

2023年04月03日

证券研究报告|宏观研究|宏观深度

金融市场分析周报

(2023.03.27-2023.03.31)

报告摘要

- **工业企业利润：终端需求及出口仍较疲软，叠加上游原材料价格持续下滑，工业企业利润同比跌幅扩大。**一方面经济复苏动能不强，疫后仅部分行业恢复较快，内需整体恢复不足，外需也受主要央行收紧政策而拖累，另一方面 PPI 数据显示生产原材料同比价格继续下跌，导致工业企业利润持续承压，同比降幅扩大。从三大行业看，电力等行业利润保持高增，仍为主要支撑，但占比较大的制造业利润下滑严重，是工业利润的主要拖累。随着国内经济继续复苏及美联储存在降息预期，工业企业利润状况或将得到一定修复。
- **PMI：稳经济政策措施效果持续释放，中国经济延续企稳回升态势，但外部需求疲软拖累制造业 PMI 有所回落，此前疫情冲击较重的非制造业加速改善。**3月制造业 PMI 下降 0.7 个百分点至 51.9，仍好于市场预期，非制造业商务活动指数提升 1.9 个百分点至 58.2，接近高景气区间，表明中国经济仍处于疫情优化后的企稳回升态势中。制造业的供需端是明显的支撑项，且供给端好于需求端，但外需受全球主要央行收缩政策影响而明显不足。非制造业加速改善，主因是疫情期间受影响较严重的服务业继续改善，且拉动经济的建筑业也维持在高景气区间。后续看，尽管外部仍存在不确定性，但仍看好中国经济的复苏前景。
- **资金市场分析：跨季期间央行持续净投放，资金市场转为平衡；月初影响资金面的因素较为有限。**本周央行公开市场累计进行了 11610 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 3500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净投放 8110 亿元。本周跨季，央行维持大额净投放，资金市场出现分化，本周一起隔夜资金就上周五持续下行，而跨月资金价格维持相对高位。下周为月初，影响资金面的因素较少，政府债券净

主要数据

上证指数	3272.8602
沪深300	4050.9257
深证成指	11726.3977

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

各部门复苏动能出现分化 —2023-04-02
制造业景气度高位“盘整” —2023-04-02
金融市场分析周报 —2023-03-28

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

融资额度也维持低位。但也应注意下周存大额逆回购到期，资金面在月初的宽松后存在趋紧可能。同时 4 月份为缴税大月，在资金面逐步恢复正常后缴税在特定月份可能对于资金市场产生更大影响，开始影响的时间也可能有所提前。

- **利率债：**本周发布 1-2 月工业企业利润，下滑较多；PMI 继续荣枯线上但制造业 PMI 低于前值，非制造业表现较好，总理博鳌论坛表示我国经济强劲增长。利率债仍旧窄幅震荡，经济向好趋势并不是利率中枢整体上行决定因子，但目前为止上行风险较大。1-2 月规模以上工业企业营收同比-1.3%，1-2 月规上工业企业利润同比-22.9%，下降幅度较大，大幅低于 2022Q4 的-8.3%。利润增速整体偏低，高基数虽是原因之一，但也反应出企业恢复较慢，是否为低点仍需后续逐步确认。中国 3 月官方制造业 PMI 51.9，预期 51.5，前值 52.6；中国 3 月官方非制造业 PMI 58.2，预期 55，前值 56.3。分项看，生产指数下降，新订单指数下降，库存下降，产成品下降；分行业看，环比靠前的为计算机、木材、饮料；新出口订单回落，但仍在荣枯线上，回落在预期之内；服务业 PMI 上行与新基建相关，老基建建筑业上升至 65.6%。总理在博鳌论坛也表示“中国经济增长的动能和态势是强劲的”，“中国经济呈现恢复向好态势，消费、投资等主要经济指标向好”，整体来看经济继续修复，但制造业修复放缓，经济脉冲已经过去，经济向好预期不变，但经济向好并不是利率上行的决定性因素，后续的信贷投放，股市情绪都持续持续关注。震荡趋势不改，但目前为区间内低点，交易层面上风险较大。
- **权益市场：**A 股市场震荡持续，成长优于价值。北上资金本周合计流入 104.65 亿元。上证综指最终报收 3272.86 点。A 股市场持续震荡。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体跌大于涨。从目前看，市场情绪不乐观，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，股市反弹空间大。海外方面金融风险仍存在蔓延可能。国内经济向好趋势明确，但当前经济恢复进度分化的特点仍然突出。关注紧缩后周期中的全球金融风险。

- **美元指数分析：**美国近期经济数据指向不一，美联储加息接近尾声的预期下，美元指数维持下行。本周美国多项 3 月份经济数据公布，整体来看美国三月份经济数据指向不一，但多数显示美国经济逐步降温，物价区域缓和，其中对于美元指数影响最大的为本周五公布的美国 2 月份 PCE 数据，美国 2 月份 PCE 数据同比增 4.6%，环比增 0.3%，同比环比涨幅均低于预期。本周多位美联储官员发言，坚持美联储将以控制通胀为目标，但市场坚持美联储加息接近尾声的情况下，市场对于美联储官员的反应较为有限。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

正文目录

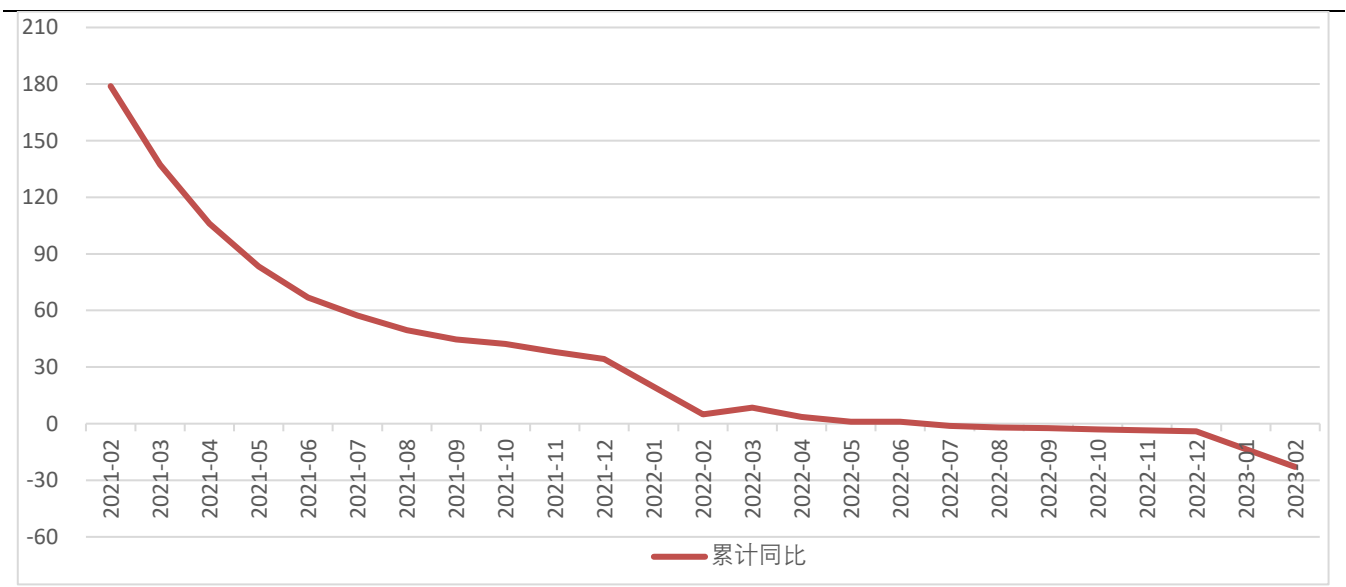
一、 本周重点经济	5
1.1 终端需求及出口仍较疲软，叠加上游原材料价格持续下滑，工业企业利润同比跌幅扩大	5
1.2 稳经济政策措施效果持续释放，中国经济延续企稳回升态势，外部需求疲软拖累制造业 PMI 有所回落，非制造业加速改善	6
1.3 一周要闻	8
二、 固定收益市场分析	9
2.1 资金面分析：跨季期间央行持续净投放，资金市场转为平衡；月初影响资金面的因素较为有限	9
2.2 利率债走势分析：央行本周因跨季大幅投放短期资金，1-2 月工业企业利润下滑，PMI 荣枯线上，利率债本周震荡小幅下行	11
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额持续为负；各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差多数收窄	12
三、 主要资产价格分析	14
3.1 权益市场分析：A 股市场震荡持续，成长优于价值	14
3.2 美元指数分析：美国近期经济数据指向不一，美联储加息接近尾声的预期下，美元指数维持下行	15

一、 本周重点经济

1.1 终端需求及出口仍较疲软，叠加上游原材料价格持续下滑，工业企业利润同比跌幅扩大

一方面，经济复苏不强，疫后仅少部分行业恢复较快，内需整体仍然较为疲软，外需因政策收紧和银行业事件影响也一直不足，另一方面，PPI 数据显示上游原材料特别是生产原材料价格继续下跌，导致工业企业利润持续承压，1-2 月同比降幅进一步扩大。国家统计局 3 月 27 日公布的工业利润数据显示，1—2 月全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降 22.9%，降幅较去年全年大幅扩大 18.9 个百分点。统计局称，多因素影响工业企业利润下降，市场需求尚未完全恢复，企业营业收入同比下降 1.3%，同时营收降幅大于成本降幅，导致企业毛利下降，下拉工业利润增速 18.6 个百分点，另外 PPI 同比降幅扩大，也对企业盈利形成较大压力。

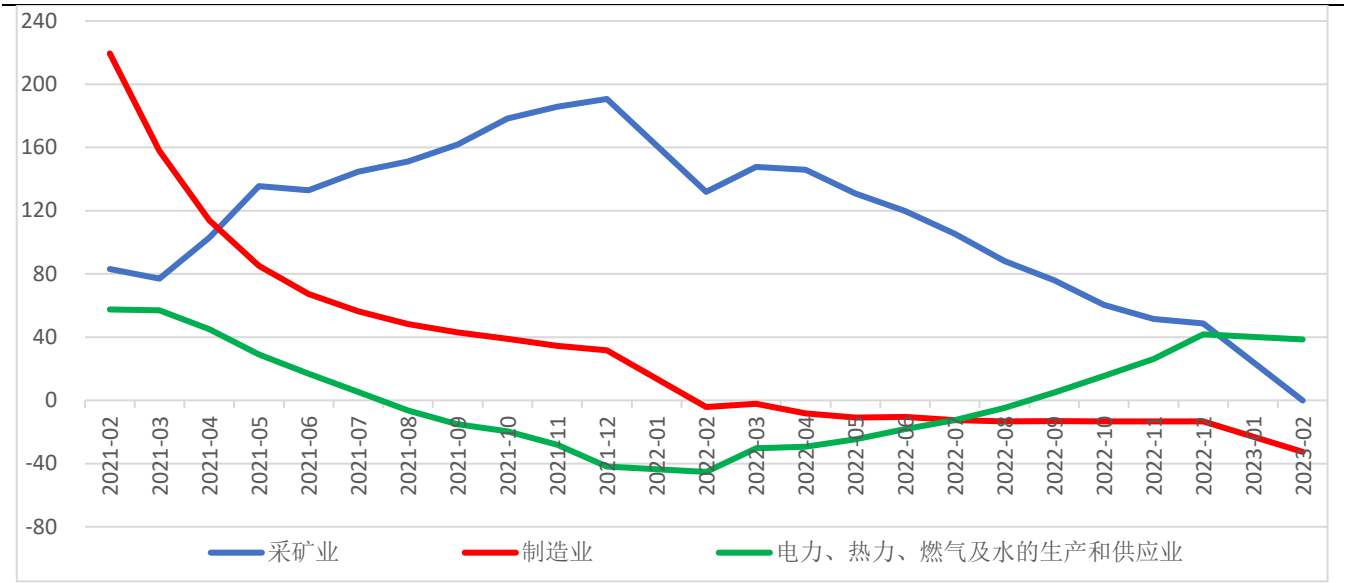
图 1：1-2 月工业企业利润同比继续下滑（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比涨幅保持高增，为主要拉动项，制造业利润降幅较大，为主要拖累项。分三大行业看，1-2 月电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比增长 38.6%，增速较 2022 年全年放缓 3.2 个百分点，其中随着工业生产持续恢复，用电需求增加，带动电力行业利润同比高增 53.1%；采矿业受上年基数较高影响，利润同比下降 0.1%，增速仍高于总体增速；制造业是导致工业企业利润降幅扩大的主要行业，同比降幅扩大 19.2 个百分点至 32.6%，其中原材料和装备制造业利润降幅较大，分别拖累工业利润 15.7、6.5 个百分点，消费品制造业利润同比收窄 13.4 个百分点至 8%，另外一些新动能行业利润增长较快，比如受动力电池、光伏设备等产品带动，电气机械行业利润同比增速加快至 41.5%。

图 2：电力等行业利润保持高增，但是制造业利润降幅较大（%）



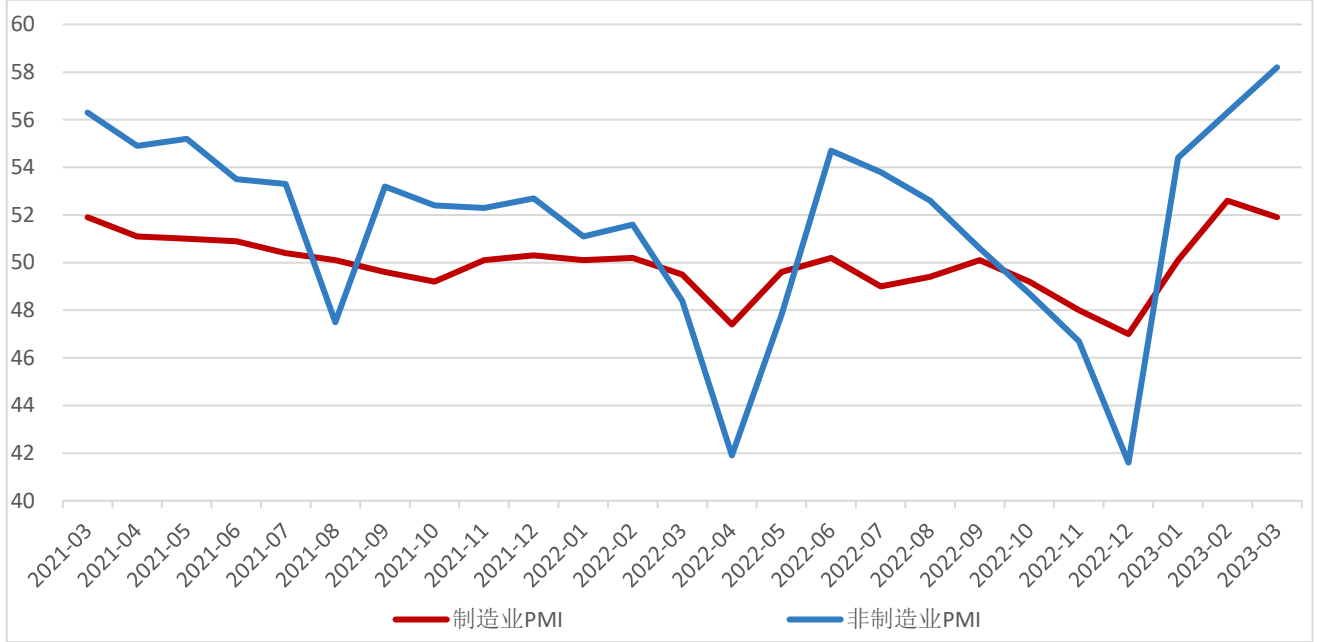
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

不同类型工业企业利润同比均下降，国企利润降幅较小。1-2 月，国有控股企业利润同比由去年全年上升 3% 转为下降 17.5%，增速回落 20.5 个百分点；私营企业利润、外商及港澳台商投资企业同比分别下降 19.9%、35.7%，降幅分别扩大 12.7 个、26.2 百分点。

1.2 稳经济政策措施效果持续释放，中国经济延续企稳回升态势，外部需求疲软拖累制造业 PMI 有所回落，非制造业加速改善

随着稳经济政策措施持续显效，中国经济延续复苏态势，受外部需求疲软拖累，制造业 PMI 较上月高点有所回落，但此前疫情冲击较重的非制造业加速改善。国家统计局 3 月 31 日公布的经济景气度数据显示，3 月制造业采购经理人指数（PMI）为 51.9，较 2 月下降 0.7 个百分点，仍好于市场预期；非制造业商务活动指数较上月提升 1.9 个百分点至 58.2，接近高景气区间，超出市场预期；由于非制造业涨幅大于制造业降幅，综合 PMI 产出指数上升 0.6 个百分点至 57，表明中国经济仍处于企稳回升趋势。

图 3：3 月制造业 PMI 有所回落，非制造业加速改善（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

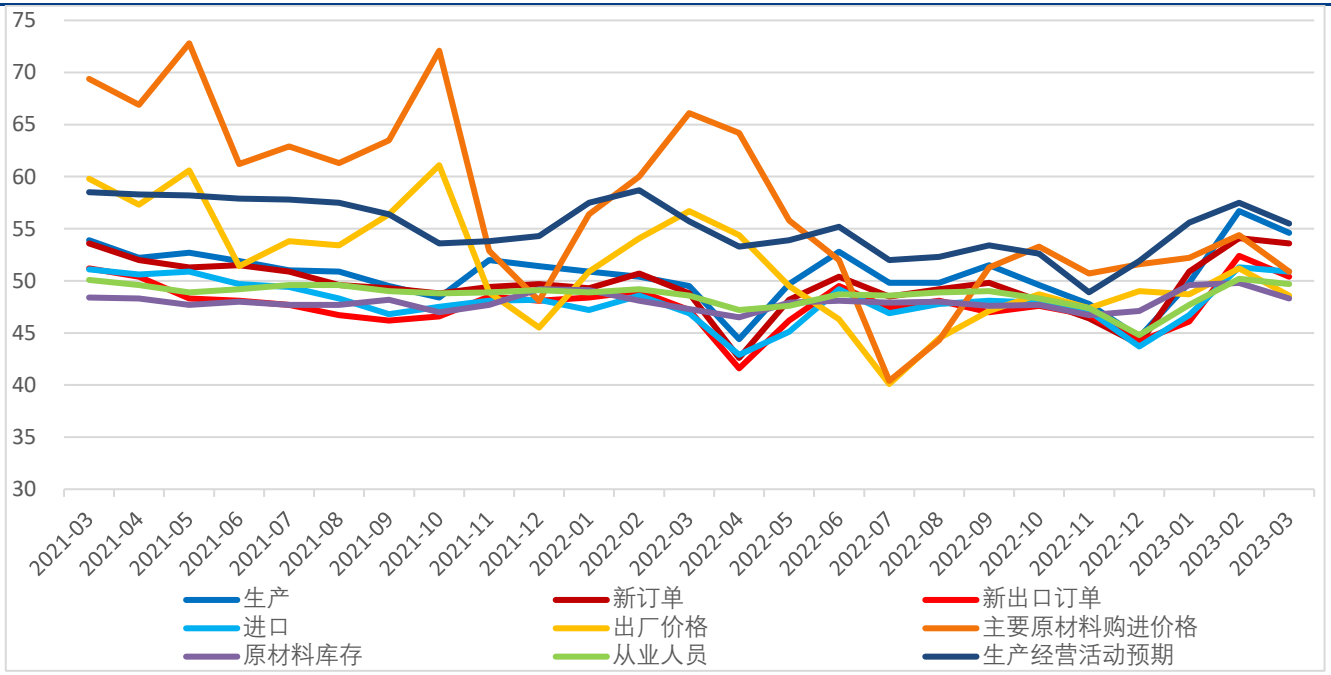
欧美经济整体较疲软导致外部需求不足，叠加国内经济复苏不强，制造业 PMI 多数指标均出现一定回落，不过除从业人员、出厂价格等之外的指标仍处于扩张区间。从制造业分项指数看，3月，供需两端均稳步回升，生产指数和新订单指数分别为 54.6 和 53.6，较上月回落 2.1 个和 0.5 个百分点，仍为制造业的主要支撑项，其中非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业的指标升至 57 以上的较高景气区间；新出口订单指数较上月回落 2 个百分点至 50.4，连续两月处于扩张区间，表明出口继续扩张，但幅度放缓。再制造业供需两端继续扩张但幅度放缓下，3月就业状况趋弱，从业人员指数较上月下降 0.5 个百分点至 49.7，回落至荣枯线以下。

价格方面，3月制造业各价格水平整体回落，原材料购进价格指数为 50.9，低于上月 3.5 个百分点，不过仍处于扩张区间，出厂价格指数则回落至收缩区间，较上月下降 2.6 个百分点至 48.6，表明制造业企业利润仍处于承压中。

库存方面，由于需求不足，3月制造业整体仍处于去库存中，产成品库存指数下降 1.1 个百分点至 49.5，原材料库存指数下降 1.5 个百分点至 48.3。

国内经济仍保持复苏态势，企业信心稳定，3月生产经营活动预期指数为 55.5，低于上月 2 个百分点，持续位于较高景气区间，食品及酒饮料精制茶、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业预期指数位于 60 以上高位景气区间。

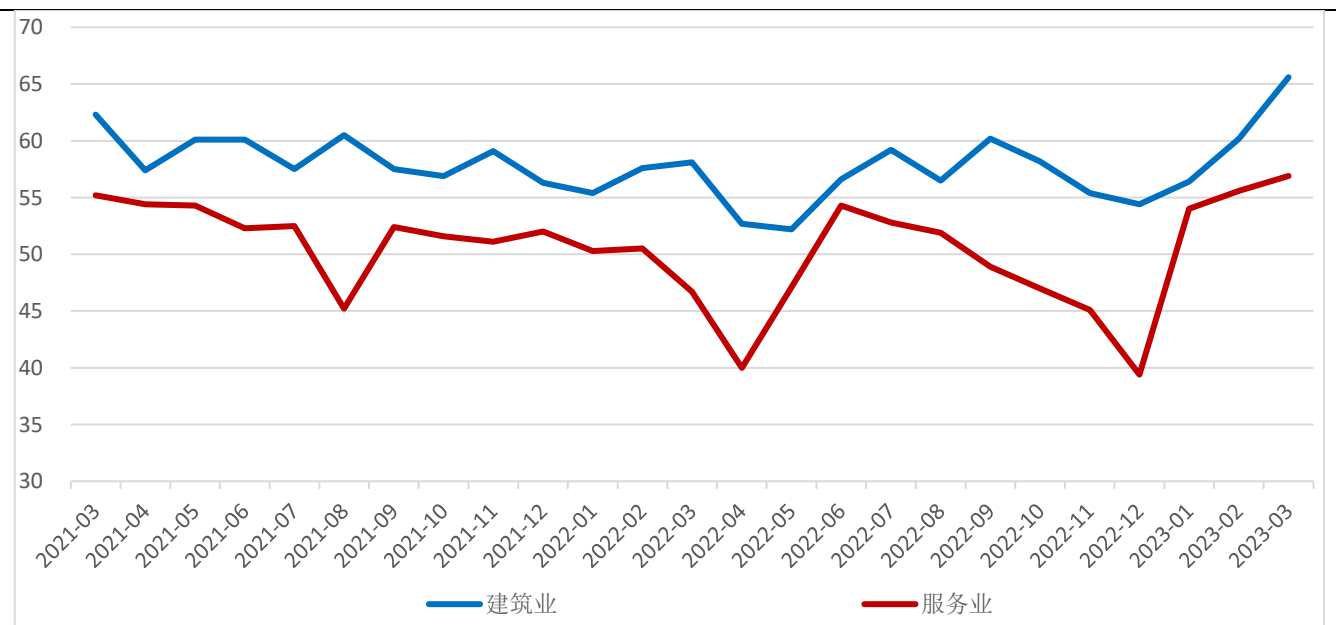
图 4：3 月制造业 PMI 多数指标有所回落，但仍处于扩张区间（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

此前受疫情冲击较严重的非制造业恢复速度继续加快, 建筑业持续位于高景气区间, 托底经济稳增长的意图明显。3月, 随着各项促消费政策措施显效发力, 服务业复苏动力增强, 商务活动指数为 56.9, 高于上月 1.3 个百分点, 由于近期居民消费和商旅出行意愿增强, 零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于 60; 地方专项债资金陆续到位, 各地工程施工进度加快推进, 建筑业商务活动指数为 65.6, 大幅高于上月 5.4 个百分点。

图 5: 3月服务业 PMI 有所抬升, 建筑业继续位于高景气区间 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 一周要闻

1) 科技部启动“人工智能驱动的科学”专项部署工作, 围绕药物研发、基因研究、生物育种、新材料

研发等重点领域科研需求展开，布局“人工智能驱动的科学”前沿科技研发体系。科技部将推进面向重大科学问题的人工智能模型和算法创新，发展一批针对典型科研领域的“人工智能驱动的科学”专用平台，加快推动国家新一代人工智能公共算力开放创新平台建设，支持高性能计算中心与智算中心异构融合发展。

2) 国家统计局 3 月 31 日发布数据显示，中国 3 月官方制造业 PMI 为 51.9，受上月高基数等因素影响，较上月回落 0.7 个百分点；非制造业和综合 PMI 分别为 58.2 和 57，高于上月 1.9 和 0.6 个百分点。三大指数连续三个月位于扩张区间，我国经济发展仍在企稳回升之中。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨季期间央行持续净投放，资金市场转为平衡；月初影响资金面的因素较为有限

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 8110 万亿元

本周央行公开市场累计进行了 11610 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 3500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净投放 8110 亿元。下周央行公开市场将有 11610 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 2550 亿元、2780 亿元、2000 亿元、2390 亿元、1890 亿元，但应注意下周三为清明节假期，当日逆回购到期顺延至周四。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	300	1820	670	640	70
7 天	2550	2780	2000	2390	1890
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	2250	960	1330	1750	1820

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：跨季期间央行持续净投放，资金市场转为平衡。本周跨季，央行维持大额净投放，资金市场出现分化，本周一隔夜资金就上周五持续下行，而跨月资金价格维持相对高位。本周五早间隔夜资金一度走高，短时间达到高点后转为回落。整体来看跨月期间随央行持续投放，资金面较为平衡。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.6441%，R007 加权平均升至 3.7081%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 6.9100%，GC007

加权平均升至 3.2710%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.1657	1.2353	1.0244	1.0559	2.6441
	R007	3.1243	3.3501	3.4461	3.8828	3.7081
	R014	3.0380	3.1802	3.3709	3.7313	3.0192
	R021	3.1740	3.2003	3.2832	3.7664	6.1441
	R1M	2.8483	2.8242	2.9021	3.5673	3.5624
上交所协议回购	206001	3.8920	4.0570	4.2170	4.6550	
	206007	4.7330	4.6680	4.5420	5.0130	4.9940
	206014	4.9640	4.8330	4.9590	5.2490	5.1520
	206021	4.9240	4.5850	5.2530	5.2410	7.0740
	206030	5.8450	5.5770	5.8910	5.6660	5.7120
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3633	2.3752	2.3715	2.3631	2.3523

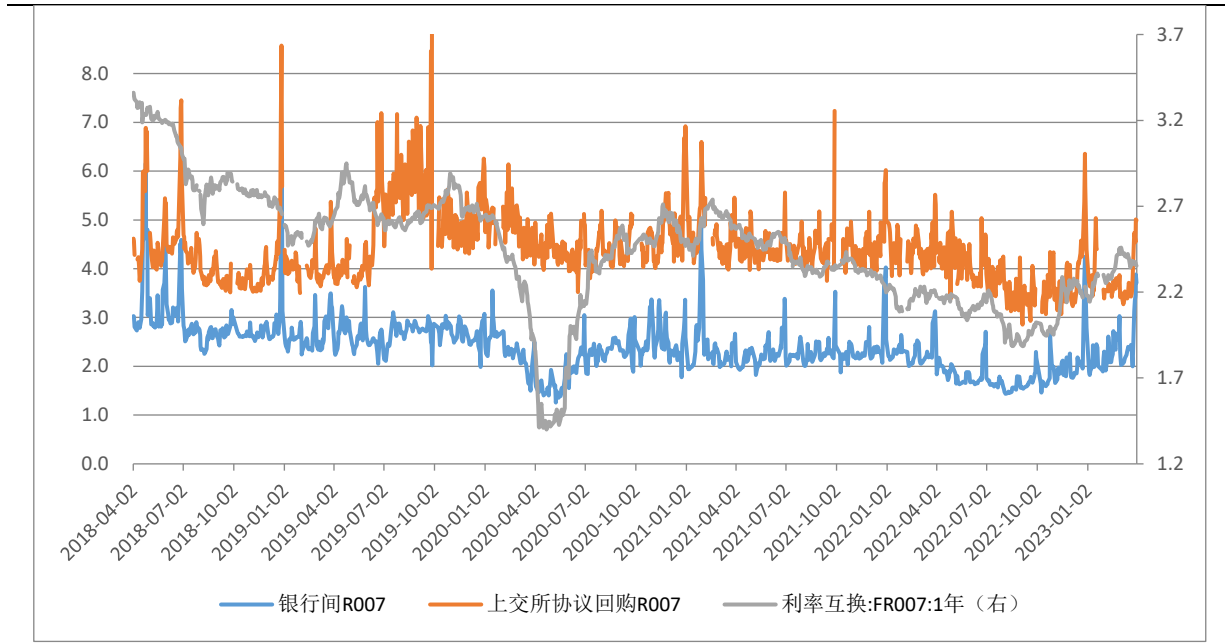
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：月初影响资金面的因素较为有限

2023 年政府工作报告提出稳健的货币政策要精准有力，支持实体经济发展。预计未来货币政策主要方向仍为宽信用，从近期资金面情况来看，经济复苏下企业对未来预期转好，贷款需求上行，对资金占用量增加。同时央行连续 4 个月增量续作 MLF，同时于 3 月 17 日宣布将降准 0.25bp。整体来看贷款量上行的同时央行也相应投放长期资金，但供需双双上行下资金面不免波动增大。

下周月初，影响资金面的因素较少，政府债券净融资额度也维持低位。但也应注意下周存大额逆回购到期，资金面在月初的宽松后存在趋紧可能。同时 4 月份为缴税大月，在资金面逐步恢复正常后缴税在特定月份可能对于资金市场产生更大影响，开始影响时间也可能有所提前。

图 6：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周因跨季大幅投放短期资金，1-2 月工业企业利润下滑，PMI 荣枯线上，利率债本周震荡小幅下行

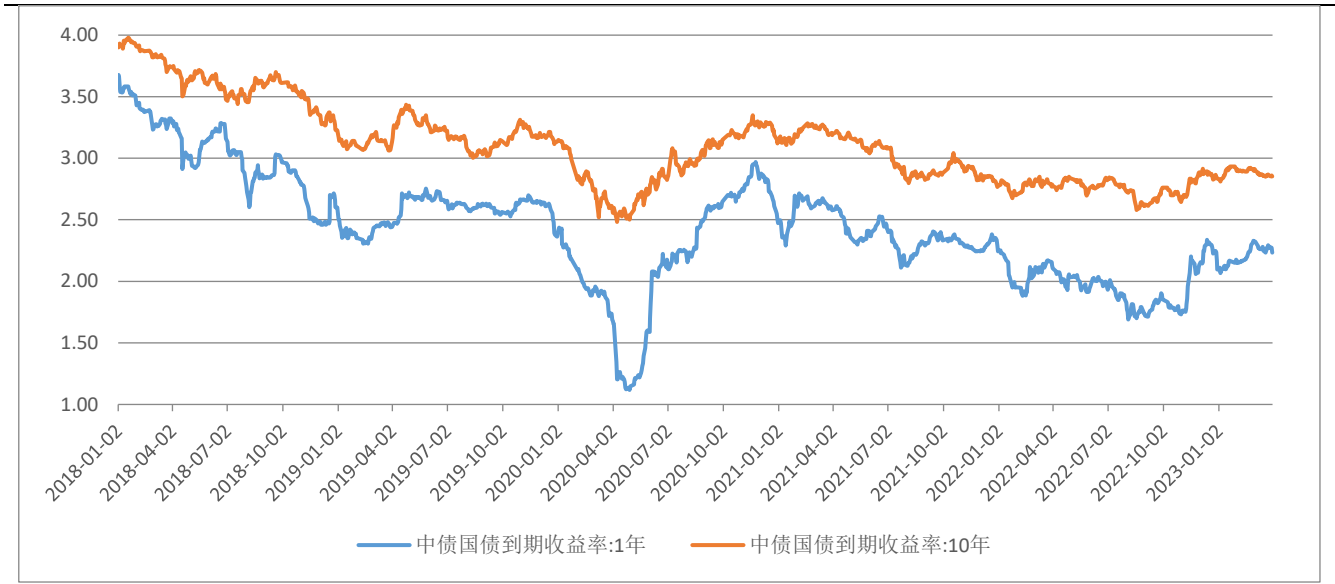
1) 利率债走势复盘：央行本周因跨季大幅投放短期资金，工业企业利润下滑，PMI 荣枯线上，利率债本周震荡小幅下行。

周一，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，同时以利率招标方式开展 2550 亿元逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 300 亿元逆回购到期，因此当日实现净投放 2250 亿元。跨季资金偏紧，DR007 收于 2% 以上，今日发布 1-2 月工业企业利润，下滑较多，利率债除 7Y 国债外，均不同幅度下行，短端表现好于长端，短端下行 1.5-2bp，10Y 国债下行 1.25bp；周二，央行开展 1820 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 290 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1530 亿元。资金继续转紧，DR007 上行，利率债表现一般，此位置交易盘做多意愿较弱，利率债整体上行，国债表现好于国开，10y 国债上行 1.1bp。周三，央行开展了 2000 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 670 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1330 亿元。跨季资金持续收紧，今日 DR007 达到 2.1%。消息面依旧匮乏，早盘利率上行，但随着尾盘 T 拉升，现券下行，短端表现好于长端，长端小幅下行 0.25-0.5bp；周四，央行开展了 2390 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 640 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1750 亿元。早间利率债情绪尚可，有一定下行，总理博鳌亚洲论坛表示“中国经济增长的动能和态势是强劲的”，但市场未大幅波动，反而是下午股市拉升，T 跳水，中长端均有一定的上行，短端表现较好下行 1-1.5bp；周五，央行开展了 1890 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 70 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1820 亿元，已连续五天大额净投放；本周央行公开市场累计进行了 11610 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 3500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净投放 8110 亿元。早间 PMI 数据

发布，虽位于荣枯线上，但制造业环比下降，利率债下行，短端下行较大，长端下行 0.75-1bp。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8625% 累计下行 1.0bp 至 2.8525%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0500% 累计下行 0.6bp 至 3.0440%。

图 7：10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 利率债展望：本周发布 1-2 月工业企业利润，下滑较多；PMI 继续荣枯线上但制造业 PMI 低于前值，非制造业表现较好，总理博鳌论坛表示我国经济强劲增长。利率债仍旧窄幅震荡，经济向好趋势并不是利率中枢整体上行决定因子，但目前为止上行风险较大。

工业企业利润：1-2 月规模以上工业企业营收同比-1.3%，1-2 月规上工业企业利润同比-22.9%，下降幅度较大，大幅低于 2022Q4 的-8.3%。三大门类中，采矿业由大幅增长转为微降，制造业下降幅度增多，为主要拖累。41 个工业大类行业中，下降较多的为纺织业-37.1%，非金属矿物-39.2%，汽车-41.7%，化学原料和化学制品-56.6%，有色金属冶炼和压延加工业-57.2%，计算机、通信和其他电子设备-77.1%。利润增速整体偏低，高基数虽是原因之一，但也反应出企业恢复较慢，是否为低点仍需后续逐步确认。**3 月 PMI 数据：**中国 3 月官方制造业 PMI 51.9，预期 51.5，前值 52.6；中国 3 月官方非制造业 PMI 58.2，预期 55，前值 56.3。分项看，生产指数下降，新订单指数下降，库存下降，产成品下降；分行业看，环比靠前的为计算机、木材、饮料；新出口订单回落，但仍在荣枯线上，回落在预期之内；服务业 PMI 上行与新基建相关，老基建建筑业上升至 65.6%。总理在博鳌论坛也表示“中国经济增长的动能和态势是强劲的”“中国经济呈现恢复向好态势，消费、投资等主要经济指标向好”，整体来看经济继续修复，但制造业修复放缓，经济脉冲已经过去，经济向好预期不变，但经济向好并不是利率上行的决定性因素，后续的信贷投放，股市情绪都持续关注。震荡趋势不改，但目前为区间内低点，交易层面向上风险较大。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额持续为负；各期限及各评级信用债收益率全面下行，

信用利差多数收窄

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额持续为负

同业存单方面，本周，同业存单净融资规模为-3,421.90 亿元，发行总额达 2,022.00 亿元，平均发行利率为 2.5952%，到期量为 5,443.90 亿元，环比持续为负。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 8.43bp 报 2.5724%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 2.94bp 报 2.5074%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.08bp 报 2.5726%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.25bp 报 2.6134%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,850.73 亿元，环比下降 390.28 亿元，偿还量约 3,231.33 亿元，净融资额约-380.6 亿元，环比下行 280.27 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差多数收窄

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，1 年期各评级信用债收益率均下行 0.27bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.63~3.63bp，5 年期各评级信用债收益率下行 2.47~4.07bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.7665	19.10%	-0.27
信用债(AAA):3 年	3.0669	17.20%	-3.63
信用债(AAA):5 年	3.3008	12.70%	-4.07
信用债(AA+):1 年	2.8742	16.30%	-0.27
信用债(AA+):3 年	3.1954	13.10%	-2.63
信用债(AA+):5 年	3.5441	12.10%	-4.06
信用债(AA):1 年	2.9342	10.50%	-0.27
信用债(AA):3 年	3.6454	15.80%	-1.63
信用债(AA):5 年	4.0041	11.20%	-2.47

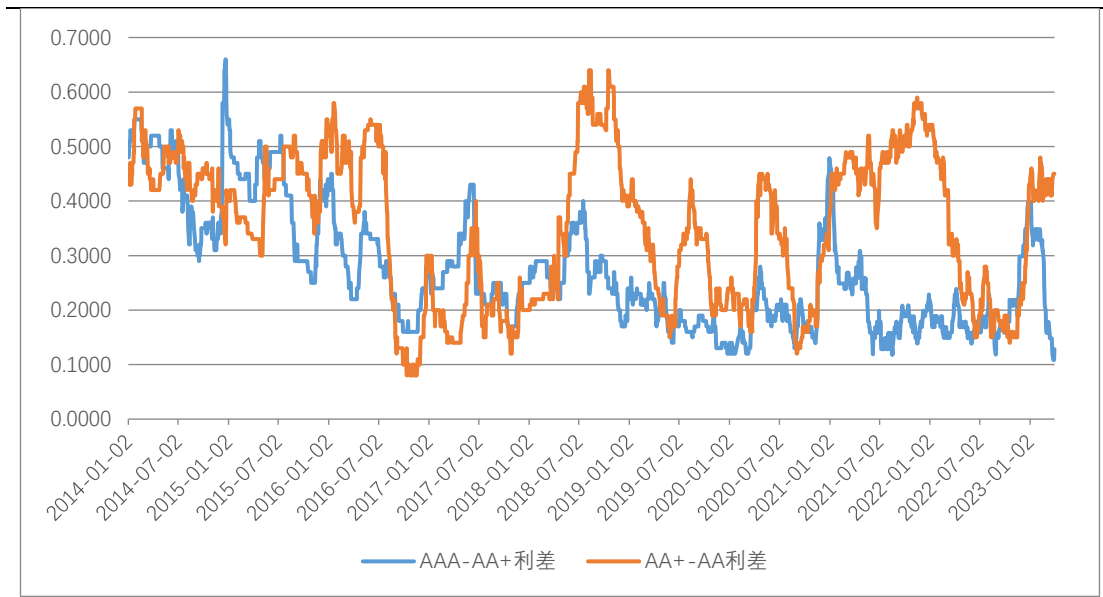
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别压缩 0.36bp、2.36bp、1.36bp，5Y-3Y 利差分别压缩 0.44bp、1.43bp、0.84bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差较上周走阔 1bp 至 13bp，AA 与 AA+之间的利差较上周走阔 1bp 至 45bp。



图 8：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：A 股市场震荡持续，成长优于价值

1) 权益市场走势复盘：A 股市场持续震荡

上证综指最终报收 3272.86 点，较上周略有反弹。同期深证成指上涨 0.79%，创业板指上涨 1.23%。量能方面，沪指在本周的五天中成交量成下行状态。上证指数成交量 15.14 亿，深证成指成交量 21.45 亿，较上周略有下降 hzhg。

北上资金，本周合计入 104.65 亿元。上证 50 上涨 0.33%，沪深 300 上涨 0.59%，中证 500 上涨 0.47%，创业板 50 浮动 0.81%，国证 2000 下跌 0.18%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 14 个上涨，16 个下跌，其中石油石化、农林牧渔、传媒领涨 3.32%、2.37%、2.35%；建筑、综合行业领跌 3.11%、3.02%。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体涨大于跌。从目前看，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，股市反弹空间大。

2) 权益市场展望：

海外方面金融风险仍存在蔓延可能。欧洲瑞信危机外溢，高通胀高利率环境提高金融系统的不确定性，市场情绪脆弱。欧洲 AT1 债券市场仍陷于囹圄，欧洲金融监管部门多次发声安抚市场情绪却未能有效恢复市场信心。紧随美联储与欧洲央行的步伐，23 日瑞士央行加息 50 个基点。当前高通胀迫使欧洲央行利率高企，更强劲的流动性紧缩与资产价格波动造成的不确定性下，欧洲银行高负债率埋下的隐患或暴露出更多脆弱。美国方面，当地时间 3 月 28 日，美国参议院银行委员会就硅谷银行关闭事件举行听证会，美联储方面承认其近几次的压力测试没能覆盖银行应对升息的表现。硅谷银行虽因其负债端客户主要集中于易受加息周期负面影响的初创企业

而具有一定的特殊性，但其他金融机构在持续加息压力下也普遍存在借短买长经营模式盈利转负及负债端融资成本过高引发的流动性风险。

国内经济向好趋势明确，但当前经济恢复进度分化的特点仍然突出。市场对经济复苏的隐忧主要在于：(1) 居民资产负债表受损之下，我国消费后续的修复速度和程度仍将面临考验。(2) 目前房地产销售虽然改善明显，但疫情期间压抑的购房需求释放完毕之后，后续居民内在购房需求的回升能否支撑整个房地产价值链重回正循环，仍需进一步观察。(3) 全球需求走弱之下，后续出口预计仍将持续下滑，对我国经济的拖累作用将持续加大。

关注紧缩后周期中的全球金融风险。续紧缩性货币政策下，全球流动性危机显现，近期银行体系频频暴雷。美国方面，当地时间3月10日，恐慌性挤兑导致拥有超2000亿美元资产的美国硅谷银行(Silicon Valley Bank)在48小时之内倒闭。导致硅谷银行出现流动性危机并最终破产的核心原因是美联储急速加息引发的流动性危机。2022年持续大幅加息背景下市场风险偏好下降，纳斯达克指数回调，传导至IPO市场导致企业融资困难。IPO市场的不景气导致众多高科技初创企业不得不从硅谷银行持续抽走大量存款支持自身业务运营，导致负债端结构相对单一的硅谷银行存款流失严重。为匹配负债方收缩银行被迫亏损交易，持续加息使资产端的国债、MBS债券形成账面浮亏，短端利率高企的背景下借贷成本较高，为缓解流动性压力硅谷银行只得出售资产导致账面亏损变为实际亏损，最终引起恐慌导致疯狂挤兑引发破产。欧洲方面，源于市场对瑞士信贷负利润状态可能导致的流动性枯竭和偿付能力的担忧，瑞信5年期CDS自2022年中异常抬升。3月14日瑞信在年报中表示管理高层发现报告程序内部风险管理存在重大漏洞，3月15日瑞信最大股东沙特国家银行表示“无法提供更多财务援助”重创市场对瑞信的预期，叠加美国银行业风波进一步向欧洲扩散，市场对危机蔓延的恐慌情绪加剧，瑞信5年期CDS一路飙升本周突破1000bp。当前欧元区杠杆虽较2020年有所缓解，但仍处于较高位。3月16日欧洲央行加息50bp，杠杆高企在当今紧缩的货币政策下，将催使债务压力中的欧洲暴露更多的脆弱性。16日瑞信表示计划通过一个担保贷款项目向瑞士央行借款至多500亿瑞郎，未来瑞信如何应对流动性收紧和资产价格波动的压力仍然值得关注。

紧缩后周期下需警惕全球金融风险，配置上建议向“安全”与“科技”等政策重点扶持的领域倾斜，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及AI等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

3.2 美元指数分析：美国近期经济数据指向不一，美联储加息接近尾声的预期下，美元指数维持下行

本周美元指数报102.5970，较上周下跌0.5090。本周美国多项3月份经济数据公布，整体来看美国三月份经济数据指向不一，但多数显示美国经济逐步降温，物价区域缓和，其中对于美元指数影响最大的为本周五公布的美国2月份PCE数据，美国2月份PCE数据同比增4.6%，环比增0.3%，同比环比涨幅均低于预期。本周

多位美联储官员发言，坚持美联储将以控制通胀为目标，但市场坚持美联储加息接近尾声的情况下，市场对于美联储官员的反应较为有限。

本次 FOMC 会议决议上美联储对于未来加息的表述有所改变，结合点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于 2% 的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，银行业风险持续累积，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 9：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧，信用风险集中爆发

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637