

TMT 狂欢下关注经济修复阻力较小方向

报告摘要

核心观点：

- ◆ 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。
- ◆ 海外金融危机对全球科创领域的影响仍有待进一步观察。硅谷银行事件影响下美国科技初创企业资金周转压力或加大。根据硅谷银行官网提供的数据，人工智能方面，2021 年至 2022 年 59% 的企业软件 A 轮融资源自该行客户筹集；金融科技方面，2020 至 2022 年，71% 的金融科技 IPO 来自硅谷银行的客户；医疗健康方面，2022 年硅谷银行曾与 51% 的美国医疗科技公司合作。美联储加息与纳斯达克指数回调压力自去年开始共同压制 VC 对科技初创企业的投资，科技初创企业融资现金流入减少。大量科技公司将大部分现金存在硅谷银行并由该行代发工资，企业难以负担正常的运营支出。即使硅谷银行倒闭被接管，初创企业从接管人取回存款的操作时间拉长，资金周转压力不减。作为科技初创企业获得金融服务支持的重要角色，其暴雷牵连全世界科技初创企业的美元融资。

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

王玉茜 研究助理
SAC 执业证书：S0640122040025
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《关注紧缩后周期中的全球金融风险》
中航策略周报：《中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大》
中航策略周报：《数字中国规划落地，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《“阳康牛”，加配成长》

市场走势：



- ◆ 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。
- ◆ 相对平稳的经济修复节奏下，市场主线较不清晰，主题投资较热，未来资金或向经济修复较快方向扩散。三月市场整体表现较弱，主要演绎以 ChatGPT、数字经济为代表的 TMT 板块主题投资，成交额占比一度超 40%。主题投资的特点是投资者倾向于假定当前估值合理，在热点刺激下股价上涨，但较难定量预测股价变动幅度，目标价较难锚定。3 月 30 日市场预期地产方面将有利好政策落地转向交易传统行业，反映出当前市场对 TMT 板块存在分歧。3 月 31 日，3 月制造业 PMI 数据落地，较上月下降 0.7%，叠加中国注册会计师协会 3 月 30 日发文提示房地产行业上市公司年报审计风险，市场再次转向交易 TMT 板块，31 日传媒、计算机、通信涨幅居前。自上周 TMT 板块交易拥挤度达峰后，本周成交额占比已出现萎缩。可以预期，短期内投资者对 TMT 板块利好消息反映或趋于钝化，且随着经济企稳及一季报披露，市场或由交易泛 AI 领域热点转向交易受政策呵护的经济修复阻力较小方向。

投资建议：

- ◆ 紧缩后周期下需关注全球金融风险，银行体系危机对全球科创领域的影响有待进一步观察。配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜，关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明，随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下，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。

本周市场回顾：

本周市场表现整体较好，上证指数，深证成指，沪深 300，科创 50，创业板指，中证 500 分别上涨 0.22%，0.79%，0.59%，1.94%，1.23%，0.47%。行业风格上，本周消费及周期风格表现较强，分别上涨 2.01%，0.36%；稳定风格表现较弱，下跌 1.14%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、石油石化、社会服务表现较强，分别上涨 3.64%，3.47%，2.77%；建筑装饰、房地产、国防军工表现较弱，分别下跌 3.10%，3.09%，3.09%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交额为 10,050.62 亿元，较上周增加了 37.72 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.92 倍，较上周下降 0.08%。北向资金连续三周保持净买入状态，本周净买入金额 104.64 亿元。

正文：

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。瑞信额外一级资本（AT1）债券减记清零事件后，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，截至 3 月 30 日，Markit 公司追踪的 AT1 指数录得 146.36，较 3 月 1 日下跌 7.95%。3 月 28 日法国兴业银行等五家大型银行因税务欺诈和洗钱指控遭到搜查。3 月 29 日瑞士政府提交的为瑞银收购瑞信提供约合 1180 亿美元的担保计划已被一个议会机构批准，并声明将对瑞士所谓的“大而不倒”监管机制启动全面评估。截至北京时间 3 月 31 日 16:00，德意志银行 CDS（信贷违约互换）仍位于 157.569 基点的高位，较瑞信暴雷后上涨 58.22%，此前为稳定市场信心而紧急公告提前赎回二级资本次级（T2）债券，并未能够扭转市场预期，市场过度恐慌的连锁反应或引发实质挤兑。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。

海外金融危机对全球科创领域的影响仍有待进一步观察。硅谷银行事件影响下美国科技初创企业资金周转压力或加大。科技初创企业可由硅谷银行获得的主要融资来源是 VC（风险投资）、VD（风投贷款）和 PE（私募股权投资）。根据硅谷银行官网提供的数据，人工智能方面，2021 年至 2022 年 59%的企业软件 A 轮融资资源自该行客户筹集；金融科技方面，2020 至 2022 年，71%的金融科技 IPO 来自硅谷银行的客户；医疗健康方面，2022 年硅谷银行曾与 51%的美国医疗科技公司合作。3 月 12 日尽调机构 Castle Hall 的数据显示，超过 5949 只基金产品将硅谷银行作为资金托管行，累计资产价值超过 7923 亿美元。其中包含中国背景的美元基金如康桥资本、博远资本、夏尔巴投资、维梧资本、元生创投等著名生物医药创投机构。美联储加息与纳斯达克指数回调压力自去年开始共同压制 VC 对科技初创企业的投资，科技初创企业融资

现金流入减少。大量科技公司将大部分现金存在硅谷银行并由该行代发工资，企业难以负担正常的运营支出。即使硅谷银行倒闭被接管，初创企业从接管人取回存款的操作时间拉长，资金周转压力不减。除此之外，硅谷银行大量提供的 VD 可以避免企业股权被过度稀释，初创企业本可以通过信用和股权质押的方式以更低的成本获得资金。作为科技初创企业获得金融服务支持的重要角色，其暴雷牵连全世界科技初创企业的美元融资。

表 1：政府债占 GDP 比重（单位：%）

国家/地区	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
欧元区	80.3	85.7	87.6	91.0	93.0	93.1	91.2	90.4	87.9	85.9	83.8	96.9	95.3	93.0	91.3	89.8	88.8
英国	62.8	74.0	79.5	82.7	83.6	85.5	86.0	85.8	85.1	84.5	83.9	102.6	95.3	87.0	79.9	76.7	73.7
意大利	116.6	119.2	119.7	126.5	132.5	135.4	135.3	134.8	134.2	134.4	134.1	155.3	150.9	147.2	147.1	146.1	144.9
希腊	127.8	147.5	184.0	162.1	178.8	181.8	179.1	183.7	183.2	190.7	185.6	212.4	199.4	177.6	169.8	163.8	159.1
西班牙	53.3	60.5	69.9	90.0	100.5	105.1	103.3	102.8	101.9	100.5	98.3	120.0	118.6	113.6	112.1	110.1	109.0
土耳其	43.5	39.7	36.2	32.4	31.2	28.5	27.4	28.0	28.0	30.2	32.7	39.5	41.6	43.7	45.0	45.3	46.8
葡萄牙	87.8	100.2	114.4	129.0	131.4	132.9	131.2	131.5	126.1	121.5	116.6	135.2	127.4	114.7	111.2	106.7	102.9
法国	83.0	85.3	87.8	90.6	93.4	94.9	95.6	98.0	98.1	97.8	97.4	114.7	112.6	111.8	112.5	113.5	114.9
德国	73.2	82.0	79.4	80.7	78.3	75.3	71.9	69.0	64.6	61.3	58.9	68.0	69.6	71.1	68.3	65.6	63.1
波兰	49.8	53.5	54.7	54.4	56.5	51.1	51.3	54.2	50.6	48.8	45.6	57.1	53.8	48.7	45.1	46.2	47.3

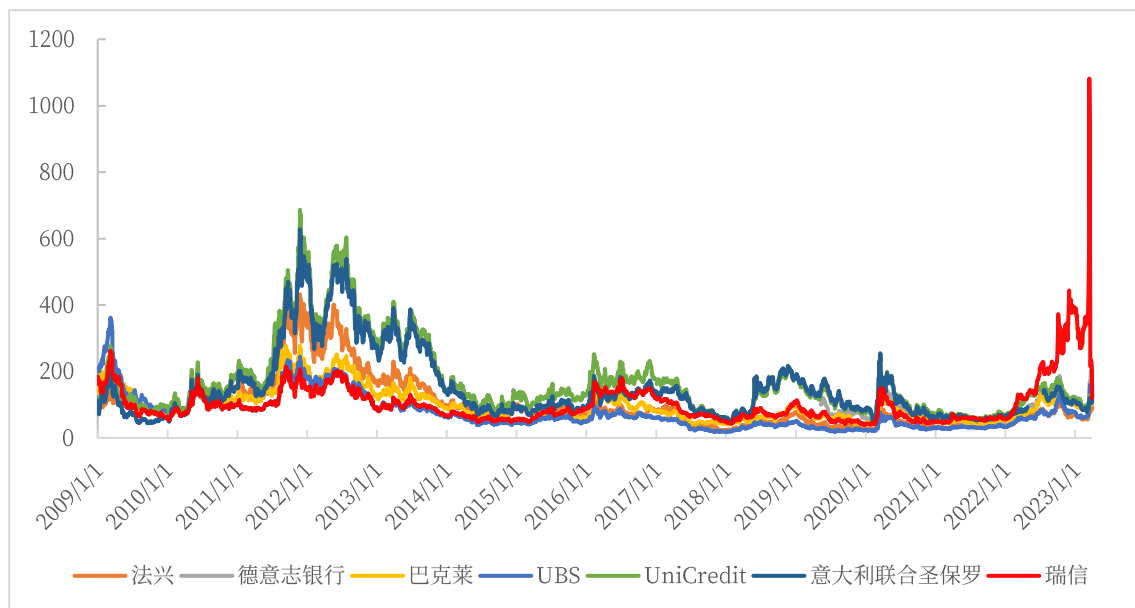
资料来源：同花顺 iFinD，中航证券研究所整理

表 2：财政赤字占 GDP 比重（单位：%）

国家/地区	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019	2019	2020	2021
欧元区	-3.1	-3.1	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3	0.6	1.0	1.4	1.0	-5.6	-3.6
法国	-7.2	-6.9	-5.2	-5.0	-4.1	-3.9	-3.6	-3.6	-3.0	-2.3	-3.1	-9.0	-6.5
德国	-3.2	-4.4	-0.9	0.0	0.0	0.6	1.0	1.2	1.3	1.9	1.5	-4.3	-3.7
意大利	-5.1	-4.2	-3.6	-2.9	-2.9	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.2	-1.5	-9.5	-7.2
西班牙	-11.3	-9.5	-9.7	-11.6	-7.5	-6.1	-5.3	-4.3	-3.1	-2.6	-3.1	-10.1	-6.9
葡萄牙	-9.9	-11.4	-7.7	-6.2	-5.1	-7.4	-4.4	-1.9	-3.0	-0.3	0.1	-5.8	-2.9
希腊	-15.1	-11.3	-10.5	-9.1	-13.4	-3.6	-5.9	0.2	0.6	0.9	1.1	-9.9	-7.5

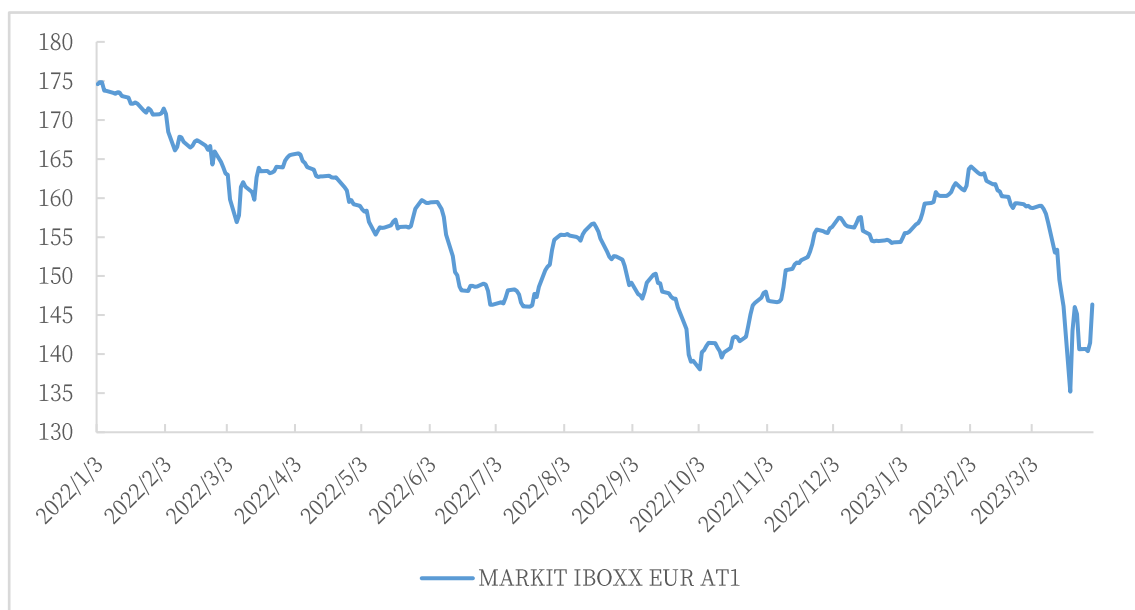
资料来源：同花顺 iFinD，中航证券研究所整理

图1 瑞信与可比银行 CDS（单位：bp）



资料来源：Bloomberg, 中航证券研究所整理

图2 Markit IBOXX EUR CONTINGENT CONVERTIBLE LIQUID DEVELOPED MARKET AT1



资料来源：Bloomberg, 中航证券研究所整理

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。交通物流修复较好，百城拥堵延时指数、百度迁徙指数、全国邮政快递日均揽收量均已修复至近年 65%以上历史分位值。消费方面表现较为分化，3 月场均观影人次同比增长 40.34%，截至 3 月 26 日，场均观影人次周环比上升 72.13%；但汽车及地产方面仍有待政策进一步发力，3 月乘用车日均销售额同比下降 79.67%，100 大中城市成交土地占地面积同比下降 27.41%，二手房挂牌量指数同比下行 43.79%。生产方面，开工率未出现超季节性回升，沿海 8 省发电日均耗煤 3 月同比小幅增

长 5.83%，约处于近三年 44.75%分位值。出口方面，中国出口集装箱运价指数（CCFI）延续回落，3月同比下降 69.63%，环比下降 8.31%。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条重回正循环，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。

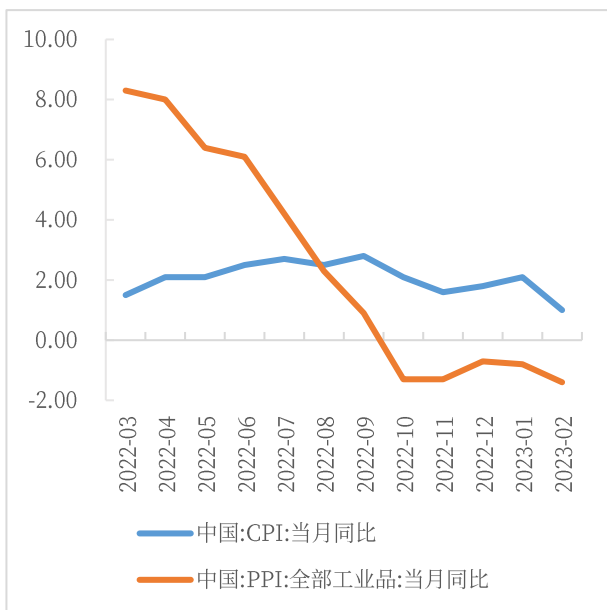
相对平稳的经济修复节奏下，市场主线较不清晰，主题投资较热，未来资金或向经济修复较快方向扩散。三月市场整体表现较弱，上证指数下跌 0.21%，消费、金融、周期风格指数均出现回调。主要演绎以 ChatGPT、数字经济为代表的 TMT 板块(含通信、计算机、传媒、电子 4 个一级行业)的主题投资，成交额占比一度超 40%。主题投资的特点是投资者倾向于假定当前估值合理，在热点刺激下股价上涨，但较难定量预测股价变动幅度，目标价较难锚定。3 月 30 日市场预期地产方面将有利好政策落地，转向交易传统行业，TMT 板块相关行业当日回调幅度最大，反映出当前市场对 TMT 板块存在分歧。3 月 31 日，3 月制造业 PMI 数据落地，较上月下降 0.7%，叠加中国注册会计师协会 3 月 30 日发文提示房地产行业上市公司年报审计风险，市场再次转向交易 TMT 板块，31 日传媒、计算机、通信涨幅居前。自上周 TMT 板块交易拥挤度达峰后，本周成交额占比已出现萎缩。可以预期，短期内投资者对 TMT 板块利好消息反映或趋于钝化，且随着经济企稳及一季报披露，市场或由交易泛 AI 领域热点转向交易受政策呵护的经济修复阻力较小方向。

表 3：高频数据表

类别	指标	周环比	月环比	3 月同比	2 月同比	1 月同比	历史分位值
交通物流	百城拥堵延时指数	0.10%	0.56%	6.31%	10.32%	-7.93%	近三年 89.39%
	百度迁徙指数	0.08%	-8.21%	90.70%	11.36%	46.80%	近三年 77.09%
	全国邮政快递日均揽收量	-4.78%	-	-	32.77%	-17.63%	近五年 67.34%
消费	场均观影人次	72.13%	-55.52%	40.34%	-41.00%	127.56%	近五年 55.45%
	乘用车日均销售	24.41%	-76.95%	-79.67%	11.48%	-38.26%	近五年 57.31%
地产	100 大中城市成交土地占地面积	14.40%	-13.46%	-27.41%	9.54%	-24.94%	近五年 21.81%
	二手房挂牌量指数	-4.39%	-28.69%	-43.79%	-9.31%	-36.11%	近五年 18.72%
生产-价格	第一季度南华综合指数	-0.25%	-0.87%	-1.95%	9.65%	13.49%	近五年 88.42%
生产-开工率	沿海 8 省发电日均耗煤	-0.92%	-1.21%	5.83%	23.71%	-22.70%	近三年 44.75%
出口	中国出口集装箱运价指数(CCFI)	-1.55%	-8.31%	-69.63%	-68.51%	-65.65%	近五年 39.04%

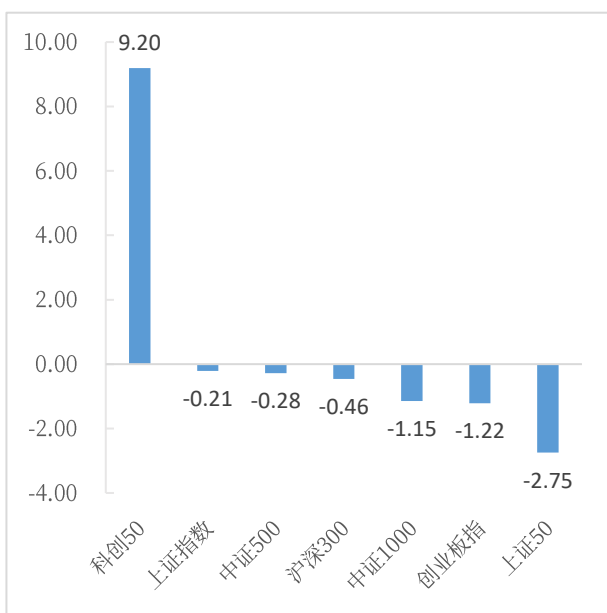
资料来源：同花顺 iFinD，中航证券研究所整理（注：此处取指标中最新周频数据计算历史分位值。）

图3 2月通胀数据下行（单位：%）
图4 3月 PMI 情况（单位：%）



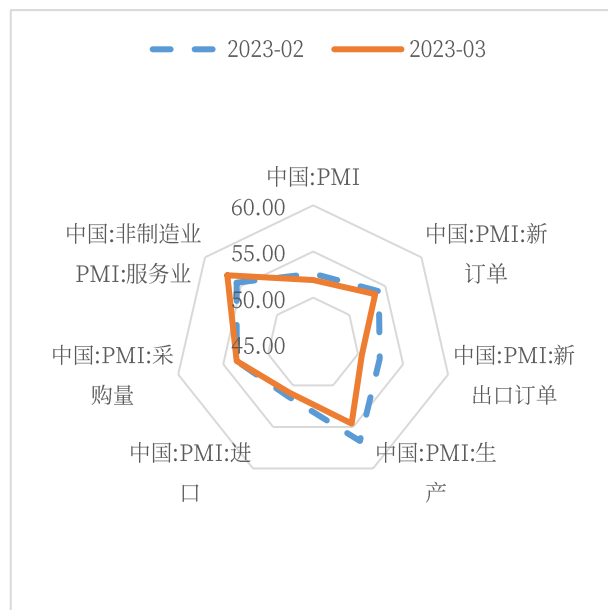
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图5 3月各大宽基指数涨跌幅 (单位: %)



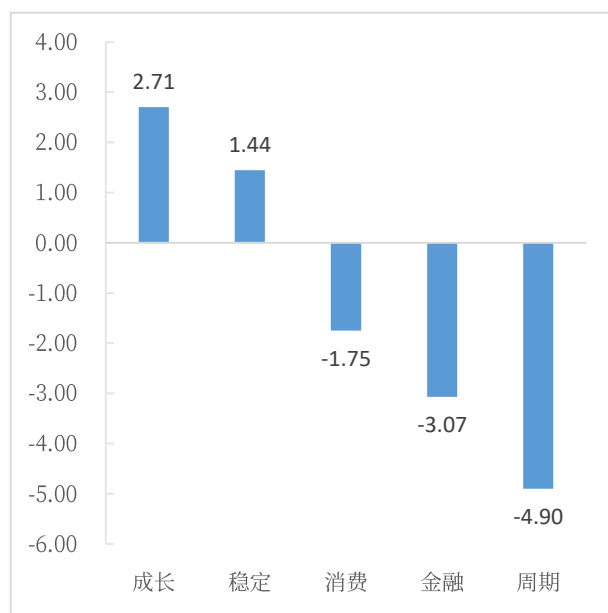
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图7 本周 TMT 成交额占比走势 (单位: %)



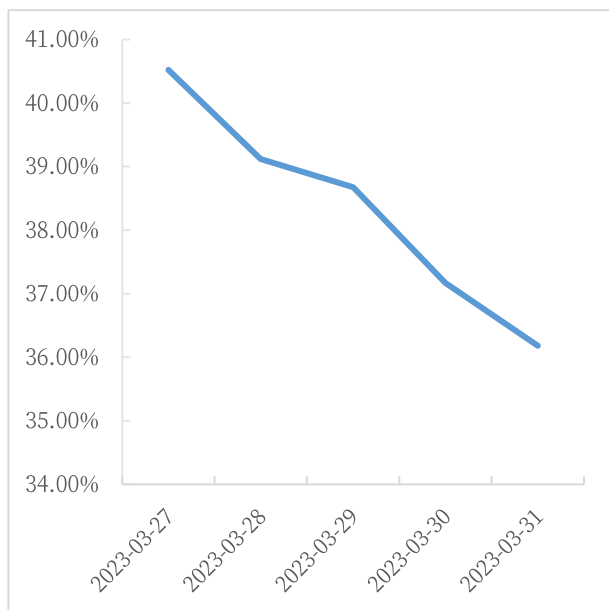
资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图6 3月各风格指数涨跌幅 (单位: %)

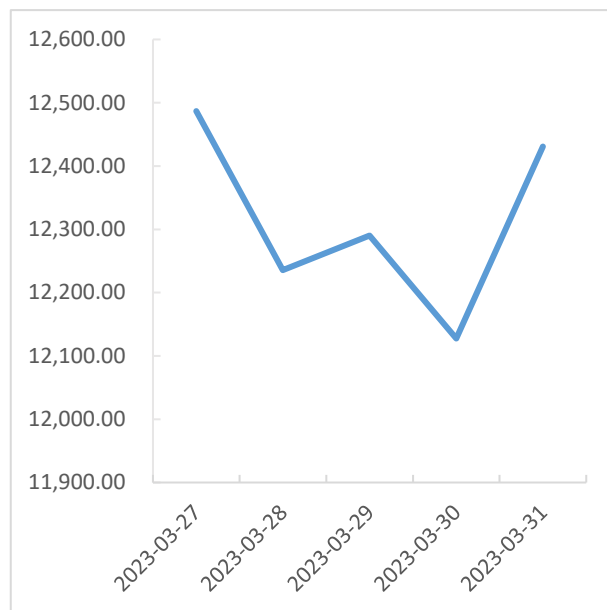


资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图8 本周 TMT 板块走势



资料来源: Wind,中航证券研究所整理(此处 TMT 板块成交额占比取通信、计算机、传媒、电子等 4 个申万一级行业成交额之和占全部 A 股成交额计算。)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理(此处 TMT 板块收盘价取通信、计算机、传媒、电子等 4 个申万一级行业收盘价求和)

投资建议:

紧缩后周期下需关注全球金融风险, 银行体系危机对全球科创领域的影响有待进一步观察。配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜, 关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明, 随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下, 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。

风险提示:

- 1.国内政策推行不及预期;
- 2.地缘政治事件超预期;
- 3.海外流动性收紧超预期;

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:

李裕洪, 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。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