

本周（3月20日至3月24日），美联储3月加息25bp靴子落地，欧美银行业危机引发的恐慌情绪有所缓解，权益资产受益于风险偏好抬升普遍录得反弹。

国内债市延续防御态势。国内经济在经历了脉冲式修复的第一阶段后，高频数据修复斜率呈现阶段性收敛，但一方面经济修复的内生动能不可证伪，另一方面降准等政策有意修复市场预期，巩固经济复苏信心，皆对债市情绪造成压制。

海外市场方面，美联储联手五大央行通过常设美元流动性互换额度安排加强流动性供应，一定程度遏制银行业危机影响进一步扩散。3月议息会议美联储放缓加息，海外风险资产暂获喘息，但美债深度倒挂的期限结构仍在提示当前金融市场的脆弱性。

➤ 本周股票市场多数上涨，成长大幅反弹。

本周股票市场多数上涨，市场情绪回暖。上证指数上涨0.46%，深指数证上3.16%，创业板上涨3.34%，科创50指数上涨4.45%。风格方面，本轮降准靠前发力，大盘成长表现相对占优。

成长和题材板块继续发力。传媒、计算机、电子、电力设备及新能源等行业领涨，钢铁、建筑、石油石化、交通运输、电力及公用事业等行业出现回调。

➤ 本周资金面进一步转松，利率债和信用债走势分化。

银行间资本面回暖，主要回购利率全线回落，隔夜利率大幅下行至1.3%下方。但债市走向与资金面脱敏的情况仍在延续，本周海外避险消退以及国内政策强化宽信用复苏周期双重因素对债市情绪造成压制。

国债期货全线震荡下行，2年国债期货价格本周收至100.81，较上周收盘下跌0.02%；5年国债期货价格收至100.91，下跌0.07%；10年国债期货价格收至100.23，下跌0.19%。

在经历“赎回潮”后，品种信用利差普遍修复，短端信用利差再次下行，结构性资产荒初现端倪。

➤ 美联储3月议息会议落地，海外避险情绪阶段退坡。

为应对银行业风波，3月美联储议息会议加息25bp符合一致预期，同时暗示加息可能逐步接近尾声。市场避险情绪有所回落，三大股指收高，英国、德国、法国等主要股票市场均录得涨幅。只是当前美债收益率剧烈波动，债务上限问题反复上演，仍然需要警惕加息背景下脆弱的金融系统带来的宏观高波动。

➤ 商品方面，铜油领涨，国内工业品回调明显。

一方面，海外宏观事件加剧商品价格波动率。随着银行流动性冲击边际消退，铜、油价格明显反弹。另一方面，内需修复并非一蹴而就，生产扩张动能在经历爬坡期后，工业企业开工修复速率出现阶段性放缓，其中螺纹表观消费环比连续两周边际下滑，南华工业品价格普遍回调。

➤ 未来国内关注：中国3月PMI数据以及博鳌亚洲论坛2023年年会。

博鳌亚洲论坛2023年年会定于3月28日至31日在海南博鳌举行。3月31日，国家统计局将公布3月PMI数据。

➤ 未来海外关注：银行风波的尾部效应以及2月美国PCE数据。

银行危机仍存在外溢风险，关注后续可能形成的风险传导链。

➤ 风险提示：地缘政治发展超预期；数据测算有误差；海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 2.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
- 2.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25
- 3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

目录

1 大类资产价格表现.....	3
2 资金流动及机构行为	8
3 主要的高频经济指标	11
4 风险提示	13
插图目录	14

1 大类资产价格表现

资金面转松，隔夜利率大幅下行。

本周(3月20日至3月24日,下同)受益于央行降准稳定利率中枢,资金面进一步转松,DR007下行4BP至1.70%

本周国内股市多数上涨,成长风格相对占优;指数涨跌幅度方面,中证500指数>中证1000指数>沪深300指数>上证50指数。

上证指数上涨0.46%,深指数证上涨3.16%,创业板上涨3.34%,科创50指数上涨4.45%。

国证成长风格指数上涨3.09%,价值风格指数小幅滑落0.31%;大盘指数上涨1.49%,中盘指数上涨1.99%,小盘指数上涨2.69%。**传媒、计算机、电子、电力设备及新能源、有色金属等行业领涨,钢铁、建筑、石油石化、交通运输、电力及公用事业、农林牧渔领跌。**

利率债和信用债走势分化。

1年期国债利率上行4.38BP,5年期国债利率上行0.79BP,10年期国债利率上行2.01BP;国开2年期下行2.44BP,5年期下行0.01BP,10年期上行0.5BP。

国债期货下行。2年期国债期货价格本周收至100.81,较上周收盘下跌0.02%;5年期国债期货价格收至100.91,下跌0.07%;10年期国债期货价格收至100.23,下跌0.19%。

信用利差压缩,结构性“资本荒”初现端倪。2年期企业债与国债利差下行至55.9BP,持平上周;2年期城投与国债利差下行至57.72BP,相比于上周下降2.05bp;2年期AAA-房地产债与国债利差下行至58.58BP,相比于上周上升1.99BP;2年期AAA-钢铁债与国债利差下行至62.03BP,相比于上周下降0.43BP。

铜油领涨,国内工业品回调明显。

CRB综合指数上涨1.50%;南华综合指数下跌0.25%,其中工业品、能化品、农产品分别上涨0.01%、上涨0.66%、下跌2.50%,金属、贵金属指数分别下跌0.55%、上涨2.42%。

重要商品方面,WTI原油下跌2.44%,LME铜上涨5.08%,伦敦黄金现货上涨3.16%,上海螺纹钢下跌3.74%。

风险偏好阶段性修复,海外股市多数反弹,但债市利率延续下跌,金融系统仍显脆弱。

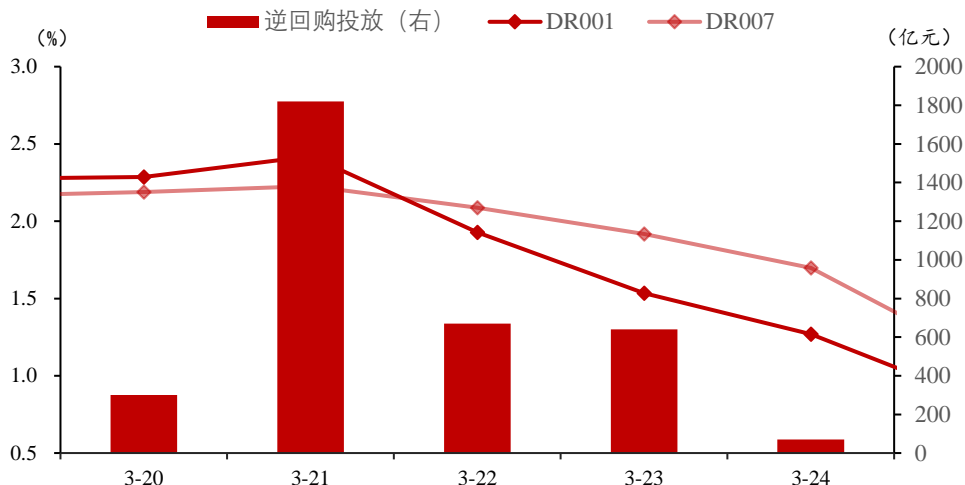
纳指上涨1.66%、标普500上涨1.39%,道琼斯指数上涨1.18%,英国富时100指数、法国CAC40指数、德国DAX指数分别上涨0.95%、1.30%、1.28%,日经225上涨0.19%,香港恒生指数上涨3.08%。

10年期美债利率下行1BP,10年期法债、意债、英债、德债分别下行1.2BP、下行4.2BP、下行13BP、20BP,10年期日债下行10BP。

美元指数边际走弱,美元兑离岸人民币升至6.87。

美元下跌1.21%,在岸人民币上涨1.00%,英镑上涨0.43%、欧元上涨0.88%,日元上涨0.88%,瑞郎上涨0.68%;商品货币表现分化,加元下跌0.08%、澳元下跌0.91%、挪威克朗上涨2.09%。

图 1：央行逆回购和资金利率



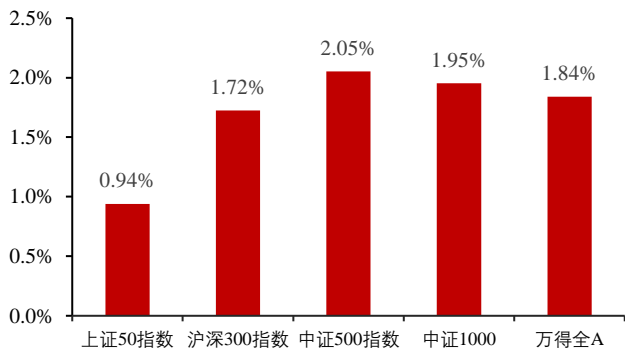
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2023.03.20—2023.03.24)									
国内股票		国内债券及国债期货		商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	0.46%	1年国债 (BPs)	↑ 4.38	黄金	3.16%	美元指数	-0.73%	标普500	1.39%
深证指数	3.16%	5年国债 (BPs)	↑ 2.01	WTI原油	2.14%	在岸人民币	0.27%	纳斯达克指数	1.66%
创业板指数	3.34%	10年国债 (BPs)	↑ 0.74	LME铜现货	5.08%	离岸人民币	0.28%	道琼斯指数	1.18%
科创50指数	4.45%	2年国开 (BPs)	↓ 2.44	上海螺纹钢	-3.74%	欧元	0.88%	伦敦金融时报100指	0.95%
上证50	0.94%	5年国开 (BPs)	↓ 0.01	南华工业品	0.01%	英镑	0.48%	巴黎CAC40指数	1.30%
沪深300	1.72%	10年国开 (BPs)	↑ 0.50	南华农产品	-2.50%	日元	0.88%	德国DAX指数	1.28%
中证500	2.05%	TS	-0.02%	南华能化品	0.16%	瑞郎	0.68%	10年期美债 (BPs)	↓ -1.00
中证1000	1.95%	TF	-0.07%	南华综合指数	-0.25%	加元	-0.08%	10年期德债 (BPs)	↓ -20.00
万得全A	1.84%	T	-0.19%	CRB综合指数	1.50%	澳元	-0.51%	10年期日债 (BPs)	↓ -10.00

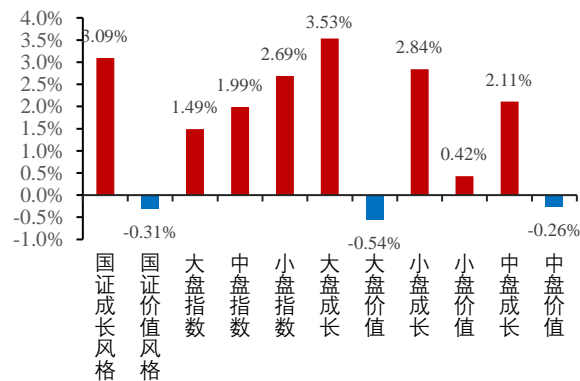
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日 A 股市场指数表现



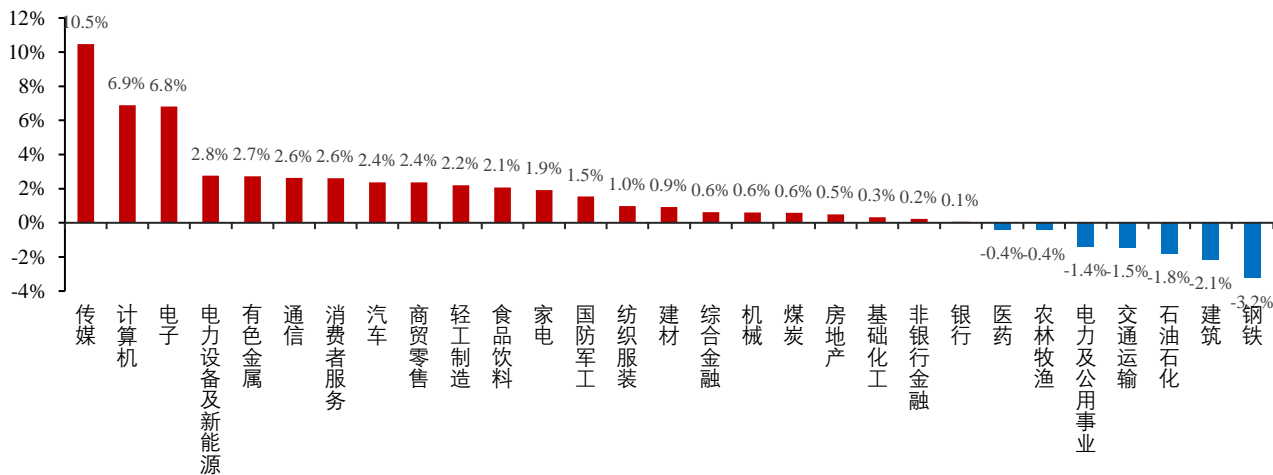
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日 A 股风格指数表现



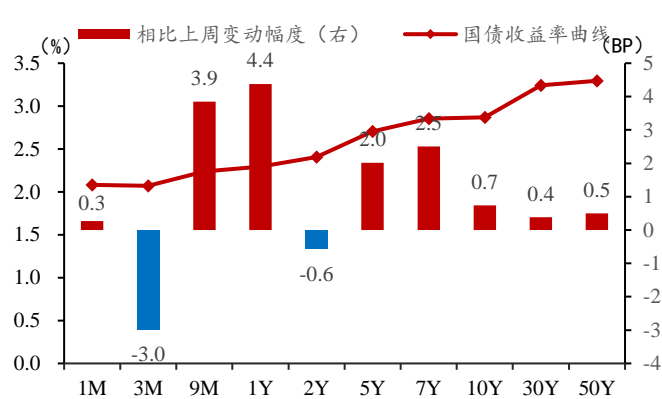
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日中信 I 级行业涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

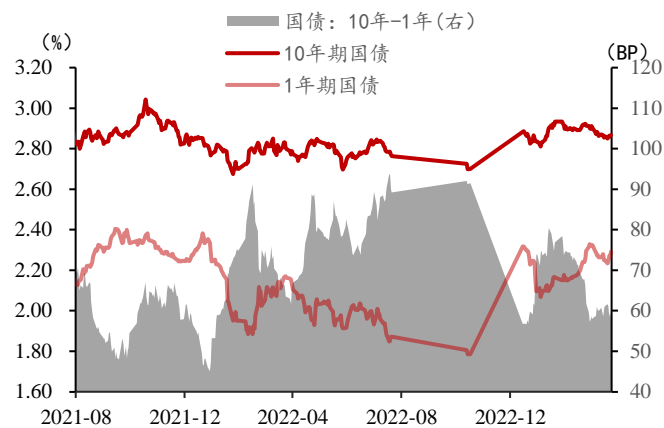
图 6：国债收益率及变动



资料来源：wind，民生证券研究院；

注：涨跌幅取值区间 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日

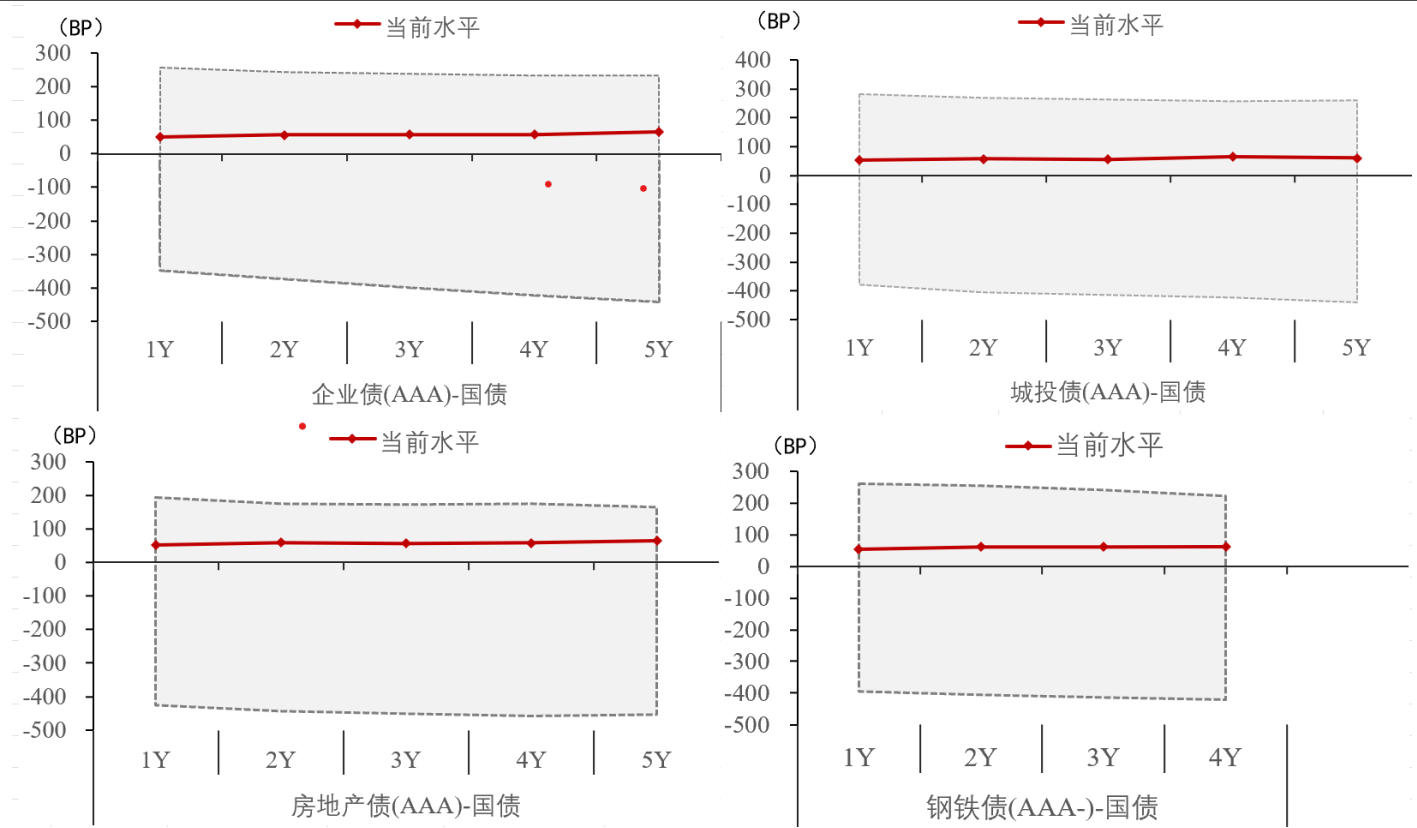
图 7：期限利差



资料来源：wind，民生证券研究院；

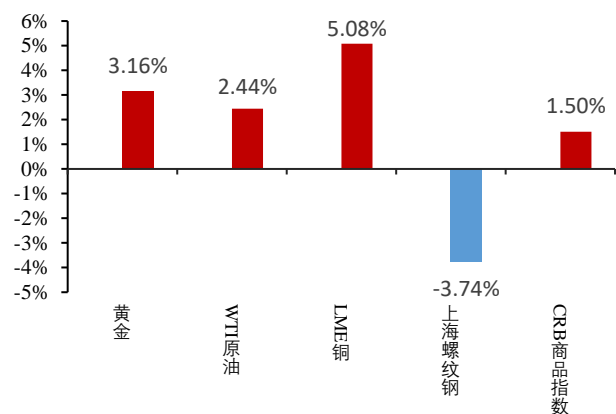
注：截至 2023 年 3 月 24 日

图 8: 信用利差



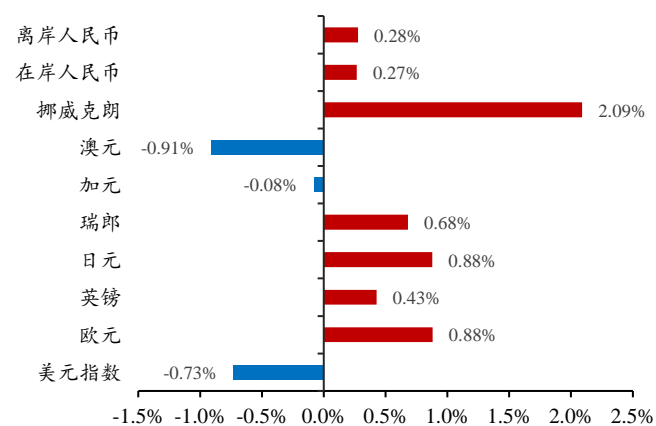
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 截至 2023 年 3 月 24 日

图 9: 2023 年 3 月 20 日—2023 年 3 月 24 日商品表现



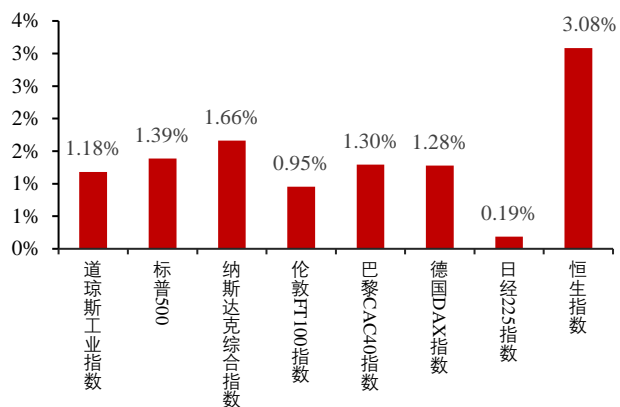
资料来源: wind, 民生证券研究院;

图 10: 2023 年 3 月 20 日—2023 年 3 月 24 日外汇表现



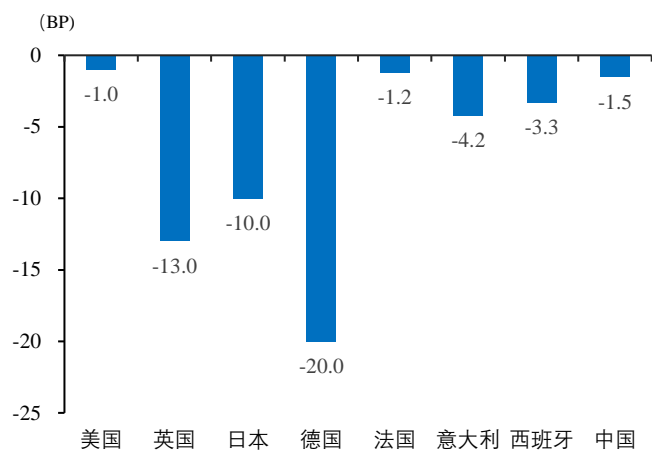
资料来源: wind, 民生证券研究院;

图 11: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日全球主要股指涨跌幅



资料来源: wind, 民生证券研究院;

图 12: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度



资料来源: wind, 民生证券研究院;

2 资金流动及机构行为

本周 A 股市场日均成交金额为 9901 亿元，融资融券交易占比约 8.47%，交易热度边际回暖。

根据 wind 统计，本周新发基金金额（股票+混合型）为 59 亿元，相较于上周金额有所回落。北向资金累计净买入 109.5 亿元，小于上周净买入规模。

资金面偏松，银行间市场逆回购成交量高于历史同期。

本周银行间逆回购量均值 6.45 万亿元，较上周 5.92 万亿规模小幅上升。

本周银行间外汇市场即期询价日均成交规模在 415 亿美元，环比回落。

同业存单发行利率普遍下行，票据转贴利率小幅上行。

同业存单发行利率下行，1 年期股份制银行同业存单发行利率为 2.67%，相比上周下行 1.2BP；1 年期城商行同业存单发行利率为 2.86%，相比上周下行 0.3BP；1 年期农商行同业存单发行利率为 2.77%，相比上周下行 9.9BP。

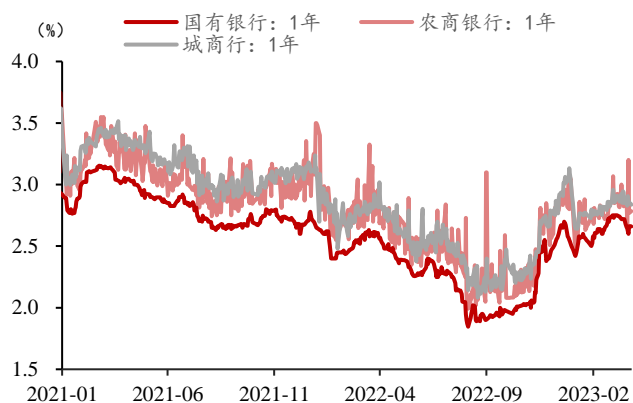
票据转贴利率上行，1 年期国股票据转贴利率为 2.35%，比上周上行 1BP；1 年期城商票据转贴利率为 2.50%，比上周上行 1BP。

海外银行业风波暂缓，本周美股、美债、G7 货币、原油波动率均高位震荡略有回落。

离岸美元流动性边际有所改善。

3 个月的 FRA/OIS 指标较上周高位有所回落，美元兑欧元货币、美元兑日元互换基差本周小幅回调。

图 13：同业存单发行利率



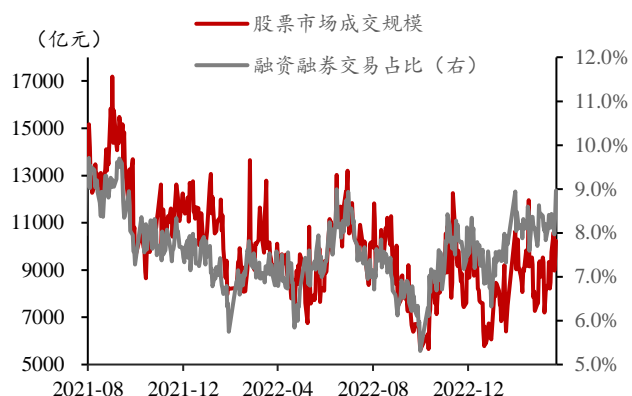
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：票据转贴利率



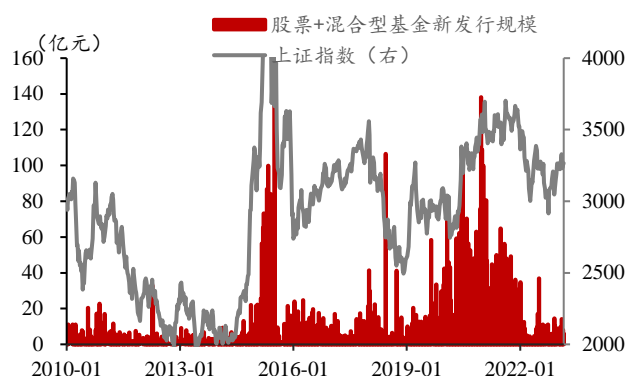
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15: 股票市场成交规模及融资融券交易占比



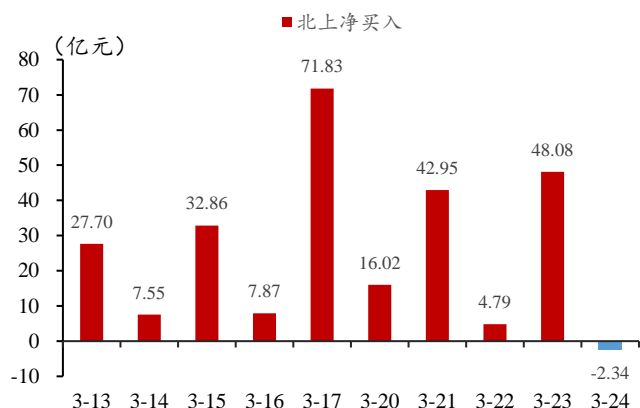
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 新基金发行情况



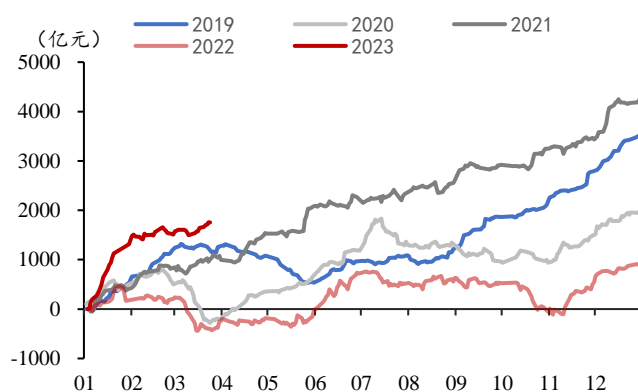
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 17: 北上资金近单日净买入



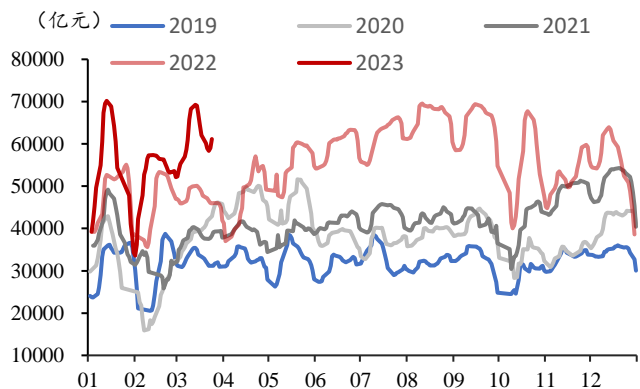
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 北上资金累计净买入



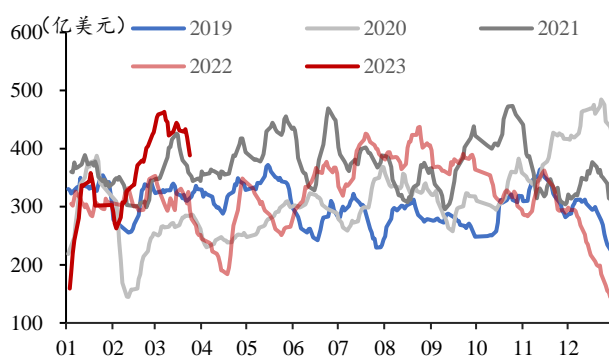
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 银行间质押式逆回购成交规模



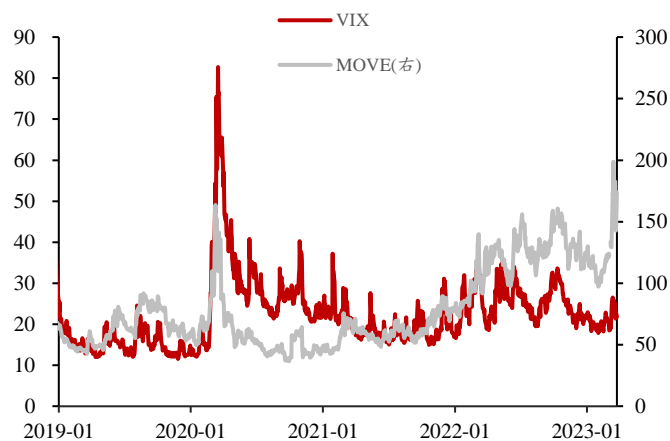
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 20: 银行间外汇市场即期询价成交量



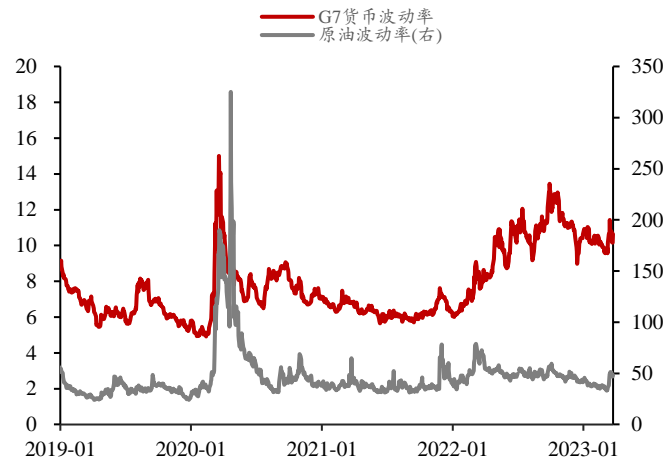
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 21: 美股和美债市场波动率



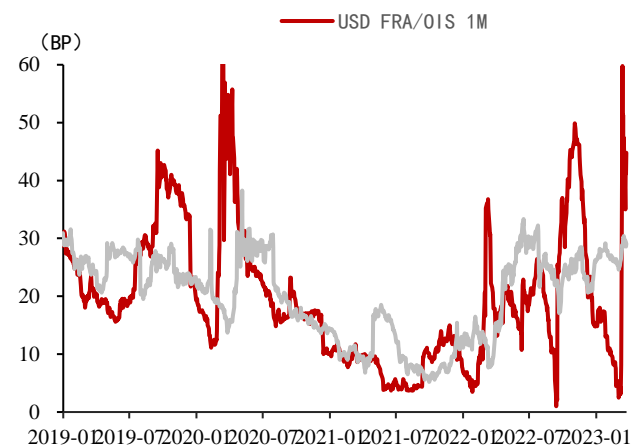
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 22: 原油和 G7 外汇波动率



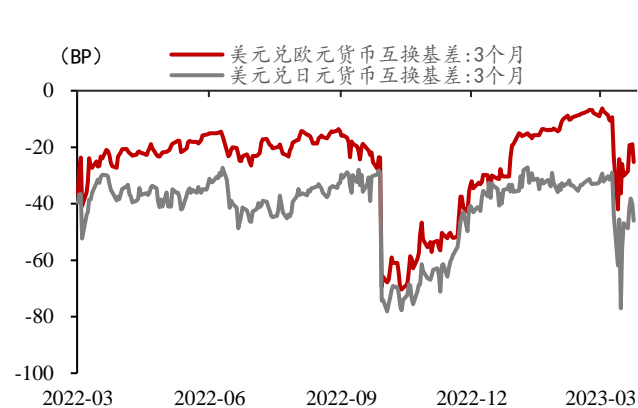
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 23: FRA/OIS 走势



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 24: 主要货币对交叉货币互换基差



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

3 主要的高频经济指标

复工持续推进，建筑业施工实物工作量转化阶段性回落。

螺纹钢表观消费 322.4 万吨，环比上周跌落 27.7 万吨，低于去年同期水平。

本周水泥价格指数环比下行，3 月 23 日水泥价格指数达 141.2（3 月 17 日，141.4）；截至 3 月 17 日，六大电厂日均耗煤量较上周小幅回落，仍显著高于历史同期水平。

地产、汽车销售环比小幅改善。

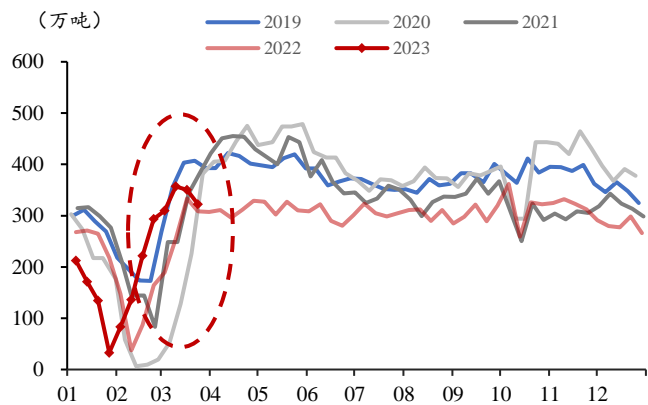
3 月 23 日，30 城商品房销售 7 日移动平均值录得 54.9 万平方米，相较上周小幅上升，当前销售状况优于 2020、2022 年同期，与 2019 年同期销售水平相仿。

最新一期（3 月 12 日-3 月 19 日）的乘联会汽车零售数据，全国乘用车市场零售日均销量 4.1 万辆，同比环比均上行。

地铁出行人次延续较高出行热度。

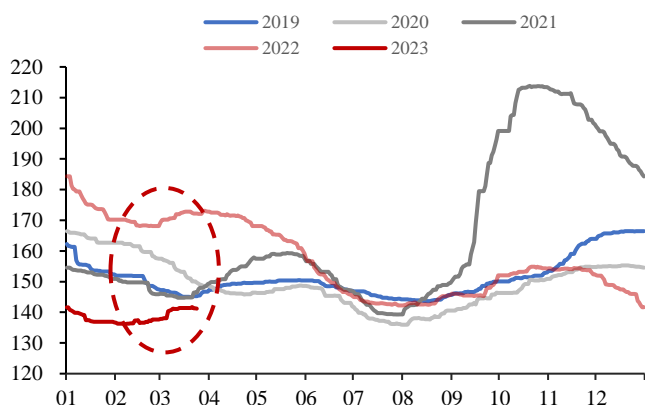
3 月 23 日，10 城地铁出行 7 日移动平均值录得 5626.49 万人次，出行人数高于 2019 年同期。

图 25：螺纹钢表观消费



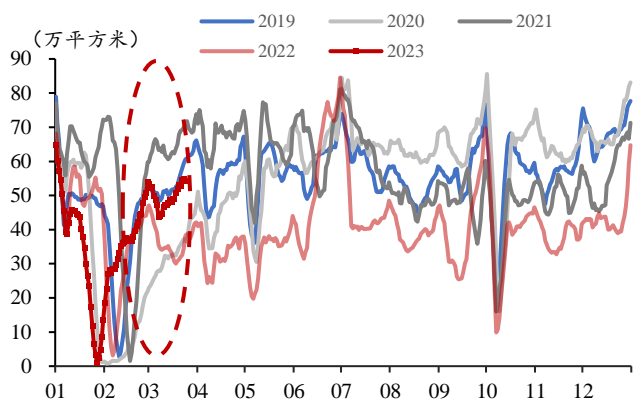
资料来源：iFind，民生证券研究院

图 26：全国水泥价格指数



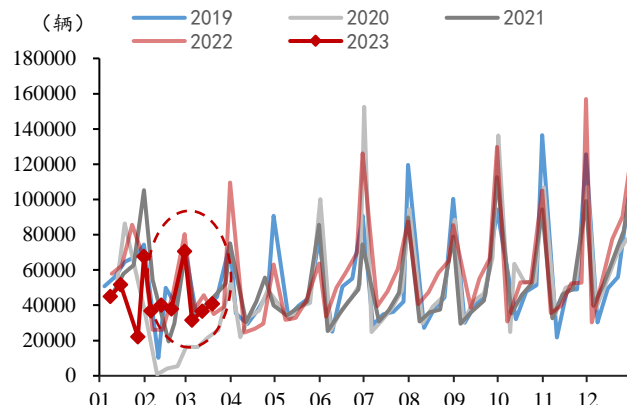
资料来源：wind，民生证券研究院

图 27: 30 城商品房成交 7 天移动平均



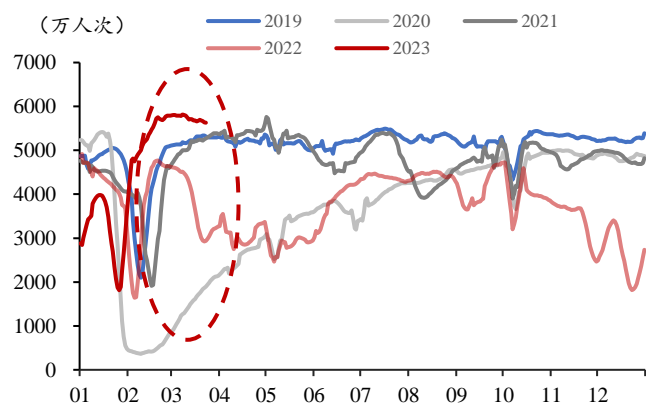
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 28: 乘联会汽车销售量



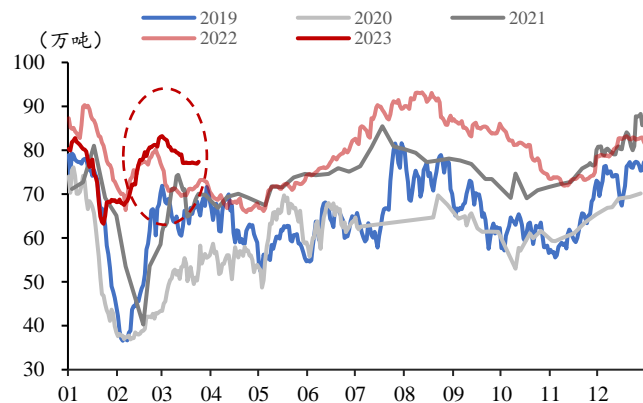
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 29: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州、长沙

图 30: 沿海六大电厂日耗



资料来源: iFind, 民生证券研究院; 注: 沿海六大电厂集团为: 浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能

4 风险提示

1) **地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对金融市场走向判断。

3) **海外货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 央行逆回购和资金利率	4
图 2: 全球大类资产表现汇总	4
图 3: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日 A 股市场指数表现	4
图 4: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日 A 股风格指数表现	4
图 5: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日中信 I 级行业涨跌幅	5
图 6: 国债收益率及变动	5
图 7: 期限利差	5
图 8: 信用利差	6
图 9: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日商品表现	6
图 10: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日外汇表现	6
图 11: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日全球主要股指涨跌幅	7
图 12: 2023 年 3 月 20 日——2023 年 3 月 24 日主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度	7
图 13: 同业存单发行利率	8
图 14: 票据转贴利率	8
图 15: 股票市场成交规模及融资融券交易占比	9
图 16: 新基金发行情况	9
图 17: 北上资金近单日净买入	9
图 18: 北上资金累计净买入	9
图 19: 银行间质押式逆回购成交规模	9
图 20: 银行间外汇市场即期询价成交量	9
图 21: 美股和美债市场波动率	10
图 22: 原油和 G7 外汇波动率	10
图 23: FRA/OIS 走势	10
图 24: 主要货币对交叉货币互换基差	10
图 25: 螺纹钢表观消费	11
图 26: 全国水泥价格指数	11
图 27: 30 城商品房成交 7 天移动平均	12
图 28: 乘联会汽车销售量	12
图 29: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均	12
图 30: 沿海六大电厂日耗	12

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026