

中信证券研究部



明明

中信证券首席经济学家

S1010517100001



余经纬

大类资产配置首席分析师

S1010517070005



赵云鹏

FICC 分析师

S1010521120002

核心观点

市场对于经济复苏斜率、稳增长政策力度和美联储加息进程的预期在2月均有所分化。随着各类积极信号逐渐显现，预期的分歧有望逐步弥合，股市也可能随之上行；债市对利空相对钝化，预计将延续震荡格局；国内经济向好的趋势下商品可能仍有上涨动力。

■ **宏观：复苏仍在推进，分歧有望弥合。**经济复苏的大趋势早已明确，但模糊的复苏斜率导致投资者预期在春节后出现分歧，市场情绪也受到扰动。进入3月后，更多基本面复苏的信号有望显现，投资者预期的分歧也可能弥合。首先，生产端在2月快速回升，进入3月后，高景气度有望延续；其次，居民出行活动已经明显回暖，出行活动的恢复可能逐步转化为消费的复苏；再次，房地产销售可能逐渐筑底，地产投资对经济的拖累也有望收窄；最后，2月超预期的PMI表明经济修复的进程仍在推进之中，更多类似PMI的积极信号有望逐步确认。

■ **政策：预期再度修正。**货币政策方面，经济复苏早期，货币政策不至于骤然收紧，但经济复苏的趋势已经较为明确，且总量型工具使用空间已经收窄，预计短期内总量型工具落地概率并不大，央行的政策重心可能在于通过结构性工具推动内需和“信用”共同扩张，以呵护经济复苏进程；财政政策方面，在消费增速中枢受到压制、地产投资对经济仍有拖累、出口下行压力较大的环境下，虽然经济复苏趋势较为明确，但复苏斜率还需要政策的支撑，财政政策仍有必要维持相对积极的基调。

■ **海外：衰退时点可能推迟，加息终点预期上修。**美国1月新增非农就业大超一致预期，非农时薪环比增速虽延续回落趋势，但仍处于相对较高的位置，在劳动力市场表现依旧强劲、消费可能难以快速下滑的环境下，美国衰退的时点可能不会很快到来。美国经济在短期内陷入衰退的风险较低，美联储紧缩步伐不会因此受到阻碍，且美国通胀下行过程并非一帆风顺，美联储可能进一步提高加息终点。

■ 大类资产策略判断

➤ **股票：积极信号有望驱动股市再度上行。**已经公布的PMI和持续偏高的票据利率表明2月经济表现和金融数据可能不会太差。进入3月后，经济复苏的进程不会戛然而止，更多的积极信号有望释放，市场对经济复苏的斜率可能再度形成较为乐观的一致预期。此外，市场对稳增长政策的博弈可能告一段落，两会中可能释放的积极信号有望推升投资者风险偏好，且随着汇率逐步企稳，美联储紧缩进程对A股的扰动也可能减弱。在多种积极信号的带动下，A股有望在3月再度上行。

➤ **债券：利率点位偏高，资金收紧接近尾声，债市可能延续震荡格局。**不论是从利差的角度看，还是从经济复苏程度的角度看，当前国债收益率均已处于较高点位。高点位下，债市可能对基本面复苏等利空因素相对钝化，进一步上行空间可能也有限。随着资金面收紧过程接近尾声，债市可能延续震荡格局。

- **商品：国内经济向好，商品仍有上涨动力。原油：**供给的稳定和需求的韧性有望共同限制油价的下行空间，短期内原油可能呈震荡偏多走势。**黑色：**钢材需求有所分化，地产用钢恢复速度较慢，进入3月后，钢企利润底部回暖，产量可能随之上行，地产需求能否进一步复苏可能成为影响钢材价格走势的关键因素。**有色：**偏紧供需关系和美联储紧缩进程之间的矛盾可能推动铜价延续震荡。
- **风险因素：**国内稳增长政策不及预期；地缘政治冲突超预期；美联储加息力度超预期。

目录

2023年2月大类资产走势回顾.....	6
宏观：复苏仍在推进，分歧有望弥合.....	7
政策：预期再度修正.....	10
货币政策：“货币”中性偏宽松，政策重心可能在于“信用”.....	10
财政政策：两会召开在即，“靴子”即将落地.....	12
海外：衰退时点可能推迟，加息终点预期上修.....	13
大类资产策略判断.....	14
股票：积极信号有望驱动股市再度上行.....	14
债券：利率点位偏高，资金收紧接近尾声，债市可能延续震荡格局.....	15
商品：国内经济向好，商品仍有上涨动力.....	16
风险因素.....	16





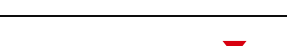



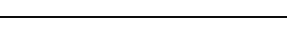








插图目录

图 1: 组合表现	6
图 2: 2023 年 2 月大类资产走势回顾	6
图 3: 1 月, PMI 和金融数据均呈现出总量较好、结构分化的特点, 股、债市场保持震荡	7
图 4: 各行业开工率在 2 月快速回升	8
图 5: 重点城市居民生活半径基本超过疫情前水平	8
图 6: 深圳等城市的二手房成交面积在春节后快速回暖	9
图 7: 2 月, 30 大中城市商品房成交面积同比增速已经回正	9
图 8: 制造业 PMI 和非制造业 PMI 均回升至近年来的较高水平	10
图 9: 制造业 PMI 各分项几乎全面回升	10
图 10: 非制造业 PMI 各分项也几乎全面回升	10
图 11: 财政政策仍有保持合理力度的必要	12
图 12: 1 月, 失业率降至历史低点, 薪资增速仍有韧性	13
图 13: 薪资增速可能对美国消费端形成一定支撑	13
图 14: CME 利率期货反映市场对于美联储加息终点的预期明显上修	13
图 15: 2 月, 票据利率持续处于高位	14
图 16: 去年年底以来, 我国股、汇走势较为一致	15
图 17: 重要利差指标已经接近 2021 年年中水平	15
图 18: 去年 8 月以来的资金利率上行过程可能已经接近尾声	16

表格目录

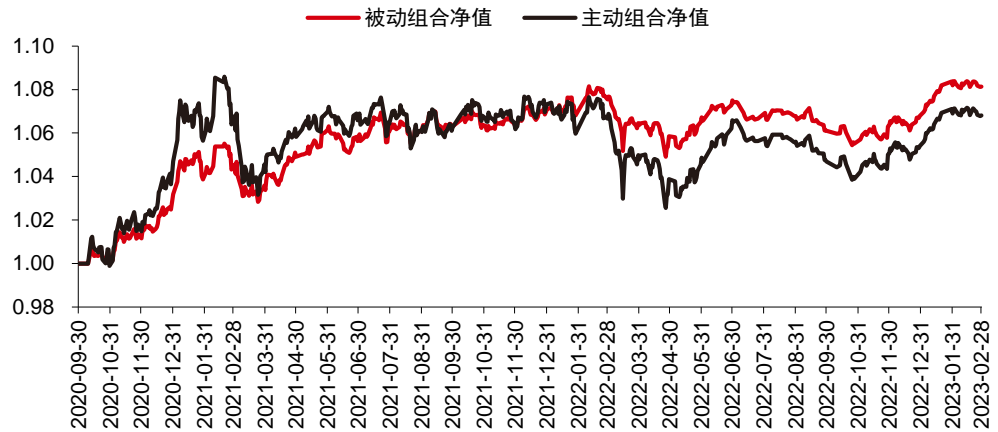
表 1: 2023 年 3 月战术资产配置观点: 预期重构带来配置机会	5
表 2: 四季度货币政策报告中, 央行对总量型工具表态较为谨慎, 对结构性工具表态相对积极	11

表 1：2023 年 3 月战术资产配置观点：预期重构带来配置机会

资产类别	配置建议			评分	组合比例		核心逻辑	
	变化	低配	平配		增配	均衡		建议
股票资产	➔				2.0	11.23%	13.75%	
- 金融板块	➔				2.0	1.99%	2.56%	已经公布的 PMI 和持续偏高的票据利率表明 2 月经济表现和金融数据可能不会太差。进入 3 月后，经济复苏的进程不会戛然而止，更多的积极信号有望释放，市场对经济复苏的斜率可能再度形成较为乐观的一致预期。此外，市场对稳增长政策的博弈可能告一段落，两会中可能释放的积极信号有望推升投资者风险偏好，且随着汇率逐步企稳，美联储紧缩进程对 A 股的扰动也可能减弱。在多种积极信号的带动下，A 股有望在 3 月再度上行。
- 周期板块	➔				2.5	1.46%	2.24%	
- 消费板块	➔				1.0	3.01%	2.37%	
- 成长板块	➔				2.5	2.81%	4.08%	
- 港股	➔				2.0	1.96%	2.51%	
债券资产	➔				1.3	77.00%	77.85%	
- 利率债	➔				1.5	25.36%	29.08%	不论是从利差的角度看，还是从经济复苏程度的角度看，当前国债收益率均已处于较高点位。高点位下，债市可能对基本面复苏等利空因素相对钝化，进一步上行空间可能也有限。随着资金面收紧过程接近尾声，债市可能延续震荡格局。
- 信用债	➔				1.0	51.64%	48.77%	
大宗商品	➔				-0.4	6.77%	3.40%	
- 黑色金属	➔				-1.0	0.78%	0.17%	原油：供给的稳定和需求的韧性有望共同限制油价的下行空间，短期内原油可能呈震荡偏多走势。 黑色：钢材需求有所分化，地产用钢恢复速度较慢，进入 3 月后，钢企利润底部回暖，产量可能随之上行，地产需求能否进一步复苏可能成为影响钢材价格走势的关键因素。 有色：偏紧供需关系和美联储紧缩进程之间的矛盾可能推动铜价延续震荡。
- 有色金属	➔				-0.5	0.78%	0.21%	
- 能源化工	➔				-1.0	0.90%	0.26%	
- 农产品	➔				0.0	1.75%	0.90%	
- 贵金属	➔				0.5	2.56%	1.87%	
房地产	➔				0.0	0.00%	0.00%	政策底已至，基本面处于磨底过程
现金	➔				-1.0	5.00%	5.00%	央行可能维护流动性“合理充裕”
合计						100%	100%	

资料来源：中信证券研究部；注：评分的范围是-5~5，其中 5 代表最大程度增配，-5 代表最大程度低配，0 代表平配。组合配置比例依据动态风险预算模型计算，均衡比例为被动投资组合，建议比例为结合主观观点后计算的结果

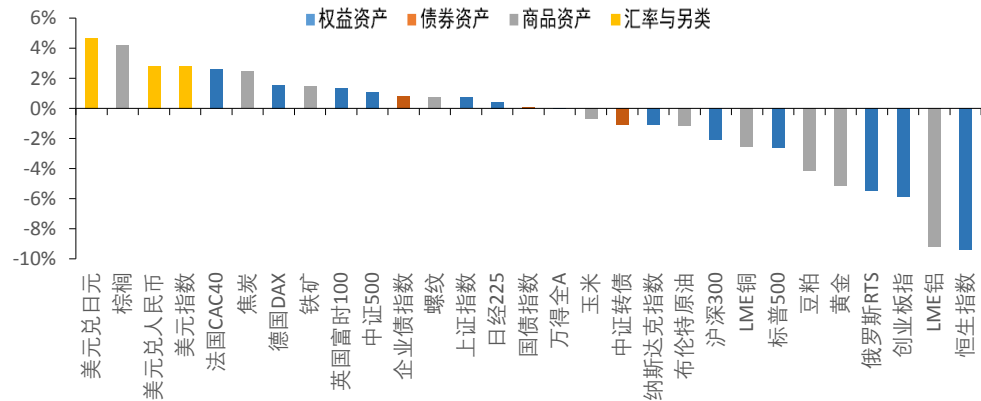
图 1：组合表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

2023年2月大类资产走势回顾

图 2：2023年2月大类资产走势回顾



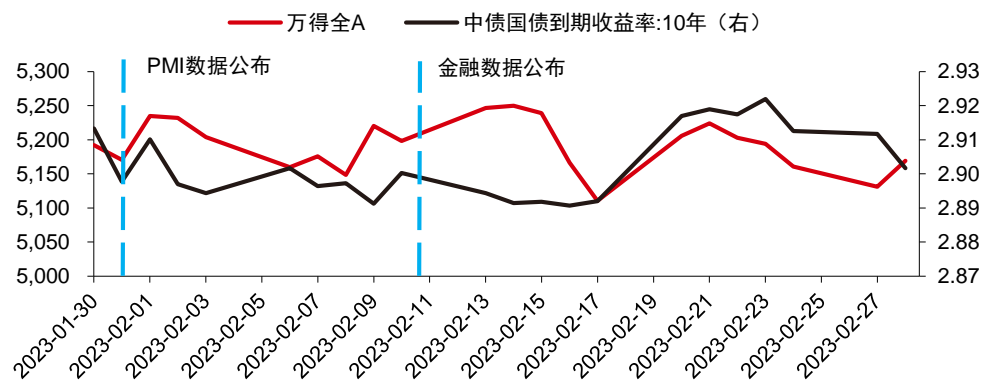
资料来源：Wind，中信证券研究部

2023年2月，大类资产走势分化：①美国强劲的劳动力市场表现和仍有黏性的通胀加剧了市场对于美联储政策紧缩的担忧，美股、港股、黄金均有所下行，美元指数出现反弹；②国内经济复苏的趋势仍在延续，黑色系商品延续涨势，但股市投资者对经济复苏的斜率产生分歧，A股窄幅震荡；③债市在经历前期的调整之后，利率点位已经较高，因而对经济复苏所带来的利空钝化，同样呈现震荡格局。

■ 宏观：复苏仍在推进，分歧有望弥合

国内经济复苏的大趋势早已明确，但模糊的复苏斜率导致投资者预期在春节后出现分歧，市场情绪也受到扰动。早在去年年底，随着防控优化和中央经济工作会议对宏观政策定下偏积极的基调，经济复苏的趋势便已逐步显现。彼时，市场对经济走势有较为积极的一致预期，投资者风险偏好随之快速回升，一度带动上证指数重返 3300 点以上。而春节后，经济数据进入空窗期，结构分化的 PMI 与金融数据导致投资者对经济复苏的预期出现分歧，股、债市场也随之转向震荡。

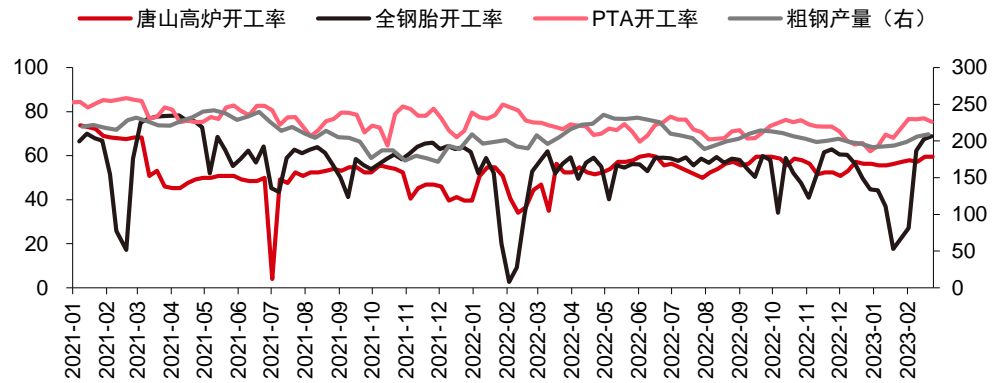
图 3：1 月，PMI 和金融数据均呈现出总量较好、结构分化的特点，股、债市场保持震荡（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

进入 3 月后，更多基本面复苏的信号有望显现，投资者预期的分歧也有望弥合。首先，生产端在 2 月快速回升，进入 3 月后，高景气度有望延续。汽车钢胎开工率反弹最为迅猛，截至 2 月第四周，半钢胎开工率已接近疫情以来的最高点水平，全钢胎开工率也大幅高于往年同期水平；唐山高炉开工率在 2 月底回升至 59.52%，几乎为近一年以来的最高水平，重点企业粗钢产量也延续上行趋势，截至 2 月中旬，同比回升 8.1%；PTA 开工率恢复速度相对偏慢，但截至 2 月末，同比亦保持正增长。多数行业开工率保持高位，有望驱动生产端在 3 月延续高景气。

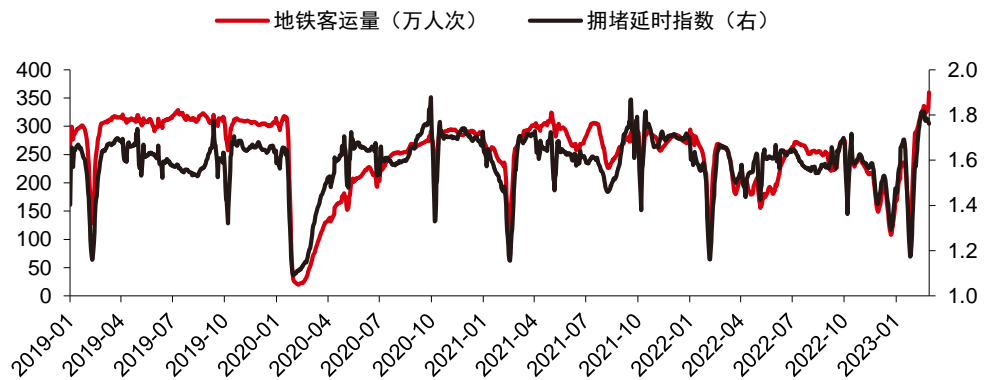
图 4：各行业开工率在 2 月快速回升（%，万吨/天）



资料来源：Wind，中信证券研究部

其次，居民出行活动已经明显回暖，出行活动的恢复有望逐步转化为消费的复苏。尽管消费增长中枢短期内仍会受到偏高失业率等不利因素的压制，但截至 2 月最后一周，重点一、二线城市地铁客运量和拥堵延时指数七天移动均值分别回升至 332 万人次和 1.77，均已小幅超过 2019 年最高值，居民生活半径已经基本恢复至疫情前水平。疫情和大规模感染对消费的压制已经明显减弱，出行活动的回暖有望逐步转化为消费的增长，预计社零将保持温和回升的趋势。

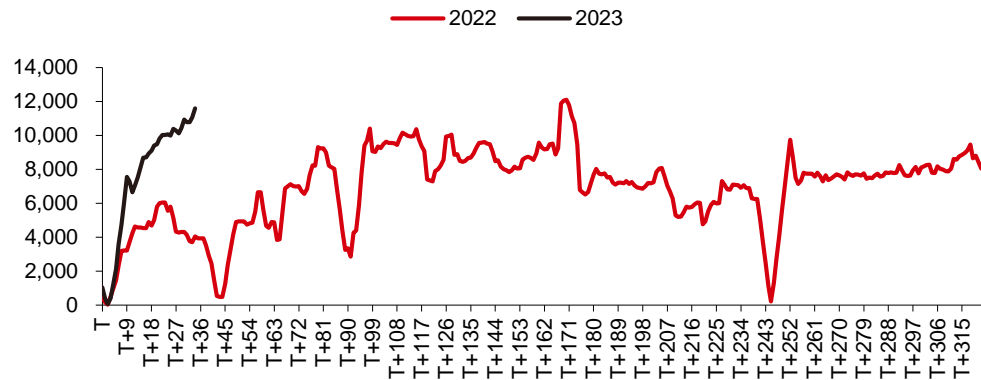
图 5：重点城市居民生活半径基本超过疫情前水平



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：所用数据为 7 天移动平均值

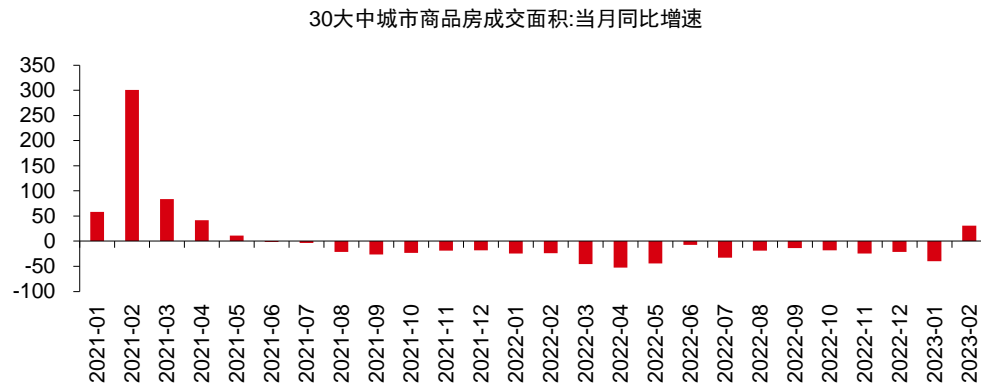
再次，二手房销售的复苏进程已经启动，房地产销售可能逐渐筑底，地产投资对经济的拖累也有望收窄。房贷利率下调和放开限购等房地产领域放松政策形成共振，带动重点城市二手房销售在春节后显著回暖。据中信证券研究部地产组统计，2023 年春节后 31 天，14 个样本城市二手房成交套数同比增长 53%。二手房销售的暖意也已经向新房销售传递，2 月，30 大中城市商品房成交面积同比增长 31%，且从 15 家重点样本房企销售看，无论是 2 月单月还是 1~2 月合计，销售金额同比均有大幅增长（2 月同比增长 38.2%，1~2 月同比增长 10.1%）。在前期“三支箭”、“十六条”等一系列放松政策助力下，房地产企业融资能力已经有所恢复，因此，房地产销售逐渐筑底之后，地产投资对经济的拖累也有望收窄。

图6：深圳等城市的二手房成交面积在春节后快速回暖（平方米）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：T代表当年春节，T+1代表春节后第一天，以此类推

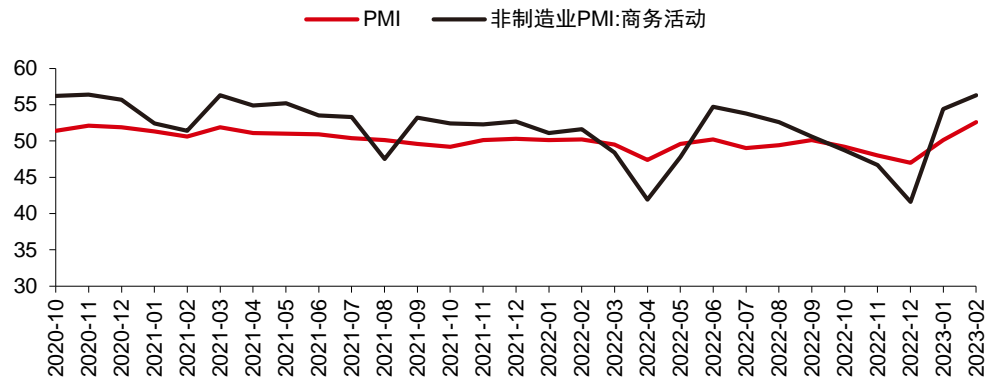
图7：2月，30大中城市商品房成交面积同比增速已经回正（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

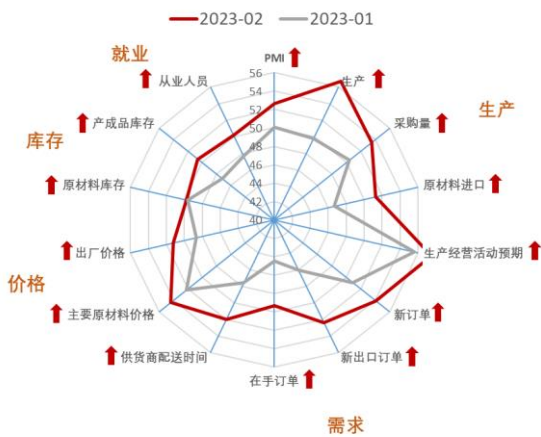
最后，2月超预期的PMI表明经济修复的进程仍在推进之中。更多类似PMI的积极信号有望逐步确认，市场对于经济复苏的预期分歧也有望逐渐弥合。2月，制造业PMI和非制造业PMI分别录得52.6%和56.3%，均处于过去几年来的较高水平，各分项也几乎全面回升。作为经济检测的先行指标，PMI的率先大幅回升表明2月经济可能延续向好趋势。因此，进入3月之后，随着经济数据真空期落下帷幕，更多的积极信号有望显现，市场对于基本面的预期有望再度从分歧迈向一致。

图 8：制造业 PMI 和非制造业 PMI 均回升至近几年来来的较高水平（%）



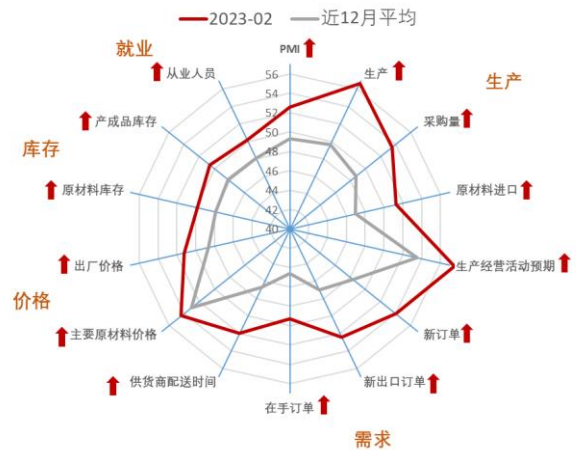
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：制造业 PMI 各分项几乎全面回升（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：非制造业 PMI 各分项也几乎全面回升（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

政策：预期再度修正

货币政策：“货币”中性偏宽松，政策重心可能在于“信用”

经济复苏早期，货币政策不至于骤然收紧，但经济复苏的趋势已经较为明确，且总量型工具使用空间已经收窄，预计短期内总量型工具落地概率并不大。经济仍处于复苏早期，对于央行而言，当前的经济复苏信号可能并不足以驱动货币政策由松转紧，因此，预计货币政策还将维持中性偏松基调。而明确的经济复苏趋势可能意味着央行降息、降准的必要性有所下降，在美联储调高加息终点、准备金率逐步接近低位的环境下，央行也可能会更加珍惜总量型工具的使用空间，因此，预计短期内总量型工具落地的概率较低。央行的这一意图在四季度货币政策报告中也有所体现：四季度货币政策报告中删去了“加大稳健货币政策实施力度”的表述，转而强调精准有力，货币政策基调也实现了“宽松”向“稳健偏松”的转向。

在“货币”中性偏宽松的环境下，央行的政策重心可能在于通过结构性工具推动内需和“信用”共同扩张，为经济复苏保驾护航。2月16日，《求是》杂志发表习近平主席重要文章《当前经济工作的几个重大问题》，里面提到“总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾”，当前经济复苏结构也呈现出供给恢复速度快于需求的特点，因此，扩大内需有望成为接下来一个阶段政策发力的重点方向，央行也在四季度货币政策报告中提到“稳健的货币政策要精准有力……着力支持扩大内需”。而从以往实践来看，结构性工具能针对性地刺激需求的恢复。在总量型工具可能暂时缺位的情况下，央行的重心可能在于发挥结构性工具对内需的刺激作用。结合央行在四季度货币政策报告中“推动消费有力复苏，增强经济增长潜能”的表述，预计央行可能会设计新的促消费结构性工具。

表 2：四季度货币政策报告中，央行对总量型工具表态较为谨慎，对结构性工具表态相对积极

	2022Q4	2022Q3
国内经济展望	<p>第四季度国民经济运行总体平稳。展望 2023 年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅。当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固。从国际看，地缘冲突还在持续，世界经济增长动能减弱，发达经济体通胀仍处高位，加息进程尚未见顶，对我国经济的影响加深。从国内看，疫情演进的扰动影响仍需关注，居民储蓄向消费转化的动能有待观察，房地产业转向新发展模式尚需时日，地方财政收支平衡压力持续存在，人口增长红利消退、绿色转型推进等也可能带来中长期挑战。</p> <p>综合来看，我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变</p>	<p>三季度我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势。当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固。一方面，发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱；另一方面，国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。</p> <p>但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。</p>
世界经济金融形势	<p>近期全球通胀有所回落，但仍处于历史高位。主要发达经济体持续加息缩表进程，世界经济复苏动能减弱，全球金融市场大幅波动。本轮“加息潮”的累积效应还将显现，未来需关注其对全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响。</p> <p>海外高通胀回落的幅度和速度存在不确定性。全球经济下行压力加大。流动性收紧加剧金融市场的调整，美联储加息加速避险资金回流美国，强势美元与本国经济前景恶化压力叠加，一些领域金融风险加快暴露。新的“气候保护主义”值得警惕。</p>	<p>全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，在稳物价和稳增长之间艰难权衡，叠加地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。</p> <p>全球高通胀挑战依然严峻。高度警惕经济下行压力在全球更广泛范围蔓延的风险。流动性收紧加剧金融市场调整，避险情绪加大跨境资本流动波动，金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。</p>
下一阶段货币政策目标	<p>从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，坚持系统观念，做到“六个更好统筹”，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合，加大宏观政策调控力度，建设现代中央银行制度，充分发挥货币信贷政策效能，重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动金融支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。</p>	<p>坚持稳字当头、稳中求进，深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，抓好政策措施落实，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，巩固和拓展经济回稳向上态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。</p>
下一阶段货币政策基调	<p>稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供</p>	<p>加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供</p>

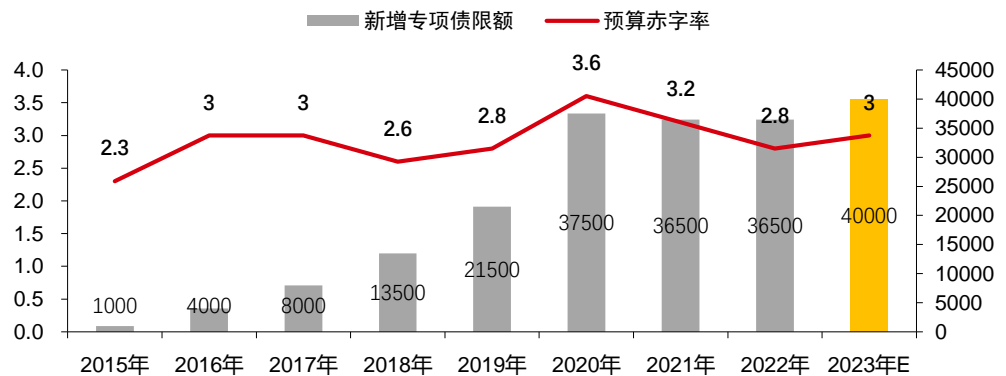
	2022Q4	2022Q3
	持不搞“大水漫灌”， 稳固对实体经济的可持续支持力度。	更有力、更高质量的支持。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。
信贷总量	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配， 助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性。	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为巩固经济回稳向上态势。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导金融机构按照市场化法治化原则，加大对实体经济的信贷支持力度。 用好政策性开发性金融工具和政策性、开发性银行新增 8000 亿元信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放。
结构性货币政策工具	发挥结构性货币政策工具的激励引导作用。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。 继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，落实好普惠小微贷款减息支持工具和收费公路贷款支持工具，推动保交楼贷款支持计划落地生效。	结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退。加快推动设备更新改造专项再贷款落地生效，发挥专项再贷款的精准滴灌、正向激励作用。多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设和资金支付，支持项目配套融资，扎实推动形成更多实物工作量。 落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷会贷长效机制，增强微观主体活力。

资料来源：中国人民银行官网，中信证券研究部

财政政策：两会召开在即，“靴子”即将落地

尽管复苏趋势已经明确，但复苏斜率需要政策的支撑，预计为稳增长政策仍会维持合理的力度。在消费增速中枢受到压制、地产投资对经济仍有拖累、出口下行压力较大的环境下，虽然经济复苏趋势较为明确，但复苏斜率还需要政策的支撑，财政政策仍有必要维持相对积极的基调。预计今年赤字率可能上调至 3%或以上，新增专项债额度可能上调至 4 万亿或以上。

图 11：财政政策仍有保持合理力度的必要（%，亿元）

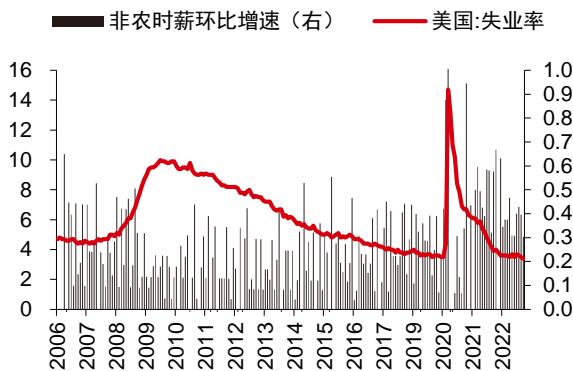


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

海外：衰退时点可能推迟，加息终点预期上修

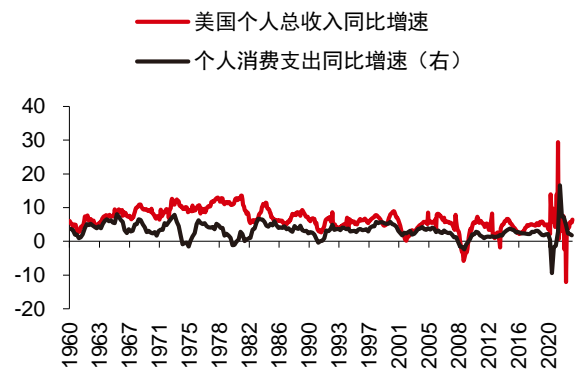
美国劳动力市场表现大超预期，且消费仍具韧性，美国衰退时点可能推迟。美国1月新增非农就业人数高达51.7万人，大幅超出彭博一致预期18.5万人，失业率也降至3.4%，为1970年以来新低。此外，当月非农时薪环比增速虽延续回落趋势，但仍处于0.3%这一相对较高的位置，尚具韧性的薪资增速可能会对美国消费形成一定支撑。在劳动力市场表现依旧强劲、消费可能难以快速下滑的环境下，美国衰退的时点可能不会很快到来。

图 12：1月，失业率降至历史低点，薪资增速仍有韧性（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

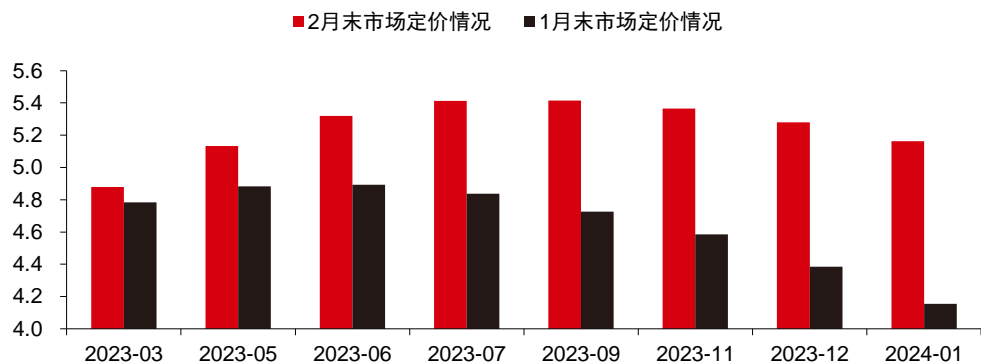
图 13：薪资增速可能对美国消费端形成一定支撑（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国经济在短期内陷入衰退的风险较低，美联储紧缩步伐不会因此受到阻碍，且美国通胀下行过程并非一帆风顺，美联储加息终点可能进一步上修。经济衰退时点可能后移的情况下，美国通胀的下行速度将是影响美联储加息进程的最重要因素，而1月美国CPI环比大幅反弹，各细分项表现均不容乐观。通胀的黏性引发了市场对于美联储加息终点上修的担忧，2月末CME利率期货所隐含的加息终点明显高于1月末水平，市场对于美联储2023年年内降息的预期也基本瓦解。

图 14：CME 利率期货反映市场对于美联储加息终点的预期明显上修（%）



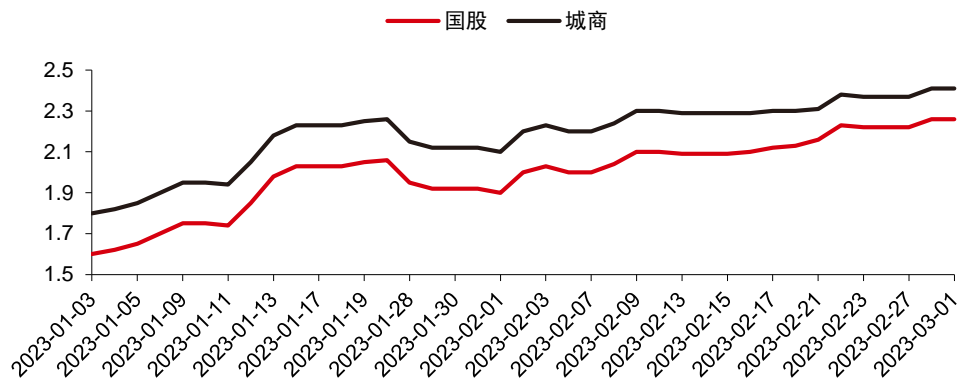
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

■ 大类资产策略判断

股票：积极信号有望驱动股市再度上行

经济复苏趋势的进一步明确有望成为驱动股市上涨的最重要动力。已经公布的 PMI 数据表明 2 月经济表现可能较为强劲，生产端景气度有望保持高位，需求端也有望延续回升趋势，而持续偏高的票据利率预示 2 月私人部门的融资需求可能仍处于持续改善阶段，社融同比增速有望开启回升过程。进入 3 月后，预计经济复苏的进程不会戛然而止，经济数据和金融数据有望释放更多积极的信号，市场对经济复苏的斜率有望再度形成较为乐观的一致预期。

图 15：2 月，票据利率持续处于高位（%）

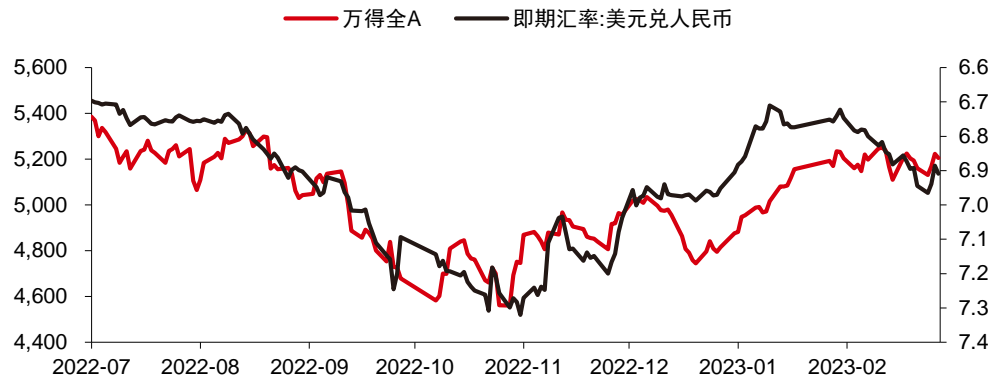


资料来源：Wind，中信证券研究部

市场对稳增长政策的博弈可能告一段落，两会中可能释放的积极信号有望助推投资者风险偏好。市场在过去长达一个月的震荡阶段，可能已经围绕稳增长政策不及预期的可能展开充分博弈，而两会召开在即，稳增长政策“靴子”即将落地，市场对于政策的博弈也很快将告一段落。即使两会所公布的部分稳增长政策不及市场预期，预计这一因素对市场的冲击也不会太大。而若对于财政政策的积极预期在两会中得到验证，市场可能重新对会议所表露的积极信号进行定价，届时投资者风险偏好也有望进一步抬升。

美国超预期劳动力和通胀数据公布后，市场对于美联储紧缩路径预期迎来重构，资产价格也迅速做出反应。预计美联储紧缩进程对国内股市的扰动也将有所减弱。自美国劳动力和通胀数据超预期后，市场已经普遍预计美联储可能提高加息终点，股、债、汇市场迅速做出反应，美元指数重返去年年底水平，人民币汇率随之大幅贬值。而去年年底以来，我国股、汇走势较为一致，迅速贬值的人民币汇率在一定程度上压制了 A 股行情。随着市场对新的美联储紧缩路径快速定价，加息终点上移对金融市场的影响有望逐步消退，人民币汇率可能呈现触底回升迹象，A 股受到的扰动从而也会逐步减弱。

图 16: 去年年底以来, 我国股、汇走势较为一致

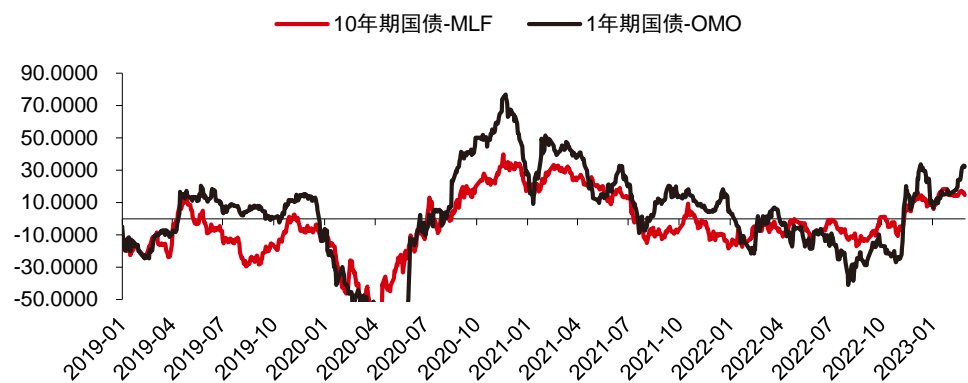


资料来源: Wind, 中信证券研究部

债券: 利率点位偏高, 资金收紧接近尾声, 债市可能延续震荡格局

国债收益率处于较高点位, 对经济复苏所导致的利空冲击已经钝化。从利差角度看, 截至 3 月 1 日, 10 年期国债收益率和 MLF 利差以及 1 年期国债和 OMO 利差分别扩大至 15 和 32 bps 左右, 均接近 2021 年年中水平。当前利率点位可能隐含了经济恢复到接近 2021 年年中水平的预期。而虽然近期经济向好趋势明确, 但基本面复苏程度和 2021 年相比仍有一定的差距, 因此, 不论是从利差的角度看, 还是从经济复苏程度的角度看, 当前国债收益率均已处于较高点位。高点位下, 债市可能对基本面温和复苏等利空因素相对钝化, 进一步上行空间也可能有限。

图 17: 重要利差指标已经接近 2021 年年中水平 (bps)

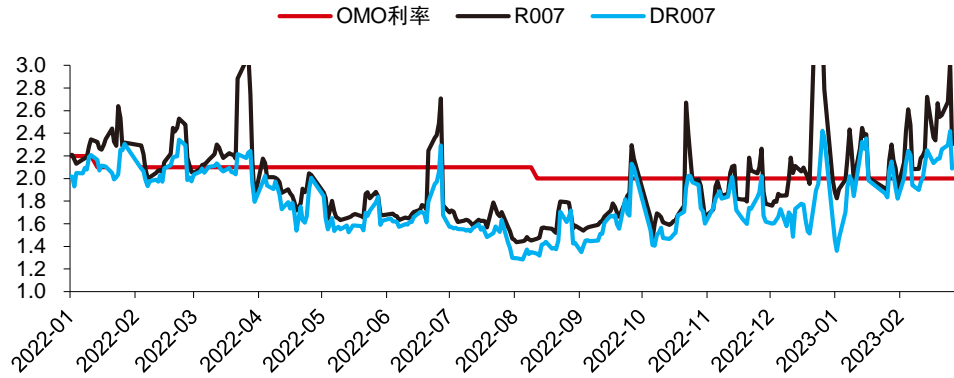


资料来源: Wind, 中信证券研究部

资金面收紧过程接近尾声, 债市可能延续震荡格局。三大因素预示资金面的收紧可能已经接近尾声, 一是从资金利率的相对水平看, 自去年 8 月以来, 资金利率一路上行, 当前资金利率中枢已经回升至政策利率以上, 资金利率中枢继续抬升的可能性较小; 二是从经济复苏和货币政策的关系看, 在经济复苏初期, 央行可能维持中性偏宽松的货币政策基调, 货币政策不至于断然收紧, 资金利率也可能转向震荡; 三是从央行表态看, 央行在四

季度货币政策报告中重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，当前资金利率可能已经处于合理区间。预计未来资金面对债市的扰动可能有限，债市走势可能转向震荡。

图 18：去年 8 月以来的资金利率上行过程可能已经接近尾声（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

商品：国内经济向好，商品仍有上涨动力

原油：不确定性尚未消散，油价可能震荡偏多。供给端，据新华社报道，俄罗斯计划于 3 月下调每日原油产量 50 万桶，但 OPEC 并未对产量政策进行调整，供给端有望趋于稳定；需求端，我国经济的回暖和海外经济的衰退是驱动今年原油需求走势的两个重要变量，目前看来，我国经济复苏趋势仍在延续，有望对原油需求形成一定支撑，而美国经济表现较为强劲，其衰退时点可能后移。供给的稳定和需求的韧性有望共同限制油价的下行空间，短期内原油可能呈震荡偏多走势。

钢材：地产需求回升力度或成关键影响因素。春节结束后，钢价一度经历了短暂的小幅调整。随着我国经济回暖的趋势逐步明确，钢材需求也有所恢复，进而推动价格逐步上行。不过，钢材需求有所分化，地产用钢恢复速度较慢，进入 3 月后，钢企利润底部回暖，产量可能随之上行，地产需求能否进一步复苏可能成为影响钢材价格走势的关键因素。

铜：供需偏紧和美联储持续紧缩的矛盾。近期铜供给端扰动加剧，叠加国内经济复苏趋势较为明确，供需形势重回偏紧格局。然而，美国较强的劳动力市场表现加剧了投资者对于美联储提升加息终点的担忧，美国通胀的环比反弹也表明通胀回落之路可能并非一帆风顺。偏紧的供需关系和美联储紧缩进程之间的矛盾可能推动铜价延续震荡。

风险因素

国内稳增长政策不及预期；地缘政治冲突超预期；美联储加息力度超预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。