

#### 相关报告

《宏观定期：硅谷银行风险突发，国内工业高频放缓》 2023-03-15

《宏观定期：美国经济韧性强，国内经济目标低于预期》 2023-03-09

《宏观定期：美国通胀惯性仍强，国内复工加快推进》 2023-02-22

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：瑞士信贷风波再起，美国通胀粘性仍存】**(1) 继3月10日美国硅谷银行风险事件突发之后，3月14日瑞士信贷公布的年度财报披露显示“其内部控制存在‘重大缺陷’问题”，普华永道事务所出具了保留意见审计报告；次日瑞信第一大股东沙特国家银行表示“不会再向瑞信注入任何资金”。(2) 不同于硅谷银行主要受联储加息的系统性风险影响，瑞信股价的暴跌更多是其经营与内控不善导致，代表性事件为2021年3月Archegos基金爆仓，而瑞信在爆仓中损失55亿美元。瑞信的经营危机使得投资者信心受损严重，仅2022年四季度，便有1100亿瑞郎的客户资金流出瑞士信贷。消息公布后，投资者恐慌情绪迅速蔓延，瑞信股价大幅下跌；同时瑞士信贷的系统性重要地位也进一步加大了全球金融系统运转的风险，反映为金价连续多日大涨。(3) 事件后续发展上，同美国政府相似，瑞士政府也持兜底态度；3月19日，瑞士金融市场监管局宣布批准瑞银与瑞信合并，以维护金融稳定；瑞士信贷在当天发布的声明中透露，瑞信的股东将以22.48股瑞信股份换取1股瑞银的股份，瑞信所有股份的合并对价约为30亿瑞郎。瑞士央行表示，这一收购是在瑞士政府、瑞士央行及瑞士金融市场监管局的支持下实现的，瑞士央行将为合并提供大量流动性援助。(4) 美国方面，3月14日、15日美国陆续公布2月CPI与PPI数据，2月CPI同比增长6%，较前值回落0.4%，2月PPI同比增长4.6%，较前值下降1.1%；结构上依然是住房与服务类通胀粘性较强，通胀数据回落符合预期，联储加息取得一定成效。数据公布后美国加息预期整体平稳，当前CME利率期货预期美联储加息路径将会在6月迎来降息拐点，核心仍是受硅谷银行破产影响，瑞信的增量影响相对有限。美国国内高频数据方面，3月下旬通胀预期出现了较快回落，红皮书商业零售同比增速延续下滑，当周初次申请失业金人数小幅下降。当前美国或处在浅衰退的通道当中，伴随劳动力市场紧俏的缓解，失业率可能继续抬升，而景气程度的修复可能是脉冲式的；同时在金融风险抬升的背景下，美联储加息可能提前见顶。
- **【国内经济：消费结构性复苏，地产稳步回暖】**(1) 3月10日，我国2月主要经济数据悉数公布。2月固定资产投资累计同比增长5.5%，较前值增长0.4%，拉动分项来看，基建与制造业保持了较为稳定的增长，同时地产投资触底反升也为投资增长带来新的驱动力。地产方面，企业的融资能力改善比较明显，除自筹资金增长延续低位震荡外，国内贷款与其他资金（主要为预售资金）均有显著回升，地产企业融资政策松绑初见成效；投资端，房屋竣工面积与新开工面积均有明显回升，同时伴随销售层面房价逐步回暖，地产

投资额有望进一步改善。全年视角下，地产需求趋稳对投资的拉动或存在一定滞后特征，地产投资有望在下半年加快改善。(2) 2月工业增加值当月同比增长18.77%，较前值大幅抬升近16%，显示上游工业复苏节奏较快；库库存周期来看，原材料库存周期处在触底回弹期，产成品存货也处在加速去库期，工业企业利润处在恢复上升期；同时地方产业政策、央行信贷政策、财政税负政策驱动下，制造业投资，尤其是高新技术产业的制造业投资有望持续高位增长。(3) 2月社零当月同比增长3.5%，较前值显著抬升，回到正增区间；结构上，由于汽车消费优惠政策于2022年底到期，汽车消费存在一定透支，2月社零汽车分项出现同比负增；但与此同时，食品饮料消费出现大幅反弹，中医药消费延续高位增长，二者共同支撑社零强劲回暖。(4) 高频数据方面，国内3月第3周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量均有一定超季节性回落；建筑业与基建进度方面，沥青开工季节性回落，螺纹钢线材延续季节性回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率开始回归往期季节性，涤纶长丝开工符合季节性；地产方面，成交土地面积季节性回落，二手房成交开始回落，但商品房购置需求反升且显著高于2022年同期水平，与2019年同期水平基本一致。下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。(5) 整体上，3月第3周我国工业生产的复苏强度延续小幅走弱，但商品房购置需求的回升较为强劲。政策层面，人民银行决定3月27日降准0.25个百分点，弥补了银行体系的长期资金缺口，但考虑到降准力度有限，且前期市场预期相对充分，资金利率的中枢或不会出现下移。中期来看，经济复苏的韧性依然存在，预计经济复苏的高点尚未到达，一是基建与制造业刚刚发力，有望延续高位增长；二是消费的复苏空间依然广阔；三是地产成交出现明显回暖。

- **【权益资产】**(1) 3月第3周，全球主要股指多数下跌，纳指涨幅居前，英国富时指数跌幅居前；国内市场涨跌分化，上证指数上涨而创业板指下跌。行业方面，传媒、建筑、计算机涨幅居前，电力、汽车、基础化工涨幅居后。交易拥挤度上，传媒、石化、建筑处在历史较高分位数，其中石化与建筑交易热度较前值大幅抬升。市场风格表现上，价值>成长，小盘>大盘；稳定>金融>成长>消费>周期。(2) 3月第3周，上证指数围绕3250点附近振幅加大，成交量逐步增长，但指数向上突破的动能明显不足，市场走势较为纠结。短期来看，3月中旬高频数据呈现结构性改善，工业复苏力度小幅放缓，而地产需求较往期有所回暖，经济整体复苏的动能较2月下旬出现一定衰减；同时，硅谷银行、瑞士信贷等持续出现的金融风险使得美股情绪快速走弱，进一步带动国内市场走弱；当前市场主线交易逻辑或集中于“经济可能见顶回落、全球风险逐步积累”，市场在短期或延续震荡格局。中期来看，由于2022年年末基建财政资金支出力度偏弱，2023年年初基建才刚刚开始加力，同时伴随消费的结构性的回暖，经济复苏难言见顶，预计仍会保持一定韧性，经济高点或在二季度出现；因此伴随经济复苏步伐的推进，企业盈利的改善，指数中枢仍然有望抬高；同时当前极低的估值也为A股指数提供了安全垫。板块上建议重点关注消费、机械、科技板块。

- **【债券资产】**(1) 3月第3周，全球国债利率普遍下行，美国风险因素蔓延导致美债利率大幅下行。国内市场方面，资金利率波动幅度加大，DR007重新抬升至2%以上；曲线短上长下，整体更加平坦。3月17日央行宣布降准后，长端利率短暂下行，随后快速反弹，显示做多进一步突破的动能有限。(2) 3月上旬的交易逻辑主要是“经济脉冲式复苏的见顶回落”，3月PMI数据的回落定价已经较为充分，但同时经济复苏的高点可能仍未到达，PMI的回落反而为未来的经济反弹动能打开空间。此外降准并没有带来资金预期的企稳，资金利率的波幅反而扩大，背后的原因仍可能是信贷投放带来的超储消耗；这一点从票据利率上可以得到一定印证，3月以来票据利率再度抬高14BP；同时信用进入扩张期后，准备金率大概率维持稳定，短期的货币利多因素逐步出尽。综合来看，利率进一步下行的动能有所衰减，3月过后债市或迎来风险期。
- **【商品资产】**3月第3周，南华商品指数显著下跌，结构上有色、能源品跌幅居前；黑色系与有色系均有下跌，短期脉冲式复苏见顶的逻辑仍在延续。中期来看，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，短期情绪可能仍然偏弱，但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】**3月第3周，美元指数进一步走弱，同时人民币指数回弹，“美元走强有顶，人民币贬值有底”的逻辑延续；一方面美国风险事件的余温仍在扩散，市场对美联储加息路径的预期明显修正，美联储紧缩周期逐步收尾转向宽松；另一方面是我国经济复苏尚未见顶，同时我国连同东南亚等新兴经济体的复苏速度快于美国，人民币资产中期仍可能占优。

**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：瑞士信贷风波再起，美国通胀粘性仍存.....	6
1.2. 国内经济：消费结构性复苏，地产稳步回暖.....	8
2. 大类资产观察（3月第3周）.....	14
2.1. 全球主要大类资产表现.....	14
2.2. 权益资产观察.....	14
2.3. 债券资产观察.....	15
2.4. 商品资产观察.....	17
2.5. 汇率资产观察.....	17

## 图表目录

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比.....	6
图 2：美国 CPI 同比增速内部拉动结构.....	6
图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比.....	7
图 4：美国失业率季调与持失业保险人群失业率.....	7
图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比.....	7
图 6：CME 利率期货对美联储加息路径预期.....	7
图 7：我国三大主要固定资产投资累计同比增速.....	9
图 8：我国固定资产投资主要分项拉动增速.....	9
图 9：我国地产企业融资结构.....	9
图 10：我国房屋新开工面积增速.....	9
图 11：我国房屋竣工面积增速.....	9
图 12：我国 70 大中城商品住宅价格指数增速.....	9
图 13：我国工业增加值增速.....	10
图 14：我国原材料库存周期.....	10
图 15：我国产成品库存周期.....	10
图 16：我国社零增速.....	10
图 17：我国消费品零售分项增速.....	10
图 18：社零分项对社零增速的拉动额.....	10
图 19：我国宏观经济周频景气指数.....	11
图 20：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	11
图 21：我国高炉炼铁周频开工率.....	11
图 22：我国焦化企业周频开工率.....	11
图 23：我国秦皇岛港煤炭周频调度量.....	11
图 24：我国石油沥青周频开工率.....	11
图 25：我国螺纹钢与线材合计周频产量.....	12
图 26：我国汽车半钢胎周频开工率.....	12
图 27：我国涤纶长丝织机周频开工率.....	12
图 28：我国 100 大中城成交土地占地面积.....	12
图 29：我国主要城市二手房成交面积.....	12
图 30：我国 30 大中城商品房成交面积.....	12
图 31：我国乘用车当周日均销量.....	13
图 32：我国电影票房当周收入值.....	13
图 33：我国铁路日货运量.....	13

---

图 34: 我国邮政快递日揽收量 .....	13
图 35: 全球主要大类资产表现汇总 .....	14
图 36: A 股细分行业指数表现 .....	15
图 37: A 股细分行业交易拥挤度分位数 (换手率) .....	15
图 38: A 股细分风格板块表现 .....	15
图 39: 全球主要 10Y 国债收益率表现 .....	16
图 40: 近一个月央行净投放与资金利率 .....	16
图 41: 我国国债收益率曲线关键期限变动 .....	16
图 42: 全球主要大宗商品表现 .....	17
图 43: 全球主要货币汇率变动 .....	18
图 44: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率 .....	18

## 1. 全球经济与政策追踪

### 1.1. 海外经济：瑞士信贷风波再起，美国通胀粘性仍存

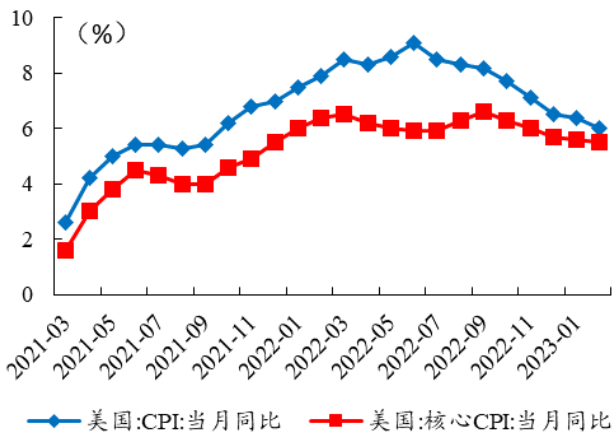
继3月10日美国硅谷银行风险事件突发之后，3月14日瑞士信贷公布的年度财报披露显示“其内部控制系统存在‘重大缺陷’问题”，普华永道事务所出具了保留意见审计报告；次日瑞信第一大股东沙特国家银行表示“不会再向瑞信注入任何资金”。

不同于硅谷银行主要受联储加息的系统性风险影响，瑞信股价的暴跌更多是其经营与内控不善导致，代表性事件为2021年3月Archegos基金爆仓，而瑞信在爆仓中损失55亿美元。瑞信的经营危机使得投资者信心受损严重，仅2022年四季度，便有1100亿瑞郎的客户资金流出瑞士信贷。消息公布后，投资者恐慌情绪迅速蔓延，瑞信股价大幅下跌；同时瑞士信贷的系统性重要地位也进一步加大了全球金融系统运转的风险，反映为金价连续多日大涨。

事件后续发展上，同美国政府相似，瑞士政府也持兜底态度；3月19日，瑞士金融市场监管局宣布批准瑞银与瑞信合并，以维护金融稳定；瑞士信贷在当天发布的声明中透露，瑞信的股东将以22.48股瑞信股份换取1股瑞银的股份，瑞信所有股份的合并对价约为30亿瑞郎。瑞士央行表示，这一收购是在瑞士政府、瑞士央行及瑞士金融市场监管局的支持下实现的，瑞士央行将为合并提供大量流动性援助。

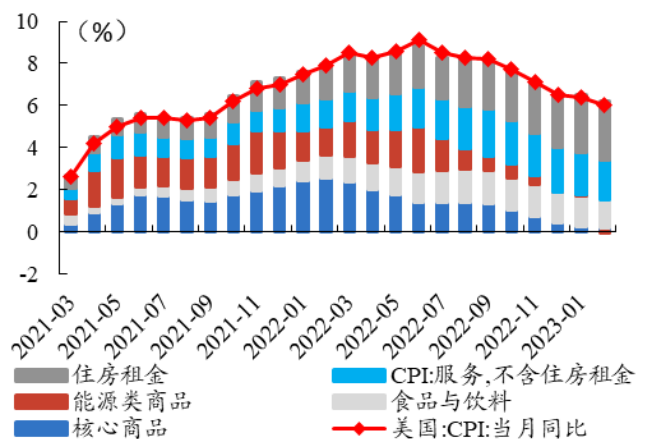
美国方面，3月14日、15日美国陆续公布2月CPI与PPI数据，2月CPI同比增长6%，较前值回落0.4%，2月PPI同比增长4.6%，较前值下降1.1%；结构上依然是住房与服务类通胀粘性较强，通胀数据回落符合预期，联储加息取得一定成效。数据公布后美国加息预期整体平稳，当前CME利率期货预期美联储加息路径将会在6月迎来降息拐点，核心仍是受硅谷银行破产影响，瑞信的增量影响相对有限。美国国内高频数据方面，3月下旬通胀预期出现了较快回落，红皮书商业零售同比增速延续下滑，当周初次申请失业金人数小幅下降。当前美国或处在浅衰退的通道当中，伴随劳动力市场紧俏的缓解，失业率可能继续抬升，而景气程度的修复可能是脉冲式的；同时在全球金融风险抬升的背景下，美联储加息可能提前见顶。

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



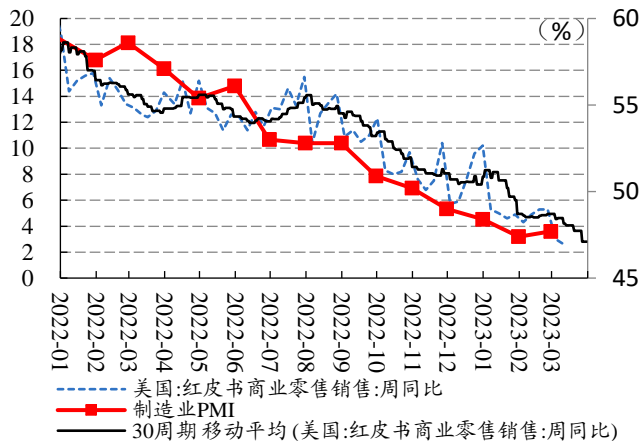
资料来源：Wind，中原证券

图 2：美国 CPI 同比增速内部拉动结构



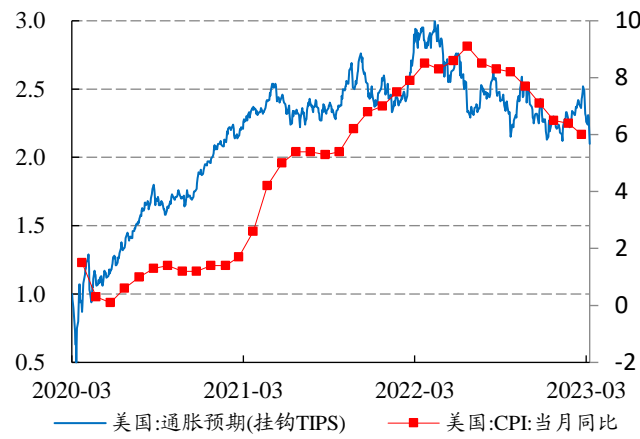
资料来源：Wind，中原证券

图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



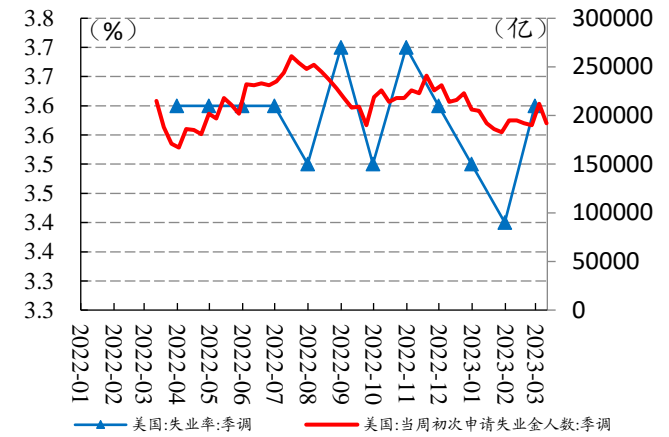
资料来源：Wind，中原证券

图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比



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 6：CME 利率期货对美联储加息路径预期

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/3/22						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.3%	65.7%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.1%	51.7%	29.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	51.0%	29.7%	0.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	22.4%	48.6%	26.3%	0.6%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	15.1%	39.1%	34.3%	9.8%	0.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.4%	25.6%	37.0%	23.6%	5.6%	0.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	17.6%	32.0%	29.5%	13.5%	2.5%	0.0%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	9.7%	23.4%	31.0%	23.1%	9.1%	1.5%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	5.8%	16.4%	27.1%	27.1%	16.2%	5.4%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.8%	4.6%	13.7%	24.4%	27.1%	19.0%	8.2%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.3%	2.1%	7.6%	17.3%	25.3%	24.4%	15.3%	6.1%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.2%	1.3%	5.1%	12.9%	21.7%	24.8%	19.4%	10.3%	3.5%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中原证券

## 1.2. 国内经济：消费结构性复苏，地产稳步回暖

3月10日，我国2月主要经济数据悉数公布。2月固定资产投资累计同比增长5.5%，较前值增长0.4%，拉动分项来看，基建与制造业保持了较为稳定的增长，同时地产投资触底反升也为投资增长带来新的驱动力。地产方面，企业的融资能力改善比较明显，除自筹资金增长延续低位震荡外，国内贷款与其他资金（主要为预售资金）均有显著回升，地产企业融资政策松绑初见成效；投资端，房屋竣工面积与新开工面积均有明显回升，同时伴随销售层面房价逐步回暖，地产投资额有望进一步改善。全年视角下，地产需求趋稳对投资的拉动或存在一定滞后特征，地产投资有望在下半年加快改善。

2月工业增加值当月同比增长18.77%，较前值大幅抬升近16%，显示上游工业复苏节奏较快；库库存周期来看，原材料库存周期处在触底回弹期，产成品存货也处在加速去库期，工业企业利润处在恢复上升期；同时地方产业政策、央行信贷政策、财政税负政策驱动下，制造业投资，尤其是高新技术产业的制造业投资有望持续高位增长。

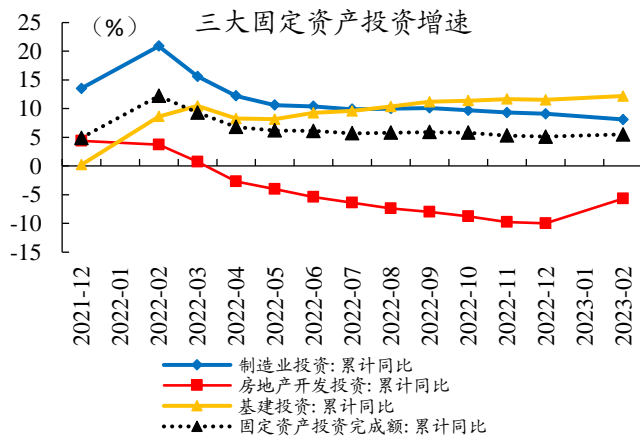
2月社零当月同比增长3.5%，较前值显著抬升，回到正增区间；结构上，由于汽车消费优惠政策于2022年底到期，汽车消费存在一定透支，2月社零汽车分项出现同比负增；但与此同时，食品饮料消费出现大幅反弹，中医药消费延续高位增长，二者共同支撑社零强劲回暖。

高频数据方面，国内3月第3周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量均有一定超季节性回落；建筑业与基建进度方面，沥青开工季节性回落，螺纹钢延续季节性回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率开始回归往期季节性，涤纶长丝开工符合季节性；地产方面，成交土地面积季节性回落，二手房成交开始回落，但商品房购置需求反升且显著高于2022年同期水平，与2019年同期水平基本一致。下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。

整体上，3月第3周我国工业生产的复苏强度延续小幅走弱，但商品房购置需求的回升较为强劲。政策层面，人民银行决定3月27日降准0.25个百分点，弥补了银行体系的长期资金缺口，但考虑到降准力度有限，且前期市场预期相对充分，资金利率的中枢或不会出现下移。中期来看，经济复苏的韧性依然存在，预计经济复苏的高点尚未到达，一是基建与制造业刚刚发力，有望延续高位增长；二是消费的复苏空间依然广阔；三是地产成交出现明显回暖。

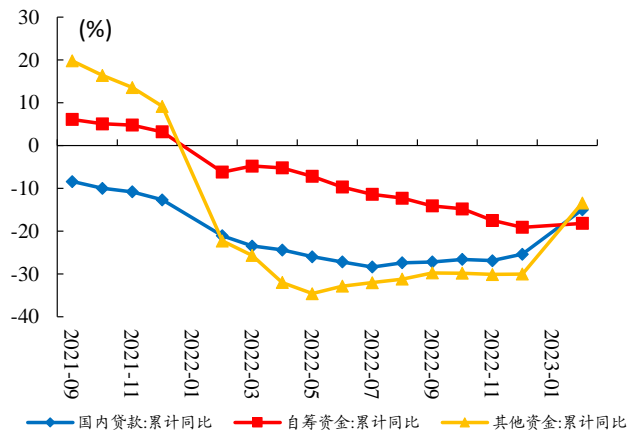


图7：我国三大主要固定资产投资累计同比增速



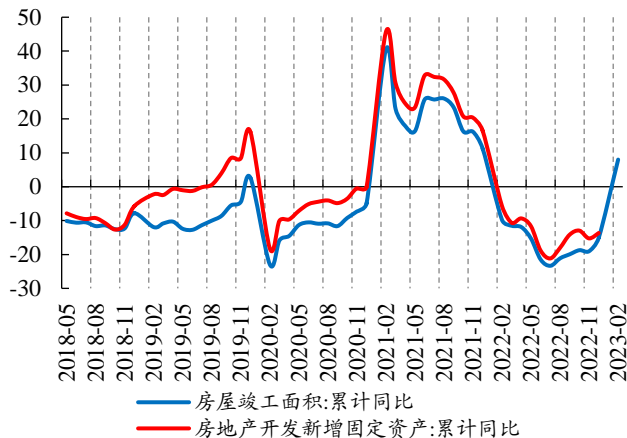
资料来源：Wind，中原证券

图9：我国地产企业融资结构



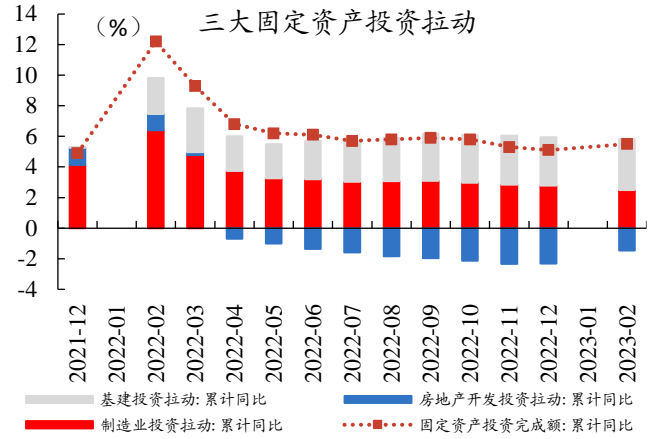
资料来源：Wind，中原证券

图11：我国房屋竣工面积增速



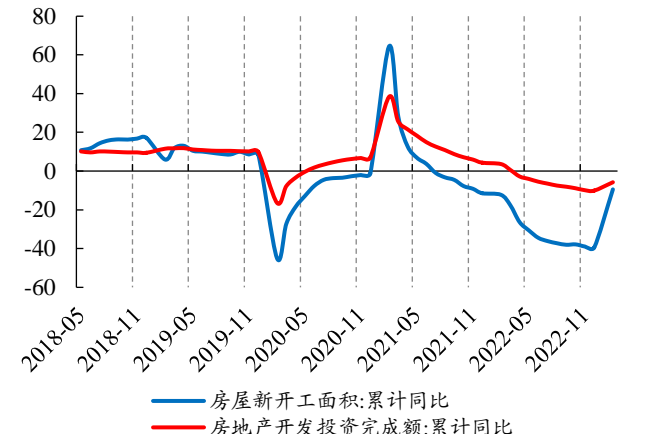
资料来源：Wind，中原证券

图8：我国固定资产投资主要分项拉动增速



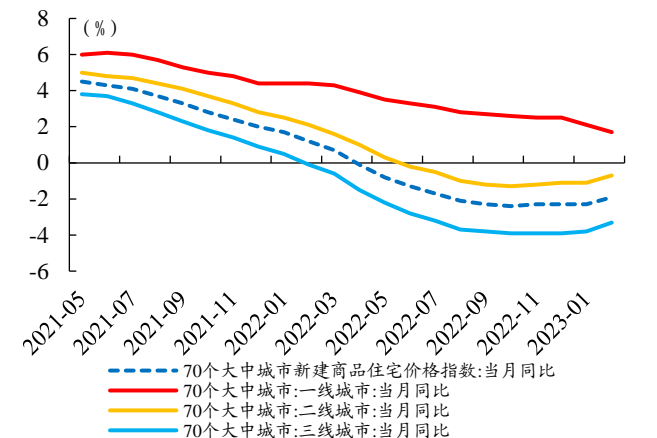
资料来源：Wind，中原证券

图10：我国房屋新开工面积增速



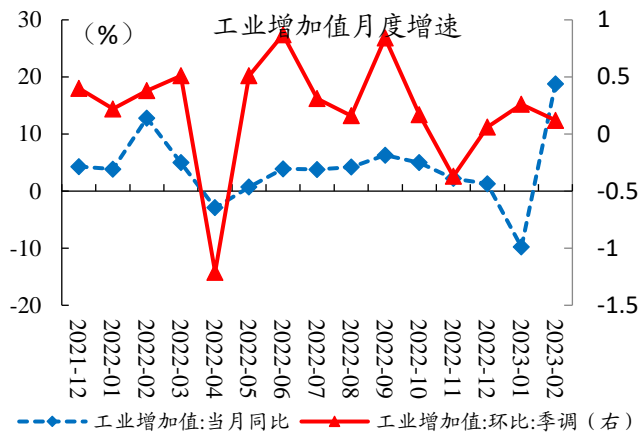
资料来源：Wind，中原证券

图12：我国70大中城商品住宅价格指数增速



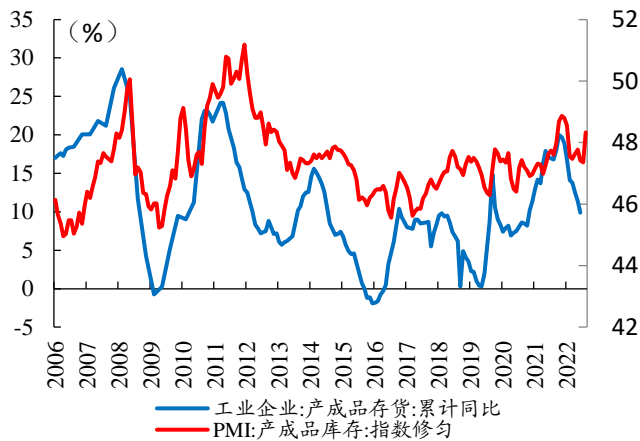
资料来源：Wind，中原证券

图 13: 我国工业增加值增速



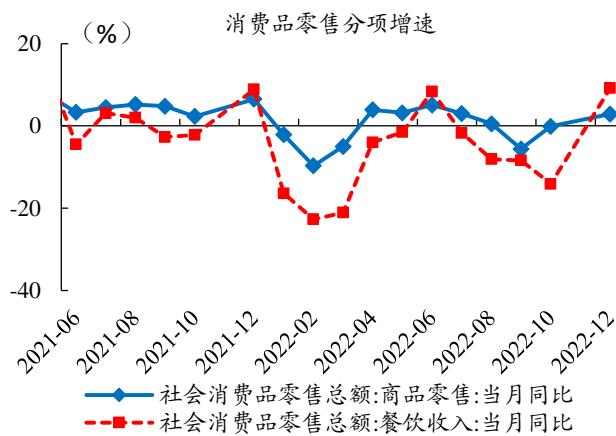
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 我国产成品库存周期



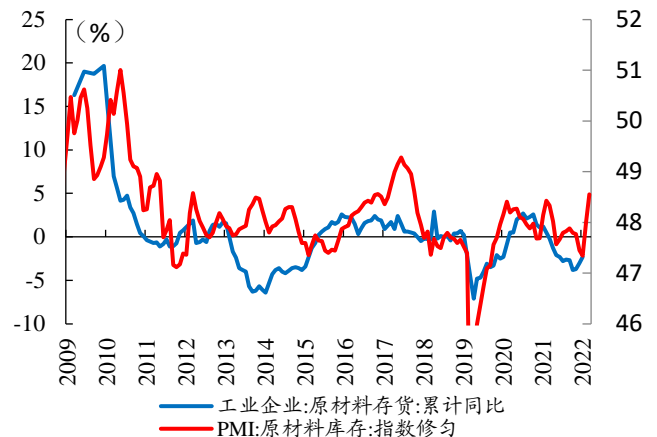
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 我国消费品零售分项增速



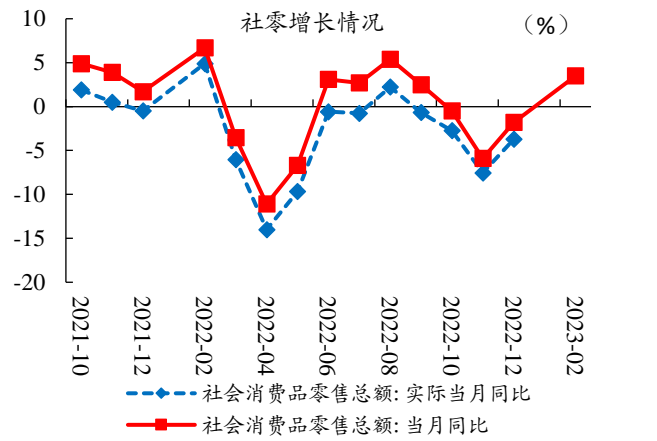
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 我国原材料库存周期



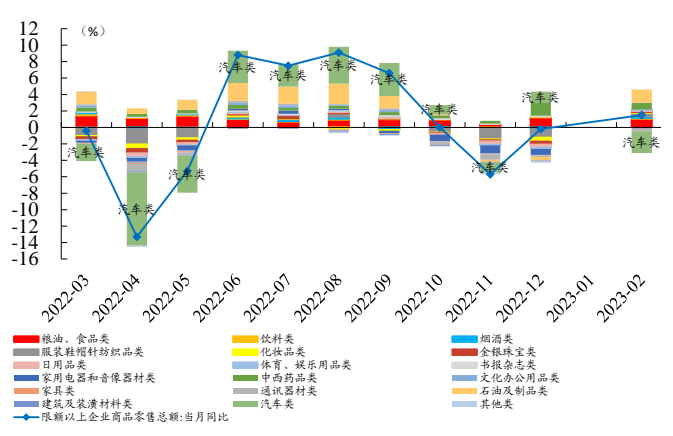
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 我国社零增速



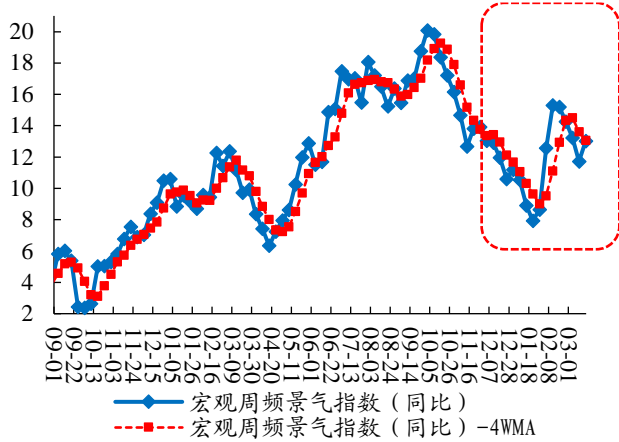
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 社零分项对社零增速的拉动额



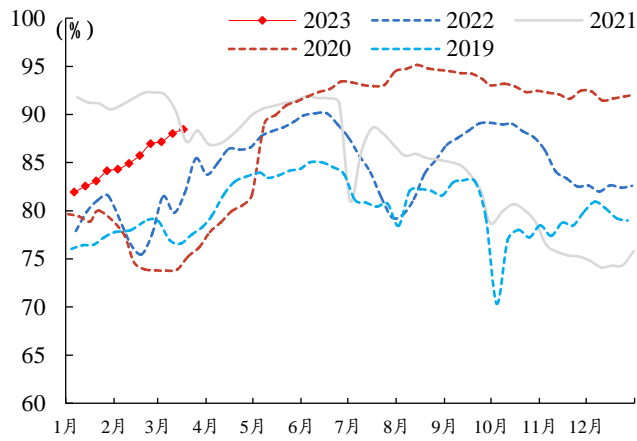
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 我国宏观经济周频景气指数



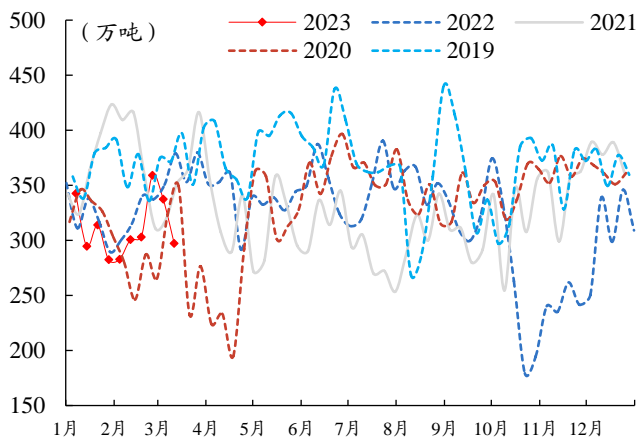
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 我国高炉炼铁周频开工率



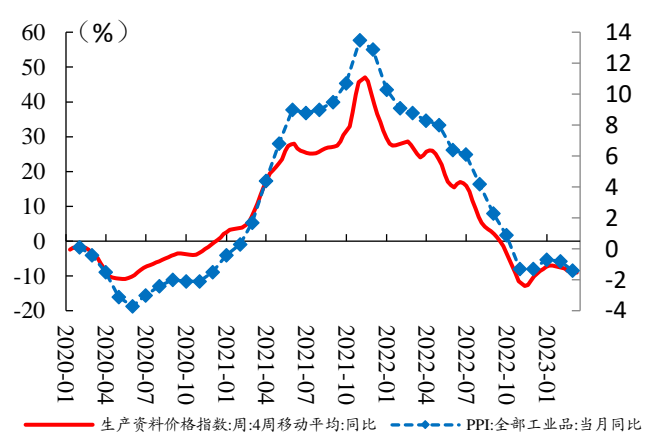
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 我国秦皇岛港煤炭周频调度量



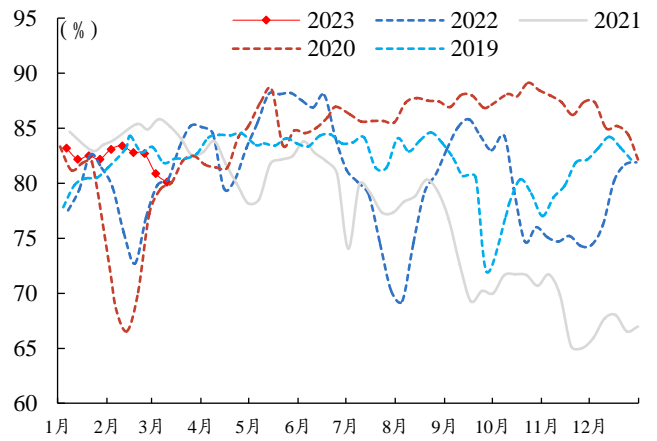
资料来源: 中原证券

图 20: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比



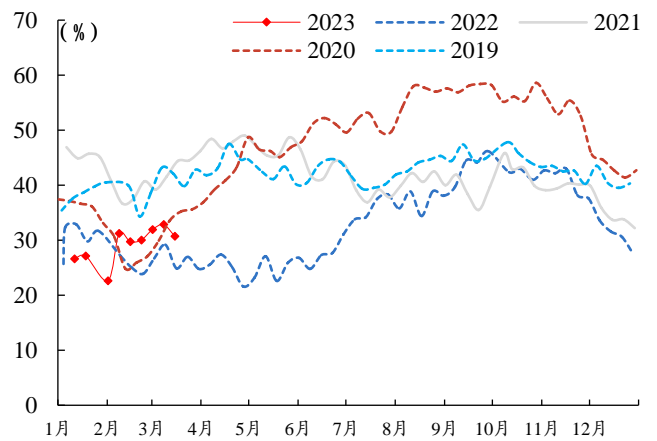
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 我国焦化企业周频开工率



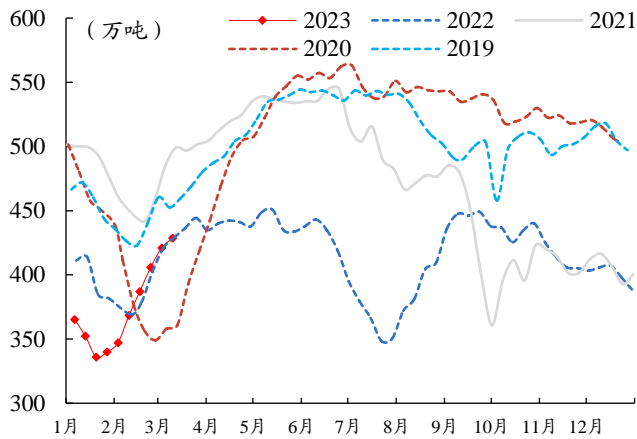
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 我国石油沥青周频开工率



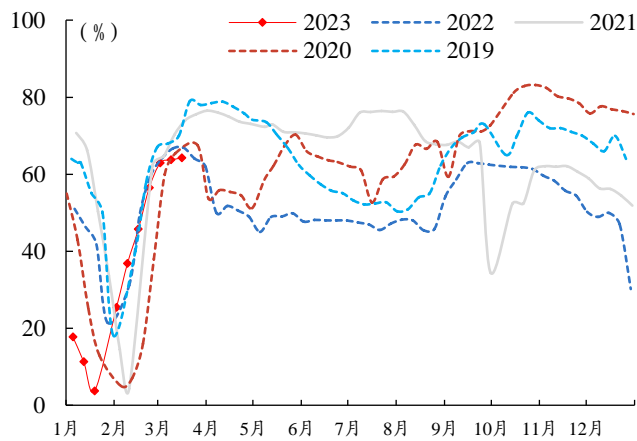
资料来源: 中原证券

图 25: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



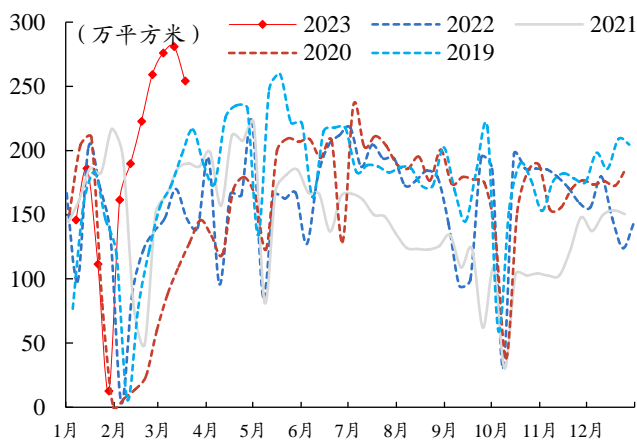
资料来源: 中原证券

图 27: 我国涤纶长丝织机周频开工率



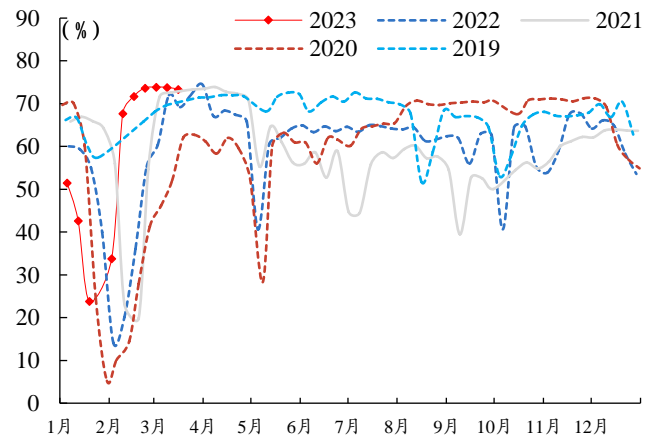
资料来源: 中原证券

图 29: 我国主要城市二手房成交面积



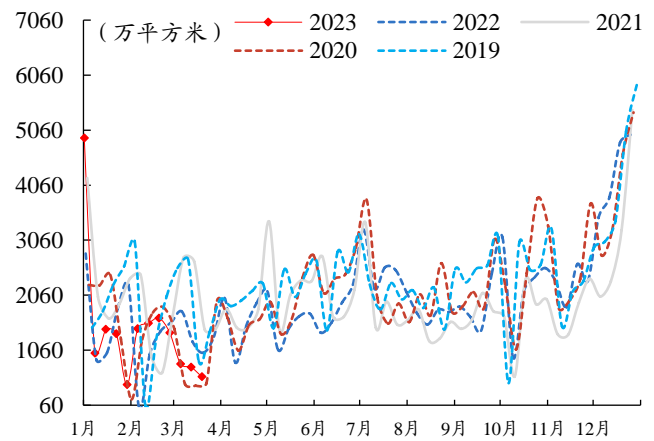
资料来源: 中原证券

图 26: 我国汽车半钢胎周频开工率



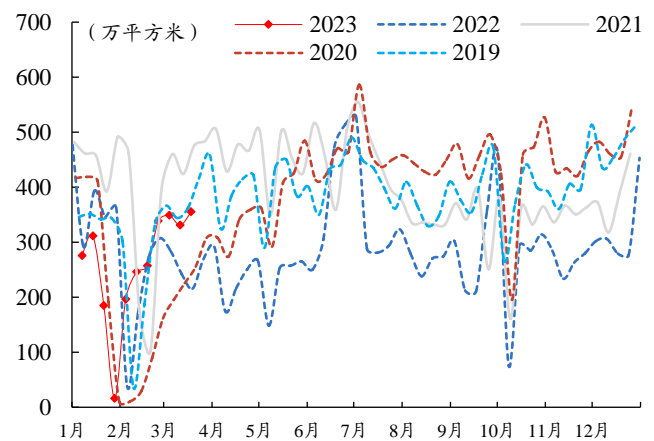
资料来源: 中原证券

图 28: 我国 100 大中城成交土地占地面积



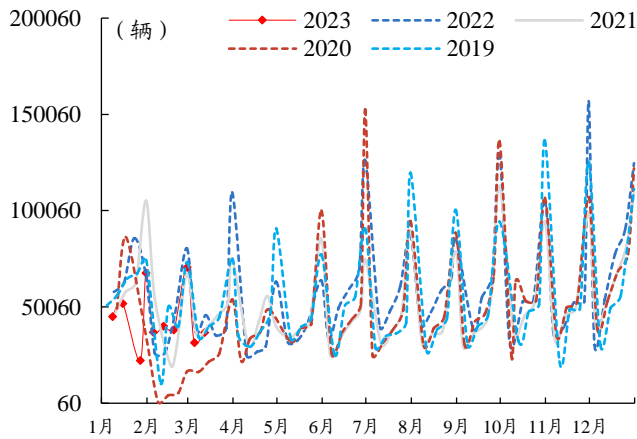
资料来源: 中原证券

图 30: 我国 30 大中城商品房成交面积



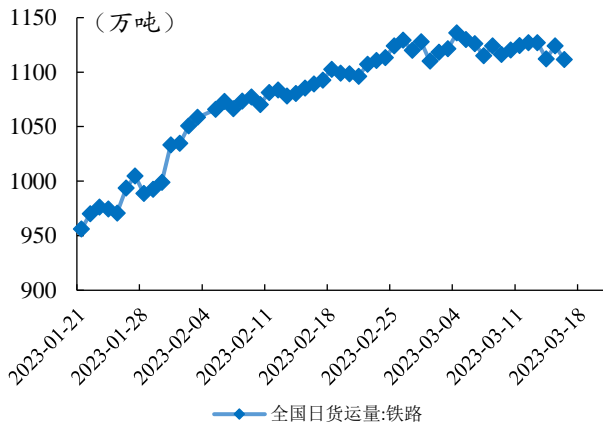
资料来源: 中原证券

图 31：我国乘用车当周日均销量



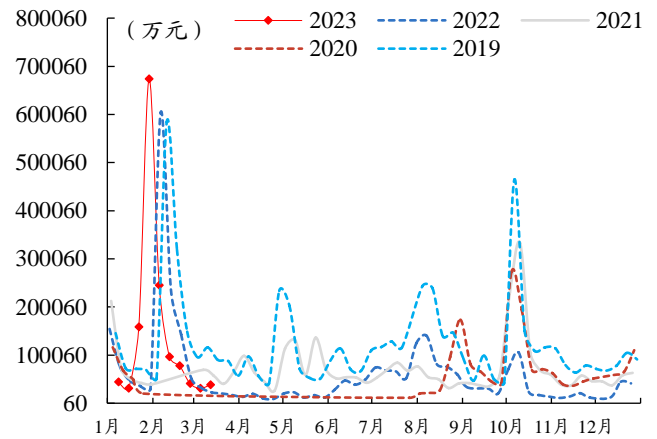
资料来源：中原证券

图 33：我国铁路日货运量



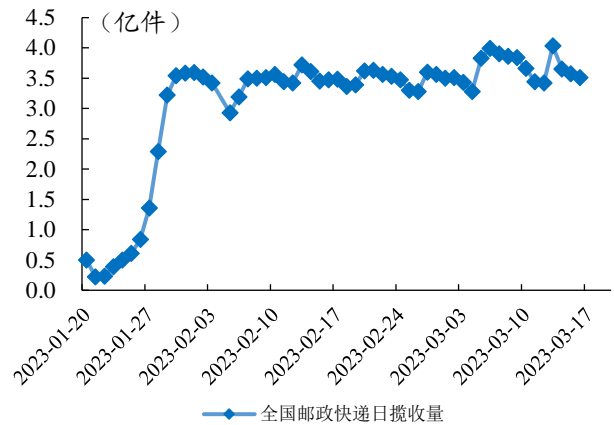
资料来源：Wind，中原证券

图 32：我国电影票房当周收入值



资料来源：中原证券

图 34：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3周)

### 2.1. 全球主要大类资产表现

图 35: 全球主要大类资产表现汇总

全球主要大类资产表现 (2023-3-13~2023-3-19)							
全球股指 (%)		全球10债 (BP)		主要商品 (%)		外汇 (%)	
纳斯达克指数	4.41	中国	-1.01	DCE焦炭	-4.61	美元指数	-0.75
标普500	1.43	日本	-2.50	DCE焦煤	-5.69	日元兑美元	2.70
道琼斯工业指数	-0.15	欧元区	-2.66	INE原油	-10.90	澳元兑美元	1.79
韩国综合指数	0.05	德国	-3.00	ICE布油	-12.39	英镑兑美元	1.28
日经225	-2.88	英国	-4.80	CZCE玻璃	-1.76	欧元兑美元	0.24
法国CAC40	-4.09	意大利	-14.90	DCE塑料	-2.29	人民币指数	0.51
德国DAX	-4.28	法国	-15.80	SHFE橡胶	-3.47	澳元兑人民币	0.51
英国富时100	-5.33	美国	-16.00	SHFE沥青	-7.52	英镑兑人民币	-0.01
上证指数	0.63	巴西	20.50	SHFE铝	-0.74	加元兑人民币	-0.19
沪深300	-0.21	俄罗斯	19.00	SHFE铜	-2.78	美元兑人民币	-0.28
创业板指	-3.24	印度	1.00	SHFE黄金	3.93	欧元兑人民币	-0.87
恒生中国企业指数	2.63	南非	-1.10	DCE玉米	-0.46	日元兑人民币	-1.37
恒生指数	1.03	越南	-26.20	DCE豆一	-2.45	瑞郎兑人民币	-1.47

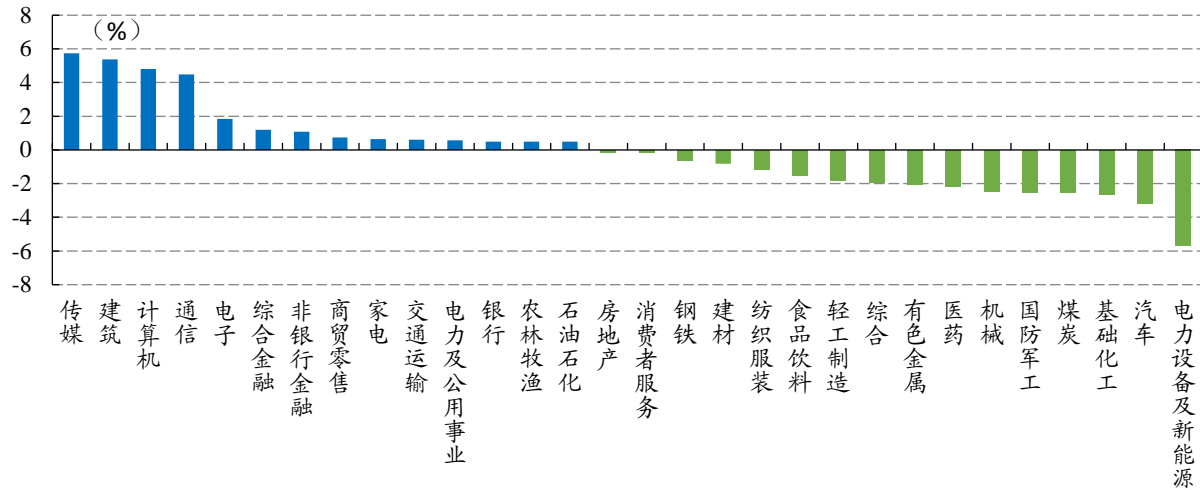
资料来源: Wind, 中原证券

### 2.2. 权益资产观察

3月第3周, 全球主要股指多数下跌, 纳指涨幅居前, 英国富时指数跌幅居前; 国内市场涨跌分化, 上证指数上涨而创业板指下跌。行业方面, 传媒、建筑、计算机涨幅居前, 电力、汽车、基础化工涨幅居后。交易拥挤度上, 传媒、石化、建筑处在历史较高分位数, 其中石化与建筑交易热度较前值大幅抬升。市场风格表现上, 价值>成长, 小盘>大盘; 稳定>金融>成长>消费>周期。

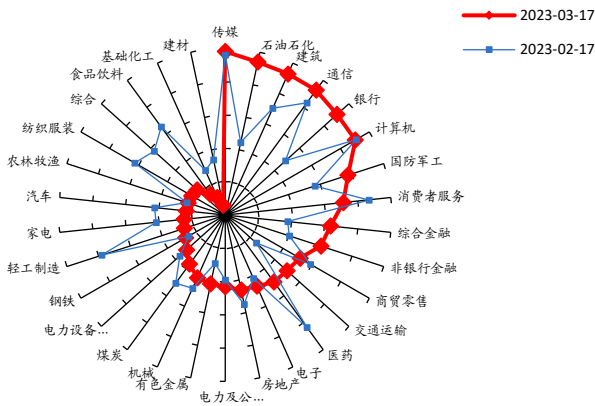
3月第3周, 上证指数围绕3250点附近振幅加大, 成交量逐步增长, 但指数向上突破的动能明显不足, 市场走势较为纠结。短期来看, 3月中旬高频数据呈现结构性改善, 工业复苏力度小幅放缓, 而地产需求较往期有所回暖, 经济整体复苏的动能较2月下旬出现一定衰减; 同时, 硅谷银行、瑞士信贷等持续出现的金融风险使得美股情绪快速走弱, 进一步带动国内市场走弱; 当前市场主线交易逻辑或集中于“经济可能见顶回落、全球风险逐步积累”, 市场在短期或延续震荡格局。中期来看, 由于2022年年末基建财政资金支出力度偏弱, 2023年年初基建才刚刚开始加力, 同时伴随消费的结构回暖, 经济复苏难言见顶, 预计仍会保持一定韧性, 经济高点或在二季度出现; 因此伴随经济复苏步伐的推进, 企业盈利的改善, 指数中枢仍然有望抬高; 同时当前极低的估值也为A股指数提供了安全垫。板块上建议重点关注消费、机械、科技板块。

图 36: A 股细分行业指数表现



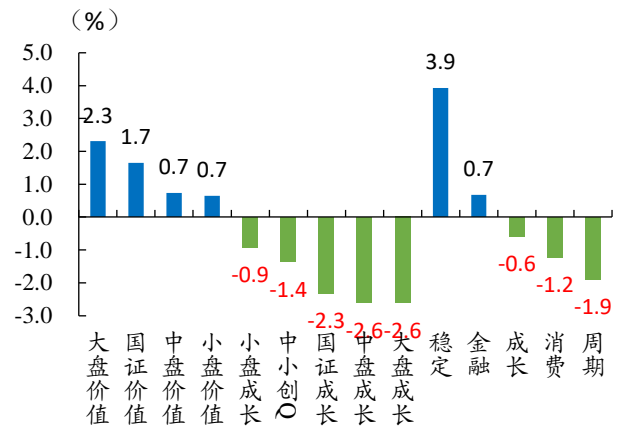
资料来源: Wind, 中原证券

图 37: 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 38: A 股细分风格板块表现



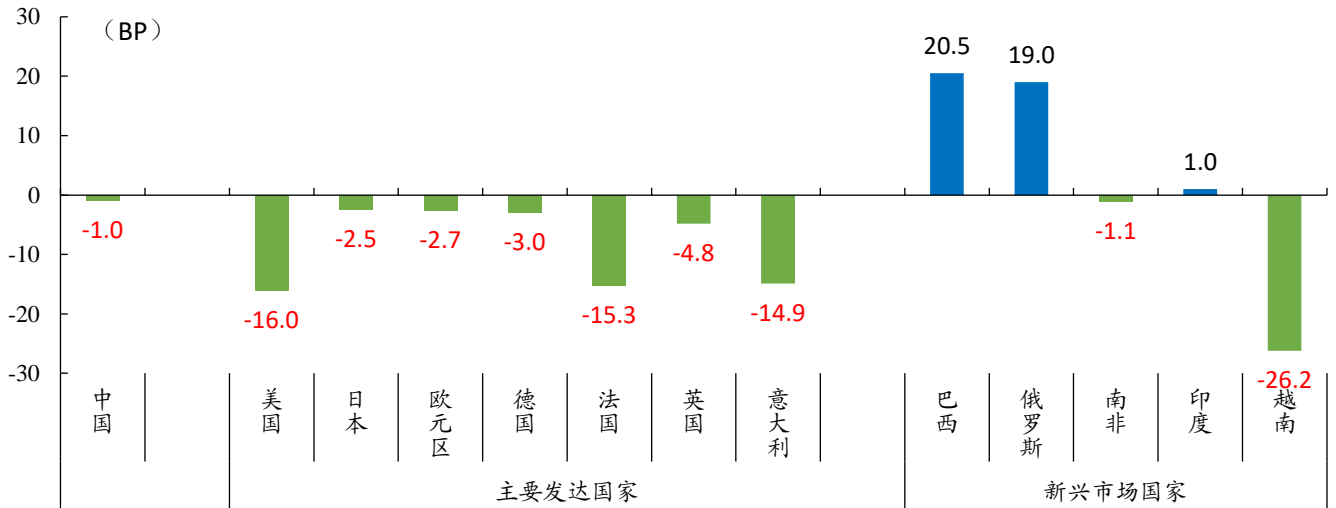
资料来源: Wind, 中原证券

### 2.3. 债券资产观察

3月第3周,全球国债利率普遍下行,美国风险因素蔓延导致美债利率大幅下行。国内市场方面,资金利率波动幅度加大,DR007重新抬升至2%以上;曲线短上长下,整体更加平坦。3月17央行宣布降准后,长端利率短暂下行,随后快速反弹,显示做多进一步突破的动能有限。

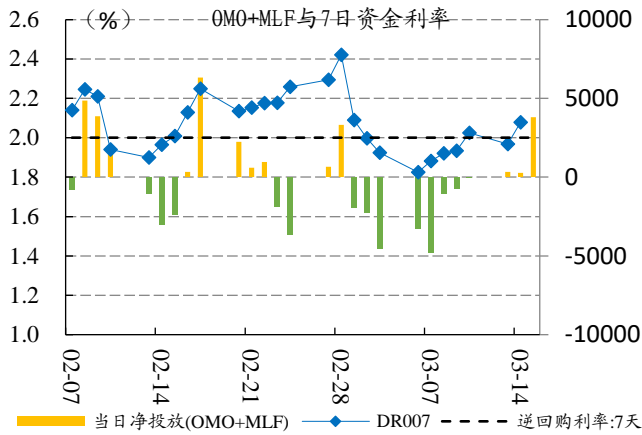
3月上旬的交易逻辑主要是“经济脉冲式复苏的见顶回落”,3月PMI数据的回落定价已经较为充分,但同时经济复苏的高点可能仍为到达,PMI的回落反而为未来的经济反弹动能打开空间。此外降准并没有带来资金预期的企稳,资金利率的波幅反而扩大,背后的原因仍可能是信贷投放带来的超储消耗;这一点从票据利率上可以得到一定印证,3月以来票据利率再度抬高14BP;同时信用进入扩张期后,准备金率大概率维持稳定,短期的货币利多因素逐步出尽。综合来看,利率进一步下行的动能有所衰减,3月过后债市或迎来风险期。

图 39：全球主要 10Y 国债收益率表现



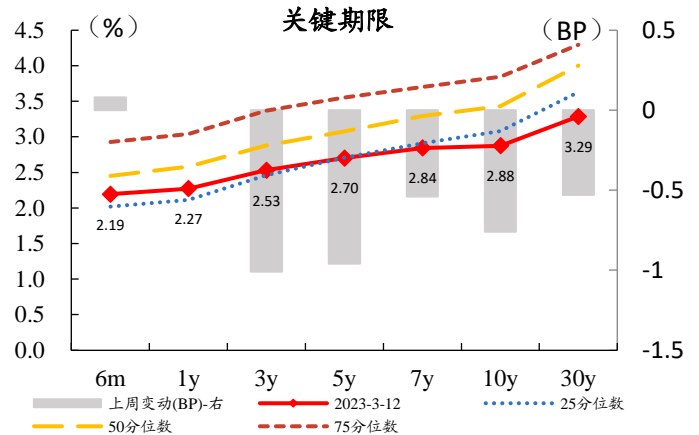
资料来源：中原证券

图 40：近一个月央行净投放与资金利率



资料来源：Wind，中原证券

图 41：我国国债收益率曲线关键期限变动



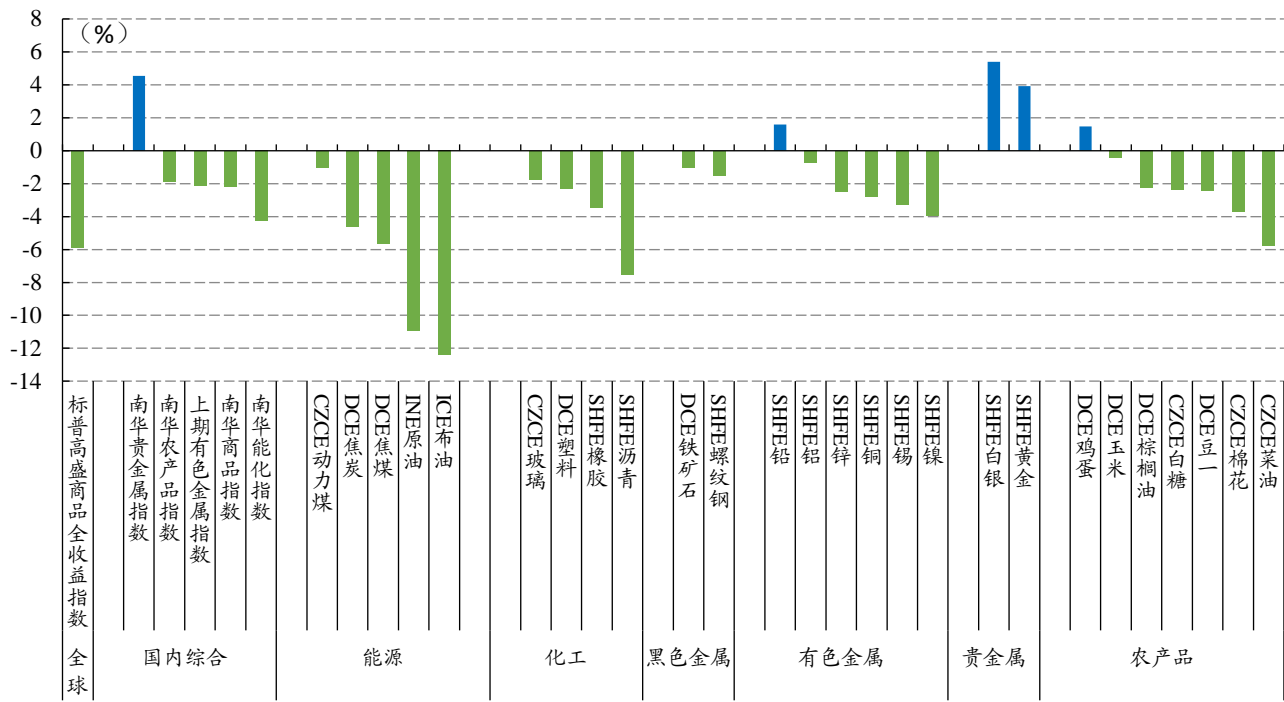
资料来源：Wind，中原证券



## 2.4. 商品资产观察

3月第3周，南华商品指数显著下跌，结构上有色、能源品跌幅居前；黑色系与有色系均有下跌，短期脉冲式复苏见顶的逻辑仍在延续。中期来看，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，短期情绪可能仍然偏弱，但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 42：全球主要大宗商品表现

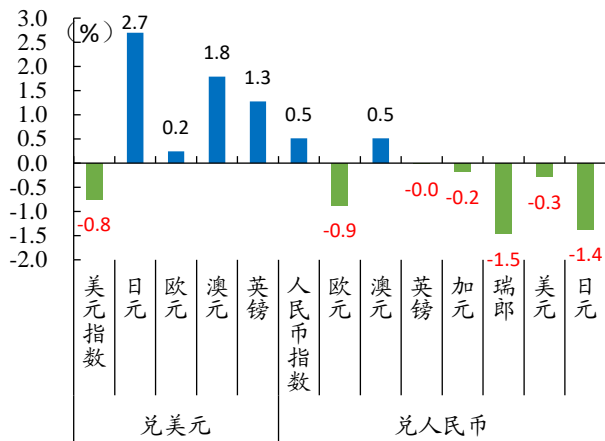


资料来源：Wind，中原证券

## 2.5. 汇率资产观察

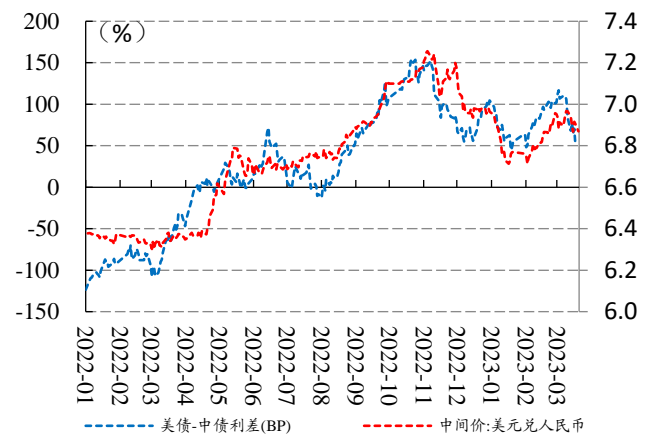
3月第3周，美元指数进一步走弱，同时人民币指数回弹，“美元走强有顶，人民币贬值有底”的逻辑延续；一方面美国风险事件的余温仍在扩散，市场对美联储加息路径的预期明显修正，美联储紧缩周期逐步收尾转向宽松；另一方面是我国经济复苏尚未见顶，同时我国连同东南亚等新兴经济体的复苏速度快于美国，人民币资产中期仍可能占优。

图 43: 全球主要货币汇率变动



资料来源: Wind, 中原证券

图 44: 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。