



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《美联储加息缓解“破产”担忧，我们还是“以我为主”-3月美联储议息会议点评》 - 2023.03.23

宏观研究

银行业暴雷风险未消，美国惯于“祸水他引”

● 核心观点

周五，海外银行业的新一轮担忧升级令市场再次陷入动荡。德意志银行欧股一度暴跌近15%，收盘下跌8.5%，其他大型欧洲银行股价普遍下跌。结合经营状况、市场情绪，以及非经济因素，并考虑到在全球金融系统中更为重要的地位，欧洲大型银行的持续动荡需要密切关注。与瑞信相似，德银同样受到欧洲经济持续低迷的影响，但整体经营状况优于瑞信。基本面以外是情绪的恶化，德银CDS基点快速上升引燃担忧，实属瑞信余波。在市场情绪之外，美国在资本流动压力下“祸水他引”的风险需要特别关注。基于支撑美元目的，对欧洲银行的做空压力的不断积累可能导致欧洲银行业风险快速放大，要实质性扭转难度较大。在美联储紧缩预期走弱、流动性压力缓和的同时，需要关注在逼迫全球央行重新放水前，来自金融稳定风险、经济衰退风险对市场形成的压力。

● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	8
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	10
3 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 外国资本流入美国规模近期下降.....	8
图表 3: 周五美欧大型银行涨跌幅.....	8
图表 4: 下周重点关注.....	14

1 大类资产表现

3月第四周，大宗商品价格普遍转涨。美债收益率下行，美股续涨；美元指数走弱，人民币汇率走强；中债收益率上行，A股上涨。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/3/17	2023/3/24	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	72.97	74.99	-12.7%	2.8%
WTI原油	美元/桶	80.26	66.74	69.26	-13.7%	3.8%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,973.50	1,983.80	8.6%	0.5%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,621.00	8,927.00	6.4%	3.5%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,232.00	2,265.00	-4.0%	1.5%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	4,364.00	4,265.00	2.4%	-2.3%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	3.81	3.76	-65	-5
美债10Y		3.88	3.39	3.38	-50	-1
标普500		3839.5	3916.64	3970.99	3.4%	1.4%
外汇						
美元指数		103.4895	103.8637	103.106	-0.4%	-0.7%
美元兑离岸人民币		6.9210	6.8898	6.8707	-0.7%	-0.3%
中债						
1年中债		2.1491	2.23	2.2783	12.92	4.83
10年中债		2.8436	2.8550	2.8763	3.27	2.13
A股						
上证综指		3089.26	3250.55	3265.65	5.7%	0.5%
沪深300		3871.63	3958.82	4027.05	4.0%	1.7%
创业板指		2346.77	2293.67	2370.38	1.0%	3.3%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

周五，海外银行业的新一轮担忧升级令市场再次陷入动荡。德意志银行欧股一度暴跌近15%，收盘下跌8.5%，其他大型欧洲银行股价普遍下跌，德国商业银行下跌5.5%，法国巴黎银行下跌5.3%，瑞银下跌3.5%。在市场对美国银行业的担忧逐步聚焦到区域性银行后，美国大型银行表现好于欧洲，摩根大通下跌1.5%，美国银行上涨0.6%。结合经营状况、市场情绪，以及非经济因素，并考虑到在全球金融系统中更为重要的地位，欧洲大型银行的持续动荡需要密切关注。

首先，与瑞信相似，德银同样受到欧洲经济持续低迷的影响，但整体经营状况优于瑞信。自2011年以后，德银经历了持续性缩表，总资产规模由2011年末

的 2.16 万亿欧元下降至 2022 年末的 1.34 万亿欧元，期间仅 2020 年、2022 年实现了小幅的资产扩张。同时盈利状况非常不稳定，在 2015-2017 年连续三年亏损后，2019 年再次大幅亏损 53.9 亿欧元。

2016 年 9 月 15 日，德银证实美国司法部等监管机构正寻求以其在 2008 年金融危机前从事高风险住房抵押贷款支持证券的投机活动为由，对该行处罚 140 亿美元，而美国司法部对国内金融机构开出的最大罚单（JP 摩根大通）为 130 亿美元。同时，此前英国脱欧对德银已经造成了沉重打击，因为该行每年 19% 的营收来自于英国，为欧洲银行在英国最大的一个，IMF 甚至宣称“德银是全球金融系统中最大的系统性风险”。多重负面因素影响下，彼时有关德银已经申请政府破产保护的消息甚嚣尘上。最终，德银与美国司法部在 2016 年 12 月以 72 亿美元达成和解，才勉强按下危机苗头。

2019 年，德银经营再次遇到重大波折。当年 7 月，德银因进军投行业务过激而丑闻缠身、4 年被罚 109 亿美元、股价不断跳水、与德国商业银行合并谈判破裂，最终宣布该行金融危机以来最激进的战略调整，计划剥离约 2820 亿欧元的非核心资产，将使其资产负债表缩减五分之一。转型涉及，退出股票销售和交易业务，调整利率业务规模，加快缩减非战略性业务，创建第四个业务部门“坏银行”以此出售或处理 740 亿欧元的风险加权资产，重新聚焦集团优势业务-企业银行、固定收益、财富管理等。为实施转型，德银将大幅缩减投资银行规模，并计划至 2022 年底前，削减总成本四分之一，期间会导致裁员全球范围内裁员 1.8 万人。

2019 年以后，德银经营逐步走向稳健，2022 年全年实现净利润 54.2 亿欧元，连续 3 年盈利。对比来看，瑞信则自 2021 年四季度起连续亏损 5 个季度。因此，此前市场普遍认为在 2018 年新任 CEO 的带领下，通过缩减在美国的投行业务、削减成本，德银已跨过了经营转折点。例如，导致瑞信 2021 年一季度损失高达 47 亿美元的 Archegos 爆仓事件，德银则由于此前的转型计划已退出了大宗经纪等股票交易业务，成为为数不多的几家能够在没有亏损的情况下迅速退出相关仓位的银行之一。

其次，基本面以外是情绪的恶化，德银 CDS 基点快速上升引燃担忧，实属瑞信余波。虽然德银经营已走向稳健，但瑞信事件所引燃的对于欧洲银行系统的担

忧并未完全消退。本周德银欧股暴跌导火索在于，德银信用违约掉期基点大幅上升。根据彭博报道，德银的 5 年期信用违约掉期在周五一度升至 200 个基点以上，而其在 3 月初之前低于 100 个基点。此前在 2022 年秋季，由于对欧洲能源危机的担忧，德银 5 年 CDS 高点仅在 175 个基点左右。虽然考虑到德银基本面，本周 CDS 高点仍然远远低于 2011 年欧债危机期间达到的 300 个基点，以及瑞信被接管前 CDS 达到的 1000 个基点，但短时间内快速上升，对脆弱的市场情绪形成了再度冲击。

实际上，在美联储已累计加息 475bp 的背景下，近期硅谷银行、瑞信事件可能加剧了全球流动性、银行体系的紧张。根据美联储本周公布的数据，截至 3 月 22 日，其为外国央行获取美元融资而提供的 FIMA 回购协议工具的使用规模，达到创纪录的 600 亿美元，远超过疫情高峰期达到的 14 亿美元峰值。

——美联储 FIMA 回购协议工具于 2020 年 3 月 31 日推出，旨在支持全球金融市场的流动性，缓解疫情对全球经济的冲击。该工具允许外国中央银行和国际组织将其持有的美国国债作为抵押品向美联储申请美元流动性，以缓解流动性压力，同时不同于美元互换协议披露交易对手方，该工具的交易对手匿名。由于缺乏具体交易对手方信息，市场对于海外流动性紧张经济体产生分歧，关注的焦点集中在支持瑞银收购瑞信交易的瑞士央行。

——2022 年 10 月，瑞士央行曾因通过美元互换协议向美联储借入 62.7 亿美元而在市场掀起轩然大波，由于此前瑞信陷入破产传闻，对瑞士银行业的担忧也随之加剧。因此，虽然 3 月 19 日美联储在与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行协调的一份声明中表示，将七天到期操作的频率从每周增加到每天，瑞士央行通过美元互换协议提高流动性的便利性上升，但是出于 2022 年的经验，瑞士央行很可能选择能够匿名的借款渠道——回购协议工具来借入美元，避免重蹈覆辙。所以，对于哪个地区金融管理当局借入了前述破纪录的美元流动性，可能是没有互换额度的央行，也可能该机构想要匿名不被市场放大担忧。但是，外国央行大量借入美元流动性是事实，而市场的两种猜测实际上均加重了对银行系统风险的担忧。作为高杠杆经营的行业，银行业依赖于外部融资，此前瑞信 AT1 被完全减记已导致欧洲银行业融资难度可能加大，如果市场担忧情绪被继续放大，未来欧洲银行业经营难度将持续上升。

另外，在市场情绪之外，美国在资本流动压力下“祸水他引”的风险需要特别关注。3月美联储加息25bp，而欧央行加息50bp，同时硅谷银行为近期美欧银行业第一个暴雷案例，从货币政策、金融稳定角度，美元指数均有走弱压力。同时，在经济因素以外，非美货币对美元的挑战也在升级。我们在报告《春节假期宏观信息梳理，风险在海外》中发出提示，在弱美元的环境中，非美货币对美元不断进行挑战，可能激化美国政府捍卫美元的决心，而最直接的方法就是“四处点火”以支撑美元。尤其是在美国本土银行风险快速扩大的情形下，寻找海外薄弱点以通过“比差”支撑美元的需求可能更加迫切。

——实际上，根据美国财政部发布的跨境资本流动月度报告，2023年1月外国投资者对美国长期证券净买入额为317亿美元，较2022年8月高点的1758亿美元大幅下降。而此前持续快速下降时期主要是1998年以及次贷危机期间。前一次美国资本流入快速收缩期之后，爆发了科索沃战争，结果是欧元热快速降温，最近的一次案例即欧债危机。

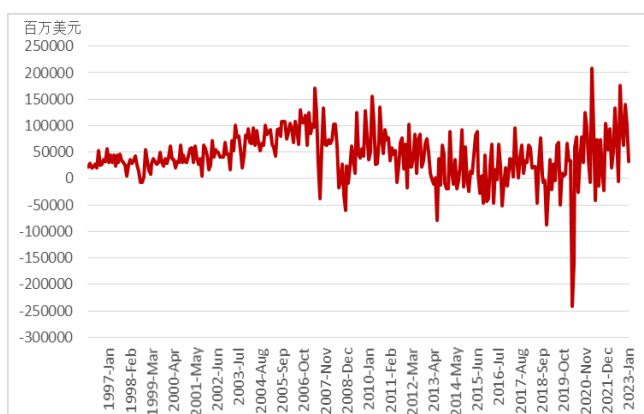
——次贷危机爆发后，国际资本向美国流动规模快速收缩，外国投资者对美国长期证券净买入额由危机前的单月1000亿以上水平大幅下降，并在2007年8月出现了2000年以后首次净流出，此后资金向美国流动持续在低位徘徊，美元指数也下降至71.15点低位。2009年12月标普、穆迪、惠誉国际三大评级机构下调希腊主权信用评级，导致希腊国债收益率飙升，融资难度增加，全面引燃欧债危机。而伴随市场对欧债危机的避险情绪蔓延，欧元、英镑等货币对美元大幅回落，美元作为避险货币则开始趋势性走强。外国投资者对美国长期证券净买入额也回升至单月1000亿左右水平。在国际资本流入势头出现明显减弱的时期，美国通过“祸水他引”改变自身劣势可谓经验丰富。

当前可能又进入类似的时刻。2022年由于乌克兰危机引发的欧洲动荡，外国投资者对美国长期证券净买入额上升至1000亿美元以上，2023年初则明显收缩。对此美国可能已将捍卫美元的决心付诸行动。据彭博报道，在美国司法部对金融专业人士是否帮助俄罗斯寡头逃避制裁的调查中，瑞士信贷集团和瑞银集团正在接受审查。另外，路透社报道，金融数据公司Ortex周五表示，在过去两周里，

做空者通过对德意志银行股票的纸面投注获利超过 1 亿美元。在此期间，德意志银行在欧洲和美国上市的股票的空单增加了一倍，达到 3.6 亿美元。

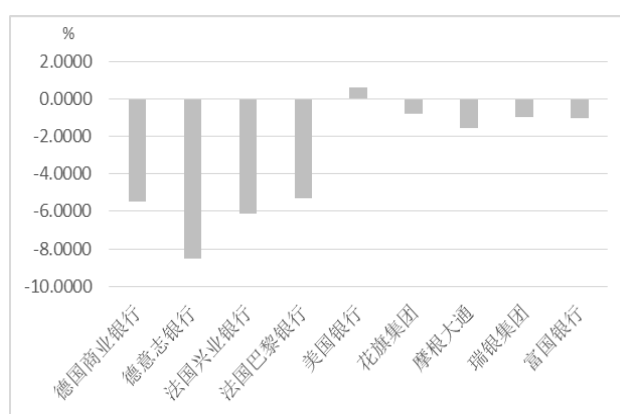
——在当前美联储加息末期，美国本土银行风险快速扩大并对美国经济前景产生负面影响的时期，美国有动力“祸水他引”。与其本土发酵的银行业风险相对应，欧洲银行业可能成为其最大的目标。虽然从资本充足性来看，欧洲银行业普遍显著好于次贷危机以前时期，但欧洲主要银行的 CDS 在周五全面上涨所反映的“主动”或“被动”的脆弱信心，也不得不给予必要的关注。

图表2：外国资本流入美国规模近期下降



资料来源：TIC，中邮证券研究所

图表3：周五美欧大型银行涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上，欧债危机后欧洲经济持续低迷本身导致欧洲银行业经营困难重重，近期美欧银行业风险事件引燃市场担忧情绪可能进一步恶化经营环境，共同导致海外银行业风险上升。而基于支撑美元目的，对欧洲银行的做空压力的不断积累可能导致欧洲银行业风险快速放大，要实质性扭转难度较大。在美联储紧缩预期走弱、流动性压力缓和的同时，需要关注在逼迫全球央行重新放水前，来自金融稳定风险、经济衰退风险对市场形成的压力。

2.1 海外宏观热点及一句话点评

美国 3 月 Markit 储值超预期升高。美国 3 月 Markit 服务业 PMI 初值 53.8，预期 50.5，前值 50.6；Markit 综合 PMI 初值 53.3，预期 49.5，前值 50.1；Markit 制造业 PMI 初值 49.3，预期 47，前值 47.3。制造业 PMI 虽然仍处收缩区间，但 3 月制造业与服务业 PMI 均超预期上涨，显示美国经济仍具韧性。

美国 2 月房屋销售激增，住宅价格韧性较强。美国 2 月成屋销售总数年化 458 万户，较 1 月份跃升 14.5%，预期 420 万户，前值 400 万户，为 2022 年 9 月以来新高。美国 2 月成屋销售年化月率 14.5%，预期 5.00%，前值-0.70%。美国 2 月成屋销售飙升至六个月来最快增速，因购房者抓住抵押贷款利率小幅下降和房价小幅回落的机会。成屋销售在交易完成时才统计，从初步合同签订到完成可能需要 3 个月，所以对经济的反映偏滞后。2 月成屋销售激增可能源于前期房贷利率下降，2 月市场对美联储进一步加息的预期走高，美债收益率也随之走高，按揭贷款利率显著反弹，成屋销售情况预计也将转冷。

银行存款持续流出，美国货币市场基金规模再创纪录新高。随着对银行业的担忧继续冲击全球市场，截至 3 月 22 日当周，存放在美国货币市场基金的资金量创下纪录新高。根据美国投资公司协会（ICI）据，截至 3 月 22 日当周，大约有 1,174 亿美元流入美国货币市场基金。总资产规模达到了前所未有的 5.132 万亿美元，超过前一周创下的 5.01 万亿美元纪录。这使得两周内的流入总额达到 2,380 亿美元以上。美联储本月继续加息 25 基点，并认为银行系统风险仍可控，但银行存款持续流出显示储户不安情绪仍然较大，金融市场波动导致挤兑的概率增大。

美联储 5 月加息 25 个基点的概率为 61.2%，6 月降息概率有两成。CME “美联储观察”：美联储 5 月维持利率不变的概率为 38.8%，加息 25 个基点至 5.00%-5.25%区间的概率为 61.2%；到 6 月降息 25 个基点的概率为 22.1%，维持利率不变的概率为 51.5%，累计加息 25 个基点的概率为 26.4%。银行业风险迅速成为制约美联储加息的重要因素，加息预期被大幅调低。周五美联储利率掉期完全排除 5 月加息 25 个基点的可能。美联储目前有充足的政策工具为市场提供流动性，但是强力的措施可能强化市场悲观预期，造成的挤兑将加速银行风险暴露。

全球央行将通过美元互换协议提高流动性。美联储为了提高美元互换额度提供美元资金的有效性，目前提供美元操作的央行已同意将 7 天到期操作的频率从每周增加到每天，操作时间的增加将于周一开始，并将至少持续到 4 月底。本轮美元流动性紧张主要源于银行业风险抬升。美联储扩表 3000 亿美元，部分央行达成美元互换协议，有助于缓解当前美元流动性紧张。

欧洲 2 月新车销量增长 12%，连续七个月增长，纯电销量激增 34%。欧洲汽车制造商协会周二发布的数据显示，2 月份新车注册量增长 12%，至 902775 辆，连续七个月实现增长。其中，纯电动汽车的销量激增了 34%，增幅超过了采用其他任何类型动力系统的汽车。在欧盟国家，纯电动汽车上个月的注册量占比超过 12%，高于一年前的 9.7%。汽车销量连续七个月增长，一定程度上体现了欧洲消费仍然保持韧性。短期看，高油价、智能与舒适的驾驶体验是新能源汽车需求居高不下的主要因素；长期看，虽然欧盟 2035 年燃油车禁令推行受阻，但清洁能源汽车对燃油车的替代趋势难以扭转。我国汽车出口，尤其是新能源汽车出口，有望继续保持高增速。

韩国 2 月汽车出口额飙升 47%，再创历史新高。韩国产业通商资源部周一公布的数据显示，2 月汽车出口总额达到 55.9 亿美元，同比增长 47.1%，打破了去年 12 月创下的 54.2 亿美元的前纪录。出口量增长 34.8%，至 222934 辆。环保汽车的强劲需求带动了整体汽车销售。2 月份环保汽车出口额为 20.2 亿美元，同比增长 83.4%。出口量也达到了历史最高水平 62861 辆，同比增长 61.1%。韩国汽车出口高增长，反映出欧美消费韧性依然较强。新能源汽车出口保持高增速，占比不断提升。

韩国 3 月前 20 天芯片出口额同比下降 44.7%。韩国关税厅（海关）数据显示，由于全球对半导体的需求依然疲软，出口下滑持续加剧，3 月的前 20 天，韩国出口额同比下降 17.4%，其中芯片出口额为 43.2 亿美元，同比下降 44.7%，对中国的出口量下降了 36.2%。3 月前 20 日韩国出口同比-17.4%，降幅大于 2 月的 -7.5%，韩国出口呈加速下行趋势，欧美需求继续走弱。

日本解除对韩国的半导体原材料等物资出口限制。23 日日本经济产业省当天宣布，解除日本对韩国的半导体原材料等 3 项物资的出口限制。2 月日本消费者信心指数将至 30.9 的历史较低水平，需求整体下行。解除限制后韩国出口压力有望缓解，但改善程度有待观察。

2.2 国内宏观热点及一句话点评

3 月 21 日至 22 日，中共中央政治局常委、国务院总理李强在湖南调研并主持召开先进制造业发展座谈会。他强调，要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，大力发展先进制造业，推进高端制造，加快建设现代化产业体系。科技创

新的价值和生命力在应用，要促进产学研用深度融合。**实体经济特别是制造业是我国经济的根基所在，我们坚守制造业的决心不能动摇。**要紧紧围绕制造业高端化、智能化、绿色化发展，加强战略统筹谋划，推进高水平科技自立自强，推动传统制造业改造升级和战略性新兴产业培育发展，坚持优化布局、集群发展，加快中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变。要营造市场化、法治化、国际化营商环境，强化支持先进制造业的政策导向，引导更多资源要素向先进制造业流动，形成有利于先进制造业发展的良好生态。**制造业是我国经济的根基所在，稳增长政策将在一定程度上向制造业，尤其是高端制造业倾斜，包括且不限于财政补贴、税收或其他方面优惠等。高端制造业有望进入高速发展期。**

3月24日，李强主持召开国务院常务会议。会议决定，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，以进一步稳预期强信心，包括将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例由75%提高至100%的政策，作为制度性安排长期实施；将减半征收物流企业大宗商品仓储用地城镇土地使用税政策、减征残疾人就业保障金政策，延续实施至2027年底；将减征小微企业和个体工商户年应纳税所得额不超过100万元部分所得税政策、降低失业和工伤保险费率政策，延续实施至2024年底；今年底前继续对煤炭进口实施零税率等。以上政策预计每年减负规模达4800多亿元。**减税降费“组合拳”持续发力，小微企业、个体工商户、科技创新型企业将得到政策重点关注，市场活力有望进一步提升。**

工信部：着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位。工信部召开重点行业协会座谈会，分析一季度工业经济运行形势。会议强调，要发挥优势、因业施策，引导企业加大设备更新改造投资力度，积极搭建产销对接平台，着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，努力扩大家电、家居、绿色建材消费。要推动产业体系优化升级，加快改造升级传统产业，巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位，培育壮大新能源、新材料等新兴产业，前瞻性布局未来产业。要密切关注企业特别是中小微企业、民营企业面临的困难问题，畅通政企沟通渠道，依法保护企业权益，用真招实策稳定市场预期和提振企业信心。**工信部座谈会明确了稳增长的几个方向，一是企业设备更新改造投资力度可能会超往年，二是汽车、消**

费电子、家电家居、绿色建材等是提升居民消费和刺激政策着力的主要方向；三是传统产业改造升级，新兴产业加速发展，社会整体产业结构优化加速；四是中小微、民营企业关系就业与民生，得到重点关注。

上海房管局：房地产开发投资实现增幅力争在5%左右，约5230亿元。上海房管局印发《上海市房屋管理局2022年工作总结和2023年工作要点》。其中提出，房地产开发投资实现正增长、增长幅度力争在5%左右（预计约5230亿元）；各类新建商品房销售与2022年同比持平（预计约1850万平方米）；建设筹措保障性租赁住房7.5万套（间）等。**广州2023年计划建设用地供应量较年均增45%。**2023年，广州市计划安排建设用地供应总量3203公顷，比近五年年均计划量（2211公顷）增加45%、年均实际供应量（2796公顷）高15%。**深圳市住房公积金管理委员会印发《深圳市住房公积金贷款管理规定》。**明确单独申请的公积金贷款最高额度为50万元，申请人和计算可贷额度的共同申请人共同申请的公积金贷款最高额度为90万元。符合条件的可在此基础上最高上浮40%。**中信银行行长：新发放贷款利率年初已现触底迹象，按揭信贷需求在逐渐恢复。**目前难点在于平滑存量的提前还款和现在慢慢恢复的增量需求。**地方政府供地、投资力度加大，房贷利率处于低位，投资、销售端同步回暖，预期房地产行业将持续改善，上下游行业有望迎来新一轮投资机会。**

全国钢材社会库存连续4周下降，建材库存下降速度有所加快。全国钢材社会库存连续4周下降。兰格钢铁网数据显示，截至3月17日当周，全国钢材社会库存指数为163.0点，比上周下降3.52%，较上周的下降速度加快1.02个百分点，比上月下降7.56%，比去年同期下降6.04%。其中，建材社会库存指数为246.6点，比上周下降2.80%，较上周的下降速度加快1.51个百分点，比上月下降3.56%，比去年同期下降6.59%。**一季度基建投资靠前发力，项目陆续开工，制造业投资保持高增速，房地产投资边际改善，需求改善，钢材去库存加速。预期上游钢铁、建材等产能利用率将得到提升，相关产品价格面临上涨压力。**

地方债发行节奏加快，新增专项债占大头。稳增长目标下，为促进经济运行整体好转，地方债发行节奏进一步加快。近日，上海、江西、云南等多个地方政府债券发行结果集中披露，福建、贵州等多地的地方政府债券二季度发行计划也相继公开。截至3月中旬，已披露的3月地方债发行计划额度达7432亿元，新

增专项债占绝大多数。日前，大连、黑龙江等地已陆续发布 2023 年新一轮中小银行专项债，广西、河北等地也于近期披露了用于化解地方中小银行风险的新增专项债额度或发行计划。当前中小银行专项债发行进度过半，有机构分析称，按央行此前公布的 5500 亿专项债额度，剩余近半额度有望在今年内发行完毕。一季度地方债早发快发特征明显，投资端发力，有望推动就业增长和消费复苏。使用专项债补充中小银行资本金，既能增强中小银行资金实力和风险抵御能力，又能促进其加大力度服务实体经济，扩大对中小微、民营企业信贷投放。专项债支持中小银行补充资本金，重在提高资金使用效率，增强自身造血功能。

各地陆续公布今年投资计划。河南省集中开工的 12 个重大水利项目，总投资 374 亿元。2023 年新疆计划实施自治区重点项目 400 项，总投资 2.7 万亿元，计划完成投资 3000 亿元以上。各地方投资陆续开工建设，二季度有望形成较大工作量，投资对经济的拉动作用将更加突出，消费和就业有望改善。

国家能源局印发《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025 年)》的通知。方案指出，要加快提升油气上游新能源存储消纳能力。重点推进大庆、长庆、胜利、塔里木、新疆、华北等油田风电和光伏发电集中式开发。积极推进油区内风电和光伏发电分布式开发，重点推广应用低风速风电技术，合理利用荒山丘陵、沿海滩涂等资源，积极推进风电就地就近开发。传统能源与新能源融合发展，有助于推动能源生产供应结构转型升级。此外，国家能源局等四部门近日发文提升并网技术，推动农村分布式光伏发展。储能、风电、光电和电网升级投资有望进一步加码。

重庆力争到 2027 年数字经济增加值占地区生产总值比重超过 50%。近日，重庆市人民政府公布《重庆市推动成渝地区双城经济圈建设行动方案（2023—2027 年）》。方案提出，实施构建现代化产业体系行动。到 2027 年，力争制造业占地区生产总值比重达到 28%，数字经济增加值占地区生产总值比重超过 50%，智能网联新能源汽车产销量占全国比重达到 10%以上，功率半导体、液晶面板产量迈入全国前三，“芯屏端核网”产业规模达到 1.4 万亿元。数字经济重视程度普遍提升，投资持续增加，关注上下游产业链投资机会。

1-2 月电信业务收入、总量同比分别增长 7.9%和 17.7%。1-2 月份，电信业务收入累计完成 2803 亿元，同比增长 7.9%。按照上年不变价计算的电信业务总

量同比增长 17.7%。三家基础电信企业积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务,1-2 月份共完成业务收入 629 亿元,同比增长 25.7%,在电信业务收入中占比为 22.4%,拉动电信业务收入增长 5 个百分点。其中云计算和大数据收入同比增速分别达 69.8%和 39.3%,物联网业务收入同比增长 31.7%。云计算和大数据的应用,将推动各行业迎来新的创新发展。电信与数字经济高速增长,是经济转型升级进程中的亮点,也是迈入高质量发展新阶段的动力源泉之一。预期数字经济投资将长期维持较快增长。

图表4: 下周重点关注

数据	预期	前值
3月中采制造业PMI	51.0%	52.6%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3 风险提示

疫情演变超预期,国内政策效果不及预期,海外通胀超预期,国际地缘政治风险变化超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048