

相关研究

《中国新旧动能转换的思考：借鉴 98-00 年》2024.4.10

《白马或成中期主线——A 股二季度展望》2024.4.6

《权益或将占优，利率低位震荡——2024 年大类资产配置展望》2024.1.11

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:z zx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:w xk12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:l zh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

Email:l lz13859@haitong.com

联系人:藏多

Tel:(021)23212041

Email:z d14683@haitong.com

## 静候佳音

### ——2024 年二季度大类资产配置展望

#### 投资要点:

- 核心结论:** ①一季度国内经济总量向好但结构分化，美国经济和通胀保持韧性；原油、美股和有色涨幅靠前。②二季度我国经济或继续修复，但薄弱环节仍需政策支持；美国经济仍有支撑，核心焦点依然在通胀。③二季度 A 股或震荡蓄势，债市利率低位震荡加剧，商品方面原油、有色工业金属或表现较好，黄金关注长期配置价值。
- 一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优。** 一季度国内经济呈现总量稳中向好，结构分化的趋势。生产端，外需型行业表现优于内需型行业。需求端，基建投资和假日经济驱动的服务消费是经济增长的主要驱动力，但地产的拖累仍在持续。美国经济和就业继续呈现韧性，通胀连续反弹，降息预期逐渐修正。从大类资产表现来看，海内外资产市场表现分化，原油、有色和美股整体更优。大宗商品中，原油、黄金、白银、铜普涨，而国内地产拖累黑色系商品表现。股债市场中，年初以来 A 股呈现 V 型走势，美股表现强劲；国内债市利率由快速下行转为窄幅震荡，美债利率震荡上行。
- 二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在。** 二季度生产增速能否持续回升，主要取决于出口链、新兴行业能否保持高景气度。我们认为基建投资和服务消费或延续修复趋势，制造业投资和耐用品消费或成增长新动力，地产能否低位企稳，需要政策加码。总体来看，今年全年要实现 5% 的增长目标，积极的宏观政策需要延续。海外方面，美国经济短期或仍有韧性，货币政策核心焦点依然在通胀，美债供给压力有限，美债利率或仍有上行空间。
- 二季度资产配置展望：股债震荡蓄势，静待趋势行情。** A 股短期还需观察基本面业绩情况，二季度整体或处在震荡蓄势。中期视角下白马板块或逐渐迎来布局机会，白马成长持续性更好。债市或走向低位震荡加剧格局。票息和波段策略积极为之；信用债资产荒大概率延续，追逐票息仍为市场热点；转债估值或窄幅震荡。大宗商品市场预计以海外需求、新兴行业需求为主的原油，以及铜、铝等有色工业金属或表现较好，钢铁、煤炭等内需型品类或相对平淡，同时我们也建议关注黄金的长期配置价值。
- 风险提示：** 国内经济复苏不及预期，海外货币政策变化超预期。

## 目 录

---

1.	一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优 .....	5
2.	二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在 .....	7
3.	二季度资配展望：股债震荡蓄势，静待趋势行情 .....	9

## 图目录

图 1	一季度经济各项指标稳中向好 (%)	5
图 2	生产端外需型行业表现优于内需型 (%)	5
图 3	餐饮消费表现优于商品消费 (%)	5
图 4	基建投资是投资改善的主要动力 (%)	5
图 5	美国居民消费仍较稳定 (%)	6
图 6	当前市场预期美联储 24 年下半年开启降息	6
图 7	24 年一季度全球大类资产表现回顾	6
图 8	一季度 AI 浪潮等因素推动美股表现强势	7
图 9	一季度 A 股先跌后涨	7
图 10	一季度中美利率走势继续分化	7
图 11	一季度黄金、原油价格上行	7
图 12	今年专项债发行进度相对后置	8
图 13	清明假期消费表现亮眼 (2017 年=100)	8
图 14	美国非农商业部门劳动生产率明显提升	8
图 15	美联储经济预测表 (%)	8
图 16	历史大底第一波反弹期间行业涨幅较为均衡	10
图 17	2 月以来稳定型和灵活型外资逐渐加仓	10
图 18	白马稳定与白马成长相对表现	10
图 19	白马稳定与白马成长相对估值	10
图 20	当前债市利率点位已偏低	11
图 21	资金面表现平稳, DR007 中枢仍在 OMO 上方 (%)	11
图 22	金价和美债实际收益率明显负相关	13
图 23	铜、铝库存都在相对低位	13

## 表目录

---

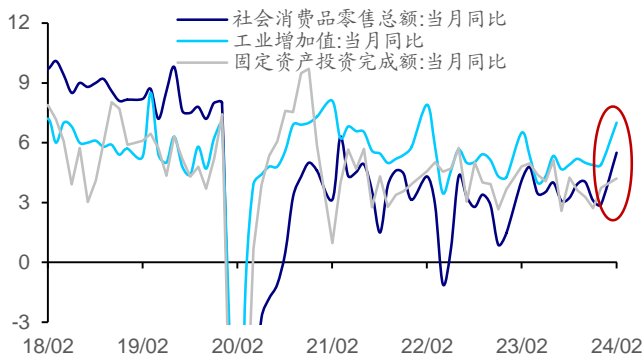
表 1	过去四次大底后的第一波反弹行情 .....	9
表 2	历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度（时间的起点和终点由上证综指刻画）	10
表 3	信用债品种利率水平与利差分位数（%，截至 4 月 10 日） .....	12

2024 年一季度，国内经济稳中向好但结构有所分化，海外降息预期逐渐修正，国内外股债和大宗市场涨跌分化。展望二季度，基本面的信号日趋明确，在此背景下，大类资产的走势将如何演绎？本文对此进行分析。

## 1. 一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优

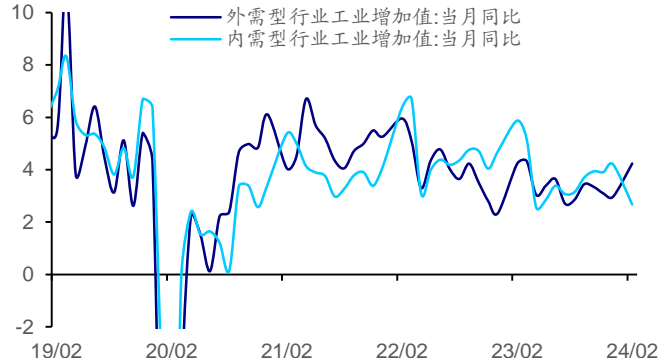
**2024 年一季度国内经济呈现总量稳中向好，结构分化的趋势。**与剔除基数后的 2023 年数据相比，2024 年年初经济中生产、投资、消费、出口各项指标均边际回升，但结构的不平衡有所加剧。生产端，外需型行业表现优于内需型行业。海外需求仍有韧性，1-2 月我国出口同比增速为 7.1%，较去年有明显改善，尤其是机电产品、塑料制品等均有不错表现，这使得相应行业的生产保持较高增速。根据投入产出表中出口占最终产出的比重，我们将工业行业划分为外需型和内需型，对比两者可以发现，今年 1-2 月两类行业走势相反，其中电子设备、橡塑制品等外需型行业生产明显改善，而农副食品、医药、煤炭开采等内需型行业生产则边际走弱。需求端，基建投资和假日经济驱动的服务消费是经济增长的主要驱动力，但地产的拖累仍在持续。2023 年年底增发的 1 万亿国债在 2 月下发完毕，基建资金相对充裕，带动年初基建投资回升。春节假期效应驱动下的餐饮、服务消费表现亮眼，走亲访友、宴请娱乐带来的烟酒、粮油食品、饮料消费增速均在前列，根据国家统计局的数据，1-2 月服务零售额同比增长 12.3%，增速明显高于整体消费 5.5% 的增速。地产基本面呈现供需两弱的趋势，尤其是商品房销售面积仍为 20% 以上的跌幅，这使得地产投资跌幅较去年 12 月进一步扩大，仍是经济的主要拖累项。

图1 一季度经济各项指标稳中向好 (%)



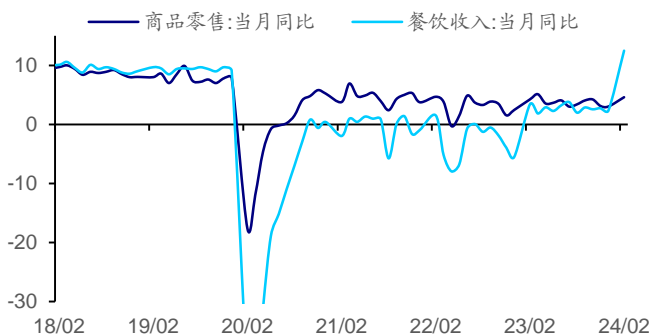
资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023 年为较 2019 年年化增速

图2 生产端外需型行业表现优于内需型 (%)



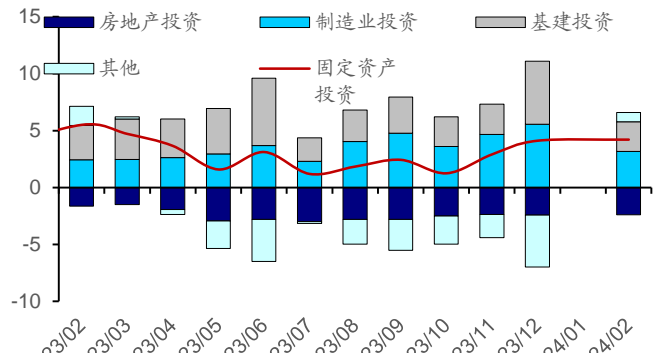
资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023 年为较 2019 年年化增速

图3 餐饮消费表现优于商品消费 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023 年为较 2019 年年化增速

图4 基建投资是投资改善的主要动力 (%)

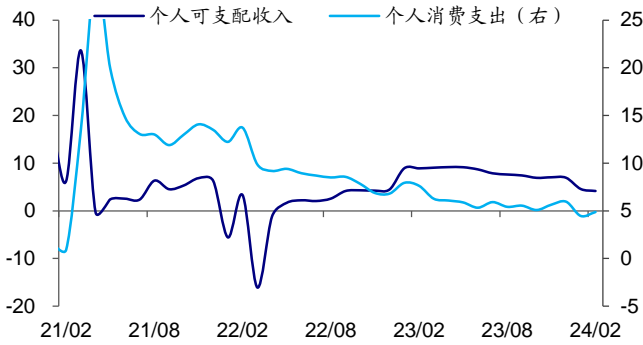


资料来源：Wind，海通证券研究所

**美国经济和就业继续呈现韧性，通胀连续反弹，降息预期逐渐修正。**前期美国财政的积极发力和劳动力薪酬的增长为居民积累了一定的财富和超额储蓄，24 年以来人工智能浪潮推动下美股表现强势，居民部门财富效应持续显现，支撑经济表现出较好韧性。2 月美国个人消费支出环比提升 0.6pcts，高出市场预期，消费高频数据显示美国零售和食品服务支出仍明显高于疫情前水平；3 月 ISM 制造业 PMI 较 2 月回升 2.5 至 50.3，明

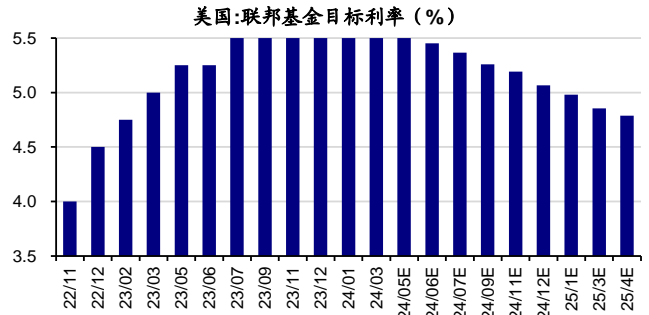
显超出市场预期，并且为 2022 年 11 月以来首次升至荣枯线之上。就业市场同样表现较好，3 月新增非农就业人数超出市场预期，创 2023 年 5 月以来高点。通胀方面，受能源价格回升以及低基数影响，美国通胀连续反弹，3 月 CPI 同比较 2 月上行 0.3 个百分点至 3.5%；核心 CPI 下行则受核心服务影响陷入“停滞”。在此基本面环境下，市场对美国降息预期逐渐降温。据 CME 观察显示，截至 4 月 10 日，市场预期美联储降息时点已推迟至 9 月，预期年内降息次数也下调为 2 次。

图5 美国居民消费仍较稳定 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 当前市场预期美联储 24 年下半年开启降息



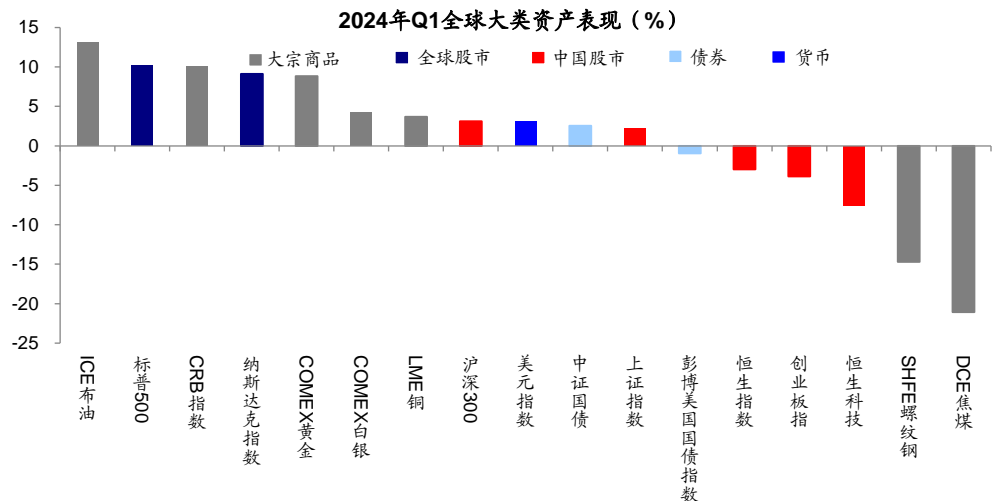
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 24/4/10

一季度大类资产表现: 海内外资产市场表现分化, 原油、有色和美股整体更优。

具体来看, 大宗商品表现分化, 有色强势领涨、黑色逆势下跌。一季度受益于 OPEC+ 维持石油减产策略<sup>1</sup>、地缘政治冲突持续演绎、降息和全球经济需求提振的乐观预期等因素共同影响, 原油、黄金、白银、铜普涨, CRB 商品指数涨幅达 10%。但与此同时, 国内地产基本面仍呈底部低位震荡趋势, 拖累国内定价的黑色系商品表现, DCE 焦煤跌幅超 20%。

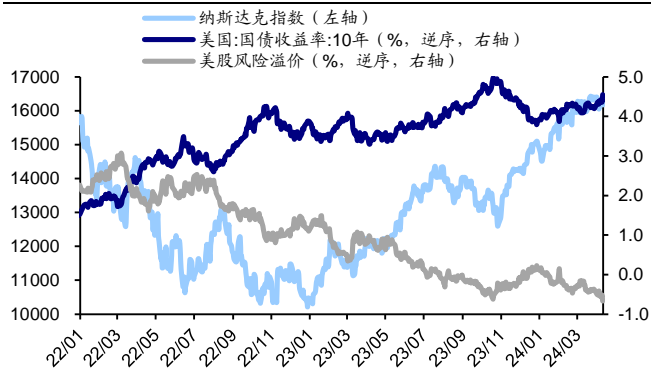
从中美股债走势来看, 美股优于 A 股, 而中债优于美债。1 月-2 月初 A 股在基本面和资金面等利空因素扰动下市场快速下跌, 而随着积极的政策陆续出台, 资金面也出现积极变化, 2 月初至今 A 股快速反弹。在股债跷跷板效应和流动性平稳宽松、资产荒格局演绎的推动下, 10Y 国债利率由年初的 2.56% 快速下行至 3 月初 2.27% 的低点, 随后受止盈情绪、供给担忧等影响走出窄幅震荡行情。美国方面, 一季度经济、就业和通胀均表现出韧性, 且美联储表态中性偏鹰, 市场对于降息的预期逐渐修正, 美债利率震荡上行。美股在流动性环境改善、AI 浪潮、经济基本面数据和乐观预期的推动下表现强劲, 标普 500 和纳斯达克指数涨幅均在 10% 附近。

图7 24 年一季度全球大类资产表现回顾



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 截至 2024/3/31

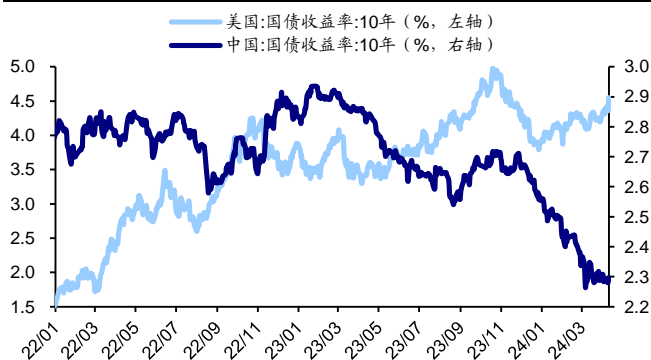
<sup>1</sup> [http://www.news.cn/2023-12/01/c\\_1130003078.htm](http://www.news.cn/2023-12/01/c_1130003078.htm)

**图8 一季度 AI 浪潮等因素推动美股表现强势**


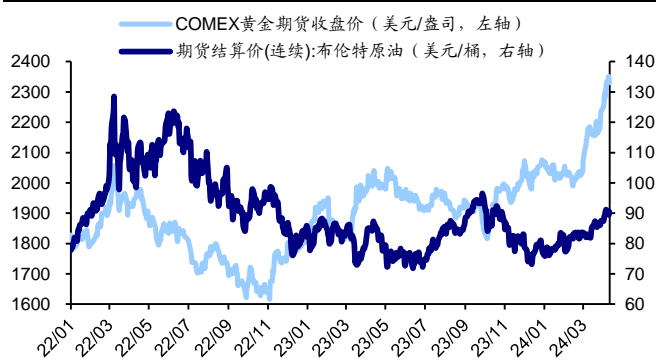
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 24/4/10

**图9 一季度 A 股先跌后涨**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 24/4/3

**图10 一季度中美利率走势继续分化**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 24/4/10

**图11 一季度黄金、原油价格上行**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 24/4/10

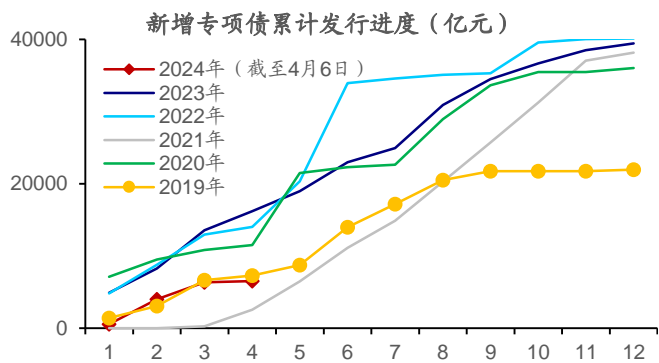
## 2. 二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在

前文中我们回顾了一季度的全球宏观运行和大类资产表现。展望二季度，基本面数据空窗期已过，经济修复信号将更为及时和全面，政策落地效果也将逐渐明晰，宏观经济情况将是指引各类资产市场找到下一步行情主线的主要风向标。总体而言，我们认为国内经济或继续修复，海外或韧性仍在。以下具体分析：

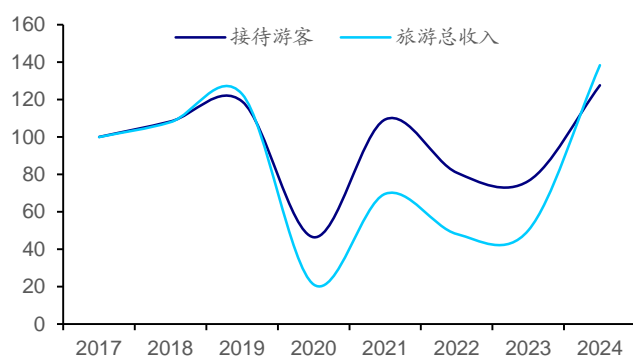
**二季度经济或继续修复，但经济的薄弱环节仍需政策支持。** 二季度生产增速能否持续回升，主要取决于出口链、新兴行业能否保持高景气度。从4月的高频数据来看，虽然汽车等行业生产指标仍在近年同期高位，但部分行业生产指标开始回落，如光伏行业，前期表现平淡的传统行业生产指标仍没有出现明显的改善。基建投资和服务消费或延续修复趋势。今年专项债发行进度偏慢，意味着更多资金或在二季度及之后投放，我们预计随着增量资金落地、更多项目到位，基建投资增速或有进一步抬升。二季度节假日较多，如清明、端午、五一等，清明假期消费数据表现亮眼，人口流动、电影消费等数据均有明显改善，这或意味服务消费的热度仍将持续，制造业投资和耐用品消费或成增长新动力。3月，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》<sup>2</sup>，明确提出“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”、“实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动”。在政策支持下，我们预计制造业投资中的改建投资、大宗耐用品消费，增速或较一季度有进一步改善，成为经济新的增长动力。地产能否低位企稳，需要政策加码。从地产基本面的高频数据来看，当前地产销售仍在底部，未见明显起色，地产投资或继续底部震荡。我们在报告《中国新旧动能转换的思考：借鉴 98-00 年》中指出，我国新市民规模近三亿人，且不断增加，如果政策能够激励新市民购房需求释放，或使得我国商品房销售面积企稳，带动地产投资跌幅收窄，一定程度上托底经济。

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/content/202403/content\\_6939232.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202403/content_6939232.htm)

总体来看，今年全年要实现5%的增长目标，积极的宏观政策需要延续。2024年《政府工作报告》<sup>3</sup>中指出，今年的GDP目标增速在5%左右，在基数抬升的背景下，今年的增长目标更显高质量要求。基于目标，报告还指出要“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定”。我们预计今年稳增长政策仍将进一步发力，加强宏观政策的逆周期和跨周期调节，扶持优势行业、鼓励新质生产力，发展新动能；托底经济的薄弱环节，稳住旧动能。

**图12 今年专项债发行进度相对后置**


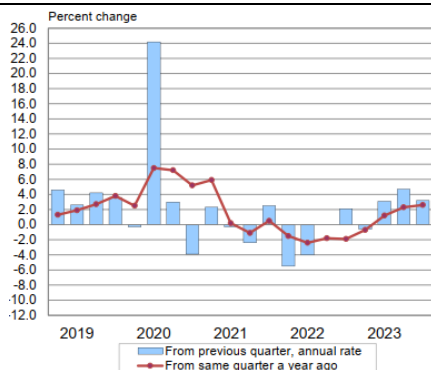
资料来源：Wind，海通证券研究所。横坐标为月数

**图13 清明假期消费表现亮眼 (2017年=100)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

海外方面，美国经济短期或仍有韧性，货币政策核心焦点依然在通胀，美债利率或仍有上行空间。从供给端来看，受益于AI先进技术等因素影响，美国劳动生产率表现较好，BLS数据显示23年四季度非农商业部门劳动生产率上升了3.2pcts，较前一年同期上升了2.6pcts；制造业劳动生产率上升了1.3pcts<sup>4</sup>。从需求端来看，股市财富效应和稳定的薪资增长继续支撑居民消费，美国经济短期或仍有韧性。而通胀表现依然“顽固”，二季度原油供需错配格局或加剧，即使剔除食品和能源价格的干扰，核心通胀下行阻力一直没有得到缓解，我们认为，年内核心通胀或仍处于较高位置。3月FOMC会议已全面上调经济预期、上调2024年核心通胀预期0.2pcts至2.6%。在此背景下，货币政策焦点或依然在通胀，美联储近期也多次释放偏鹰信号，多位官员强调降息仍为时过早。

同时，美债供给压力或有限。受制于付息压力约束，24年美国财政支出再度扩张概率或相对较小。美国财政部融资计划显示2024年二季度预计净发债2020亿美元，大幅低于一季度的7600亿美元和去年同期的6570亿美元；6月底TGA账户现金余额预计和3月末持平在7500亿美元。综合美国经济走势和美债供需关系变化，我们预计二季度美债利率或仍有一定上行空间。

**图14 美国非农商业部门劳动生产率明显提升**


资料来源：BLS，海通证券研究所

**图15 美联储3月FOMC经济预测表 (%)**

项目	时间	2024年	2025年	2026年	长期
GDP	3月	2.1	2.0	2.0	1.8
	去年12月	1.4	1.8	1.9	1.8
	去年9月	1.5	1.8	1.8	1.8
	去年6月	1.1	1.8	1.8	1.8
失业率	3月	4.0	4.1	4.0	4.1
	去年12月	4.1	4.1	4.1	4.1
	去年9月	4.1	4.1	4.0	4.0
	去年6月	4.5	4.5	4.0	4.0
PCE	3月	2.4	2.2	2.0	2.0
	去年12月	2.4	2.1	2.0	2.0
	去年9月	2.5	2.2	2.0	2.0
	去年6月	2.5	2.1	2.0	2.0
核心PCE	3月	2.6	2.2	2.0	
	去年12月	2.4	2.2	2.0	
	去年9月	2.6	2.3	2.0	
	去年6月	2.6	2.2		

资料来源：美联储官网，海通证券研究所；GDP和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content\\_6939153.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6939153.htm)
<sup>4</sup> <https://www.bls.gov/news.release/prod2.nr0.htm>



### 3. 二季度资配展望：股债震荡蓄势，静待趋势行情

如前所述，我们认为二季度经济整体将呈向好趋势，但具体的改善幅度和结构优化仍有赖于政策等因素的积极配合，市场一致预期的形成也需要等待更多信号来验证。基于此分析具体资产表现，我们认为 A 股或将震荡蓄势；债市利率低位震荡加剧，信用债继续追逐票息，转债跟随景气度&热点轮动寻找机会；商品方面原油、有色或表现较好，关注黄金的长期配置价值。具体分析详见下文。

**权益：A 股或震荡蓄势，白马股或成中期行情主线。**短期内基本面业绩情况仍待观察和明确，A 股或震荡蓄势等待行情主线。中期视角下，白马成长持续性可能更好。

**二季度 A 股或震荡蓄势，需关注基本面数据验证情况。**2024 年 2 月 5 日以来股市的反弹我们将其定性为市场见底后的第一波反弹行情。我们认为可以借鉴历史展望本轮行情的幅度。回顾过去四次大盘筑底的第一波反弹行情，行情往往持续 2-3 个月左右、指数涨幅 25%-30% 左右。本轮行情目前持续约 2 个月，上证综指自低点最大涨幅为 17%，沪深 300 为 16%，万得全 A 为 25%，对比历史来看本轮行情或尚未结束。但我们认为，对照历史本轮行情上涨速率明显较快，市场也积累了一定的获利盘压力，短期市场上涨节奏或有放缓。历次熊市见底后第一波上涨行情走完，市场往往会获利回吐，背后的原因是基本面还不够扎实。历次回吐过程中上证指数平均下跌 49 天（剔除 2019 年），上证指数、沪深 300、万得全 A、创业板指平均回撤 14% 左右、回吐前期上涨行情 0.5-0.7 左右的涨幅。当前政策基调已经转向积极，但还需观察政策落地效果以及后续宏观经济数据能否加快复苏。另外，当前已步入 4 月，后续将进入业绩密集披露窗口期，上市公司基本面数据的验证情况也将成为左右行情的重要因素。若短期基本面数据验证情况不及预期，二季度股市整体或处在震荡蓄势。

行业结构上，中期视角下白马板块或逐渐迎来布局机会，白马成长持续性更好。尽管短期还需观察基本面业绩情况，但中期来看，随着宏观政策的落地见效，有望推动宏观基本面继续回暖；下半年美联储降息周期或将开启，A 股资金面也将迎来积极催化，估值处在低位、业绩弹性更大的白马板块或将逐渐迎来布局期。从白马股内部来看，白马股内部还可以进一步细分为白马稳定和白马成长两种资产类别。在经济复苏需巩固，海外降息再延后，市场风偏待修复的背景下，短期白马稳定或更稳健。如果着眼于更长周期，政策支持和技术突破加速电子细分领域自主可控，老龄化趋势加速医药需求释放，电子、医药等行业基本面正逐渐反转，科技制造、医药等白马成长的持续性可能更好。此外，白马板块中白酒、新能源等可能有阶段性反弹机会。

表1 过去四次大底后的第一波反弹行情

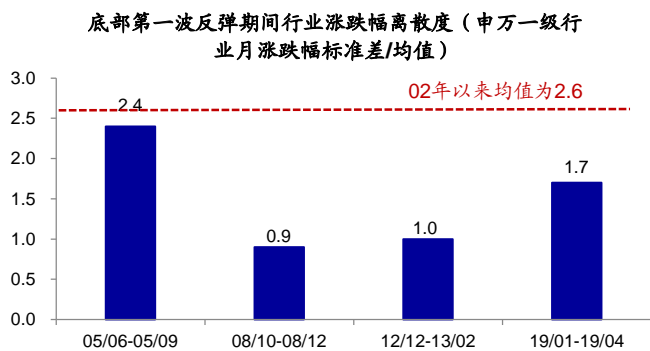
年份	上证指数				沪深 300				万得全 A			
	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)
2005 年	998-1224	106	22.6	2	808-972	105	20.3	2	577-748	63	29.6	3
2008 年	1665-2101	42	26.2	10	1607-2108	35	31.2	14	1207-1634	37	35.3	12
2013-14 年	1849-2270	79	22.7	5	2023-2527	79	24.9	6	1879-2480	112	32.0	5
2019 年	2441-3288	94	34.7	9	2936-4126	108	40.5	11	3170-4525	94	42.7	14
均值	-	80	26.6	7	-	82	29.2	8	-	76.5	34.9	9

资料来源：Wind，海通证券研究所

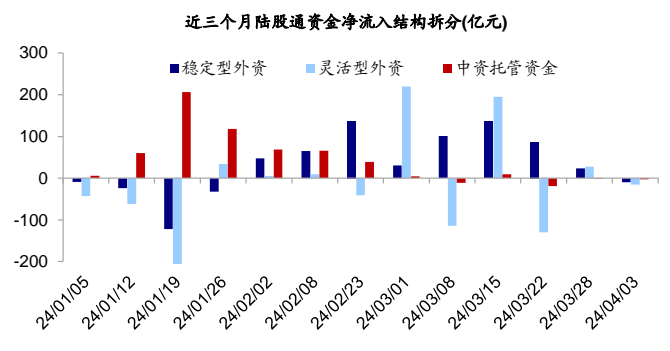
**表2 历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度（时间的起点和终点由上证综指刻画）**

年份	第一波上涨后回吐时间起点	第一波上涨后回吐时间终点	回吐时间(天)	获利回吐时各大指数最大跌幅(%)				回吐幅度			
				上证综指	沪深300	万得全A	创业板指	上证综指	沪深300	万得全A	创业板指
2005年	2005/9/20	2005/12/5	76	-12	-13	-16	-	0.65	0.76	0.71	-
2008年	2008/12/9	2008/12/31	22	-14	-14	-13	-	0.66	0.59	0.49	-
2013年	2013/3/6	2013/4/8	-	-	-	-	-10	-	-	-	0.27
2019年	2019/4/8	2020/3/19	346	-20	-15	-14	-21	0.76	0.52	0.45	0.63
均值	-	-	49 (剔除2019年)	-15	-14	-14	-16	0.69	0.62	0.55	0.45

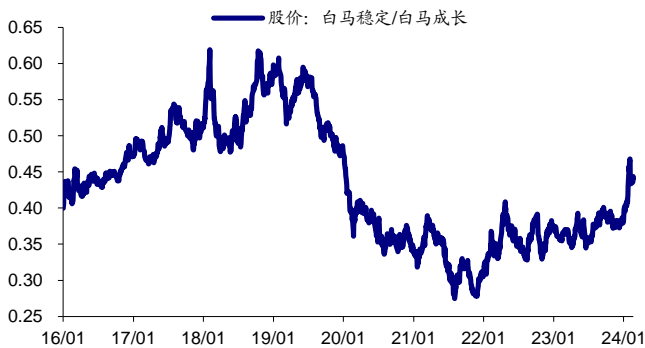
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: ①2013年回吐时间的起点和终点以创业板指衡量, 其余年份时间的起点和终点由上证综指刻画; ②2013年上证综指、沪深300、万得全A第一波上涨后创新低, 因此获利回吐均值不计算2013年上证综指、沪深300和万得全A的数据

**图16 历史大底第一波反弹期间行业涨幅较为均衡**


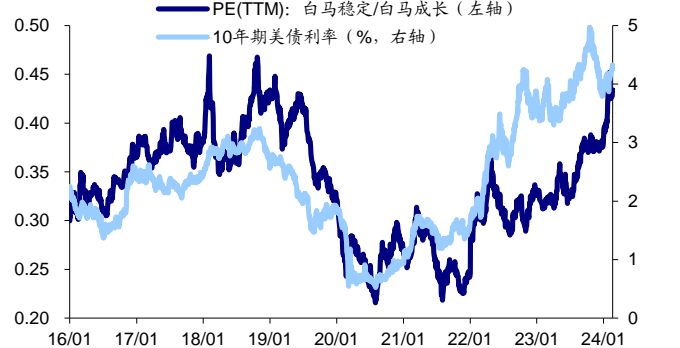
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图17 2月以来稳定型和灵活型外资逐渐加仓**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图18 白马稳定与白马成长相对表现**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图19 白马稳定与白马成长相对估值**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

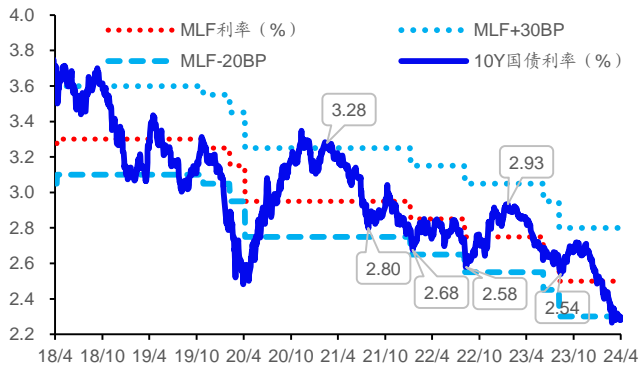
**债市: 摇曳生息, 关注票息/波段机会。**展望二季度, 我们预计债市或走向低位震荡加剧格局。票息和波段策略积极为之; 信用债资产荒大概率延续, 追逐票息仍为市场热点; 转债估值或窄幅震荡。

**利率债: 低位震荡或加剧, 久期中性略积极, 票息/波段积极为之。**主要理由是: 1) 经济基本面: 展望二季度, 内需动力修复仍需时间, 经济数据待验证, 对债市的扰动或有所增加。2) 政策面&资金面: 房地产政策继续边际优化, 稳增长财政政策等或进入观察窗口期, 整体而言对债市影响或有限。防止资金空转基调下, 资金面较难大幅走松, 但从3月跨季资金面平稳无忧来看, 央行呵护市场流动性, 3月以来DR007利率中枢仍在OMO上方(3月均值1.89%), 资金面显著收敛的可能性也不大。Q2政府债净供给规模或较大, 我们认为二季度准备金率调整可能性较大(时点关注4-5月), 在供给冲击到来前, 资金面或大体均衡偏松。从降低实体融资成本、缓解银行息差压力来看, 存贷款利率仍有调整空间, 降息有一定可能但具体节奏也受外汇影响。3) 供需: 我们预计政府债净供给的月度高峰或在5月, 需求端理财、农商行、保险等有一定支撑。当前债市情绪尚可, 交易不算过度拥挤, 但考虑到债市利率点位已偏低, 降息预期延后, 超长

期特别国债的发行尚未落地（时点、方式等），我们建议对政府债供给冲击、止盈风险等保持一份谨慎。

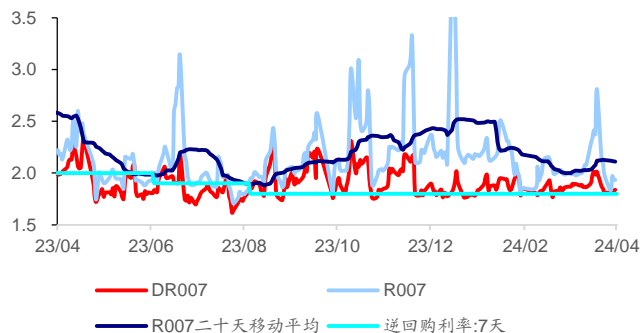
债市策略方面，杠杆套息空间偏薄，债市利率或从一季度的快速下行走向二季度的低位震荡加剧，我们建议久期策略中性或中性略偏积极，票息策略和波段策略积极为之。存单方面，4月存单到期压力小、理财规模有望季节性回升、再结合资金面环境，我们建议关注存单配置价值，5-6月建议防范政府债供给的影响，关注调整后的机会。

图20 当前债市利率点位已偏低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至4/10

图21 资金面表现平稳，DR007 中枢仍在 OMO 上方（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**信用债：**供给缩量趋势未变，结构性资产荒或将长期存在，票息仍为市场追逐热点。城投方面，化债政策逐步落地，城投标债安全性进一步加强，1-2年AAA/AA+利差分位数水平较高，尾部区域下沉性价比有所降低，中等以上地区可拉久期至3年。产业债方面，信用风险趋于平稳，从绝对收益角度来看，产业永续债、中长期央企债券票息尚可；煤炭行业景气度较高，可适度下沉，个券骑乘增厚收益。二永债方面，从以往经验以及目前的TLAC债额度来看供给端影响或有限，短期内资产荒逻辑难以扭转，二永信用利差或将进一步窄幅震荡；建议等待调整后的机会，若宽货币落地或将进一步打开利率下行空间，以及特别国债等因素扰动债市后二永“放大器”属性或显现。

**可转债：**供需紧平衡，条款博弈复杂，估值预计窄幅震荡，后续关注资金行为。供需方面，大盘转债退出供给收缩且新发偏缓，关注高评级大规模底仓替代。条款方面，赎回风险相对降低，但下修博弈较难且市场反应或偏钝化。估值方面，目前在历史偏高但21年以来适中位置，而资金情况偏弱，后期关注保险、年金及理财等行为变化。目前纯债收益率较低，关注高YTM替代纯债策略（短久期风险可控品种尚有配置价值），4月年报季报陆续公布，建议稳健为主，关注业绩稳定标的，主题标的避免业绩不及预期波动风险，后续跟随景气度&热点轮动寻找机会。

**表3 信用债品种利率水平与利差分位数(%, 截至4月10日)**

4月10日		二级资本债			永续债			中票			城投债		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.24	2.25	2.30	2.27	2.28	2.35	2.22	2.32	2.37	2.27	2.32	2.38
	2年期	2.32	2.36	2.44	2.36	2.38	2.50	2.34	2.47	2.55	2.38	2.45	2.54
	3年期	2.41	2.44	2.58	2.46	2.48	2.65	2.39	2.53	2.63	2.47	2.54	2.63
	4年期	2.50	2.52	2.68	2.55	2.57	2.81	2.51	2.67	2.81	2.51	2.61	2.73
	5年期	2.57	2.59	2.76	2.62	2.64	2.94	2.56	2.74	2.89	2.61	2.71	2.88
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	28	24	9	13	10	1	57	53	36	70	54	35
	2年期	17	19	16	15	15	5	57	55	26	69	42	30
	3年期	3	1	5	1	1	4	12	7	1	40	14	7
	4年期	1	0	3	1	0	5	18	10	5	14	6	4
	5年期	5	3	4	3	3	6	9	6	5	16	7	7
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	35	23	6	6	5	2	76	77	63	77	65	43
	2年期	7	10	11	8	8	12	57	60	34	65	32	26
	3年期	1	1	11	0	0	11	8	13	4	29	14	9
	4年期	4	0	10	2	1	13	28	23	15	13	16	13
	5年期	13	9	12	9	7	15	15	18	14	21	19	21
当前利率水平	1年期	2.25	2.36	2.41	2.34	2.42	2.50	2.34	2.45	2.51	2.15	2.23	2.32
	2年期	2.36	2.47	2.55	2.46	2.57	2.69	2.46	2.64	2.70	2.23	2.31	2.46
	3年期	2.43	2.53	2.66	2.52	2.63	2.79	2.56	2.73	2.77	2.34	2.42	2.58
	4年期	2.53	2.67	2.82	2.64	2.78	3.14	2.74	2.98	3.18	2.43	2.51	2.68
	5年期	2.57	2.72	2.88	2.70	2.84	3.21	2.78	3.07	3.23	2.44	2.52	2.69
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	77	68	41	44	20	4	31	26	10	57	58	44
	2年期	71	54	17	37	19	8	18	21	6	49	44	57
	3年期	30	12	4	8	4	3	7	0	1	58	36	51
	4年期	36	10	5	8	7	5	8	6	4	79	59	59
	5年期	17	5	4	5	5	3	3	1	0	34	21	26
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	82	80	71	45	29	11	44	42	30	80	81	83
	2年期	65	50	27	15	21	21	10	28	17	32	39	92
	3年期	14	11	9	9	13	9	8	0	2	27	27	77
	4年期	36	23	16	19	20	15	12	19	11	88	85	99
	5年期	17	13	12	13	15	9	5	2	1	43	42	59

注：数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数，永续债利差滚动三年分位数为2021年8月16日以来。

资料来源：Wind，海通证券研究所

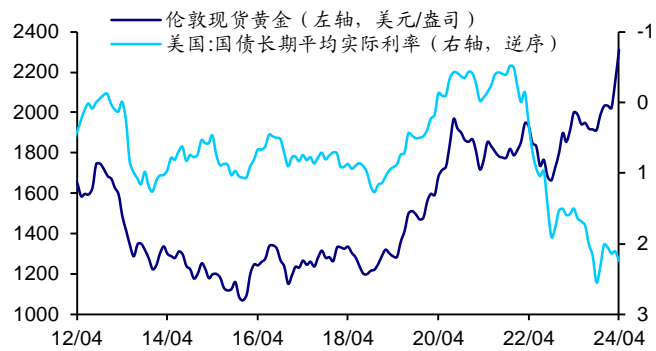
**商品：趋势向上，结构分化。**二季度美欧流动性趋于宽松，我国政策力度或进一步加大以支持经济复苏，这或使得大宗商品价格向上的空间进一步打开。但目前大宗商品的需求仍有分化，这使得不同品类表现或有差异，我们预计以海外需求、新兴行业需求为主的原油，以及铜、铝等有色工业金属或表现较好，钢铁、煤炭等内需型品类或相对平淡，同时我们也关注黄金的长期配置价值。

**黄金：关注长期配置价值。**从长期看，美欧经济或将进一步下行，降息或将陆续落地，而黄金价格和美债实际利率之间存在较高相关性，这意味着黄金仍有上涨空间。除此之外，当前海外地缘政治风险尚存，黄金的避险属性仍有加强可能，我们认为中长期来看黄金具有配置价值。

**原油：边际回升。**我们预计，二季度原油供需错配或有加剧，带动油价小幅回升。美国经济仍稳定、全球制造业回暖，对原油的需求预计将持续增加。“OPEC+”减产政策或将至少持续到今年上半年，叠加中东等地区的地缘风险仍有再度演绎可能，供给端不确定性较强。

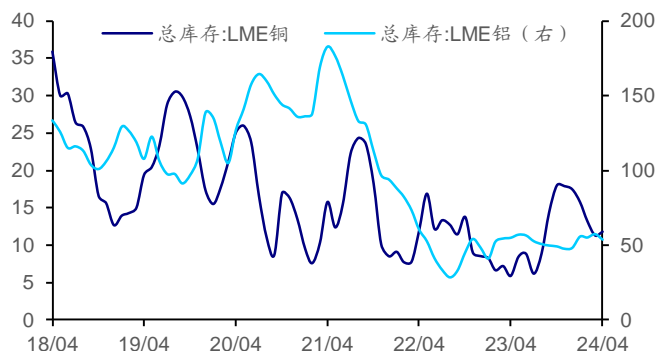
**工业金属：关注有色。**金属属性和商品属性共同推升有色价格。需求端，虽然地产端疲弱对有色需求有一定拖累，但国内新基建、新能源行业蓬勃发展，成为铜、铝、锌等有色金属需求的主要增长来源，预计二季度对有色的需求仍将保持高位。供应端，铜、铝等金属产能具有刚性，当前全球铜矿石供应紧张加剧、叠加国内或减产，国内电解铝产量供应放缓，当前铜、铝库存都在相对低位，这或推动有色价格进一步上升。

图22 金价和美债实际收益率明显负相关



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 铜、铝库存都在相对低位



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 国内经济复苏不及预期, 海外货币政策变化超预期。

# 信息披露

## 分析师声明

吴信坤 策略研究团队  
梁中华 宏观经济研究团队  
郑子勋 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。