

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美联储联合五大央行出手，通过流动性互换协议增加美元供应

2008年再现，为应对银行危机，拜登政府已联系巴菲特

国家主席习近平于3月20日至22日对俄罗斯进行国事访问

中国央行周五全面降准，下调金融机构存款准备金率0.25个百分点

全面注册制加速，首次全网测试完成

银河观点集萃:

- **宏观：央行再次降准，释放流动性支持经济增长。** 货币政策调整为稳货币+宽信用。无论增加银行长期资本，支持其加大对制造业企业贷款，还是降低银行资金成本，引导融资利率下降，终极目标是为了增长而服务，这是降准的主要目的。本次降准之后货币市场收紧的预期被打破，货币政策回归稳货币，宽信用组合。3月之后中国经济上行速度可能加快，这种政策组合会持续上半年，而再次降准或者降息需要等到更明确的经济数据和美联储转向之后。
- **宏观：欧央行加息50BP，恐慌退去后控通胀仍是主线。** 经济和核心通胀均强于预期，支持继续加息。我们预计欧央行5月会继续加息25BP，6月也不能排除加息可能，利率终值应接近4%。欧央行工具充足、经验丰富，短期不必过度忧虑债务危机。在美国经济继续下滑、美欧利差有望缩小的情况下，美元指数短期可能因避险因素震荡，但中期向下。
- **宏观：SVB破产后续二-美联储在行动。** 美国银行问题是普遍问题，美联储只能选择持续提供流动性，美联储加息结束时间接近。美联储处于了加息和“扩表”兼容的状态，侧面上整体金融条件收紧受到了遏制。现阶段全球处于利率风险和流动性风险的感染中，FED和ECB的根本态度可能相近，但实际操作中两者并不相同。全球银行的风险偏好短期不会有明显改善，美国中型和小型银行的监管测试在持续进行。这种情况下，通胀和金融风险并行，美国通胀运行较欧洲更为有力，美联储可能会对金融风险给与更多的考量，美联储加息时间更加接近。
- **银行：期限错配引发流动性危机，国内上市银行风险可控——硅谷银行破产事件专题分析。** 基于经营环境和业务模式上的差异，硅谷银行SVB破产事件对国内上市银行影响有限，但为国内银行业资产负债管理和风险控制提供良好借鉴。综合考虑当前阶段企业融资需求改善、信贷投放力度强劲、稳增长政策导向不变等因素，银行经营环境向好，基本面预计维持稳健，估值性价比突出，提供较好买入时点。我们持续看好银行板块投资机会。维持“推荐”评级，个股方面，继续推荐宁波银行(002142)，江苏银行(600919)、常熟银行(601128)、招商银行(600036)、平安银行(000001)。

银河观点集锦

宏观：央行再次降准，释放流动性支持经济增长——2023年3月降准点评

1、核心观点

央行启动全面降准：力度较为克制。2023年3月17日央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次降准略超市场预期，降准的主要目的是保持流动性的合理充裕，本次降准力度较弱，预计释放资金6500亿左右，为银行节约成本约65亿元。

降准为了补充银行流动性和节约银行成本。2023年开年，商业银行的新增信贷大幅上行，存款也出现了历史性的上行。银行资金在大量耗用的同时，上缴的存款准备金同时上行，这增加了银行的负担。下调存款准备金率有助于增加银行长期资本以及节省资金成本。

降准有利于平稳货币市场利率。2023年开始市场利率开始走高，银行同业拆借利率和存款机构质押回购利率均出现上行，银行的同业存款利率年初至今上行约20bps。上证所国债回购利率在3月10日之后快速攀升，1天收益率升至2.4%，14天2.9%，资金紧张蔓延至资本市场。为了平抑货币市场利率，保持流动性的合理充裕，央行在3月份中旬宣布再次降准。

降准支持政府信贷。2023年政府债券提前下发，1-2月政府债券融资创历史新高，加上3月份的缴税期，对于市场流动性的冲击同样较大。3月份地方债发行规模继续上行，这种巨量的资金需求央行对资金市场予以支持。

降准对经济增长给与提前支持。1-2月份经济上行速度偏缓，政府债券提前下发，房地产政策依然宽松，汽车消费优惠已经出台，3月份央行降准，这是宏观政策组合拳的运用，也是为了后续经济平稳上行提供资金支持。

3月对于货币政策压力较小：通胀低位和美国中小银行风险。3月份美国中小银行发生了兑付危机，从而使得发达国家市场加息添加了一定的变数。从实际情况来看，我国货币市场利率等在3月10日之后有明显的抬升。在这种情况下，我国对于市场释放流动性也在一定程度对冲外围风险。从国内来看，通胀对于货币政策的掣肘较小，央行珍惜货币政策工具，启用了对外围冲击较小的降准来支持经济。

货币政策调整为稳货币+宽信用。无论增加银行长期资本，支持其加大对制造业企业贷款，还是降低银行资金成本，引导融资利率下降，终极目标是为了增长而服务，这是降准的主要目的。本次降准之后货币市场收紧的预期被打破，货币政策回归稳货币，宽信用组合。3月之后中国经济上行速度可能加快，这种政策组合会持续上半年，而再次降准或者降息需要等到更明确的经济数据和美联储转向之后。

(分析师：许东石)

宏观：欧央行加息 50BP，恐慌退去后控通胀仍是主线

1、核心观点

欧央行加息 50BP，短期似乎比美联储更鹰派。3月16日，欧洲央行加息 50BP；从3月22日起欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.50%、3.00%和 3.75%。其他政策方面，从3月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP），月均 150 亿欧元；同时疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至 2024 年末。本次加息的幅度表明欧央行关注的主线仍是核心通胀的情况，且应对流动性和碎片化问题的辅助性金融工具充足。

瑞士信贷危机可控，欧央行控通胀态度明确。3月14日瑞信内控问题发酵后，交易员们因为对金融稳定的担忧而对 50BP 的幅度产生了怀疑。尽管瑞士央行迅速以 500 亿瑞郎为瑞信提供了短期流动性，市场还是在等待欧央行对瑞信事件的评估，进而决定定价的主线是金融稳定风险还是通胀压力。欧央行本次加息明确了两点，一是（核心）通胀依然是其货币政策面临的主要矛盾；二是欧洲金融稳定且并不影响加息，即使出现流动性风险也有充足对策；这基本奠定了欧央行短期的鹰派态度。

经济和核心通胀均强于预期，支持继续加息。欧央行也同时更新了经济预测，要点是核心通胀和经济均比预期强，支持继续加息。通胀方面，欧央行在能源价格大幅回落后企稳的情况下对名义通胀走低更有信心，但核心通胀的预期在服务、商品和工资的持续压力下被调高：预计名义 HICP 在 2023 均值 5.3%、2024 均值 2.9%、2025 均值 2.1%；而 2022Q4 的预期均值分别为 6.3%、3.4%和 2.3%。核心方面，2023 到 25 年预测均值为 4.6%、2.5%和 2.2%，前值为 4.2%、2.8%和 2.4%。需要注意的是欧央行目前面临比美联储更糟糕的通胀局面，更需要保持加息。经济增速方面：2023 年预期 GDP 增速从 0.5%上行至 1%，但 2024 年从 1.5%降低至 1.3%，这反映（1）欧央行认为年内不会衰退，经济相对有韧性以及（2）高通胀和更高的利率在 2024 年拖累经济增速，这也侧面反映了欧央行加息的决心。**我们预计欧央行 5 月会继续加息 25BP，6 月也不能排除加息可能，利率终值应接近 4%。**

欧央行工具充足、经验丰富，短期不必过度忧虑债务危机。目前，欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化。从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。从瑞信事件后的表现来看，南欧国家国债收益率在银行业出现问题后也出现了回落，并未遭到严重抛售：3月15日，意大利的 10 年期国债收益率回落超 20BP，与德债的利差也没有恶化，“碎片化”短期并不是担忧，也不会阻止加息。当然，银行业所暴露的问题依然值得高度重视，在通胀高企的情况下央行解决债务危机的能力也受到限制。美联储在硅谷银行事件中保护储户而不保股东的处理方式也不利于银行股的表现。目前诸多风险进入视野意味着对发达国家的权益资产仍需谨慎，而美债、德债等仍是值的配置资产。另一方面，欧央行短期比美联储更鹰也将防止美元上行，在美国

经济继续下滑、美欧利差有望缩小的情况下，美元指数短期可能因避险因素震荡，但中期是向下的。

风险提示：通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机。

(分析师：高明,许冬石)

宏观：SVB 破产后续二-美联储在行动

1、核心观点

3月10日SVB破产后，财政部、美联储（FED）果断提供贷款。3月12日财政部、美联储、FDIC宣布保护SVB的储户，不仅是SVB，Signature Bank也同样处理。不保护股东和部分债权人。允许银行抵押资产向FDIC借钱，暂定额度250亿美元。储户存款受到保护，股东和部分债权人不受保护。SVB破产影响最大的公司和相对富有的人（主要是公司创始人）。美国市场出现剧烈波动，尤其是国债市场波动幅度较为罕见，2年期国债收益率3月15-17日每日涨跌超过20bps，日内波动更为剧烈。

瑞士信贷风险可控，但是欧央行（ECB）处于两难处境。3月14日瑞信内控问题发酵后，交易员们因为对金融稳定的担忧而对50BP的幅度产生了怀疑。尽管瑞士央行迅速以500亿欧元为瑞信提供了短期流动性，市场还是在等待欧央行对瑞信事件的评估，进而决定定价的主线是金融稳定风险还是通胀压力。欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化。从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。从瑞信事件后的表现来看，南欧国家国债收益率在银行业出现问题后也出现了回落，并未遭到严重抛售：3月15日，意大利的10年期国债收益率回落超20BP，与德债的利差也没有恶化，“碎片化”短期并不是担忧，也不会阻止加息。但是，银行业所暴露的问题依然值得高度重视，在通胀高企的情况下央行解决债务危机的能力也受到限制。

美国银行业危机为时尚早，但银行业风险仍攀升，资金更为谨慎。由于FED快速加息，美国银行业负债端承受压力，现阶段资金外流的压力仍然存在，但是鉴于银行业的资金量和FED的支持，银行业危机仍然为时尚早。但是银行业所面临的压力没有解决，高利率环境对于银行负债端的压力仍然在加大，这种情况在联储仍然加息的过程中没有办法解决。EPFR数据显示，3月15日当周约1209.3亿美元流入货币市场基金。目前货币市场基金总规模达到5.01亿美元，创出15年来新高。

美联储向银行提供贷款抵消了缩表，美联储未来加息计划蒙上阴影。美联储下一次议息会议（3月22日）充满了不确定性，可能与ECB的口径相同，但是FED已经先于ECB行动。3月15日数据显示美联储资产负债表被动上行，1星期之内贷款增加3029.3亿元，持有证券

只减少 83.2 亿元。这种贷款的增加是美联储向美国银行系统提供的贷款支持，从贴现窗口借款增加了 1528.5 亿美元，创出历史新高；其他信贷扩展总额为 1428 亿元，主要为 SVB 和 Signature Bank 桥接银行提供贷款。

美欧融资市场在内的全球美元融资市场稍紧的状况已经出现。金融市场广泛重视的流动性受到考验。美国银行获得资金的难度快速上行，美国长短期利率互换价格差额已经快速走高。全球范围内来看，资金市场也显得较为混乱，3 个月期欧洲同业拆借利率与无风险利率的差额快速波动，上行震荡幅度快速攀升，日元和欧元对美元的利率互换价格波动幅度也持续加大。这些均显示了美国和非美国国家市场上，资金融资市场紧张度上行，这种货币市场资金的紧张给各国央行均带来压力。

美国银行问题是普遍问题，美联储只能选择持续提供流动性，美联储加息结束时间接近。美联储处于了加息和“扩表”兼容的状态，侧面上整体金融条件收紧受到了遏制。现阶段全球处于利率风险和流动性风险的感染中，FED 和 ECB 的根本态度可能相近，但实际操作中两者并不相同。全球银行的风险偏好短期不会有明显改善，美国中型和小型银行的监管测试在持续进行，可以预见商业银行信贷以及各种投融资活动会有所减少，对于美国未来经济不利。这种情况下，通胀和金融风险并行，美国通胀运行较欧洲更为有力，美联储可能会对金融风险给与更多的考量，美联储加息时间更加接近。

(分析师：许东石)

策略：不受黑天鹅干扰，坚持数字经济+国企改革主线

1、核心观点

黑天鹅事件频现——关注错杀的优质标的。近期硅谷银行破产以及瑞士信贷危机引发投资者担忧，目前来看，海外事件风波已经得到了及时有效的控制，反映在股市上，标普 500、纳斯达克指数等也在 3 月 13 日达到低点后开始连续回升。我们认为硅谷银行的破产虽然反映了美国部分中小银行的流动性紧张问题，但不需过度担心：

1.SVB 的破产是个例，且体量较小。硅谷银行的破产原因主要是来自资产负债端的错配，其自身业务性质具有特殊性，这种比较激进的商业模式所带来的风险仍是个例。且硅谷银行体量较小，溢出效应低，不会引发较大风险。**2. 美国的金融环境较为稳定，高杠杆并非集中在住房市场。**2008 年后，美国重新对金融及地产行业加强了监管，相比较 2008 年，目前美国的金融坏账风险显著降低，且高杠杆主要集中在金融企业部门，并非像 2008 年次贷危机时高杠杆集中在住房市场。且目前货币市场流动性较好，美国的金融环境较为稳定，引发大规模流动性危机概率很小。**3. 美国经济韧性较强。**美国 2 月 PMI 数据为 47.7%，新订单指数显著回弹，显示美国经济韧性较强，本轮银行股暴雷风险带来冲击有限。硅谷银行破产所暴露出的银行业

问题仍将带来潜在隐患，市场还需要一段时间消化。但本轮的冲击也带来了一些“错杀”，待恐慌情绪逐步消化，海外市场企稳，美股、港股中错杀的科技、制造、消费等行业的优质标的将有更强的反弹动力。

不受黑天鹅干扰——坚持数字经济+国企改革主线。海外黑天鹅事件对 A 股的冲击不大，一是中国内地的银行股业务较为稳健，银行系统安全，对银行股的直接冲击较小。二是中美经济周期错位，3 月 17 日央行的降准也缓解了市场波动风险，将有效提振市场信心，美国的经济风险冲击影响较小，在全球经济风险还未出清的背景下，中国经济的回升反倒使 A 股更具吸引力。三是 A 股整体及相关主线板块估值不高，处于历史中等偏下水平，在受到海外短期冲击时影响较小。因此，我们无需对海外风险过度担忧，目前 A 股虽仍处波折震荡阶段，但主线明晰且仍较强劲，应减少干扰，专注主线：1) 数字经济：云计算、大数据、AIGC 等数字中国主题建设相关的板块，技术变革带来商业进程加速，数据要素价值重估，算力需求快速爆发，叠加国家政策扶持，是目前市场最清晰的主线，且目前估值仍然不高，可逢低补仓，战略布局。2) 央企估值重塑：2023 年是国企改革三年行动方案后的第一年，新一轮国企改革正在进行，2023 年 1 月 5 日，国资委提出 2023 年中央企业考核指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”，强调对盈利和现金流的考核。而目前央企上市公司估值处于历史低位，国有资产的价值重估也将带来相关公司的估值提升，可关注建筑、通信、制造业等优质央国企机会。

风险提示：政策超预期的风险；经济超预期下行的风险。

(分析师：王新月)

固收：国际加息预期大幅波动，国内经济修复向好——2023 年 3 月月报

1、核心观点

月中报告时间区间：统计资产表现以及相关数据主要区间 2023/2/16-2023/3/15。

大类资产表现：美元小幅收涨，美债利率下行

美联储鲍威尔鹰派发言使加息预期升温，但硅谷银行关闭及银行业风波加大加息前景的不确定性，美元指数本月小幅收涨，美债收益率下行全球股市普遍收跌。大宗商品相对较强但表现分化，螺纹钢等黑色系上行，原油及有色下跌。

国际、国内市场动态

国际：通胀全球化风险影响下，近一个月全球央行基本仍处于货币收紧趋势，但随着银行业风波扰动下美联储加息预期的反复，全球收紧预期有所波动。

美国 2 月通胀数据增速下降符合市场预期，核心 CPI 压力仍不低；硅谷银行关闭及银行

业风波，美联储出手救市，美加息预期剧烈波动，3月16日瑞士信贷股价暴跌，市场预期加息概率再降低，预期降息时间大幅提前可能出现在6月。

国内经济等数据：2月经济整体景气度上行，制造业景气水平继续回升，非制造业PMI走高，服务业修复明显；社融好于预期，居民有所改善，社融-M2剪刀差略收敛；通胀有所下行；投资修复，房地产回升，外贸出口跌幅收窄。

政策：2023年经济修复稳中向好，增速谨慎乐观

政府工作报告：设定GDP增速目标5%，2023年经济修复谨慎乐观，坚持稳中求进，扩内需和科技创新是重点。报告八大重点：1、着力扩大国内需求；2、加快建设现代化产业体系；3、切实落实两个“毫不动摇”；4、更大力度吸引和利用外资；5、有效防范化解重大经济金融风险；6、稳定粮食生产和推进乡村振兴；7、推动发展方式绿色转型；8、保证基本民生和发展社会事业。

政策持续发力继续扩内需、促消费；支持房地产。

市场研判：

快速加息+缩表、倒挂的收益率曲线使海外金融市场风险事件密集发生，广泛的资产负债表收缩带来风险，长久期资产端净值缩水，负债端融资成本过高及不稳定性大幅抬升，加大流动性压力。

硅谷银行破产引发银行业风波后美联储货币政策预期大幅波动，3月16日瑞士信贷股价暴跌后市场预期降息时间大幅提前可能出现在6月。当前美联储货币政策更接近拐点。

控风险、防通胀，合意的利率水平预估：从长期利率与通胀的关系来看，2025年R=3.1%,PCE=2%，二者差值1%左右。我们认为1-1.5%的实际利率水平是控风险同时抑制通胀的大致合理水平。政策利率-PCE，1月数据为4.5-5.4=-0.9%，仍有大幅收敛空间。所以我们预期后续美联储仍会加息25bps到4.75-5%区间，然后待PCE回落至4%以下才会讨论后续收紧边际改善的可能，才会进一步明确结束加息。彭博预测PCE在6月降到3.6%。

我们的投资观点：中国受影响较小，黄金具有配置价值

国内股、债市场：货币供需格局仍维持相对宽松，促进复苏，债市整体稳定，权益市场表现受国际风险偏好影响，但中国相对于全球的广泛的信用收缩周期，保持信用扩张，因此受外围银行业危机冲击不大。权益市场表现也好于外围，全球ETF基金中国流入，美国流出。

后续市场或将为中国经济复苏以及复苏预期的边际变化计入更多定价，后续关注海外金融风险演绎对全球总需求的影响及中国经济的影响。总体债市将保持稳定。

黄金：货币属性、避险属性以及美降息预期均使其配置价值明显。

国际：债市，加息周期末期具备明确配置价值，但市场预期与实际政策操作差异市场波动仍会比较大。权益市场，利率高位，信用收缩不利于经济和权益市场表现，拐点依赖美联储货币政策后续何时进入降息周期，经济触底同时权益市场有超额收益。

风险提示：银行业风波波及范围加深、加息预期波动、海外衰退风险。

(分析师：刘丹)

银行：期限错配引发流动性危机，国内上市银行风险可控——硅谷银行破产事件专题分析

1、核心观点

硅谷银行破产事件始末。3月9日，SVB宣布出售其所有210亿美元的AFS，确认18亿美元亏损，同时发布22.5亿美元再融资计划，引发市场恐慌和资产抛售，随后SVB股价暴跌超60%，市值蒸发超94亿美元。同日，银行挤兑发生，投资者和储户周四试图从SVB提取420亿美元。3月10日，DFPI宣布关闭SVB，并任命FDIC为破产管理人。3月12日，美国财政部、美联储和FDIC发表联合声明，采取行动确保SVB储户资金安全。

硅谷银行破产原因。(1) 美联储加息导致科创企业融资受阻，银行存款账户抽水。截至2022年末，美联储全年加息7次至4.5%。科创企业融资环境遇冷，提取存款资金需求增加，以SVB为代表的银行存款加速流失。截至2022年末，SVB存款同比下降8.51%，其中，无息活期存款同比下滑35.83%。(2) 期限错配引发流动性危机。SVB的资产负债表呈现短债长投的特征，负债端以活期存款为主、定期存款多数在3个月以下；资产端自2020年起证券投资比例攀升且以久期较长的美国国债和MBS为主，难以应对负债端激增的提款需求。(3) 股价下跌导致再融资失败，存款保险覆盖程度低。AFS巨额亏损、HTM未确认损失以及银行挤兑等多重因素引发市场恐慌，股价暴跌之下再融资不具备可行性。同时，SVB客户以科创企业为主，存款金额普遍大于25万美元，未被保险覆盖比例达95.55%，进一步增加兑付压力。

经营环境和模式差异大，国内银行流动性风险可控。(1) 经济改善，通胀相对温和，短期大幅加息概率不大，叠加稳增长导向不变，企业融资环境和银行间流动性良好。(2) 业务模式差异大，国内银行以贷款为主，金融资产敞口小：截至2022年9月末，上市银行累计贷款占总资产比重55.92%。据不完全统计，10家银行以摊余成本计量的金融资产占总资产比重16.71%，其余银行债权投资(HTM)和其他债权投资(AFS)累计余额25.62万亿元，占总资产比重10.29%。(3) 流动性指标远超监管红线，负债端期限结构改善：截至2022年6月末，上市银行的平均流动性比例和流动性覆盖率分别为69.59%和173.66%。受近年来疫情、理财净值化、流动性充裕影响，居民预防性储蓄增加，银行存款保持较快增长，定期化程度提升，占比上升至52.21%，对息差的影响偏负面，但从资产负债期限结构角度而言有所改善。

硅谷银行破产启示。(1) SVB破产源于流动性风险而非信用风险，银行应做好宏观经济形势研判和跨周期经营管理；(2) 短债长投问题普遍，集中度高和融资渠道单一同样值得关注；(3) 银行应聚焦存贷主业，投资业务主要承担优化资金效率作用；(4) 稳健的货币政策对银

行风险控制而言至关重要。

2、投资建议

基于经营环境和业务模式上的差异，硅谷银行 SVB 破产事件对国内上市银行影响有限，但为国内银行业资产负债管理和风险控制提供良好借鉴。综合考虑当前阶段企业融资需求改善、信贷投放力度强劲、稳增长政策导向不变等因素，银行经营环境向好，基本面预计维持稳健，估值性价比突出，提供较好买入时点。我们持续看好银行板块投资机会。维持“推荐”评级，个股方面，继续推荐宁波银行（002142）、江苏银行（600919）、常熟银行（601128）、招商银行（600036）、平安银行（000001）。

风险提示：宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

机械：两会强调核心技术攻坚，关注机械行业国企价值重估

1、核心观点

两会强调核心技术攻坚及国企改革，关注自主可控+国企价值重估投资机会。政府工作报告提出，今年要把实施扩内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。扩内需方面，政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，拟安排地方政府专项债 3.8 万亿元，基建、制造业投资有望继续作为发力点。另一方面，要促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。机械设备领域存在进口替代空间的数控机床及刀具、机器人等均具备较强的投资机会。此外，深化国企改革，提高国企核心竞争力，机械行业国有企业治理水平和资源配置效率有望进一步提高，推动国有企业估值回到合理区间。

2月挖机销量边际改善，设备需求有望持续复苏。2月我国挖机销量 21450 台，同比下降 12.4%，降幅大幅收窄；2023 年 1-2 月，共销售挖机 31893 台，同比下降 20.4%。从社融数据来看，2 月我国社融继续超预期，企业中长期贷款增加 1.11 万亿元，同比多增 6048 万亿元。开年以来我国基建、制造业融资需求保持强劲态势，项目开工情况逐步好转，带动设备需求持续复苏。随着我国疫情影响基本消除，基建投资保持稳定增长，房地产政策现拐点“三支箭”有望提振供需两端，预计 2023 年全年国内挖机销量有望持平或微降，出口继续保持增长。

国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。会议强调，对标世界一流企业，国有企业应着重改革攻坚：1) 提质增效稳增长，提高资产回报水平、净资产收益率等指标；2) 实施创新驱动，加大关键核心技术攻关力度，促进科技与产业有效对接；3) 产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道，更好推进新型工业化；4) 服务大局，积极对接区域重大战略和区域协调发展战略，巩固在重要行业领域的控制地位，高质量参建“一带一路”，进一

步强化战略支撑作用。

2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

风险提示：制造业投资低于预期，政策支持力度低于预期的风险。

(分析师：鲁佩,范想想)

计算机：微软推出 Microsoft 365 Copilot, GPT-4 与办公软件结合率先落地

1、事件

3月16日，微软正式宣布推出 Microsoft 365 Copilot，由 OpenAI 的 GPT-4 技术驱动，可用于辅助用户在 Microsoft 365 应用和服务中生成文档、电子邮件、演示文稿等，目前已经向部分商业用户开放。

2、核心观点

微软 Copilot 将 Microsoft Graph、GPT-4 等模型的功能与 Microsoft 365 应用相结合，帮助用户释放创造力，解锁生产力并升级各种技能。其工作流程为：Copilot 会将用户指令传输至 Microsoft Graph 中，检索上下文与修正指令，将修正指令传导至 GPT-4 中，生成的结果会传送至 Microsoft Graph 进行合规性检查。Microsoft 365 Copilot 的主要功能包括：1) Copilot in Word 能够在用户工作时与用户一起撰写、编辑、总结和创作，帮助用户把握文章语气并加强论证，同时，用户可以调用其他软件，比如 OneNote、Excel 等；2) Copilot in PowerPoint 在创作过程中，通过自然语言命令将想法转化为设计好的演示文稿，此外，可以调用自然语言调整布局、重新编排文本，对动画进行卡点；3) Copilot in Excel 帮助用户识别趋势，或在短时间内创建专业型式的数据可视化并提出假设方案；4) Copilot in Outlook 帮助用户整合并管理收件箱，根据具体语境语态起草邮件内容；5) Copilot in Teams 可以实现人力资源方面的信息同步，也可以在项目总结与会议中同时执行任务并自动转录；6) Copilot in Power Platform 通过 Power Apps 和 Power Virtual Agents 两种低代码工具，能够让各种技能水平的开发人员实现简化开发；7) 3月17日，微软宣布了一项全新的体验——Business Chat，Business Chat 汇集了来自文档、演示文稿、电子邮件、日历、笔记和联系人的数据，帮助用户总结聊天内容、撰写电子邮件、查找关键日期，根据其他项目文件制定计划。

GPT-4 于 3 月 14 日发布，与 GPT-3 的 1750 亿个参数相比，GPT-4 有 170 万亿个参数，这使得 GPT-4 能够更准确、更流畅地处理和生成文本。当任务的复杂性达到足够的阈值时，GPT-4 的优势更为明显。相较于 GPT-3，GPT-4 创作与应答风格更加“类人化”，产生的实际错误更少，GPT-4 在事实性（factuality）、可引导性（steerability）和拒绝超范围解答（非合规）问题（refusing to go outside of guardrails.）方面取得了有史以来最好的结果；不仅英语场景，GPT-4 可以相当准确地使用另外 25 种语言；GPT-4 能够从自定义数据中学习，可以针对特定任务和领域进行微调，使其具有高度的通用性和适应性，在参数化与规模扩展方面达到最优性探索；除了自然语言处理能力外，GPT-4 还扩展了完成其他任务的能力，如图像和视频生成，可以让用户指定任何视觉或语言任务生成文本输出（自然语言、代码等），给定的输入包括带有文字和照片的文件、图表或屏幕截图。

GPT-4 可通过 ChatGPT Plus（有使用上限）提供给 OpenAI 的付费用户，开发人员可以在等候名单上注册以访问该 API。该 API 的定价为每 1,000 个提示请求令牌 0.03 美元与每 1,000 个完成响应令牌 0.06 美元（1000 个令牌相当于 750 个单词）；除了 API 以外（需要申请）还可以通过 ChatGPT Plus 访问 GPT-4，价格为每月 20 美元，根据限制，目前每 4 小时最多可以发送 100 条消息；与 GPT-3.5 相比，GPT-4 API 将令牌长度从 4,096 增加到 8,192；GPT-4 API 的默认速率限制是每分钟 40,000 个令牌，每分钟 200 个请求。

3、投资建议

GPT-4 拥有更高的准确性与更强的通用性，将加速 AIGC 应用发展，微软此次 Microsoft 365 Copilot 的发布有望催化 AIGC 与办公软件的结合应用。AIGC 产业链中，推荐人工智能技术积累深厚的拓尔思（300229.SZ）、科大讯飞（002230.SZ）；应用层中，推荐彩讯股份（300634.SZ）、嘉和美康（688246.SH）、萤石网络（688475.SH）、金山办公（688111.SH）、同花顺（300033.SZ），关注万兴科技（300624.SZ）。

风险提示：行业竞争加剧的风险；产业发展进度不达预期的风险；技术风险；政策风险；法律风险。

（分析师：吴砚靖，邹文倩）

煤炭：地产数据改善明显，淡季不淡仍有可能

1、核心观点

动力煤

本周动力煤港口价略有下降，3 月 17 日，京唐港山西产 Q5500 动力末煤平仓价格为 1120 元/吨，环比下降 18 元，周降幅为 1.6%，当前价格低于 2022 年同期，高于 2019-2021 年同期。

各主产地坑口煤价以下降为主，大同、榆林、鄂尔多斯、哈密产地煤价本周下降0到60元不等；3月17日，印尼煤/南非煤/澳洲煤/蒙煤广州港库提价周环比分别+2.1%/+2%/+2.1%/0，以小幅上涨为主。本周各港口略有累库，电厂日耗微幅下降，库存可用天数环比持平。非电煤需求方面，3月16日，国内甲醇产品开工率为73.36%，环比增2.08pct，但仍低于2021及2022年同期水平，需求仍有提升空间；非电煤需求稳中有增，建材需求得到有效改善。国内国际煤炭海运价小幅上涨，北港锚地船舶数有所下降，因近期国际煤炭运价持续向好，部分船只兼营船舶外流，国内运力相应有所减少。

炼焦煤

本周港口及产地焦煤价格弱稳运行。港口价格环比持平为2500元/吨；出矿价方面，山西各主产地本周坑口价下降0-80元不等；近期国际焦煤价格相对表现弱势。地产产业链方面，根据统计局最新数据，1-2月施工面积、新开工面积、竣工面积分别同比-4.4%、-9.4%、+8%，施工、新开工降幅明显收窄，竣工自2022年以来首次转正；商品房销售明显修复，1-2月销售额和销售面积同比-0.1%和-3.6%，降幅较2022年12月分别收窄27.6和27.9pct，地产数据的改善有助于提振焦煤需求端。

焦炭

本周焦炭港口及产地价格均环比持平；唐山钢厂高炉/全国螺纹钢主要钢厂/华北地区独立焦化厂开工率分别为57.9/46.2/77%，其中唐山钢厂高炉开工率有所回升，全国高炉炼铁产能利用率(247家)为88.44%，环比提升0.41pct，显示焦炭需求端受下游钢企拉动继续稳中有升。Myspic综合钢价指数3月17日为161.43，周度环比下滑0.3%。

2、投资建议：

供给端，1-2月国内原煤产量同比增5.8%，高于去年12月份，进口端同比大增71%；需求端，电力生产增速放缓，火电水电由增转降，风电、太阳能发电增速加快；非电煤需求端，粗钢、生铁、水泥产量同比大幅改善，基建及地产产业链持续修复逻辑从数据端得到了印证，预计未来需求端数据的改善将不断强化，宏观及微观高频数据均显示经济复苏格局向好。煤炭板块当前PE为6.3X，PB整体法1.5X，均位于历史低位，2023年预计供需双增，高景气度持续。个股推荐焦煤龙头山西焦煤(000983)、焦炭煤化工行业龙头中国旭阳集团(1907)、动力煤龙头中国神华(601088)、中煤能源(601898)、陕西煤业(601225)、兖矿能源(600188)。

风险提示：行业面临有效需求不足背景下煤价大幅下跌的风险，以及行业内国企改革不及预期的风险。

(分析师：潘玮)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn