

风险释放尚不充分，结构重于趋势

报告要点

展望二季度，风险集中释放，市场预期处于低谷，但难言风险释放完毕。权益可以结构性配置；债券偏弱；商品多国内，空海外；贵金属短期可能情绪回落，长期仍看好。

摘要：

当前宏观周期处于“景气度衰退+宽货币宽信用+被动补库”区间。长期来看，国内经济弱复苏和海外通胀长期化两条主线不改。国内方面，经济呈现出“总量改善，结构存忧”的特点，反映出“弱复苏”的现实；海外方面，在供应链问题得到解决前，宽松会导致通胀再度飙升，加息的压力也是长期存在的。

当前风险集中释放，市场预期处于低谷，但难言风险释放完毕。二季度权益有结构性行情，债券长期偏弱，商品多国内、空海外，贵金属短期提防回调风险，但长期仍看好。

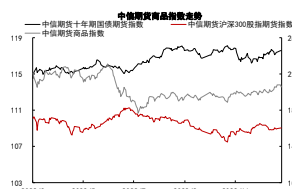
风险事件方面，日本银行新行长就职，四月底将迎来首次央行会议，日本货币政策潜在的转向风险或引发国际资金移仓；另外欧洲经济的反弹并不稳固，快速加息背景下仍有风险，可能拖累全球风险偏好。

权益方面，结构行情。随着本轮国内经济强复苏被证伪、以及海外金融风险的释放，短期内风险得到释放，长期来看经济弱复苏的弱向上驱动仍在，但海外风险难言结束。目前可以布局权益市场反弹，但总量上可能机会不大，结构性机会为主。随着年报逐步披露，红利指数有配置机会。二季度下半段，但凡出现 PPI 底部、出口回暖的信号，交易业绩见底的逻辑将更为清晰，电子、计算机等链条机会逐步酝酿。

债券方面，长期偏弱，把握节奏性机会。经济修复的持续性是二季度债市交易的关键。考虑政策不强刺激，经济弱复苏，根据收益率锚定消费缺口和市场利率围绕政策利率波动的要求下，债市在提防风险的同时应适度关注逢高配置的机会，10Y 国债收益率向上可能也难以突破 3.05%。

商品方面，多国内，空海外。贵金属短期可能情绪回落，长期仍看好。在美联储杀需求控通胀的模式下，通胀控制需要从商品端传导到服务端，商品总需求回落成为美联储政策转向的必要条件。硅谷银行事件使风险偏好下降，同样利空海外定价商品（原油、部分有色），而国内社融数据的超预期向好和黑色和建材商品需求的上涨使得国内定价商品获得支撑并向上。近期贵金属在避险情绪支撑下大幅上行，需提防风险偏好回升，贵金属回调风险，若发生回调逢低可以买入。

风险点：货币政策大幅收紧；美联储超预期收紧；海外衰退超预期



资产配置研究团队

研究员：
姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

3月份大类资产展望				
	空	中性	多	
股票				
债券				
商品				
黄金				
人民币				

目 录

摘要:	1
一、 一季度市场回顾	4
二、 市场的长期驱动	5
(一) 宏观周期轮动: 衰退末期+宽货币宽信用+被动补库	5
(二) 国内经济修复进程: 总量改善, 结构存忧	6
(三) 海外通胀及加息进程: 长期偏紧, 关注供应的变化	10
三、 二季度交易的节奏	12
(一) 二季度大事件时间轴	12
(二) 经济数据预测	13
(三) 二季度可能的风险点 1: 日银货币政策的潜在转向: 近无忧, 长有虑	15
(四) 二季度可能的风险点 2: 欧洲经济的反弹并不稳固	19
四、 资产表现回顾及展望	21
(一) 大类资产追踪	21
(二) 大类资产展望	22
免责声明	25

图目录

图表 1: 2 月数据整体超预期	4
图表 2: 大类资产配置月度表现	5
图表 3: 当前经济周期处于“衰退+宽货币宽信用+被动补库”区间	6
图表 4: 一季度工业增加值环比增速为季节性历史低位	6
图表 5: 高技术产业和外商投资企业同比增速下行较多	6
图表 6: 工业增加值整体下行, 电子设备和汽车制造业下行幅度最深	7
图表 7: 16-24 岁人口失业程度加深	7
图表 8: 25-59 岁人口失业率并不高	7
图表 9: 固定资产投资增速环比修复	8
图表 10: 房地产开发投资增速显著修复	8
图表 11: 制造业投资增速修复斜率相对偏小	8
图表 12: 基建投资增速修复斜率相对偏小	8
图表 13: 2 月社零总额符合预期	9
图表 14: 消费者信心指数环比改善但仍较疫情前有差距	9
图表 15: 通讯器材类、汽车类、药品类消费增速下行幅度最深	9
图表 16: 出口整体下行, 电子产业链下行幅度最深	10
图表 17: 战后美国经历了两轮大通胀	11
图表 18: 海外经济日历	13
图表 19: GDP 当季同比和前 2 期 PMI 均值相关性较高 (%)	14
图表 20: 新增人民币信贷预测汇总	14
图表 21: 截至 3 月 13 日新增人民币贷款 3 月预测值	14
图表 22: CPI 远月预测结果	15
图表 23: PPI 预计于二季度见底	15

图表 24: 截至 3 月 15 日的通胀远月预测结果.....	15
图表 25: 社零和限额以上零售同比相关性很高 (%)	15
图表 26: 社零增速或继续向上修复 (%)	15
图表 27: YCC 下日本国债收益率曲线扭曲.....	16
图表 28: 2022 年 3 月后日元迅速贬值.....	16
图表 29: 2022 年后日本输入性通胀问题凸显.....	16
图表 30: 输入性通胀、出口竞争力下降导致日本贸易逆差.....	16
图表 31: 2022 年 3 月后日本资金市场流动性迅速收紧.....	17
图表 32: 日本“债市功能指数”在 22 年 3 月后快速下行.....	17
图表 33: 日本实体融资成本快速上行.....	17
图表 34: 2023 年 1 月日本薪资同比增速下行.....	17
图表 35: 日本央行表态偏鸽	18
图表 36: 日本对外国证券买入结构.....	18
图表 37: 日本对中国证券投资占比微乎其微.....	18
图表 38: 历次日本央行扩大 YCC 范围后一周内, 权益回调幅度最大.....	19
图表 39: 欧元区经济景气度上行.....	19
图表 40: 天然气价格大幅回落.....	19
图表 41: 贸易逆差收窄推动欧元汇率企稳回升.....	20
图表 42: 月度大类资产表现排序.....	22
图表 43: 权益: 结构行情	23
图表 44: 债券: 长期偏弱, 把握节奏性机会.....	24

一、一季度市场回顾

2023 年一季度经济整体呈现复苏趋势，但结构上有所分化。在新冠确诊人数快速达峰后，2023 年一季度经济整体开始复苏，信贷、M2、制造业和投资数据整体超预期，显示出企业端在疫情之后恢复速度更快，社零数据虽超预期，但 2 月 CPI 同比不及预期亦体现出居民端消费恢复的动能略显不足。2023 年 1 月制造业 PMI 重回扩张区间后，2 月 PMI 继续上升至 52.6，大幅高于市场一致预期，体现出企业对于未来经济前景的看好；信贷开门红落地后，2 月新增人民币贷款继续高于市场一致预期，居民中长期贷款也开始改善，2021 年 12 月以来首次出现多增；房地产投资累计同比在 2 月也结束了连续多月的环比下降，开始企稳；社零数据虽超预期，但绝对水平仍不算高，而且 2 月 CPI 同比仅为 1%也反映出春节后也并未出现大规模的报复性消费。

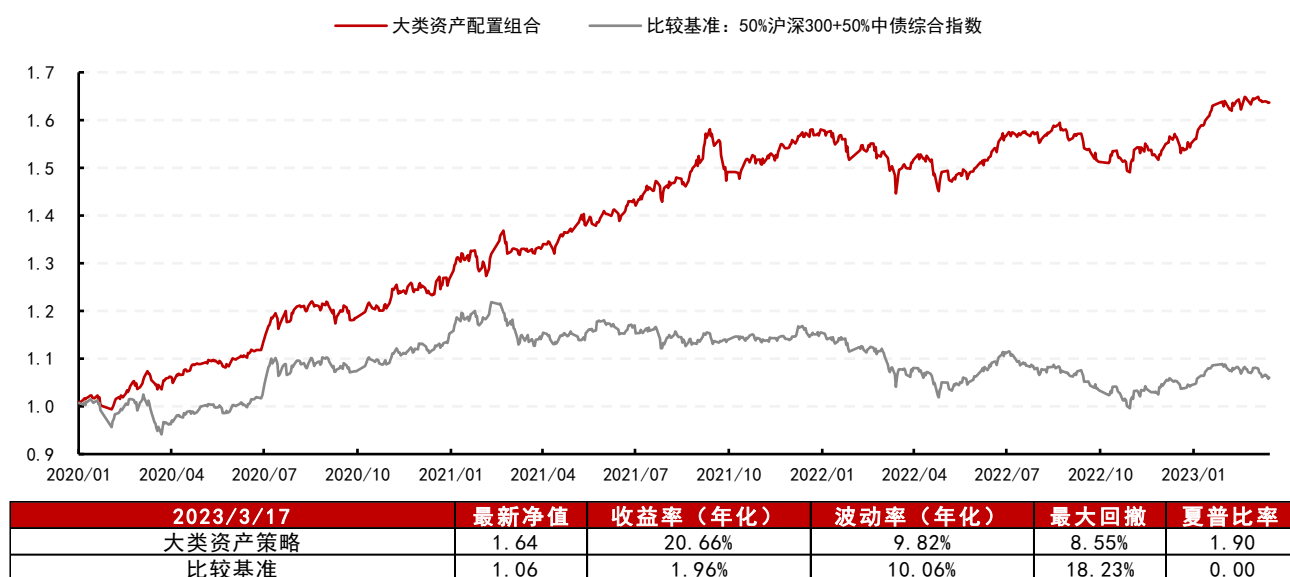
图表 1：2 月数据整体超预期

主要经济数据	单位	2月数据	环比变动	WIND 一致预期	实际数据与 预期比较	2022			2022						最近2年 曲线图
						23/2	23/1	22/12	22/11	22/10	22/9	22/8	22/7	22/6	
GDP	当季同比(%)	2.9	▼ -1.0	3.7	▼ -0.8	2.9			3.9			0.4			
制造业PMI	(%)	52.6	▲ +2.5	50.5	▲ +2.1	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	
工业增加值	当月同比(%)	18.8	▲ +28.6	3.0	▲ +15.8	18.8	-9.8	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	
固定资产投资	累计同比(%)	5.5	-	3.3	▲ +2.2	5.5	-	5.1	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	
制造业投资	累计同比(%)	8.1	-	6.2	▲ +1.9	8.1	-	9.1	9.3	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	
基建(不含电力)	累计同比(%)	9.0	-	9.7	▼ -0.7	9.0	-	9.4	8.9	8.7	8.6	8.3	7.4	7.1	
房地产投资	累计同比(%)	-5.7	-	-10.0	▲ +4.3	-5.7	-	-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	
社会消费品零售	当月同比(%)	3.5	-	2.9	▲ +0.7	3.5	-	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	
CPI	当月同比(%)	1.0	▼ -1.1	1.8	▼ -0.8	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	
PPI	当月同比(%)	-1.4	▼ -0.6	-1.3	▼ -0.1	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	
城镇调查失业率	(%)	5.6	▲ +0.1	5.4	▲ +0.2	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	
出口金额	当月同比(%)	-	-	5.8	-	-	-	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4	18.1	17.1	
进口金额	当月同比(%)	-	-	1.3	-	-	-	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0	1.6	0.0	
M2	当月同比(%)	12.9	▲ +0.3	12.3	▲ +0.6	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	
新增人民币贷款	当月值(亿元)	18100	▼ -30900	14346	▲ +3754	18100	49000	14000	12100	6152	24700	12500	6790	28100	

资料来源：Wind 中信期货研究所

回顾 2023 年一季度，大类资产配置组合呈现先上升后震荡的走势，整体实现了 5.56%的收益。从具体的配置策略看，1 月和 2 月我们维持较高的权益仓位（54%），净值曲线在 1 月受到权益资产价格上升的拉动而大幅上升，2 月开始维持震荡走势，到了 3 月初我们提出了权益和商品或维持弱势的观点（见《等待数据验证，谨慎入场交易》），对风险资产做了减仓，增加了债券和现金的仓位，策略净值在 3 月走平，规避了海外银行破产事件的扰动。

图表 2：大类资产配置月度表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

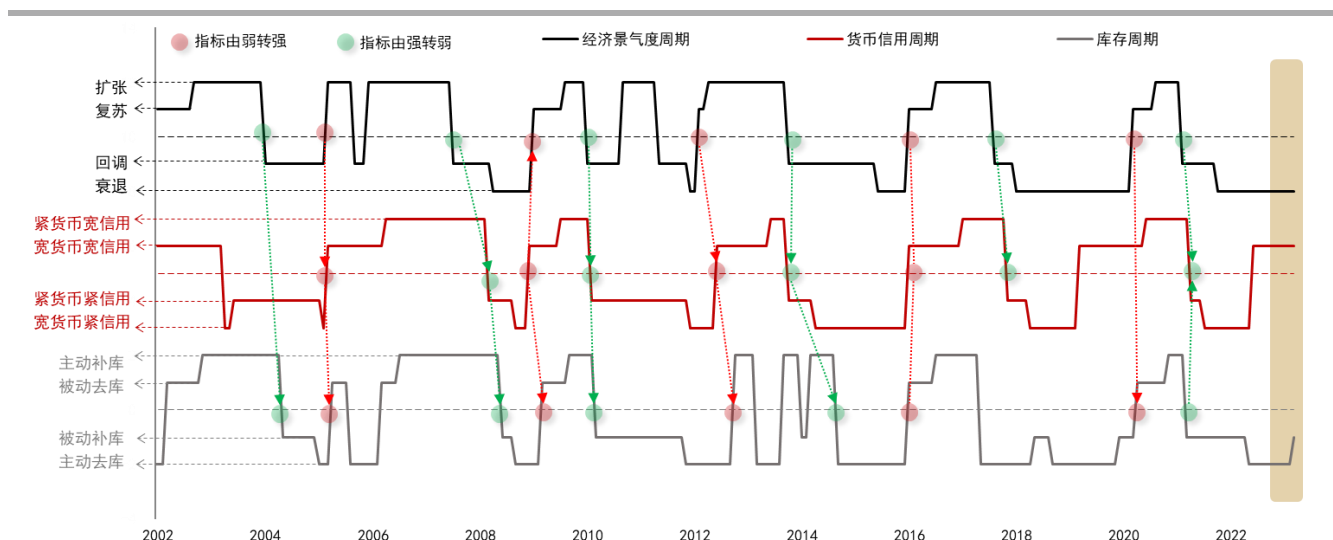
二、市场的长期驱动

长期来看，国内经济弱复苏和海外通胀长期化两条主线不改。国内方面，经济整体复苏，但斜率很缓，宏观驱动力不强；海外方面，在供应链问题得到解决前，宽松会导致通胀再度飙升，加息的压力也是长期存在的。

（一）宏观周期轮动：衰退末期+宽货币宽信用+被动补库

技术上来讲，当前宏观周期处于“景气度衰退+宽货币宽信用+被动补库”区间。从景气度角度看，OECD 综合领先指标已经连续 15 个月给出衰退信号，而国内 PMI 给出的景气度信号于 2 月已经显著回升至景气区间，二者信号的短期背离体现出目前国内的确处于“弱复苏”阶段。但是，从历史平均 10 月的衰退长度来看，当前 OECD 所给出的趋势性信号已经很弱，基本可以判断是衰退末期，但扭转景气度还需更多月份的验证。从货币信用周期角度看，在结构性货币政策工具的支持下，企业实际融资利率有效下降，企业中长期贷款增速有延续上行的动力，而国内货币环境始终维持偏宽状态，上周央行更是进行降准，因此预计“宽货币宽信用”将延续。从库存周期看，传统库存周期显示短期或切换至被动补库，二三季度或将进入主动去库阶段，但仅从去库/补库信号看，二季度权益配置仍需等待更确定的盈利增速拐点，配置债券则需等待补库信号。

图表 3：当前经济周期处于“衰退+宽货币宽信用+被动补库”区间



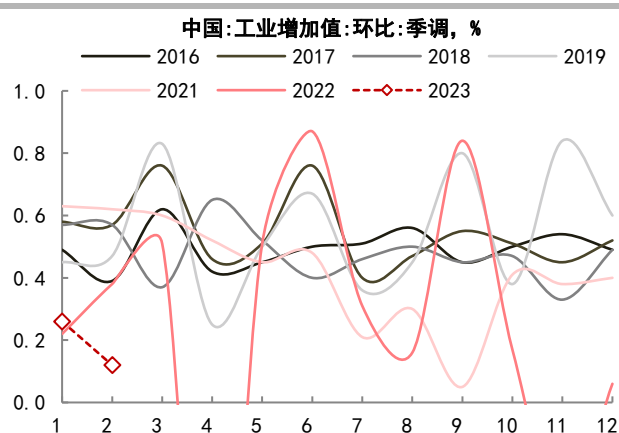
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）国内经济修复进程：总量改善，结构存忧

截至 3 月底，今年 1-2 月经济数据已经全部出炉，从“生产、就业、投资、消费、出口”这 5 大经济数据的综合表现上来看，呈现“总量改善，结构存忧”的特点，也印证了当前经济“弱复苏”的现实。

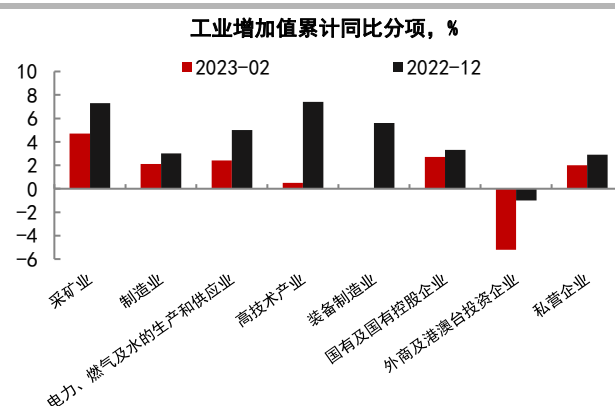
生产端，工业增加值同比下行，环比增速历史低位，高技术产业、外商投资企业、汽车制造业、电子设备制造业为主要拖累。2023 年工业增加值累计同比增速为 2.4%，前值为 3.6%，整体小幅下行。由于工业增加值具有一定季节性，从环比数据来看，2 月工业增加值环比增速为 0.12%，为历史同期最低为，反映出当前生产端修复程度仍偏弱。此外，从制造业企业工业增加值结构上来看，电子设备和汽车制造业下行幅度最深。

图表 4：一季度工业增加值环比增速为季节性历史低位



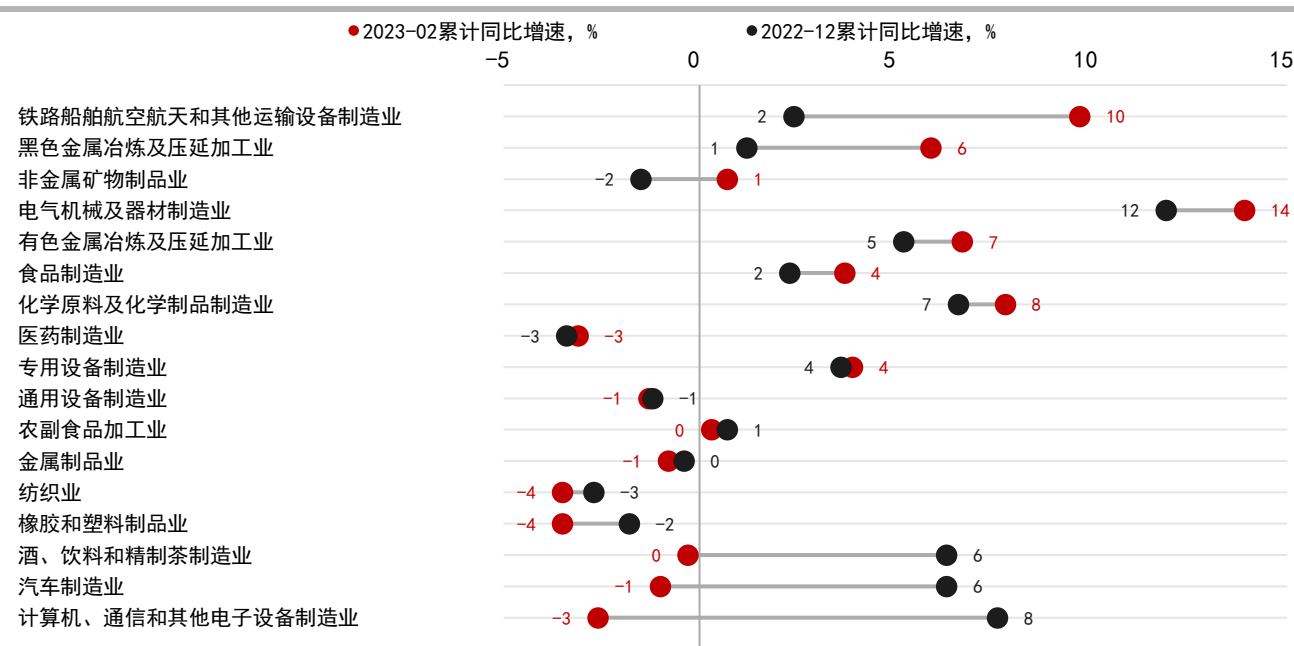
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：高技术产业和外商投资企业同比增速下行较多



资料来源：Wind 中信期货研究所

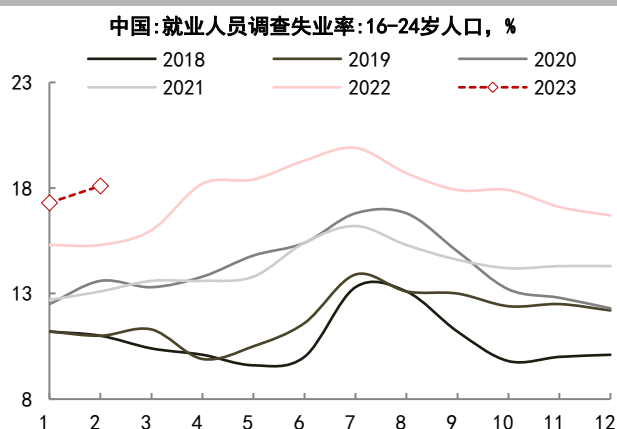
图表 6：工业增加值整体下行，电子设备和汽车制造业下行幅度最深



资料来源：Wind 中信期货研究所

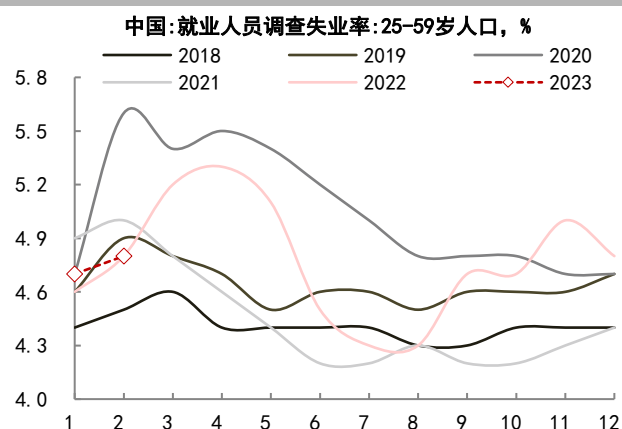
就业端, 5.5%失业率目标大概率能实现, 但 16-24 岁人口失业问题加深。2023 年 2 月城镇调查失业率为 5.6%, 前置 5.5%, 全年目标 5.5%, 当前整体失业率水平与目标差距不大。但是, 从结构上来看, 16-24 岁人口就业形势仍较为严峻。通过线性回归法我们可以发现 16-24 岁人口失业率比重占比约 6%, 但其对整体失业率贡献度在 20%左右, 且这一比重在近几年不断上行。此外, 从季节性上来看, 16-24 岁人口失业率显著高于过去 5 年同期水平, 如若线性外推, 到传统失业高峰的 7 月, 16-24 岁人口失业率或将达到 22%的历年最高水平。然而, 25-59 岁人口失业率从季节性上来看处于历年平均水平, 压力并不大。因此, 我们认为, 考虑到 25-59 岁失业率较低, 全年 5.5%的整体失业率目标大概率能够实现, 但 16-24 岁人口失业率过高的问题仍会对消费修复产生一定制约。

图表 7：16-24 岁人口失业程度加深



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：25-59 岁人口失业率并不高



资料来源：Wind 中信期货研究所

投资端, 地产投资显著改善, 制造业和基建投资上行斜率偏低。2 月固定资

产投资累计同比增速为 5.5%，较去年底有所修复。但是，从结构上来看并不乐观，尤其是在第一产业和第三产业投资增速大幅上行的情况下，第二产业投资增速从去年底的 10.3% 下降至 2 月的 10.1%，虽然整体增速水平仍较高，但边际上已有放缓趋势。从地产、制造业、基建投资增速上来看，地产修复最明显，而制造业和基建投资增速的修复斜率则相对较小。

图表 9：固定资产投资增速环比修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：房地产开发投资增速显著修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：制造业投资增速修复斜率相对偏小



资料来源：Wind 中信期货研究所

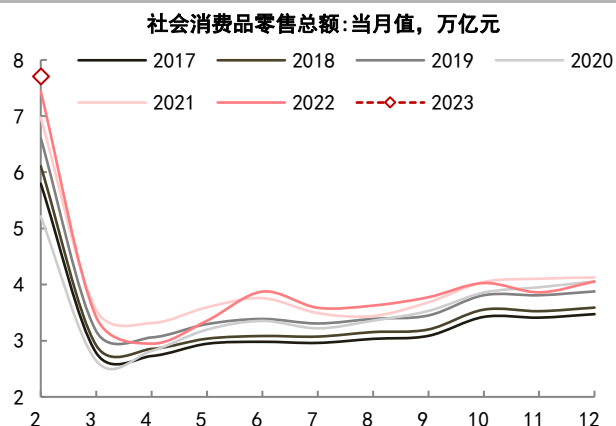
图表 12：基建投资增速修复斜率相对偏小



资料来源：Wind 中信期货研究所

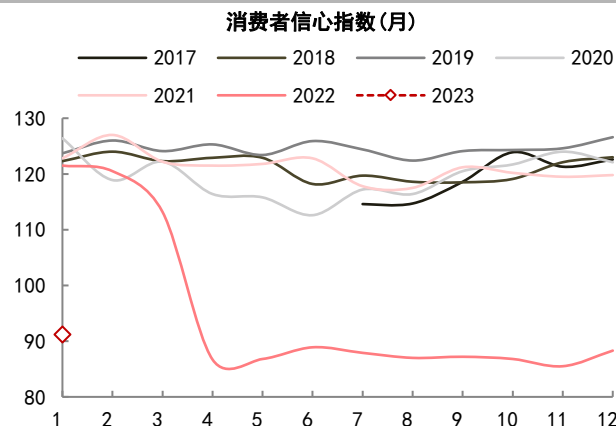
消费端，环比改善，整体信心仍不足，且制造业相关可选消费偏弱。从季节性上来看，2 月消费总额符合预期，但消费者信心指数水平较 2019 年仍有差距。从结构上来看，粮油、服帽等必选消费显著修复，可选消费中金银珠宝等持续改善，但与制造业深度绑定的汽车和通讯器材类等可选消费持续较弱。

图表 13：2 月社零总额符合预期



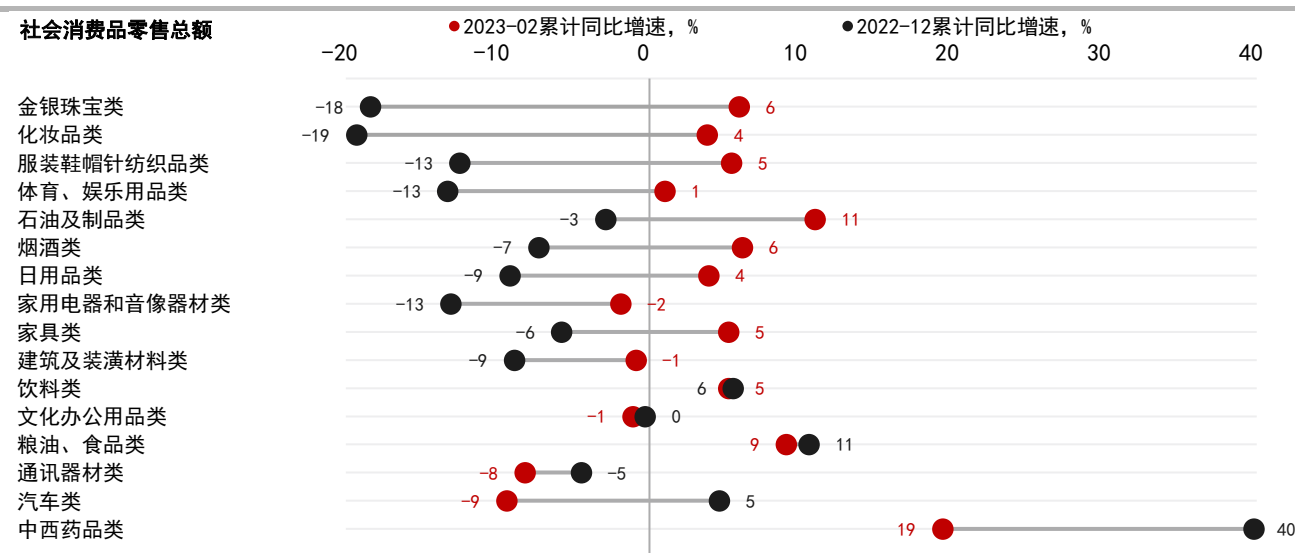
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 14：消费者信心指数环比改善但仍较疫情前有差距



资料来源: Wind 中信期货研究所

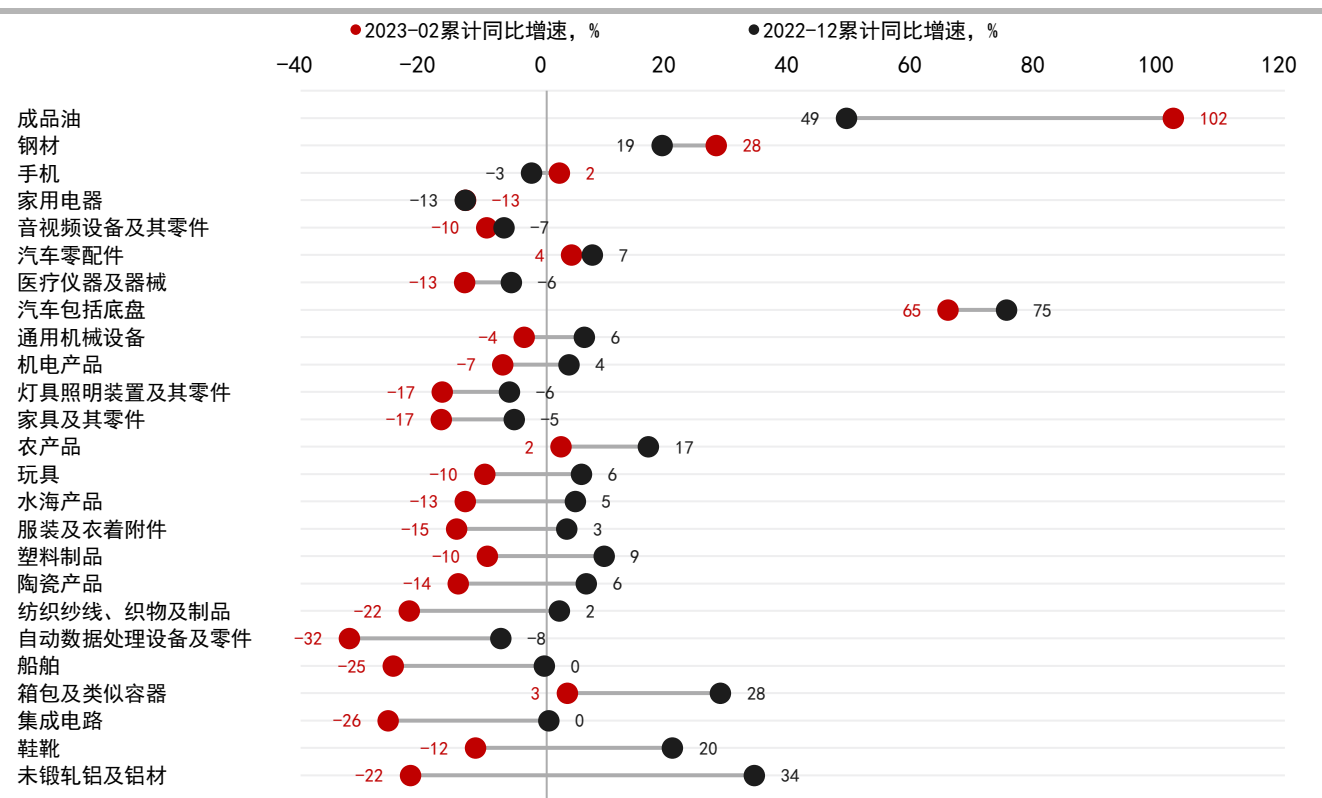
图表 15：通讯器材类、汽车类、药品类消费增速下行幅度最深



资料来源: Wind 中信期货研究所

出口端，增速下行符合预期，电子产业链下行幅度最深。2 月中国出口金额累计同比增速为-6.8%，前值 7.0%，自 2022 年 7 月高点以来持续处于下行区间，伴随海外衰退以及欧美去库周期，市场对全年出口偏弱形成一定共识。此外，从目前所能获取的出口分项变化来看，成品、钢材、汽车等出口仍具有韧性，而自动数据处理设备、集成电路、铝材等制造业相关产品出口增速大部回落。

图表 16：出口整体下行，电子产业链下行幅度最深



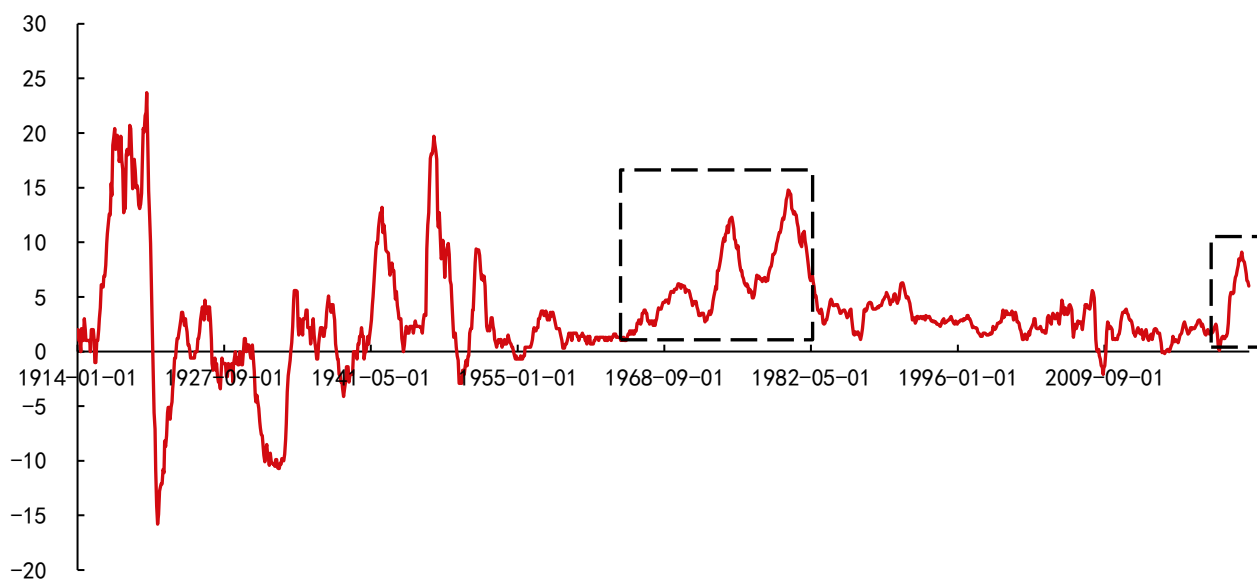
资料来源：Wind 中信期货研究所

总的来看，截至 2 月的经济数据呈现“总量改善，结构存忧”的特点，其中以电子和汽车等制造业为主要拖累项，考虑到外需持续回落，二季度让制造业回暖并解决 16-24 岁人群就业将成为“拉动内需”的关键因素。

（三）海外通胀及加息进程：长期偏紧，关注供应的变化

第二次世界大战之后，美国一共经历了两轮大通胀，而两次通胀均由石油危机导致，因此很多人将两次通胀放在一起比较，也将两次美联储放在一起比较。但我们发现两次通胀有多处不同。

图表 17：战后美国经历了两轮大通胀



资料来源：Wind 中信期货研究所

1. 1979 年大通胀前，美国已经经历了长期高通胀

1960s OPEC、OAPEC 先后成立，产油国定价权提升，尤其到了 1973 年，中东产油国为抗议美国支持以色列，决定对美国实行原油禁运，引发第一次石油危机。原油价格持续攀升，引发了欧美长期的通胀以及衰退，美元在此期间持续贬值。

通胀的长期性还引发了消费观念的改变，促进了超前消费。因为利率低于通胀水平，保持负债明显优于持有存款，美国经济反而过热，出现了虚假的繁荣。除了一般消费外，黄金、珠宝、房地产这些抗通胀资产获得了青睐，尤其是每次通胀再度攀升阶段，资金涌入抗通胀资产导致资产大幅升值。高企的通胀不仅没能限制消费，反而刺激了消费。

到了 1979 年伊朗伊斯兰革命引发第四次石油危机，此时美国已经与通胀共存十多年，在通胀下出现了虚假的繁荣，经济过热、美元贬值。与本轮经济刚从疫情冲击中走出、尚在恢复的环境完全不同。因此当年美联储打压的是过热的情绪，另一方面当年沃尔克的工作主要在于美联储的改革，从单纯的控制利率转向调整货币供应。

2. 美联储的预期管理

美联储的定位介于政府机构与华尔街之间，更像一个市场参与者。因此美联储比较考虑市场预期，而市场也比较能猜准美联储的行为。从每次议息会议的发言来看，美联储的长期态度其实是明确的，非常强调控制通胀的重要性，强调最终利率，只是短期节奏需要考虑市场的情况。美联储也需要管理市场的预期，以保证每次决策的有效性，让市场跟随自己的节奏平稳发展，结合美联储长期态度的不变性，降息在中期来看都是不可预期的，偏紧的状态会长期维持。

3. 降息的关键在于供应问题的解决

抑制通胀是美联储当前的主要目标，但通胀的关键在于供应问题得到解决。在供给持续紧缩的背景下，降息会让通胀再度飙升。因此美联储当前的工作在于平衡通胀和经济衰退，等待供应问题的解决。在硅谷银行事件后，美联储的工作又增加了防范风险。

供应问题之前难见改变，因此市场更多的关注美国衰退及风险。但随着俄乌冲突的拖延、以及 OPEC 局势的改变，供应端的变化可能逐渐成为扰动市场的主要因素。

4. 本次议息会议解读

3 月 23 日召开了较为关键的议息会议，是近期一系列银行风险事件发生后的首次议息会议。关于通胀的强调、不会降息的描述都符合我们的预期，但是关于风险的描述偏弱，不及市场的预期。

从近期市场表现来看，交易点在于发生金融危机的可能性。近期风险资产持续下行，黄金价格持续攀升。市场对美联储放缓加息以及最终利率下降有着较高的期待，甚至有观点认为会出现降息信号，但正如我们一直以来强调的，在供应问题得到解决之前，不能对美联储降息抱有幻想。

而对风险的描述不及市场预期，强化了金融危机预期。但从当前美国金融系统的稳定性和杠杆率来看，危机进一步发酵的可能性不大，美联储也表示了近期的风险还有待观察，会有工具应对可能的风险。因此等待近期一系列风险事件平稳度过之后，市场风险偏好将重新上行。

三、二季度交易的节奏

（一）二季度大事件时间轴

2023 年二季度国内关注消费和地产复苏进度，海外关注美联储加息节奏。国内方面，两会过后，二季度的大事件主要集中在每月的经济数据的披露，尤其是房地产和消费相关的数据，市场需要通过二季度的数据来逐步验证经济复苏的进度和强度，进而采取相应的资产配置策略。海外方面，二季度主要关注美国通胀以及就业的数据，同时也要紧跟美联储加息的进度和节奏。除此之外，也需警惕加息环境下类似硅谷银行破产等黑天鹅事件的出现。

图表 18：海外经济日历

	海外经济日历
2023/4/7	美国3月非农、失业率
2023/4/12	美国3月CPI
2023/4/13	美国3月PPI；美联储公布货币政策会议纪要
2023/4/27	美国第一季度GDP
2023/4/28	美国3月核心PCE；日本央行会议
2023/5/4	美国FOMC会议；欧央行会议；欧元区4月服务业PMI终值；欧元区3月PPI
2023/5/5	美国4月非农、失业率
2023/5/10	美国4月CPI
2023/5/11	美国4月PPI
2023/5/25	美国第一季度GDP修正；美联储公布货币政策会议纪要
2023/6/2	美国5月非农、失业率
2023/6/13	美国5月CPI
2023/6/14	美国5月PPI
2023/6/15	美国FOMC会议；欧央行会议

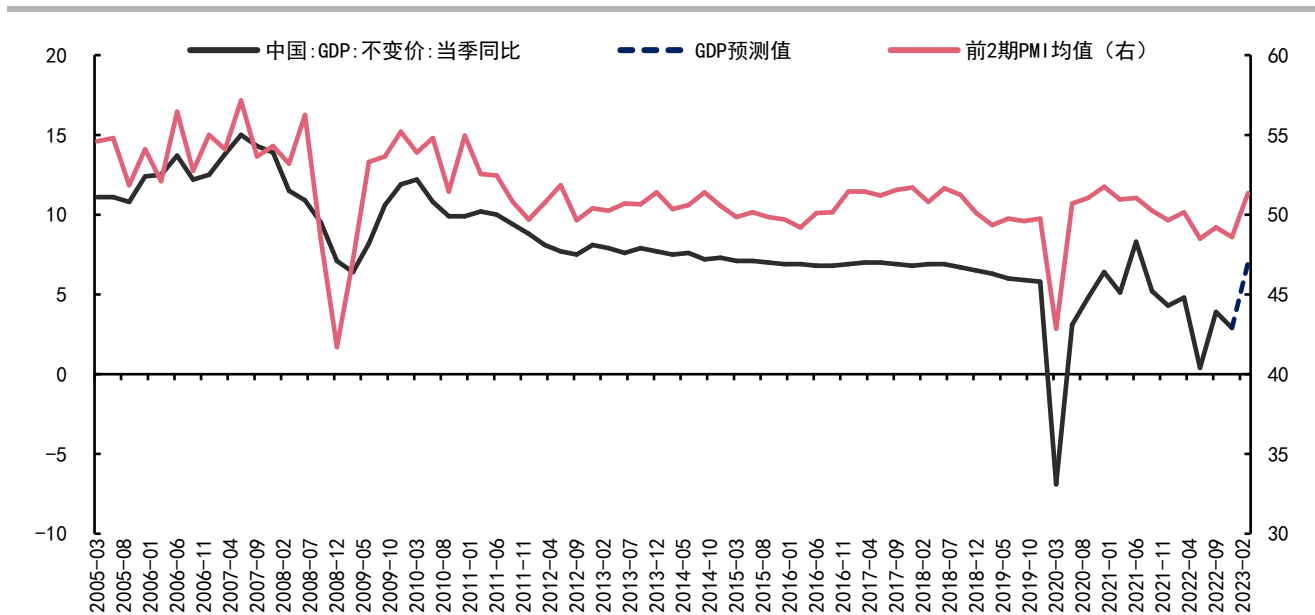
资料来源：中信期货研究所

（二）经济数据预测

2023 年二季度预计国内复苏节奏或加快。根据我们的预测模型，一季度 GDP 同比增长或向上修复，大概率落在 2.9%-6.98% 的区间；信贷数据 3 月或将持续修复，预测或达到 3.8 万亿元左右；通胀全年压力不大，大概率于二季度见底，此后持续上行；消费 3 月高频数据表现强劲，二季度或维持高增速。

2023 年一季度 GDP 同比增长或向上修复。前 2 期制造业 PMI 和 GDP 当季同比具有较高的相关性，相关系数达到了 0.76，由于 PMI 数据相对更加高频，因此我们用前 2 期的 PMI 均值的走势来预判 GDP 当季同比水平的变化。2013 年 1 月和 2 月国内制造业 PMI 重回扩张区间，均值水平达到了 51.35。我们用回归模型对两者拟合之后，计算出 2023 年一季度的 GDP 实际同比增长或达到 6.98%，但是考虑到经济修复的斜率有所放缓，我们预计一季度 GDP 实际同比增长或落在 2.9%-6.98% 的区间。考虑到 2022 年二季度的低基数效应，2023 年二季度 GDP 实际同比增长或继续走高。

图表 19: GDP 当季同比和前 2 期 PMI 均值相关性较高 (%)

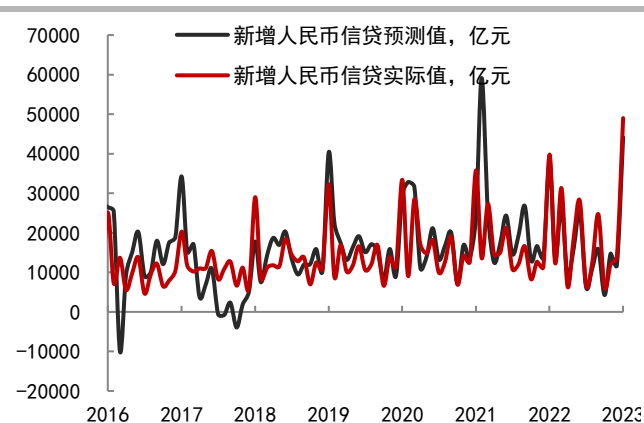


资料来源: Wind 中信期货研究所

注: 2021 年 Q2 实际 GDP 同比增速按照 2 年复合增速计算

信贷数据或继续改善。我们分别使用唐山钢厂高炉开工率同比、百度指数“贷款”搜索总次数同比、柯桥纺织价格指数同比、30 大中城市商品房成交面积同比和国股银票转贴现利率构建了基于高频数据的滚动回归模型，模型的预测结果显示若 3 月下半月仍维持相同的复苏节奏，3 月的新增人民币信贷数据或达到 3.8 万亿元，同比多增 7000 亿元。

图表 20: 新增人民币信贷预测汇总



资料来源: Wind 中信期货研究所

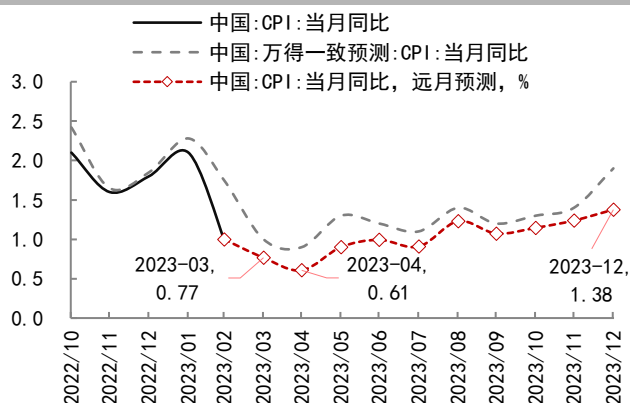
图表 21: 截至 3 月 13 日新增人民币贷款 3 月预测值

单位: 亿元	短期贷款 预测值	中长期贷款 预测值	票据融资 预测值	合计
2022 年 3 月 基数	11937	17183	3187	32307
2023 年 3 月 预测值	11774	24874	1656	38304

资料来源: Wind 中信期货研究所

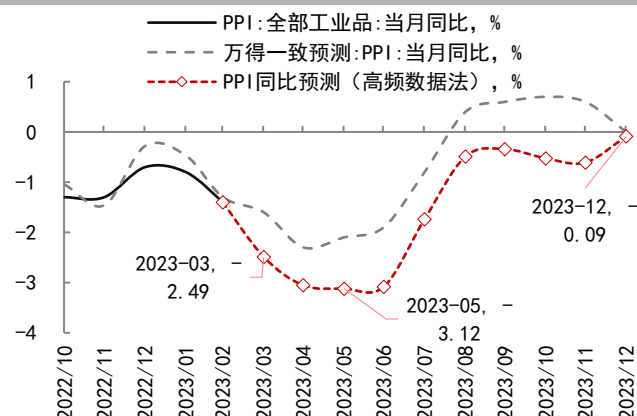
通胀预计将于二季度见底。根据我们构建的 PPI 和 CPI 近月和远月的预测方法，使用当前不完整数据判断，预计 3 月 PPI 同比增速为-2.7%，CPI 同比增速为 0.77%；PPI 与 CPI 同比增速将于二季度同时见底，此后将持续上行，但斜率并不高，CPI 全年或将持续低于 3%，整体通胀压力不大。但是考虑到近期华北地区非洲猪瘟有所反复，若猪肉价格后续受此影响大幅上行，CPI 中枢将有所上调。

图表 22: CPI 远月预测结果



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 23: PPI 预计于二季度见底



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 24: 截至 3 月 15 日的通胀远月预测结果

%	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
PPI	-2.53	-3.08	-3.13	-3.09	-1.74	-0.49	-0.34	-0.53	-0.61	-0.09
CPI	0.77	0.61	0.90	0.99	0.91	1.23	1.07	1.15	1.24	1.38

资料来源: 中信期货研究所

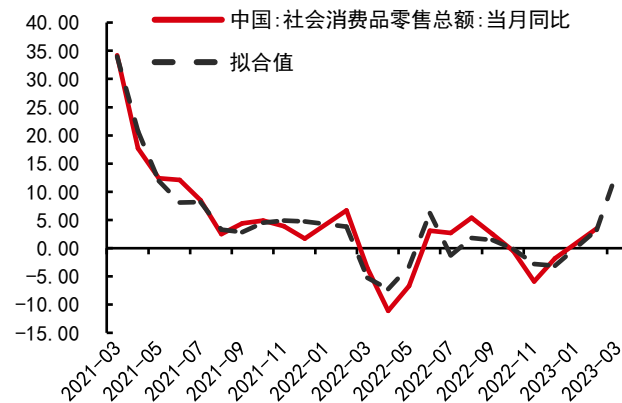
消费二季度或继续向上修复。考虑到社零增速和限额以上零售增速的变化趋势几乎一致,我们将社零按照限额以上零售的组成成分进行拆分,分别用 30 大中城市商品房成交面积、柯桥纺织价格指数以及拥堵指数同比来对社零增速进行拟合,模型整体拟合效果较好。由于 3 月上半月地产成交同比和拥堵指数表现较好,我们认为 3 月社零增速或将表现强劲,有望达到 10%以上。二季度考虑到去年的低基数效应,社零增速或将维持高增长。

图表 25: 社零和限额以上零售同比相关性很高 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 26: 社零增速或继续向上修复 (%)



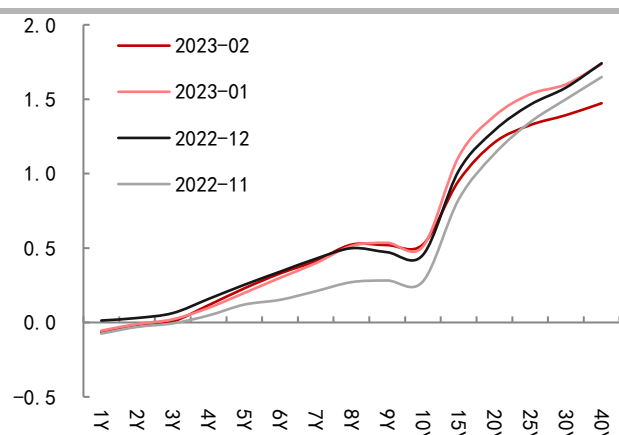
资料来源: Wind 中信期货研究所

(三) 二季度可能的风险点 1: 日银货币政策的策潜在转向: 近无忧, 长有虑

推动日本央行退出 YCC 的主因为“债市定价机制失效”和“日元贬值”。日本央行推出 YCC 的原因之一是希望改善债市流动性状况,持续推动其宽松的货币政策。但是一方面,2022 年 3 月以来欧美市场利率大幅上行,日本国债利率随之产

生上行压力。而由于 YCC 的存在，且日本央行超过 50% 的国债持有比例，导致日本国债收益率曲线在 10 年期处被严重扭曲，债市流动性和定价机制失效。另一方面，欧美连续加息而日本按兵不动导致日元迅速贬值，叠加日本出口竞争力下降的长期问题，日本国内输入性通胀问题严峻，“日元贬值→通胀加剧→逆差加剧→贬值加剧”的负反馈机制逐渐形成。而由于当前日本央行通过外汇储备干预外汇市场的效果相对有限，再叠加对上述提到的对恢复债市流动性及合理定价的需求，日本央行的确存在退出 YCC 的动力。

图表 27：YCC 下日本国债收益率曲线扭曲



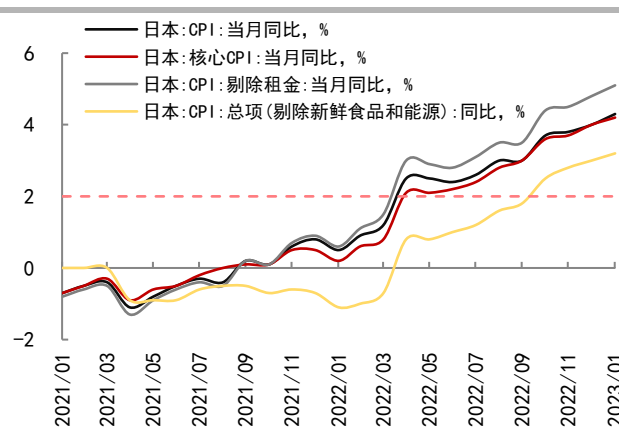
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：2022 年 3 月后日元迅速贬值



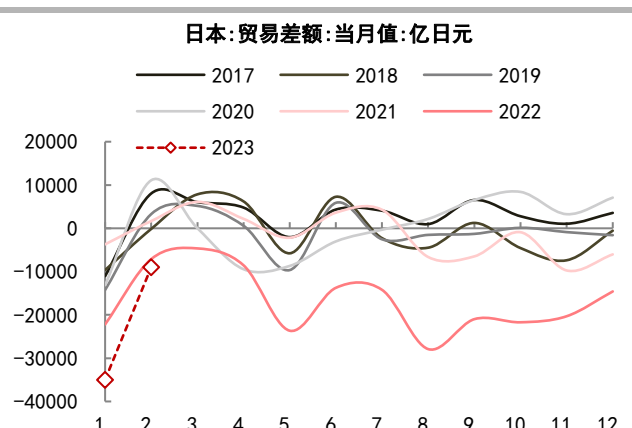
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：2022 年后日本输入性通胀问题凸显



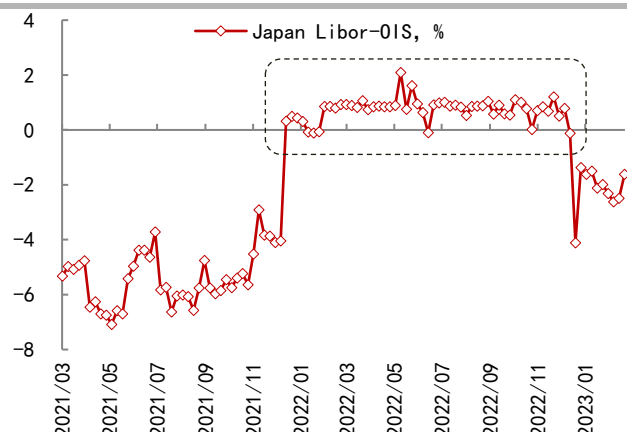
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：输入性通胀、出口竞争力下降导致日本贸易逆差



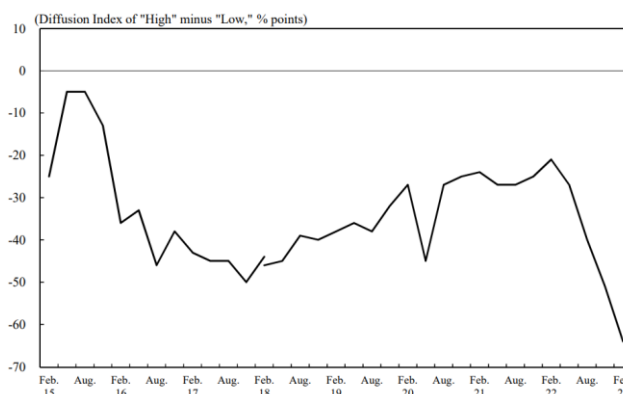
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：2022 年 3 月后日本资金市场流动性迅速收紧



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表 32：日本“债市功能指数”在 22 年 3 月后快速下行



资料来源：BOJ 中信期货研究所

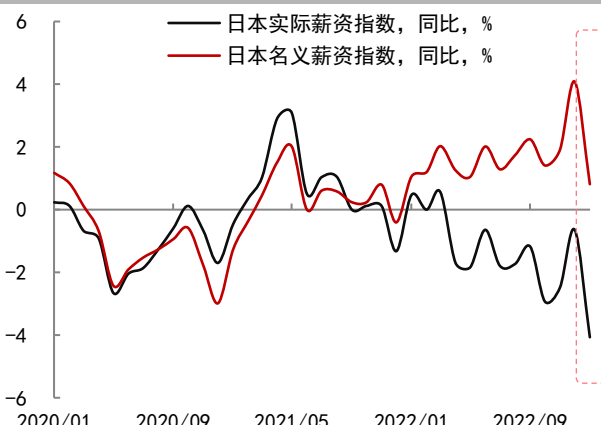
掣肘日本央行退出 YCC 的主因为“对抑制经济活动的担忧”和“对良性通胀持续性的疑虑”。一方面，考虑到日本央行负利率政策的初衷是促进经济的活力，退出 YCC 后市场对 10 年期国债合理定价后，势必会传导至实际融资利率的上行，一定程度上抑制日本企业的融资需求和经济活力。另一方面，虽然当前核心通胀增速已经突破 2%，表面上已经完成日本央行长期宽松货币政策的目标之一，但是日本央行对当前通胀是否为由需求上行所拉动的“良性通胀”保持怀疑。证据是日本央行在今年 1 月和 3 月的会议声明中始终认为通胀会在 2023 财年中中期回落，除非薪酬形成持续的上行，否则日本央行对当前所谓的通胀压力将始终有所担忧。而从 2023 年 1 月日本劳动力市场工资同比增速有所下行的表现来看，“良性通胀”的形成还需持续观察，尤其是 3 月“春斗”的结果。

图表 33：日本实体融资成本快速上行



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：2023 年 1 月日本薪资同比增速下行



资料来源：CEIC 中信期货研究所

短期内，“日元贬值压力放缓、薪酬同比增速下行、新任行长表态偏鸽”表明日本央行难以迅速退出 YCC。首先，日元汇率在最近两月已经相较于去年底有所改善，且随着近期 SVB 和瑞信事件的发酵，欧美央行加息节奏受到一定程度影响，日元短期内贬值压力有所缓解。其次，如上文所言日本薪酬增长速度有所放缓，且弹性较大的非正式工时薪酬在 2022 年涨幅为 1.48%，远低于当前通胀水平，因此“良性通胀”暂时还未形成。最后，最关键的一点是新任日本央行行长植田和

男与两位副行长的鸽派表态，其在 2 月日本央行行长提名听证会上均表态“当前谈论退出政策还为时过早”，并着重强调“需要实现有薪资增长的可持续通胀”。考虑到日本央行货币政策的根本目标仍在刺激日本经济活力，因此对于来之不易的通胀上行，日本央行展现出与其他央行显著不同的偏向支持的态度，即便是付出日元贬值和债券市场失效的代价。因此，日本央行对于退出政策一定会十分谨慎，在短期内贬值缓解和薪资未持续上行的表现下，很难期待新植田和男在 4 月做出激进的退出政策。

图表 35：日本央行表态偏鸽

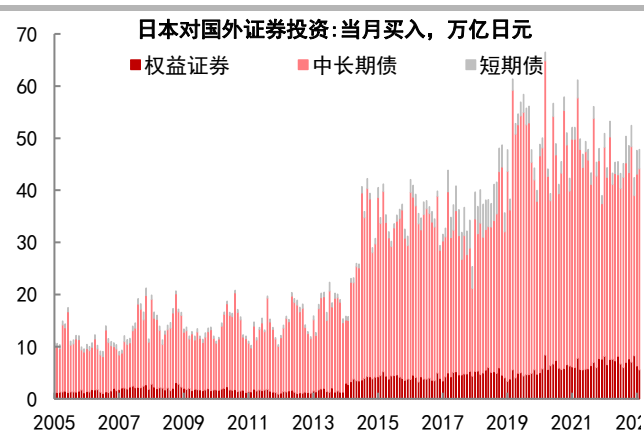
日本央行会议声明要点		
时间	2023年1月	2023年3月
通胀	通胀将在2023年中期回落，随后受薪酬增长和销售价格提高影响将再次加速， 形成需求拉动型通货膨胀的关键是薪酬上涨。	通胀将在2023年中期回落，随后受薪酬增长和销售价格提高影响将再次加速。
薪酬	逐渐形成收入到支出的良性循环。为 实现薪酬增长的可持续性 ，要将薪酬制度与工作类型和绩效挂钩。	逐渐形成收入到支出的良性循环。

日本央行行长候选人听证会发言		
人物	植田和男	内田真一和冰见野良三
货币政策	不认为现在有必要进行额外的政策评估；如果提名获得批准，将与日本央行官员讨论收益率曲线控制政策。	现在谈论退出政策还为时过早；退出政策的细节将取决于经济状况；很难立刻结束负利率政策。
通胀	仍需要时间来实现稳定的2%物价目标，并认为如果没有工资增长，2%的通胀是无法维持的。	实现2%通胀目标需要实现有薪资增长的可持续通胀。

资料来源：中信期货研究所

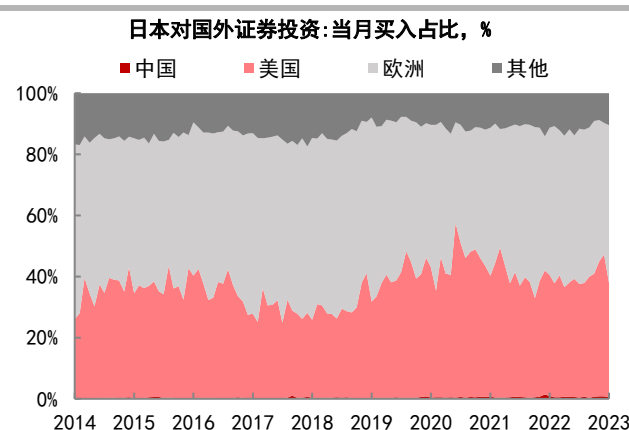
年内日本央行潜在退出 YCC 对国内资产的影响。虽然短期内日本央行不会退出 YCC，但是中长期的驱动力并未消散。一旦上述所提到的两个原因出现明显的反转，日央行便有可能开始讨论退出政策。而日元对全球金融市场而言最重要的一个角色便是“低息货币”，在欧洲加息如火如荼的情况下，一旦日本央行放弃 YCC，那么传统套息交易策略将出现反转，进而抽离全球金融市场流动性，且若同时叠加欧美经济超预期衰退，便有可能形成全球范围内相关日元投资资产的抛售。虽然套息交易主要集中在欧美证券而在国内的头寸不多，但一旦日本央行退出 YCC，短期国内各类资产大概率将伴随部分外资撤退而受到影响，不过由于这部分资金体量不大，持续性影响存疑。从历年日本央行扩大 YCC 范围来看，调整后的 5 个交易日，权益回调幅度最大。

图表 36：日本对外国证券投资买入结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：日本对中国证券投资占比微乎其微



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：历次日本央行扩大 YCC 范围后一周内，权益回调幅度最大

收益率, %	交易 日期	上证50	沪深300	中证500	中证 1000	中债-新 综合净 价(总 值)指数	中债-新 综合净 价(1年 以下)指 数	中债-新 综合净 价(1-3 年)指数	中债-新 综合净 价(3-5 年)指数	中债-新 综合净 价(5-7 年)指数	中债-新 综合净 价(7-10 年)指数	中债-新 综合净 价(10年 以上)指 数	中信综 合商品 指数	中信有 色金属 商品指 数	中信贵 金属商 品指数	中信黑 色商品 指数	中信能 源化工 商品指 数	中信油 脂类农 产品商 品指数	中信非 油脂类 农产品 商品指 数
2018/07/31-2018/08/06	5	-5.14	-6.76	-6.90	-7.08	0.30	0.08	0.26	0.36	0.50	0.39	0.35	0.93	-0.68	-0.28	2.29	4.05	-0.57	0.6
2022/04/28-2022/05/09	5	-1.12	-0.15	3.88	6.17	0.08	-0.02	0.00	0.04	0.08	0.16	0.35	-1.42	-3.65	0.26	-3.11	2.60	-2.68	-0.8
2022/12/20-2022/12/26	5	-1.08	-0.97	-1.28	-1.64	0.10	0.02	0.11	0.14	0.07	0.11	0.14	1.10	1.35	1.13	1.62	0.08	1.68	0.2

资料来源：Wind 中信期货研究所

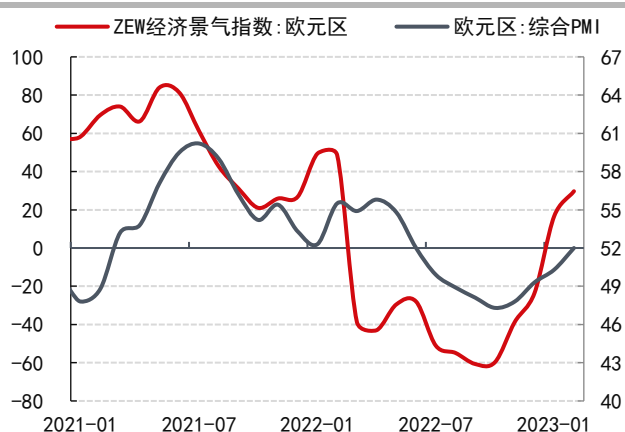
(四) 二季度可能的风险点 2：欧洲经济的反弹并不稳固

2023 年初欧元区经济景气度超出市场预期，ZEW 欧元区景气指数持续上行，欧元区综合 PMI 重回荣枯线以上，似乎通胀压力荡然无存，然而在 2022 年市场预计欧洲衰退概率更大，甚至可能会提前到来。今年欧洲经济景气度为何逆周期上行，欧洲股指为何屡创新高，是回光返照还是韧性强劲？我们认为主要原因有三点：1) 能源危机缓解，2) 欧元区贸易逆差收窄，欧元汇率回升，3) 预期美国加息放缓，带动风险偏好上行。但是我们认为欧洲经济反弹的基础并不稳固：其一，通胀仍在高位、核心通胀仍未见顶、加息仍将继续；其二，能源危机的根本问题仍未得到解决；其三，加息将对欧洲国家政府债务压力施压，或限制其财政政策发力；其四，欧洲复苏的行业结构不稳固，制造业动能较弱。

1. 为何欧洲股指屡创新高？

天然气库存储备帮助欧洲熬过了这个冬天，当前能源价格已大幅回落。去年入冬之前欧洲全球抢购天然气补充库存，推高全球能源品价格。据测算在各种限电限产的措施下能够勉强过冬，整体处于脆弱的紧平衡状态，无法抵御任何风险。好在这个冬天不算太冷，欧洲终于松了口气，能源品价格大幅回落，作为欧洲基准的荷兰 TTF 天然气期货价格从最高超过 300 欧元/兆瓦时回落至 50 欧元/兆瓦时附近，低于俄乌冲突爆发前的价格。

图表 39：欧元区经济景气度上行



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：天然气价格大幅回落

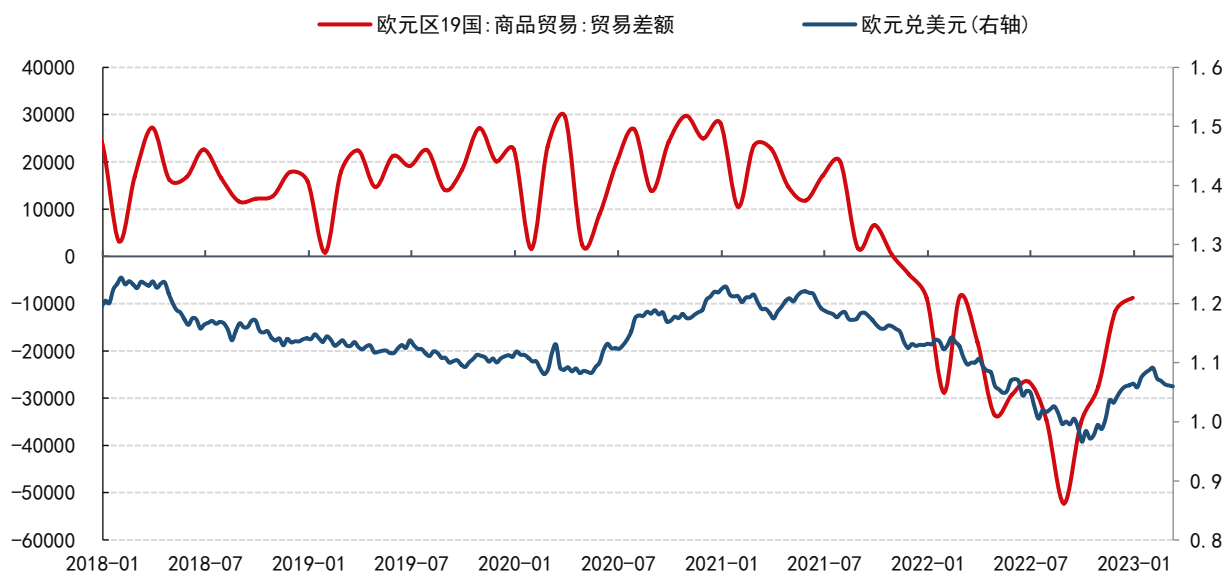


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

能源危机缓解、中国经济复苏使欧元区的贸易逆差收窄，稳定欧元汇率。一方面 2022 年在俄乌冲突和能源危机爆发后，欧元区的工业生产受到影响，为降低能耗政府限制企业产能，高企的能源成本进一步限制企业生产意愿，导致欧洲出

口受损；另一方面欧洲各国在全球高价抢购能源品大幅推高进口金额。2022 年末中国经济的复苏对全球来说利大于弊，降低了海外经济体硬着陆的风险，一则可以缓解全球供应链压力，二则带动全球需求，支撑海外经济体的出口；叠加能源危机的缓解，使得欧元区的贸易逆差大幅收窄，推动欧元汇率企稳回升。

图表 41：贸易逆差收窄推动欧元汇率企稳回升



资料来源：Wind 中信期货研究所

年初至今美联储加息放缓的预期主导市场，带动风险偏好上行。2022 年末美国通胀连续两个月回落、美联储 12 月和 2 月放缓加息步伐，令全球的风险资产都喘了口气，同时叠加中国复苏进程开启、IMF 上调全球增长预期，乐观情绪主导市场，全球各大股指走出牛市行情。

2. 欧洲经济反弹可能不会持久

但是我们认为欧洲经济反弹的基础并不稳固，乐观情绪不能持久。

其一，欧洲通胀仍在高位。一方面 2 月 CPI 同比、核心 CPI 同比分别录得 8.5%、5.6%，CPI 虽有回落趋势但是回落放缓且绝对值仍在高位。另一方面，能源品价格的回落对核心 CPI 的贡献较小，且 CPI 服务、除能源分项仍在加速上行，且服务价格的黏性强于商品，需要更长的时间才能回落。欧央行控通胀的压力并没有得到缓解，3 月欧央行加息 50bp 向市场传递坚定加息控通胀的态度以稳定通胀预期，市场风险偏好不会持续乐观上行。

其二，能源危机的根本问题仍未解决。能源危机的根本问题在于欧洲能源结构对外依赖程度过高，无法抵御俄乌冲突带来的能源冲击，当前此问题根本仍未得到妥善解决，IEA 发布的《2023 年如何避免欧盟天然气短缺》报告中指出，如果俄罗斯断供持续、中国天然气需求反弹至 2021 年水平，2023 年欧盟潜在的天然气供需缺口可能达到 270 亿立方米，约占欧盟天然气基准总需求的 6.8%。虽然欧洲已经减少了对俄罗斯的能源依赖，但尚未脱离危险区域。

其三，加息将对欧洲国家政府债务压力施压，或限制其财政政策发力。据欧盟委员会预测，在 2022 年至 2023 年之间，财政赤字占 GDP 比重超过《稳定与增长公约》规定的 3% 的成员国数量将从 10 个增加到 12 个，预计 2023 年欧元区公共债务占 GDP 的 92%，远高于疫情前的水平。加息将进一步增加欧洲的债务负担，高企的杠杆率也将限制财政政策的发力。

其四，欧洲复苏的行业结构不稳固，制造业动能较弱。从经济结构上看，本轮复苏中服务业强于制造业，以奢侈品为代表的服务+消费行业受能源危机影响较小，据统计 2022 年奢侈品行业的增长速度创下历史最佳，今年消费占比更高的法国 CAC40 的涨幅大于以制造业为主的德国 DAX。2 月德国制造业 PMI 录得 46.3（前值 47.3），对欧元区制造业 PMI 产生较大压力。本轮复苏中制造业动能较弱，结构并不稳固。

四、资产表现回顾及展望

（一）大类资产追踪

一季度大类资产强弱：黄金>A 股>信用债>货币>国债>恒生指数>商品>原油。

回顾一季度，黄金、A 股走强，商品和原油承压。黄金受到 1 月加息预期减弱以及 3 月海外风险事件的扰动，在一季度表现最好；A 股因为受到国内经济复苏的影响，整体表现亦不错；但商品整体一季度表现不佳，其中原油表现最差，主要受到海外银行破产事件的影响以及海外经济衰退的预期加强。债券资产中，信用债优于国债。

权益方面，一季度权益市场整体偏强。从股票风格表现上来看，稳定>成长>周期>消费>金融。1 月随着疫情确诊人数快速过峰，居民的生产和消费逐渐恢复正常，风险情绪回暖。同时外资看好中国经济的复苏，整个 1 月的北向资金净流入额达到 1412.9 亿元，超过了 2022 年全年，带动国内权益资产反弹。2 月随着春节后复工复产逐步落地，经济修复的持续性存疑和短期节奏偏强形成矛盾，权益市场难以选择方向，总体震荡偏弱。3 月市场受到外围硅谷银行和瑞信银行扰动，避险情绪上升，导致权益市场开始下行，但整个一季度 A 股仍走出正收益。

债市方面，一季度信用债强于国债。一季度中债信用债总净价指数录得 0.48% 的正收益，而中债国债总净价指数仅仅录得 -0.12% 的收益率。这主要是因为经济弱复苏阶段，信用债收益率由于前期信用利差大幅走阔，有了下行动力，导致这一阶段信用债的表现强于国债。流动性上，一季度整体仍维持宽松，10 年期国债到期收益率整体围绕 2.9% 波动，由 1 月初的 2.81% 小幅上行至 2.86%。

商品方面，一季度整体表现偏弱，黄金走强。1 月中国经济回暖将对全球商品市场进行提振，欧洲经济也强于预期，但 2 月美国加息预期提升对全球商品价格产生负面冲击，叠加 3 月欧美银行事件冲击，商品一季度整体表现承压。黑色、钢铁等受到国内地产复苏影响，在一季度阶段性走强；原油由于受到美元指数上行的压制以及欧美银行风险事件影响，跌幅较大；黄金受到 1 月加息预期减弱和

3月银行风险事件的扰动，一季度表现最好。

图表 42：月度大类资产表现排序

收益排序	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
高	黄金	A股	恒生指数	恒生指数	恒生指数	原油	货币	国债	国债	A股	原油	原油
↓	国债	信用债	黄金	商品	黄金	国债	信用债	商品	信用债	恒生指数	A股	商品
	信用债	货币	A股	黄金	A股	货币	国债	货币	货币	货币	恒生指数	信用债
中	货币	国债	货币	国债	商品	信用债	商品	信用债	黄金	信用债	国债	货币
↓	商品	商品	信用债	货币	货币	黄金	黄金	恒生指数	商品	国债	信用债	国债
	A股	原油	国债	原油	信用债	商品	A股	A股	A股	黄金	货币	黄金
低	恒生指数	黄金	商品	信用债	国债	A股	原油	黄金	原油	原油	商品	恒生指数
	原油	恒生指数	原油	A股	原油	恒生指数	恒生指数	原油	恒生指数	商品	黄金	A股

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）大类资产展望

长期来看，国内经济弱复苏和海外通胀长期化两条主线不改。国内方面，经济整体复苏，但斜率很缓，宏观驱动力不强；海外方面，在供应链问题得到解决前，宽松会导致通胀再度飙升，加息的压力也是长期存在的。但短期部分扰动会给市场带来无限的遐想，在当下市场长期驱动力不足的环境下，把握市场的节奏至关重要。

具体到配置层面，首要问题是确认长期趋势的不变性，国内关注地产企稳和消费修复进度，检验经济修复的斜率是否改变，中期来看可能不会有大的变化；海外关注美联储加息进程，重点关注供应问题的解决。其次是节奏的把握，交易预期纠偏的确定性更高。当市场出现情绪过热或过低的情况时，逆向交易预期纠偏，比直接博弈短期情绪的方向胜率要高。

当前风险集中释放，市场预期处于低谷，但难言风险释放完毕。二季度权益有结构行情，债券长期偏弱，商品多国内、空海外，贵金属短期提防回调风险，但长期仍看好。

权益方面，结构行情。随着本轮国内经济强复苏被证伪、以及海外金融风险的释放，短期内风险得到释放，长期来看经济弱复苏的弱向上驱动仍在，但海外风险难言结束。目前可以布局权益市场反弹，但总量上可能机会不大，结构性机会为主。随着年报逐步披露，红利指数有配置机会。二季度下半段，但凡出现 PPI 底部、出口回暖的信号，交易业绩见底的逻辑将更为清晰，电子、计算机等链条机会逐步酝酿。

债券方面，长期偏弱，把握节奏性机会。经济修复的持续性是二季度债市交易的关键。考虑政策不强刺激，经济弱复苏，根据收益率锚定消费缺口和市场利率围绕政策利率波动的要求下，债市在提防风险的同时应适度关注逢高配置的机会，10Y 国债收益率向上可能也难以突破 3.05%。

商品方面，多国内，空海外。贵金属短期可能情绪回落，长期仍看好。在美国联储杀需求控通胀的模式下，通胀控制需要从商品端传导到服务端，商品总需求回落成为美联储政策转向的必要条件。硅谷银行事件使风险偏好下降，同样利空海外定价商品（原油、部分有色），而国内社融数据的超预期向好和黑色和建材商品需求的上涨使得国内定价商品获得支撑并向上。近期贵金属在避险情绪支撑下大幅上行，需提防风险偏好回升，贵金属回调风险，若发生回调逢低可以买入。

图表 43：权益：结构行情

股市														
市场	当前价格	估值		预测		盈利		宏观	资金	行业	EPS		估值	盈利
		PE (TTM)	历史分位数	EPS增速	ROE	变化	历史分位数				利润增速	纵向比较		合计
上证指数	3089.26	12.28	18%	—	7.95	2.44	57%	3	2	3	—	5	3	3.2
沪深300	3871.63	11.32	14%	—	8.69	2.74	57%	3	2	3	—	5	3	3.2
中小100	7340.34	23.37	11%	—	10.75	4.11	76%	3	2	3	—	5	4	3.4
创业板指	2346.77	38.91	14%	—	11.17	4.39	81%	3	3	4	—	5	5	4.0
上证50	2635.25	9.31	12%	—	9.60	2.96	62%	3	2	3	—	5	4	3.4
中证500	5864.47	22.62	41%	—	6.49	1.79	62%	3	1	4	—	3	4	3.0
行业（中信一级）														
石油石化(中信)	2433.29	8.03	1%	—	10.37	4.21	97%	2	1	2	—	1	1	1.4
煤炭(中信)	2993.98	6.28	0%	—	18.66	5.02	100%	3	1	2	—	1	1	1.6
有色金属(中信)	6394.07	14.97	0%	—	13.99	3.70	100%	3	1	3	—	1	1	1.8
电力及公用事业(中信)	2517.70	43.91	88%	—	5.62	2.03	51%	3	2	3	—	5	3	3.2
钢铁(中信)	1590.26	22.00	97%	—	4.22	-0.21	64%	3	1	3	—	5	2	2.8
基础化工(中信)	6420.93	17.71	5%	—	12.88	3.01	97%	3	2	3	—	1	1	2.0
建筑(中信)	3246.36	10.26	54%	19%	7.12	2.25	56%	3	1	3	4	3	3	2.8
建材(中信)	7365.44	15.23	62%	18%	6.98	1.69	54%	3	1	3	3	4	3	2.8
轻工制造(中信)	3467.89	32.94	89%	24%	6.25	2.22	69%	3	4	3	2	1	4	2.8
机械(中信)	5988.25	37.64	37%	62%	5.96	2.09	85%	3	3	3	4	4	5	3.7
电力设备及新能源(中信)	10514.29	32.85	15%	84%	9.89	3.77	100%	3	4	3	5	5	5	4.2
国防军工(中信)	8409.51	60.47	21%	63%	4.55	1.35	87%	4	4	4	3	4	5	4.0
汽车(中信)	8628.40	39.54	62%	63%	5.43	2.05	41%	3	2	3	4	2	3	2.8
商贸零售(中信)	3866.15	67.99	68%	37%	3.02	0.53	44%	4	2	4	2	2	3	2.8
消费者服务(中信)	11903.15	3326.22	99%	5%	3.20	1.90	38%	4	4	4	1	1	2	2.7
家电(中信)	12231.45	14.97	13%	41%	13.57	4.64	62%	3	2	4	5	5	4	3.8
纺织服装(中信)	2839.21	28.52	46%	43%	5.48	1.41	56%	3	3	3	4	3	3	3.2
医药(中信)	11726.83	33.46	22%	38%	10.30	3.17	79%	3	5	3	3	4	4	3.7
食品饮料(中信)	29416.40	36.28	52%	21%	15.92	4.49	69%	4	5	4	2	3	4	3.7
农林牧渔(中信)	6009.44	1317.93	83%	15%	0.53	3.62	13%	3	4	3	1	1	1	2.2
银行(中信)	7596.91	4.57	6%	8%	8.21	2.71	46%	3	2	3	4	5	3	3.3
非银行金融(中信)	7296.14	15.72	41%	6%	6.10	1.53	44%	3	2	3	1	3	3	2.5
房地产(中信)	5298.41	20165.46	93%	28%	1.27	-0.03	10%	3	3	4	1	1	1	2.2
交通运输(中信)	1996.40	22.35	61%	113%	4.89	1.57	54%	3	4	3	5	2	3	3.3
电子(中信)	6232.34	38.95	26%	25%	6.23	1.73	64%	3	3	4	2	4	4	3.3
通信(中信)	3431.58	15.86	2%	33%	7.25	2.20	95%	3	4	3	5	5	5	4.2
计算机(中信)	4825.47	113.09	56%	120%	1.82	0.61	28%	3	5	4	3	3	2	3.3
传媒(中信)	2075.28	50.02	39%	32%	4.27	1.02	44%	3	3	3	2	4	3	3.0
综合(中信)	3683.75	90.07	46%	384%	2.76	0.69	54%	3	3	3	5	3	3	3.3
综合金融(中信)	690.88	39.87	83%	41%	3.19	0.43	50%	3	3	3	3	1	3	2.7

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：从宏观、资金、行业、估值、盈利五个方面对股票板块和行业打分，分值范围从1至5分，得分越高表现越好；数据截至3月22日

图表 44：债券：长期偏弱，把握节奏性机会

债市					
利率债	收益率（%）	本月变动（%）	资金	当前利率（%）	本月变动（%）
10年期国债	2.85	● -0.05	Shibor 3M	2.42	● 0.00
5年期国债	2.66	● -0.08	7天逆回购	2.00	● 0.00
1年期国债	2.23	● -0.10	14天逆回购	2.15	● 0.00
10年期国开债	3.00	● -0.08	1年LPR	3.65	● 0.00
5年期国开债	2.80	● -0.12	5年LPR	4.30	● 0.00
1年期国开债	2.47	● -0.01	MLF	2.75	● 0.00
信用债	收益率（%）	本月变动（%）	信用利差		
			当前利差(BP)	本月变动(BP)	历史分位数
10年期AAA级企业债	3.54	● -0.07	68.87	● -1.53	19.0%
5年期AAA级企业债	3.31	● -0.08	65.15	● 0.44	46.8%
1年期AAA级企业债	2.77	● -0.09	53.88	● 0.96	73.0%
10年期AA+级企业债	3.92	● -0.10	106.82	● -4.53	32.9%
5年期AA+级企业债	3.59	● -0.09	92.81	● -0.57	57.5%
1年期AA+级企业债	2.89	● -0.07	66.01	● 2.96	70.2%
10年期AAA级城投债	3.65	● -0.07	79.51	● -1.39	21.0%
5年期AAA级城投债	3.28	● -0.05	62.28	● 2.90	34.1%
1年期AAA级城投债	2.79	● -0.07	55.28	● 2.47	69.8%
10年期AA+级城投债	4.01	● -0.12	115.51	● -6.39	21.4%
5年期AA+级城投债	3.47	● -0.09	81.27	● -1.11	42.9%
1年期AA+级城投债	2.90	● -0.06	66.86	● 3.46	69.4%

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：● 下跌，● 上涨，● 不变，数据截至 3 月 22 日

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826