



核心结论：政策博弈加剧，关注“两会”与美联储降息时点

大类	项目	本期：2024-2-23至2024-3-29			上期：2024-1-26至2024-2-23	
		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	→	1月社融和春节消费数据超预期的持续性仍有不确定性，且当前市场对两会政策定调预期略偏乐观可能面临下修。	2910.22-->3004.88	3.25%
	创业板指	震荡	→		1682.48-->1758.19	4.50%
	成长(风格.中信)	震荡下行	↓	经济复苏斜率仍在低位、国内流动性难以进一步宽松，短期内金融和周期风格仍具备相对优势。3月份受两会政策定调和经济金融数据的影响预计整体将呈震荡走势，前期强势的稳健品种届时有望重回占优。同时，节后陆续开工，季节性开工季相关方向仍有机会，预计将持续至3月上旬。	4996.54-->4983.35	-0.26%
	周期(风格.中信)	震荡上行	→		3943.78-->3981.03	0.94%
	金融(风格.中信)	上行	↑		6354.2-->6577.7	3.52%
	消费(风格.中信)	震荡下行	↓		9564.22-->9677.54	1.18%
	NASDAQ指数	震荡上行	→	市场对于美国经济“软着陆”预期和信心明显增强。考虑到近期AI产业链爆发，预计对纳指形成较强提振。	15455.36-->15996.82	3.50%
	DSJ平均指数	震荡	↓		38109.43-->39131.53	2.68%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	流动性近期进一步宽松可能性较低，“两会”政策预期面临修正，高频数据显示经济尚未大幅度修复，长、短端震荡。	2.023-->1.77	-25BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	→		2.499-->2.401	-10BP
	2Y美债收益率（%）	震荡上行	↑↑	美联储表态偏鹰，降息时点再度推迟、但降息方向不改，美债短端上行、长债预计震荡。	4.34-->4.67	33BP
	10Y美债收益率（%）	震荡	→		4.15-->4.26	11BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡上行	→	首次降息时点预期从3月推迟至6月，降息预期难以兑现，无风险收益率反弹继续压制大宗商品价格。降息预期推迟对铜与黄金价格抑制更加显著。相对看好原油，其次为铜和黄金。	78.01-->76.49	-1.95%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	↓		3.87-->3.861	-0.23%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡下行	↓		2018.2-->2037.2	0.94%
	南华工业品指数	震荡上行	↑	市场博弈焦点将转向对“两会”的政策预期，包括GDP目标财政与货币政策力度举措、产业政策等。整体上看“两会”政策力度难以大超市场预期。国内大宗品整体上看多，但地产链条依然偏弱，特别是玻璃价格可能相对压力更加突出。	4068.7-->4000.46	-1.68%
	南华螺纹钢指数	震荡	↑		1476.59-->1408.58	-4.61%
	南华农产品指数	震荡上行	↑		1058.07-->1047.89	-0.96%
	南华玻璃指数	震荡下行	→		2525.3-->2314.97	-8.33%
汇率	美元指数	震荡	→	降息预期难以再度推迟，美元指数上行乏力。降息后，中美利差恐令人民币汇率小幅承压。	103.47-->103.97	0.48%
	美元兑人民币	震荡上行	↑↑		7.18-->7.2	0.25%

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。



核心结论：高配美股，低配美债与国内大宗

1
美联储首次降息
时点继续推迟

2
“两会”政策定
调难超预期

3
国内经济复苏有
所改善，但持续
性仍需观察

本期：2024-2-23至2024-3-29			大类	项目	本期：2024-2-23至2024-3-29		
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		✓	

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。



目录

1 配置逻辑：国内外政策难超预期

2 权益：反弹持续性仍有不确定性

3 利率：走势持续性待政策验证

4 大宗：国际整体承压，国内有望企稳

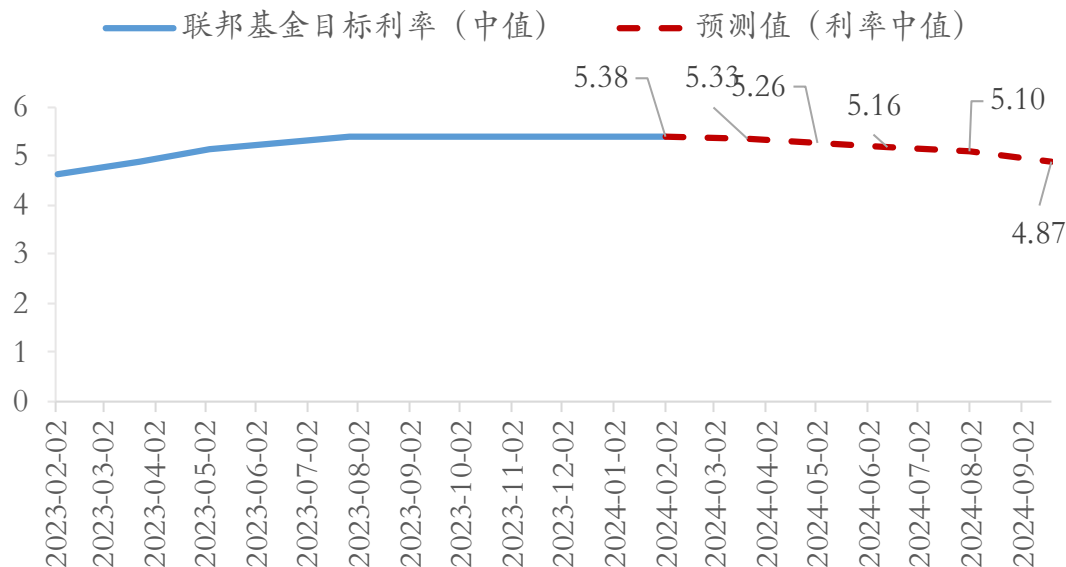
5 汇率：人民币小幅承压



美联储降息时点再度推迟，二季度降息仍存可能性

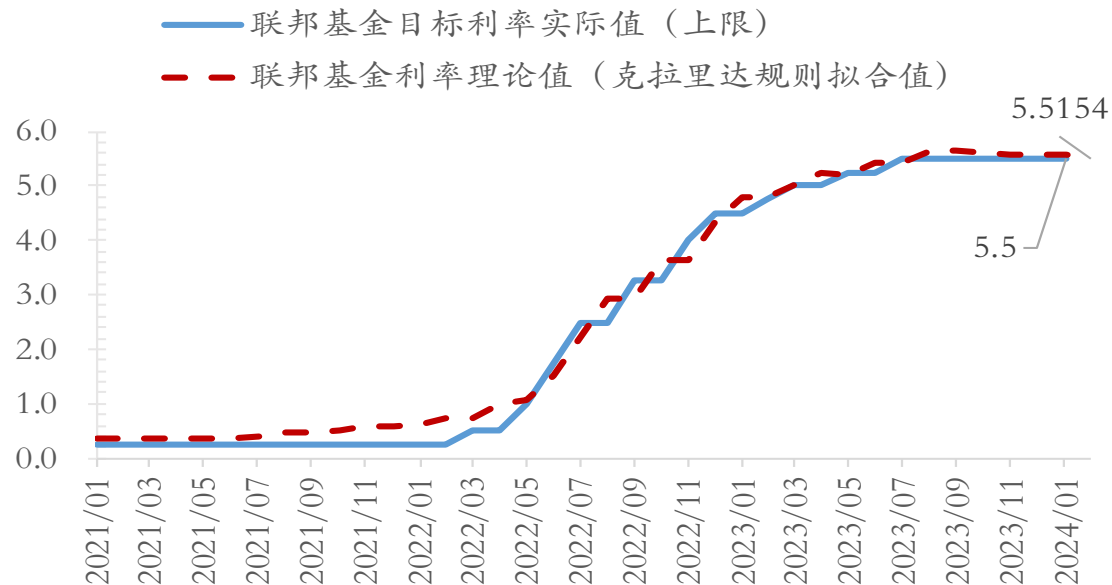
➤ 美联储降息时点再度推迟，二季度降息仍存可能性。2024年1月美联储议息会议纪要整体对降息态度维持审慎。美联储官员中大多数担心降息太快的风险，只有少部分官员担忧高利率对经济的冲击。美联储认为2023年四季度GDP增长保持强劲，总体认可通胀回落态势，但小幅下调了失业率预期。美联储官员对通胀回落过程出现反复存在担忧，美联储尚未确认何时降息，仍在耐心等待数据进一步验证通胀回落。因此，3月份降息概率极低，但二季度降息仍存可能性。受美联储议息会议纪要对降息持谨慎态度影响，市场继续推迟对美联储首次降息时点预期，CME观测器显示，数据显示的5月美联储首次降息25BP的概率为29.1%、维持利率不变概率为70.9%；6月份首次降息25BP的概率为71.5%、维持利率不变的概率为28.5%。

美联储利率观测器显示市场押注6月首次降息



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：2月23日。

克拉里达规则下，3月理论利率指引显示降息概率极低



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



经济基本面修复动能有所改善，生产依然强于消费

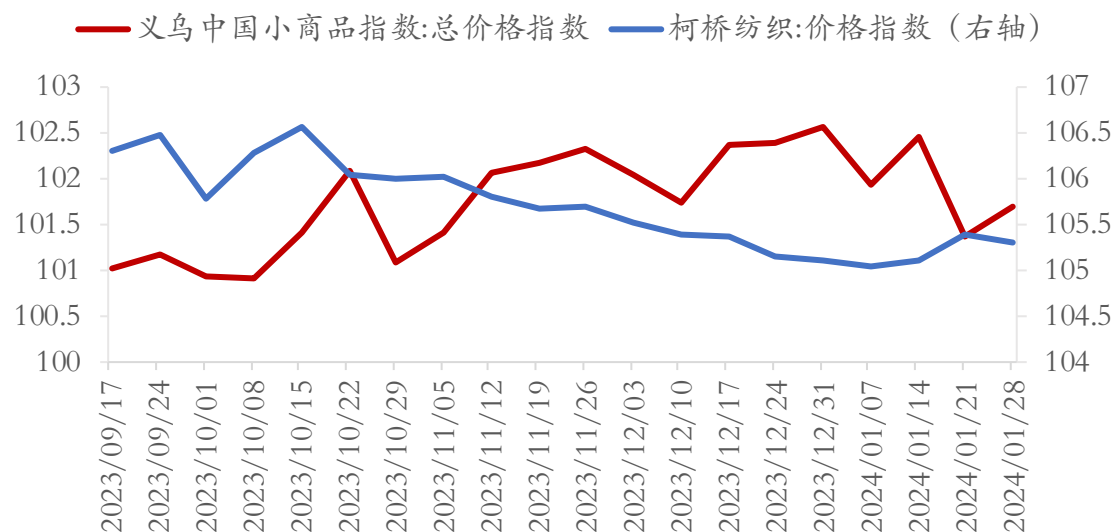
- ▶ **经济基本面修复动能有所改善，但3月公布的经济数据难超预期。**春节旅游出行数据整体好于预期，显示经济基本面修复动能有所改善。但在春节数据拉高市场预期后，从高频指标并未大幅改善，预计3月中旬公布的经济数据难超预期。预计1-2月社零同比增长5.1%，固定资产投资同比增长2.3%，其中制造业投资同比增长5.8%、基建投资增速6.8%、地产投资增速-9.8%，出口同比-3%；2月CPI同比0.1%、PPI同比-2.1%。
- ▶ **商品与服务消费延续复苏，服务消费好于商品消费。**2月前两周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5万辆和4.0万辆，剔除春节不可比因素后，2月第1周批发和零售销量同比分别上涨8%和48%。服务类消费继续向好，2月电影票房周周均收入较去年同期增长117%，剔除春节档因素后，1-2月电影票房收入维持较高增速。春节期间商务部监测数据显示消费复苏有改善迹象，但居民部门收入和信心依然面临一定掣肘，消费内生复苏难以明显提速。

受春节错位影响，乘用车销售波动加剧



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格与柯桥纺织价格指数整体持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



目录

1 配置逻辑：国内外政策难超预期

2 权益：反弹持续性仍有不确定性

3 利率：走势持续性待政策验证

4 大宗：国际整体承压，国内有望企稳

5 汇率：人民币小幅承压



2.1 国内权益：双向波动期，兼顾短轮动和长主线

- 我们在3月策略月报《居高常虑缺，持满每忧盈》（2024-02-25）中指出，短期内市场情绪仍在，反弹有望延续。但纵观3月，考虑到2月反弹已有可观幅度，1月社融和春节消费数据超预期的持续性仍有不确定性，且当前市场对两会政策定调预期略偏乐观可能面临下修，因此预计市场将回复至震荡走势。①短期反弹有望延续，弹性品种仍有上涨空间；②震荡走势下，前期强势的稳健品种届时有望重回占优；③节后陆续开工，季节性开工季相关方向仍有机会，预计将持续至3月上旬；④3月配置节奏可能出现较大变化，对于有共识中长期景气方向也可关注，主要是出口。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位、国内流动性难以进一步宽松，短期内**金融和周期风格仍具备相对优势**。

上证指数相对占优，风格中周期与金融相对占优

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）	-0.19	-1.04	-0.99	-1.24	-1.02	-1.61	-1.64
长短利差变动（10Y-1Y国债）	0.11	0.49	0.83	0.93	0.59	0.53	1.06
短端利率变动（2Y美债）	0.19	-0.55	-1.33	-0.85	-0.23	-0.48	-1.18
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.06	-0.05	-0.08	-0.11	-0.15	-0.03	-0.04
M2同比差值变动	-1.00	0.64	-1.41	-0.67	1.52	2.23	0.55
社融同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新发基金规模（自然对数）	5.85	-2.49	-3.92	-4.73	-2.93	-2.65	-5.12
合计		-3.00	-6.91	-6.67	-2.23	-2.01	-6.36

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。



2.2.1 主线1：泛TMT催化持续，但需关注配置节奏与空间

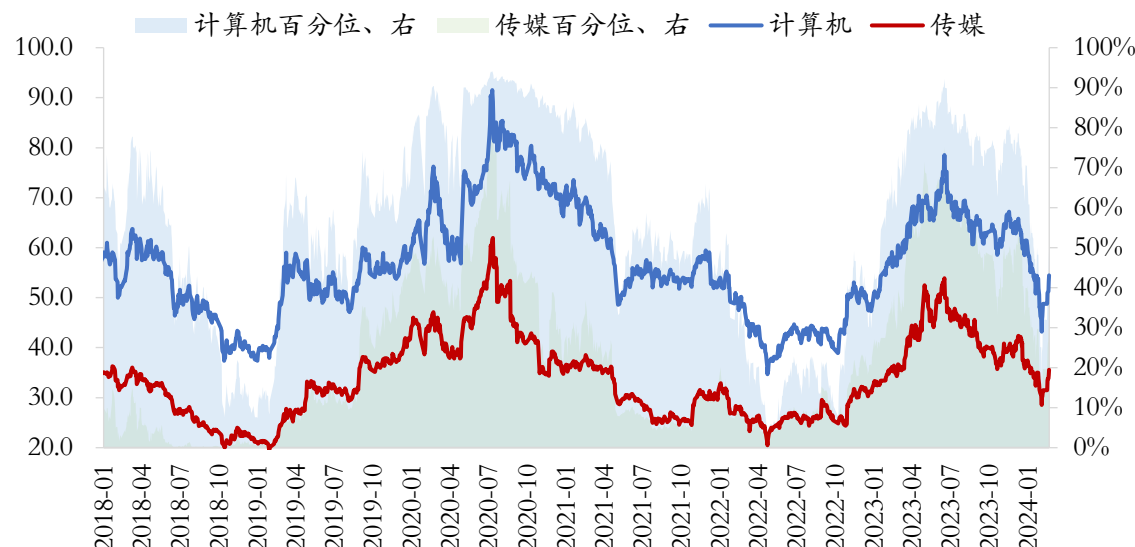
- 上游芯片、下游应用同时迎来爆发，人工智能主题催化持续，但需关注板块配置节奏与空间。
- 2月16日OpenAI在官网正式发布了文生视频大模型Sora，其可以根据用户提示生成长达一分钟的视频，同时保持视频中出现的人物、景色的连贯性，甚至即便切换镜头，人物依然能够保持一致。
- OpenAI自研芯片推出的推理加速方案LPU发布，速度比英伟达的GPU快了十倍，成本却降低为十分之一。受此消息影响，储存芯片细分领域SRAM相关概念股爆发。上游算力以及下游应用端的技术变革同时出现，预计近期仍将引发泛TMT板块资金热度，电子、通信、传媒和计算机等板块均将受益。
- 龙头公司英伟达宣布将于3月18日至21日在圣何塞会议中心举办GTC 2024大会，会上不仅皮克斯、迪士尼动画工作室等影视巨头将参会，生成式AI在影视上的应用也将被重点展示。
- 3月预计泛TMT催化行情仍将持续一段时间。但需要注意的是，节后一周内泛TMT板块上涨幅度基本均超10%，短期上涨过高，可能会使得相关板块资金出入加快，因而需要重点关注后续配置节奏与可能的上涨空间。

电子、通信估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

计算机、传媒估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



2.1.2 主线2：节后规律性开工预期加持，把握基建开工相关板块

➤ 季节性开工行情再次被证实，当下演绎正浓时。

央企市值管理
热度仍在持续
发酵

- 国务院国资委在国新办新闻发布会上表示，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。在前期推动央企把价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。这一催化重磅支撑了节前央国企的市场表现。
- 此外春节假期后复工返工逐步增多，生产建设开工情况也将整体逐步好转，从而带动相关行情的景气改善。而当下市场会将注意力集中于两会政策定调，对财政政策预期以及今年投资增速的预期将再度升温，有助于开工季行情的演绎。



季节性
开工行情

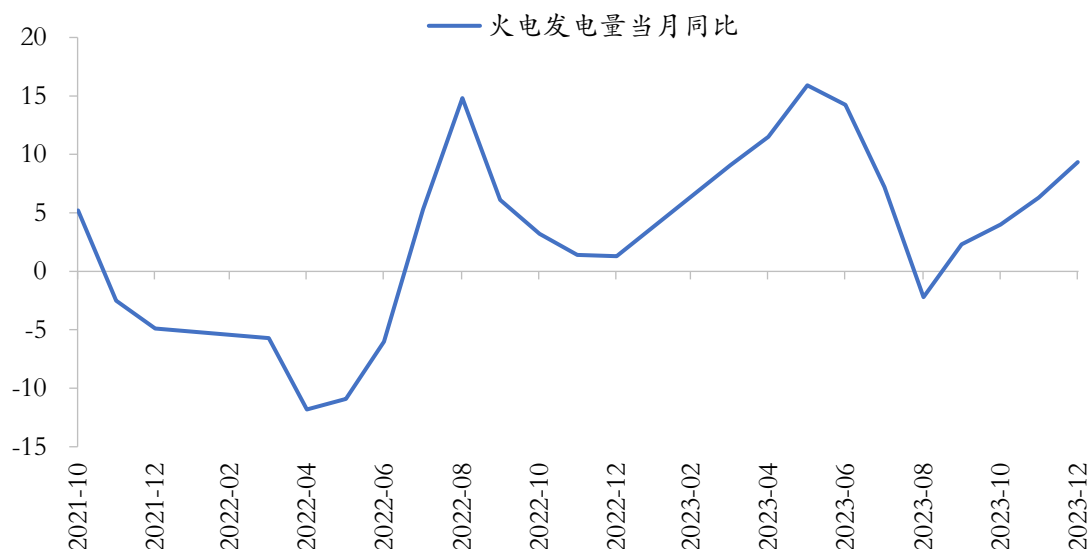
- 水泥、非金属材料、环保设备、专业工程、工程咨询、环境治理、金属新材料、燃气在内的 8 大细分领域在春季开工行情中赔率和胜率皆优，性价比最高。



2.1.3 主线3：高股息稳健资产仍受偏爱，关注煤炭、银行、石油石化

- 高股息稳健资产市场认可度高，聚焦煤炭、石油石化
- 春节后盘面显示市场仍在发酵央企市值管理相关板块，其中国企众多的稳健型资产上涨较多。①火电仍有望保持增长，煤炭延续估值修复及高股息特点。一方面，2024年海外流动性有望迎来持续改善，会促进化石能源价格的上涨；另一方面，国内积极的财政政策将进一步为拉动国内需求提供驱动。能源结构上，清洁能源消纳问题依然存在不确定性，因而火电仍有望保持增长。而在节后华北地区再次迎来降温天气。煤电的高分红、高股息以及冷天气加持下的确定性特点在市场上仍具吸引力。②全球减产预期持续，地缘冲突延续，石油石化有望表现出色。国企改革和稳定业绩的支撑下“三桶油”自去年以来吸引力持续增加。而今年欧佩克将在一季度自愿减产220万桶/日，原油供给端有所压制，叠加俄乌、红海局势等地缘政治冲突持续，能源类支撑增强。

火电发电量同比修复，煤炭需求增长



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

原油价格维持震荡



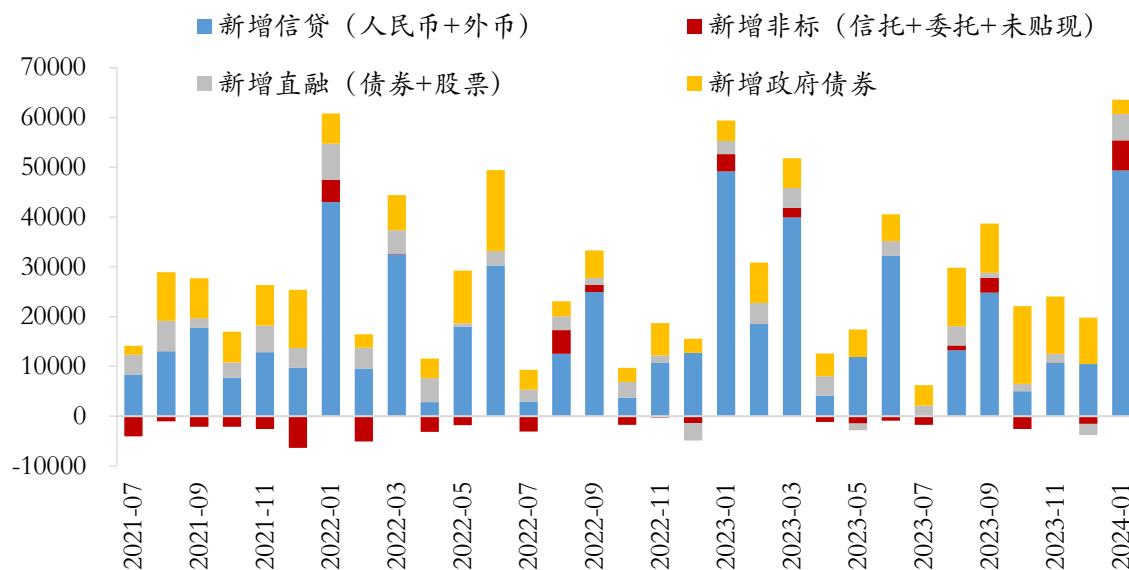
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶。



2.1.3 主线3：高股息稳健资产仍受偏爱，关注煤炭、银行、石油石化

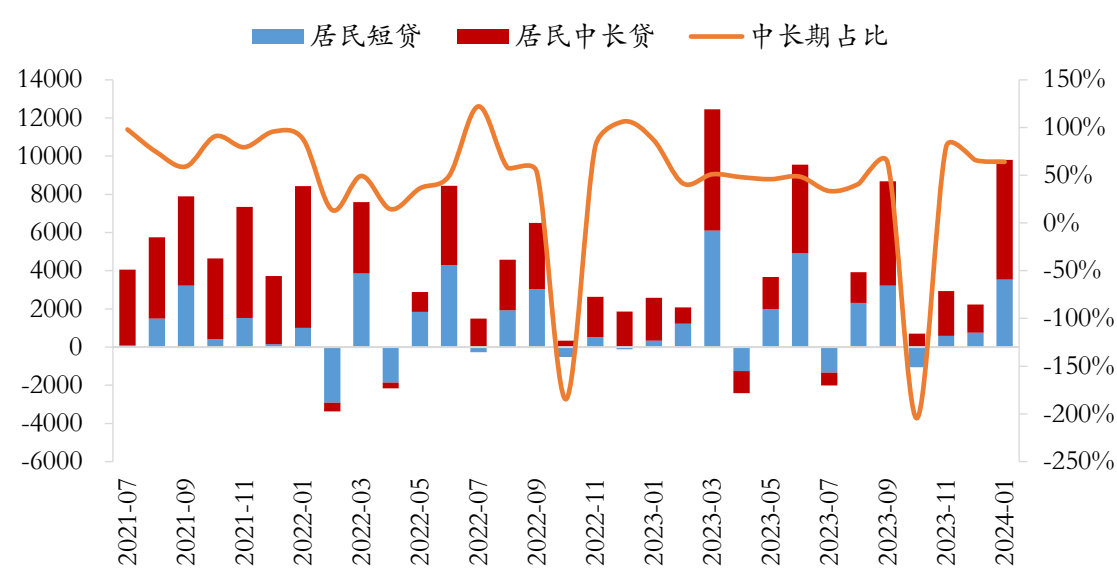
- 流动性宽松延续，市场反弹下银行将成为资金承接较好标的，配置价值值得关注
- 呵护净息差叠加流动性充裕，银行受益。一是政治局会议强调2024年“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，预计将配合积极财政政策给予流动性；二是经济环比动能将持续改善，由此有望带动银行不良率下降，此外1月信贷投放情况基本持平去年同期，远超市场此前悲观预期；三是存款利率调降，2024年1月央行仅超额投放MLF，2月LPR五年期调降25BP、一年期并未调降，在向房地产领域倾斜流动性的同时呵护银行净息差。银行板块整体具备配置价值；四是市场反弹动力仍在的情况下，银行预计将成为资金承接较好的行业。

1月社融情况基本持平去年同期，超出此前市场悲观预期



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

居民贷款情况好转



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%。



2.4 主线4：出口景气方向，超跌且景气向好的汽车及零部件以及业绩支撑的家用电器

➤ 超跌，景气向好，汽车及零部件值得配置

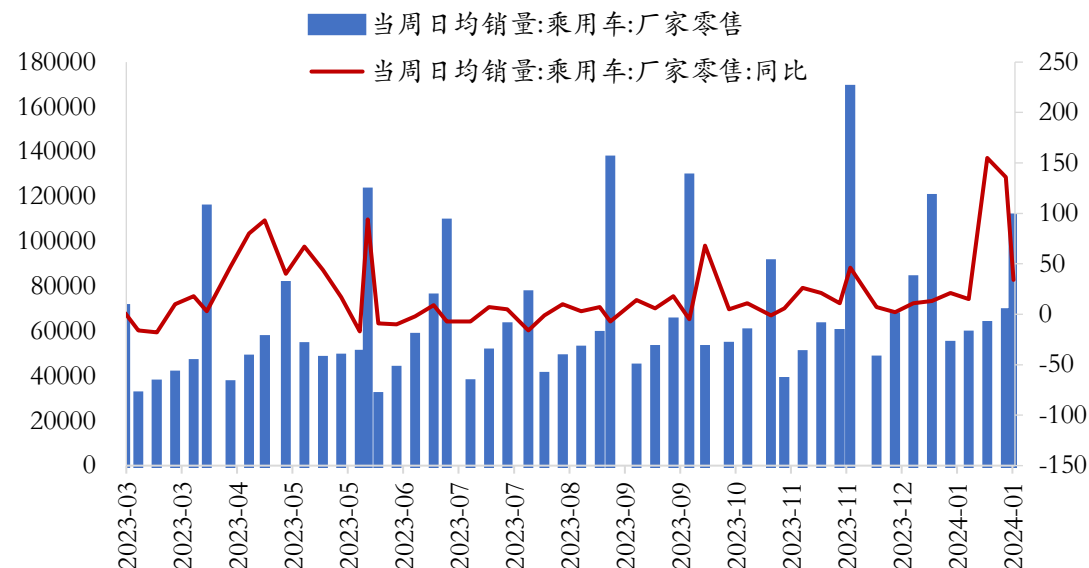
- 汽车销售开年同比大幅向上，自动驾驶技术突破持续催化。技术方面，2023年下半年，国内有关L3自动驾驶的政策法规陆续出台。2023年11月，工信部、公安部、住建部、交通运输部正式发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》。文件的发布意味着我国自动驾驶汽车准入、销售以及合法上路的法规路径即将铺设。有助于进一步推动L3+自动驾驶商业化落地。而各厂商也加速竞争入局，2023年底华为问界自动驾驶频繁试驾，也预示2024年各车厂在自动驾驶领域将加速展开竞争。
- 行业基本面方面，2024年1月第1周至第5周，乘用车当周日均销售量同比分别为21%、15%、155%、136%和34%，环比数量则由54012辆持续上升至110803辆，整体景气向好。出口方面，2023年乘用车出口保持高增长态势。根据乘联会数据，2023年1-10月，我国乘用车整车累计出口307万辆，同比增长65.6%。从出口地区来看，主要为欧洲、南美、东南亚和中东地区，其中俄罗斯、墨西哥、比利时、英国等市场的出口销量表现较优。近期海口国际智能网联汽车展览会、问界M9先行者计划交付以及美国拉斯维加斯消费电子展中小鹏的飞行汽车汇天亮相等仍将刺激相关板块。叠加当下相关指数板块已调整至适宜位置，汽车及零部件后续值得配置。

自动驾驶相关规则持续落地

时间	政策	内容
2022年11月	《北京市智能网联汽车政策先行区无人接驳车管理细则(道路测试与示范应用)》	通过发放车辆编码的方式，给予无人接驳车相应路权，允许其在先行区60平方公里基础上申请行驶线路，依示范区批准分阶段开展道路测试与示范应用活动
2023年6月	-	表示将支持L3级及更高级别的自动驾驶功能商业化应用
2023年11月	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	通过开展试点工作，引导智能网联汽车生产企业和使用主体加强能力建设，在保障安全的前提下，促进智能网联汽车产品的功能、性能提升和产业生态的迭代货化，推动智能网联汽车产业高质量发展。

资料来源：工信部等，华安证券研究所整理。

开年1月汽车零售同比上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%。



2.4 出口景气方向，包括超跌且景气向好的汽车及零部件以及业绩支撑的家用电器

➤ 业绩较好、出口支撑、估值低位，家用电器配置价值凸显。

近期表现

配置逻辑

出口支撑龙头企业，家用电器市场表现稳步向上



自2023年12月下旬，家用电器指数稳步提升，当下已逆市上涨超7%

- 1 家用电器龙头公司业绩亮眼，格力电器2023年年度业绩预告显示，营业总收入同比增长7.8%至10.4%；归母净利润同比增长10.2%至19.6%
- 2 出口表现较好，2023年1-12月我国家用电器累计出口37.1亿台，同比增长11.2%，增速自2023年5月转正后持续扩大；累计出口金额达877.78亿美元，同比增长3.8%，海外市场终端补库需求回升，家电出口维持良好势头。海外库存逐步去化，家用电器出口改善态势有望延续。
- 3 当下估值处低位。截止2月8日，家用电器板块PE百分位仅为11.4%，处2015年以来的低位。



2.2 美股：软着陆概率提升、产业爆发预期浓厚，美股中长期向好

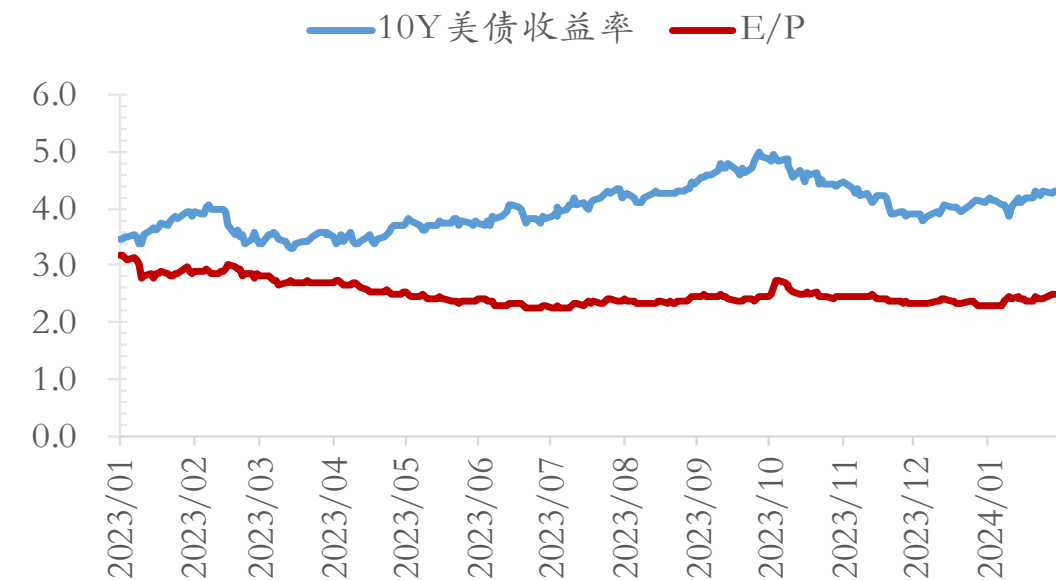
- 软着陆概率提升、产业爆发预期浓厚，美股中长期向好。今年1月初，美国财政部长耶伦在接受采访时宣称，美国经济已经实现了长期追求的“软着陆”。主要依据是，近期美国通胀率已经下降到3%左右，而劳动力市场态势仍比预期强劲。因此，在2023年7月暂停加息后，美国通胀有序降温，就业市场维持韧性，市场对于美国经济“软着陆”预期和信心明显增强。尽管美联储维持较高利率水平对估值形成明显抑制，从因子分析的情况看，在纳指和道指中略微看好道指，但考虑到近期AI产业链爆发，预计对纳指形成较强提振。

短端利率上行相对利好道指、抑制纳指

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）	0.19	-0.95	-0.05
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.06	-0.01	-0.04
失业率（季调）变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	0.50	0.49	-0.22
美国PPI环比	0.30	-0.93	-0.54
合计		-1.40	-0.85

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：国内外政策难超预期

2 权益：反弹持续性仍有不确定性

3 利率：走势持续性待政策验证

4 大宗：国际整体承压，国内有望企稳

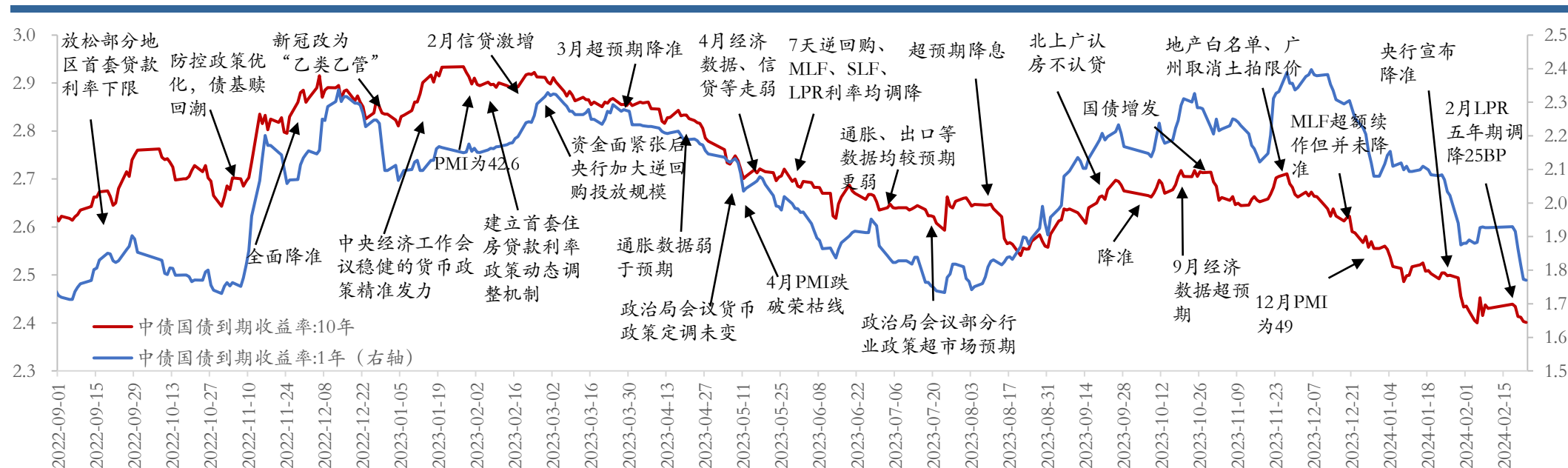
5 汇率：人民币小幅承压



3.1 国内债券：政策预期有所改变但方向尚未明，2月债市震荡

➤ 政策预期有所改变但方向尚未明，2月债市震荡。10年期国债利率震荡，由2月初的2.44%震荡至月底的2.40%，政策释放积极信号，但基本面数据还未坚实验证，债市保持震荡态度。2月债券市场震荡主要来自于：①**流动性进一步宽松**。继1月下旬央行宣布降准0.5个百分点后，2月LPR五年期调降25BP、非对称调降幅度较大。此外1月金融数据显示信贷情况基本持平去年同期，远超出此前市场悲观预期。流动性进一步宽松证实；②**政策释放积极信号**。1月底以来，国务院对资本市场展开专项部署，证监会积极响应，从严打击违法违规，汇金扩大ETF增持力度和范围。在此情况下，股票市场资金涌出情况有所好转，股债“跷跷板”效应下市场资金涌入债券市场趋势有所减缓。

政策预期有所改变但方向尚未明，2月债市震荡



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/655002044113011114>