

评级：看好

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

相关研究

- 理科生一定比文科生牛么？错了！
- 宏观分歧之我见——兼论市场走势
- 3月金融数据点评：下行右侧的确认

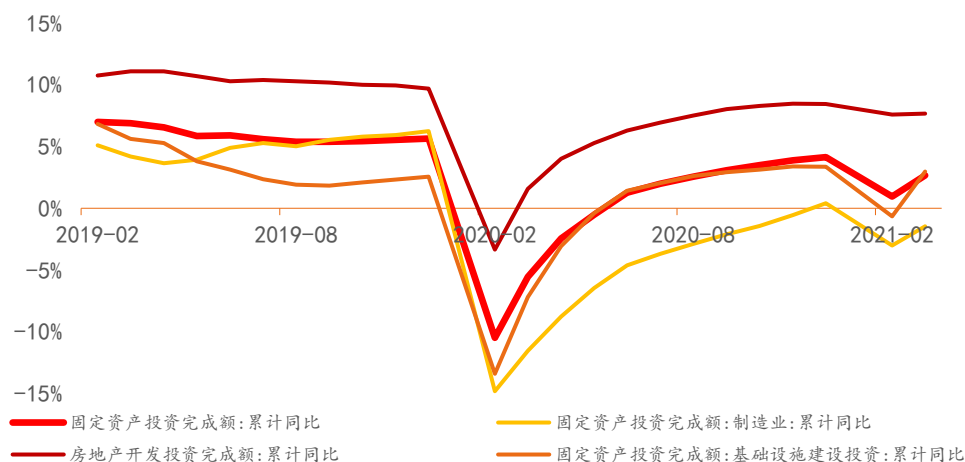
- 经济在延续反弹，但可能进入尾声。A股反弹与外盘差距过大有关，最近三大矛盾变化较小，A股受外盘影响较大。在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前，股市的中期走势依然受限。
- 经济的高频数据依然向好，但南华商品指数整体并不强势，显示需求反弹力度不算大。经济可能在延续反弹，基本还属于1-2月疫情压制后的需求释放。从时间上推算，反弹可能进入尾声，需要进一步观察高频数据的变化。先导指标韩国前20日出口金额明显下行，对于中期经济走弱的判断保持不变。
- 全球收紧的预期有所上升，加拿大缩减购债规模，俄罗斯超预期加息，越南表态关注通胀；欧央行与美联储保持相对宽松，并未引发恐慌。欧美利差与疫情走势相关性仍然较高，疫情仍是最关键因素。中期来看，疫苗进一步普及，欧美疫情将逐步好转，美债将重拾上升趋势。
- 上周A股出现了明显的反弹，我们认为其主要原因在于A股与外盘的偏差太大。如果美股不出现明显调整，A股进一步下跌的空间不大，不排除在短期内有延续反弹的可能。短期来看，三大矛盾边际变化较小，A股受外盘影响较大。然而，在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前，股市的中期走势依然受限。

经济在延续反弹，但可能进入尾声。A股反弹与外盘差距过大有关，最近三大矛盾变化较小，A股受外盘影响较大。在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前，股市的中期走势依然受限。

经济修复，但未来出口走势可能偏负面

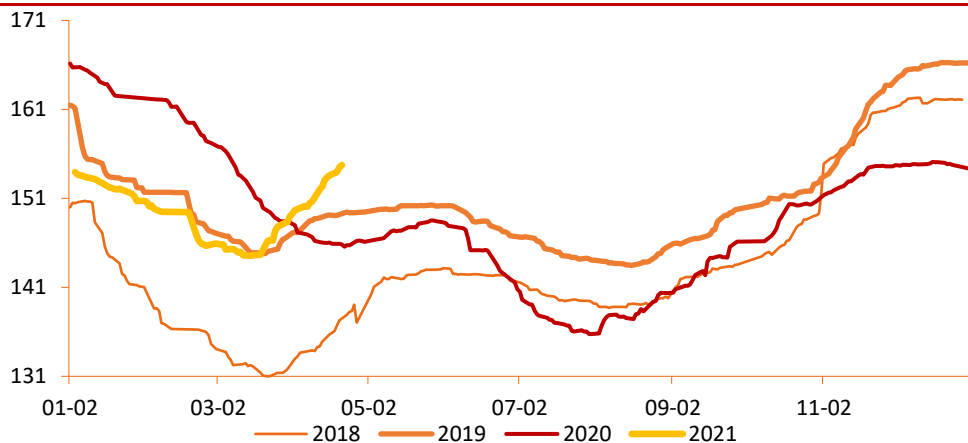
受疫情的影响，一二月需求被压制，导致固定资产投资砸坑明显，三至四月则表现为补坑行情，需求集中释放推动水泥价格超季节性上涨，卷螺差也在走强，房地产与基建需求保持较强水平，制造业补坑也仍在延续。

图 1：固定资产投资一季度显著受抑（复合收益率）



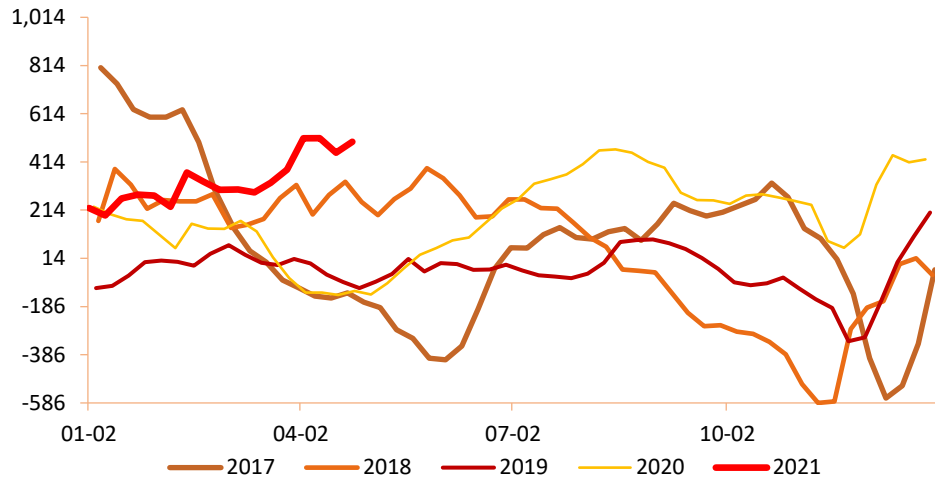
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：水泥价格超季节性上行



资料来源：Wind, 首创证券

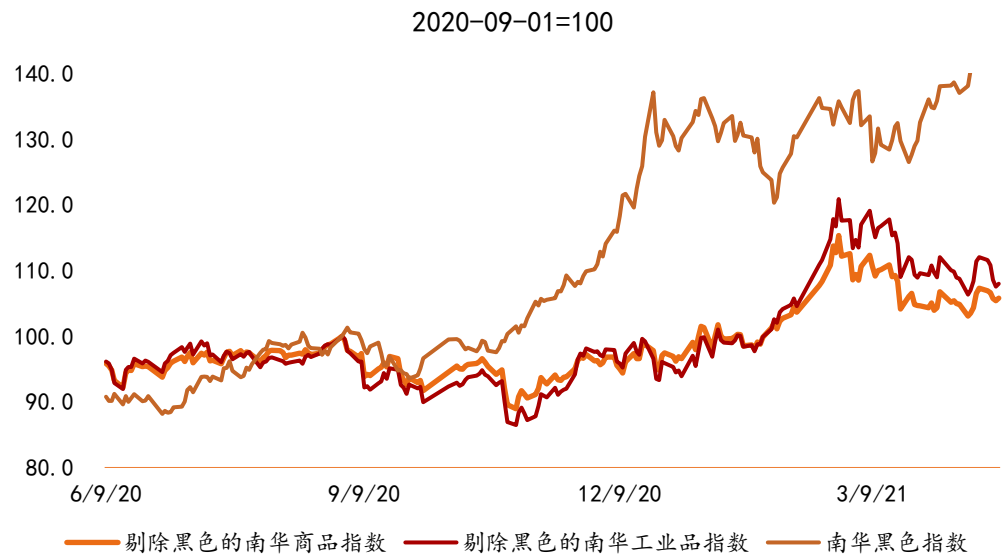
图 3：卷螺差走强



资料来源：Wind, 首创证券

经济仍在修复，但需关注到如果补坑行情结束，外需和内需均可能面临一定下行压力。大宗商品价格方面，剔除受碳中和政策影响明显的黑色板块后，南华商品指数和南华工业品指数表现弱势，一旦补坑结束，价格仍有压力。

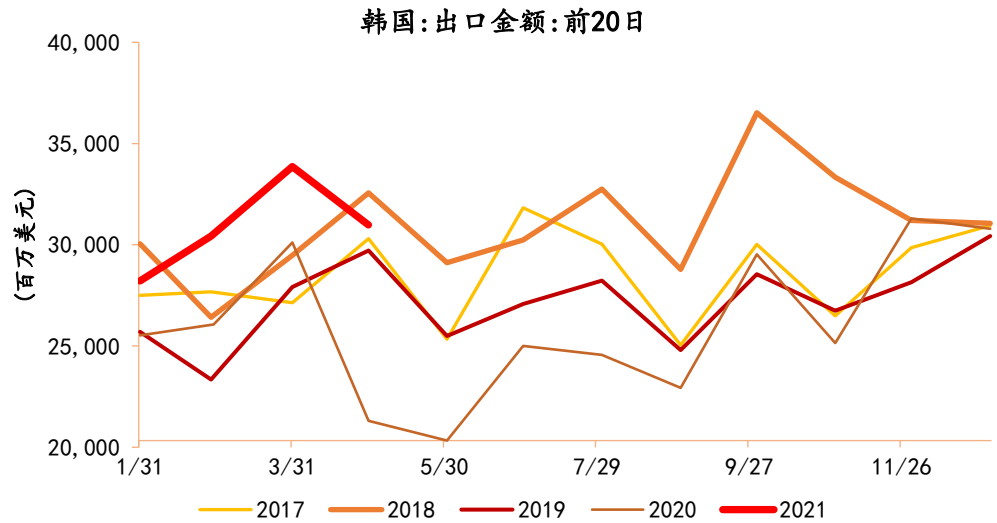
图 4：剔除黑色的南华工业品指数下行



资料来源：Wind, 首创证券

外需方面，3月出口同比高位回落，韩国4月前20日出口同比也出现回落，4月出口的延续回落值得关注。

图 5：韩国 4 月出口明显回落

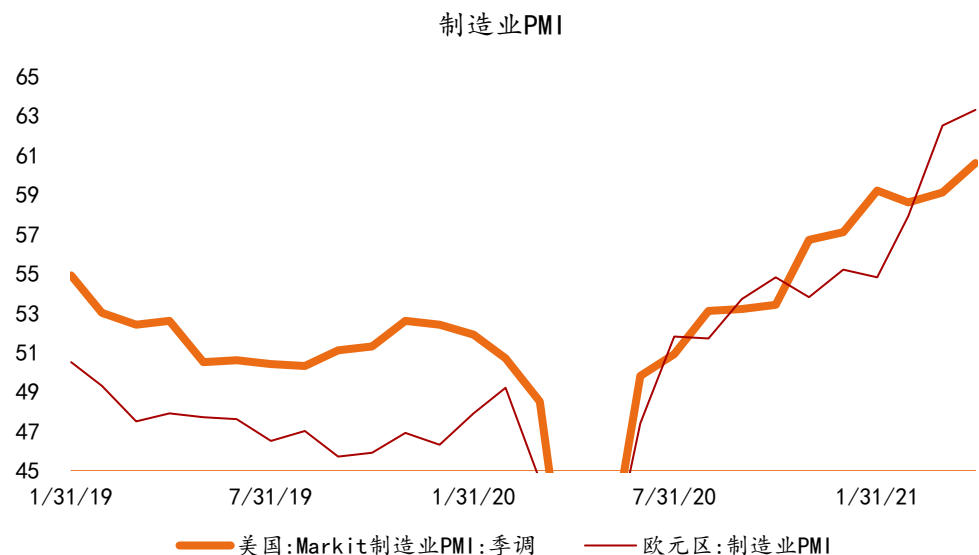


资料来源：Wind, 首创证券

收紧预期冲击市场，疫情发展仍是关键

上周 10 年美债收益率保持震荡，最终基本收平，通胀预期保持平稳。欧美制造业 PMI 均创新高，美国制造业 PMI 上行 1.5 达 60.6，欧元区制造业 PMI 达 63.3。但债市反映相对平淡，美债对于利空消息持续保持钝化，而美股情绪好转，周度跌幅收窄。

图 6：欧美制造业 PMI 续创新高



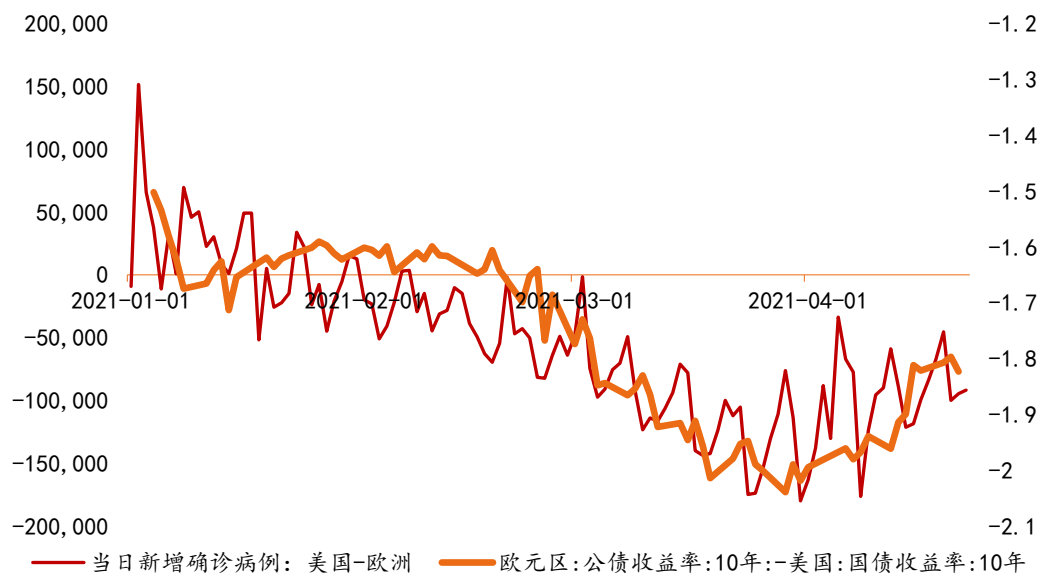
资料来源：Wind, 首创证券

4 月 21 日，加拿大银行宣布把每周国债购买规模从目前的 40 亿加元下调至 30 亿加元，并可能提前加息的时间，早于预期的 2023 年。俄罗斯央行再度加息，进一步收

紧政策，能源型国家对于通胀敏感性更强，更早做出收紧表态。全球收紧逐渐从预期走向落地。

目前欧央行与美联储仍然保持相对宽松态度，疫情发展仍是市场关注的重要因素，图7中可见，欧美利差与两地疫情表现相关性较高，在欧洲疫情好转，美国疫情基本持平的前提下，欧元区公债利率普遍上行，美债则保持震荡。

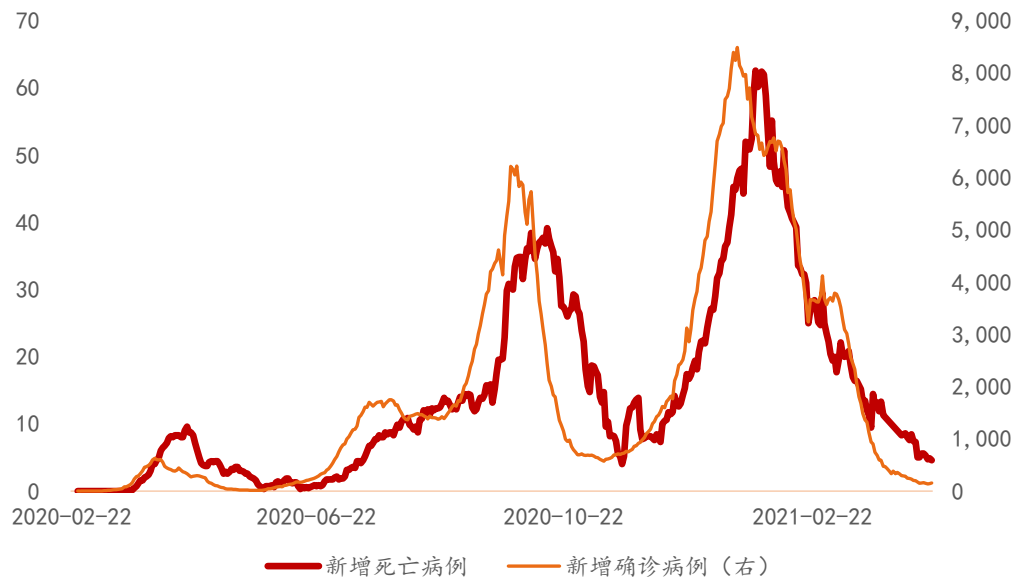
图7：欧美利差与疫情发展高度相关



资料来源：Wind, 首创证券

从中期来看，随着疫苗不断普及，疫情发展相对乐观，以全球疫苗普及率最高的以色列为例，新增确诊及死亡病例不断下行，随着全球疫苗普及率不断提高，疫情影响因素将逐渐弱化，美债可能重拾上行走势。

图 8：以色列新增确诊及死亡病例



资料来源：Wind, 首创证券

美国 TGA 账户财政存款的不断流出，相较 1 月高位已经下降近 7000 亿美元，美国货币市场回购利率及拆借利率均触及低位，美元指数不断走弱，推动 CRB 指数上行。

图 9：美元指数走弱，CRB 指数上行

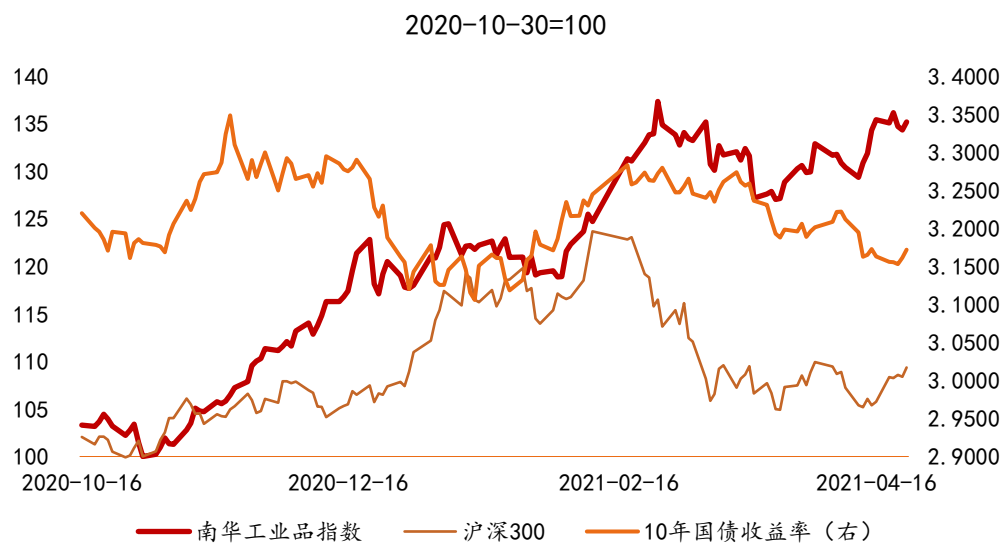


资料来源：Wind, 首创证券

A 股走势取决于外盘

上周 A 股出现反弹，但结构分化明显，其中沪深 300 收涨 3.41%，国证 2000 周涨幅仅 0.44%，抱团股表现显著优于小盘股。债市与商品价格则窄幅波动。

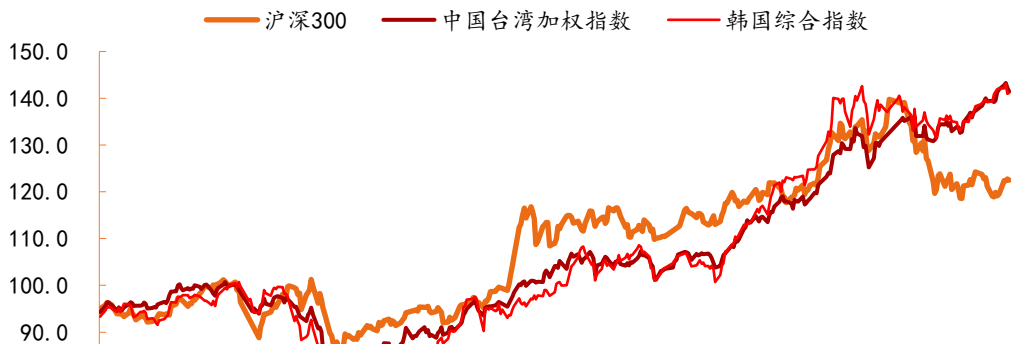
图 10: 股票商品回落, 债券市场窄幅震荡



资料来源: Wind, 首创证券

上周海外与 A 股走势出现逆转, 外盘纷纷走弱, 而 A 股则走出独立行情, 与外盘涨幅差有所收窄, 但差距仍然较大, 这是短期内影响 A 股走势的最核心矛盾。在美股没有明显调整的情况下, A 股仍然可能有一定反弹空间。

图 11: A 股与海外涨幅差逼近 20%后缩窄



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_19395



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>