

2024 年 03 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美联储软着陆降息周期的大类资产策略

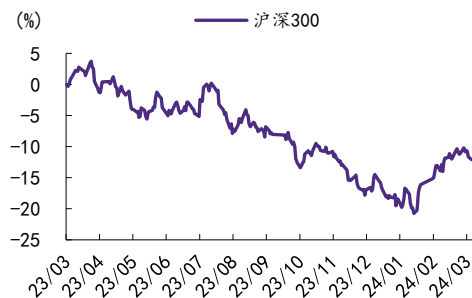
—策略专题

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《指数震荡成交降速趋缓，北证A股整体向下调整》2024-03-24
- 2、《IPO 严把发行上市准入关，近端次新股走势继续分化》2024-03-24
- 3、《央行扰动 VS AI 催化，把握A股结构性机会》2024-03-18

核心要点

超级央行周尘埃落定，美国软着陆降息渐近，最快在 6 月。通过复盘 1995 年和 2019 年两轮软着陆降息，结合当前大类资产表现，预计美国股债双牛、黄金和铜空间可期、原油窄幅震荡，美元韧性犹存；国内股债震荡上行、人民币一波三折、大宗商品涨跌不一。当前资产排序为美股>A 股>黄金、铜、原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率。

短期警惕人民币汇率和财报扰动，A 股有震荡调整压力，关注业绩改善的石化、汽车、家电、农林牧渔、通信等和受益于国产大模型兴起的算力、存力、应用等主题性成长。

坐标类比：1995 年和 2019 年两轮软着陆降息

1990 年之后，美国有两轮比较明显的经济软着陆降息周期，分别是 1995 年和 2019 年。在这两轮周期中，美国经济基本面韧性显现、服务业多强于制造业、库存产能去化缓慢但需求仍有韧性，之后逐步迎来降息。

海外大类资产：美国股债双牛，商品走势分化，美元仍有韧性

前两轮美国经济软着陆周期中，美国股债同步走牛，且股牛持续性好于债牛；海外大宗商品走势不一，铜价先升后降，原油窄幅震荡，黄金走势分化；美元指数高位运行，不贬反升。

国内大类资产：股债震荡上行，商品涨跌不一，人民币一波三折

前两轮美国经济软着陆周期中，A 股整体呈震荡上行走势，在美联储结束加息后先涨后跌，启动加息后多为 N 型走势；中债受股债博弈、中美利差博弈影响而震荡上行；国内定价商品走势分化，价格弹性提升。其中螺纹钢、焦煤先升后降再小幅回升，而焦炭则窄幅先升后降；人民币呈升值-贬值-再走强的一波三折走势。

资产排序：美股>A 股>黄金、铜、原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率

在当前软着陆降息周期锚定的背景下，美债上行压力有限，可逐步布局；美股偏震荡，看好 AI 和芯片，6 月降息概率提

读者群福利：

- 1、每日微信群内分享证券报、**华尔街日报**、金融时报
- 2、每日分享热门研报、热门会议纪要及优质资讯
- 3、不定时分享**最新热门书籍**、外刊杂志
- 5、所有内容均为内部学习交流使用，不可用作商业用途

扫一扫加小助手微信，马上入群~



升，逐步关注小盘和金融地产；经济韧性与降息交易博弈，美元指数高位运行，贬值空间有限；黄金、铜、原油等空间逐步打开。

A 股短期遭遇人民币汇率和财报扰动，有震荡调整压力，但后续行情仍值得期待。中债高位震荡，静待信用拐点。人民币汇率短期承压，但贬值压力可控。商品关注供给紧约束机会，关注煤炭、化工细分等。

■ 微观交易：两融交易持续升温，北向再度外流

融资余额大幅增加，融资交易占比持续上行。北向资金受日央行加息扰动再度外流，海外看涨情绪降温。内外资共同流入电子、汽车、家电、机械设备等，分歧主要在医药生物、计算机、有色金属、食品饮料等。

■ 投资日历：海外关注联储官员发言和 3 月 PCE，国内关注工业企业利润

海外：日央行会议纪要、美联储官员发言和美国通胀数据。

国内：工业企业利润数据对于企业盈利预期的修正。

■ 风险提示

- (1) 联储降息预期突变；
- (2) 国内经济不及预期；
- (3) 外部风险冲击加剧

正文目录

1、坐标类比：1995 年和 2019 年两轮软着陆降息	5
2、海外资产：美国股债双牛，商品走势分化，美元仍有韧性	7
2.1、美国股债：同步走牛，且股牛持续性好于债牛	7
2.2、大宗商品：铜价先升后降，原油窄幅震荡，黄金走势分化	10
2.3、美元指数：高位运行，不贬反升	12
3、国内资产：股债震荡上行，商品涨跌不一，人民币一波三折	13
3.1、A 股：美联储结束加息后先涨后跌，启动加息后多为 N 型走势	14
3.2、中债：受股债博弈、中美利差博弈影响而震荡上行	16
3.3、商品：涨跌不一，价格弹性提升	17
3.4、人民币汇率：一波三折，先升值-后贬值-再走强	18
4、资产排序：美股>A 股>黄金、铜、原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率	19
4.1、海外：美国股债双牛，金铜空间可期，原油窄幅震荡，美元仍有韧性	19
4.2、国内：股债震荡上行，人民币汇率短期承压，商品关注供给紧约束机会	20
5、市场复盘：宽基指数震荡下行	22
6、情绪总览	24
6.1、交投活跃度：市场交投情绪持续升温	24
6.2、恐慌：国内加速恶化，国外大幅缓解	25
6.3、内资：融资余额大幅增加，融资交易占比持续上行	26
6.4、外资：北向资金再度净流出，海外看涨情绪降温	27
7、资金行业选择：内外资聚焦电子、汽车、家电、机械设备等行业	28
8、投资日历：海外关注美联储官员发言和 PCE，国内关注工业企业盈利	29
9、风险提示	30

图表目录

图表 1：软着陆时期经济基本面韧性显现	5
图表 2：软着陆时期往往服务业强于制造业	6
图表 3：软着陆时期库存产能去化缓慢，需求仍有韧性	7
图表 4：美国软着陆时期股债双牛	8
图表 5：软着陆降息时股债双牛，但债牛不如股牛	8
图表 6：软着陆降息前后美股往往有不错的表现	9
图表 7：从行业表现来看，软着陆降息更利好保健、信息电信等成长板块	10
图表 8：1995 年和 2019 年时期铜价和 CRB 工业指数均呈现先上后下的走势	11
图表 9：2019 年黄金迎来行情，原油则更多保持震荡	11
图表 10：软着陆时期美元指数表现韧性	13
图表 11：前两轮美国经济软着陆周期中的国内大类资产表现汇总	13

图表 12: A 股在美联储加息结束后先涨后跌, 在降息启动后呈 N 型走势	15
图表 13: 前两轮美国经济软着陆周期中的 A 股表现	15
图表 14: 美债收益率与大盘指数, 金融、消费风格指数和消费、成长行业指数负相关性较强	16
图表 15: 美国经济软着陆周期中: 利率中枢在美联储加息结束后震荡下移, 中债震荡上行	17
图表 16: 美国经济软着陆周期: 国内定价大宗商品在美国软着陆周期中走势分化, 价格弹性有所提升	18
图表 17: 美国经济软着陆周期中: 人民币汇率成升值-贬值-再升值的一波三折走势	19
图表 18: 与前两轮不同, 此轮美联储结束加息后 A 股先跌后涨, 后续有望持续震荡上行	20
图表 19: 与前两轮类似, 中债受股债博弈、中美利差博弈影响震荡上行	21
图表 20: 与前两轮不同, 此轮美联储结束降息后人民币汇率先贬值再震荡企稳, 短期有贬值压力, 长期有望震荡上行	21
图表 21: 与前两轮类似, 国内定价大宗商品价格更多受到库存周期变化而波动	22
图表 22: 宽基指数涨跌幅 (%)	22
图表 23: 申万行业涨跌幅 (%)	23
图表 24: 行业估值水平	23
图表 25: PE&PB 静态估值	24
图表 26: 成交额与换手率变化趋势	25
图表 27: 50 隐波大幅上行	26
图表 28: VIX 指数大幅下行	26
图表 29: 融资余额大幅增加	26
图表 30: 融资交易占比持续上行	26
图表 31: 偏股型基金新发规模小幅上升	27
图表 32: 偏股型基金可用现金大幅增加	27
图表 33: 北向资金再度净流出	27
图表 34: iShare 中国 ETF 看涨情绪回落	28
图表 35: 内外资分歧与共识 (单位: 亿元)	29
图表 36: 双周宏观日历	30

本周超级央行周尘埃落定，美国软着陆降息渐近，加剧全球汇率市场波动。日央行取消 YCC 并退出负利率，开启货币正常化，但加息不及市场预期（预期 25BP，实际 10BP），日元短期贬值。英央行和澳央行利率不变，瑞士央行降息 25BP，联储上调了经济预期，软着陆降息确认，美元指数重回 104 的高位。叠加美国议员再提中国问题、地缘风险担忧升温，和人民币中间价调降，周五人民币汇率急贬，短期加剧北向流出压力。

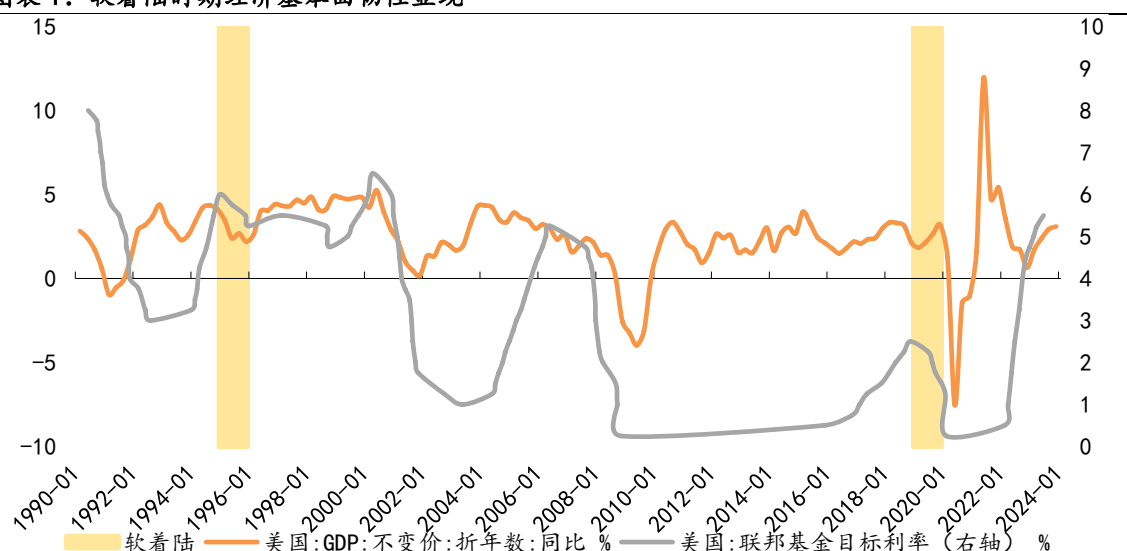
美国软着陆降息的副作用开始显现，根源是中美经济货币仍处于双背离阶段。从经济层面看，美联储将 2024 年美国 GDP 增长预期从 2023 年 12 月的 1.4% 大幅上调至 2.1%，经济韧性再度显现；而国内 1-2 月经济虽略好于预期，出口、投资、工业生产较强；地产销售延续下探，但开发投资降幅近一年来首次收窄；消费、物价低位运行。且高频显示 3 月地产销售依旧低迷，开复工晚于往年，经济依旧弱势运行，仍待政策发力。从货币层面看，美联储虽确认利率顶，暗示年内三次降息，最快 6 月降息，但相较于 2023 年 12 月的 7 次 175BP 降息、最快 3 月降息已有明显收窄，降息的必要性明显降低。而国内基本面偏弱，时隔 8 年“双降”和 2 月 5 年期 LPR 大降 25BP 创历史记录，足见货币宽松的紧迫性。

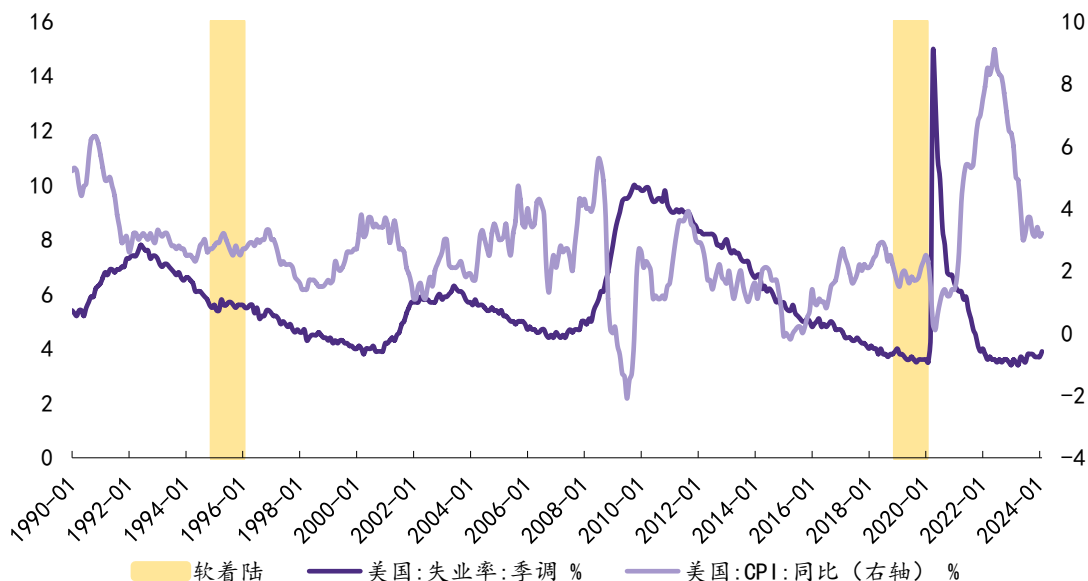
由此可见，随着美国进入新一轮软着陆降息周期，将会对全球大类资产产生重要影响。本文将基于对 1995 年和 2019 年两轮的美国软着陆降息的内外大类资产复盘和总结，以期今年的大类资产配置策略提供参考。

1、坐标类比：1995 年和 2019 年两轮软着陆降息

1990 年之后，美国有两轮比较明显经济软着陆降息周期，分别是 1995 年和 2019 年。在这两轮周期中，经济均通过了加息的考验，实现软着陆，之后逐步迎来降息。

图表 1：软着陆时期经济基本面韧性显现

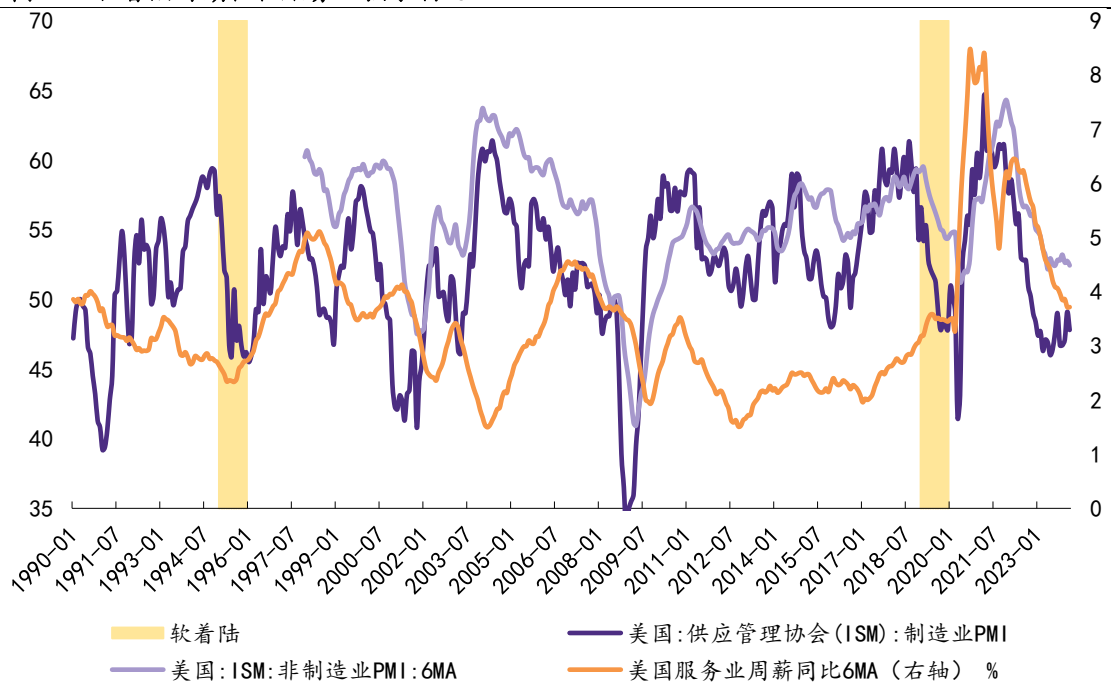




从整体经济来看，软着陆时期往往有低失业率、低通胀的特点，经济增速均未走负。2019-2020 年期间，失业率平均 3.8%，而通胀平均只有 1.8%；1995-1996 年期间，失业率平均 5.59%，通胀平均 2.8%，虽然读数相对于现在较高，但是失业率和通胀均较之前的高位均有明显的下行。

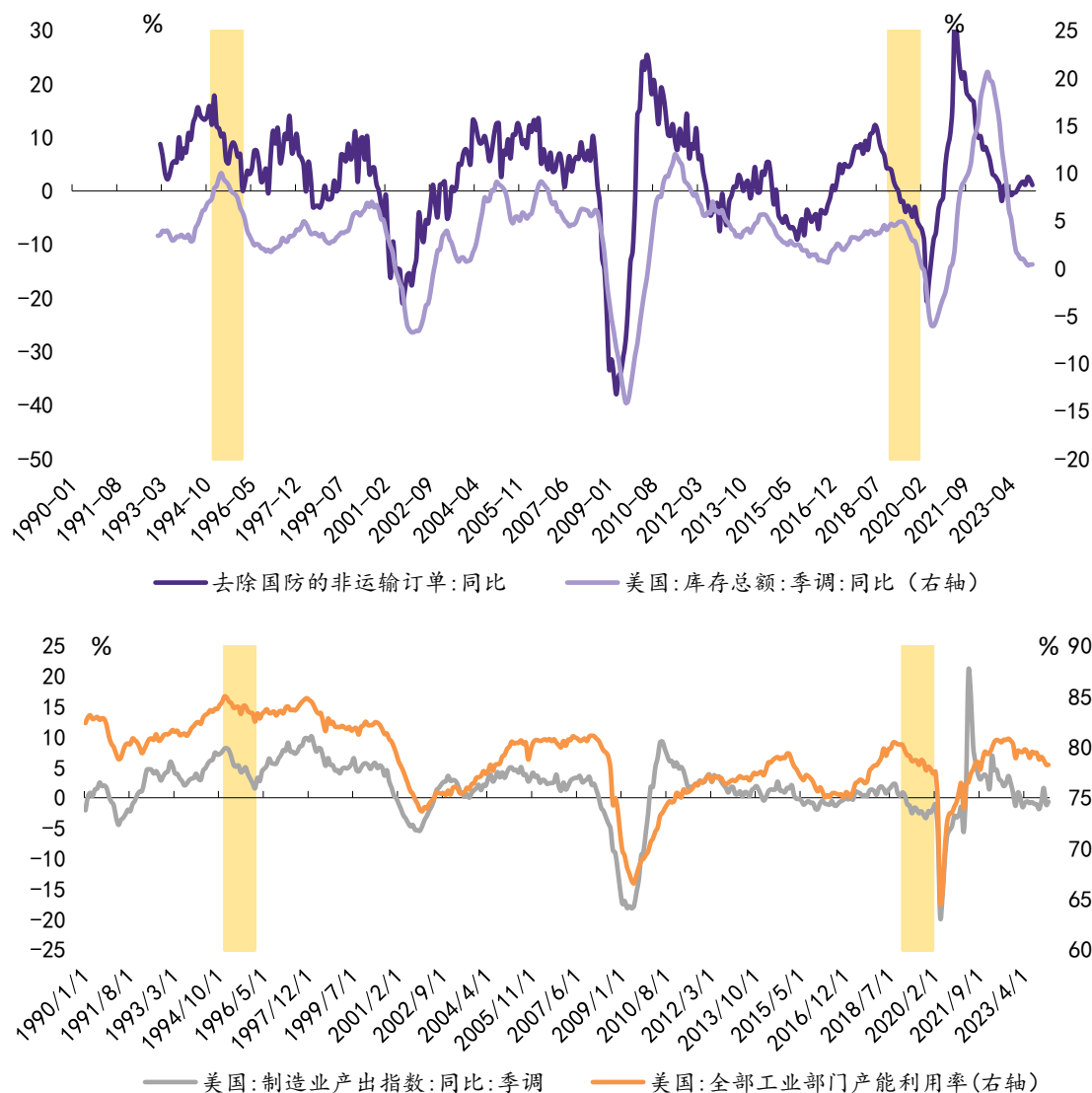
从经济结构来看，软着陆时期往往服务业韧性强于制造业，且制造业回调也相对有限。因为 ISM 服务业 PMI 2000 年才开始统计，因此我们用服务业周薪增速来大概替代一下服务业 PMI 数据，可以看到在 1995 年软着陆时期，服务业有一定韧性，周薪增速出现了回升，而制造业持续走弱；2019 年时期，制造业和服务业同步走弱，但是服务业下行幅度较缓，体现在薪资增速上表现为 2019 年时期服务业周薪增速走平，并没有明显回落。

图表 2：软着陆时期往往服务业强于制造业



从工业生产来看，相较于衰退时期的快速下行，软着陆期间美国产能利用率和产出更多是温和去化，需求（耐用品订单）和库存的调整也较为缓慢。1995 年软着陆时期伴随着需求下行，库存周期持续探底，但直到 2 年后 1997 年美国才开始出现库存周期拐点。2019 年时期也是这样，2019 年 3 季度才开始出现库存去化，若无疫情打断，正常应该在 2021 年才能看到库存周期拐点。

图表 3：软着陆时期库存产能去化缓慢，需求仍有韧性



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、海外资产：美国股债双牛，商品走势分化，美元仍有韧性

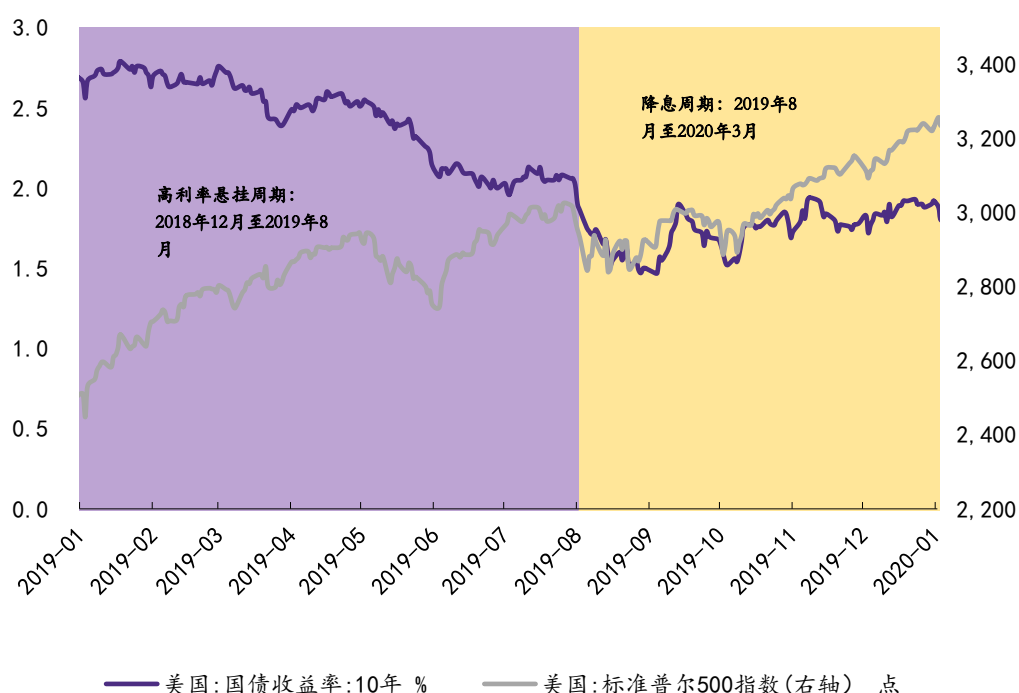
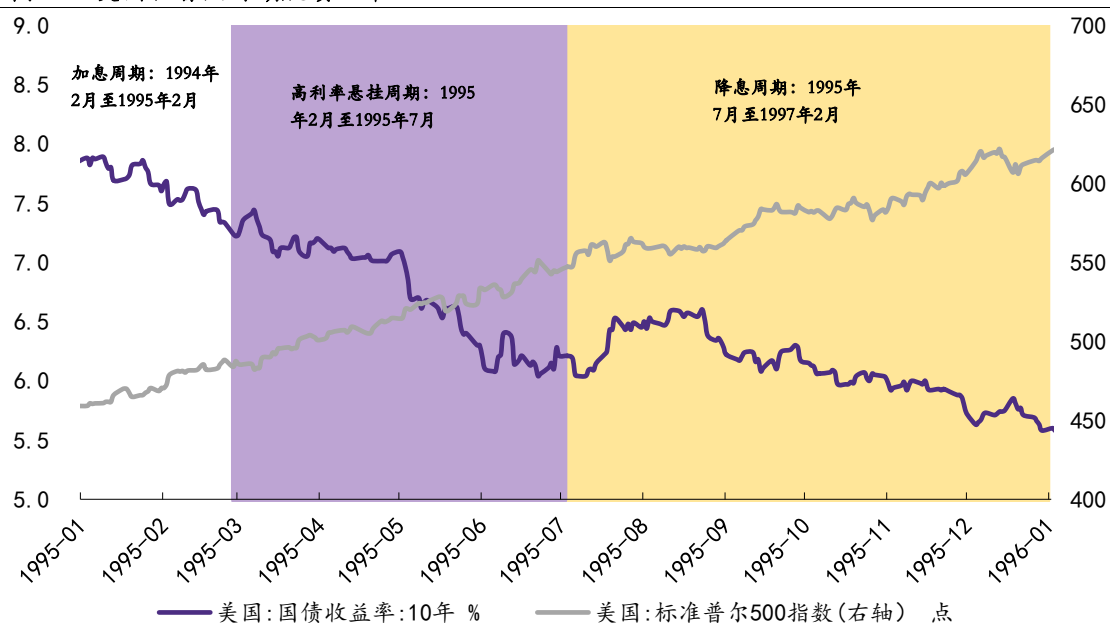
2.1、美国股债：同步走牛，且股牛持续性好于债牛

美国软着陆时期往往会出现股债的同步走牛，主因是在软着陆降息时期，股票会出现

戴维斯双击，经济好支撑 EPS，降息有助于提振 PE；债牛则是因为软着陆时期预防式降息预期，引导实际利率下行，进而催生债牛行情。

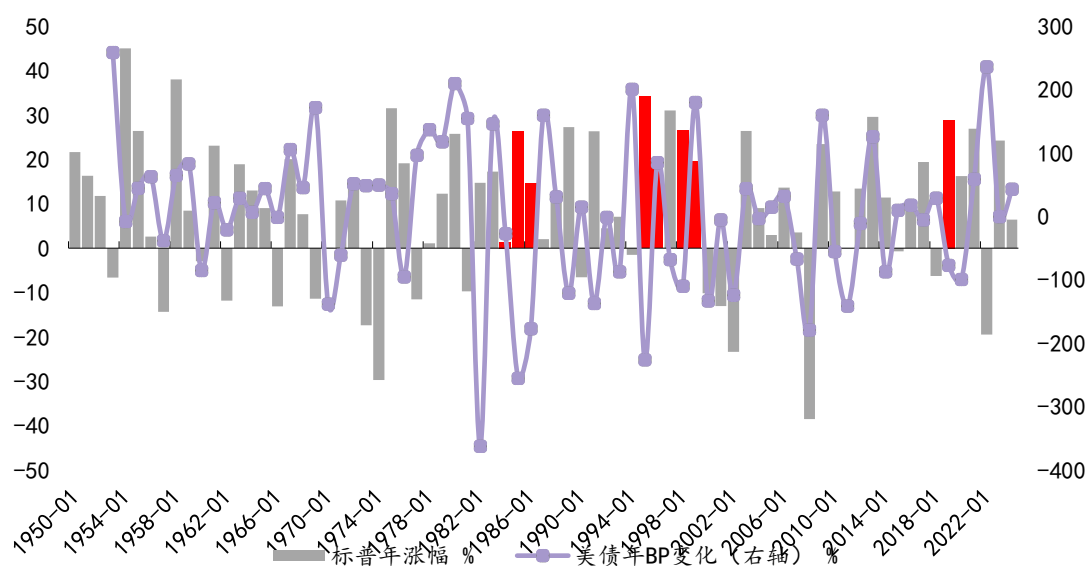
但从行情持续性来看，债牛持续性不及股牛。主因是软着陆降息时期，基本面仍有支撑，降息幅度和节奏都不如衰退式降息，进而对债牛的空间形成制约。

图表 4：美国软着陆时期股债双牛



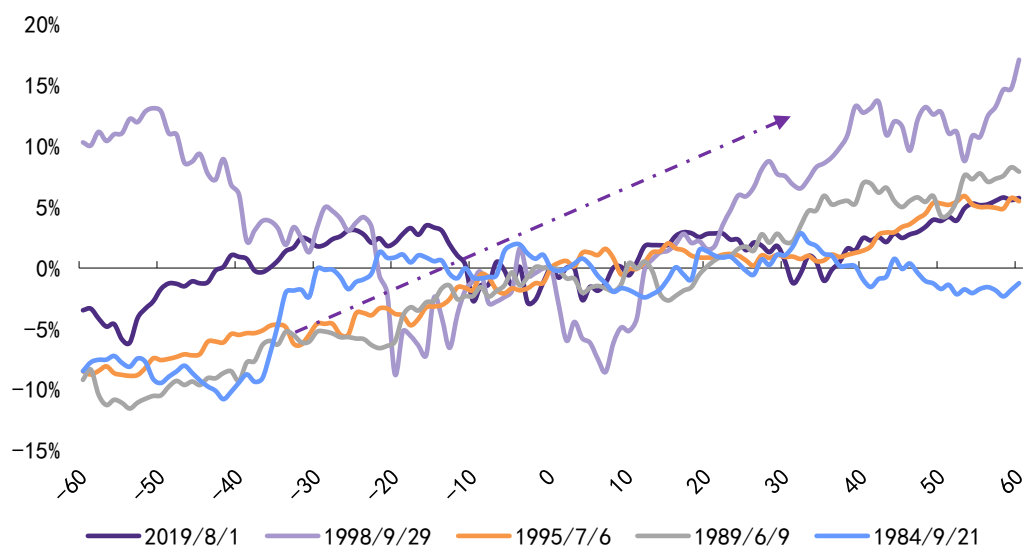
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：软着陆降息时股债双牛，但债牛不如股牛



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 6: 软着陆降息前后美股往往有不错的表现



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 7：从行业表现来看，软着陆降息更利好保健、信息电信等成长板块

	软着陆降息	保健	金融	信息技术	电信服务	核心消费	工业	能源	公用事业	非核心消费	原材料	房地产
开始日期	2019/8/31	1046.74	445.65	1393.25	166.58	621.27	636.24	422.09	315.97	940.4687	354.28	242.44
结束日期	2020/2/12	1214.51	516.01	1785.01	191.03	659.83	718.21	415.03	350.46	1046.859	381.26	255.58
		16.0%	15.8%	28.1%	14.7%	6.2%	12.9%	-1.7%	10.9%	11.3%	7.6%	5.4%
开始日期	1998/9/30	323.23	258.39	331.83	215.5	204.86	193.59	182.77	160.89	186.952	126.67	
结束日期	1998/11/30	354.59	308.58	394.69	242.11	245.27	220.21	185.45	159.12	224.0837	135.21	
		9.7%	19.4%	18.9%	12.3%	19.7%	13.8%	1.5%	-1.1%	19.9%	6.7%	
开始日期	1995/7/31	126.33	128.01	148.62	113.7	117.7	123.87	116.16	111.68	117.1346	119.47	
结束日期	1996/1/31	162.88	157.12	144.25	139.65	140.18	140.25	125.77	127.4	120.5817	124.96	
		28.9%	22.7%	-2.9%	22.8%	19.1%	13.2%	8.3%	14.1%	2.9%	4.6%	
开始日期	1989/9/30	68.33	82.76	70.58	92.56	58.93	75.36	82.42	95.71	75.8588	78.8	
结束日期	1990/5/31	77.01	72.89	78.06	95.02	65.34	79.97	91.94	94.71	74.2625	75.15	
		12.7%	-11.9%	10.6%	2.7%	10.9%	6.1%	11.6%	-1.0%	-2.1%	-4.6%	
平均		16.8%	11.5%	13.7%	13.1%	14.0%	11.5%	4.9%	5.7%	8.0%	3.6%	5.4%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.2、大宗商品：铜价先升后降，原油窄幅震荡，黄金走势分化

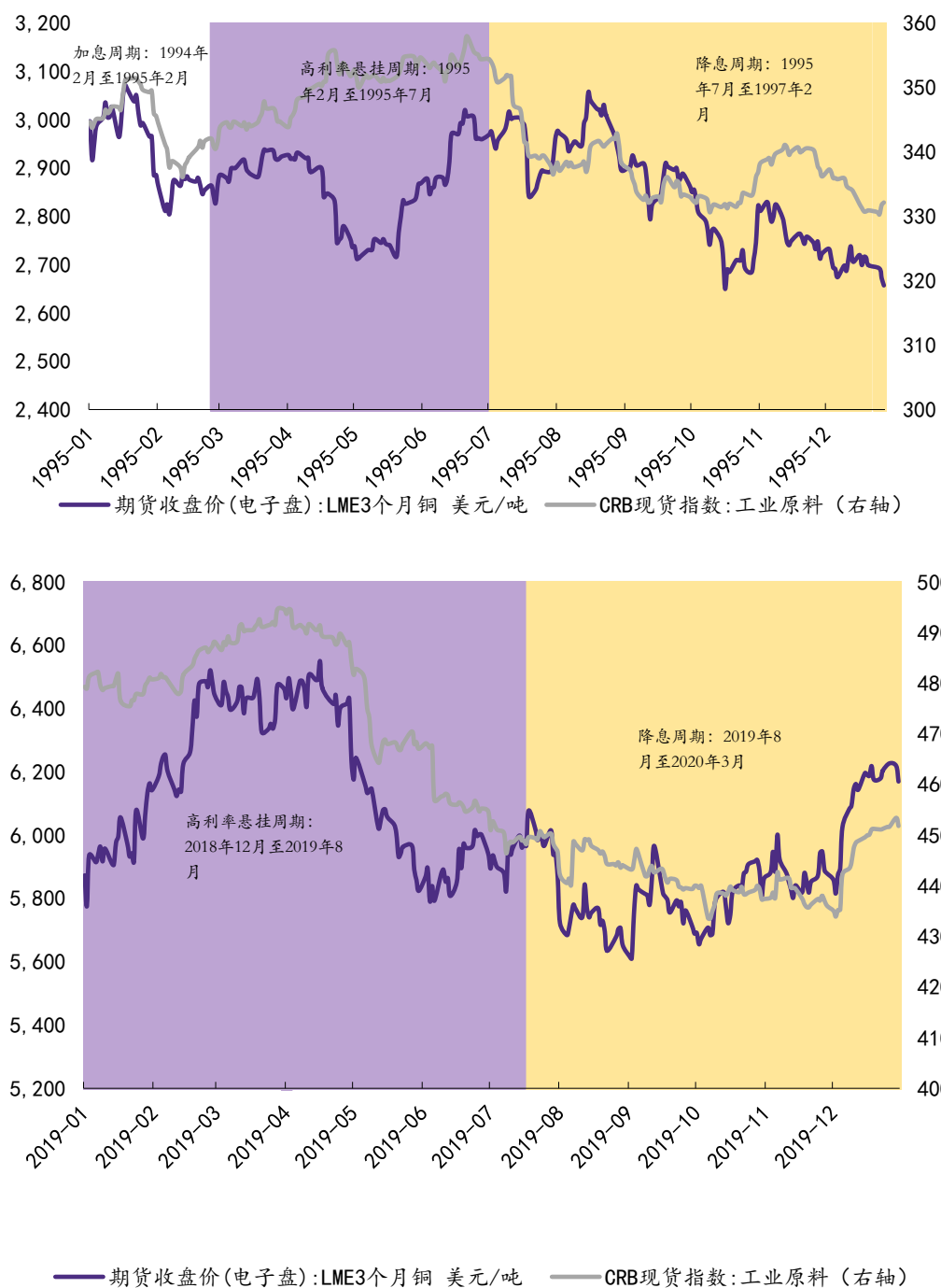
铜、黄金和原油等主要大宗商品在软着陆期间表现较为分化，主因是定价主导因子不同。铜看制造业，黄金看降息和避险，原油看需求。

铜在软着陆降息周期先升后降。1995 年和 2019 年时期，美国整体库存触顶后持续去库，铜价先是受益于降息预期有所回升。之后降息落地+库存去化，铜价有所回落：2019 年时期，LME 铜价完成了从 5800-6400-5600 的震荡走势；1995 年时期，铜价完成了从 2700-3000-2600 的走势。

原油在软着陆降息周期窄幅震荡。原油主要看供需格局，在软着陆时期需求缓降，油价走势较为震荡，并没有太大的行情。1995 年时期在 17-19 美元区间波动，2019 年时期则是在 50-60 美元区间震荡。

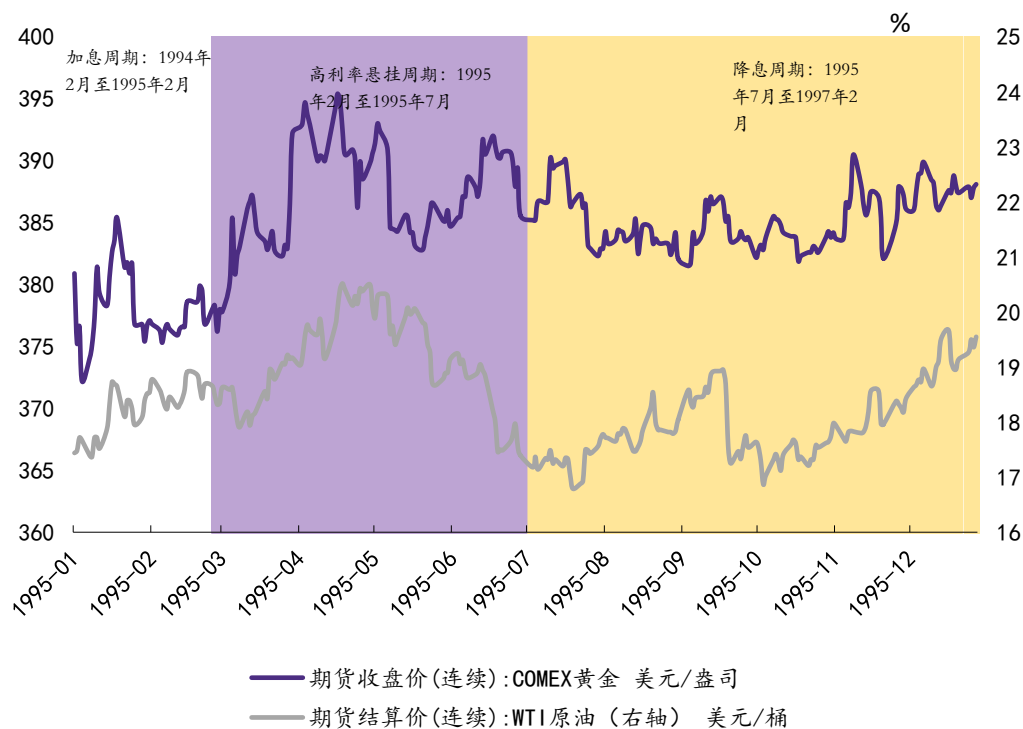
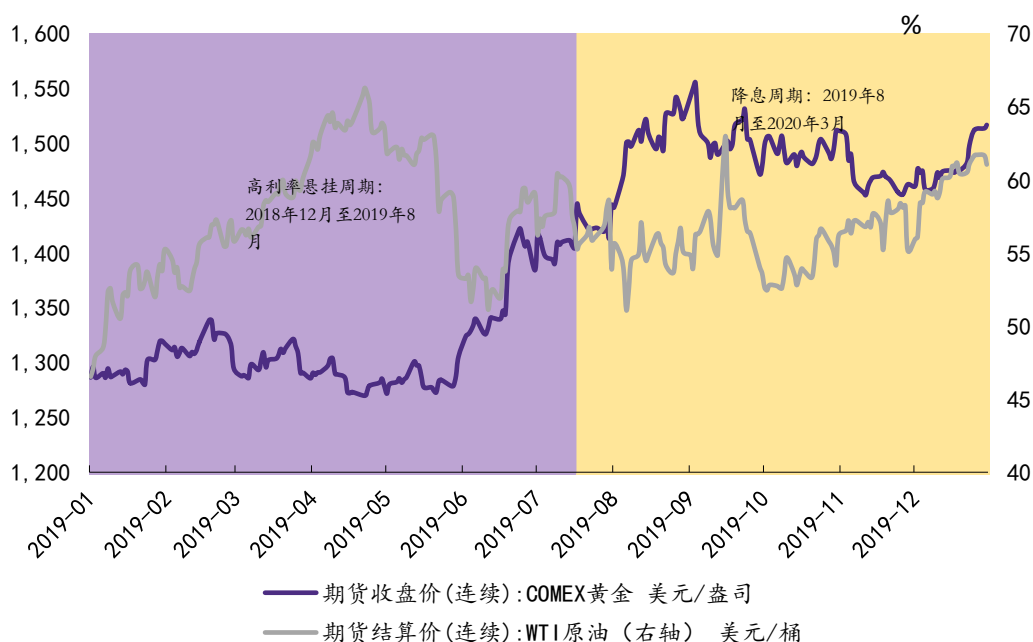
黄金在软着陆降息周期走势较为分化，1995 年涨幅有限，2019 年开启黄金时代。黄金影响因素较为多元，除了美国利率水平以外，还有避险情绪的影响。1995 年时期整体降息预期虽然打开但空间有限，黄金涨幅并不突出。2019 年时期则不同，中美贸易博弈下，地缘政治不确定性大幅增加，同时 2019 是全球大降息，包括美联储在内全球有 28 个经济体降息，避险情绪和全球央行转向推动了 2019 年时期的黄金行情，黄金从年初 1300 美元的价格上涨突破 2000 美元/盎司的价格。

图表 8：1995 年和 2019 年时期铜价和 CRB 工业指数均呈现先上后下的走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：2019 年黄金迎来行情，原油则更多保持震荡

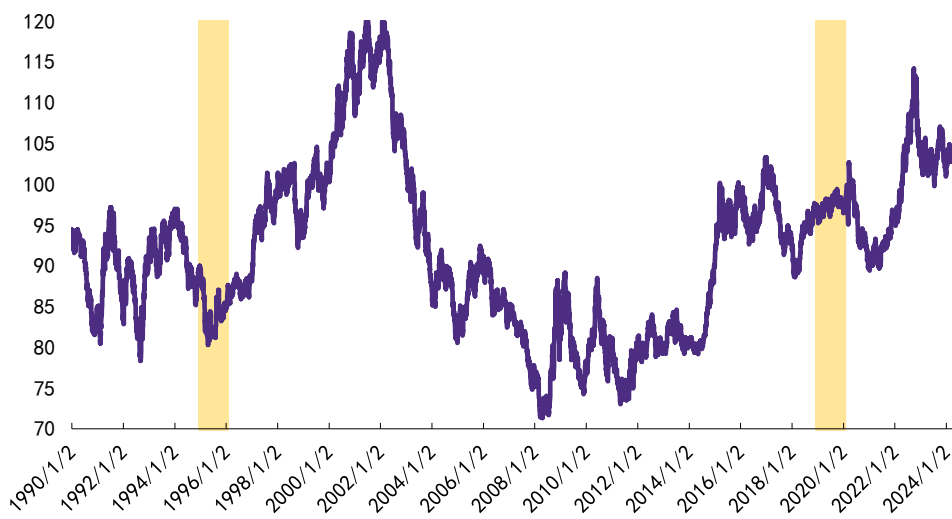


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2.3、美元指数：高位运行，不贬反升

美元指数在软着陆降息周期仍有韧性。1995 年时期美元跟基本面的关系较小，主要是克林顿政府开始了强美元的政策，扭转了 1985 年广场协议以来的弱美元态势，因此全年美元走强，当年从 81 的历史低位上行至 85，随后开启五年的上行周期，在 2000 年时期达到了 119 的高位。2019 年时期软着陆时期经济韧性叠加避险情绪，使得整体美元维持在 95-97 的位置震荡运行。

图表 10：软着陆时期美元指数表现韧性



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、国内资产：股债震荡上行，商品涨跌不一，人民币一波三折

在 1995 年和 2019 年两轮美国经济软着陆周期中，A 股多震荡上行，其中在美联储结束加息后先涨后跌、重启降息后呈 N 型走势；中债走势并非与美联储降息线性相关，更多受到国内股债博弈、中美利差博弈的共同影响，随着利率中枢震荡下行，中债在此期间表现不错；国内定价大宗商品则间接受益于美联储结束加息提振商品需求进而加速库存周期轮动，价格弹性提升；人民币汇率多在美联储结束加息后呈先升值-后贬值-再走强，走势一波三折。

图表 11：前两轮美国经济软着陆周期中的国内大类资产表现汇总

美国软着陆周期		第一轮								第二轮								第三轮		
		上轮加息结束				下轮降息开启				上轮加息结束				下轮降息开启				上轮加息结束		
		1995/1/31				1995/7/5				2018/12/19				2019/7/31				2023/7/27		
		T+30	T+90	开始降息	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	开始降息	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	至今		
A股涨跌幅 (%)	上证指数	4.1	24.2	13.1	23.7	14.2	-8.8	78.9	1.6	10.6	13.8	1.9	-1.2	-4.8	22.7	-3.1	-7.9	-5.4		
	深证成指	5.3	-9.0	-10.4	21.0	9.2	-0.6	249.6	2.0	17.9	23.9	4.8	4.7	11.7	65.1	-5.9	-12.9	-12.8		
	创业板指	-	-	-	-	-	-	-	-1.7	13.6	21.4	7.8	8.9	28.5	107.8	-6.1	-13.6	-14.7		
	上证50	-	-	-	-	-	-	-	4.2	12.5	21.5	0.4	-0.2	-4.0	30.8	-1.6	-11.4	-6.7		
	沪深300	-	-	-	-	-	-	-	3.8	15.1	22.6	1.5	0.5	-0.5	43.8	-3.8	-13.0	-9.3		
中债收益率变动 (%)	中证1000	-	-	-	-	-	-	-	-2.5	13.9	13.1	6.2	1.2	6.1	28.7	-5.8	-7.0	-13.3		
	1年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.35	-0.04	-0.08	-0.01	-0.01	-1.48	-0.17	0.27	0.56	-0.06		
	3年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.24	0.06	-0.03	-0.15	-0.08	-1.49	-0.13	0.09	0.24	-0.16		
	5年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.16	0.08	-0.06	-0.05	-0.02	-1.15	-0.08	0.08	0.13	-0.21		
	10年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.24	-0.03	-0.19	-0.10	0.01	-0.63	-0.02	0.00	0.02	-0.33		
汇率涨跌幅	美元兑人民币	0.1%	1.6%	1.6%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	0.0%	2.3%	1.1%	0.1%	-3.4%	-2.1%	-2.9%	6.1%	-2.6%	-0.3%	-1.2%		
	螺纹钢	-	-	-	-	-	-	-	8.9%	8.6%	13.9%	-11.0%	-9.6%	-15.5%	10.6%	-1.8%	4.5%	-6.5%		
国内定价大宗商品	焦煤	-	-	-	-	-	-	-	6.0%	13.1%	16.5%	-3.7%	-12.2%	-25.4%	17.0%	13.3%	32.5%	9.6%		
	焦炭	-	-	-	-	-	-	-	5.1%	8.7%	8.6%	-8.7%	-13.7%	-22.8%	27.9%	2.6%	14.9%	-6.4%		

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

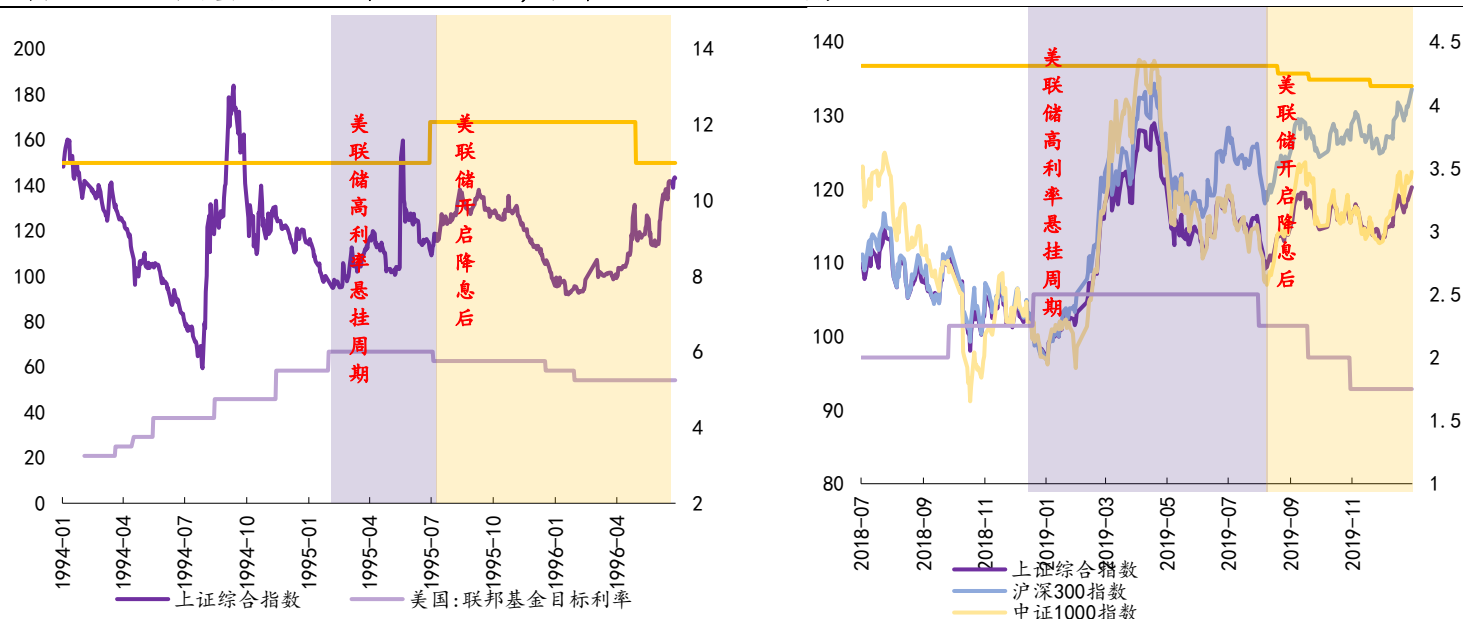
3.1、A 股：美联储结束加息后先涨后跌，启动加息后多为 N 型走势

A 股在美国软着陆周期中整体呈震荡上行走势。其中在高利率悬挂周期中先涨后跌，在美联储启动降息后呈 N 型走势，最终 A 股多在美联储第三轮降息或者中美共振宽松情况下反转上行：

第一轮美国经济软着陆周期（1995 年）：A 股在美联储加息结束后先涨后跌，启动降息后呈 N 型走势，多在美联储第三次降息前后反转上行，期间上证指数表现占优。股市走势方面，1995 年国内股市还处于发展初期，与美国经济周期和美联储货币周期相关性相对较低，更多受到游资炒作和国内政策的影响。所以此轮美联储结束加息后，A 股随着游资做多、“3.27”国债期货事件、国债期货交易暂停、股市扩容发行 55 亿股而出现剧烈波动，但整体而言还是呈现震荡上行趋势，期间上证指数上行 13.1%；美联储开启降息后，股市呈现 N 型走势。先是在美联储启动首次降息、并购题材大肆炒作、国内经济持续高增的形势下反弹上行，随后开始深度调整，最后 1996 年 1 月美联储第三次降息后 A 股再度止跌上行。美联储启动降息后 T+30/T+90/T+180/T+360 内上证指数分别上涨了 23.7%、14.2%、-8.8%、78.9%；**宽基指数方面**，上证指数相对深证成指而言表现占优，上证指数在美联储降息前的高利率悬挂周期相对抗跌，在美联储开启降息后的涨幅更大。

第二轮美国经济软着陆周期（2019 年）：受中美货币政策转向、中美贸易摩擦形势催化，A 股美联储加息结束后呈先涨后跌趋势，且振幅较大，在启动降息后呈窄幅 N 型走势，股市在美联储第三次降息后反转上行。期间大盘指数先涨、小盘指数后至，金融、消费、成长风格接力上行，下游消费板块、成长板块轮番演绎。股市走势方面，在此轮美联储结束加息后，上证指数走势呈现一波三折，震荡上行，期间指数上涨了 13.8%；A 股先是在年初到 4 月中旬受美联储结束加息、国内政策宽松和社融大超预期的国内外利好因素共同催化而大幅上涨。随后从 4 月中旬起到 6 月初，受 419 政治局会议上政策预期转向、叠加 5 月初中美贸易摩擦再起，市场开始高位调整。此后在 6 月初到 7 月底，随着中美重启经贸磋商进度的反复波折，市场行情先扬后抑；美联储开启降息后，股市呈现窄幅 N 型走势：8 月初到 9 月上旬，A 股随着中美共振宽松、中美经贸磋商再度重启开始回暖。随后在 9 月下旬至 11 月底，股市在国内经济承压、海外经济衰退的背景下再度调整。最后自 12 月中美贸易摩擦缓和后股市再度反弹上行；**宽基指数方面**，在美联储结束加息后，上证 50、沪深 300 等大盘指数前期率先反弹，深证成指后来居上。在美联储启动降息后，T+30 内各宽基指数均有所反弹，其中创业板指、中证 1000 等小盘指数表现占优，此后创业板指持续保持优势；**风格表现方面**，在美联储结束加息后，金融、消费风格全程占优。在美联储启动降息后，成长、消费接力上行；**行业表现方面**，在美联储结束加息后，T+30 内食品饮料、家电率先反弹，随后食品饮料、农林牧渔、家用电器等下游消费，电子、国防军工、计算机等成长板块和非银金融表现突出。在美联储启动降息后，T+30 内电子、计算机等成长行业领涨上行，随后电力设备、电子等成本板块和医药生物、美容护理、社会服务等消费板块接力演绎。

图表 12: A 股在美联储加息结束后先涨后跌, 在降息启动后呈 N 型走势



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: 前两轮美国经济软着陆周期中的 A 股表现

美国软着陆周期		第一轮						第二轮						第三轮					
		上轮加息结束			上轮加息结束			下轮降息开启			下轮降息开启			上轮加息结束			至今		
		1995/1/31			2018/12/19			1995/7/5			2019/7/31			2023/7/27					
		T+30	T+90	开始降息	T+30	T+90	开始降息	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	T+180	至今
宽基指数	上证指数	4.1	24.2	13.1	1.6	10.6	13.8	23.7	14.2	-8.8	78.9	1.9	-1.2	-4.8	22.7	-3.1	-7.9	-5.4	
	深证成指	5.3	-9.0	-10.4	2.0	17.9	23.9	21.0	9.2	-0.6	249.6	4.8	4.7	11.7	65.1	-5.9	-12.9	-12.8	
	创业板指	-	-	-	-1.7	13.6	21.4	-	-	-	-	7.8	8.9	28.5	107.8	-6.1	-13.6	-14.7	
	上证50	-	-	-	4.2	12.5	21.5	-	-	-	-	0.4	-0.2	-4.0	30.8	-1.6	-11.4	-6.7	
	沪深300	-	-	-	3.8	15.1	22.6	-	-	-	-	1.5	0.5	-0.5	43.8	-3.8	-13.0	-9.3	
风格	中证1000	-	-	-	-2.5	13.9	13.1	-	-	-	-	6.2	1.2	6.1	28.7	-5.8	-7.0	-13.3	
	金融	-	-	-	3.8	14.1	23.8	-	-	-	-	-0.6	-3.0	-11.1	6.5	0.1	-8.7	-6.1	
	周期	-	-	-	-1.7	8.7	10.3	-	-	-	-	3.1	-0.8	-2.2	40.2	-2.9	-7.1	-5.5	
	消费	-	-	-	3.4	25.2	32.1	-	-	-	-	3.6	2.8	13.2	64.0	-4.6	-7.0	-10.3	
	成长	-	-	-	-0.1	14.7	20.5	-	-	-	-	9.6	6.4	17.1	67.5	-5.9	-9.7	-13.9	
上游资源	稳定	-	-	-	-1.2	5.3	9.9	-	-	-	-	-0.5	-7.0	-14.0	-10.7	-4.8	-8.7	-4.5	
	煤炭	-	-	-	1.3	11.7	9.9	-	-	-	-	0.8	-10.3	-21.4	4.2	5.9	9.6	24.2	
	钢铁	-	-	-	0.8	0.8	-5.0	-	-	-	-	-1.4	-4.9	-13.4	8.6	-1.6	-6.0	-8.9	
	有色金属	-	-	-	-4.1	3.2	8.9	-	-	-	-	6.5	-2.2	-6.5	61.2	-4.2	-11.9	-5.4	
	石油石化	-	-	-	-3.2	3.5	-0.2	-	-	-	-	2.0	-1.8	-15.1	27.9	1.8	-7.1	0.2	
中游制造	基础化工	-	-	-	-2.5	11.4	9.4	-	-	-	-	3.8	-0.2	-0.1	60.2	-4.2	-11.4	-16.2	
	机械设备	-	-	-	-0.7	12.0	15.2	-	-	-	-	2.1	-2.8	-1.7	43.3	-3.7	-8.5	-9.1	
	建筑装饰	-	-	-	-6.1	-2.5	-4.8	-	-	-	-	-1.2	-9.2	-9.2	-11.8	-8.3	-17.1	-17.4	
	建筑材料	-	-	-	0.8	15.6	18.1	-	-	-	-	1.0	6.2	28.7	55.0	-0.9	-18.9	-23.0	
	交通运输	-	-	-	-0.1	12.6	16.2	-	-	-	-	-1.4	-6.9	-15.7	-1.0	-6.3	-9.2	-8.9	
大金融	房地产	-	-	-	1.1	12.9	12.2	-	-	-	-	-4.8	-4.2	-10.1	-8.2	-3.0	-18.8	-27.8	
	银行	-	-	-	4.2	9.1	13.4	-	-	-	-	-2.6	0.2	-10.6	8.1	-0.1	-7.7	3.2	
	非银金融	-	-	-	4.5	21.3	34.3	-	-	-	-	1.9	-6.4	-13.4	7.8	0.8	-8.6	-10.5	
	国防军工	-	-	-	0.5	16.3	27.5	-	-	-	-	8.2	-6.6	-4.9	55.9	-2.3	-9.9	-13.6	
	电子	-	-	-	1.9	17.7	30.1	-	-	-	-	16.6	25.3	29.6	94.7	-5.1	-3.4	-8.9	
成长	通信	-	-	-	3.6	19.2	21.1	-	-	-	-	7.8	-2.4	3.6	-6.1	-6.7	-7.4	-1.5	
	传媒	-	-	-	-4.4	5.7	1.3	-	-	-	-	8.0	6.6	9.2	26.2	-5.3	-1.4	-2.6	
	计算机	-	-	-	1.1	21.7	26.7	-	-	-	-	14.2	10.6	21.1	27.6	-3.8	-4.8	-13.1	
	电力设备	-	-	-	4.5	11.8	12.9	-	-	-	-	4.8	0.2	11.3	128.2	-8.8	-22.8	-22.7	
	美容护理	-	-	-	-5.3	6.3	14.2	-	-	-	-	5.4	1.9	25.0	81.8	-3.7	-22.5	-23.1	
下游消费	食品饮料	-	-	-	9.6	37.5	54.2	-	-	-	-	2.9	4.6	16.0	105.0	-2.1	-11.5	-12.2	
	社会服务	-	-	-	-6.2	12.2	24.2	-	-	-	-	0.8	-1.4	-4.5	91.6	-4.8	-13.3	-20.3	
	轻工制造	-	-	-	-3.3	11.0	7.3	-	-	-	-	3.4	0.5	-1.5	29.0	-1.9	-9.1	-13.3	
	医药生物	-	-	-	-3.3	14.9	16.4	-	-	-	-	8.3	7.9	30.8	77.0	-8.5	0.6	-11.4	
	汽车	-	-	-	-0.6	10.2	6.8	-	-	-	-	1.4	-1.1	-5.3	61.1	-2.7	-1.9	-0.7	
公用	家用电器	-	-	-	10.5	28.3	33.9	-	-	-	-	1.5	6.0	-0.5	51.7	-3.2	-10.2	-0.5	
	纺织服装	-	-	-	-2.6	9.5	2.8	-	-	-	-	2.2	-5.5	-7.0	-8.5	-1.9	-4.1	-7.3	
	农林牧渔	-	-	-	4.6	43.1	51.2	-	-	-	-	-2.0	-9.4	11.9	15.2	-6.0	-5.4	-11.3	
	商贸零售	-	-	-	0.8	14.9	9.9	-	-	-	-	1.1	-5.9	-2.8	-5.4	-5.6	-12.0	-19.1	
	综合	-	-	-	-5.7	14.0	11.0	-	-	-	-	3.5	0.8	6.8	21.0	-4.8	-4.5	-12.8	
公用事业	公用事业	-	-	-	-3.1	5.1	6.3	-	-	-	-	0.8	-5.5	-10.1	-4.9	-4.6	-5.3	-0.2	
	环保	-	-	-	-7.2	2.3	1.6	-	-	-	-	0.9	-9.9	-5.9	-10.6	-5.6	-9.1	-16.8	

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

美国软着陆降息周期的 A 股受益方向，从这两轮美联储经济软着陆周期期间的美债收益率和 A 股宽基指数、风格指数、行业指数相关性来看，美债与上证 50、沪深 300 等大盘指数，金融、消费等风格指数，食品饮料、农林牧渔、非银金融、社会服务、计算机、银行、家用电器、国防军工、电子等消费、成长行业指数负相关关系极强，表明美国经济软着陆周期中美联储降息利好大盘，金融、消费风格和消费、成长行业板块。主要是 2017 年之后，北向资金对 A 股的引导效应日益凸显，而外资向来偏好大盘蓝筹股、成长白马股和消费、金融板块。故而当美联储降息、美债利率下行，北向资金回流，从而助推相关指数上涨。

图表 14：美债收益率与大盘指数，金融、消费风格指数和消费、成长行业指数负相关性较强

		第一轮	第二轮
宽基指数	上证指数	-26.2%	-10.5%
	深证成指	-23.7%	-18.2%
	创业板指	-	-23.6%
	上证50	-	-63.1%
	沪深300	-	-42.9%
	中证1000	-	11.3%
风格	金融	-	-64.3%
	周期	-	21.1%
	消费	-	-58.6%
	成长	-	-11.3%
	稳定	-	-1.3%
上游资源	煤炭	-	28.6%
	钢铁	-	68.1%
	有色金属	-	28.0%
	石油石化	-	59.3%
	基础化工	-	27.3%
中游制造	机械设备	-	2.4%
	建筑装饰	-	48.0%
	建筑材料	-	-22.3%
	交通运输	-	9.9%
大金融	房地产	-	4.2%
	银行	-	-42.4%
	非银金融	-	-70.1%
成长	国防军工	-	-33.8%
	电子	-	-31.5%
	通信	-	-15.1%
	传媒	-	35.2%
	计算机	-	-47.0%
下游消费	电力设备	-	2.4%
	美容护理	-	-26.4%
	食品饮料	-	-87.5%
	社会服务	-	-51.0%
	轻工制造	-	28.2%
	医药生物	-	-4.8%
	汽车	-	31.2%
	家用电器	-	-41.1%
	纺织服装	-	41.2%
	农林牧渔	-	-80.4%
公用	商贸零售	-	32.7%
	综合	-	0.3%
	公用事业	-	27.0%
	环保	-	43.0%

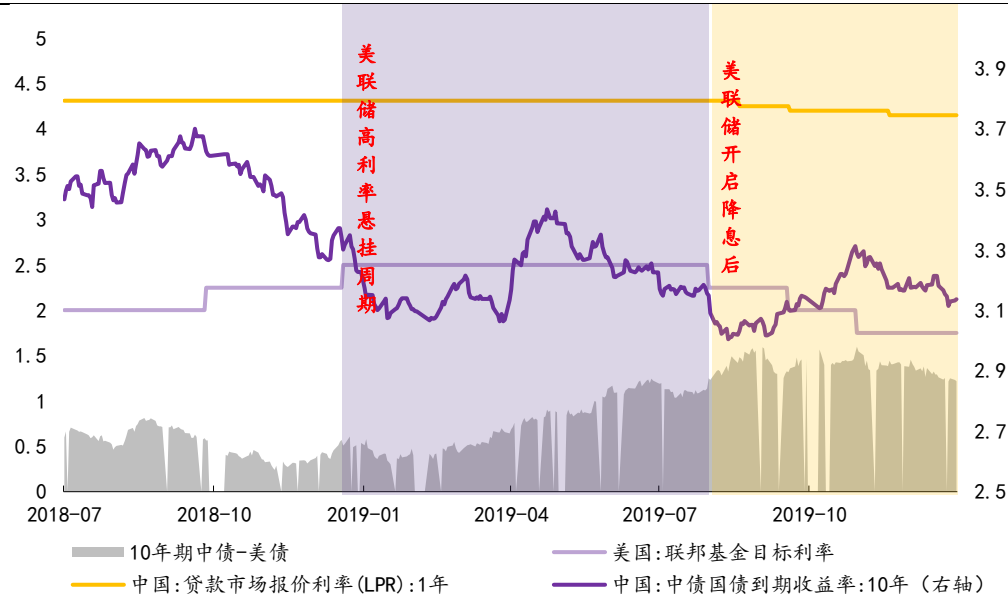
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3.2、中债：受股债博弈、中美利差博弈影响而震荡上行

中债在美国软着陆周期中呈震荡上行走势，中债收益率多在美联储预期降息后受到国内股债博弈、中美利差博弈以及经济基本面的共同影响而宽幅震荡下行。美联储预期降息后，中债将受到 A 股、美债反弹上行吸引资金流向的冲击，故而中债多呈宽幅震荡上行趋

势。例如在 2019 年的美国软着陆周期中，中债先是在 1 月至 4 月底与股市发生激烈博弈而先震荡上行再快速下跌，再是于 5 月初至 8 月初在包商银行被接管事件和银行体系刚兑被打破的博弈中震荡上行；随后美联储于 7 月底启动此轮降息周期，同时 8 月下旬国内也开始频频下调 LPR 利率，在中美共振宽松叠加股市震荡的背景下，中美利差博弈加剧，中债先跌后涨，期间中债收益率最高上行 16BP。中债拐点和股市拐点类似，均在美联储第三次降息附近。整个美国软着陆周期中，10 年期中债收益率降幅约为 20BP，利率中枢小幅下移，中债整体震荡上行。

图表 15：美国经济软着陆周期中：利率中枢在美联储加息结束后震荡下移，中债震荡上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

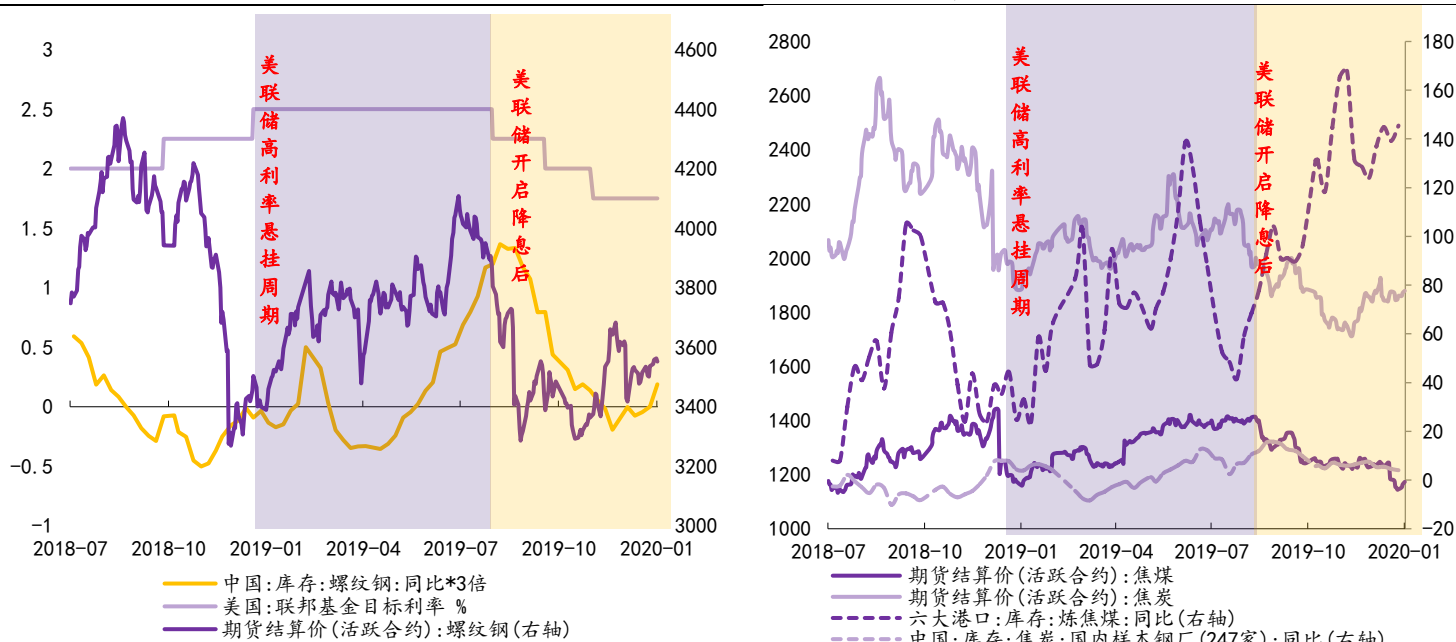
3.3、商品：涨跌不一，价格弹性提升

国内定价大宗商品在美国软着陆周期中走势分化，价格弹性有所提升。其中螺纹钢、焦煤在此期间呈一波三折的走势，而焦炭则成窄幅先升后降的走势。美联储结束加息主要是通过提振商品需求进而加速库存周期轮动助推国内定价大宗商品价格上行，比起海外定价商品影响较弱。美联储降息，美元有贬值预期，进而推动美元计价的商品价格走强。但对于国内定价商品，美联储降息对其价格的直接影响相对较弱，更多是通过提振海内外需求加速商品库存周期轮动进而提高商品的价格弹性。

螺纹钢快速上涨-急跌-企稳。此轮美联储结束加息后，螺纹钢价格在强势补库的背景下大幅上涨，直至 2019 年 6 月底价格上涨了 21%。自 7 月初至 8 月底，在美联储降息加速了螺纹钢去库速度、七月底提出“房住不炒”确定长周期钢材需求拐点、叠加螺纹钢淡季需求回落的情况下，螺纹钢价格急速下跌了 20%。此后随着中美贸易摩擦阶段性缓和、中美共振宽松催化地产行业金九银十进而提升钢材需求，螺纹钢韧性显现。

煤炭震荡上行后转为下跌。此轮美联储结束加息至 7 月底，煤炭价格在钢铁和建材行业用煤需求回升的形势下震荡上行，此后随着电力行业用煤需求减少、煤炭进口量增加，煤炭价格转为下行。

图表 16: 美国经济软着陆周期: 国内定价大宗商品在美国软着陆周期中走势分化, 价格弹性有所提升



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

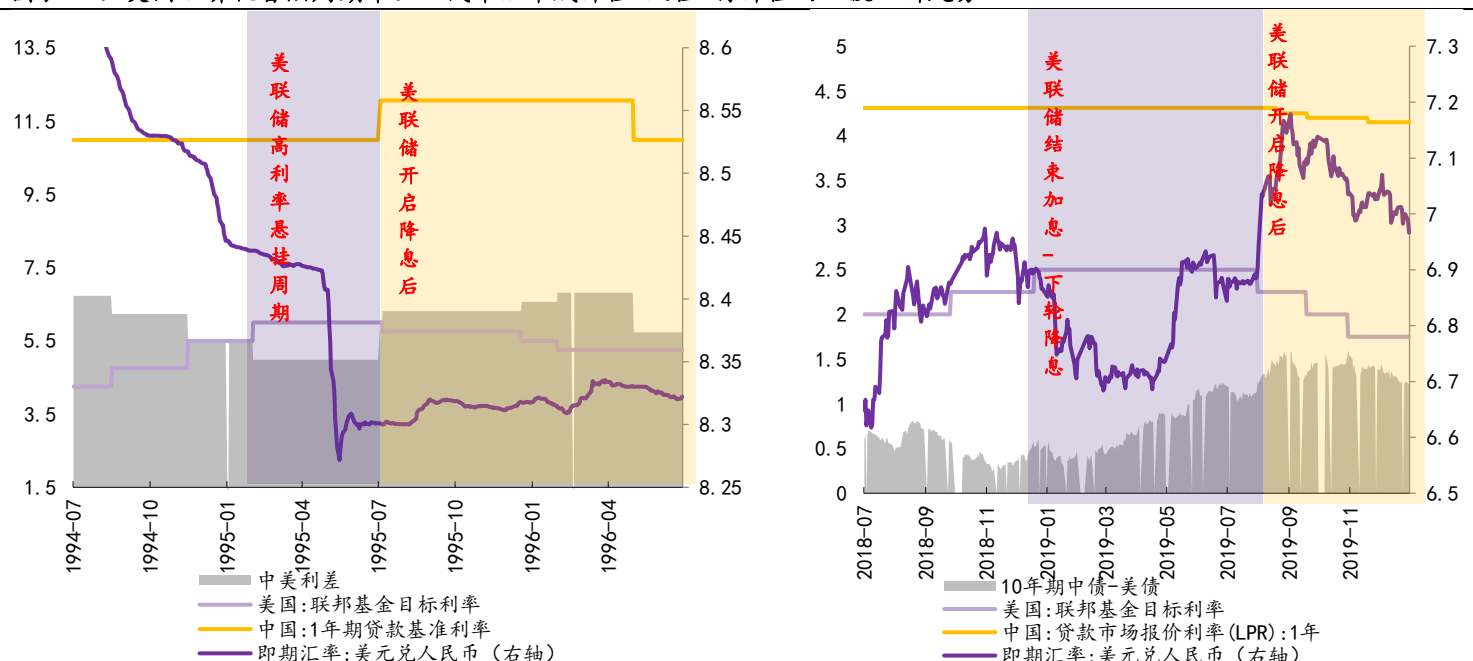
3.4、人民币汇率：一波三折，先升值-后贬值-再走强

人民币在美国软着陆周期中多呈先升值、后贬值、再走强的一波三折走势。各阶段的主导因素先是在美联储结束加息后，美元兑人民币汇率因为美联储货币转向预期升温而定价上涨；此后在降息预期的反复波动、地缘政治因素扰动以及其他基本面因素的影响下，汇率再度震荡下行；最后在中美共振宽松背景下，汇率持续走强。

第一轮美国经济软着陆周期（1995 年）：人民币汇率先是美联储结束加息、央行按兵不动的情况下升值，再在美联储降息、央行加息的形势下小幅走软，最后在中美共振宽松、中美利差收窄的背景下再度走强。1995 年 1 月美联储结束加息，在国内央行利率按兵不动的情况下中美利差开始收窄，人民币兑美元从 8.4384 持续上升至 8.3001，期间升值了 1.64%；随后美联储开启降息，与此同时央行开始加息，中美利差走阔，人民币汇率在 180 个交易日由贬值至 8.3339，汇率下行了 0.41%；此后汇率随着中美共振宽松、中美利差收窄而再度走强。

第二轮美国经济软着陆周期（2019 年）：受中美贸易形势、中美利差波动、央行逆周期调节共同影响，人民币汇率在美联储加息结束后的高利率悬挂期先升值后贬值，在启动降息后先是延续贬值走势，而后随着美联储持续大幅降息推动中美利差收窄而再度升值。此轮美联储结束加息后，在 4 月中旬之前，美元兑人民币汇率在美联储加息预期减弱、中美利差走阔和货物贸易顺差增加的背景下震荡上行至 6.6858。此后直至 9 月初，在中美贸易摩擦持续升级的宏观形势下，人民币持续贬值，并在 8 月首破“7”关口，最高在 9 月初贬值至 7.1785。随后在美联储持续大幅宽松、中美贸易谈判进展顺利叠加央行启动逆周期调节的形势下，人民币企稳回升，最后在年末收于 6.9662，期间汇率升值了 2.96%。

图表 17：美国经济软着陆周期中：人民币汇率成升值-贬值-再升值的一波三折走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、资产排序：美股>A 股>黄金、铜、原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率

4.1、海外：美国股债双牛，金铜空间可期，原油窄幅震荡，美元仍有韧性

当前美国仍处在相对软着陆的路径上，经济增速虽有放缓，但失业率处在及其健康的水平。通胀虽然没有达到联储的 2% 长期目标，但较之前的水平已经有大幅下行。从工业角度来看，美国工业产出水平基本在 2023 年横盘，当前仍看底部震荡，产能和库存仍保持温和去化，耐用品订单则是出现了底部的回弹，因此从景气度的角度来说，出现了服务业的制造业共同的触底回弹。综合来看工业，通胀失业和景气度三个方面共同支撑当前美国经济仍处在软着陆的区间上。

软着陆降息周期锚定的情况下，我们认为未来美国依然会有股债双牛，且依然是股牛优于债牛，从大宗商品的角度来说，黄金在内外因素的叠加下依然有一定的上行空间（全球降息，地缘政治风险，大选年），与过去几轮周期不一样的是，本轮疫情时期的供应链受阻使得整体的库存去化周期拉长，当前处在相对的底部，后续去库对于铜价的影响相对有限，软着陆预期降息兑现的情况下，铜和 CRB 工业原材料预计都有一定的上行空间。石油则是更多看地缘政治风险和供需缓降的对冲，预计油价保持相对宽幅的震荡；美元指数在联储降息预期锚定的情况下，美元指数和美债收益率走势趋同，但整体下行空间相对有限。

4.2、国内：股债震荡上行，人民币汇率短期承压，商品关注供给约束机会

结合当前美国经济软着陆相对确定，美联储降息窗口即将临近，与此同时此前的利空因素也在持续反转，预期后续国内股债震荡上行，人民币汇率短期承压，商品关注供给约束机会。

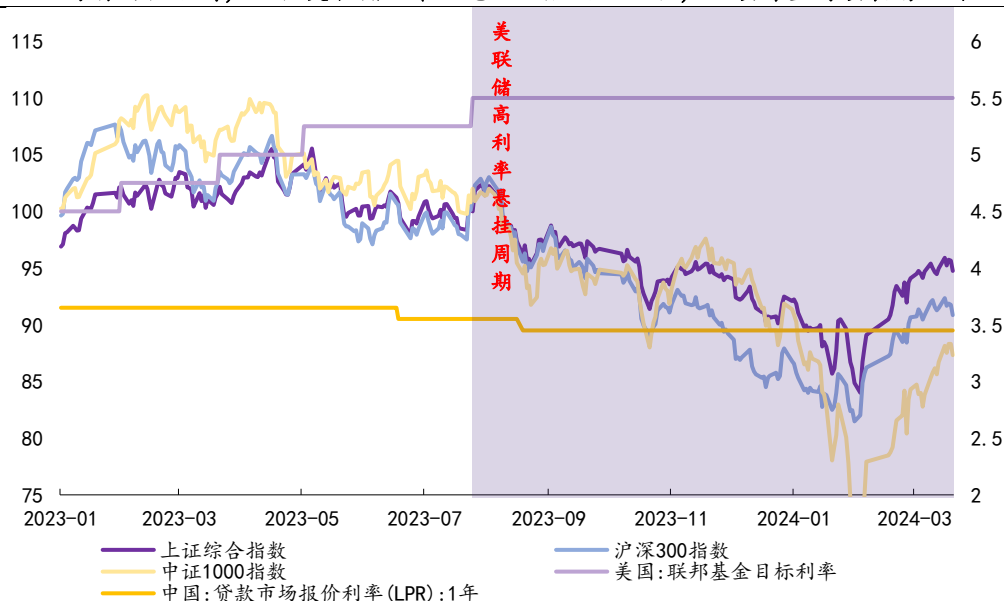
股市方面，随着后续中美共振宽松以及国内经济数据修复成色的显现，A股在美联储结束加息初期持续下行的利空因素（美联储前期疯狂加息杀流动性、中美经济周期错位杀盈利）反转，长期上行动力不断趋强，但是短期内需警惕日央行加息对海外流动性的扰动和财报季对A股盈利面的冲击，预期A股将呈现震荡上行走势；关注业绩改善的石化、汽车、家电、农林牧渔、通信等和AI大模型、算力、存力、应用等主题性成长。

债市方面，随着海外降息周期开启，中美有望共振宽松，预期中债震荡上行；同时也需关注宽货币到宽信用的传导，若信用拐点显现，中债相对承压。

汇市方面，上周五人民币急贬创近4个月以来新低，这是美国软着陆降息前的常规表现，主要受地缘风险担忧、日央行加息不及预期、欧洲加快降息、联储上调经济预期影响，美元升值，人民币中间价调降。预期此后随着中美共振宽松，结合历史经验来看，短期内人民币汇率将有一定压力，但是基于当前中美利差倒挂幅度已接近历史高值后续有望收窄，长期来看人民币汇率有望震荡上行；

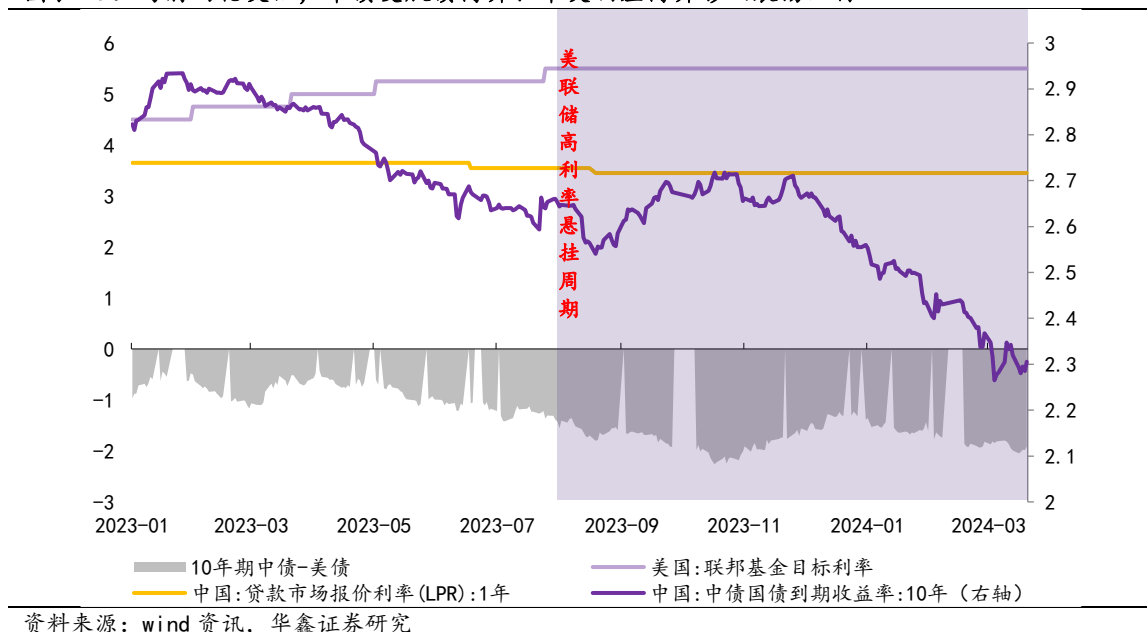
大宗商品方面，国内定价商品价格更加看重库存周期轮动，根据当前库存阶段判断，螺纹钢价格因地产低迷、库存去化仍相对承压；煤炭价格则因库存低位、供给约束而有望企稳回升。

图表 18：与前两轮不同，此轮美联储结束加息后 A 股先跌后涨，后续有望持续震荡上行

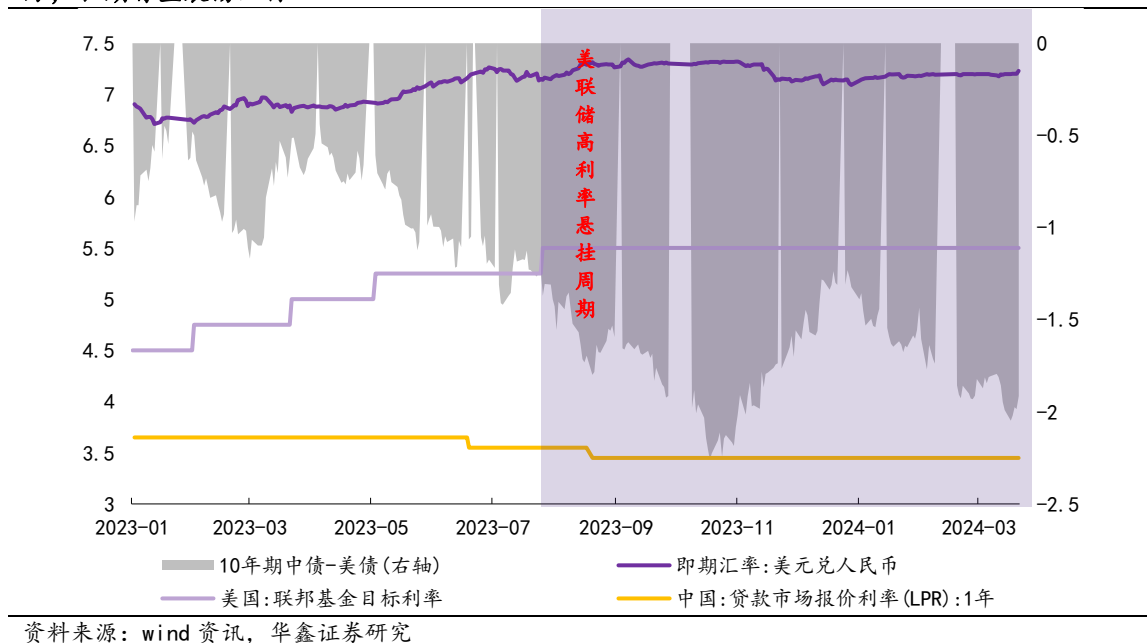


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

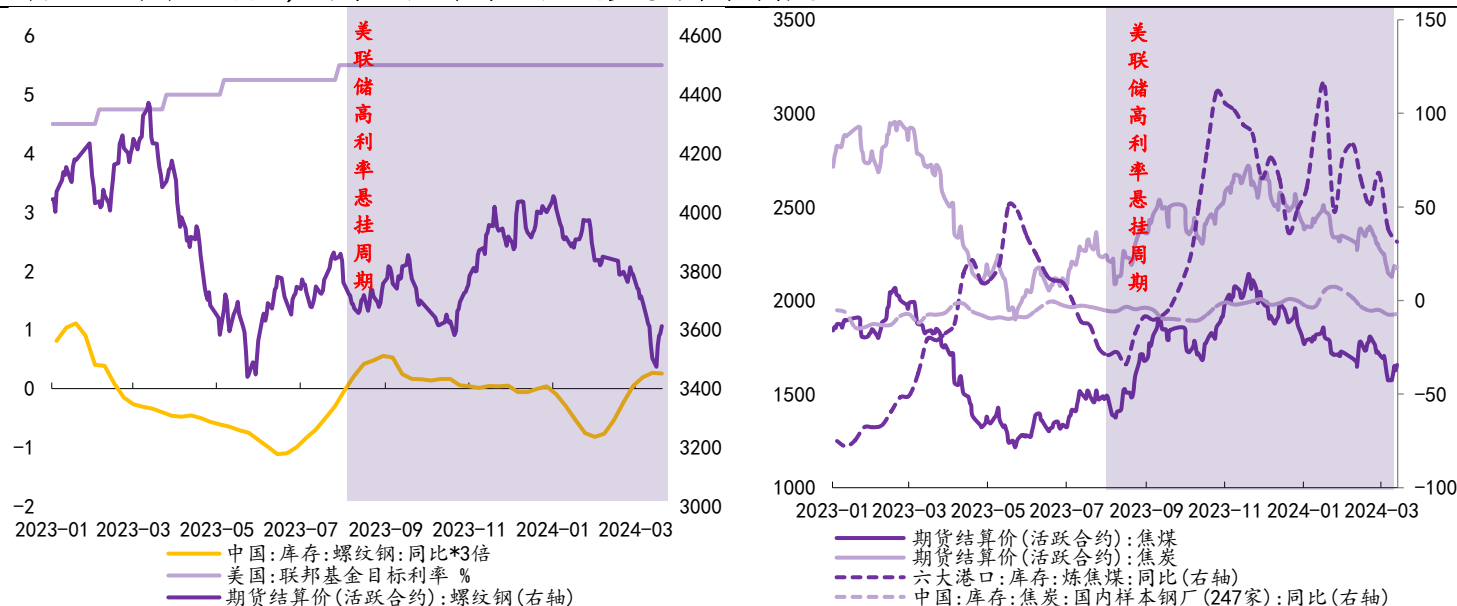
图表 19：与前两轮类似，中债受股债博弈、中美利差博弈影响震荡上行



图表 20：与前两轮不同，此轮美联储结束降息后人民币汇率先贬值再震荡企稳，短期有贬值压力，长期有望震荡上行



图表 21：与前两轮类似，国内定价大宗商品价格更多受到库存周期变化而波动



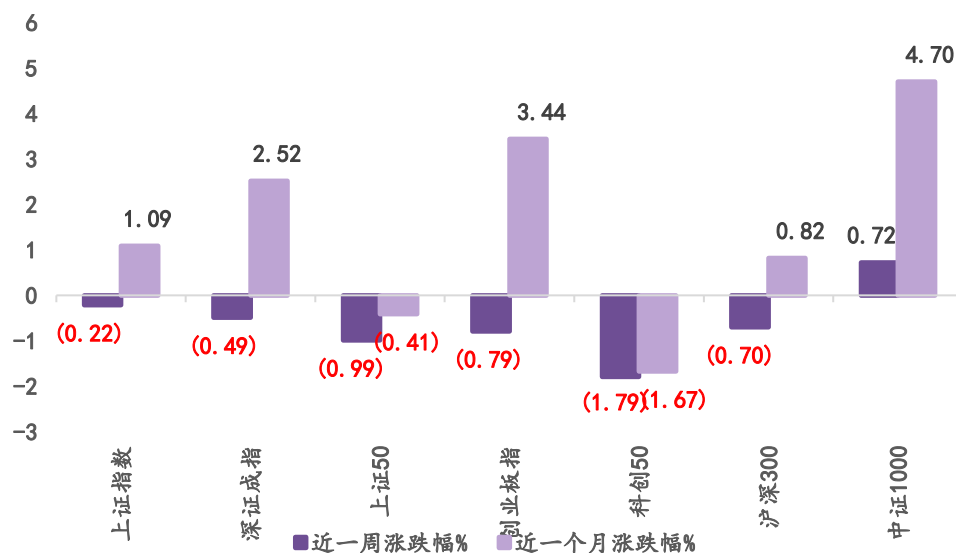
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、市场复盘：宽基指数震荡下行

本周(3.18-3.24)宽基指数多震荡下行，其中中证 1000 领涨，科创 50、上证 50 跌幅靠前。其中中证 1000 本周上涨了 0.72%；科创 50、上证 50、创业板指、沪深 300、深证成指、上证指数本周分别下跌了 1.79%、0.99%、0.79%、0.7%、0.49%、0.22%；

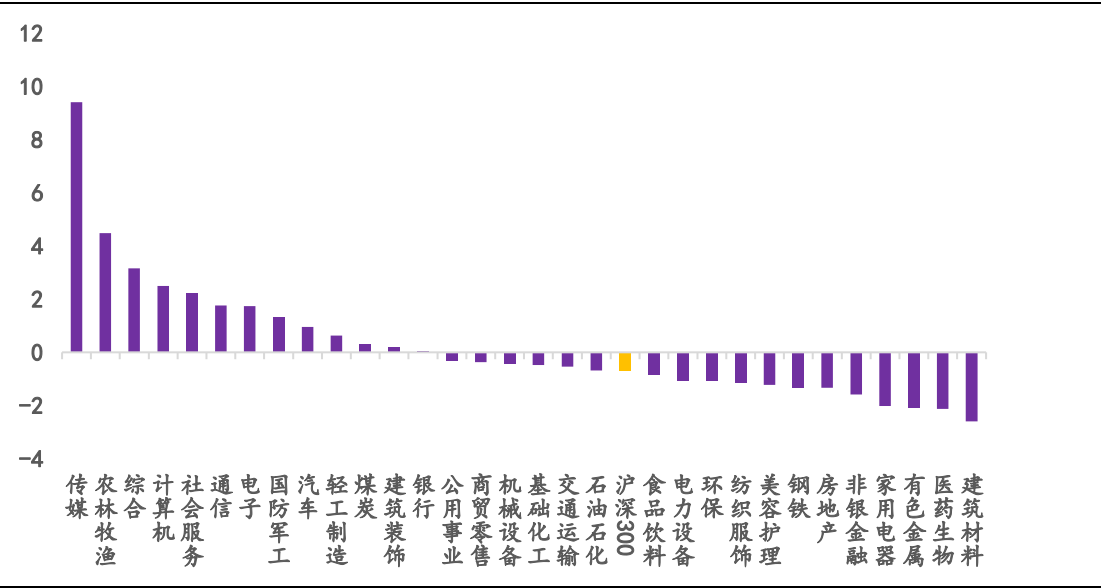
图表 22：宽基指数涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

行业层面，申万行业跌多涨少。其中传媒、农林牧渔、综合行业涨幅居前，分别上涨了 9.4%、4.49%、3.15%。建筑材料、医药生物、有色金属、家用电器行业跌幅靠前，分别下跌了 2.59%、2.13%、2.08%、2.02%。

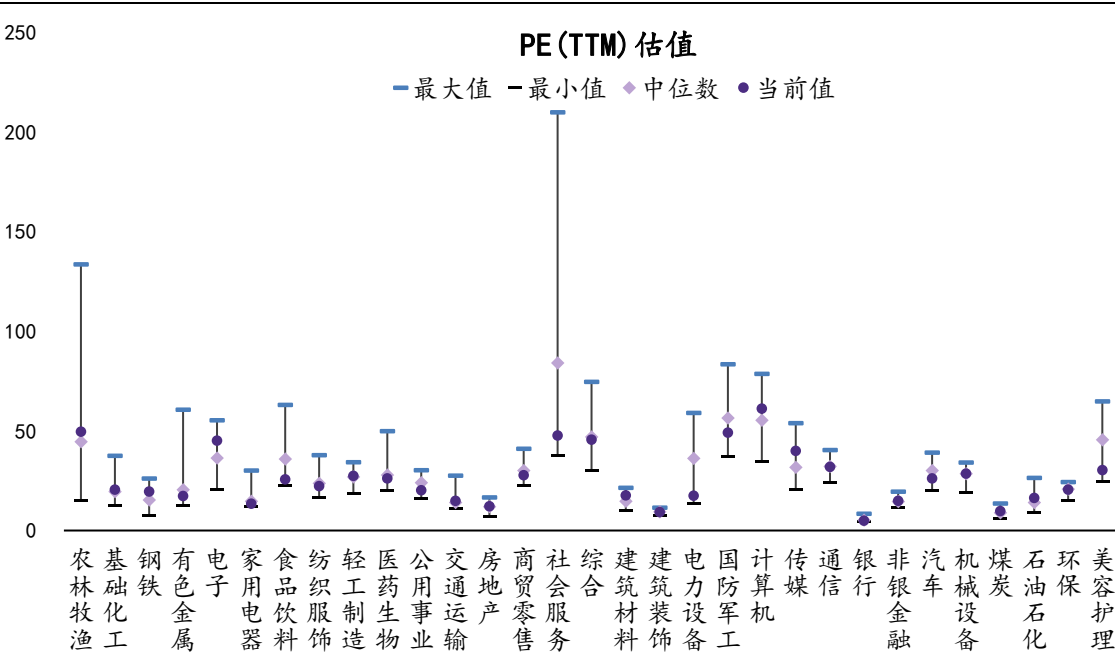
图表 23：申万行业涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

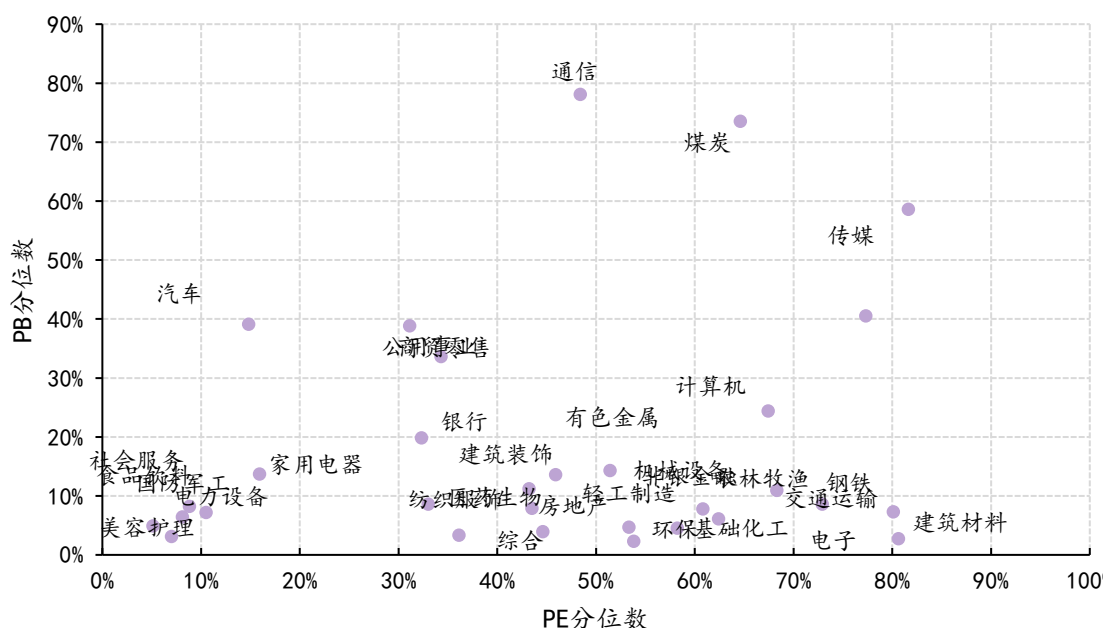
估值方面，本周行业估值多有所下降。其中传媒、商贸零售、环保行业估值涨幅居前，当前 PE 值分别为 1.09X、1.08X、1.05X。此外，钢铁、美容护理、基础化工行业估值跌幅靠前，当前 PE 值分别为 0.89X、0.97X、0.97X。

图表 24：行业估值水平



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 25: PE&PB 静态估值



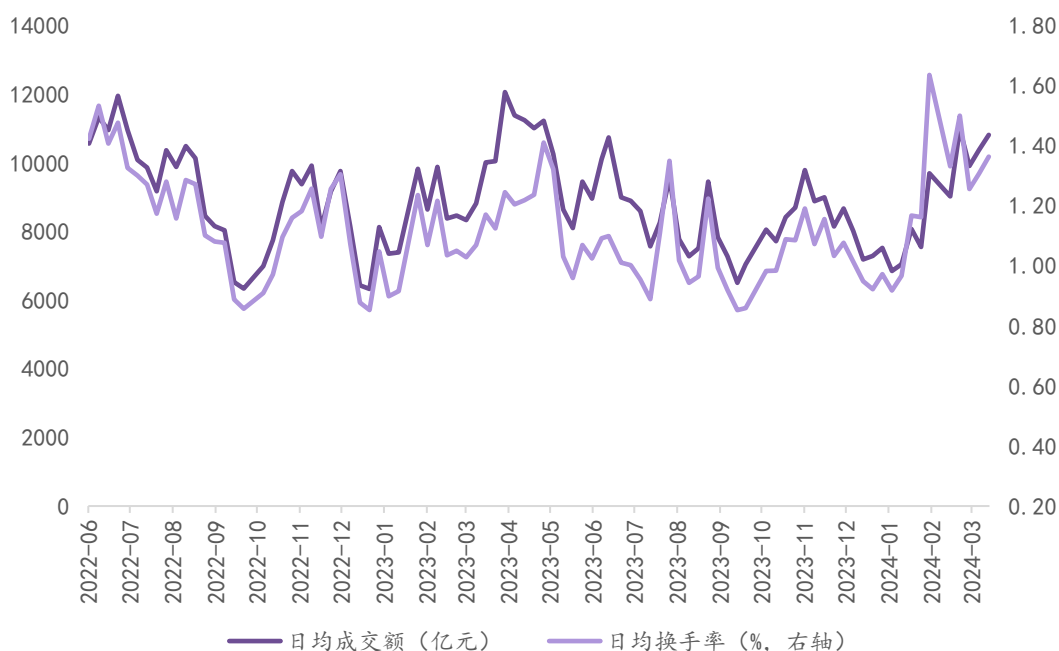
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、情绪总览

6.1、交投活跃度：市场交投情绪持续升温

市场成交额持续巨量成交，换手率持续上行。本周 A 股日均成交额为 10823.07 亿元，环比增加 442.24 亿元；日均换手率为 1.3643，环比上升 0.0574 个百分点。

图表 26: 成交额与换手率变化趋势

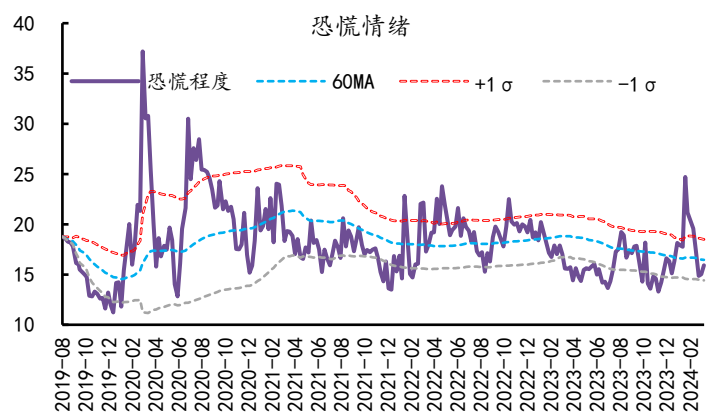


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6.2、恐慌：国内加速恶化，国外大幅缓解

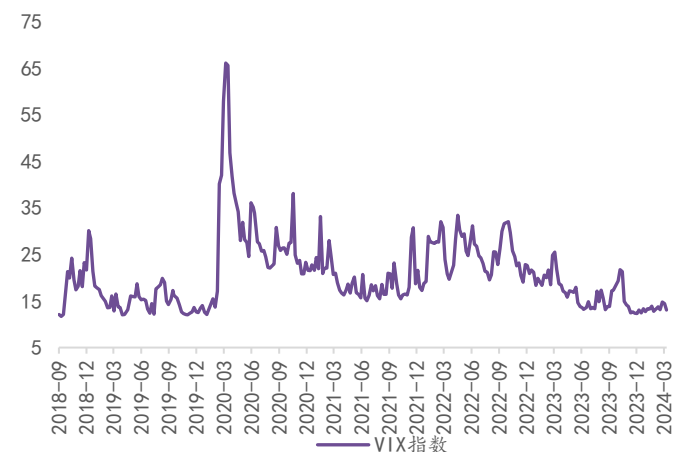
本周 50 隐波大幅上行，国内恐慌情绪加速恶化；VIX 指数大幅下行，海外恐慌情大幅缓解。平均上证 50ETF 隐含波动率为 15.92，环比上升 0.91，本周国内恐慌情绪大幅上行；平均 VIX 指数为 13.06，环比下行 1.35，海外恐慌情绪大幅缓解。

图表 27：50 隐波大幅上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 28：VIX 指数大幅下行

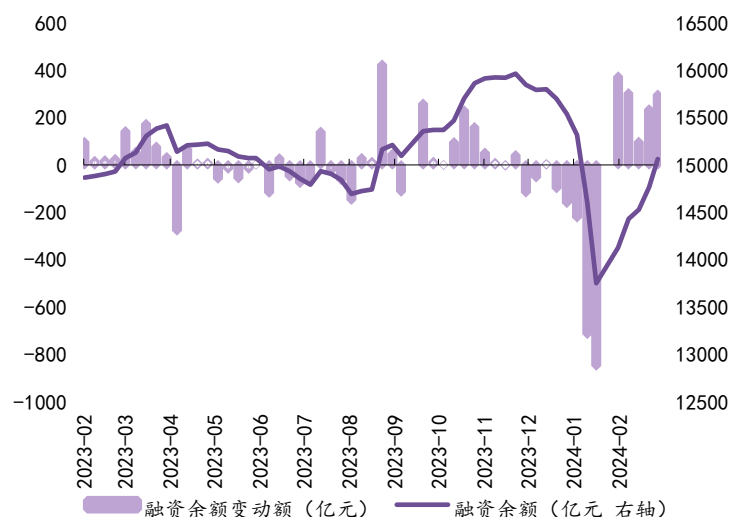


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6.3、内资：融资余额大幅增加，融资交易占比持续上行

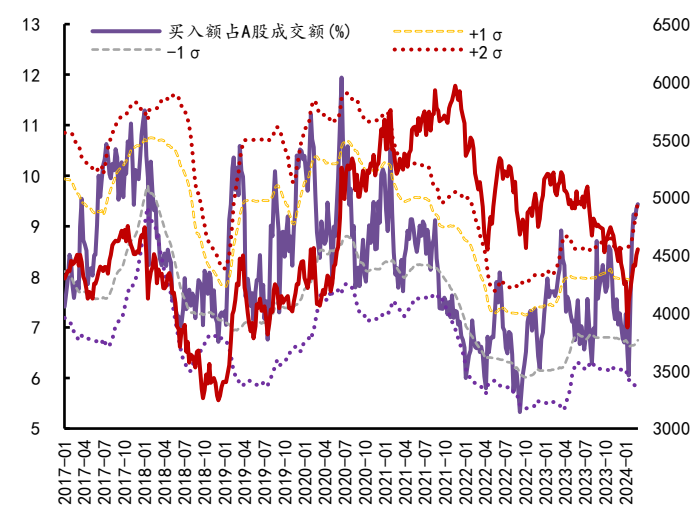
本期融资余额大幅增加，融资交易占比持续上行。具体来看，本期杠杆资金净流入 297.46 亿元，环比多流入 61.4 亿元，两融资金净流入额大幅增加。买入额占 A 股成交额 9.44%，环比上升 0.09%，本周融资交易占比持续上行。

图表 29：融资余额大幅增加



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 30：融资交易占比持续上行

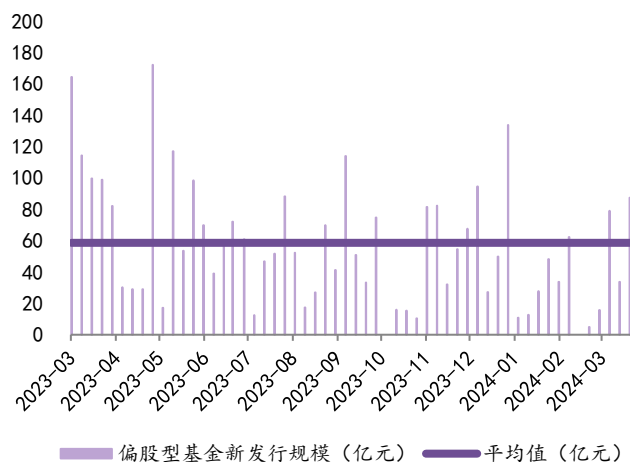


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

本周基金新发规模小幅上升。具体来看，本周偏股型基金发行 87.28 亿元，环比增加 53.61 亿元，新发基金规模小幅上升。

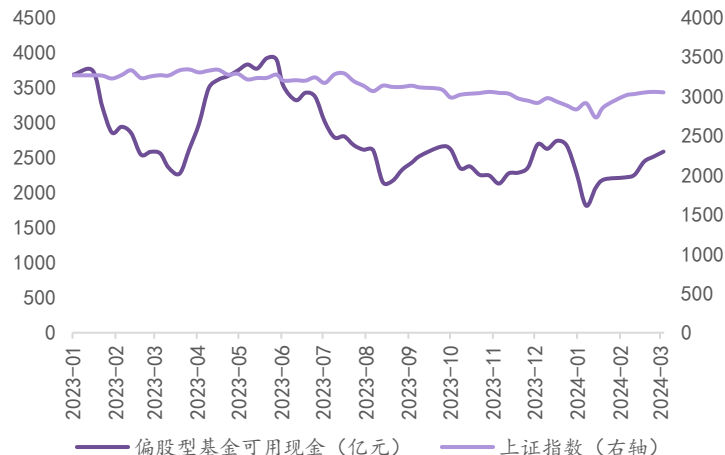
偏股型基金可用现金大幅增加。具体来看，本周偏股型基金可用现金 2583.37 亿元，环比增加 69.98 亿元，偏股型基金可用现金大幅增加。

图表 31：偏股型基金新发规模小幅上升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 32：偏股型基金可用现金大幅增加

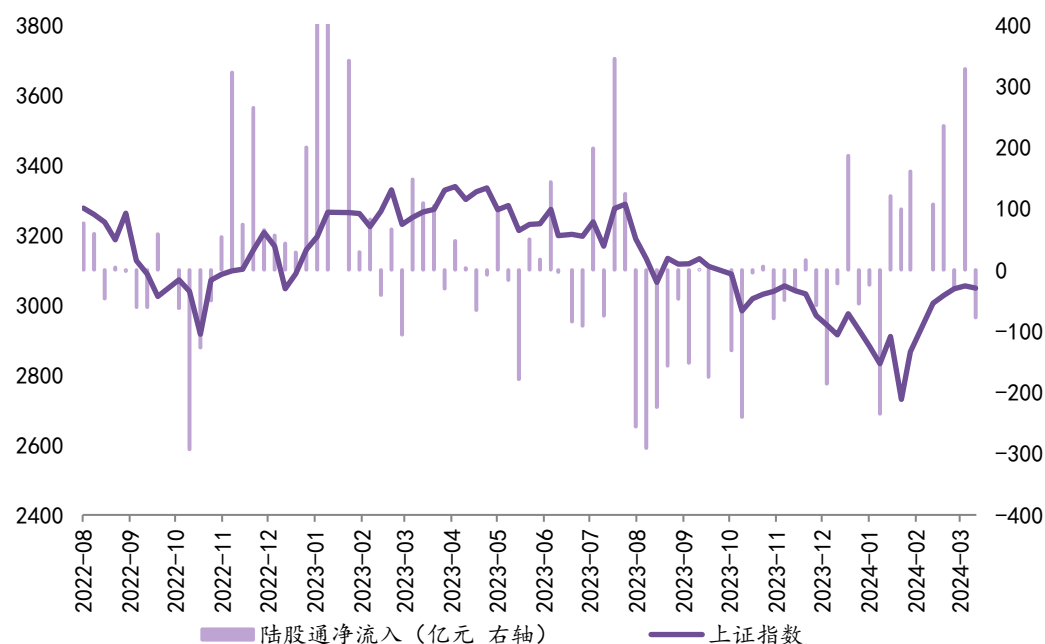


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6.4、外资：北向资金再度净流出，海外看涨情绪降温

本周北向资金再度净流出。具体来看，本周北向资金净流出 77.76 亿元，环比少流入 405.96 亿元。

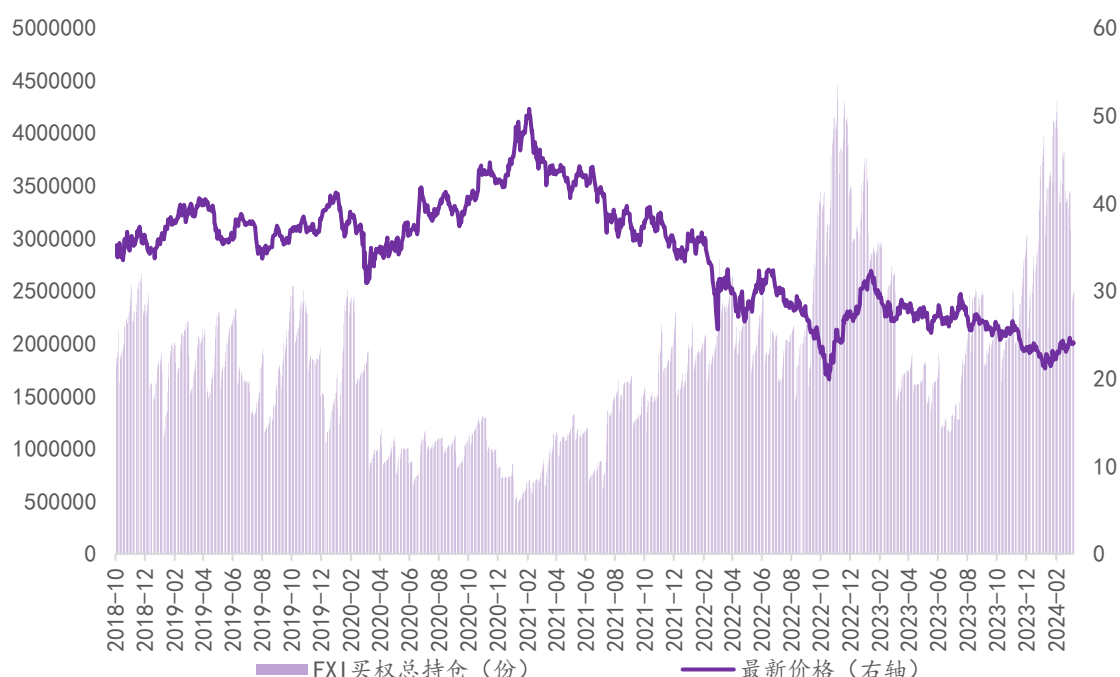
图表 33：北向资金再度净流出



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

本周 iShare 中国 ETF 海外看涨情绪有所回落。具体来看，本周 iShare 中国 ETE (FXI) 看涨期权持仓量环比减少 57.7 万份，价格也下跌了 0.31。

图表 34: iShare 中国 ETF 看涨情绪回落



资料来源: Bloomberg, 华鑫证券研究

7、资金行业选择：内外资聚焦电子、汽车、家电、机械设备等行业

本期内外资共同流入了汽车、电子等行业，共同流出了农林牧渔行业，而二者分歧主要集中在医药生物、计算机、有色金属、食品饮料等板块。

共同看好-汽车、电子：汽车行业表现为内资连续四期看好，外资连续两期看好；电子行业表现为内外资均连续四期看好；

共同看空-农林牧渔：农林牧渔行业表现为内外资均在本期转为看空；

分歧较大-医药生物、计算机、有色金属、食品饮料：医药生物、计算机行业均表现为内资连续四期看好，而外资在本期转为看空；有色金属行业表现为内资连续四期看好，而外资连续两期看空；食品饮料行业表现为内资连续两期看空，而外资连续四期看好。

图表 35：内外资分歧与共识（单位：亿元）

	两融余额行业配置						北向资金行业配置				
	3.18-3.22	3.11-3.15	3.4-3.8	2.26-3.1	迷你图		3.18-3.22	3.11-3.15	3.4-3.8	2.26-3.1	迷你图
医药生物	31.93	13.52	7.71	4.07		电子	19.43	24.09	23.39	32.52	
计算机	29.76	11.92	11.06	37.67		家用电器	19.28	0.60	-15.76	21.86	
有色金属	23.84	0.48	12.12	2.29		电力设备	12.75	75.32	-26.93	16.24	
汽车	22.01	13.10	5.20	8.79		银行	11.24	20.96	8.80	41.56	
电子	20.75	20.50	24.90	21.99		机械设备	9.50	5.87	-2.39	25.26	
非银金融	15.78	10.24	6.19	15.83		食品饮料	9.34	41.68	4.91	20.04	
电力设备	14.01	8.15	-0.54	13.97		商贸零售	8.81	6.68	-3.93	1.29	
机械设备	12.63	8.53	-1.20	14.37		公用事业	7.58	2.94	-10.66	11.56	
传媒	11.84	8.77	-1.93	6.71		石油石化	6.38	12.61	13.68	4.26	
国防军工	9.75	11.95	2.45	9.48		建筑材料	6.22	2.76	2.89	6.40	
基础化工	9.49	4.99	-0.76	4.29		非银金融	5.83	22.22	-6.11	5.61	
家用电器	5.20	6.94	3.89	-0.72		汽车	5.67	5.29	-12.90	20.74	
煤炭	4.84	13.42	2.72	9.17		社会服务	1.93	3.55	-0.23	2.30	
通信	4.54	7.57	2.31	18.86		房地产	1.50	8.93	-9.70	5.00	
建筑材料	3.87	0.24	-0.35	1.23		交通运输	1.21	12.85	-10.34	-1.95	
公用事业	3.81	19.62	-3.59	6.51		综合	0.56	0.07	-0.45	0.39	
钢铁	3.43	5.46	-0.70	2.92		钢铁	0.13	-1.96	-0.98	0.54	
房地产	2.53	-1.62	5.40	2.07		通信	-0.19	-1.79	-14.96	4.15	
银行	2.32	7.77	-3.06	13.06		国防军工	-0.25	-4.43	-7.23	2.84	
商贸零售	1.55	-3.84	1.28	1.23		环保	-0.56	-0.95	-1.48	0.08	
美容护理	1.52	0.17	0.72	0.13		农林牧渔	-1.04	15.22	-4.96	7.26	
环保	1.16	0.97	-0.37	2.54		纺织服饰	-1.09	-1.99	-1.13	1.60	
社会服务	1.02	0.08	0.31	2.25		传媒	-1.94	-1.52	1.03	0.53	
轻工制造	0.67	0.40	0.04	2.01		有色金属	-1.98	-3.27	2.18	19.57	
建筑装饰	0.65	5.67	0.64	4.31		轻工制造	-2.79	2.48	-6.27	-4.50	
综合	0.59	0.28	-0.08	0.36		计算机	-2.98	25.08	13.14	8.94	
纺织服饰	0.37	0.96	-0.02	0.31		美容护理	-3.00	2.28	-3.23	8.64	
交通运输	0.11	2.57	0.76	7.32		煤炭	-4.16	1.95	-1.51	6.30	
石油石化	-0.50	2.47	-1.13	2.12		建筑装饰	-6.79	1.19	-2.83	2.46	
农林牧渔	-0.73	1.79	-1.81	3.42		基础化工	-16.26	-2.69	-29.67	10.33	
食品饮料	-1.00	-2.98	0.80	4.36		医药生物	-28.35	12.82	-26.52	22.96	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

8、投资日历：海外关注美联储官员发言和 PCE，国内关注工业企业盈利

海外关注主要央行议息会议后的再定位，关注日央行会议纪要以及美联储官员的发言，同时关注 3 月 25 日 PCE 数据对联储降息预期的影响。

国内则是关注工业企业利润数据对于企业盈利预期的修正。

图表 36：双周宏观日历

	经济数据	行业事件	内外热点
星期一 2024-03-25	美国新屋销售	FOMC博斯提克，库克发言 日央行会议纪要	
星期二 2024-03-26	美国耐用品订单	2年期美债拍卖	
星期三 2024-03-27	中国工业企业利润	5年期美债拍卖	
星期四 2024-03-28	密歇根信心指数	FOMC沃勒发言 7年期美债拍卖	
星期五 2024-03-29	美国零售 美国PCE	FOMC戴利，鲍威尔发言	
星期六 2024-03-30			
星期日 2024-03-31	中国PMI		
星期一 2024-04-01	美国ISM PMI		
星期二 2024-04-02	美国JOLTS报告 美国耐用品报告		
星期三 2024-04-03	美国ISM服务业PMI 美国ADP		
星期四 2024-04-04			
星期五 2024-04-05	美国非农		

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

9、风险提示

- (1) 联储降息预期突变；
- (2) 国内经济不及预期；
- (3) 外部风险冲击加剧

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

请阅读最后一页重要免责声明

31

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。