

策略周报

“避险的资金”终将流向“避险的资产”

——策略周末谈（4月第3期）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值继续回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.27

《一季报将密集披露，部分公司同比高增》2024.04.21

《腾笼换鸟，重估“安全资产”！——策略周末谈（4月第2期）》2024.04.20

《本周A股估值小幅回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.20

《强监管大背景下政策继续优化与完善，北交所六项规则向市场公开征求意见》2024.04.14

《本周A股估值总体收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.14

本周黄金/资源/公用事业“安全资产”调整，消费/成长“发展资产”反弹。周五北上资金也大幅流入“发展资产”。吸取去年7.24中央政治局会议前后顺周期“超跌反弹→继续大跌”的教训，“赔率交易”不可取！——

第一，珍惜“安全资产”调整买入的窗口期。本周部分消费和成长行业的超跌反弹，是典型的期盼政策加码的“赔率交易”。我们在3.17《向来如此，便是对吗？》中指出：超跌反弹的“赔率交易”，能带来短期收益，但长期收益率中枢下移。在强刺激“稳增长”政策明确落地之前，黄金/资源/公用事业“安全资产”的每一次调整，都是加仓增配的窗口期。

第二，重估“安全资产”（分子端）：短久期资产，拉长久期。煤炭/有色/石油等“安全资产”，已经从即期现金流贴现的“短久期”资产，切换为稳定现金流贴现的“长久期”资产：（1）科技发展停滞，全球康波长周期下行，上游资源行业的资本开支意愿降低，即期现金流量表修复。（2）中美分别聚焦高端/中低端制造“自主可控”，加速全球制造业产能过剩，上游资源行业的需求总量扩张，中期现金流量表改善。

第三，重估“安全资产”（分母端）：资产荒加速长端利率（贴现率）下行。地产周期下行，高收益“垃圾债”正加速出清，相对过剩的资金会：（1）抱团高股息且未来有稳定现金流（分红）的资源/公用事业“安全资产”；（2）加杠杆抱团稳定收益的长期国债，快速压低长端利率（贴现率）。根据DCF模型：稳定现金流贴现的“安全资产”，不仅会受益于无风险利率回落，同时也能够获得不确定环境（逆全球化+化债周期）下的“确定性溢价”。

第四，安全资产估值“脱锚”：能源安全转型，共识形成。我们在4.7《煤炭，超越茅台》中提出，当前的煤炭行情接近2019年初的白酒：（1）16-18年白酒锚定PB-ROE定价；19年“消费升级”共识形成，白酒估值偏离PB-ROE模型（脱锚）。（2）2020年以来煤炭也锚定PB-ROE定价；当前“能源安全转型”共识形成，煤炭估值也开始偏离PB-ROE模型（脱锚）。

第五，北上资金：“避险的资金”终将流向“避险的资产”（安全资产）。本周五外资净流入224.5亿，创单日新高，可能是出于避险目的。这印证我们3.24《致命一击：日本退出YCC》中的判断：全球可能会重蹈A股23Q3流动性抽离的危机，但A股已经打过“预防针”，反而会加速“东升西落”。既然当前外资是基于避险目的流入A股的，外资最终也将流入A股的“安全资产”（资源/公用事业等）。

第六，行业配置：赔率交易不可取，继续重估“安全资产”。最近半年公募基金增配资源/公用事业等“安全资产”，会放大波动率。我们建议继续80%仓位配置“安全资产”，20%仓位博弈“发展资产”，以平滑波动。逆全球化“大安全当立”。抱紧黄金/资源/公用事业等“安全资产”（稀缺资产）。行业配置建议继续坚守“八二法则”（详见1.6）。

风险提示：政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 本周核心观点	4
1.1 珍惜“安全资产”调整买入的窗口期	4
1.2 重估“安全资产”（分子端）：短久期资产，拉长久期	4
1.3 重估“安全资产”（分母端）：资产荒加速长端利率（贴现率）下行	5
1.4 安全资产估值“脱锚”：能源安全转型，共识形成	6
1.5 北上资金：“避险的资金”终将流向“避险的资产”（安全资产）	7
1.6 行业配置：赔率交易不可取，继续重估“安全资产”	8
2 市场全景扫描	9
2.1 市场回顾	9
2.2 本周重要经济数据	12
2.3 本周经济要闻	14
2.4 下周重点关注	14

图表目录

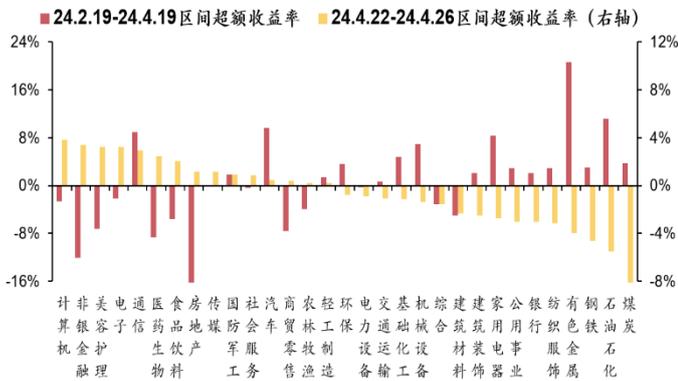
图表 1: 本周市场领涨的行业, 前期大多超跌.....	4
图表 2: 近期“托底型”稳增长政策(预期)有所增强.....	4
图表 3: 房地产投资与制造业固定资产投资出现分化.....	5
图表 4: 制造业单位 GDP 用电量显著高于金融地产.....	5
图表 5: 全社会用电量增速超过工业增加值增速.....	5
图表 6: “双碳”实施后新能源链用电量中枢抬升.....	5
图表 7: 债市缺资产行情下长端收益率被压低.....	6
图表 8: “安全资产”稳定现金流贴现, 会有确定性溢价.....	6
图表 9: 19 年“消费升级”共识形成, 白酒估值“脱锚”.....	6
图表 10: 当前“能源安全转型”共识形成, 煤炭估值也将开启“脱锚”.....	6
图表 11: 本周五(4.26)北上资金单日流入创新高, 主要流入消费和成长等“发展资产”(核心资产).....	7
图表 12: 外资(交易盘)去年 3 月增配电子/传媒等当时热门的 AI 概念.....	7
图表 13: 外资(交易盘)去年 7 月增配“稳增长”相关的地产/非银/新能源车等当时热门的行业.....	7
图表 14: 行业配置“八二法则”: 80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性.....	8
图表 15: 本周市场回顾.....	10
图表 16: 行业比较.....	11
图表 17: 本周重要数据.....	12

1 本周核心观点

1.1 珍惜“安全资产”调整买入的窗口期

本周部分消费和成长（发展资产）超跌反弹，是典型的“赔率交易”，主要源于央行购买国债、保障房“收储”等政策加码的预期。我们在 3.17《向来如此，便是对吗？》中指出：超跌反弹的“赔率交易”，能带来短期收益，但长期收益率中枢下移。吸取去年 7.24 中央政治局会议前后顺周期“超跌反弹→继续大跌”的教训，除非强刺激“稳增长”政策明确落地，否则仍应坚守“胜率交易”主线：“安全资产”（黄金/资源/公用事业）每一次调整都要加仓，而“发展资产”（消费/地产链）每一次反弹都要减仓。

图表1:本周市场领涨的行业，前期大多超跌



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表2:近期“托底型”稳增长政策（预期）有所增强

时间	城市/部门	政策类型	主要内容
4月23日	财政部	央行直接 购买国债	支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱
4月23日	中国人民银行		央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备
4月8日	福建福州	保障性住 房收储	国企收购存量房源，一期共收购4768套存量房
4月1日	河南郑州		2024年计划完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”10000套，5000套官方收购，5000套市场化交易，换购新房享30%契税补贴

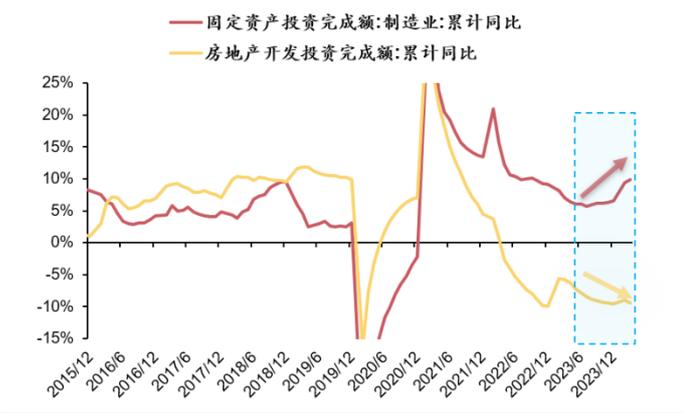
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.2 重估“安全资产”（分子端）：短久期资产，拉长久期

全球经济长周期下行嵌套制造业产能中周期抬升，驱动煤炭/有色/石油“安全资产”，从即期现金流贴现的“短久期”资产，切换为稳定现金流贴现的“长久期”资产——

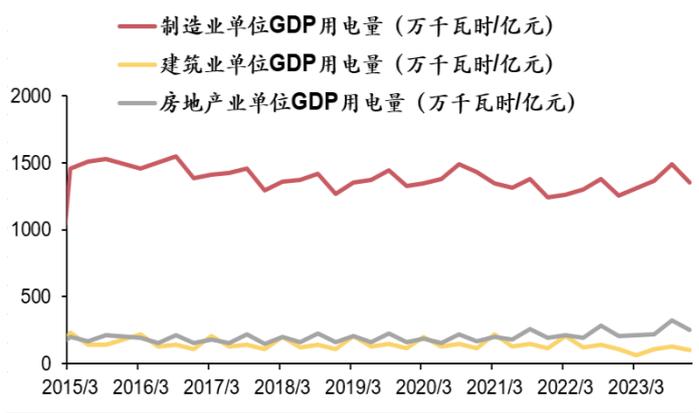
全球康波长周期下行，资源行业的资本开支意愿降低，即期现金流量表修复：在 AI 大规模商业化落地（需求大量“算力基建”投资）之前，全球经济中枢下移，叠加新能源转型趋势，约束资源行业资本开支意愿。中美经济中周期“脱虚向实”，资源行业的需求总量扩张，中期现金流量表改善：（1）中美分别追求高端制造/中低端制造“自主可控”，正加速全球制造业产能过剩；（2）制造业单位 GDP 能耗远高于金融服务业，中美经济“脱虚向实”，叠加能源安全转型，都会提振上游资源/公用事业的需求总量。

图表3: 房地产投资与制造业固定资产投资出现分化



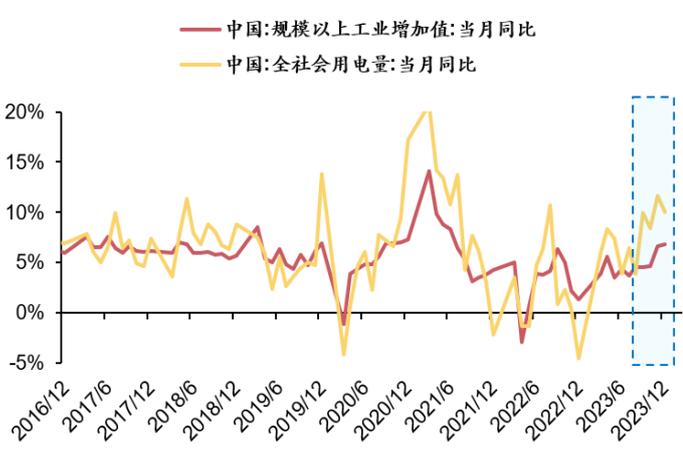
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4: 制造业单位 GDP 用电量显著高于金融地产



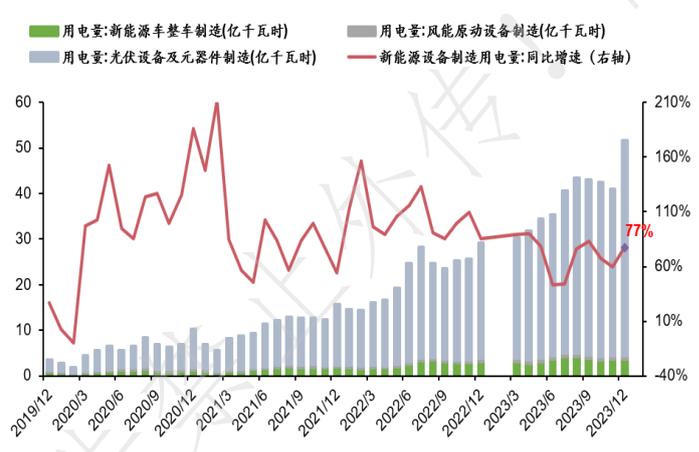
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表5: 全社会用电量增速超过工业增加值增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: “双碳”实施后新能源链用电量中枢抬升

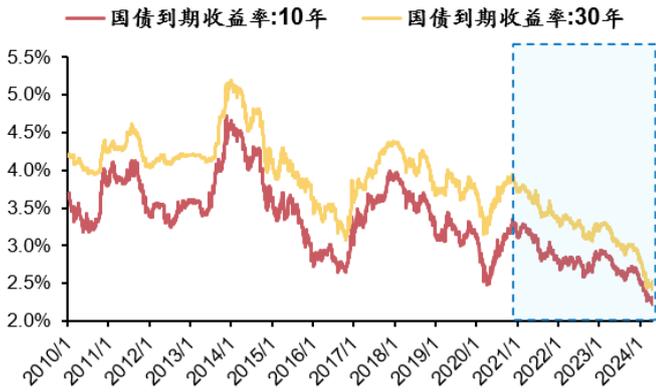


资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.3 重估“安全资产”（分母端）：资产荒加速长端利率（贴现率）下行

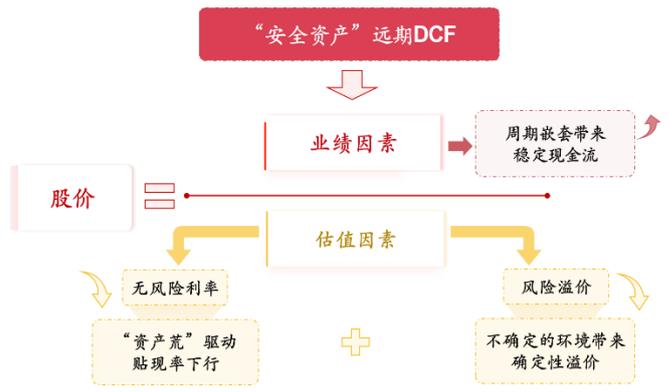
地产周期下行，高收益“垃圾债”正在出清，过剩的资金会增配长久期资产，加速重估“安全资产”：（1）一方面，过剩资金会直接抱团高股息资产。不过，不是所有高股息都叫“安全资产”。资源/公用事业等“安全资产”，具备垄断稀缺性，能够长期提供稳定股息率（现金流），会更受过剩资金的青睐；（2）另一方面，过剩资金也会加杠杆抱团稳定收益的长期国债，快速压低长端利率（贴现率）。根据 DCF 模型（下图 8），稳定现金流贴现的“安全资产”，不仅会受益于无风险利率回落，同时也能够获得不确定环境（逆全球化+化债周期）下的“确定性溢价”。

图表7: 债市缺资产行情下长端收益率被压低



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表8: “安全资产”稳定现金流贴现, 会有确定性溢价



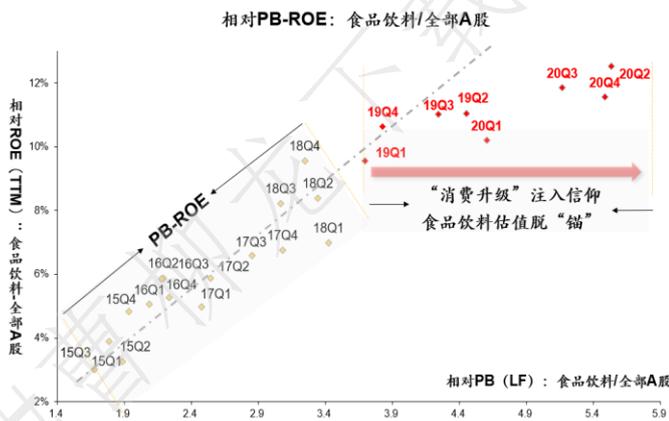
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 安全资产估值“脱锚”: 能源安全转型, 共识形成

我们在 4.7 《煤炭, 超越茅台》中提出, 当前的煤炭行情接近 2019 年初的白酒: (1) 2019 年白酒销量回落但价格抬升, ROE 中枢稳定。“消费升级”的共识带来白酒估值“脱锚”。数据上(下图 9): 16-18 年白酒锚定 PB-ROE 定价; 19 年“消费升级”共识形成, 白酒估值偏离 PB-ROE 模型(脱锚)。(2) 去年 10 月以来, 煤炭价格回落但销量(发电耗煤)抬升, 预计 ROE 中枢也将企稳。“能源安全转型”的共识正在驱动煤炭估值“脱锚”。数据上(下图 10): 煤炭资本开支收敛, 稳定现金流贴现, 2020 年以来也锚定 PB-ROE 定价; 当前“能源安全转型”共识形成, 煤炭估值也正开始偏离 PB-ROE 模型(脱锚)。

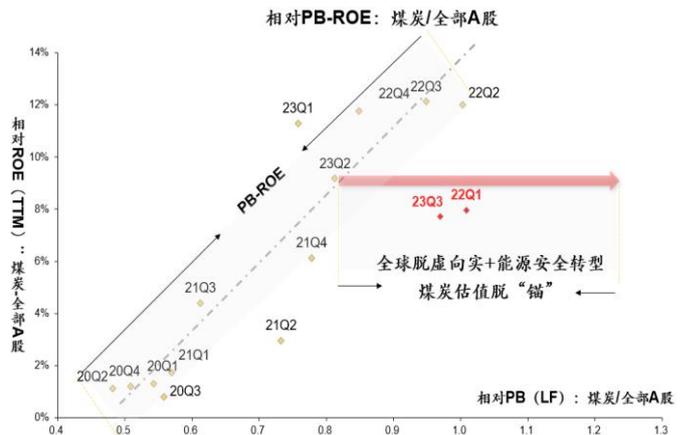
我们在 3.17 《向来如此, 便是对吗?》中指出: 估值“脱锚”之后, 拥挤度等指标将无法再提供买点/卖点信息, 每一次“过于拥挤”导致的调整, 都是加仓的窗口期, 除非“消费升级/能源安全转型”的共识反转。

图表9: 19 年“消费升级”共识形成, 白酒估值“脱锚”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表10: 当前“能源安全转型”共识形成, 煤炭估值也将开启“脱锚”



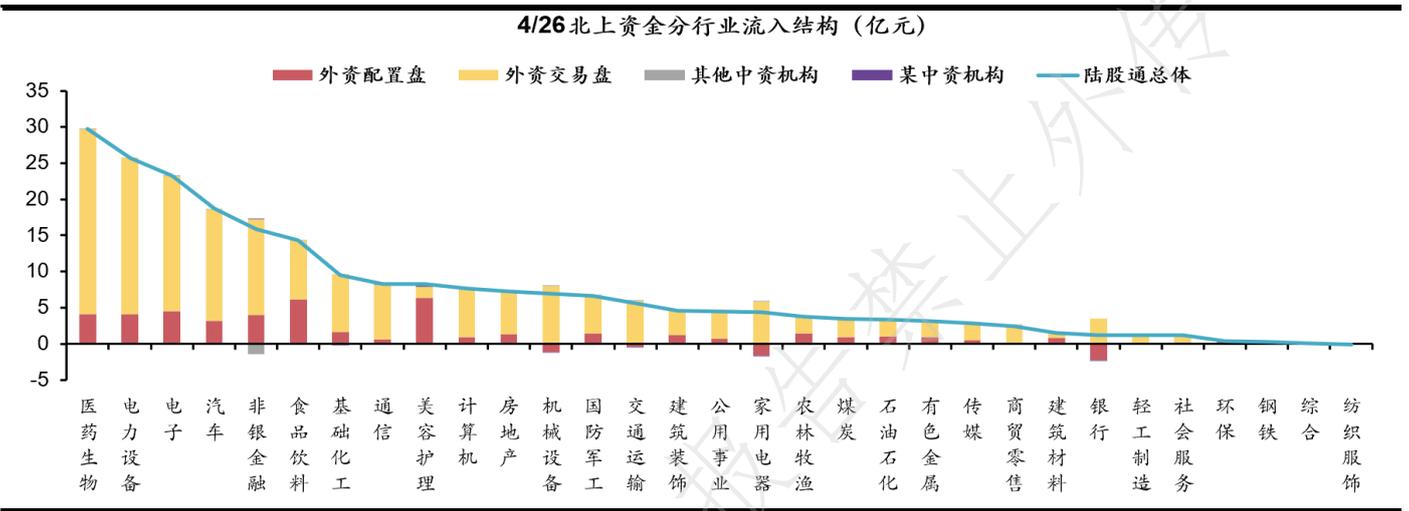
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.5 北上资金：“避险的资金”终将流向“避险的资产”（安全资产）

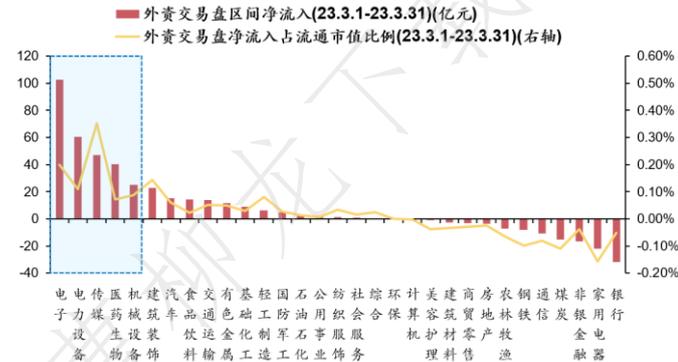
本周五外资净流入 224.5 亿，创单日新高，主要流入医药/电力设备/电子/食品饮料等“发展资产”。印证我们 3.24 《致命一击：日本退出 YCC》的判断：全球风险资产可能会重蹈 A 股 23Q3 流动性抽离的危机。不过，A 股已经打过“预防针”，估值处于全球低位，盈利预期处于全球高位，反而会加速“东升西落”。

部分投资者担心，外资后续大规模流入会扭转 A 股风格，但我们在 23.12.4 《“增量资金”何在？》中明确指出：外资已经不再是 Smart Money，不会引领 A 股风格，而是跟随 A 股风格。比如去年 3 月和 7 月的外资流入，都是跟随流入当时的热点板块（下图 10-11）。我们判断：既然当前外资是基于避险的逻辑流入 A 股的，外资最终也将流入 A 股的“安全资产”（资源/公用事业等）。

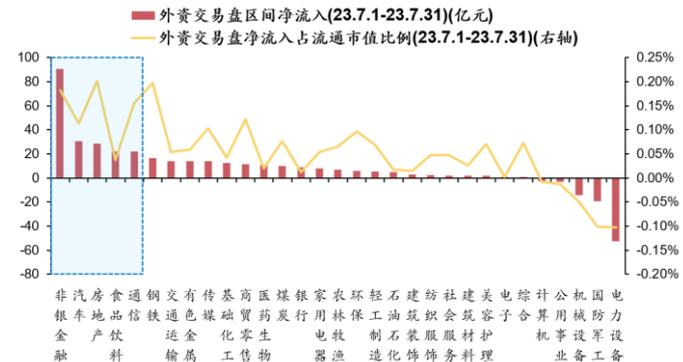
图表 11: 本周五（4.26）北上资金单日流入创新高，主要流入消费和成长等“发展资产”（核心资产）



图表 12: 外资（交易盘）去年 3 月增配电子/传媒等当时热门的 AI 概念



图表 13: 外资（交易盘）去年 7 月增配“稳增长”相关的地产/非银/新能源车等当时热门的行业



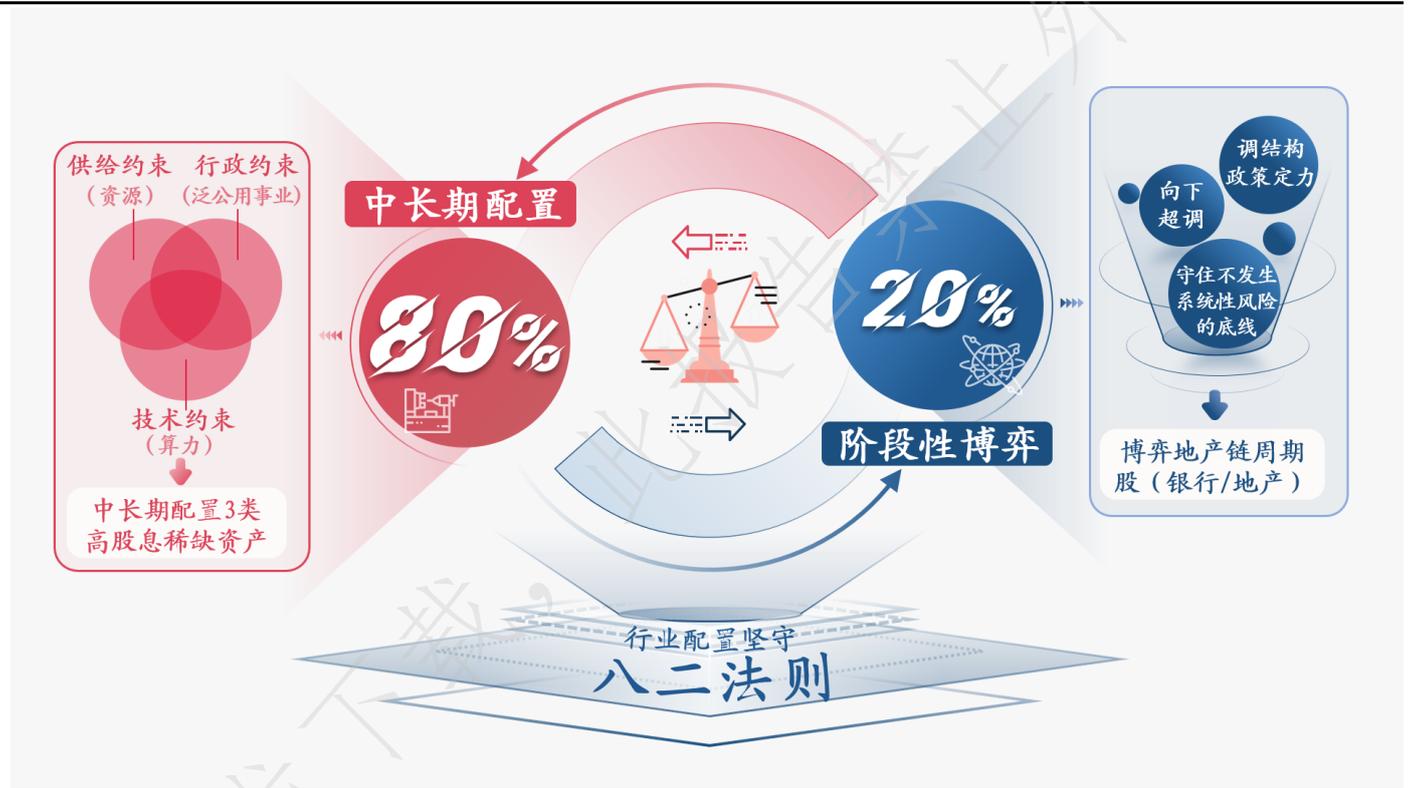
1.6 行业配置：赔率交易不可取，继续重估“安全资产”

公募基金加仓会放大“安全资产”的波动率，继续坚守“八二法则”平滑波动。过去3年配置高股息“安全资产”的主要是保险资金，红利指数波动率较低。但最近半年公募基金增配资源/公用事业等“安全资产”，会放大波动。建议继续80%仓位配置“安全资产”，20%仓位博弈“发展资产”，平滑波动。逆全球化“大安全当立”。抱紧黄金/资源/公用事业等“安全资产”（稀缺资产）。我们从去年12月初以来持续提示，行业配置坚守“八二法则”——

80%仓位中长期配置“安全资产”：（1）供给约束（部分资源）：煤炭/有色/石油；（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/燃气/交运/通信；（3）技术约束（新质生产力）：AI 算力基建。

20%仓位阶段性博弈“发展资产”：地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的反弹行情。

图表14:行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性



资料来源：方正证券研究所

2 市场全景扫描

2.1 市场回顾

本周万得全 A 较上周上涨 **1.96%**，上证指数较上周上涨 **0.76%**，沪深 300 较上周上涨 **1.20%**，中证 500 较上周上涨 **1.08%**，创业板指较上周上涨 **3.86%**，科创 50 较上周上涨 **2.97%**。

各类市场风格中，大盘价值下跌 **0.75%**，大盘成长上涨 **1.81%**，小盘价值下跌 **1.33%**，小盘成长上涨 **1.39%**。

大类行业中，必需消费与 TMT 本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 **3.59%**、**3.44%**，资源类与周期类本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为 **-3.06%**、**-0.67%**。

一级行业中，涨跌幅前三行业为计算机、非银金融、美容护理，涨跌幅分别为 **5.78%**、**5.37%**、**5.21%**；涨跌幅后三行业为煤炭、石油石化、钢铁，涨跌幅分别为 **-7.00%**、**-3.57%**、**-2.64%**。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 上涨 **2.67%**、恒生指数下跌 **0.00%**。

大宗商品多数下跌，其中布油上涨 **0.77%**、COMEX 黄金下跌 **2.79%**。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 **2.31%**，较上周上升 **5.44BP**。

图表15: 本周市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
万得全A	-0.33%	1.96%	-3.01%	0.00%	标普500	-0.0305	2.67%
上证指数	1.52%	0.76%	3.82%	6.84%	道琼斯工业指数	0.0001	0.67%
沪深300	1.89%	1.20%	4.46%	7.48%	恒生指数	0.0000	0.00%
中证500	0.71%	1.08%	-1.05%	1.96%	英国富时100	-0.0125	3.09%
创业板指	-0.39%	3.86%	-3.58%	-0.56%	德国DAX	-0.0108	2.39%
科创50	-1.07%	2.97%	-11.71%	-8.69%	日经225	-0.0621	2.34%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	4.41%	-0.75%	12.11%	15.12%	美元指数	106.09	0.00
大盘成长	0.18%	1.81%	0.12%	3.13%	美元兑人民币	7.25	0.00
小盘价值	2.87%	-1.33%	7.61%	10.62%	港元兑人民币	0.93	0.00
小盘成长	-0.73%	1.39%	-7.06%	-4.05%	英镑兑人民币	9.07	0.01
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.77	0.01
周期类	0.86%	-0.67%	4.79%	7.81%	100日元兑人民币	4.64	-0.01
资源类	2.58%	-3.06%	24.31%	27.33%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	0.32%	-0.16%	-2.27%	0.74%	中国十年期国债收益率	2.31%	5.44BP
中游制造	0.28%	0.65%	-4.26%	-1.25%	中国一年期国债收益率	1.66%	-2.87BP
大消费	-0.39%	3.03%	-3.81%	-0.79%	期限利差 (10Y-1Y)	0.64%	8.31BP
可选消费	0.43%	2.02%	1.35%	4.37%	R007	1.97%	6.60BP
必需消费	-0.83%	3.59%	-6.40%	-3.39%	DR007	1.93%	5.40BP
金融服务	4.66%	0.19%	9.77%	12.79%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)
服务业	2.33%	0.21%	5.13%	8.15%	美国十年期国债收益率	4.67%	5.00BP
TMT	-1.15%	3.44%	-6.56%	-3.54%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-3.06%	0.77%
计算机	-3.94%	5.78%	-15.12%	-12.10%	WTI原油	-2.94%	0.85%
非银金融	3.04%	5.37%	-3.08%	1.93%	COMEX黄金	2.40%	-2.79%
美容护理	-1.78%	5.21%	-4.09%	-1.07%	COMEX白银	-0.32%	-3.85%
煤炭	3.29%	-7.00%	10.61%	13.62%	LME铜	3.69%	1.23%
石油石化	2.94%	-3.57%	12.49%	15.51%	LME铝	8.29%	-3.25%
钢铁	2.64%	-2.64%	2.11%	5.13%	上期所螺纹钢	1.69%	-0.22%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

本周资金面变化: 本周 A 股总体重要股东二级市场交易净增持 1.52 亿元, 减持最多的行业为纺织服饰 (-1.08 亿元), 增持最多的行业为电力设备 (2.81 亿元)。本周偏股型基金新发行 105.27 亿, 而上周为 31.25 亿。本周北向资金净流入 257.96 亿元, 而上周净流出 66.91 亿元。截至本周收盘, 融资余额为 14819 亿元, 周环比下跌 0.43%, 同比下跌 2.11%, 融券余额为 390 亿元, 周环比下跌 1.98%, 同比下跌 58.15%。

最新行业比较打分结果显示：

轻工制造、交通运输、医药生物等行业得分较高。轻工制造景气指数得分、市场预期得分和财务得分较高，总分 76.47，在所有一级行业中排首位；交通运输景气指数得分和财务得分较高，总分 70.89，排名第二；医药生物赔率得分和市场预期得分较高，总分 67.91，排名第三；

非银金融、计算机、通信排在后三位。非银金融景气指数得分、市场预期得分和财务得分较低，总分 36.42；计算机市场预期得分较低，总分 35.27；通信景气指数得分较低，总分为 25.01。

本周行业打分变动前三的行业为社会服务、家用电器、商贸零售。社会服务下降了 19 分，原因是赔率得分下降；家用电器下降了 19 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降；商贸零售下降了 16 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降。

图表 16: 行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
轻工制造	76.47	66	80	73	90
交通运输	70.89	54	83	-	81
医药生物	67.91	100	67	73	16
社会服务	66.73	25	97	-	90
纺织服饰	65.55	50	57	100	68
石油石化	64.67	27	87	63	90
建筑材料	63.72	77	100	11	42
国防军工	56.13	63	93	44	3
钢铁	55.73	34	63	55	77
有色金属	54.81	29	90	41	55
机械设备	54.80	59	70	-	16
汽车	54.08	0	73	80	81
食品饮料	53.52	68	47	41	55
基础化工	52.97	59	43	70	42
电子	51.83	50	50	41	68
传媒	51.78	79	77	26	
美容护理	51.50	89	10	41	68
农林牧渔	49.49	55	40	24	81
商贸零售	47.72	75	23	-	42
环保	45.55	84	17	45	32
综合	43.76	54	-	-	29
银行	43.40	86	7	-	32
建筑装饰	43.29	82	60	0	3
公用事业	42.02	23	37	-	90
家用电器	41.11	55	20	-	55
电力设备	40.80	89	30	22	3
房地产	39.62	79	33	27	3
煤炭	38.25	43	53	31	16
非银金融	36.42	88	13	15	16
计算机	35.27	61	27	13	32
通信	25.01	34	3	27	42

资料来源：Wind，方正证券研究所 注：(1) 对于数据不可得项，权重分配给其他项进行得分计算 (2) 客观打分结果仅供参考，不代表方正行业推荐顺序

2.2 本周重要经济数据

图表17:本周重要数据

数据类别	主要变化
国内宏观	<p>3月国内社消总额下滑，一季度GDP整体上升，经济发展稳中向好：</p> <p>3月中国社会消费品零售总额当月同比3.10%，低于2月的5.50%；</p> <p>3月中国工业企业利润同比4.30%，低于2月的10.20%；</p> <p>3月中国固定资产投资完成额累计同比4.50%，高于2月的4.20%；</p> <p>一季度中国GDP不变价当季同比5.30%，高于四季度的5.20%。</p>
海外宏观	<p>美国4月PMI不及预期，核心PCE仍处于高位区间，面临“滞胀”困境：</p> <p>3月美国已开工新建私人住宅11.09万套，同比下降2.72%，相比2月的6.69%转负；</p> <p>4月美国制造业PMI(季调)49.90%，低于3月的51.90%；</p> <p>3月美国PCE同比2.71%，高于2月的2.50%；</p> <p>3月美国核心PCE同比2.82%，低于2月的2.84%；</p> <p>3月美国新建住房销售折年数(季调)69.30万套，同比增长8.28%，高于2月的1.92%；</p> <p>一季度美国GDP环比折年率1.60%，低于四季度的3.40%；</p> <p>3月美国个人消费支出折年数(季调)19.35万亿美元，同比增长5.84%，高于2月的4.88%；</p> <p>3月美国人均可支配收入折年数(季调)6.19万美元，同比增长3.58%，低于2月的3.65%；</p> <p>3月美国耐用品新增订单30.55百亿美元，同比下降2.24%，相比2月的4.45%转负；</p> <p>上周美国初申请失业金人数20.70万人，低于前一周的21.20万人。</p>
上游资源品	<p>本周COMEX黄金期货收盘价(活跃合约)2332.90美元/盎司，低于上周的2399.80美元/盎司；</p> <p>本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)81.10元/千克，高于上周的79.37元/千克；</p> <p>本周铝期货收盘价(活跃合约)20.62元/千克，高于上周的20.35元/千克；</p> <p>本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)3.40美元/千吨，较上周维持不变；</p> <p>本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)0.33美分/磅，较上周维持不变；</p> <p>本周LME铜库存11.86万吨，低于上周的12.21万吨；</p> <p>本周LME铝库存49.41万吨，低于上周的50.40万吨；</p> <p>3月原煤产量当月同比-4.20%，低于12月的1.87%；</p> <p>3月煤炭销量当月同比-5.26%，高于2月的-8.33%；</p> <p>3月焦炭产量当月同比-6.00%，低于12月的4.76%；</p> <p>3月焦炭表观消费量3848.39万吨，同比下降6.37%，相比12月的5.15%转负；</p> <p>3月中国:进口数量:原油:当月同比-6.20%，低于2月的8.40%；</p> <p>本周英国布伦特原油(Dtd)现货价90.19美元/桶，高于上周的88.25美元/桶；</p> <p>本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价83.85美元/桶，高于上周的83.14美元/桶。</p>
中游材料	<p>本周尿素(小颗粒)出厂价2170.00元/吨，较上周维持不变；</p> <p>上周华东地区PTA市场均价5975.60元/吨，高于前一周的5952.40元/吨；</p> <p>本周高炉开工率79.75%，高于上周的78.88%；</p> <p>本周主要钢厂开工率40.67%，高于上周的39.32%；</p> <p>4月中旬社会钢材库存12.37百万吨，低于4月上旬的13.08百万吨；</p> <p>4月中旬重点企业钢材库存18.12百万吨，低于4月上旬的18.25百万吨；</p> <p>上周螺纹钢现货价3856.00元/吨，高于前一周的3797.00元/吨；</p> <p>3月水泥产量当月同比-22.00%，低于12月的-0.90%；</p> <p>本周华东地区水泥平均价439.00元/吨，较上周维持不变；</p> <p>3月平板玻璃产量当月同比9.60%，高于12月的5.70%；</p> <p>本周南华玻璃指数2225.78点，高于上周的2115.97点。</p>

必需消费	4月中旬豆粕市场价 3331.60 元/吨, 低于4月上旬的 3397.10 元/吨; 3月生猪存栏:能繁母猪 39.92 百万头, 同比下降 7.27%, 相比2月的-6.93%多减; 3月生猪定点屠宰企业屠宰量 25.45 百万头, 同比下降 4.65%, 相比2月的-6.90%少减; 4月中旬生猪市场价 15.10 元/千克, 低于4月上旬的 15.30 元/千克; 3月饲料产量当月同比 0.80%, 高于12月的-4.60%; 上周生猪饲料平均价 3.17 元/千克, 低于前一周的 3.21 元/千克; 3月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 100.40%, 高于2月的 88.70%; 3月中西药品类零售额当月同比 5.90%, 高于2月的 2.00%。
可选消费	3月家用电器和音像器材类零售额当月同比 5.80%, 高于2月的 5.70%; 3月空调产量当月同比 13.20%, 低于12月的 26.90%; 3月家用洗衣机产量当月同比 5.90%, 低于12月的 11.90%; 3月家用电冰箱当月同比 13.20%, 低于12月的 14.60%; 3月新能源乘用车销量 83.17 万辆, 同比增长 34.60%, 高于2月的-9.93%; 上周十大城市:商品房成交面积 90.46 万平方米, 高于前一周的 89.94 万平方米; 上周 30 大中城市:商品房成交面积 185.73 万平方米, 高于前一周的 180.11 万平方米; 3月房地产开发投资完成额累计值 2.21 万亿元, 同比下降 14.98%, 相比2月的-13.37%多减; 3月房屋新开工面积累计值 1.73 亿平方米, 同比下降 28.35%, 相比2月的-30.50%少减; 3月房屋竣工面积累计值 1.53 亿平方米, 同比下降 21.44%, 相比2月的-21.12%多减; 3月商品房销售面积累计值 2.27 亿平方米, 同比下降 24.30%, 相比2月的-24.87%少减; 上周 100 大中城市成交土地溢价率 2.98%, 低于前一周的 4.59%。
服务业	3月化妆品类零售额当月同比 2.20%, 低于2月的 4.00%; 3月金银珠宝类零售额当月同比 3.20%, 低于2月的 5.00%; 3月实物商品网上零售额累计同比 11.60%, 低于2月的 14.40%; 3月旅客周转量 2547.17 亿人公里, 同比增长 24.27%, 低于12月的 146.25%; 3月民航客运量 0.57 亿人, 同比增长 25.69%, 低于12月的 170.34%; 3月民航正班客座率 81.60%, 低于2月的 85.00%; 3月机场旅客吞吐量 3.56 亿人次, 同比增长 34.61%, 低于2月的 41.10%; 3月沿海主要港口货物吞吐量当月同比 3.80%, 低于12月的 5.19%; 3月铁路客运量当月同比 14.56%, 低于12月的 192.39%; 3月公路客运量当月同比 6.45%, 低于12月的 62.55%; 3月铁路货运量当月同比-1.48%, 低于12月的 3.66%; 3月公路货运量当月同比 1.15%, 低于12月的 7.45%; 3月限额以上企业餐饮收入当月同比 3.20%, 低于2月的 12.40%; 3月全社会用电量当月同比 7.40%, 低于12月的 10.00%; 3月发电量 7476.90 亿千瓦时, 同比增长 4.24%, 低于12月的 9.39%; 3月天然气产量当月同比 4.50%, 高于12月的 2.95%; 4月中旬液化天然气市场价 3994.80 元/吨, 高于4月上旬的 3935.00 元/吨。
TMT	3月集成电路产量当月同比 28.40%, 低于12月的 34.00%; 4月液晶电视面板价格 64.00 美元/片, 高于3月的 62.00 美元/片; 3月移动通信基站设备产量当月同比-26.70%, 低于12月的 23.50%; 3月光缆产量当月同比-37.70%, 低于12月的 9.80%。

资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 本周经济要闻

4月26日，美国商务部公布数据显示3月核心PCE超预期，滞胀引起公众担忧，市场对于美联储降息预期进一步收缩：作为美联储的首选通胀目标，这项数据表明3月通胀几乎没有放缓迹象，加剧了人们对价格压力的担忧，降息预期进一步降温。

2.4 下周重点关注

4月30日中国公布4月官方制造业PMI；欧盟公布4月欧元区CPI；

5月1日美国公布4月ADP就业人数；

5月2日美国公布联邦基金目标利率；欧盟公布4月欧元区制造业PMI；

5月3日欧盟公布3月欧元区失业率；美国公布4月失业率。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com