

## 南华金融资产配置报告 在希望的田野上

### 核心观点：

3-4 月，债市创出新高后开启调整，股市在持续震荡后再度挑战区间上沿。展望 5 月，国内经济的谨慎预期可能一时难改，但债市已然超涨，收益率需要调整至合理水平，而国内外经济及政策的差异或有利于 A 股向上突破。

### 我们对股债细分项的观点如下：

债券分项	观点/推荐	股指分项	观点/推荐
利率趋势	长端或调整至政策利率附近	股指趋势	震荡等待利多
曲线形态	超长端过于平坦	风格&主题	风格轮动
国债期货	关注 T 低基差状态是否改变	衍生品策略	卖出铁鹰式期权策略

### 南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908  
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367  
wangying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676  
liaochenyue@nawaa.com

电 话：  
0571-81727107  
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



# 目录

## 章节

<b>1. 经济有亮点，但预期仍谨慎 .....</b>	<b>1</b>
<b>2. 债市：重视央行的风险提示 .....</b>	<b>5</b>
2.1 国债：等待市场企稳 .....	5
2.2 曲线形态：超长端过于平坦 .....	6
2.3 国债期货：主力态度尚未改变 .....	7
<b>3. 股指：重点在于内外差异 .....</b>	<b>9</b>
3.1 股指震荡偏弱 .....	9
3.2 美国经济展现韧性，对 A 股影响的多空分析 .....	9
3.2.1 利多：有利于出口 .....	10
3.2.2 利多：有利于风险偏好回升 .....	11
3.2.3 利空：货币政策形成掣肘 .....	12
3.2.4 利空：汇率压力，资产吸引力下降 .....	12
3.3 规模指数选择 .....	13
3.4 衍生品交易策略 .....	14

## 目录

### 图表

图 1.1：股票市场与债券市场走势.....	1
图 1.2：制造业 PMI 走势.....	1
图 1.3：出口量价指数 .....	2
图 1.4：制造业投资增速.....	2
图 1.5：房地产销售与新开工增速.....	3
图 1.6：南华工业品指数.....	3
图 1.7：工业企业产销率累计值.....	4
图 2.1：国债收益率.....	5
图 2.2：3M Shibor 与 1 年期同业存单利率.....	5
图 2.3：10 年国债与 2 年国债利差 .....	6
图 2.4：30 年国债与 10 年国债利差 .....	7
图 2.5：10 年期国债期货主力持仓.....	7
图 2.6：10 年期国债期货 CTD 基差.....	8
图 3.1：规模指数 4 月以来表现 .....	9
图 3.2：全球制造业 PMI 趋势向好.....	10
图 3.3：出口以价换量，存在价量正反馈机会.....	11
图 3.4：美国经济回暖，利好风险资产.....	11
图 3.5：中美利差与沪深 300 走势一览 .....	12
图 3.6：汇率运行方向影响外资流动方向.....	13
图 3.7：股指期货强弱对比.....	13
图 3.8：铁鹰式期权策略损益示意图 .....	14

## 1. 经济有亮点，但预期仍谨慎

债券市场3月小幅调整后转入震荡，4月再度上行并创出新高，月末有所调整。股票市场3月创出高点后开启震荡调整，大、小盘指数走势有所分化。

图 1.1：股票市场与债券市场走势



资料来源：Wind、南华研究

一季度经济延续温和复苏态势，外需及制造业成为拉动经济的亮点，而房地产仍旧拖累经济。价格水平方面，一季度GDP平减指数仍然处于负值区间。CPI自2月由负转正，但涨幅微弱；PPI尚未转正，显示内需不足。

图 1.2：制造业 PMI 走势

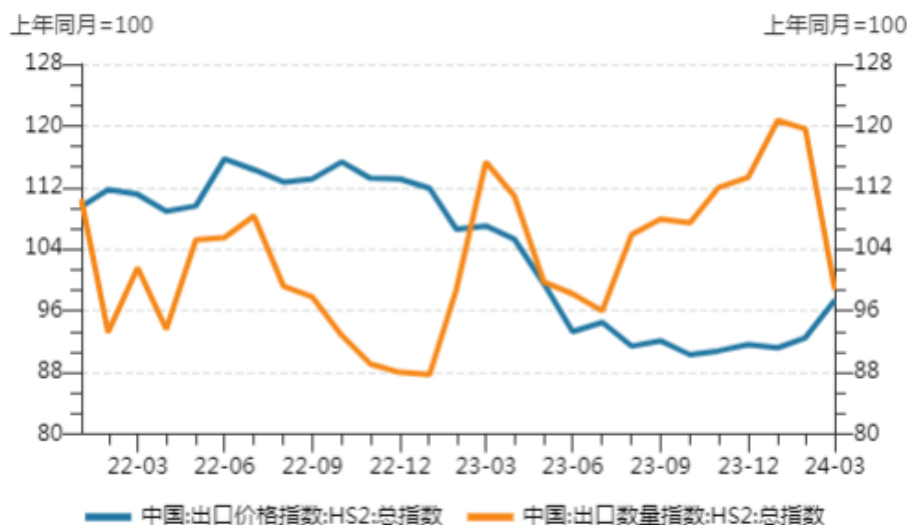


资料来源：Wind、南华研究

由于全球制造业周期回暖，国内制造业周期有望跟随向上。全球制造业补库将体现为外需上升，3月PMI新出口订单指数大幅回升，印证外需回暖。从外贸数据来看，一季度出口整体回升向好，但3月数据出现反复，外需回暖的程度及持续性需要持

续跟踪。此外，当前出口量增价跌、以量补价的特征也值得关注。

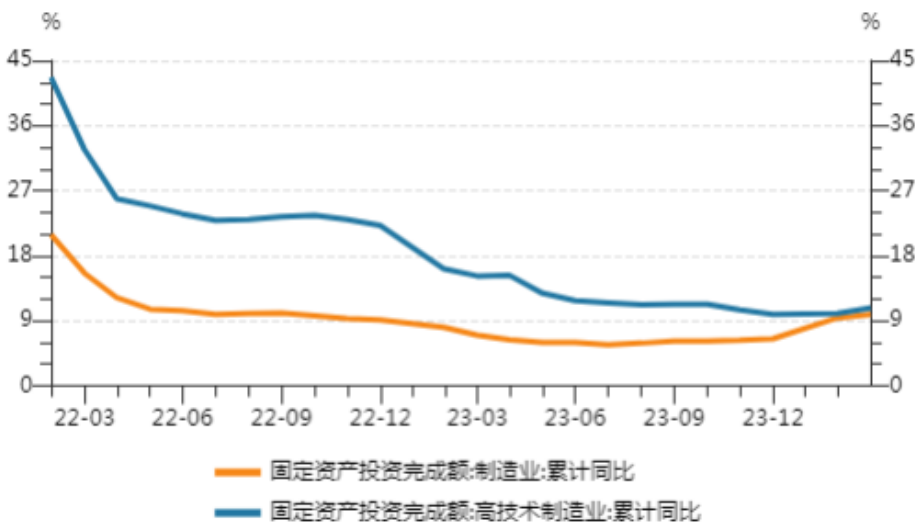
图 1.3：出口量价指数



资料来源：Wind、南华研究

由于国内需求不强，即便有外需补量，制造业利润率仍然偏低。从产能利用率角度来看，一季度制造业产能利用率处于近五年相对低位，仅高于2020年同期。如此看来，制造业投资不应有很强扩张动力，但一季度制造业投资明显回升，可能与技术改造、设备更新等政策支持有关。另外，在国家大力发展新质生产力的背景下，高技术制造业投资有望加快。

图 1.4：制造业投资增速

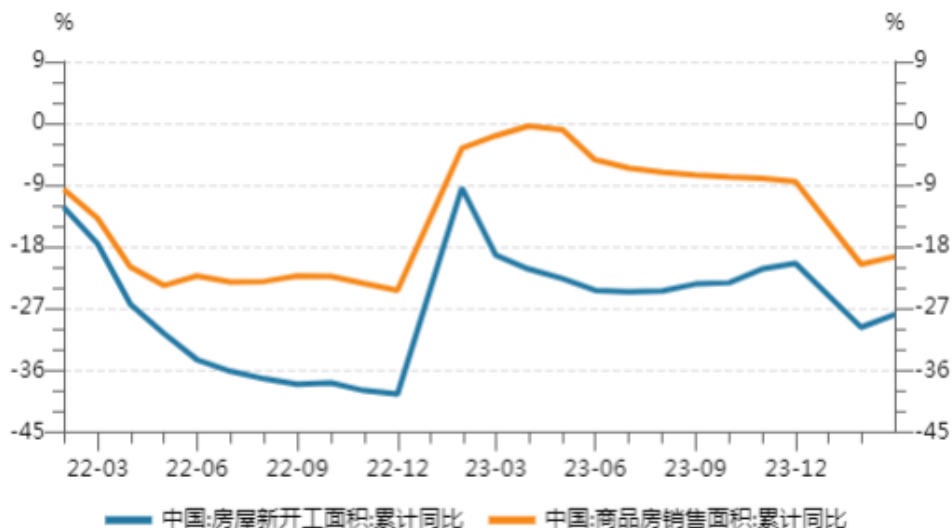


资料来源：Wind、南华研究

一季度房地产行业延续下滑态势，在去年低基数的情况下，销售面积与新开工面积仍然较去年同期大幅下滑。在房价预期仍未见底的情况下，未来新房销售依旧不乐观，房地产开发投资难以扭转下滑态势。一季度基建投资增速目前维持在8-9%，但今年地方落实化债政策，中央要求12个省市除基本民生工程外，不得新开工项目，

未来基建投资增速可能放缓。今年以来建筑链条相关数据明显偏弱，未来建筑业景气度仍不乐观。

图 1.5：房地产销售与新开工增速



资料来源：Wind、南华研究

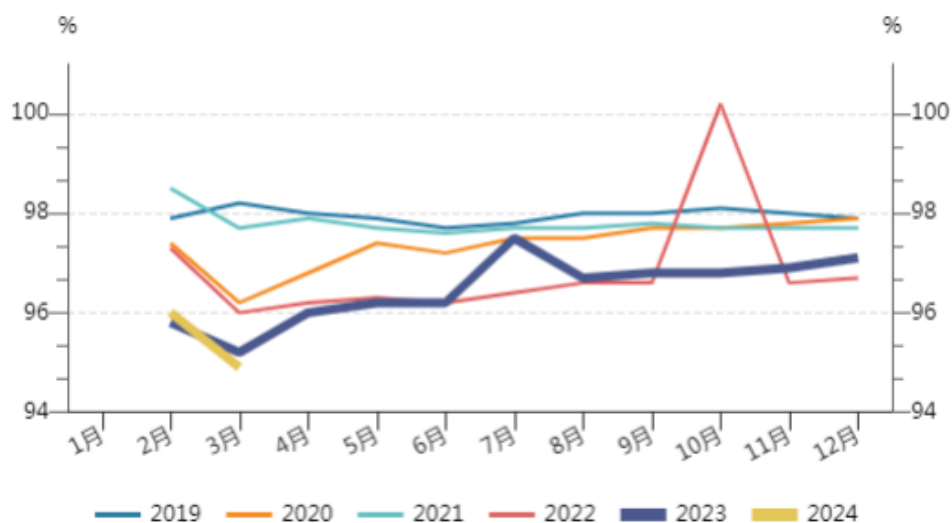
3月以来，以铜、原油为代表的大宗商品价格上涨带动工业品指数创出新高，但债券市场明显不以为然。从需求的角度来看，一季度工业企业产销率创出新低，结合低迷的物价表现来看，表明供给相对于需求仍旧过剩。在内需较弱，下游存在堵点的情况下，上游价格未必能顺利向下游传导。债券市场对于商品的上涨持怀疑态度，或者认为相关商品的上涨只能代表海外需求，不能代表国内经济。

图 1.6：南华工业品指数



资料来源：Wind、南华研究

图 1.7：工业企业产销率累计值



资料来源：Wind、南华研究

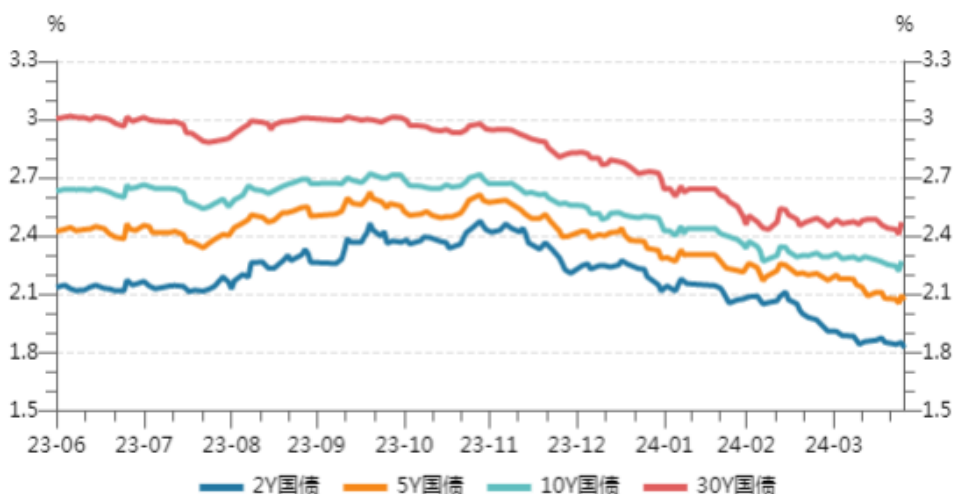
总体上，经济复苏虽然存在亮点，但持续性及强度都有待观察，目前的态势仍不足以扭转市场的谨慎预期。

## 2. 债市：重视央行的风险提示

### 2.1 国债：等待市场企稳

国债收益率在3月创出低点后小幅回升，此后行情分化，中长端维持震荡，短端持续下行。4月中旬后，中长端再度下行创出新低，短端震荡，月末在央行再次提示风险的敲打下收益率开始反弹。

图 2.1：国债收益率



资料来源：Wind、南华研究

图 2.2：3M Shibor 与 1 年期同业存单利率



资料来源：Wind、南华研究

3月之前的上涨行情有较多的降息预期驱动，4月以后市场似乎逐渐接受了政策利率不会很快下降的事实。从外部环境来看，美联储降息的时点可能延后，人民币贬值的压力增大，短期央行倾向于观望，并不急于降息。4月资金面平稳且宽松，一定



程度上也给市场做多提供了良好的环境。但目前3个月Shibor已下降至去年三季度低点，1年期AAA级同业存单收益率甚至接近2022年低点，在央行不降息的情况下，5月进一步宽松的幅度有限。

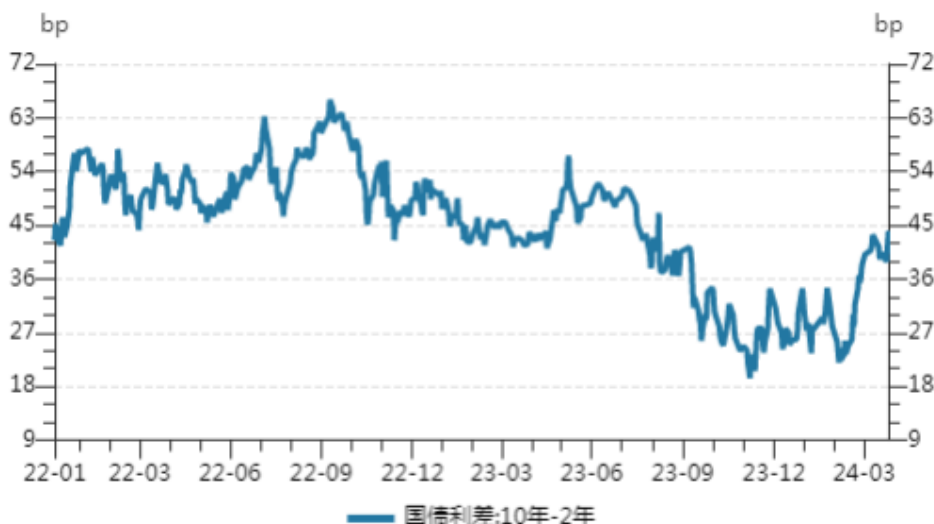
3月以来，央行多次提示长债利率风险，希望降低交易拥挤度，避免经济预期反转后带来市场剧烈调整，但市场对经济复苏仍有疑虑，叠加利率债供给进度偏慢、A股不振，资产荒格局未改，促使交易盘不断推动利率创出新低。如果说市场对于经济的谨慎预期短期难以改变，那么债券供给及其对资金面的冲击可能是更为重要影响因素。1-4月利率债供给速度一直偏慢，5月需关注特别国债是否发行以及地方债发行是否加快。近期央行多次吹风“在二级市场开展国债买卖”，可能与特别国债即将发行有关。央行二级市场购债能够投放基础货币，可以对冲特别国债发行对银行间流动性的冲击。鉴于央行已准备好流动性管理工具，预计特别国债发行对市场影响有限。

总体而言，短期债券市场实质性利空较少，但需要重视央行的风险提示。关注未来经济数据能否逐渐扭转市场预期，如果数据表现一般，市场牛市氛围仍会延续，交易盘可以在收益率调整到位后再度介入。短期交易热情可能下降，长债收益率可能调整至政策利率附近，即2.4%-2.5%。

## 2.2 曲线形态：超长端过于平坦

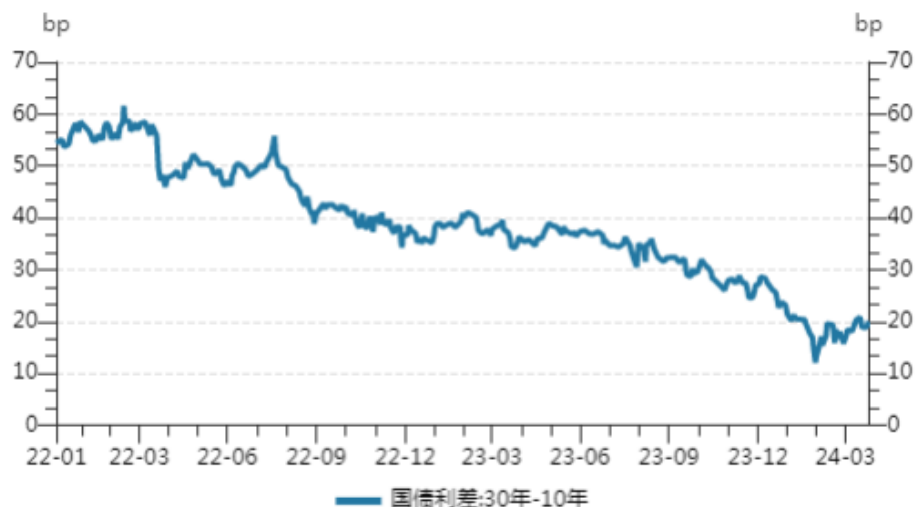
10年国债与2年国债利差已在3-4月随着短端利率的下行有所修复，30年国债与10年国债的利差仍处于偏低水平。收益率曲线超长端过于平坦，恢复陡峭需要行情发生较大幅度的调整，如果市场仍旧看涨或是震荡，曲线平坦将持续更长时间。

图 2.3：10 年国债与 2 年国债利差



资料来源：Wind、南华研究

图 2.4: 30 年国债与 10 年国债利差



资料来源: Wind、南华研究

### 2.3 国债期货：主力态度尚未改变

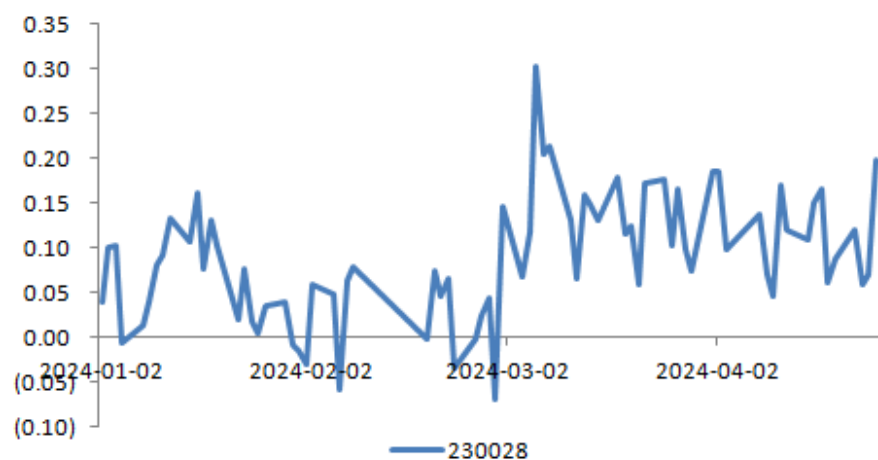
10年期国债期货主力净多持仓在3月出现急速下跌，此后进入高位徘徊，显示主力仍旧看多，但较此前谨慎。月末调整行情中，国债期货持仓有所下降，表明多头退场，但主力退场不明显。这意味着主力并未改变对市场的看法，调整幅度可能有限。但后续如果由于某些原因导致市场预期突然扭转，调整幅度则可能超预期，在此情形下，一直低位震荡的国债期货CTD基差可能出现扩大。

图 2.5: 10 年期国债期货主力持仓



资料来源: Wind、南华研究

图 2.6: 10 年期国债期货 CTD 基差



资料来源: Wind、南华研究

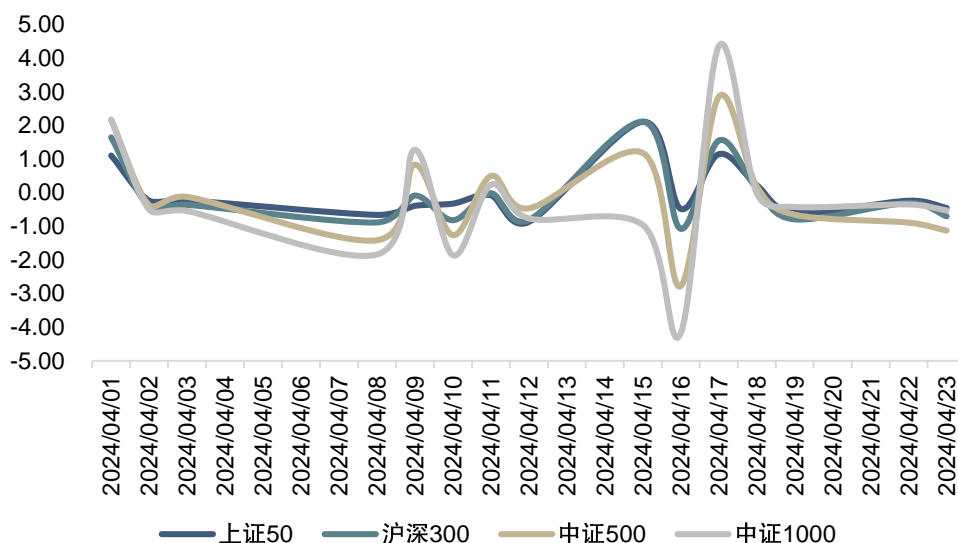
### 3. 股指：重点在于内外差异

#### 3.1 股指震荡偏弱

4月海外市场降息预期发生重大变化，美国3月CPI增速超预期，叠加劳动力市场强劲，美联储降息预期迅速降温，美元指数和美债收益率创今年新高，风险资产及非美货币波动加剧，海外地缘扰动增多，商品全面涨价进一步加剧全球通胀担忧。从内部环境来看，一季度国内宏观经济整体平稳，但经济修复基础不牢固、经济结构性问题依旧突出，呈现生产旺、价格指标偏弱的状况，国内地产周期仍下行，抑制股票业绩增长预期。海内外宏观驱动不足，股指估值修复预期受抑制，加之国内增量资金不足，股指承压，4月股指整体走势震荡偏弱。

4月12日国内时隔十年再度迎来“国九条”，有利于完善资本市场监管，对股指有一定提振作用，同时新“国九条”强化分红监管，高股息板块更加收益，发布后大盘股指数相对偏强。复盘前两次“国九条”，我们发现“国九条”更多作用于中长期，因此新“国九条”对市场的积极影响还需关注后续配套政策落地情况。在进一步的经济数据公布前，宏观预期或不会显著上修。

图 3.1：规模指数 4 月以来表现



资料来源：Wind、南华研究

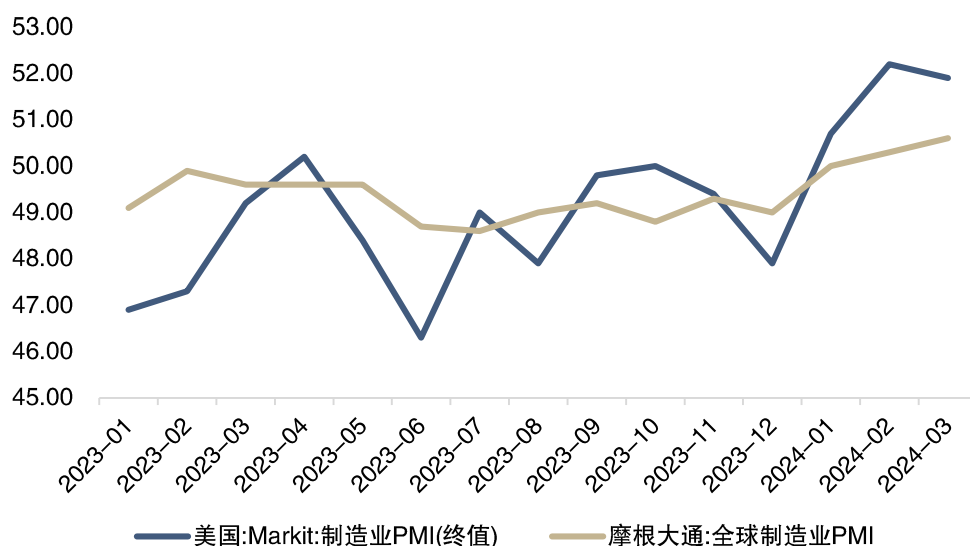
#### 3.2 美国经济展现韧性，对 A 股影响的多空分析

从目前的形势来看，国内经济状况决定股市运行中枢，在经济拉动项与拖累项未来形势暂不明朗的情况下，股市运行或重点关注国内外经济的相对强弱。我们梳理美国经济展现韧性对于国内A股多空影响的几个视角，研究反映5月需重点关注国内出口回升延续性，美股走向，以及与中美基本面强弱密切关联的中美利差和汇率走势。

### 3.2.1 利多：有利于出口

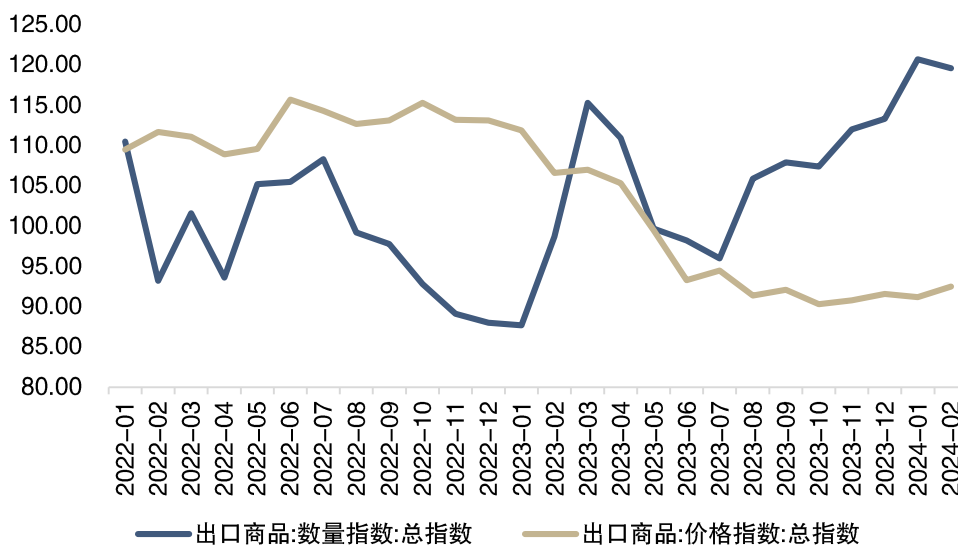
国内一季度GDP同比收于5.3%，股市剔除情绪面的跌宕起伏，受益于经济预期的好转，股指中枢整体有所上行。从三月的数据来看，美国制造业PMI回归枯荣线上方，摩根大通全球制造业PMI也上行至50.6，连续三个月回升，全球库存周期由去库向补库过渡，若美国经济继续表现向好，外需存在继续回暖的迹象。从国内净出口的拆分来看，一季度以来的出口主要表现为以价换量，外需存在回暖趋势的基础之上，出口量能或继续维持正增长，而随着外需的增加，以及国内物价指数逐步触底，价格也将逐步为出口总额的增长形成正向反馈。三驾马车中，出口对于经济的正向贡献较高，若后续以美国为代表的发达国家，经济继续表现向好，外需旺盛，出口量价均具备正增长潜力，对于出口总额的上涨将继续形成支撑，进而为国内经济增长形成有效动能，提升市场经济预期，助力股指中枢震荡偏强。

图 3.2：全球制造业 PMI 趋势向好



资料来源：南华研究

图 3.3: 出口以价换量, 存在价量正反馈机会

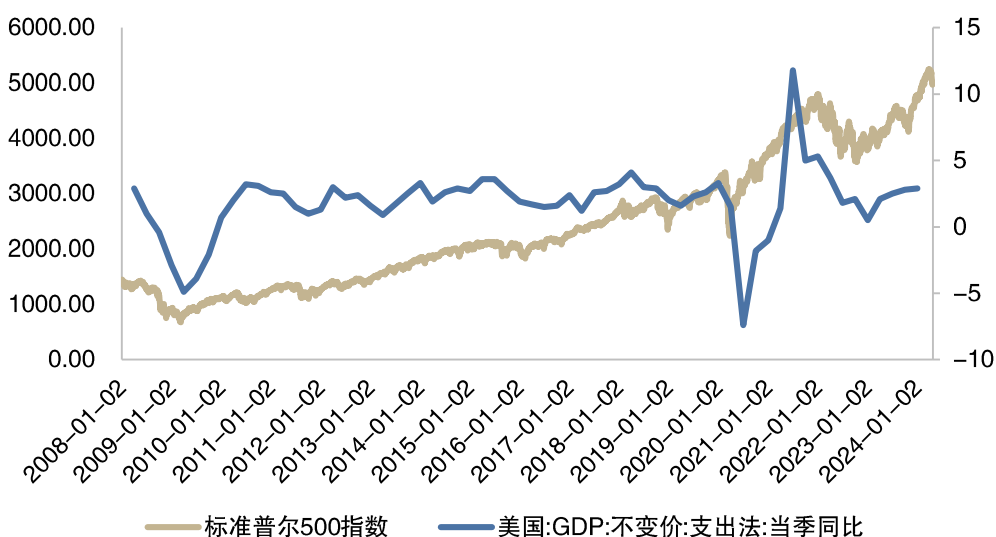


资料来源：南华研究

### 3.2.2 利多：有利于风险偏好回升

根据标准普尔500指数走势与美国GDP走势对比，可以发现，两者趋势联动性较高，2023年以来，由于美国经济整体低位回暖，经济数据强于市场预期，美股中枢整体持续上行。对于A股而言，尽管美股上行并不与A股同步，但从走势回顾来看，美股下跌所带来的全球风险偏好回落，将直接对A股也造成回调压力。因而，美国经济表现偏强对美股形成支撑，全球风险偏好回暖，更加有利于A股反弹。

图 3.4: 美国经济回暖, 利好风险资产



资料来源：Wind、南华研究

### 3.2.3 利空：货币政策形成掣肘

美国经济偏强，将直接导致其货币政策偏鹰派，并进而对于国内货币政策宽松空间形成桎梏，一季度美国降息预期持续回落，降息点位由年初预期年内降息150BP，回落至年内降息25-50BP，甚至存在再度加息的声音。这一利空因素对于A股影响的程度大小，取决于国内货币政策宽松必要性大小。前面提到，美国经济继续向好，将有利于国内出口，而国内方面，在发展新质生产力以及提振内需方面，相关政策仍逐步推进，促长板，拉短板，若后续国内经济企稳回暖，则进一步扩大货币政策宽松力度的必要性下降，A股受经济预期支撑，货币政策影响会相对有限。但是如果国内外经济错位，国内货币政策加码宽松的必要性较高，那么外围所带来的冲击，在经济预期低迷的背景下，将使得股市承压。

对于这一中美基本面差异跟踪，可以锚定中美十年期国债收益率利差，我们从图中可以看到，两者走势拟合度较高，去年年底至今年年初的分化，主要源于交易层面冲击带来的恐慌情绪扰动，导致出现中美利差上涨，而A股下降，在情绪修复之后，两者重归拟合。

图 3.5：中美利差与沪深 300 走势一览



资料来源：Wind、南华研究

### 3.2.4 利空：汇率压力，资产吸引力下降

若出现两国经济发展错位的情况，人民币也将承压，会使得人民币资产的吸引力下降，资本具有流出压力，从而对A股形成利空。美国经济强势，除了影响货币政策的空间之外，还将对国内汇率造成影响，汇率的强弱，实际反映两国经济强弱对比，同时也是以上所提到的货币政策受掣肘因素的另一个表现。在美国经济偏强，美联储货币政策偏鹰派的情况下，美元指数走势上行，对人民币汇率形成压力，同时限制国内货币政策的进一步宽松，因为若流动性加码放松会带来人民币的进一步贬值压力。

从一季度以来的走势可以看到，汇率贬值阶段，外资具备明显流出压力，而当汇率相对维稳时，外资倾向于净流入。在国内信息相对平淡的周期当中，外资的流动对A股阶段性运行趋势具有明显的导向性。

图 3.6：汇率运行方向影响外资流动方向

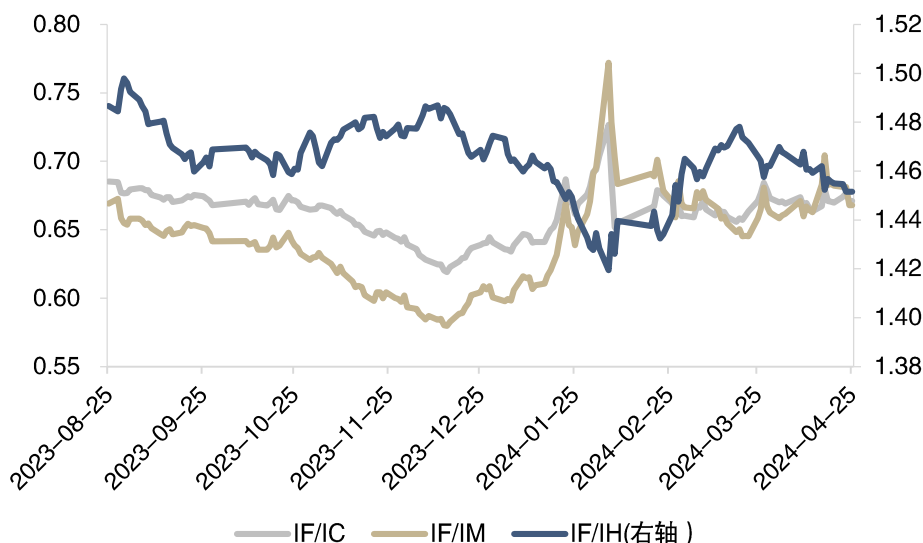


资料来源：Wind、南华研究

### 3.3 规模指数选择

在四月行情当中，股指走势中枢并未明显变化，但规模指数对比中小盘表现偏弱，由于市场交易偏抵御型，高股息率的IH表现更优，同时从行业来看，TMT高位回落，小盘指数受到拖累。短期来看，若AI概念再起或流动性加码宽松，IM会存在阶段性表现较强机会，若经济预期上涨引起的顺周期行情，或者内外基本面施压，A股偏弱运行，IH会更具韧性。建议规模指数选择结合市场政策面预期以及基本面演绎，适时切换。

图 3.7：股指期货强弱对比



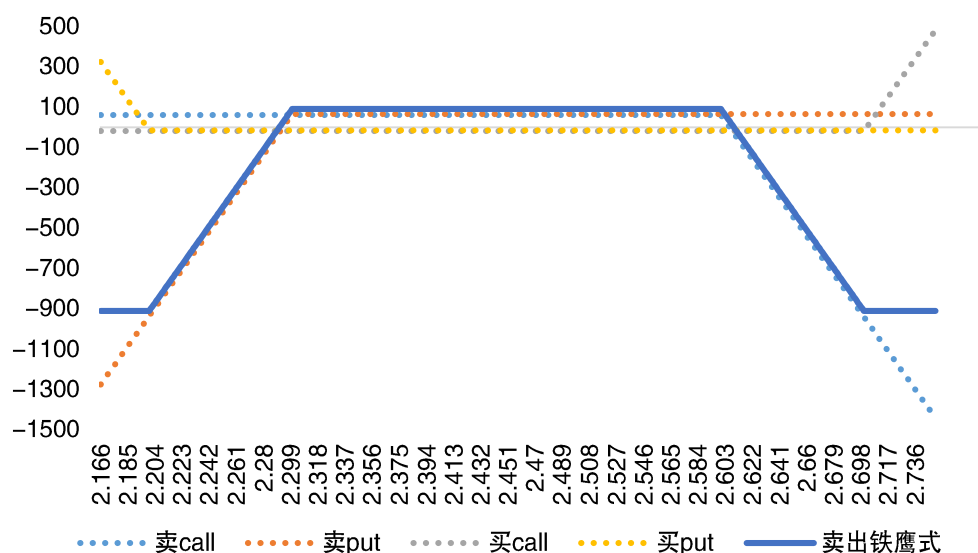


资料来源：Wind 南华研究

### 3.4 衍生品交易策略

5月若没有意外的政策，海外没有风险事件发生，A股预计仍以宽幅震荡为主，这种情况下，我们在二季度展望中提到的卖出铁鹰式策略将继续是较为合适的策略。所谓卖出铁鹰式期权策略，是在卖出宽跨式期权策略的基础之上，在下方追加买入一个看跌期权，锁住大幅下跌风险，同时在上方追加买入一个看涨期权，锁住大幅上涨的风险，即采用两个更加虚值的买权对双卖进行保险。当然由于买权需要支付权利金，卖出铁鹰式期权策略的收益上限会略低于卖出宽跨式期权策略。具体损益如下图3.8。

图 3.8：铁鹰式期权策略损益示意图



资料来源：Wind 南华研究

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

