

美国经济韧性强，国内经济目标低于预期

——宏观与大类资产观察

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2023年03月09日

相关报告

《宏观定期：美国通胀惯性仍强，国内复工加快推进》 2023-02-22

《宏观定期：生产与地产高频偏弱，经济中期动能抬升》 2023-02-08

《宏观定期：信贷需求偏弱，高频产需弱修复》 2023-01-16

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **【海外经济：美国经济韧性强，加息节奏延长】**3月1日美国2月PMI数据公布为47.7%，较前值反弹0.3%，结构上新订单指数较前值显著回弹4.5%，高频数据方面，2月末3月初，美国红皮书商业零售指数周同比中枢抬升，当周初次申领失业人数依然延续下降，显示美国经济韧性依然较强，持续反升的密歇根大学消费指数也印证了这一点；当前美国通胀高企不下，PCE同比不降反升，核心矛盾是劳动力市场的供给修复不足，表现为服务业价格粘性较高，而强劲的国内需求更进一步削弱了联储加息的效用；预计短期美联储加息的节奏可能有所延长，但中长期来看，美联储加息依然接近尾声，伴随劳动力供给修复，失业率抬头，联储或转向降息区间。目前CME利率期货对于全年加息的路径预期为，预计目标利率于二三季度到达5.75%左右的高点，2023年末或由加息转为降息，即未来我们还将面临3-4次25BP的加息。
- **【国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期】**(1) 国内3月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量有所回落；沥青开工与螺纹钢线材均延续回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率依然延续高位、涤纶长丝开工率上扬斜率仍不低；地产方面，成交土地面积季节性回落明显，二手房成交依然火热，商品房成交季节性复苏；下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。整体上，我国2月末、3月初工业制造业复苏强度略有下滑，地产需求回暖较好，消费温和复苏。(2) 3月7日我国出口数据公布，1-2月累计同比增长-6.8%，略好于市场预期；出口作为全球实体循环的同步变量，其回暖的核心支撑是全球循环的修复，表现为1、2月全球PMI连续回升；区域结构上，美国经济韧性较强，或处在景气触底反弹的通道，东南亚国家以及全球部分新兴经济体修复较快，欧洲地区修复相对波折呈现脉冲式复苏。出口的领先指标来看，PMI新出口订单大幅回升、韩国出口增速有一定回暖，均指向我国出口的回升；中期来看，伴随美联储加息周期在二三季度逐步触顶，我国出口有望进一步回暖，全年的低点或在一季度。(3) 政策层面，两会政府工作报告将全年经济增长目标定在5%，财政赤字率定在3%，增长目标略低于市场预期，或出于对经济中长期平衡发展的需求；一是我国发展的内外部环境较为严峻，全球政治风险抬升，能源安全，产业安全问题凸显，5%的目标突出了发展的安全性与稳定性；二是我国经济恢复的基础尚不牢固，外需面临较大下行压力的同时，国内地产投资需求、消费需求都还需要进一步提振，5%的目标实现压力较小；三是我国中长期潜在增速在5~5.5%区间，5%的增速目标也与潜在增速基本匹配。(4)

近期高频数据来看，我国工业制造业修复较为稳定，地产需求修复不错，旺盛的二手房交易需求带动一手市场趋于回暖，消费复苏基本符合季节性，出口回暖略好于预期。全年视角下，地产投资或仍然是一个中性的复苏，过往经验来看，地产投资活动具有一定粘性，通常滞后与需求侧的修复，伴随我国地产需求触底回升，地产投资或低位震荡修复；消费或有一定复苏空间，由于超额储蓄或集中于高收入人群，其释放或主要在部分高端、可选消费品；出口或可更乐观一些，一方面当前处在全球循环的修复初期，欧洲通胀高企，日韩的内需萎缩，仍然有较大修复空间；另一方面，近期美国展示出强劲的经济韧性，同时伴随我国、东南亚等地区率先复苏，或驱动全球实体循环加快修复，进一步带动我国出口回暖。全年来看，复苏的中性情形是恢复 5.5% 左右的潜在增速，但经济增速上修的空间或明显大于下修空间。

- **【权益资产】**3月第一周，纳指涨幅居前，韩指涨幅居后；国内市场普遍上涨，创业板指跌幅居前。行业方面通信、建筑、传媒涨幅居前；电力、汽车、有色板块跌幅居前。交易拥挤度上，消费、通信、军工处在历史较高分位数水平，其中国防军工块拥挤度较前值显著抬升。市场风格表现上，价值>成长，大盘>小盘；稳定>金融>消费>成长>周期。3月第一周，在 PMI 数据超出市场预期后，大盘短暂突破 3300，又迅速震荡调整。当前“强预期”交易被显著削弱，主线交易逻辑或进入“复苏有顶”，市场对于 PMI、社融等指标修复的持续性均存疑，叠加两会经济目标低于市场预期，短期止盈情绪较为旺盛。中期来看，依然看好经济的复苏空间，经济的高点或出现在二三季度，届时伴随盈利改善，指数中枢有望进一步抬升。板块上建议重点关注消费、机械、科技板块。
- **【债券资产】**2月第三周，美国 CPI 数据公布，显著超出市场预期，美债收益率显著上行。国内方面，资金利率持续高位运转，信贷的持续投放对银行系统超储消耗较大叠加缴税因素，国股大行存单发行持续提价，显示出银行负债压力较大，同时央行货币政策态度偏中性，使用大量 OMO 调剂银行体系流动性，增大了资金面的脆弱性，短端利率快速上行；另一方面，尽管经济高频数据边际改善，但配置力量偏强以及期货基差交易的升温推升了长端情绪，收益率整体横盘；收益率曲线呈现出熊平特征。(1) 一季度末，基本上来看，工业制造业的复苏仍在延续，地产需求回暖比较明显，消费与出口数据也在逐步回暖，尽管复苏的路径较为波折，表现为高频数据的表现不是一蹴而就的复苏，但债市仍然处在利空持续出不断的状态。(2) 但同时市场也普遍意识到，尽管复苏仍然在进行时，这次复苏或是一次有顶的复苏，而我们也正在逐步接近这一顶部，因此在利空冲击的节点不完全确定的情况下，时间因子成为了最大的利多，伴随着配置力量的增强，债市短期仍然具有利多支撑。(3) 政策层面，5%的增速目标明显冲击了市场对于中长期稳增长的信心，进一步强化了“复苏有顶”的交易逻辑；货币政策尽管相对中性，但或由于财政支出的加力，资金利率却重新回到偏宽松的状态，若有降准置换短期流动性，那么偏宽松的资金仍是利多支撑。(4) 因此综合来看，Q2 的收益率走向核心在于“复苏的顶”在何处，

在实质利空冲击前，市场或依然是多头逻辑；目前来看，二季度有望达到复苏顶点，伴随顶点接近，预计 Q2 前半期偏空，Q2 后半期偏多；全年形成“短多，中空，长多”的逻辑。

- **【商品资产】**3月第一周，南华商品指数小幅收涨，结构上能源品、化工品涨幅居前，有色金属跌幅居前。1月以来黑色系持续修复上涨，有色金属涨跌分化，表现为铜价中枢抬升，而锡镍持续下跌。当前国内经济复苏预期重整，联储加息节奏延长，大宗商品价格进入震荡期，未来依然看好经济的修复空间，伴随经济高点逐步接近，全球循环重启，大宗价格有望企稳上行。
- **【汇率资产】**当前人民币汇率主要跟随美元指数变动，目前美国经济展现出较强的经济韧性，相较于欧洲景气回升速度偏快，同时通胀的回落速度也快于欧洲，因此美元在 Q2 仍有走强的可能。但也注意到，美元的走强或是有顶的，一是美联储加息可预期的接近尾声，市场定价相对充分；二是我国、东南亚、部分新兴经济体的复苏速度快于美国，我国经济周期或领先于美国，从而形成人民币资产占优的可能。因此美元可能走强有顶。综合来看，人民币汇率 Q2 或有一定贬值压力，但贬值或有底。

风险提示：疫情影响仍然存在不确定性，经济短期修复仍有不确定性

内容目录

1. 全球经济与政策追踪.....	6
1.1. 海外经济：美国经济韧性较强，加息节奏延长.....	6
1.2. 国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期.....	7
2. 大类资产观察（3月第1周）.....	12
2.1. 全球主要大类资产表现.....	12
2.2. 权益资产观察.....	12
2.3. 债券资产观察.....	13
2.4. 商品资产观察.....	15
2.5. 汇率资产观察.....	15

图表目录

图 1：美国制造业 PMI 与消费信心指数.....	6
图 2：美国制造业 PMI 分项结构.....	6
图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比.....	6
图 4：美国失业率季调与持失业保险人群失业率.....	6
图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比.....	7
图 6：近 1 个月美联储加息预期变动.....	7
图 7：我国进出口金额累计同比增速.....	7
图 8：我国出口金额当月同比与全球 PMI.....	7
图 9：我国出口金额当月同比与韩国出口.....	8
图 10：我国出口金额当月同比与 PMI 新出口订单.....	8
图 11：我国宏观经济周频景气指数.....	9
图 12：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	9
图 13：我国高炉炼铁周频开工率.....	9
图 14：我国焦化企业周频开工率.....	9
图 15：我国秦皇岛港煤炭周频调度量.....	9
图 16：我国石油沥青周频开工率.....	9
图 17：我国螺纹钢与线材合计周频产量.....	10
图 18：我国汽车半钢胎周频开工率.....	10
图 19：我国涤纶长丝织机周频开工率.....	10
图 20：我国 100 大中城成交土地占地面积.....	10
图 21：我国主要城市二手房成交面积.....	10
图 22：我国 30 大中城商品房成交面积.....	10
图 23：我国乘用车当周日均销量.....	11
图 24：我国电影票房当周收入值.....	11
图 25：我国铁路日货运量.....	11
图 26：我国邮政快递日揽收量.....	11
图 27：全球主要大类资产表现汇总.....	12
图 28：A 股细分行业指数表现.....	13
图 29：A 股细分行业交易拥挤度分位数（换手率）.....	13
图 30：A 股细分风格板块表现.....	13
图 31：全球主要 10Y 国债收益率表现.....	14
图 32：近一个月央行净投放与资金利率.....	14
图 33：我国国债收益率曲线关键期限变动.....	14

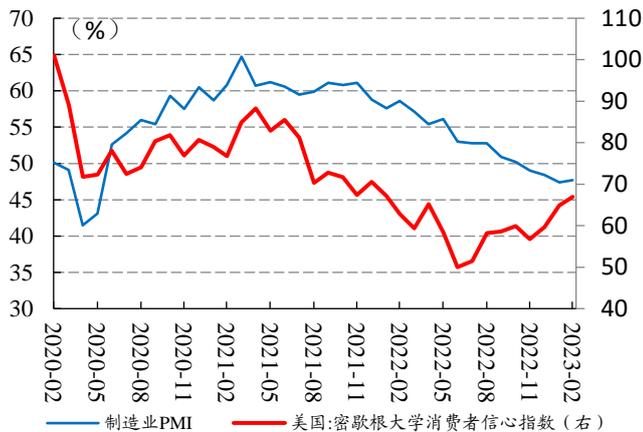
图 34: 全球主要大宗商品表现	15
图 35: 全球主要货币汇率变动	16
图 36: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率	16

1. 全球经济与政策追踪

1.1. 海外经济：美国经济韧性较强，加息节奏延长

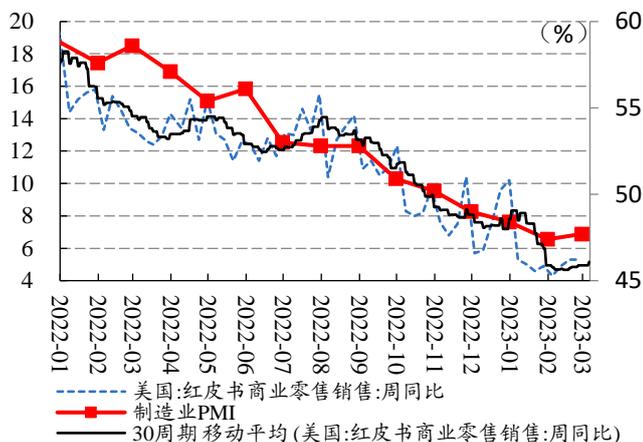
3月1日美国2月PMI数据公布为47.7%，较前值反弹0.3%，结构上新订单指数较前值显著回弹4.5%，高频数据方面，2月末3月初，美国红皮书商业零售指数周同比中枢抬升，当周初次申领失业人数依然延续下降，显示美国经济韧性依然较强，持续反升的密歇根大学消费指数也印证了这一点；当前美国通胀高企不下，PCE同比不降反升，核心矛盾是劳动力市场的供给修复不足，表现为服务业价格粘性较高，而强劲的国内需求更进一步削弱了联储加息的效用；预计短期美联储加息的节奏可能有所延长，但中长期来看，美联储加息依然接近尾声，伴随劳动力供给修复，失业率抬头，联储或转向降息区间。目前CME利率期货对于全年加息的路径预期为，预计目标利率于二三季度到达5.75%左右的高点，2023年末或由加息转为降息，即未来我们还将面临3-4次25BP的加息。

图 1：美国制造业 PMI 与消费信心指数



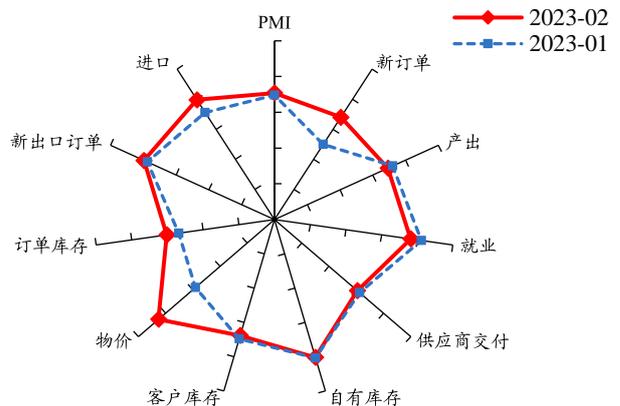
资料来源：Wind，中原证券

图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



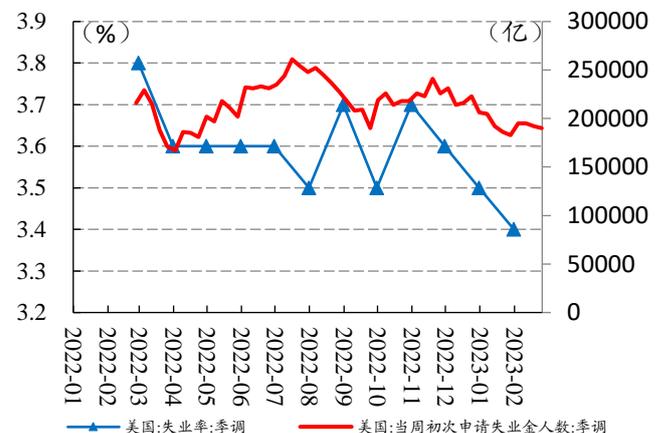
资料来源：Wind，中原证券

图 2：美国制造业 PMI 分项结构



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源：Wind，中原证券

图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：近 1 个月美联储加息预期变动

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.4%	30.6%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.8%	36.0%	4.2%	0.0%	0.0%	
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	53.8%	27.9%	3.1%	0.0%	
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.2%	38.5%	38.2%	13.0%	1.2%	
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	36.7%	38.2%	14.5%	1.9%	
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	14.3%	37.0%	33.4%	11.9%	1.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.8%	21.6%	35.8%	26.5%	8.6%	1.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%	13.2%	28.2%	31.5%	18.2%	5.1%	0.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	9.4%	22.7%	30.3%	23.1%	9.9%	2.3%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.2%	1.9%	9.2%	22.2%	30.0%	23.3%	10.4%	2.5%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.1%	1.1%	5.6%	15.8%	26.2%	26.6%	16.7%	6.4%	1.4%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.8%	4.6%	13.6%	24.0%	26.5%	18.9%	8.6%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中原证券

1.2. 国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期

国内 3 月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量有所回落；沥青开工与螺纹钢线材均延续回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率依然延续高位、涤纶长丝开工率上扬斜率仍不低；地产方面，成交土地面积季节性回落明显，二手房成交依然火热，商品房成交季节性复苏；下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。整体上，我国 2 月末、3 月初工业制造业复苏强度略有下滑，地产需求回暖较好，消费温和复苏。

3 月 7 日我国出口数据公布，1-2 月累计同比增长-6.8%，略好于市场预期；出口作为全球实体循环的同步变量，其回暖的核心支撑是全球循环的修复，表现为 1、2 月全球 PMI 连续回升；区域结构上，美国经济韧性较强，或处在景气触底反弹的通道，东南亚国家以及全球部分新兴经济体修复较快，欧洲地区修复相对波折呈现脉冲式复苏。出口的领先指标来看，PMI 新出口订单大幅回升、韩国出口增速有一定回暖，均指向我国出口的回升；中期来看，伴随美联储加息周期在二三季度逐步触顶，我国出口有望进一步回暖，全年的低点或在一季度。

图 7：我国进出口金额累计同比增速

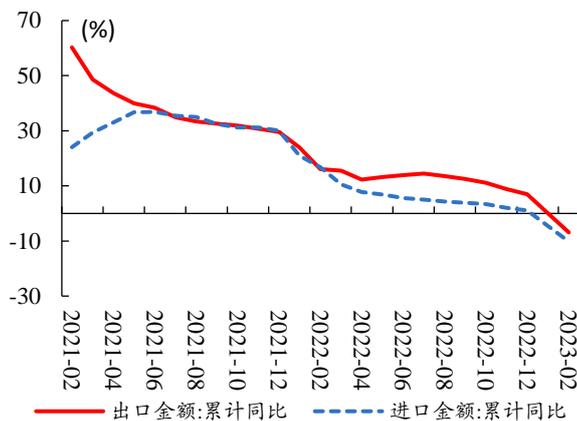
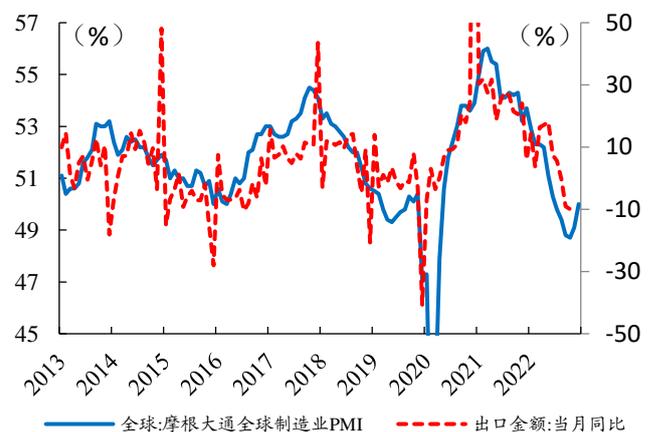
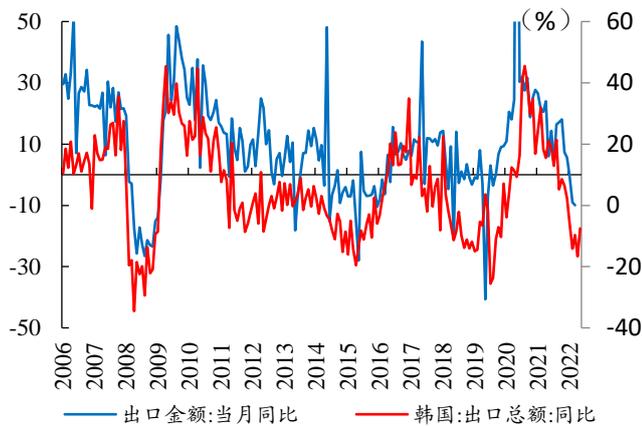


图 8：我国出口金额当月同比与全球 PMI



资料来源：中原证券

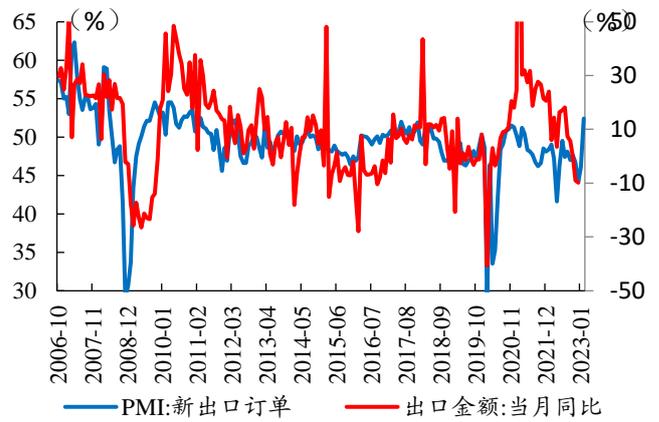
图 9：我国出口金额当月同比与韩国出口



资料来源：中原证券

资料来源：中原证券

图 10：我国出口金额当月同比与 PMI 新出口订单

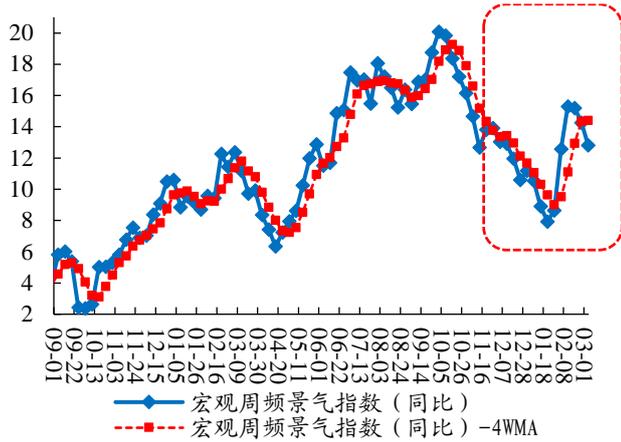


资料来源：中原证券

政策层面，两会政府工作报告将全年经济增长目标定在 5%，财政赤字率定在 3%，增长目标略低于市场预期，或出于对经济中长期平衡发展的需求；一是我国发展的内外部环境较为严峻，全球政治风险抬升，能源安全，产业安全问题凸显，5%的目标突出了发展的安全性与稳定性；二是我国经济恢复的基础尚不牢固，外需面临较大下行压力的同时，国内地产投资需求、消费需求都还需要进一步提振，5%的目标实现压力较小；三是我国中长期潜在增速在 5~5.5% 区间，5%的增速目标也与潜在增速基本匹配。

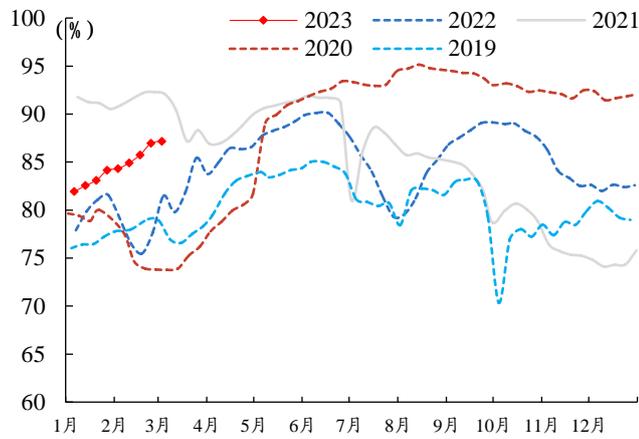
近期高频数据来看，我国工业制造业修复较为稳定，地产需求修复不错，旺盛的二手房交易需求带动一手市场趋于回暖，消费复苏基本符合季节性，出口回暖略好于预期。全年视角下，地产投资或仍然是一个中性的复苏，过往经验来看，地产投资活动具有一定粘性，通常滞后与需求侧的修复，伴随我国地产需求触底回升，地产投资或低位震荡修复；消费或有一定复苏空间，由于超额储蓄或集中于高收入人群，其释放或主要在部分高端、可选消费品；出口或可更乐观一些，一方面当前处在全球循环的修复初期，欧洲通胀高企，日韩的内需萎缩，仍然有较大修复空间；另一方面，近期美国展示出强劲的经济韧性，同时伴随我国、东南亚等地区率先复苏，或驱动全球实体循环加快修复，进一步带动我国出口回暖。全年来看，复苏的中性情形是恢复 5.5% 左右的潜在增速，但经济增速上修的空间或明显大于下修空间。

图 11: 我国宏观经济周频景气指数



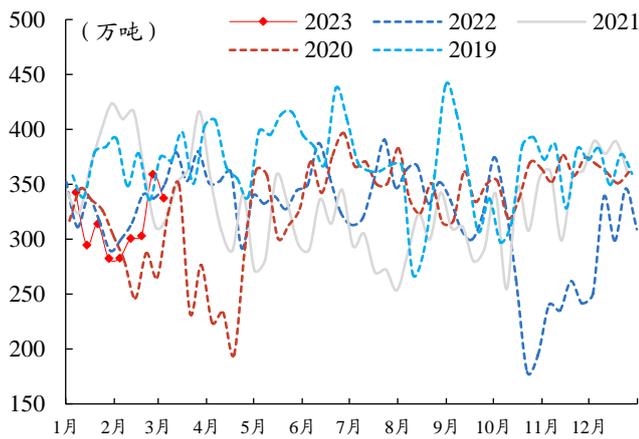
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 我国高炉炼铁周频开工率



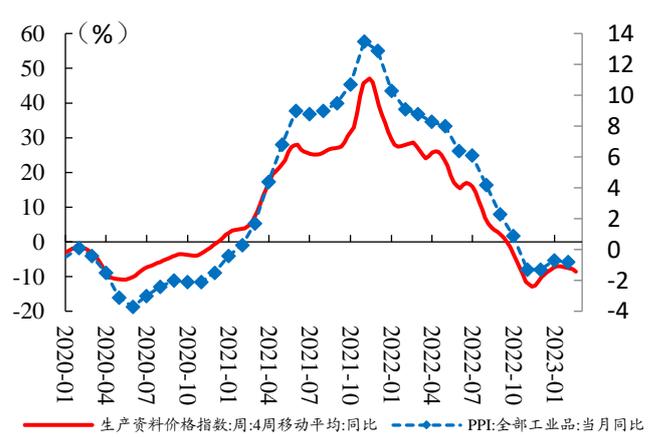
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 我国秦皇岛港煤炭周频调度量



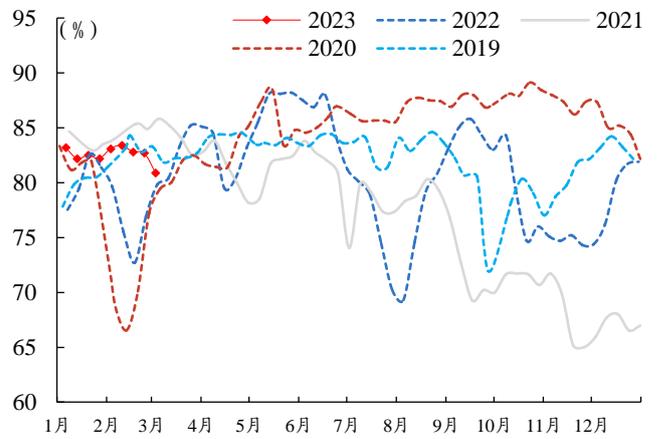
资料来源: 中原证券

图 12: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比



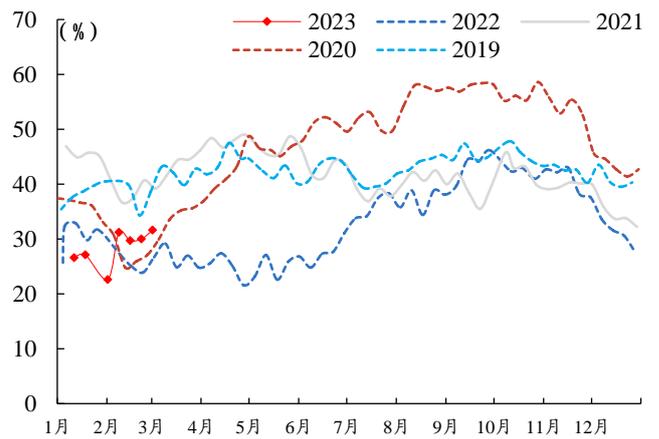
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 我国焦化企业周频开工率



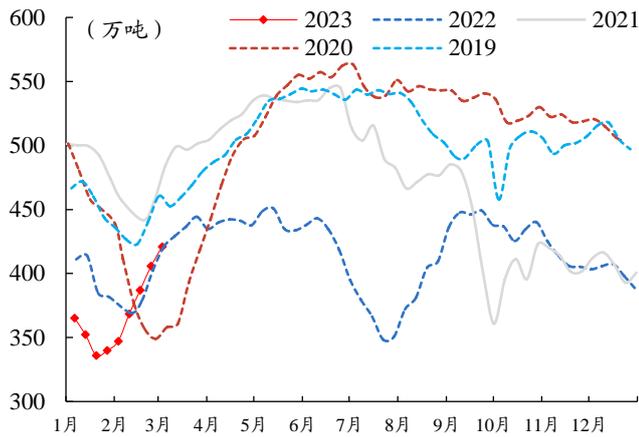
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 我国石油沥青周频开工率



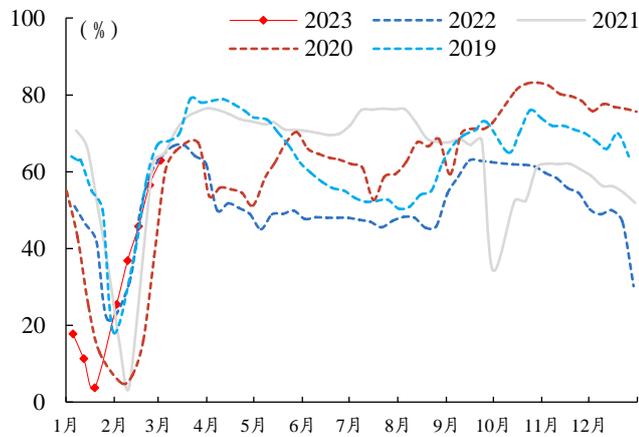
资料来源: 中原证券

图 17: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



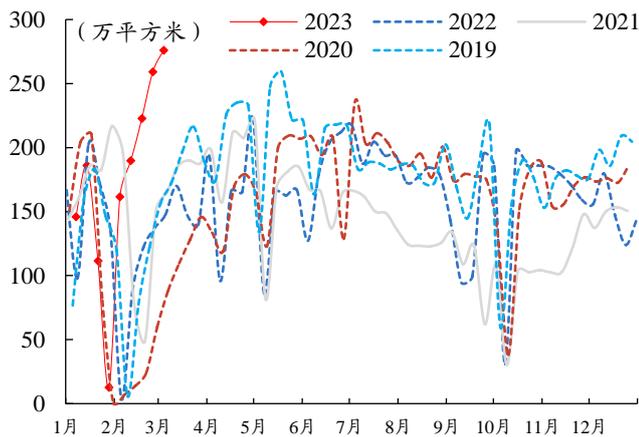
资料来源: 中原证券

图 19: 我国涤纶长丝织机周频开工率



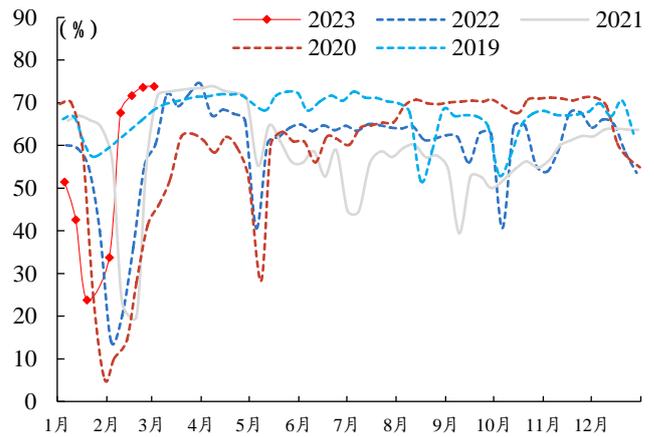
资料来源: 中原证券

图 21: 我国主要城市二手房成交面积



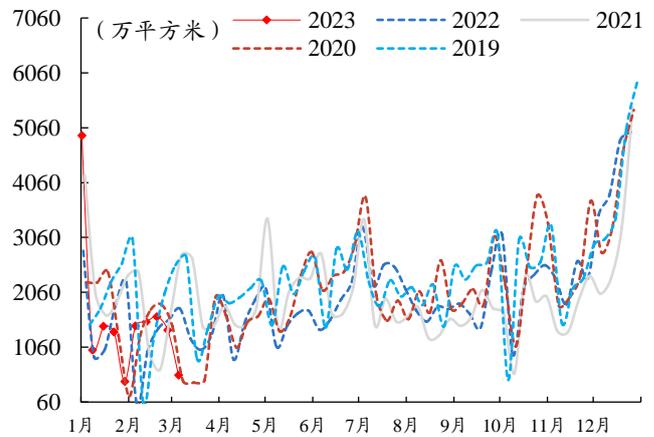
资料来源: 中原证券

图 18: 我国汽车半钢胎周频开工率



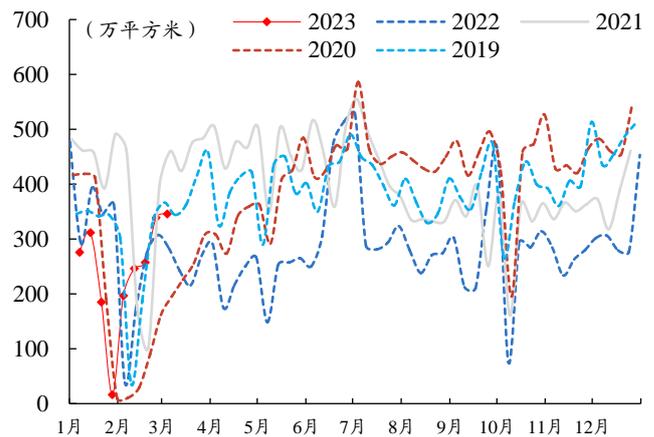
资料来源: 中原证券

图 20: 我国 100 大中城成交土地占地面积



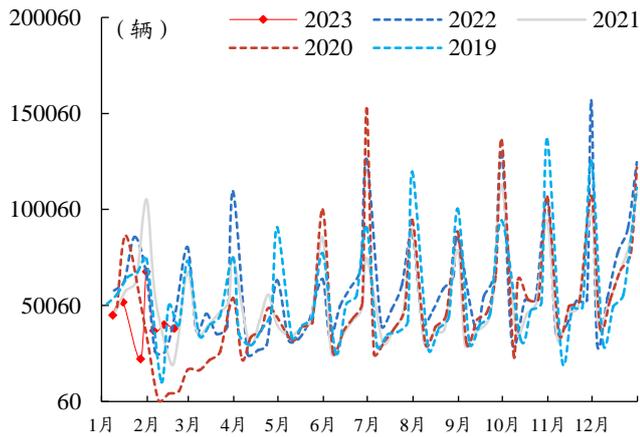
资料来源: 中原证券

图 22: 我国 30 大中城商品房成交面积



资料来源: 中原证券

图 23：我国乘用车当周日均销量



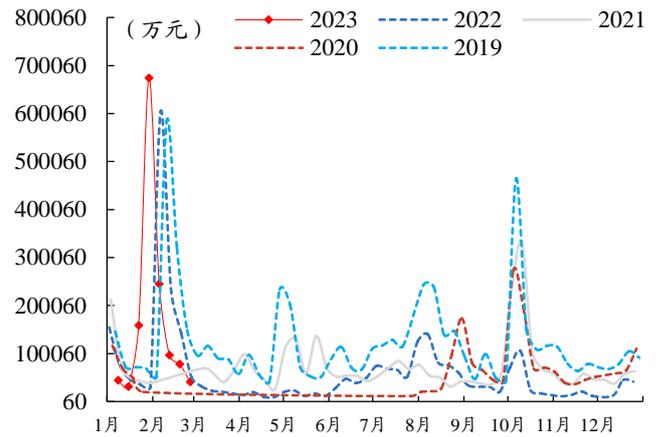
资料来源：中原证券

图 25：我国铁路日货运量



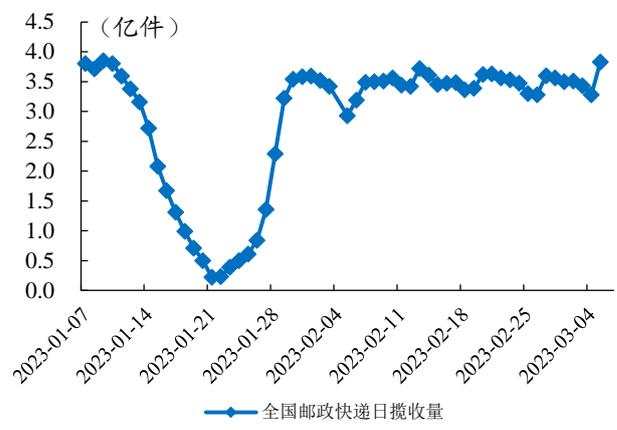
资料来源：Wind，中原证券

图 24：我国电影票房当周收入值



资料来源：中原证券

图 26：我国邮政快递日揽收量



资料来源：Wind，中原证券

2. 大类资产观察 (3月第1周)

2.1. 全球主要大类资产表现

图 27: 全球主要大类资产表现汇总

全球主要大类资产表现 (2023-2-27-2023-3-3)							
全球股指 (%)		全球10债 (BP)		主要商品 (%)		外汇 (%)	
纳斯达克指数	2.58	中国	0.09	NYMEX天然气	18.37	美元指数	-0.70
标普500	1.90	法国	6.90	ICE布油	3.84	日元兑美元	1.37
道琼斯工业指数	1.75	德国	6.00	DCE焦炭	1.00	英镑兑美元	-0.88
德国DAX	2.42	意大利	5.10	DCE焦煤	-1.79	欧元兑美元	-0.85
法国CAC40	2.24	美国	5.00	SHFE沥青	4.63	澳元兑美元	-0.67
日经225	1.73	英国	2.12	CZCE玻璃	1.04	人民币指数	-0.62
英国富时100	0.87	日本	0.30	DCE塑料	0.55	日元兑人民币	-0.58
韩国综合指数	0.35	欧元区	0.24	SHFE橡胶	0.00	欧元兑人民币	-0.07
上证指数	1.87	巴西	23.00	SHFE铝	0.86	澳元兑人民币	-0.27
沪深300	1.71	越南	6.30	SHFE铜	0.39	英镑兑人民币	-0.39
创业板指	-0.27	印度	3.00	SHFE黄金	0.90	加元兑人民币	-0.54
恒生中国企业指数	3.52	俄罗斯	1.00	DCE玉米	-1.01	瑞郎兑人民币	-0.58
恒生指数	2.79	南非	-4.10	DCE豆一	-1.14	美元兑人民币	-0.72

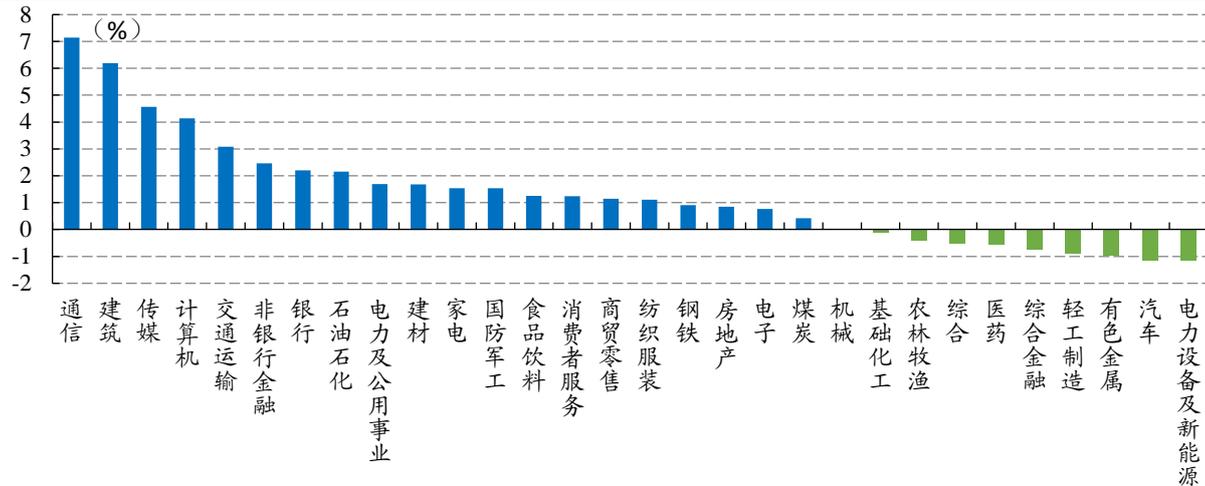
资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 权益资产观察

3月第一周, 纳指涨幅居前, 韩指涨幅居后; 国内市场普遍上涨, 创业板指跌幅居前。行业方面通信、建筑、传媒涨幅居前; 电力、汽车、有色板块跌幅居前。交易拥挤度上, 消费、通信、军工处在历史较高分位数水平, 其中国防军工块拥挤度较前值显著抬升。市场风格表现上, 价值>成长, 大盘>小盘; 稳定>金融>消费>成长>周期。

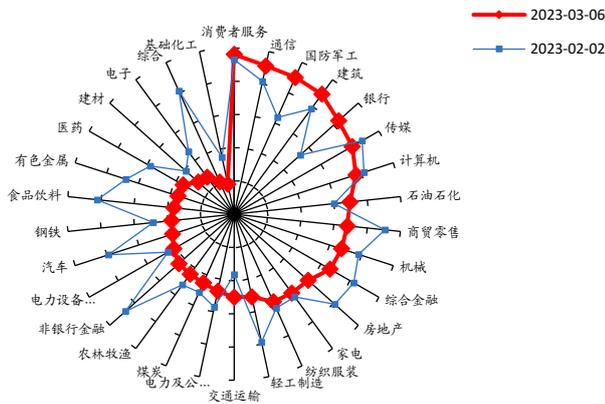
3月第一周, 在PMI数据超出市场预期后, 大盘短暂突破3300, 又迅速震荡调整。当前“强预期”交易被显著削弱, 主线交易逻辑或进入“复苏有顶”, 市场对于PMI、社融等指标修复的持续性均存疑, 叠加两会经济目标低于市场预期, 短期止盈情绪较为旺盛。中期来看, 依然看好经济的复苏空间, 经济的高点或出现在二三季度, 届时伴随盈利改善, 指数中枢有望进一步抬升。板块上建议重点关注消费、机械、科技板块。

图 28: A 股细分行业指数表现



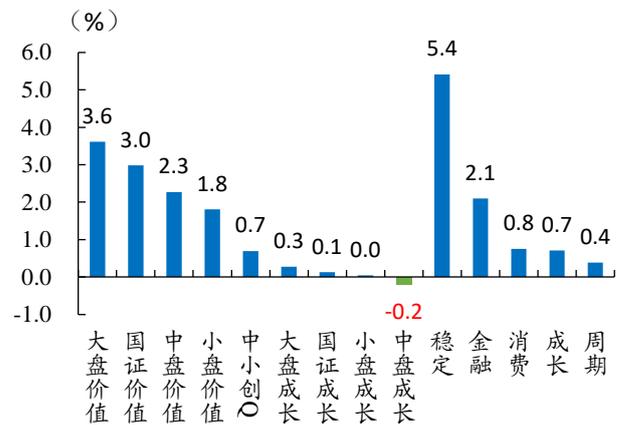
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: A 股细分行业交易拥挤度分位数 (换手率)



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: A 股细分风格板块表现



资料来源: Wind, 中原证券

2.3. 债券资产观察

2月第三周,美国CPI数据公布,显著超出市场预期,美债收益率显著上行。国内方面,资金利率持续高位运转,信贷的持续投放对银行系统超储消耗较大叠加缴税因素,国股大行存单发行持续提价,显示出银行负债压力较大,同时央行货币政策态度偏中性,使用大量OMO调剂银行体系流动性,增大了资金面的脆弱性,短端利率快速上行;另一方面,尽管经济高频数据边际改善,但配置力量偏强以及期货基差交易的升温推升了长端情绪,收益率整体横盘;收益率曲线呈现出熊平特征。

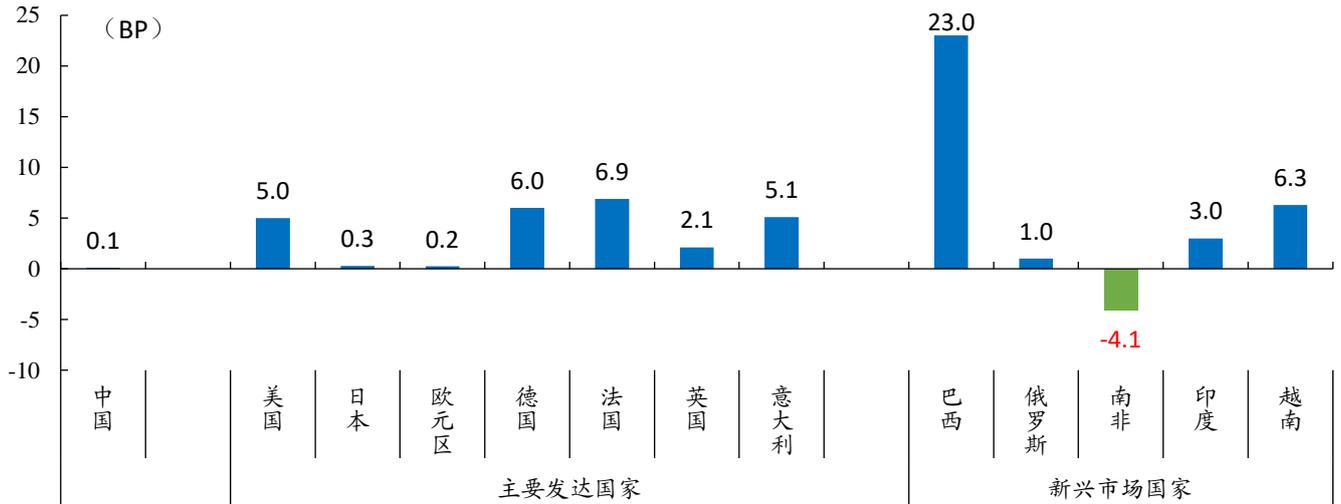
(1) 一季度末,基本上来看,工业制造业的复苏仍在延续,地产需求回暖比较明显,消费与出口数据也在逐步回暖,尽管复苏的路径较为波折,表现为高频数据的表现不是一蹴而就的复苏,但债市仍然处在利空持续出不尽的状态。

(2) 但同时市场也普遍意识到,尽管复苏仍然在进行时,这次复苏或是一次有顶的复苏,而我们也正在逐步接近这一顶部,因此在利空冲击的节点不完全确定的情况下,时间因子成为了最大的利多,伴随着配置力量的增强,债市短期仍然具有利多支撑。

(3) 政策层面，5%的增速目标明显冲击了市场对于中长期稳增长的信心，进一步强化了“复苏有顶”的交易逻辑；货币政策尽管相对中性，但或由于财政支出的加力，资金利率却重新回到偏宽松的状态，若有降准置换短期流动性，那么偏宽松的资金仍是利多支撑。

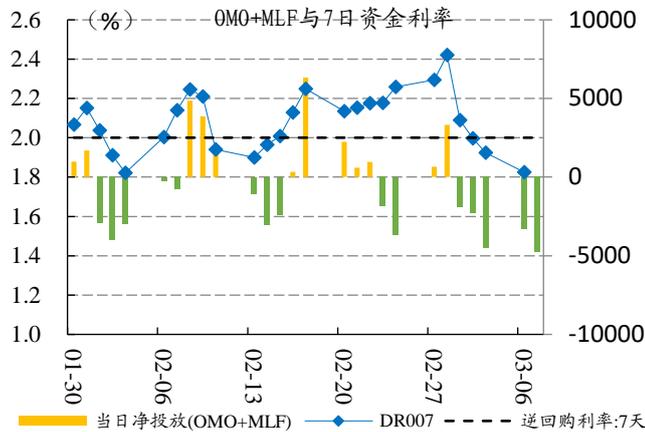
(4) 因此综合来看，Q2 的收益率走向核心在于“复苏的顶”在何处，在实质利空冲击前，市场或依然是多头逻辑；目前来看，二季度有望达到复苏顶点，伴随顶点接近，预计 Q2 前半期偏空，Q2 后半期偏多；全年形成“短多，中空，长多”的逻辑。

图 31：全球主要 10Y 国债收益率表现



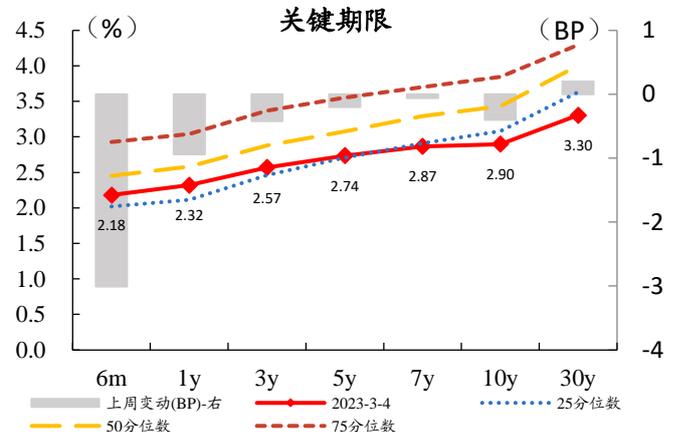
资料来源：中原证券

图 32：近一个月央行净投放与资金利率



资料来源：Wind，中原证券

图 33：我国国债收益率曲线关键期限变动

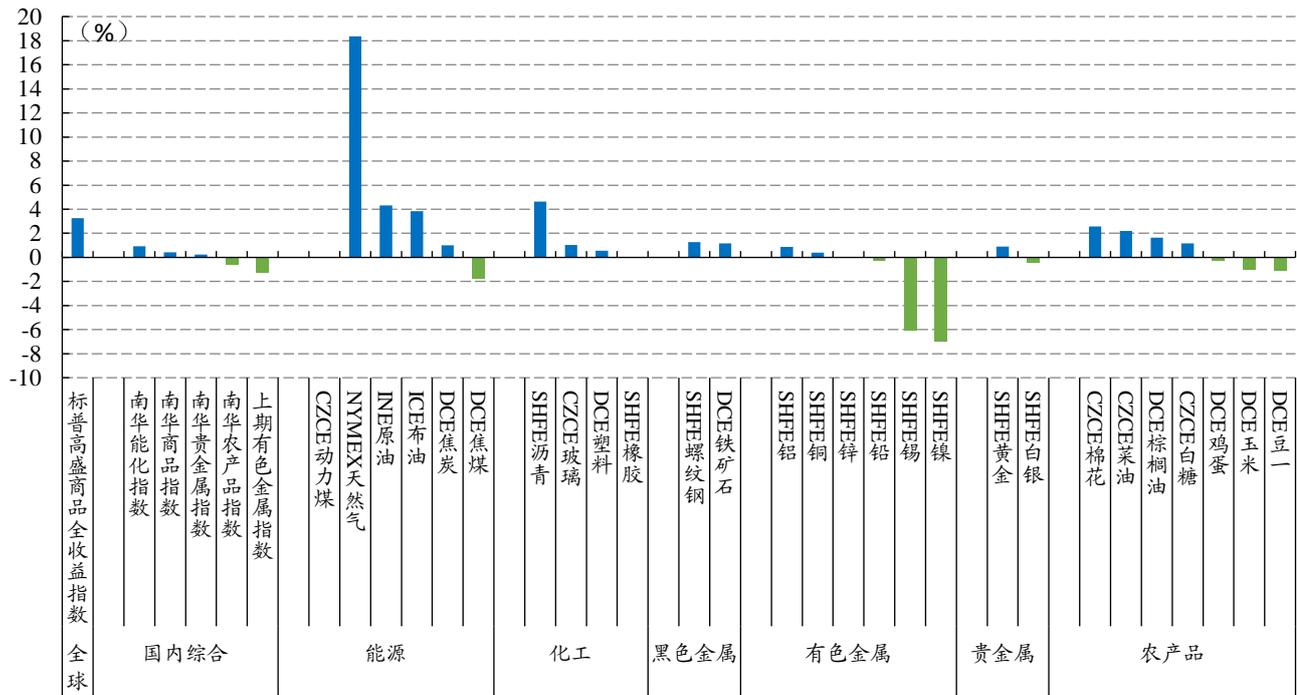


资料来源：Wind，中原证券

2.4. 商品资产观察

3月第一周，南华商品指数小幅收涨，结构上能源品、化工品涨幅居前，有色金属跌幅居前。1月以来黑色系持续修复上涨，有色金属涨跌分化，表现为铜价中枢抬升，而锡镍持续下跌。当前国内经济复苏预期重整，联储加息节奏延长，大宗商品价格进入震荡期，未来依然看好经济的修复空间，伴随经济高点逐步接近，全球循环重启，大宗价格有望企稳上行。

图 34：全球主要大宗商品表现

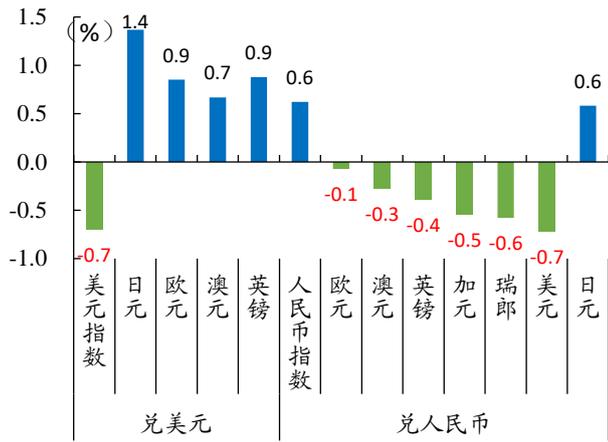


资料来源：Wind，中原证券

2.5. 汇率资产观察

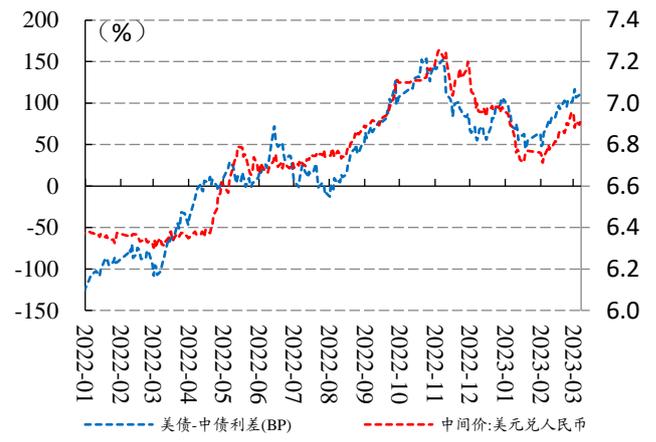
当前人民币汇率主要跟随美元指数变动，目前美国经济展现出较强的经济韧性，相较于欧洲景气回升速度偏快，同时通胀的回落速度也快于欧洲，因此美元在 Q2 仍有走强的可能。但也注意到，美元的走强或是有顶的，一是美联储加息可预期的接近尾声，市场定价相对充分；二是我国、东南亚、部分新兴经济体的复苏速度快于美国，我国经济周期或领先于美国，从而形成人民币资产占优的可能。因此美元可能走强有顶。综合来看，人民币汇率 Q2 或有一定贬值压力，但贬值或有底。

图 35: 全球主要货币汇率变动



资料来源: Wind, 中原证券

图 36: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。