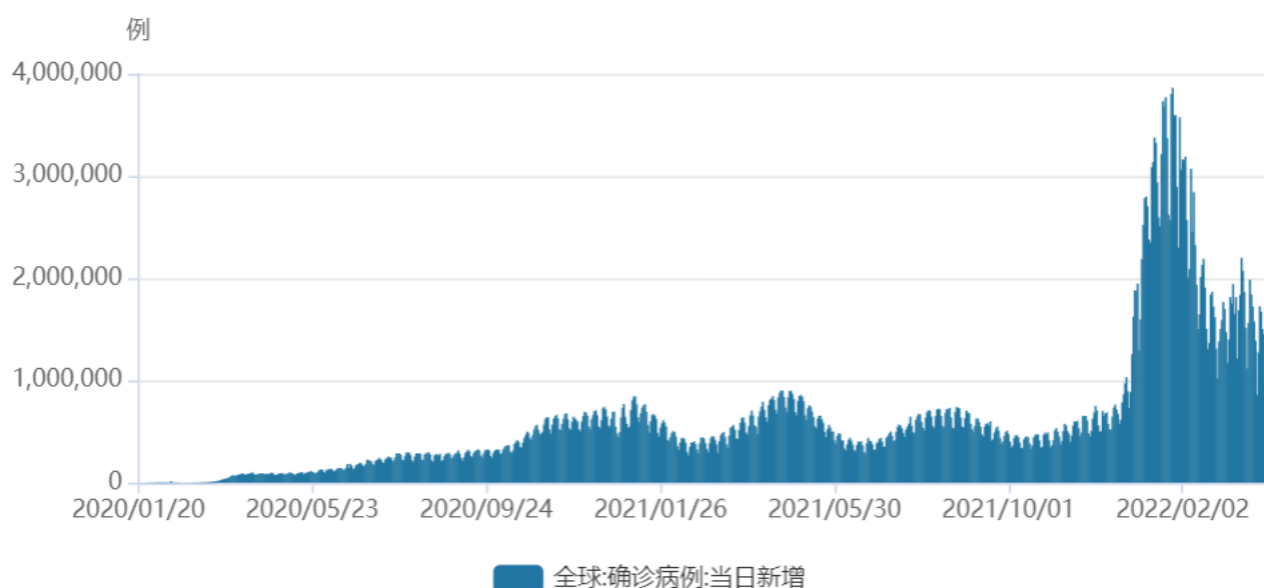
1. 货币政策错位加剧，中美利差倒挂

1.1. 地缘政治僵局持续，国内外货币政策错位加剧

3月宏观层面关注点依旧在俄乌地缘政治危机和主要货币政策当局动向向上。前者一度带来商品价格的剧烈上涨，但近期已有所回落。美联储3月如预期加息25bp，但后续表态偏鹰，市场年内加息预期持续加强，10年美债利率大幅上行，目前已经突破2.7%。3年、5年、7年美国国债利率对10年利率倒挂，显示市场对长期利率和经济前景分歧较大，对美国经济明年陷入衰退的可能性存在一定担忧。

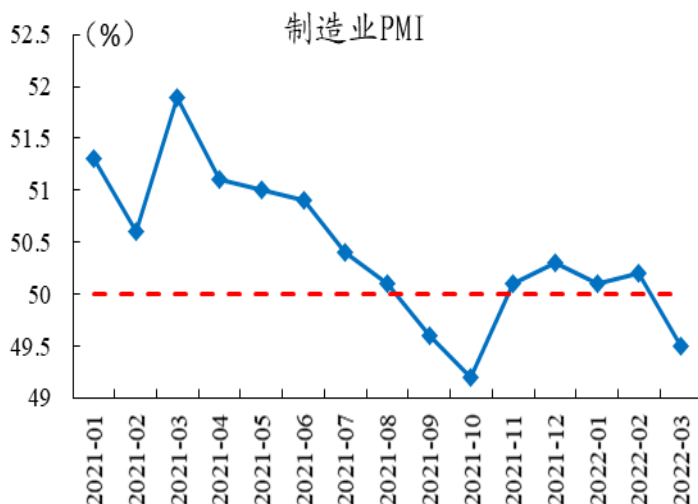
国内方面，奥密克戎病毒传播能力较强带来疫情最为严峻的一轮反弹。3月以来深圳、上海等多个城市采取封控措施，经济形势趋弱。PMI回落到荣枯线以下，房地产市场需求修复持续偏弱，市场对人民银行采取降息等举措进一步宽松货币政策有较强期待。目前人民银行态度较为谨慎，以强调再贷款等结构性货币政策工具为主，对是否降息仍不明确。我们认为降息的可能性仍然可观，市场或在4月的金融数据发布和MLF、LPR利率公布时点围绕降息预期进行博弈。继前期短端国债利率倒挂之后，目前中美10年期国债利差已经倒挂。未来人民币汇率可能趋于回落。

图 1：全球新增确诊高峰度过



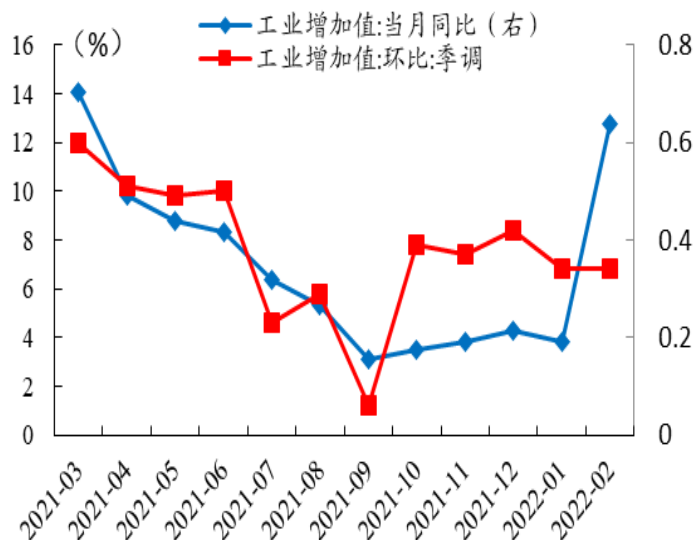
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：3 月制造业 PMI 收缩



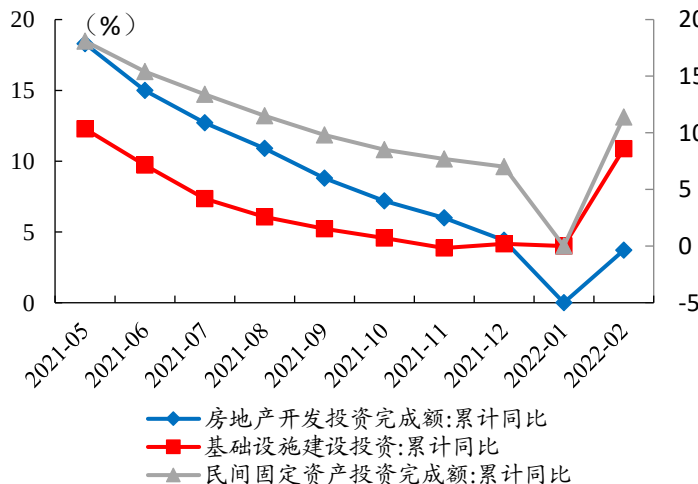
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：春节错位 2 月工业增加值同比反弹



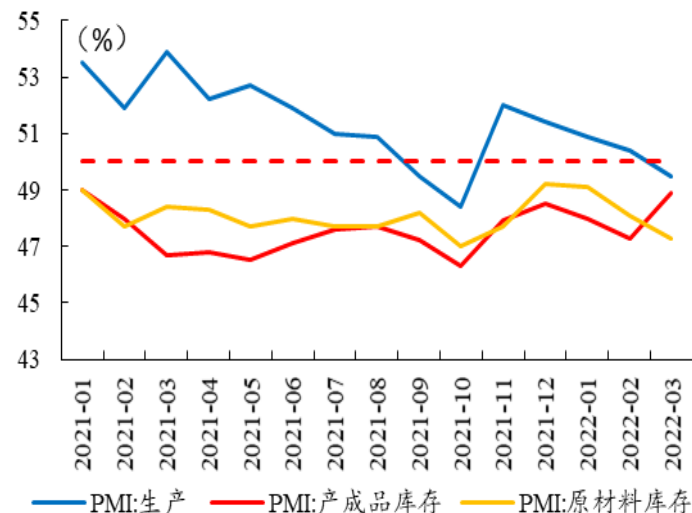
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：基建投资增速回升



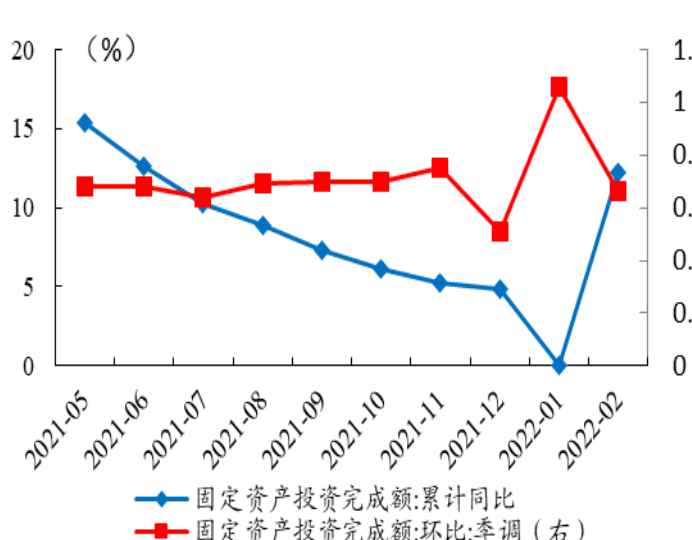
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



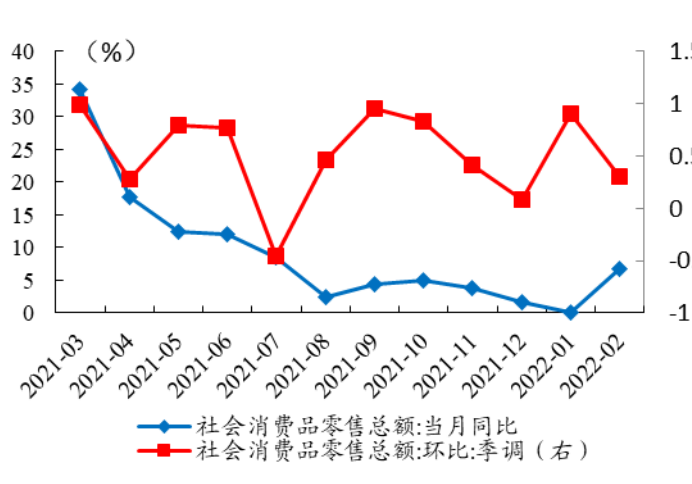
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资回升



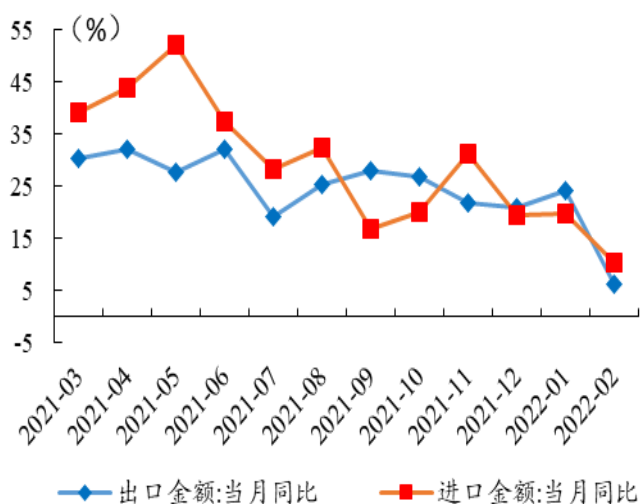
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费有所复苏



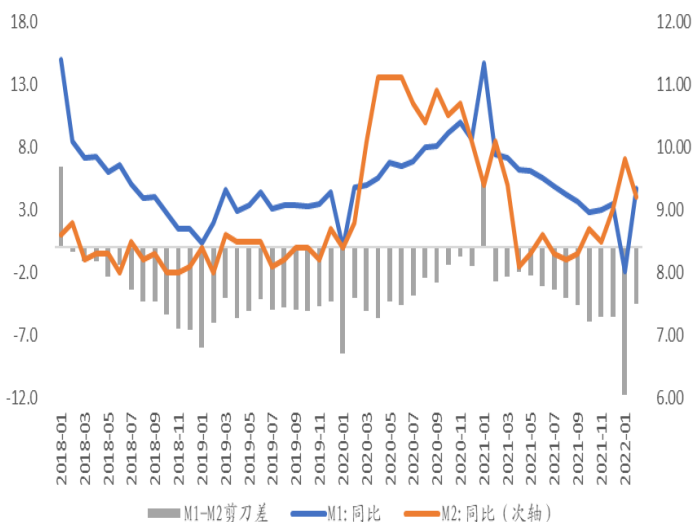
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口放缓



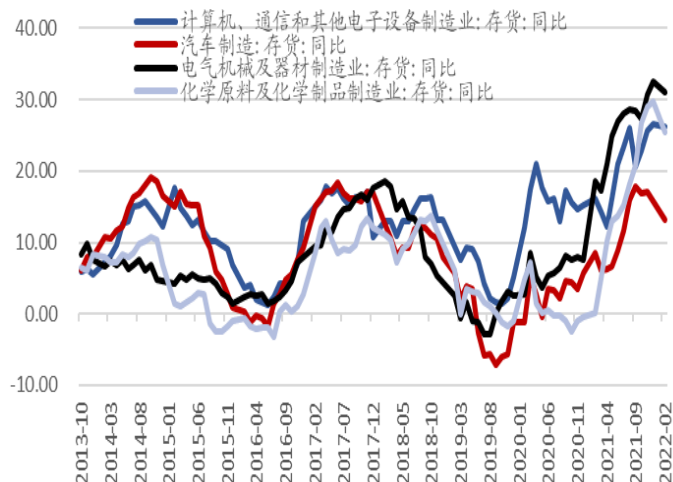
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比下降



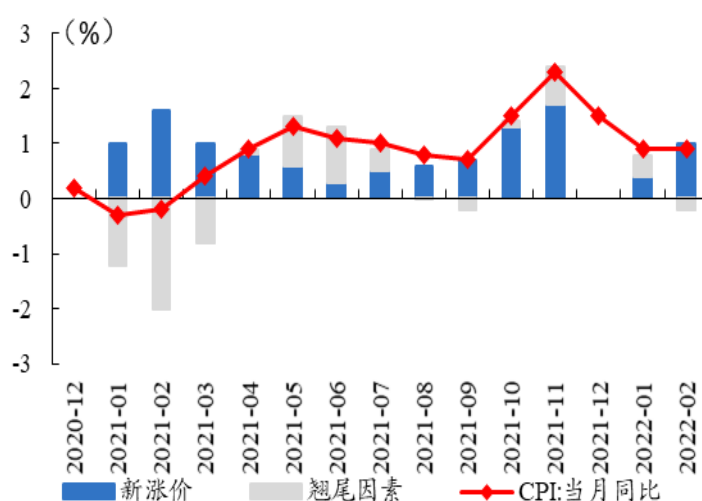
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业库存抬升



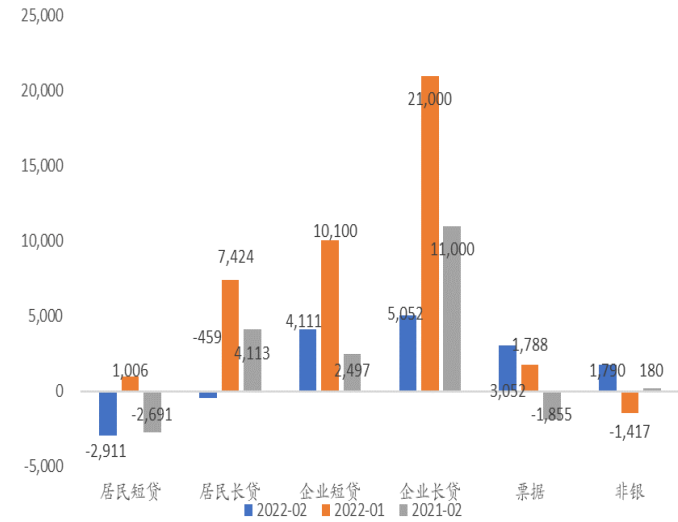
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 平稳



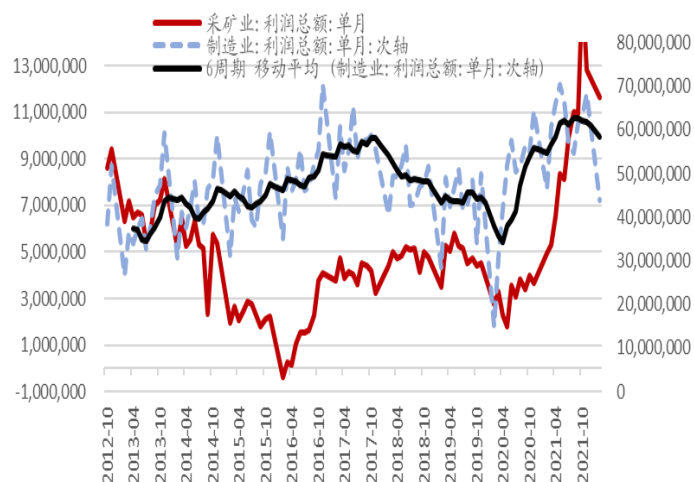
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民长贷负增



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售回落



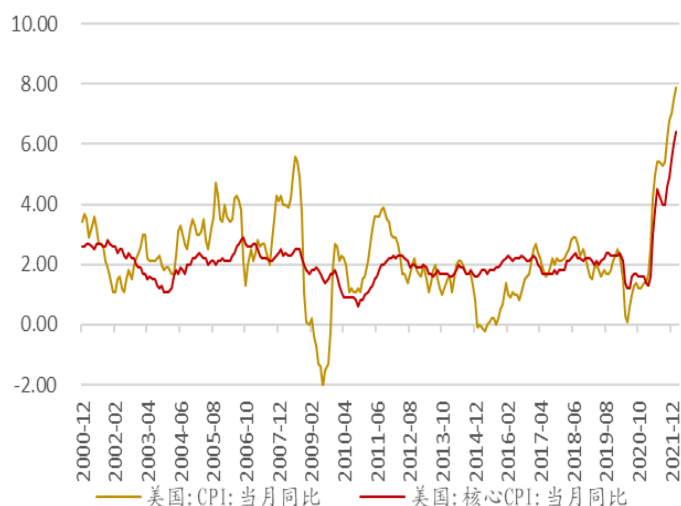
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国就业数据



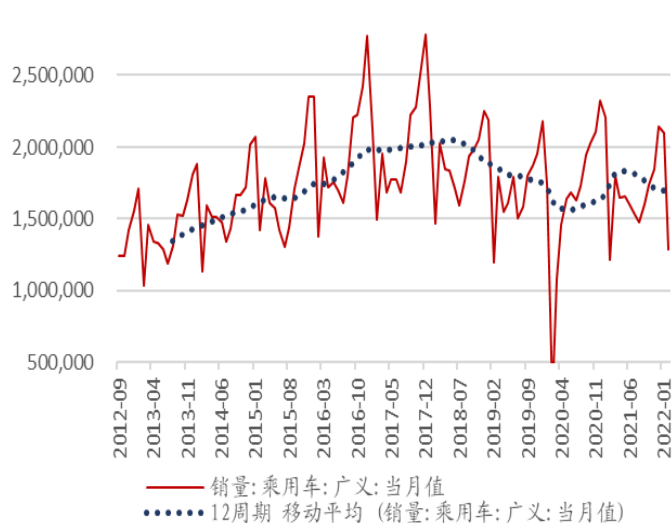
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



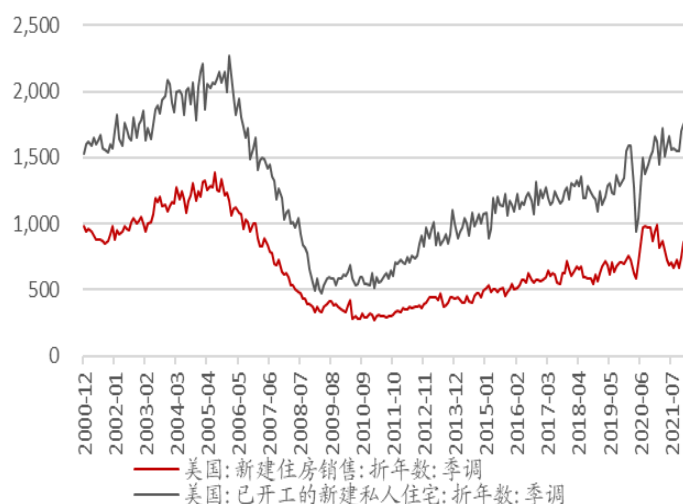
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售短期回升



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房开工



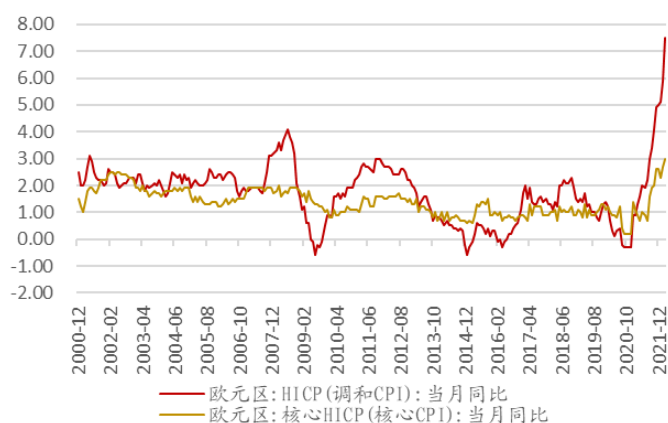
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



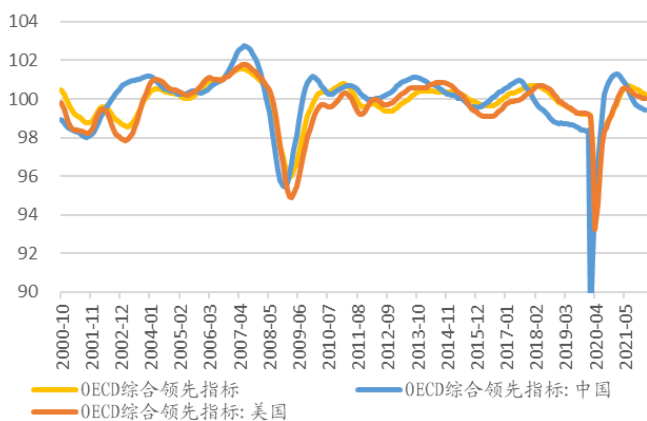
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数

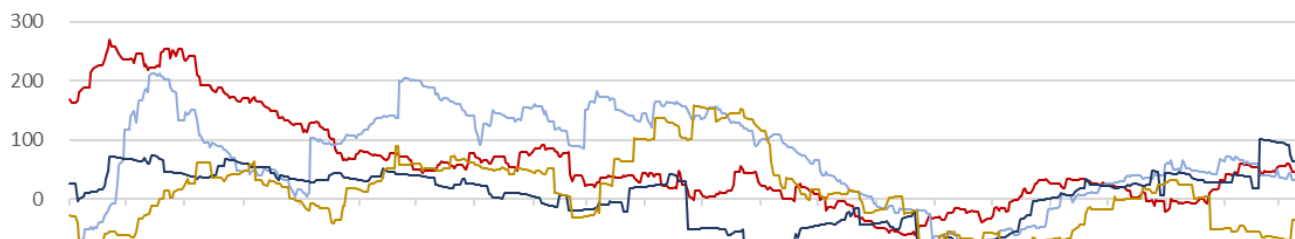
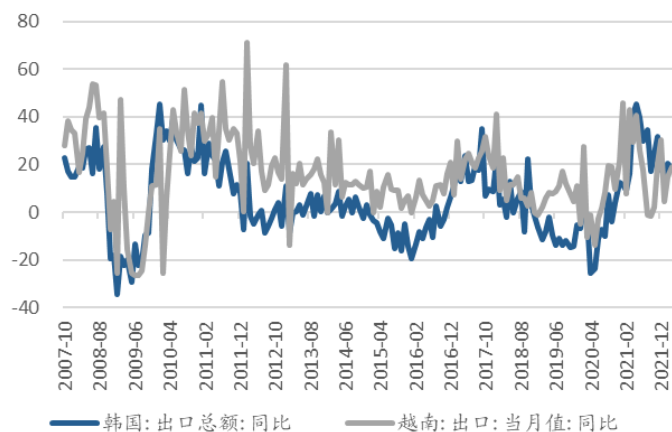


图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

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_40223

