

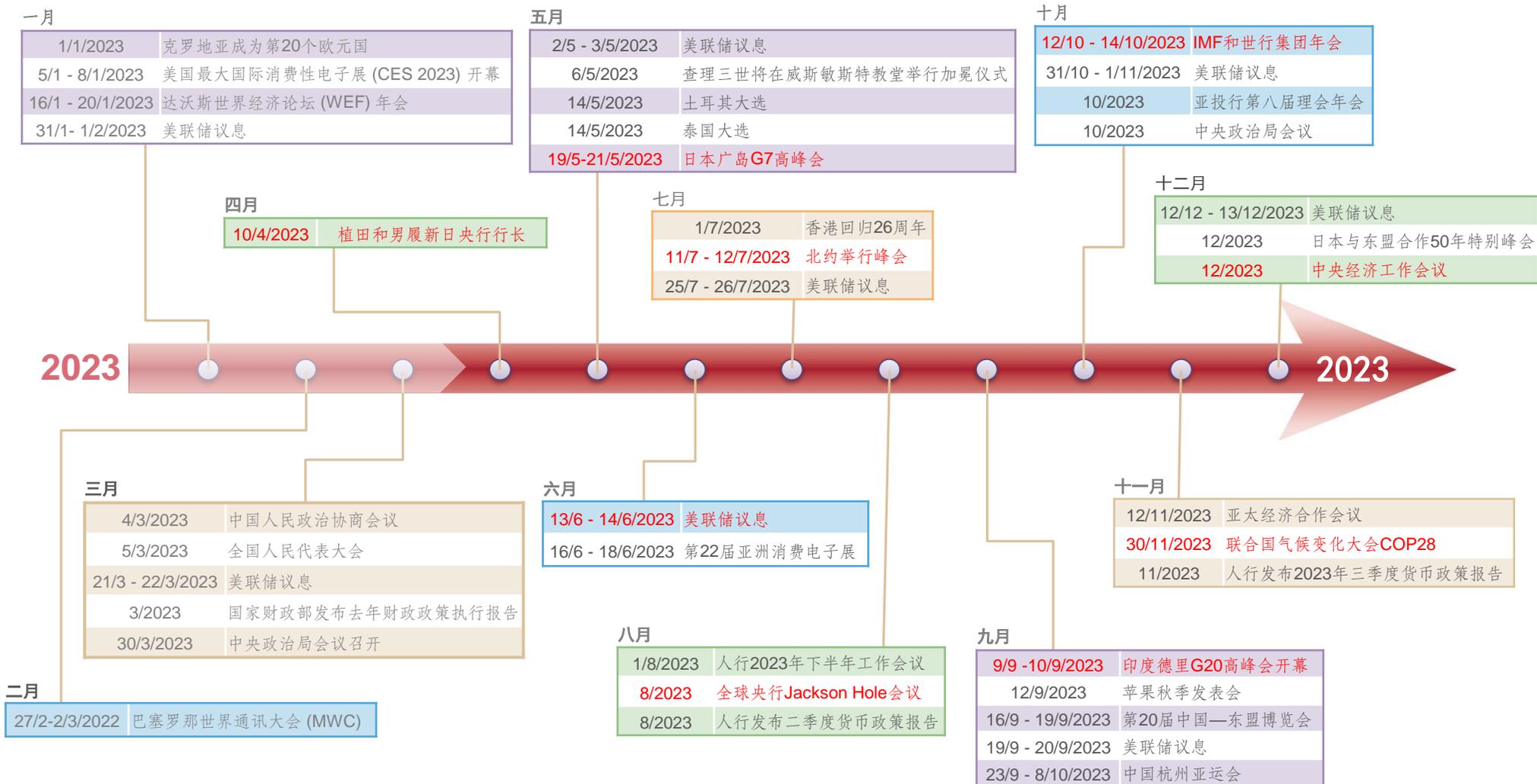
产品及投资方案部

| 2023年4月12日



站在金融市场震荡的十字路口找投资风口

# 2023年重大事件





# 资产配置

近10年环球市场热图(股票/债券/商品)

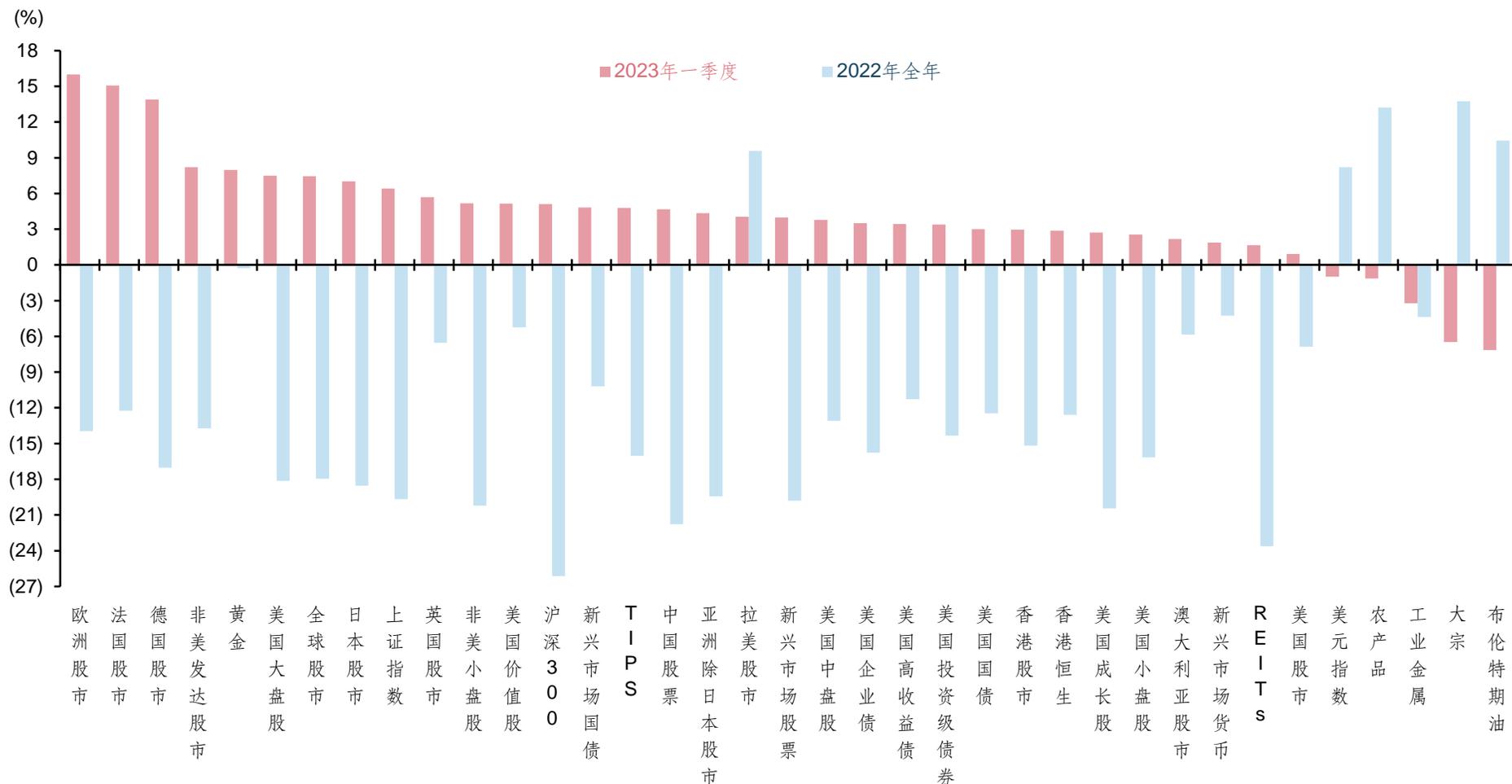
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	十年年化回报	十年年化波动率
中国A股 52.1	中国离岸高收益债 10.8	美国高收益债 17.1	新兴市场股票 37.8	中国在岸债(美元) 3.5	中国A股 36.8	中国A股 38.6	原油 61.6	原油 24.9	欧洲股票 10.7	美国股票 12.2	原油 43.2
美国股票 13.7	中国在岸债 3.9	美国股票 12.0	香港股票 36.2	美国国债 0.9	原油 34.4	黄金 21.0	美国股票 28.7	欧洲股票 19.4	黄金 8.1	中国A股 6.2	中国A股 24.2
中国离岸投资级债 8.5	中国离岸投资级债 3.3	新兴市场股票 11.6	中国A股 32.7	中国离岸投资级债 0.5	美国股票 31.5	新兴市场股票 18.7	欧洲股票 17.0	香港股票 15.8	美国股票 7.5	欧洲股票 6.0	香港股票 20.1
中国在岸债 8.0	中国A股 2.4	中国离岸高收益债 10.4	欧洲股票 26.2	美国高收益债 -2.1	欧洲股票 24.6	美国股票 18.4	中国在岸债(美元) 8.4	新兴市场股票 9.8	中国A股 6.0	美国高收益债 4.1	新兴市场股票 17.0
美国投资级债 7.5	美国股票 1.4	新兴市场美元债 10.2	美国股票 21.8	美国投资级债 -2.5	新兴市场股票 18.9	美国投资级债 9.9	美国高收益债 5.3	美国股票 7.6	新兴市场股票 4.0	中国在岸债(美元) 3.4	欧洲股票 16.3
新兴市场美元债 5.5	新兴市场美元债 1.2	黄金 7.7	黄金 12.8	黄金 -2.8	黄金 18.0	中国在岸债(美元) 9.8	中国离岸投资级债 -0.1	新兴市场美元债 7.4	美国高收益债 3.6	香港股票 2.5	美国股票 14.9
香港股票 5.1	美国国债 0.8	原油 7.1	新兴市场美元债 9.3	中国离岸高收益债 -4.2	美国投资级债 14.5	美国国债 8.0	美国投资级债 -1.0	美国高收益债 4.2	美国投资级债 3.5	中国离岸投资级债 2.5	黄金 14.5
美国国债 5.1	香港股票 -0.5	美国投资级债 6.1	美国高收益债 7.5	美国股票 -4.4	新兴市场美元债 14.4	中国离岸高收益债 7.5	中国A股 -1.1	中国A股 4.1	美国国债 3.0	新兴市场股票 2.4	中国离岸高收益债 13.3
中国离岸高收益债 3.9	美国投资级债 -0.7	中国离岸投资级债 4.4	原油 5.1	新兴市场美元债 -4.6	美国高收益债 14.3	美国高收益债 7.1	新兴市场美元债 -1.5	美国投资级债 3.6	中国离岸投资级债 2.8	美国投资级债 2.3	新兴市场美元债 8.7
美国高收益债 2.5	欧洲股票 -2.3	香港股票 2.3	中国离岸高收益债 6.5	香港股票 -7.8	中国离岸高收益债 12.7	中国离岸投资级债 6.6	新兴市场股票 -2.2	中国在岸债(美元) 2.0	香港股票 2.8	新兴市场美元债 1.8	美国高收益债 7.5
黄金 -1.7	美国高收益债 -4.5	美国国债 1.0	美国投资级债 6.4	新兴市场股票 -14.2	中国离岸投资级债 10.2	欧洲股票 5.9	美国国债 -2.3	美国国债 0.7	新兴市场美元债 2.3	黄金 1.3	美国投资级债 6.5
新兴市场股票 -1.8	黄金 -10.9	欧洲股票 0.2	中国在岸债(美元) 6.2	欧洲股票 -14.3	香港股票 10.3	新兴市场美元债 5.9	黄金 -4.3	黄金 -0.7	中国在岸债(美元) 2.0	美国国债 0.9	中国在岸债(美元) 4.9
欧洲股票 -5.7	新兴市场股票 -14.6	中国在岸债(美元) -5.2	中国离岸投资级债 4.4	原油 -20.5	美国国债 6.9	香港股票 5.8	香港股票 -3.9	中国离岸投资级债 -10.1	中国离岸高收益债 1.9	中国离岸高收益债 -0.4	美国国债 4.4
原油 -41.7	原油 -44.3	中国A股 -15.2	美国国债 2.3	中国A股 -27.5	中国在岸债(美元) 3.4	原油 -50.7	中国离岸高收益债 -26.3	中国离岸高收益债 -22.5	原油 -5.3	原油 -9.3	中国离岸投资级债 4.1

资料来源: 彭博、Morningstar

\*截至2023年3月31日

图例中的“中国A股”为沪深300指数、“美国股票”为标准普尔500指数、“欧洲股票”为MSCI欧洲市场指数、“香港股票”为恒生指数、“新兴市场股票”为MSCI新兴市场股市指数、“新兴市场美元债”为摩根大通全球新兴市场美元债券指数、“美国国债”为彭博巴克莱美国国债指数(1987年起)、“美国高收益债”为彭博巴克莱美国企业高收益债券指数、“美国投资级债”为彭博巴克莱美国投资级企业债券指数、“中国在岸债”为彭博巴克莱中国综合指数“中国离岸投资级美元债”为彭博巴克莱亚洲(日本除外)中国投资级美元债券指数、“中国离岸高收益美元债”为彭博巴克莱亚洲(日本除外)中国高收益美元债券指数、“黄金”为彭博黄金指数、“原油”为彭博西德州中间基原油指数; 以上指数皆为美元计价。“十年年化回报”及“十年年化波动率”以总回报数据计算, 2014年至2023年1季度表现。所有数据皆以百分比呈现。

2022年四季度及2023年1季度各大类资产价格走势比较 (总回报)



## 海外银行风险下 欧美站在“通胀+加息”与“风险+降息”的十字路口

- 自2023年3月初硅谷银行公告亏损和关闭以来，投资者担忧美国银行业普遍非实质性亏损和金融系统脆弱性，亦担忧硅谷银行之后陆续有其它欧美银行爆发挤兑危机和流动性风险；瑞信事件后，市场对欧洲银行体系的担忧也有所升温。但在通胀仍然在高位下，欧央行及美联储在3月中下旬的议息会议也再分别加息50及25基点。然而，在海外央行及时出手救助下欧美金融事对短期系统性风险不大，但快速紧缩下欧美金融体系日益脆弱，美联储政策节奏将在通胀和流动性风险之间权衡调整。因此，未来美联储以及欧央行将密切关注通胀以及金融体系稳定性情况以决定未来紧缩路径，紧缩路径存在不确定性。

### “通胀+加息”？

5月议息会议是否继续加息取决于未来美国银行业危机的持续与否以及通胀就业数据是否显示超预期的韧性。但由于欧元区核心通胀还未见顶，通胀压力较美国更高，预计未来欧央行累计加息幅度仍将高于美国。

金融风险约束下，政策节奏将在通胀和流动性风险之间权衡调整。

### “风险+降息”？

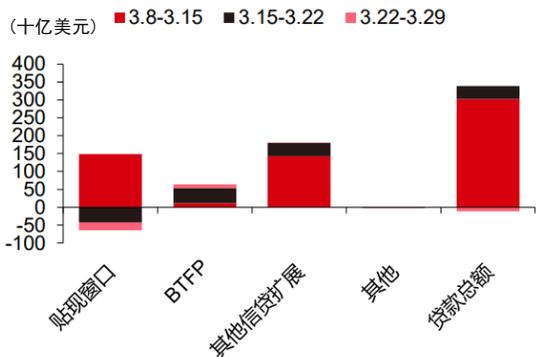
如美联储、欧央行均较难通过降息直接地从根本上解决当前金融体系、企业部门面临的压力，其金融市场或会不断面临阵痛。

货币当局提供流动性或会一定程度导致通胀更为顽固，因而此次货币当局将持续面临金融稳定以及物价稳定的两难，预计美联储较难降息将构成美国银行业的持续逆风。

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港)

■ 硅谷银行的破产主因在于其业务的特殊性以及风险管理的失败导致其较高的脆弱性。相较而言，瑞士信贷爆雷主要为个体原因，且其积病已久。而事件发生后，美联储协同各机构快速反应救市，有效防范美国中小银行流动性风险蔓延。瑞士方面，在瑞士政府及央行撮合、提供流动性并保证可兜底部分损失后，瑞银与瑞信达成收购协议。3月8日至29日的三周，美联储资产负债表扩大3,636.6亿美元，贷款规模扩大3,274.6亿美元。但美联储提供的主要为短期流动性，这与QE直接购买证券存在本质区别，因而流动性的释放并不意味着美联储紧缩货币取向的改变。但是，欧美政府也及时出手救助以挽救市场信心，阻止流动性风险以及市场恐慌进一步加剧。

美联储贷款投放途径



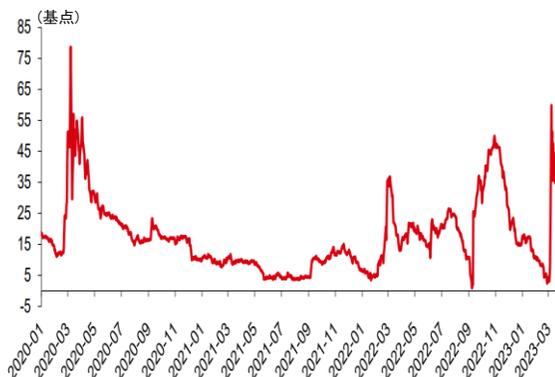
资料来源：美联储、中信证券

2022年俄乌事年令欧洲金融状况比美国较紧



资料来源：彭博

硅谷银行爆雷后FRA-OIS利差指标飙升但近期有所回落



资料来源：彭博、中信证券

硅谷银行事件后美联储通过贴现窗口为市场提供了大量流动性

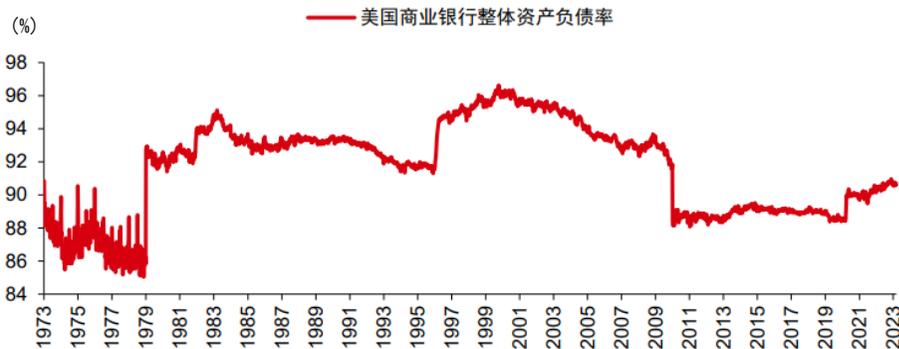


资料来源：彭博

# 现在美国在情绪忧虑阶段 未来演绎至金融危机的概率偏低

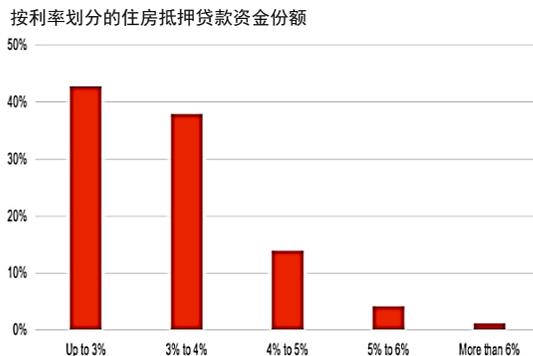
- 按照“情绪危机-金融危机-经济危机”的传导链，我们认为美国在3月上中旬处于阶段一情绪危机与阶段二金融危机之间，但最近回落至情绪忧虑的阶段。我们认为未来演绎至金融危机的概率偏低，而此次危机和2008年金融危机的差异主要体现在：
  - 从金融市场来看，目前机构过度杠杆行为并未像2008年那样严重，在更严格的监管下资本的质量更高、更充足。
  - 从2008年的导火索住宅抵押贷款方面来看，当前美国居民资产负债表状况较好，加息导致住宅抵押贷款出现大规模违约的可能性相对较低。当前美国住宅市场固定利率贷款占比较高，大部分贷款人的贷款价值比(LTV)处于80%的安全线以下，预计未来“溺水屋”规模的上升幅度较有限。居民杠杆率仍处在较低水平，家庭资产负债表状况良好。
  - 政府、货币当局、监管机构应对此次危机更及时、有力且政策工具箱充足。本次危机中欧美货币当局、政府、监管机构出手及时、有力地市场注入信心，避免了恐慌的进一步蔓延。欧美央行相较过去已经积累了丰富的货币政策经验，工具箱充足，美联储最近推出银行定期融资计划(BTFP)也更直接、更具针对性地降低了当前银行业流动性压力。

当前美国商业银行整体资产负债率低于2008年金融危机前水平



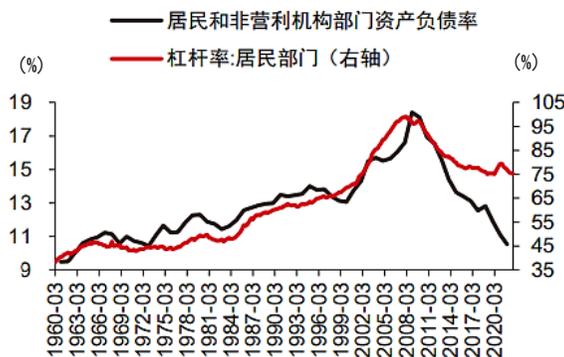
资料来源：Wind、中信证券

美国较高占比的未偿还抵押贷款债务的利率锁定在6%以下



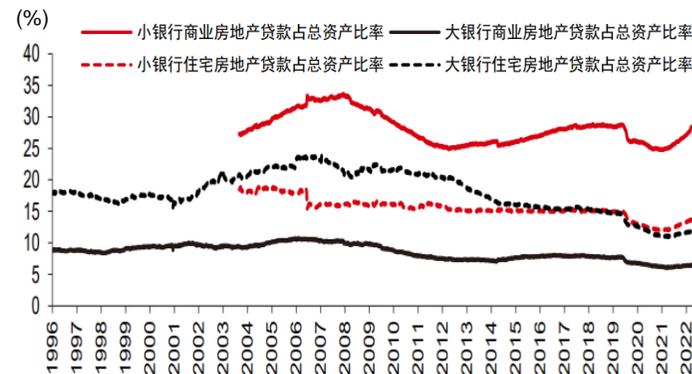
资料来源：Corelogic

美国居民杠杆压力处于较低水平



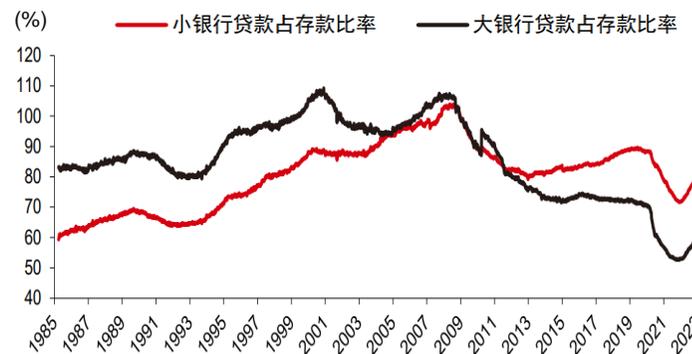
资料来源：Wind、中信证券

- **美国银行将持续面临存款流失问题。**由于美国仍处于货币紧缩的过程，未来美联储降息需等待较长一段时间，因而预计短期金融资产的高收益率会持续导致美国银行存款流出，尤其是声誉偏低的中小银行。由于贷款端利率较难快速大幅提升，若美国银行提升存款利率，则利润空间将被大幅压缩，因而美国银行面对存款流失较为无力。
- **美国中小银行商业房地产风险敞口较高，经济放缓背景下也埋下银行风险隐患。**小银行对于商业房地产贷款的投放远高于住宅房地产，美国近70%的商业房地产贷款来自于小银行。而自加息以来，美国商业房地产市场不断降温，其价格不断下跌，写字楼空置率也有所上升。CRED IQ 数据显示约有1,620亿美元商业房地产贷款于2023年到期，到期规模为未来十年最高水平。在经济放缓、银行业贷款标准或进一步紧缩、商业房地产价值不断萎缩的情况下，未来美国银行资产端的商业房地产贷款风险令人担忧。
- **FDIC的储备水平也相对较低，FDIC对于美国存款的保护实质上较为有限。**截至2022年12月，FDIC准备金率仅为1.27%左右（即存款保险基金占受保护存款的1.27%），存款保险基金仅占美国内地存款总额的0.7%。存款保险基金规模（1,282亿美元）甚至低于硅谷银行存款总规模（1,731亿美元），处理硅谷银行以及签名银行后续事项预计将一定程度依靠美联储贷款。另外，虽然FDIC可以向财政部借款，但这也意味着纳税人的资金将受到损失，因而该途径的可用性存在一定不确定性。

小银行商业房地产贷款占总资产比率  
远高于大银行

资料来源：美联储、中信证券

小银行贷存比大幅高于大银行

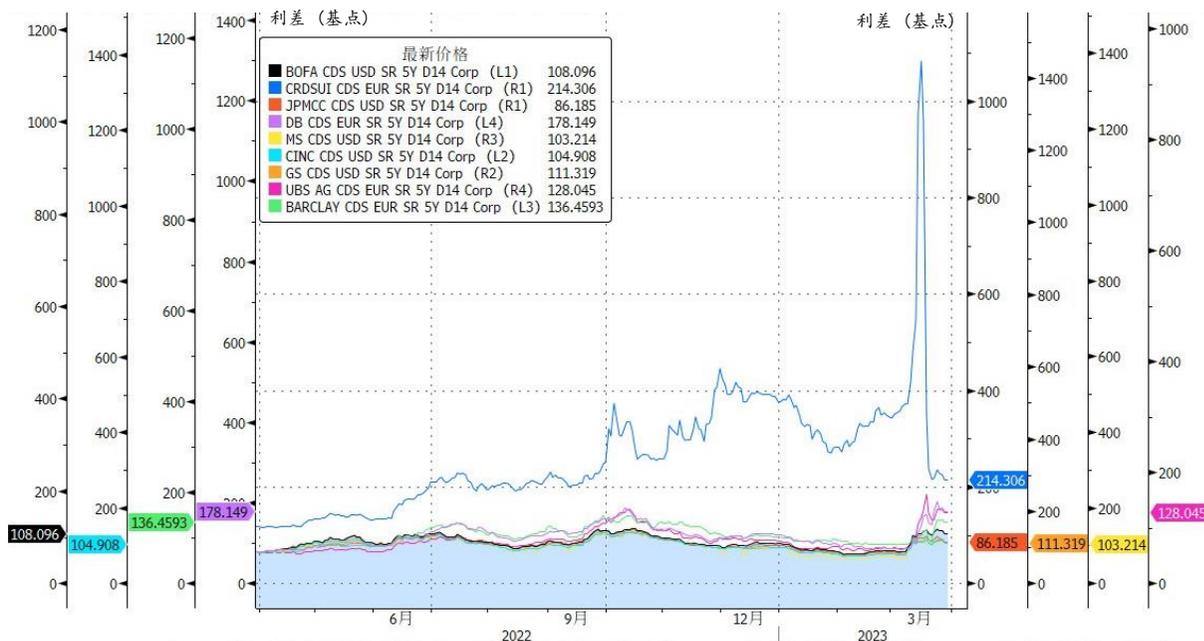


资料来源：美联储、中信证券

## 欧元区发生系统性金融风险的概率较低 但留意尾部风险的可能性

- 在瑞银收购瑞信的交易中，将全部减记价值约160亿瑞士法郎的其他一级资本债券(AT1)，引发欧洲投资者对AT1债券受偿能力的担忧。仔细看，根据瑞信债券发行关于减计的说明条款，如果瑞士监管机构认为该银行存在有生存能力问题，为防止瑞信资不抵债、破产或无法支付大部分到期债务或停止经营，可以触发AT1的减记。我们认为瑞信减计AT1债券的情况为瑞士银行业特殊情况，并不适用于其他地区的银行机构。欧元区银行整体的一级资本充足率高达16.3%，亦优于美国，且没有出现美国存款向货币基金搬家的趋势，银行危机对市场风险偏好的扰动已经阶段性修复。
- 市场担忧瑞信的原因可能是来自其差强人意的盈利能力与风控能力，而其它主要大型银行暂未披露类似的情况。从市场交易结果看，目前除瑞信外的各大主要金融机构的5年期CDS报价开始下行，或反映瑞信风波的金融风险仍然可控。虽然瑞士不属于欧元区成员、且欧央行表达了对欧元区银行体系韧性的信心，但由于瑞信本身作为全球系统重要性银行(GSIB)的业务广泛且复杂、且可能与其它金融机构的业务有深入交叉，其管理资产规模在2022年大幅缩水3,204亿瑞郎后仍有约1.3万亿瑞郎之多，对欧元区内其它金融机构形成的风险敞口可能难以及时估量，这将加大欧元区金融体系风险的不确定性，我们认为欧央行未来也会密切留意金融风险事件非线性发展的可能性。

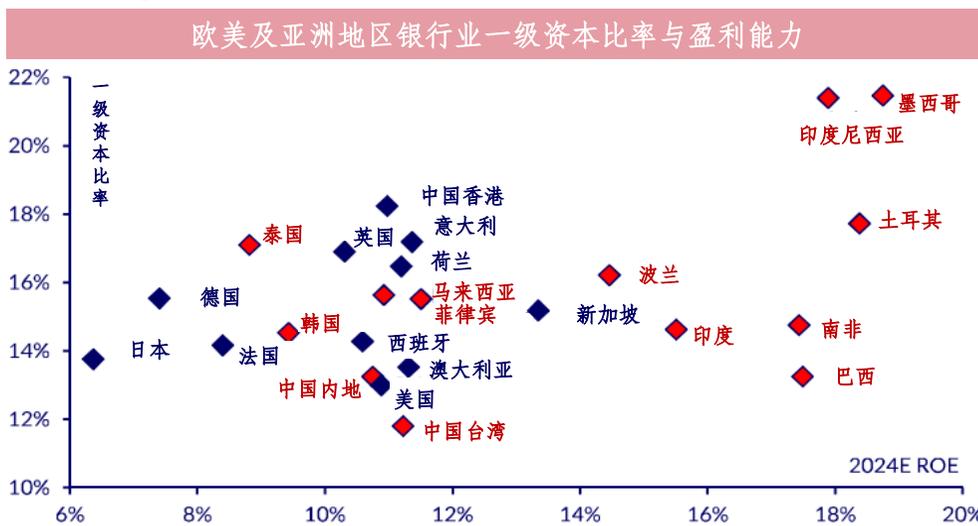
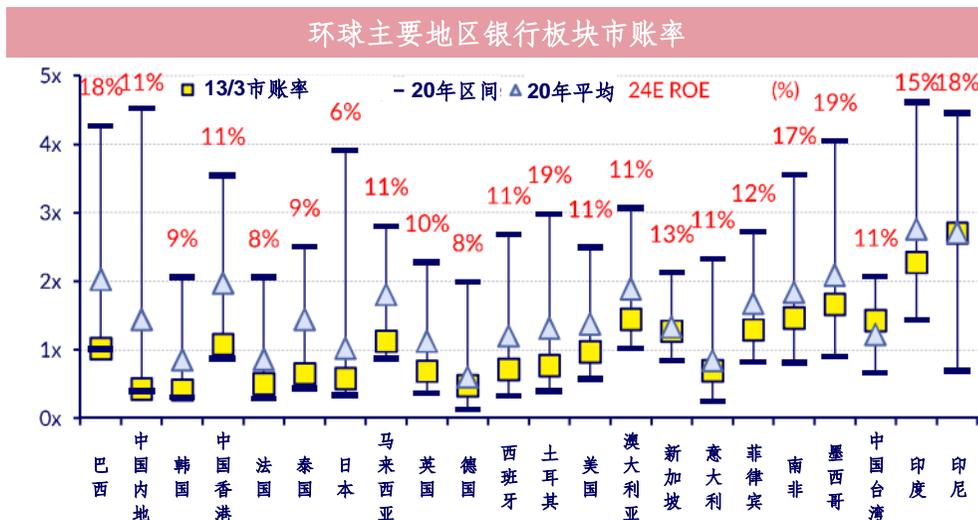
其它主要金融机构的5年期CDS报价开始下行



资料来源：彭博

# 海外银行风险对新兴市场银行影响不大

- 整体来看，新兴市场银行股在硅谷银行崩盘后走势影响有限，而新兴市场和亚太地区银行板块在硅谷银行事件发生之前大部分估值较低，现在与历史相比大幅折让。从全球主要地区银行板块市账率看，只有中国台湾银行的股价高于其20年平均水平，而其他所有全球银行业的估值均低于20年估值，其中巴西、中国内地、韩国和中国香港银行的估值处于或非常接近谷底的极端情况。
- 而鉴于从连续的历史危机中吸取的教训，新兴市场银行表现亦具有韧性。从一级资本比率看，只有中国台湾的一级资本比率低于美国；除泰国、韩国和中国内地外，所有其他新兴市场银行板块2024年的RoE预测也较美国高。
- 因此，我们认为欧美银行事件对新兴市场影响有限，而美国的信贷方面可能会在更长时间内保持负面影响，预期海外银行风险对新兴市场银行影响不大。



资料来源：中信里昂、MSCI、IBES（蓝色 = 发达市场；红色 = 新兴市场）注：截至3月13日

- 就短期而言，3月上旬开始发生的海外金融风险降低了市场的风险偏好，对市场的政策预期产生影响。
  - 对于市场而言：避险情绪的传染，避险资产价值凸显。硅谷银行及后续的中小银行挤兑风险导致美国和欧洲银行股大幅下挫，全球股市及风险资产整体表现不佳。与之相对应，大量资金涌入避险资产，10年期美债到期收益率下行，贵金属价格大幅上行。
  - 对于政策而言：预计欧美加息节奏将更为谨慎。硅谷银行危机一定程度上削弱了全球投资者对美元的信心，一方面源于该事件对美元信用的负面影响，另一方面美联储的加息进程或因此遭遇阻碍。在此影响下，全球主要货币均对美元有所升值，减轻非美元货币的贬值压力。
- 未来的海外金融市场风险是否会產生实质性的影响，取决于其最终演绎的结果：情景1 - 是仅仅局限在情绪危机以及一定的流动性风险；情景2 - 还是最终将演化为金融危机乃至全球经济危机。
  - 情景1 (大概率)：如果仅仅是情绪危机以及一定的流动性风险，市场的流动性危机能够在海外宏观调控机构的强力支持措施中得到快速的缓和，当风险情绪逐步释放后，未来全球资产定价逻辑仍会重新回归基本面，全球资金的风险偏好将修复。各国的经济周期都会回到各自原本的轨道，海外主要发达经济体将依旧处在从滞胀到衰退的阶段，而中国经济则会回到温和复苏周期。
  - 情景2 (概率较低)：如果以硅谷银行危机起点，更大的风险陆续暴露，最终形成金融危机和经济危机 (类似于2008年)，那么其对于全球经济、宏观政策和市场的影响将是深刻的，大危机也会导致全球经济周期趋同，全球需求大幅下降，权益资产、大宗商品价格下跌，全球宏观政策重回扩张，流动性重回宽松。避险情绪上升，利好避险资产如贵金属表现。

虽然，现阶段仍有投资者担心美国其他中小型银行的流动性风险，或者德银等其他全球大型金融机构的风险事件。虽在金融风险可控下，但全球流动性收紧预期的拐点将到来，市场担忧有望在4月得到进一步明确。预计将在5月美联储最后一次加息和表态后确立，全球权益估值有所改善。

# 美债利率下行趋势较为确定但短期波动性加大 逢低配置美国国债，看好亚洲投资级别美元债

- 站在当前时点往后看，美元指数的主导因素仍在于欧美央行货币政策差。在海外金融风险可控的前提下，考虑到欧央行尚处“鹰派尾声”，其或在5月至少加息25基点以抗击通胀。截至3月30日，CME数据显示美国5月停止加息已成为市场主流预期，概率为53%，同时市场预期年末还会从加息高点再降息50基点。我们预计美联储本轮加息周期将在今年5月最后25基点后结束，之后政策利率将在高位维持一段时间，短期不会进入降息周期。由于未来仍存在风险事件产生、通胀下行不及预期、美国就业市场超预期强劲的可能性，因而美债利率或宽幅震荡。
- 我们认为现在的美债利率所反应的加息/降息预期和美联储的指引有较大差距，市场可能对于降息情形过于乐观，未来若通胀数据下行不及预期、就业市场超预期强劲，则会改变市场对于降息的预期，美债利率存在回升的风险。另外，银行业风险事件造成不确定性增大，美债利率波动性上涨。虽然我们仍然认为年内美债利率下行趋势较为确定，但短期波动性加大，当前择时尤为重要，可逢低配置美国国债。此外，我们仍然看好、受估值、基本面双重支撑的亚洲投资级别美元债。

欧美及亚洲地区政策利率预期

% pe	现在	2023年年底	2024年年底
美国	5.00	↑5.25	4.75
欧元区	3.00	↑3.50	3.00
日本	(0.10)	(0.10)	(0.10)
澳大利亚	3.60	3.60	3.35
中国内地	3.65	3.65	3.65
中国香港	3.74	↑4.55	4.35
印度	6.50	5.75↓	5.50
印度尼西亚	5.75	5.25↓	4.50
南韩	3.50	3.50	3.00
马来西亚	2.75	2.75	2.75
菲律宾	6.25	6.00↓	5.25
新加坡	4.19	4.10↓	3.90
中国台湾	1.88	1.88	1.63
泰国	1.75	1.25↓	1.25
越南	6.00	6.00	5.25

资料来源：彭博、中信里昂  
注：2023年3月31日预测

亚洲投资级别美元债四大策略



资料来源：中信证券财富管理(香港)

# 新兴市场亚洲与发达市场增长差异扩大 预期受益于美元指数下行

- 亚洲地区中除了新加坡、澳大利亚、日本有通胀高于目标水平问题，其他地区的通胀目前即使处于高位，也其上升动力也很弱。虽然亚洲新兴市场的通胀势头不如美国，但单边降息会令当地通胀压力升高。我们预期，在美国利率预期落实前，欧洲地区银行风险的不确定性仍有可能产生扰动，亚洲各央行会按兵不动下亚洲货币或持续走弱，美元指数下行过程中出现阶段性反复。但是，我们认为美联储本轮加息周期或在年中完结，美元指数或将下行，将支持亚洲货币在年中之后有所回升。及后美国明年降息预期上升，也为个别亚洲地区在年底前带来降息空间。在新兴市场亚洲与发达市场增长差异扩大下，其权益市场预期受益于美元疲软。
- 此外，美国工业生产增长温和的时期 (0.5-5%)，新兴市场股票的79%的时间表现相对较优。根据彭博及牛津经济研究院的预测，我们预计工业生产增长从2023年1月开始回到这个温和区间，而持续时间至少16个月。因此，我们认为新兴市场2023年将再可以跑赢大盘。

## 主要经济体GDP预测

	2022E			2023E			2024E		
	2022E	2023E	2024E	2023	2024	2023	2024	2023	2024
美国	2.1	0.4	1.2	(0.4)	(0.8)	(0.4)	0.1		
欧元区	3.5	0.5	1.0	1.0	(0.5)	0.0	(0.2)		
日本	1.0	1.1	1.3	(0.2)	0.0	0.1	0.2		
澳大利亚	3.7	1.7	1.6	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.0		
中国内地	3.0	5.5	5.2	0.5	0.2	0.2	0.2		
中国香港	(3.5)	4.8	4.0	0.6	0.1	1.4	0.5		
印度	6.9	5.5	6.5	0.3	0.0	(0.5)	0.1		
印度尼西亚	5.3	4.8	5.4	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.4		
南韩	2.6	1.5	2.1	(0.1)	0.1	0.1	(0.2)		
马来西亚	8.7	4.1	4.4	0.0	0.2	0.1	(0.1)		
菲律宾	7.6	5.3	6.2	0.0	0.0	(0.2)	0.4		
新加坡	3.6	1.7	3.8	(0.2)	0.4	(0.3)	1.2		
中国台湾	2.5	1.5	1.8	(0.2)	0.0	(0.6)	(0.7)		
泰国	2.6	3.3	4.0	0.2	0.3	(0.4)	0.2		
越南	8.0	5.8	6.4	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)		

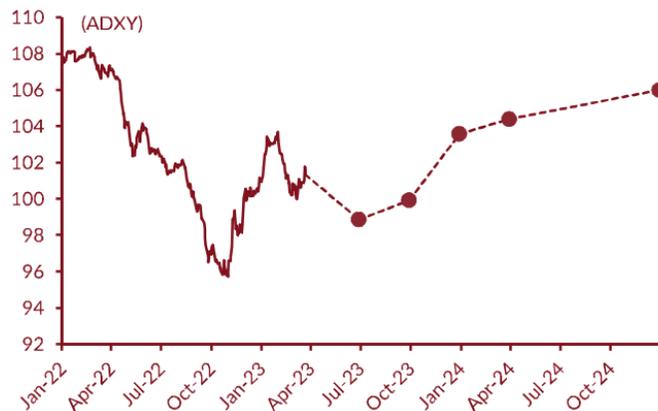
资料来源：彭博、中信里昂  
注：2023年3月31日预测

## 欧美及亚洲地区政策利率预期

% pe	现在	2023年年底	2024年年底
美国	5.00	↑5.25	4.75
欧元区	3.00	↑3.50	3.00
日本	(0.10)	(0.10)	(0.10)
澳大利亚	3.60	3.60	3.35
中国内地	3.65	3.65	3.65
中国香港	3.74	↑4.55	4.35
印度	6.50	5.75↓	5.50
印度尼西亚	5.75	5.25↓	4.50
南韩	3.50	3.50	3.00
马来西亚	2.75	2.75	2.75
菲律宾	6.25	6.00↓	5.25
新加坡	4.19	4.10↓	3.90
中国台湾	1.88	1.88	1.63
泰国	1.75	1.25↓	1.25
越南	6.00	6.00	5.25

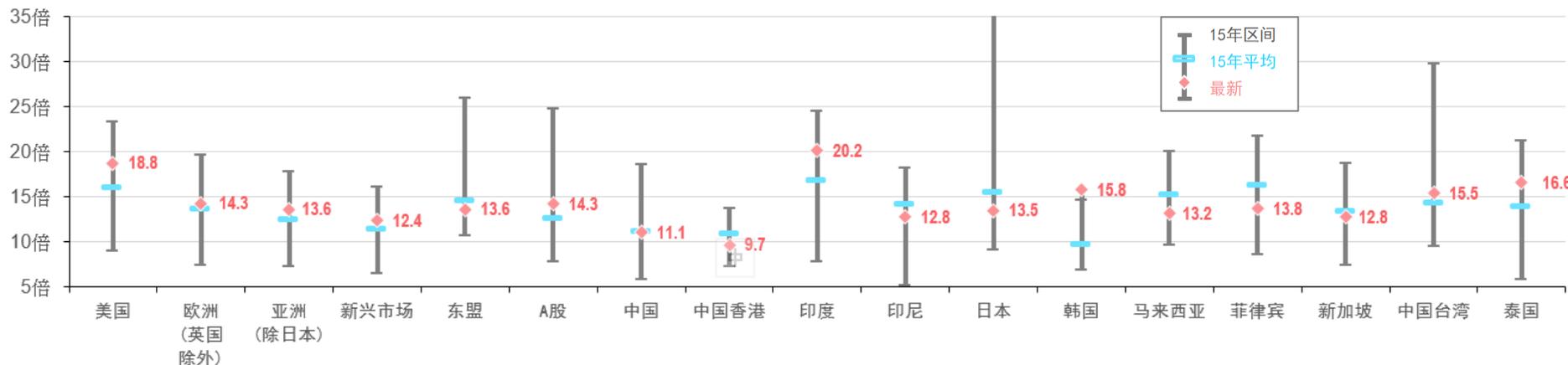
资料来源：彭博、中信里昂  
注：2023年3月31日预测

## 亚洲货币指数预测

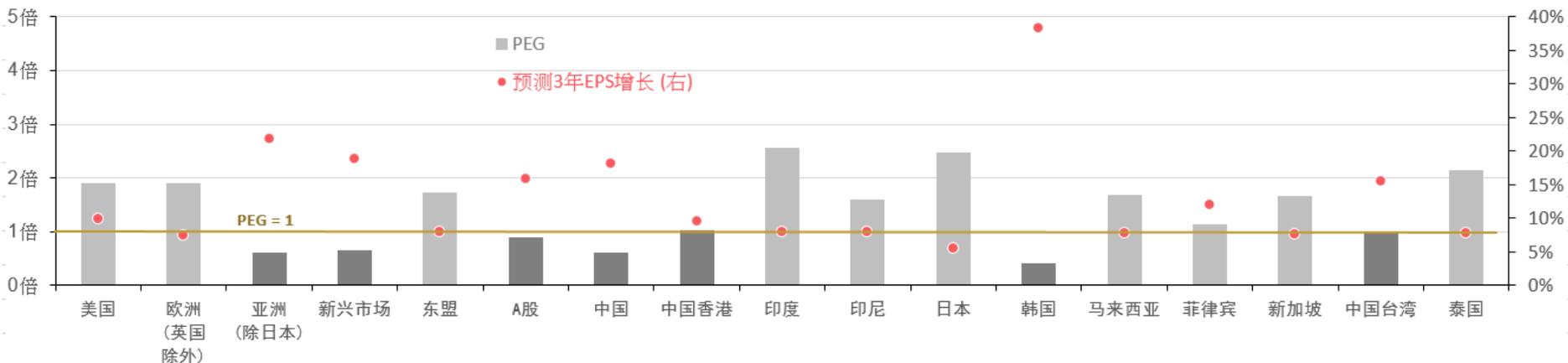


资料来源：彭博、中信里昂  
注：2023年3月31日预测

股票市场动态市盈率



股票市场动态市盈率盈利增长比率 (PEG) 及盈利增长

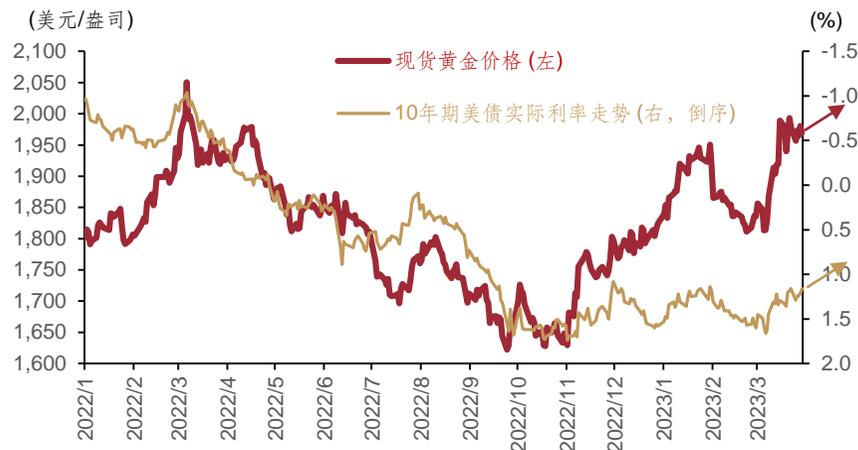


资料来源: 彭博、中信证券财富管理(香港) \*截至2023年3月30日

注: 美国: 标普500指数; A股: 沪深300指数; 香港: 恒生指数; 其他: MSCI 相关地区指数  
市盈率及市净率以本地货币计算; 市净率比率的15年区间被切断, 以保持某些指数更合理的比例

- 从货币属性角度看，在美元指数中，欧元的比重达到**57.6%**，欧元走势对美元指数影响最深，因此**随着美联储转向快于欧央行，欧美货币政策差将带动美元下行。黄金与美元指数呈现明显的负相关性，美元不仅影响金价变动趋势，还影响金价涨跌幅度。**
- 高通胀时期和避险情绪升温阶段（经济衰退和不确定性风险事件扰动），实际利率大多承压向下，金价则明显上涨。
- 从避险属性角度看，高通胀阶段一般利用黄金保值属性对抗通胀带来的货币贬值风险；而美国经济衰退期间，黄金避险功能频频发力，其走势体现出“绝对收益低，相对收益高”的特征，配置价值凸显。**整体来看，实际利率与金价呈现负相关性，黄金投资应重点关注10年期美债实际利率走势。**
- 从投资属性角度看，长端美债利率高点往往出现在美联储加息高点附近（多数时期出现在高点前），叠加美国通胀可能已经出现拐点，在本轮加息周期或已接近尾声的预期下，**2023年初开始长端美债实际利率或将明显回落。**
- 因此预期**2023年黄金将走出温和慢涨行情，若后续风险事件进一步蔓延，金价有望突破2020年前高。**

2022年黄金与10年期美债实际利率走势



1997年以来金价和10年期美债实际利率走势



资料来源：彭博、中信证券、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

投资机会	投资逻辑
1 美国国债	<ul style="list-style-type: none"> <li>认为年内美债利率下行趋势较为确定，但短期波动性加大，当前择时尤为重要，可逢低配置美国国债；通胀粘性将支持TIPS表现，目前的估值水平偏低。</li> </ul>
2 亚洲投资级别债券	<ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲美元债的收益率水平处历史高位，估值具备较强吸引力；欧美流动性收紧预期的拐点已明确，亚洲国家货币政策宽松操作可能再现；欧美国家紧缩货币政策对于经济的负面影响开始逐渐显露，相比于其他新兴市场国家，受益于高质量和短久期的债券市场结构，亚洲受外部宏观冲击的影响相对较小。</li> </ul>
3 中港股票市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>中港台市场估值性价比突出；二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，且结构性政策也有望持续加码，内部因素改善或对人民币形成支撑；临近美联储加息结束，流动性预期改善也将带动中港股市场估值抬升。经济基本面预期将在4月得到宏观数据与财报披露两个层面的验证，4月开启最佳配置时点。</li> </ul>
4 内地成长、 出行及国企改革板块	<ul style="list-style-type: none"> <li>二季度随着美联储加息周期临近结束，具备较高业绩增速、利率敏感的成长性板块受益流动性预期改善；二季度随着节假日及出游旺季到来，叠加去年的低基数效应，出行链的恢复程度有望进一步抬升；政策层面及经营指标考核方面都将增加央企的经营效率，央企改革带来的估值抬升的主线预计将贯穿全年。</li> </ul>
5 新兴亚洲股票市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国工业生产增长温和的时期，新兴市场股票的79%的时间表现相对较优。此外，预期整体亚洲经济较欧美的GDP增长差异将扩大。美联储本轮加息周期或在年中完结，美元指数或将下行，将支持亚洲货币在年中之后有所回升。及后美国明年降息预期上升，也为个别新兴亚洲地区在年底前带来降息空间。</li> </ul>
6 黄金	<ul style="list-style-type: none"> <li>三大属性支持金价走势：(1) 货币属性：预计欧美货币政策的差别将带动2023年美元指数继续下行；(2) 避险属性：海外金融事件不确定下市场仍存避险情绪；(3) 投资属性：长端美债利率高点往往出现在美联储加息高点附近，短期或将明显回落。</li> </ul>

资料来源：中信证券财富管理(香港)

## 股票

- 看好中港、以及新兴亚洲市场。中港台市场估值性价比突出；二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，内部因素改善或对人民币形成支撑；
- 美联储本轮加息周期或在年中完结，美元指数或将下行，将支持亚洲货币在年中之后有所回升。及后美国明年降息预期上升，也为个别新兴亚洲地区在年底前带来降息空间。

## 债市

- 二季度美国通胀数据、美联储加息路径、欧美银行业危机的外溢风险以及经济状况将成为影响基准利率的主导因素，美债利率将在数据和经济状况的拉扯下宽幅震荡，但年内美联储停止加息已较为确定，美国国债将受益于加息停止，看好美国国债的表现。也看好估值吸引、基本面顺风以及受外部波动影响较小的亚洲投资级别美元债。

## 商品

- 预期长端美债实际利率及美元指数回落，若后续风险事件进一步蔓延，金价有望突破2020年前高；全球流动性拐点来临以及制造业PMI的“V型反转”预期利好工业金属价格上行。

## 外汇

- 硅谷银行事件暴露了美国中小型银行在紧缩周期流动性缺乏、资产端承压的风险，美国加息预期再度降温。美元已成强弩之末，非美货币底部已过。

资产类别	战术性部署 Tactical Allocation						策略性部署 Strategic Allocation							
	++	+	0	-	--	调整*	++	+	0	-	--	调整*		
股票	美国			○			▲		○				▲	“滞胀”压力增加，二季度在货币宽松与衰退交易的博弈，但预期明年才开启降息周期
	欧元区			○			▲		○				▲	欧元区的通胀黏性仍强，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，但预期明年才开启降息周期
	日本		○						○					日本目标区间意外扩大，日本央行货币政策在2023年转向具有可能性
	新兴市场亚洲		○						○					与发达市场增长差异扩大，预期受益于美元指数下行，个别地区今年年底前有望提前开启降息
	中国A股		○						○					内地基本面恢复预期上修的拐点也将确立，提升A股配置价值
	中国港股		○						○					内地基本面复苏预期强劲，港股较有估值优势，流动性预期改善带动估值抬升
固收	美国国债		○					○						加息停止时点临近，美债收益率存在下行趋势
	投资级美企债			○						○				将受益于美债利率下行，但估值较贵未完全计入衰退风险
	高收益美企债				○						○			衰退将导致违约率上升
	新兴市场美元债			○						○				将受益于美债利率下行
	投资级中资美元债		○						○					将受益于美债利率下行及中国经济复苏，估值吸引
	高收益中资美元债		○						○					地产行业将迎来更多支持政策，行业的系统性风险正在出清
商品	基本金属			○			▲		○				▲	全球流动性拐点来临以及制造业PMI的“V型反转”预期利好工业金属价格上行
	贵金属		○						○					预期实际利率及美元指数回落，若后续风险事件蔓延，金价有望突破2020年前高
	原油			○			▼			○				预期布伦特油价维持70-90美元/桶的宽幅震荡
	农产品			○							○		▼	极端气候影响阿根廷玉米生产，小麦产量或创历史新高
外汇	美元				○		▼				○			硅谷银行事件令美联储加息预期降温，美元已成强弩之末
	人民币		○				▲		○				▲	海外事件凸显了人民币资产配置价值，对人民币汇率形成一定支撑
	英镑			○						○				经济活动相对预期有所改善，通胀下降速度慢于预期，对英镑有利
	欧元			○						○			▼	当前美欧利差已经见顶，欧元在加息接近尾声时可以相对美元升值
	日元			○					○					植田上任后调整异次元宽松货币政策的可能性较大，支持日元汇价

## 股票

看好中港、新兴亚洲市场；  
以及内地成长、出行、  
国企改革板块

中港台市场估值性价比突出；二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，内部因素改善或对人民币形成支撑；整体亚洲经济较欧美的GDP增长差异将扩大，美元指数或将下行，将支持亚洲货币在年中之后有所回升；在新兴市场亚洲与发达市场增长差异扩大，其权益市场预期受益于美元疲软。

内地成长性板块受益流动性预期改善；出行链的恢复程度有望进一步抬升；央企改革带来的估值抬升的主线预计将贯穿全年。

## 商品

金价有望突破前高  
经济复苏下工业金属  
迎来机遇

预期长端美债实际利率或将明显回落，美元指数2023年或出现趋势性回落行情，若后续风险事件进一步蔓延，金价有望突破2020年前高。

全球流动性拐点来临以及制造业PMI的“V型反转”预期利好工业金属价格上行。我们预计内地地产消费复苏和电力投资保持高景气将成为2023年工业金属需求的两大核心驱动因素。

## 债券

继续看好美国国债、  
亚洲投资级别美元债

进入二季度，美国加息步调、欧美银行业危机的外溢风险、美国经济状况将成为影响基准利率的主导因素。美债利率将在数据拉扯下波动，但年内下行趋势相对确定，利好债券表现。

我们继续看好将受益于加息周期结束的美国国债，以及估值吸引、基本面顺风且受外部波动影响小的亚洲投资级别美元债。



# 宏观经济

# 中国：经济修复的动能将超出市场预期

## 海外：全球流动性收紧预期的拐点已明确

### 中国

- ❖ 预计一季度房地产领域销售、投资修复较快，服务业恢复动能持续较强，财力前置促进基建保持较高增速。新开工项目计划投资额在今年1季度逐渐体现，在专项债、配套信贷等政策支持，预计1季度投资增速继续上行至 5.7%左右。
- ❖ 综合当前的物价数据，我们认为经济恢复的动能仍然不弱；往后看猪价仍有上行空间而服务需求或将回暖，CPI同比转向通缩的概率不高；一季度贷款大量投放，预计后续信贷可能会进入“以量换价”阶段。
- ❖ 4月将验证经济稳步复苏趋势，预计一季度GDP同比增长 4.5-5%，二季度GDP同比增 8-10%；4月份等待全面研究并评估一季度经济状况后，预计政治局会议针对性政策将加码，市场大概率将上调全年GDP预期。

### 海外

- ❖ 当前欧美银行体系暂不存在系统性风险，但压制美联储加息节奏，全球流动性收紧预期的拐点已明确。
- ❖ 美联储本轮加息周期将在今年5月最后加息25基点后结束，之后政策利率将在高位维持一段时间，短期不会进入降息周期。
- ❖ 欧元区的通胀黏性仍强，在金融风险可控的前提下，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，预计基准情形下欧央行将在5月至少加息25基点。
- ❖ 自2021年底以来，亚洲出口一直下降，欧美银行业危机带来的不确定性增加，或对亚洲中主要出口驱动型经济体有所影响，但影响有限，增强我们对内生驱动型经济体较看好的看法。

# 中国：4月将验证经济稳步复苏趋势 市场大概率将上调全年GDP预期

- 2023年1-2月内地主要经济指标均有一定程度改善，呈现“工业相对弱、服务业强，消费稳步修复、投资超预期”的特点，主要亮点是服务业指数反弹、房地产指标降幅明显收窄、高技术制造业及广义基建投资保持高增速。我们预计一季度房地产领域销售、投资修复较快，服务业恢复动能持续较强，财力前置促进基建保持较高增速，预计3月份同比数据大都相对1-2月更好，有望呈现高增长、低通胀的组合。今年一季度的GDP数据在4月18日公布后，市场对于全年经济的预期分歧将有望大幅收敛。预计一季度GDP同比增长4.5-5%，二季度GDP同比增8-10%。我们预计市场大概率将上调全年GDP预期。而且，经济预期也和政策预期息息相关，若经济恢复比较强劲，则在不发生新的冲击情况下，政策强刺激的概率也将下降。
- 在信贷支持和经济自身修复的背景下，企业复工复产进程加速，工业生产持续回暖。2022年增速高达20.2%，新开工项目计划投资额在今年1季度逐渐体现，在专项债、配套信贷等政策支持，预计1季度投资增速继续上行至5.7%左右。
- 4月份等待全面研究并评估一季度经济状况后，我们预计政治局会议针对性政策将加码。

2月经济增长数据评论及展望

指标	2月	较前值变化 (pct/pcts)	评论	展望
<b>经济增长数据 (%)</b>				
工业增加值同比	2.4	+1.1	工业生产保持合理增长，企业预期有所好转。高技术制造业表现亮眼。	根据2023年各地政府工作报告，多个省份将经济增速目标表述为“以上”，行动更加积极，预计工业增加值增速将继续回升。
采矿业	4.7	-0.2	较前值下滑。是支撑1-2月工业增加值保持增长的主要动力。	
制造业	2.1	+1.9	较前值回升。	
电力、燃气及水的生产和供应业	2.4	-4.6	增速有所下滑。	
服务业生产指数	5.5	+6.3	超预期回升，接触型聚集型服务业的商务活动指数明显改善。出行产业链表现亮眼。	预计市场信心进一步提振，工业服务业复苏基础进一步夯实，相关指标将延续改善。
固定资产投资累计同比	5.5	+0.4	总体投资增速回升，基建、制造业增速高位加速，房地产投资降幅明显收窄。	
制造业	8.1	-1.0	在当前出口环境下，制造业表现一定韧性，内部呈现分化特点。	一季度制造业投资有望受益于设备更新改造政策以及制造业中长期贷款投放，随后增长动能可能有所减弱。
基建	12.2	+0.7	基建投资高位加速。今年年初以来各重大项目前置开工、专项债提前批放量下达、信贷超预期多增，为基建提供较大助力。	在政策性开发性金融工具和银行配套融资的支持下，加上后续专项债的发力，上半年基建投资增速有望保持在10%-15%的区间。
房地产	-5.7	+4.3	地产投资降幅明显收窄，商品房销售走强，地产行业信心得到显著修复，房企竣工转正，资金来源大幅改善。	预计3月地产销售额实现正增长，全年地产市场可能出现销售回升、但投资回落的格局。
社会消费品零售总额同比	3.5	+5.3	疫情过后消费快速恢复，呈现出非常典型的疫情相关商品表现明显偏弱、而场景消费相关的表现偏强的特征。	基数效应下，预计3月到二季度社零的同比增速或将大幅上升，但两年平均增速或将小幅回落，全年预计落在4%-5%的区间内。
餐饮收入	9.2	+23.3	同比大幅增长，以餐饮为代表的受益于消费场景恢复的细分行业恢复最显著。	
汽车消费	-9.4	-14.0	拖累显著，但因为今年春节偏早，春节后汽车进入淡季，总体相较历史同期来看差异不大。	当前诸多车企开启大力度的折扣去库，一定程度也带动了终端消费的热情，预计3月汽车消费增速将有所改善。
城镇调查失业率	5.6	+0.1	调查失业率走高，年轻人口的失业率中枢不断上移，结构性就业问题仍较为严峻。	逆周期政策预计不会放缓，料将进一步加力调节，尤其是针对年轻人口的就业问题还需出台更有针对性的解决政策。

资料来源：中信证券

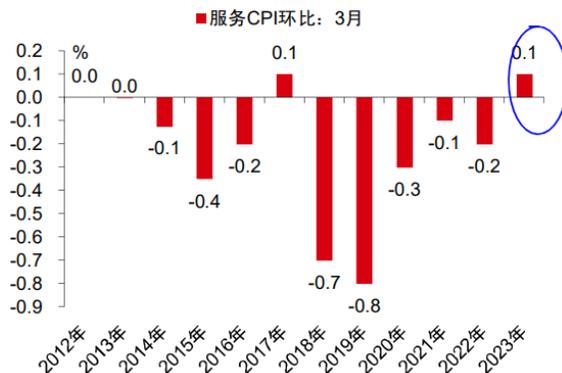
# 中国：CPI同比转向通缩的概率不高 出口景气度持平，出口增速受基数影响显著

■ 3月内地CPI同比读数继续回落至0.7%，但这并不意味着当前经济处于通缩状态。鲜菜猪肉价格的下跌、去年同期的高基数效应、核心CPI中的工业制成品价格低迷、租房房租价格的弱修复、成品油价格调降带动交通通信项价格下降是CPI同比读数较低的主要驱动因素。核心CPI的表现中规中矩，整体修复水平不及预期，但服务价格修复较快。3月内地PPI环比继续维持持平表现，同比读数在去年高基数效应以及当前海外大宗商品价格普遍下跌的影响下跌至-2.5%。综合当前的物价数据，我们认为经济恢复的动能仍然不弱。

■ 通胀走势和经济指标修复背离的原因在于信贷投放未完全流向生产消费领域、总供给修复节奏好于总需求而居民扩表意愿受限。往后看，猪价仍有上行空间而服务需求或将回暖，CPI同比转向通缩的概率不高。

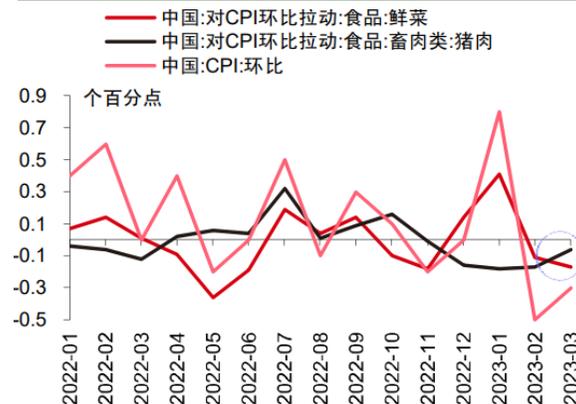
■ 今年1月以来，全球制造业PMI出现持续改善显示海外需求不弱，但出口集装箱运价指数持续下跌并不支持外贸景气度环比改善。考虑到海外加息背景下风险事件持续暴露可能将拖累下半年海外需求，我们认为出口需求端的景气度并无显著拐点变化，出口增速可能更多受基数影响。

3月服务CPI的环比读数是历年同期的极大值



资料来源：Wind、中信证券

鲜菜和猪肉下跌构成CPI环比下跌的重要拖累



资料来源：Wind、中信证券

## 2月进出口据评论及展望

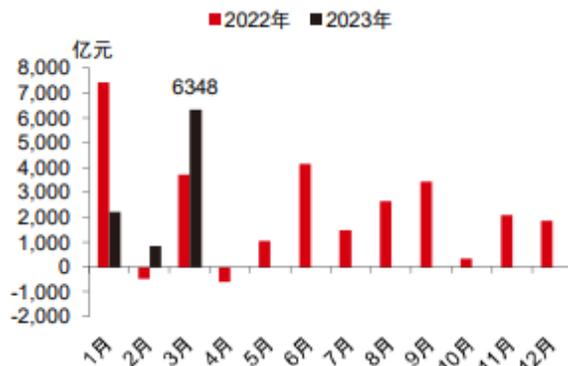
指标	2月	较前值变化 (pct/pcts)	评论	展望
<b>进出口数据 (%、亿美元)</b>				
出口增速	-6.8	+3.1	跌幅收窄，好于市场预期，主要是因为美欧等主要需求国的经济衰退幅度好于预期。分国家和地区看，东盟是重要支撑；分产品看，汽车“一枝独秀”，机电产品边际改善。	展望全年，预计消费品持续承压，中间品整体或有压力也有机会。全年出口仍有较大概率录得同比负增长，考虑基数效应，预计今年出口趋势或体现为“前低后高”。
进口增速	-10.2	-2.7	增速明显低于预期，主要原因为：①进口商品价格的支撑趋弱；②地缘政治因素扰动；③高基数效应。	国内经济复苏稳步推进或带动资源品进口需求修复，但考虑地缘政治扰动和高基数下进口单价或同比回落，进口或难实现大幅增长。
贸易差额	1168.8	+388.7	同比增速6.7%，仍然保持了对经济增长的带动作用。	若贸易顺差在未来仍能维持在一定水平，则外贸对经济将继续形成基础性的支撑。

资料来源：中信证券

# 中国：后续信贷可能会进入“以量换价”阶段 即信贷增长略有放缓但贷款利率走高

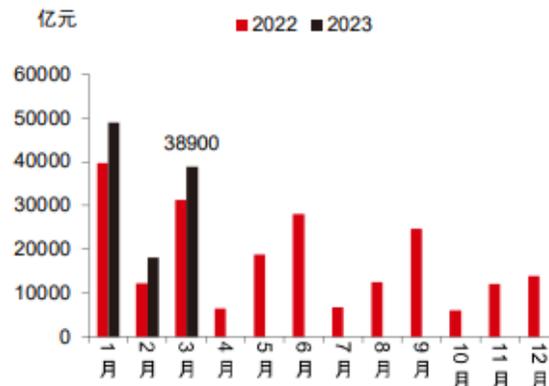
- 2023年3月17日，中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。此次降准落地时点早于市场预期，利于提振股市投资者情绪。其核心目标在于补充中长期流动性，同时释放低成本资金缓解银行负债成本走高。
- 2023年3月信贷再次大超预期，尤其是此前一直偏弱的居民端也显著好转，新增居民贷款不仅高于2022年同期，也高于2021年同期，反映了地产销售的改善。企业中长期贷款继续保持高增态势，预计固定资产投资将延续较快增速。
- 以往年份，一季度贷款规模约占全年的35-40%。但是今年一季度已经新增了10.6万亿元贷款，预计占全年贷款45%左右（假设今年全年新增贷款同比增长10%）。一季度的贷款高增长反映出实体经济融资需求明显好转，但是从银行信贷额度的角度看，如此高的增速料难以持续到年底。如果部分银行信贷额度开始紧张，可能会增加对于贷款收益率的要求，从而“以量换价”。预期经济逐渐回升、贷款需求不断回暖后，银行适当提高贷款利率是合理之举。

3月居民中长期贷款高于去年同期



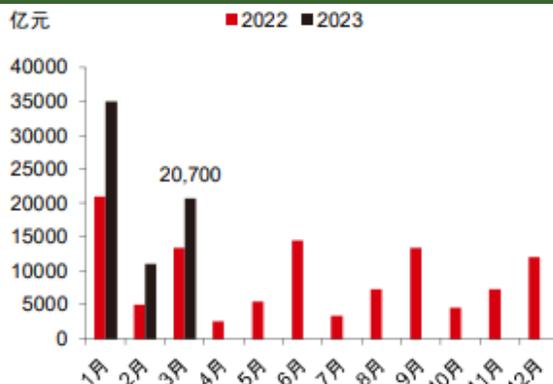
资料来源：Wind、中信证券

3月人民币贷款月净增高于去年同期



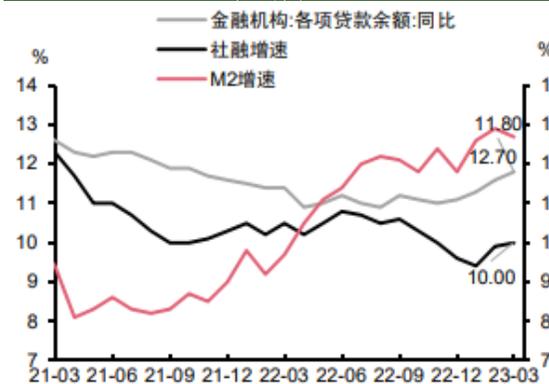
资料来源：Wind、中信证券

3月企业中长期贷款高于去年同期



资料来源：Wind、中信证券

3月社融增速回升至10.0%  
M2增速为12.7%



资料来源：Wind、中信证券

■ 在 2008 年全球金融危机后，美国加强了对银行业的监管，目前整体而言，美国银行业的财务状况仍然健康。当前美国存款机构准备金余额为**3.4 万亿美元**，相对**2019 年**低点高出**2.0 万亿美元**，仍处于比较健康的位置。另外，近三个季度美国四大银行的一级资本充足率也持续反弹，摩根大通/花旗/美国银行/富国分别为**13.2%/13.0%/11.2%/10.6%**，反映其具备的偿债能力较好。

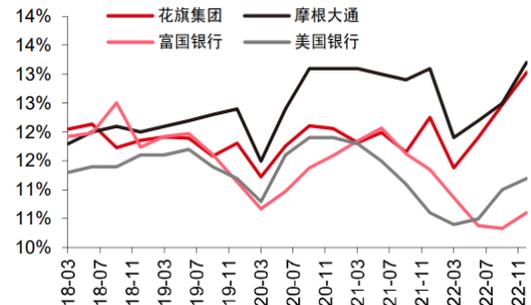
■ 对于欧洲银行体系来看，由于其监管较美国银行体系更为严格，目前欧洲银行体系的稳定性比美国更强。首先，截至今年1月底，欧元区银行存款的同比增速仍维持在**3% 以上**，没有出现类似美国银行体系的“存款搬家”现象。其次，由于欧元区的绝大多数银行都受到《**巴塞尔协议 III**》的监管，且需要执行季度的“压力测试”，截至**2022 年 3 季度末**欧元区银行整体的一级资本充足率高达**16.3%**，远优于美国。

美国联邦银行准备金余额  
仍处于比较健康的水平



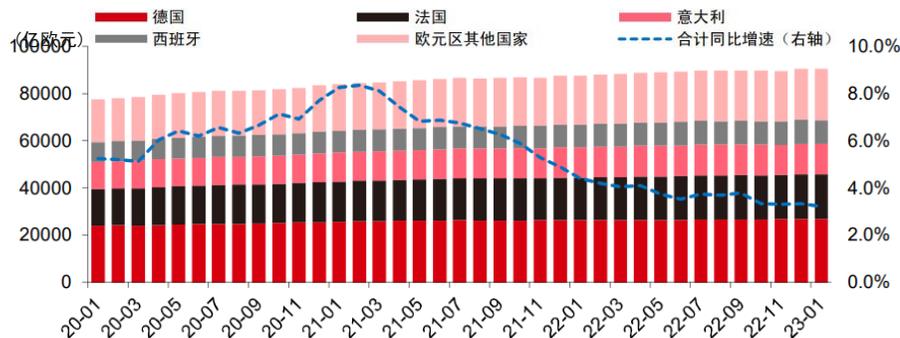
资料来源：Wind、中信证券 截至2023年3月29日

美国四大银行的一级资本充足率  
近期持续反弹



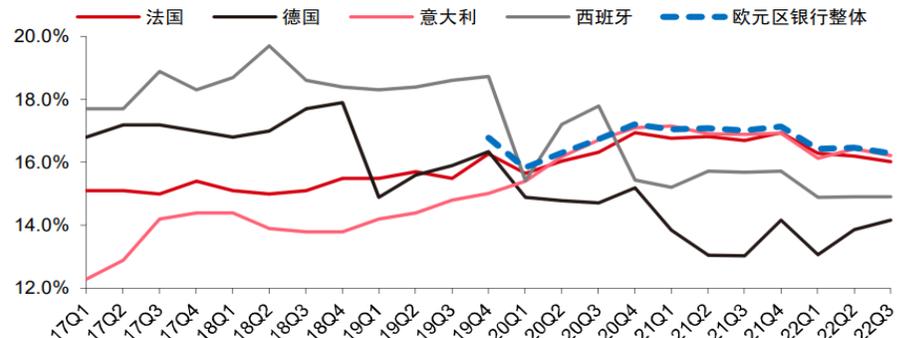
资料来源：Wind、中信证券

欧元区国家银行存款水平



资料来源：Euro Area Statistics、中信证券

欧元区银行一级资本充足率



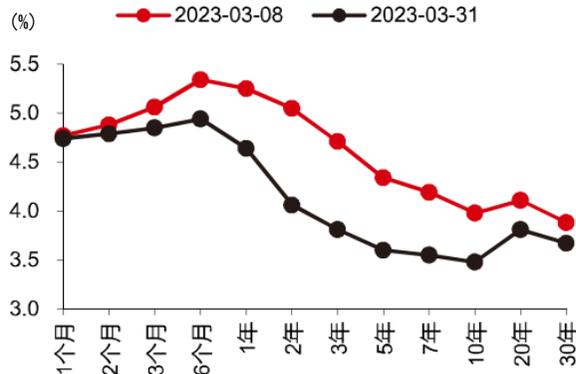
资料来源：European Banking Authority、中信证券

# 海外：金融风险压制美联储加息节奏 全球流动性收紧预期的拐点已明确

■ 投资者已大幅下调对于5月美联储加息幅度的预期，美债收益率曲线也大幅下移。截至3月31日，2年期的美债收益率相较3月8日已经下降99基点。从CME利率期货交易隐含的政策利率预期概率来看，3月8日市场预期5月并不会停止加息，而截至3月30日，5月停止加息已成为市场主流预期，概率为53%，加息25基点的概率为47%。对于12月的终点利率，3月8日市场的主流预期是5.5-5.75%，概率为36%，而截至3月30日，市场的主流预期是4.25-4.5%，即相对于当前降息50基点，概率为33.5%。我们预计，美联储本轮加息周期将在今年5月最后加息25基点后结束，之后政策利率将在高位维持一段时间，短期不会进入降息周期。

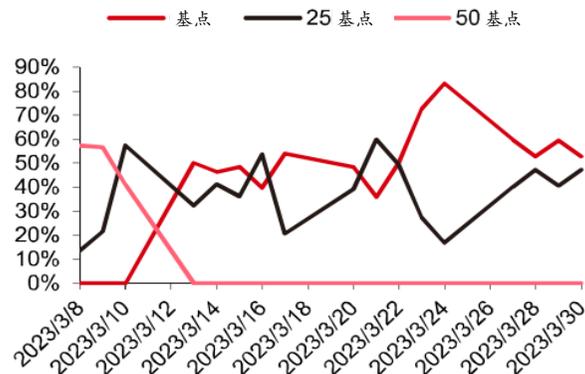
■ 虽然欧元区总体HICP同比读数已在去年11月出现拐点，但核心HICP同比读数仍在走高，欧元区的通胀形势比美国更严峻。在劳动力市场持续紧俏的宏观背景下，欧元区薪资增长的惯性或仍在持续。因此，欧元区的通胀黏性仍强，在金融风险可控的前提下，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，我们预计基准情形下欧央行将在5月至至少加息25基点。

美国国债收益率曲线下移



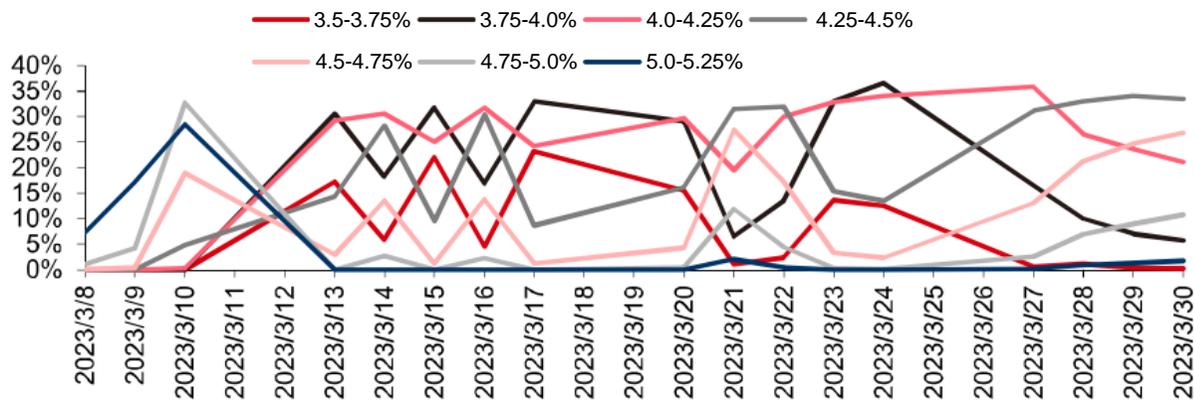
资料来源：Wind、中信证券 截至2023年3月31日

5月议息会议加息预期概率走势



资料来源：CME、中信证券研 截至2023年3月30日

市场对12月终点利率的预期和概率



资料来源：CME、中信证券研 截至2023年3月30日

- 海外银行事件发生后，市场普遍预期的美国经济會走向更严重的衰退会。但我们认为海外央行及时做出反应，经济损失预期得到控制。但银行贷款收紧是在所难免，尤其前期已受美联储加息影响的投资领域。因此，我们下调**2023**年美国经济增长预测，从**0.9%**至**0.4%**。欧洲方面，尽管银行面临压力，但由于天然气价格下降，欧洲经济压力较我们之前预期有所放缓。
- 自**2021**年底以来亚洲出口一直下降。我们下调亚洲中主要出口驱动型经济体的经济预测。而亚洲银行自欧美银行事件发生后的影响虽有限，但欧美银行业危机带来的不确定性增加，也增强我们对内生驱动型经济体较看好的看法。

主要经济体GDP预测

				较上季度预测		和市场共识相比	
	2022E	2023E	2024E	2023	2024	2023	2024
美国	2.1	0.4	1.2	(0.4)	(0.8)	(0.4)	0.1
欧元区	3.5	0.5	1.0	1.0	(0.5)	0.0	(0.2)
日本	1.0	1.1	1.3	(0.2)	0.0	0.1	0.2
澳大利亚	3.7	1.7	1.6	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.0
中国内地	3.0	5.5	5.2	0.5	0.2	0.2	0.2
中国香港	(3.5)	4.8	4.0	0.6	0.1	1.4	0.5
印度	6.9	5.5	6.5	0.3	0.0	(0.5)	0.1
印度尼西亚	5.3	4.8	5.4	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.4
南韩	2.6	1.5	2.1	(0.1)	0.1	0.1	(0.2)
马来西亚	8.7	4.1	4.4	0.0	0.2	0.1	(0.1)
菲律宾	7.6	5.3	6.2	0.0	0.0	(0.2)	0.4
新加坡	3.6	1.7	3.8	(0.2)	0.4	(0.3)	1.2
中国台湾	2.5	1.5	1.8	(0.2)	0.0	(0.6)	(0.7)
泰国	2.6	3.3	4.0	0.2	0.3	(0.4)	0.2
越南	8.0	5.8	6.4	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)

资料来源：彭博、中信里昂  
注：2023年3月31日预测



股票

## 港股：或将迎来全年最佳配置时点

## A股：关键做多窗口料在4月开启 美股：预期宽松与衰退交易的博弈

## 港股

- 二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，且结构性政策也有望持续加码；临近美联储加息结束，流动性预期改善也将带动港股市场估值抬升。
- 当前港股较强的相对估值优势，以及市场仍在持续上修的**2023**年盈利增速预期。
- **1980**年以来的历次美联储加息结束后**50**个交易日，港股均有较好的表现。若此次美联储也如期于**5**月初结束加息，那此后的流动性预期改善有望助力港股估值修复。
- 关注成长板块、出行产业链、地产后周期板块、以及中字头企业。

## A股

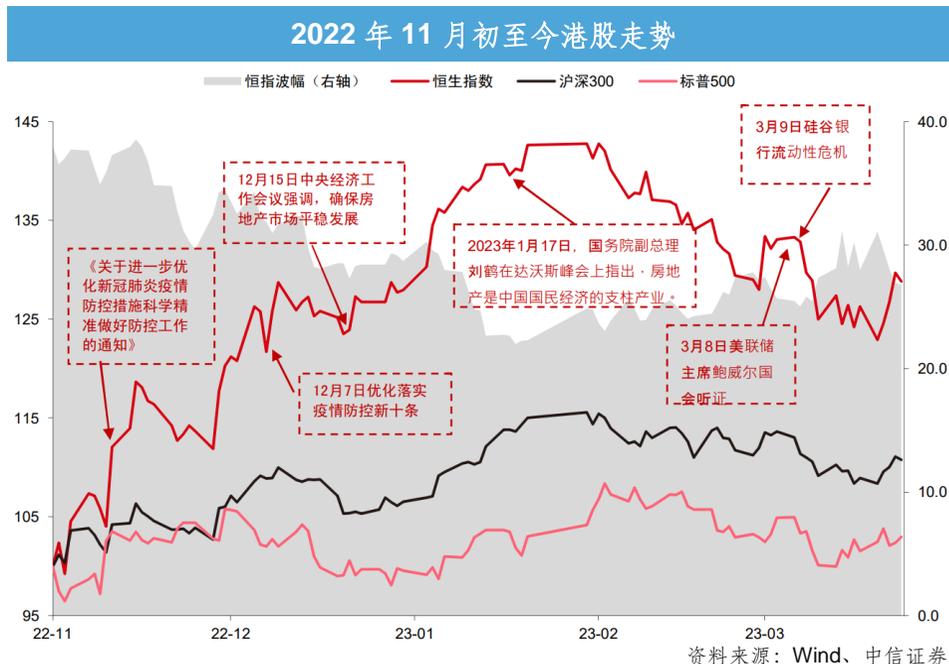
- 全球流动性紧缩预期下修的拐点已经确立，打开估值修复空间；经济基本面预期将在**4**月得到宏观数据与财报披露两个层面的验证。内地基本面恢复预期上修的拐点也将确立，提升**A**股配置价值。
- 两类主线逐步明确年度主线和阶段性主线将接力并轮动，关注基建和一带一路出口相关的机械设备、大炼化、磷化工、纺织服装、烘焙零食、职业教育、硅片、逆变器、电池片、以及一带一路沿线国家的出口型企业。
- 全球流动性拐点将为创新药、医疗基建以及短期低收入未盈利的科创类企业提供更好的估值扩张环境，预计相关品种二季度将开始轮动。

## 美股

- 美国银行业或局部承压 经济预测显示“滞胀”压力增加。
- 银行股从急跌期步入平稳期，当前市场对于欧美银行的悲观情绪仍未明显修复，部分高浮亏、高存款波动银行的资产负债稳定性问题仍有风险发生可能。
- 若此次美联储也如期于**5**月初结束加息，益流动性转暖利好科技龙头，中长期维度利好美股估值修复。
- 预计美联储本轮加息周期或已接近尾声，当风险情绪逐步释放后，未来全球资产定价逻辑仍会重新回归基本面，预期美股在货币宽松与衰退之间博弈。

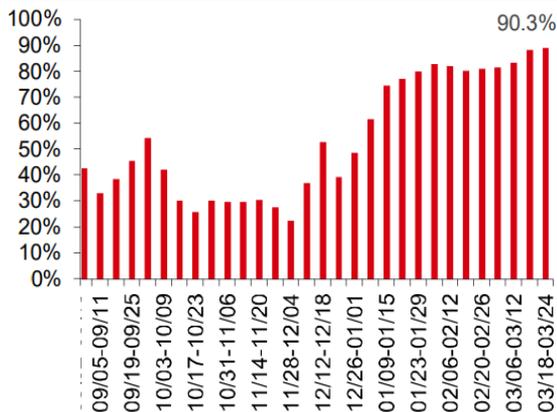
# 港股：二季度有望迎来全年最佳行情

年初到春节前，防疫政策的优化、稳增长政策的持续推出以及较强的基本面复苏预期带动港股市场持续上涨；而春节后至3月下旬，对中美关系担忧再起、海外货币紧缩预期以及对欧美银行体系流动性风险担忧再度拖累港股表现。总体看，年初至3月30日，恒生指数/国企指数/恒生科技指数分别小幅上涨2.7%/3.3%/3.4%。分行业看，在近两个月的回撤中，前期涨幅较高的成长及顺周期板块的跌幅也相对更大（互联网、制药、社会服务等）。往后看，二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，且结构性政策也有望持续加码；临近美联储加息结束，流动性预期改善也将带动港股市场估值抬升。结合当前港股较强的相对估值优势（动态市盈率为9.4倍）以及市场仍在持续上修的2023年盈利增速预期（18.1%），我们判断二季度港股市场或迎来全年最佳行情。



- 尽管当前经济复苏的节奏出现结构性分化，但**无论已披露的经济指标还是高频数据均显示二季度经济复苏动能依然较强**。1-2月主要经济指标相对去年12月均有改善，且呈现“工业相对弱、服务业强，消费稳步修复、投资超预期”的特点。高频数据如样本城市地铁客运量（相对2019年同期仍高出5%）、酒店平均RevPAR恢复程度（3月前两周恢复至2019年同期的113%）、民航整体航班恢复情况（近期持续回升，当前达到2019年同期的90.3%）、包括地产销售情况（3月截至14日新房及二手房销售同比分别达到15%和84%）等均持续景气。且**后续在低基数效应、服务业修复趋势强、新政府班子创新施策、数字经济等优势产业发展等有利因素下，预计二季度经济增速将有更好表现**。另外，降准时点超预期、近期政策支持平台经济健康发展的表态等也体现出政策保驾经济复苏的确定性。随着后续针对性支持政策陆续出台，投资者信心也将逐步回暖。

中国民航整体执飞航班量恢复情况



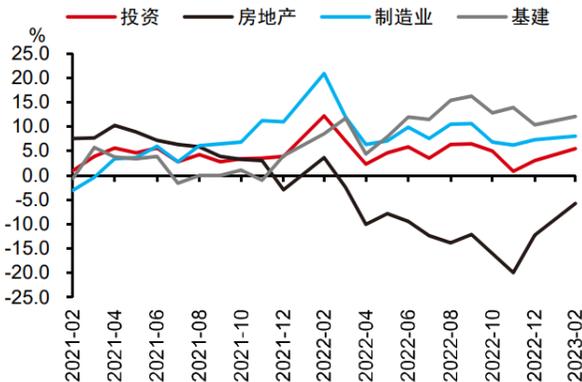
资料来源：航班管家、中信证券

全国民航国际航线恢复率（班次）



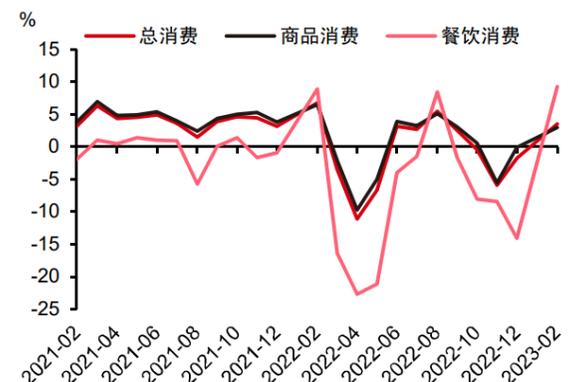
资料来源：航班管家、中信证券

总体投资及各类投资增速均改善，地产修复幅度最大



资料来源：航班管家、中信证券；2021年数据为单月两年平均复合增速测算，2022年数据为直接同比

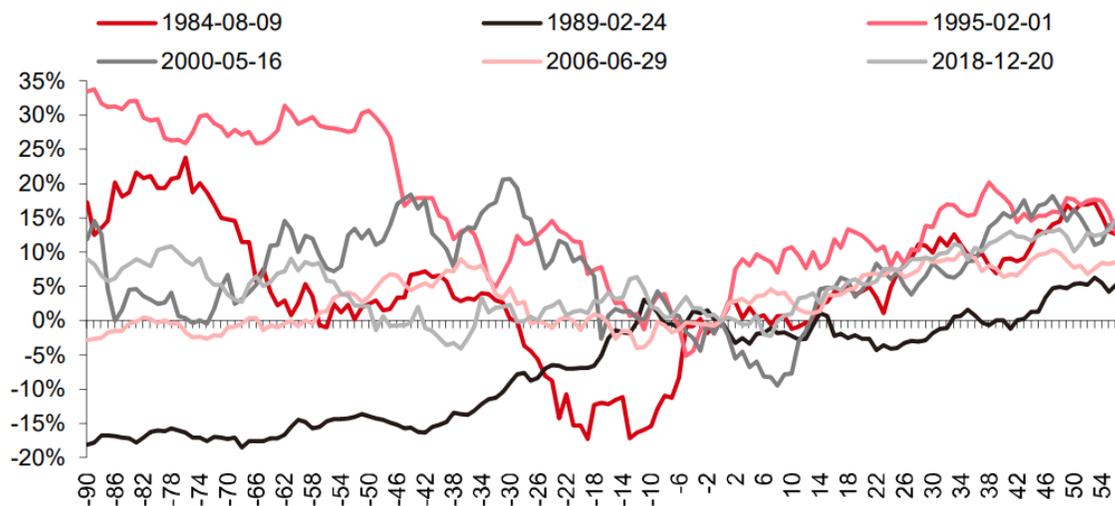
1-2月消费增速表现相对亮眼



资料来源：Wind；2021年为两年复合增速、中信证券

- 3月上旬起连续爆发的欧美银行体系流动性危机显著拖累近期港股和美股表现。我们认为美联储自去年以来的持续、激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因。但我们判断当前欧美银行体系暂不存在系统性风险。当前美国存款机构准备金余额为**3.0**万亿美元，仍处于比较健康的位置；美国四大银行的一级资本充足率在近三个季度也持续反弹，反应其具备的偿债能力。截至今年1月底，欧元区银行存款的同比增速仍维持在**3%**以上，没有出现类似美国银行体系的“存款搬家”现象。且截至**2022年3**季度末，欧元区银行整体的一级资本充足率高达**16.3%**，远优于美国。此次银行体系风险的担忧已倒逼美联储放缓货币紧缩路径，且即便**3**月美联储公布的点阵图仍显示年内没有降息可能，市场仍已开始预期美联储将于年中被迫降息。
- 历史来看，**1980年以来的历次美联储加息结束后50个交易日，港股均有较好的表现（恒生指数平均涨幅约12.2%）**。因此，若此次美联储也如期于**5**月初结束加息，那此后的流动性预期改善有望助力港股估值修复。

恒生指数在历次美联储加息周期结束前后的表现



资料来源：Wind，中信证券；注：“0”代表美联储加息结束的时

## 港股：关注成长板块、出行产业链、地产后周期板块、以及中字头企业

- 往后看，二季度内地基本面复苏预期仍较为强劲，且结构性政策也有望持续加码；临近美联储加息结束，流动性预期改善也将带动港股市场估值抬升；中美关系进入阶段性缓和期，亦将利好市场情绪的转暖。我们判断二季度港股市场或迎来全年最佳行情，建议关注受益流动性预期改善的成长板块、受益节假日及出游旺季到来的出行产业链、受益地产销售超预期的地产后周期板块、以及“中特估”下估值有望持续抬升的中字头企业。
- **受益流动性预期改善的成长板块：**二季度随着美联储加息周期临近结束，增量流动性有望重新流入港股市场，从而带动各板块估值的抬升。而前期外资流出较多、且具备较高业绩增速、利率敏感的成长性板块，如互联网、创新药、新能源汽车等更有望受益外资的持续流入。
- **受益节假日及出游旺季到来的出行产业链：**一季度数据已经验证出行链的高确定性复苏，节奏及幅度均优于预期。二季度随着节假日及出游旺季到来，叠加去年的低基数效应，出行链的恢复程度有望进一步抬升。建议优选业绩弹性消化当下估值能力强的各细分赛道优质龙头。
- **地产产业链景气可持续复苏下的地产后周期板块值得关注：**一季度地产销售、开发投资等复苏程度均超预期。考虑当前复苏的信贷基础和政策基础均十分稳固，低线城市地产政策仍有广阔空间，全国地产产业链景气的可持续复苏值得期待，地产板块的优质企业及地产后周期的家电家居等板块值得关注。
- **“中特估”下，央企改革带来的估值抬升的主线预计将贯穿全年：**今年以来国务院国资委持续提出对央企改革的政策部署，政策层面及经营指标考核方面都将增加央企的经营效率，从而使央企的内在价值重估，而部分地方国资委也跟进政策部署，地方国企也有望受益。

### 央企改革个股筛选

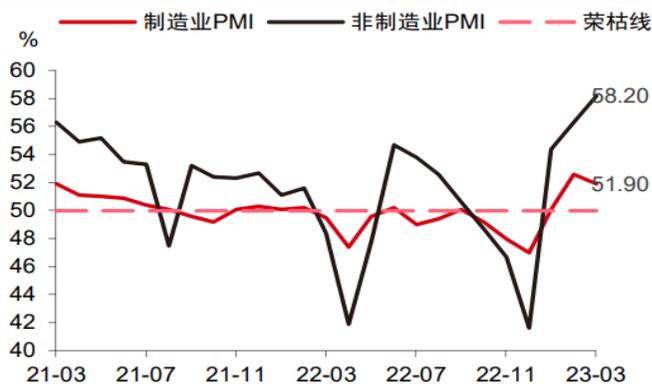
证券代码	证券简称	一级行业	细分行业
00371.HK	北控水务集团	公用事业	公用事业
01193.HK	华润燃气	公用事业	燃气
02588.HK	中银航空租赁	工业	多元金融
00135.HK	昆仑能源	公用事业	燃气
03311.HK	中国建筑国际	工业	建筑
00390.HK	中国中铁	工业	建筑
03323.HK	中国建材	材料	建材
00762.HK	中国联通	电信服务	电信服务
00941.HK	中国移动	电信服务	电信服务
03808.HK	中国重汽	工业	机械
00386.HK	中国石油化工	能源	石油石化
00902.HK	华能国际电力	公用事业	电力
00836.HK	华润电力	公用事业	电力

资料来源：中信证券

## A股：全球流动性和内地基本面两大拐点已基本确立

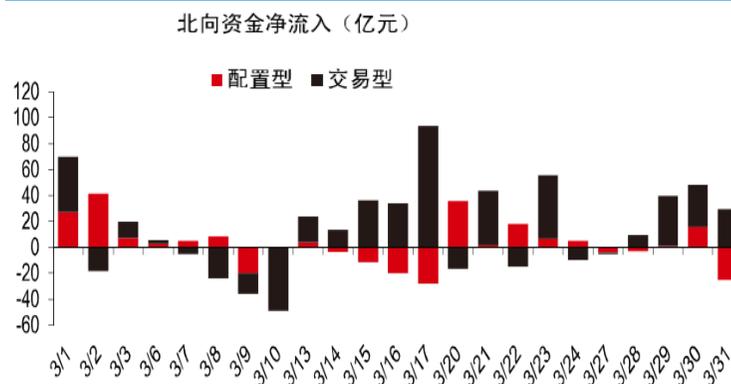
- 全球流动性紧缩预期下修的拐点已经确立，打开估值修复空间。**首先，欧美银行风险倒逼货币当局兜底，金融体系风险压制美联储加息节奏，加息空间和持续时间均被压缩，全球流动性紧缩预期的拐点已明确。截至3月30日，CME数据显示5月停止加息已成为市场主流预期，概率为53%，同时市场预期年末还会从加息高点再降息50基点。我们预计美联储本轮加息周期将在今年5月最后+25基点后结束，之后政策利率将在高位维持一段时间，短期不会进入降息周期。其次，当前欧美银行体系暂不存在系统性风险，银行危机对市场风险偏好的扰动已经阶段性修复。
- 内地基本面恢复预期上修的拐点也将确立，提升A股配置价值。**首先，先导的PMI数据显示3月内地经济内生修复动能增强。其次，李强总理海南博鳌亚洲论坛强调中国经济增长的动能及态势强劲，释放中国经济复苏的积极信号，这有助于明确市场对经济稳步改善预期的基准。最后，预计二季度低基数效应、新政府班子创新施策、数字经济等优势产业发展等有利因素推动下，经济数据还将进一步恢复。全球流动性预期修复叠加内地基本面改善提升A股配置价值，硅谷银行危机爆发以来，北向资金在短暂净流出之后再次恢复了稳步净流入状态，在三周时间内(3月13日-31日)已累计流入347亿元。

### 3月制造业PMI和非制造业PMI继续位于景气区间



资料来源：Wind、中信证券

### A股配置价值提升，北向资金恢复稳步净流入



资料来源：Wind、中信证券

# A股：经济基本面预期将在4月得到宏观数据与财报披露两个层面的验证

- 宏观数据公布和针对性政策落地，将验证经济稳步复苏趋势。**一方面，3月份PMI数据已体现出实体经济更强的修复态势，我们预计一季度房地产领域销售、投资修复较快，服务业恢复动能持续较强，财力前置促进基建保持较高增速，预计3月份同比数据大都相对1-2月更好，有望呈现高增长、低通胀的组合：预计一季度GDP同比增长4.5-5%，二季度GDP同比增长8-10%。另一方面，在全面研究并评估一季度经济状况后，预计针对性政策将继续加码。我们认为经济内生修复虽然稳定，但当前依然处于恢复初期，经济短板依然明显，政策将继续稳字当头，巩固拓展目前向好的态势，预计未来的稳增长政策不会是简单地用一两项工具来做总包式刺激，而是针对薄弱点精准发力。近期包括北京、上海在内的多个省市在民营经济领域扩大市场准入、优化营商环境方面推出新举措，呵护民营经济信心，近期互联网龙头的组织架构调整也带来积极的政策信号。
- 财报披露将验证A股盈利增速逐季改善趋势。**以截至3月31日披露年报业绩舆情(正式报告/快报/预告)的公司为样本，A股2022年四季度/2022全年净利润同比增速分别为+9%/+5%，开始呈现底部复苏特征。考虑到去年上半年的高基数效应，2023年一季度净利润同比增速大概率维持较低水平，但A股盈利逐季改善的趋势不变。

## 2023年3月宏观数据前瞻

(%)	工业	投资 (累计)	社消	出口	进口	CPI	PPI	新增贷款 (万亿元)	M2	社融增速 (累计)
公布值 (预测)	6.0	5.7	12.0	-5.0	-1.0	0.7*	-2.5*	3.89*	12.7*	10.0*
前值 (实际)	2.4	5.5	3.5	-6.8	-10.2	1.0	-1.4	1.80	12.9	9.9

资料来源：Wind，工业、投资、消费和进出口数据预测公布值为3月单月数据，前值为2023年1-2月数据；CPI、PPI及金融数据预测公布值为3月单月数据，前值为2023年2月数据，中信证券预测 \*注3月已公布数据

## 截至31/3已披露企业的2022年业绩舆情一览

板块/行业	2022Q4 单季度同比	2022 全年同比
<b>全部 A 股</b>	9%	5%
金融	-1%	2%
非金融	47%	8%
非房地产&交运&养殖	12%	8%
<b>按上市板划分</b>		
主板	8%	4%
创业板	396%	25%
创业板(剔除温氏)	97%	10%
科创板	-20%	7%
<b>按大类行业划分</b>		
<b>工业</b>	75%	23%
其中：		
上游资源品	-10%	12%
中游制造	13%	4%
基础商品	172%	55%
基建	148%	52%
<b>消费</b>	103%	21%
<b>TMT</b>	-45%	-19%
<b>医药</b>	-83%	-6%
<b>大金融</b>	-8%	-2%

资料来源：Wind，中信证券

- 基本面、估值、风险偏好共振上修的市场环境下，继1月后，A股将在4月打开全年第二个关键做多窗口：

(1) 内地经济和政策预期的低点已过，随着4月数据和政策落地验证，基本面全年趋势性改善的预期拐点将确立，市场将重新凝聚共识，夯实A股全面修复的基础。

(2) 金融风险约束下，全球流动性收紧预期的拐点已经明确，预计将在5月美联储最后一次加息和表态后确立，有利于改善全球权益估值，特别是提升A股在全球主要资产中的配置价值。

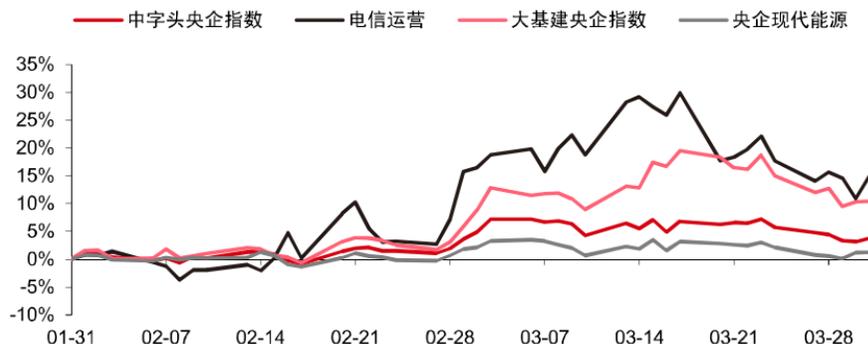
(3) 欧美银行危机扰动阶段性缓解，俄乌冲突趋势性缓和的曙光初现，内地民营经济受政策呵护信心修复，这些都有利于提振资金的风险偏好

资料来源：中信证券、中信证券财富管理(香港)

## A股：两类主线逐步明确 年度主线和阶段性主线将接力并轮动

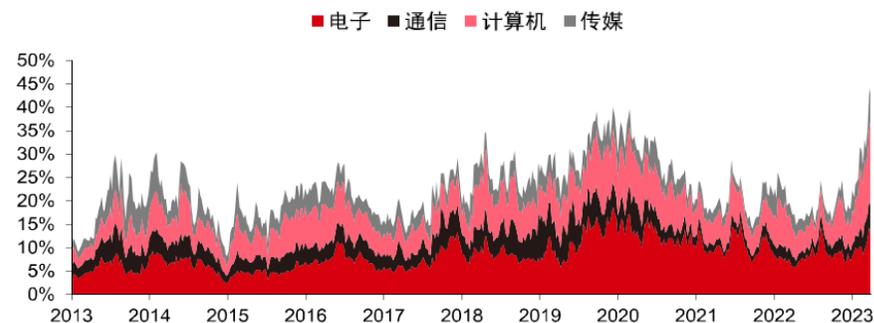
- **财报业绩驱动将取代主题炒作，成为阶段性主线。**当前年报舆情已相对清晰，但4月即将披露的宏观数据和一季报仍面临经济复苏的结构分化问题，在经历季末集中调仓之后，预计投资者在4月将更多关注业绩驱动型个股，并重新评估今年的行业景气趋势，或对市场结构带来巨大影响。综合中信证券研究部行业组观点，我们梳理了各大类板块最新景气度变化，相对看好的细分领域包括：制造板块中**与基建和一带一路出口相关的机械设备**，周期板块中的**大炼化、磷化工**，大消费板块中的**纺织服装、烘焙零食、职业教育**等，新能源板块中的**硅片、逆变器、电池片**等，同时建议关注聚焦**一带一路**沿线国家的出口型企业。
- **作为年度主线的数字经济产业和全球流动性拐点相关板块将分化或轮动。**全球流动性拐点将为**创新药、医疗基建**以及**短期低收入未盈利的科创类企业**提供更好的估值扩张环境，预计相关品种二季度将开始轮动。而作为数字经济的重要组成部分，人工智能、数据要素、科技自主可控在全年维度或形成具备资金容量的赛道级机会，但当前仍处于产业相对早期的阶段，相关技术在内地落实到商业模式创新和消费场景还需要时间；考虑到3月最后2周TMT成交额占A股成交比重超过40%，对其他板块虹吸效应十分明显，预计4月份开始伴随交易集中度的下降，行情也将围绕一季报开始出现分化，预计**上游芯片、云计算基础设施**等业绩有支撑的细分领域更加受益。

### “中特估”行情持续性依赖政策落地和基本面改善



资料来源：Wind，中信证券 截至2023年3月31日

### TMT板块成交占比再创历史新高



资料来源：Wind，中信证券 截至2023年3月31日

- 2023年3月上旬起连续爆发的欧美银行体系流动性危机显著拖累美股表现，但我们判断当前欧美银行体系暂不存在系统性风险。3月议息会议点阵图显示加息终点利率预测未变，但支持降息人数有所减少，经济预测显示美国“滞胀”压力增加。我们预计美国银行监管存在变革可能。“双层多头”监管模式存在监管真空，此次硅谷银行事件暴露出对美国中小银行监管不足。美联储将继续弥补银行体系流动性缺口，确保金融机构降低投资业务浮亏风险转向实亏风险的压力。
- 静态判断：整体稳定，结构性压力仍存。已披露LCR的银行该指标多在110%-120%区间，风险可控；未披露LCR的银行需关注利息收入异常变动，四季度第一共和银行和硅谷银行利息净收入明显承压，部分印证当前流动性压力。
- 动态分析：资产端“浮亏”+负债端波动的银行或仍有脉冲式压力。资产端：在美国市场资产规模首50家的银行中，部分行“(AFS资产FV变动+HTM资产FV变动)/核心一级资本”指标仍在50%以上，“浮亏”带来不确定性；负债端：2022年部分银行存款净降幅在10%左右，负债端波动或加大资产端“浮亏”兑现可能。
- 解决方案：短期或依靠美联储抵补流动性缺口，中长期强化金融监管。预计美联储量化紧缩(QT)仍将延续当前节奏推进，而与此同时贴现口与BTFP工具的使用兜底，将确保银行机构的流动性底线安全。

美国总资产首50家银行中存款规模年降幅在10%以上的银行

银行	总负债 (2022)	存款 (2022)	存款占比	存款 (2021)	YoY
SIGNATUREBANK	102.4	88.6	86.6%	106.1	-16.5%
ZIONSANCORPNA	84.7	71.7	84.6%	82.8	-13.5%
COMERICA INC	80.2	71.4	89.0%	82.3	-13.3%
FIRSTHORIZONCO	70.4	63.5	90.2%	74.9	-15.2%
BOKFINL CORP	43.1	34.5	80.0%	41.2	-16.4%
COMMERCEBCSHS	29.4	26.2	89.1%	29.8	-12.2%
TEXASCAPITALBA	25.4	22.9	90.1%	28.1	-18.7%

资料来源：彭博、中信证券

美国总资产首50家银行中“(AFS资产FV变动+HTM资产FV变动)/核心一级资本”指标高于50%的银行

银行	总资产	#贷款	占比	#AFS	①FV变动	#HTM	②FV变动	③CET 1	=(①+②)/③
BANK OF AMERICA	3,051.4	1,052.6	34.5%	220.8	-4.7	632.9	-108.6	180.1	-63%
TRUIST FINANCIAL	555.3	327.4	59.0%	71.8	-12.3	57.7	-9.9	39.1	-57%
SVB FINANCIAL GR	211.8	74.3	35.1%	26.1	-2.5	91.3	-15.2	13.7	-129%
VALLEY NATL BANC	57.5	46.9	81.7%	1.3	-0.2	3.8	-2.2	4.3	-55%
FIRST HAWAIIA	24.6	14.1	57.3%	3.2	-0.4	4.3	-0.5	1.8	-51%

资料来源：彭博、中信证券 注：AFS资产的FV变动，指AFS资产当前公允价值较历史成本的变动；HTM资产的FV变动，指HTM资产当前公允价值较成本法计价的变动

## 美股：银行股从急跌期步入平稳期，但个体风险敞口仍存

- 目前情况看，伴随美国相关银行存款的全额兑付，以及瑞银收购瑞信的落地，KBW银行指数并未有明显反弹，反映当前市场对于欧美银行的悲观情绪仍未明显修复。从美国资产首50家银行的股价及估值表现，可以看出：(1) 中小型银行跌幅更为明显，尤其受硅谷银行事件影响，部分美国西海岸地区的区域性银行跌幅在30%以上；(2) 账面浮亏银行跌幅更为明显。仍然沿用“(AFS资产FV变动+HTM资产FV变动)/核心一级资本”指标，该指标高于30%的银行23家，今年以来平均跌幅为27.8%，明显高于其他银行18.5%的平均跌幅。
- 2022年，美国银行业信贷增长及资产扩表速度明显放缓，银行营收仍保持6.8%左右增速，但由于拨备计提力度的加大(2021年多数银行减值计提正向贡献盈利)以及刚性费用因素，上述银行归母净利润增速仅为-18.2%。政策利率大幅快速攀升全面提升贷款利率，对于实体信贷需求的压制作用明显，当前30年期固定贷款的平均利率接近6.5%，信贷资产增速由去年中接近10%的水平下降至当前不足5%，预计美国银行业2023年收入增长与盈利增长仍将承受边际压力。后续核心在于美联储加息的持续时间，以及经济收缩对银行带来的基本面实质影响，在此过程中部分高浮亏、高存款波动银行的资产负债稳定性问题仍有风险发生可能。

### 美国总资产首50家银行市场表现

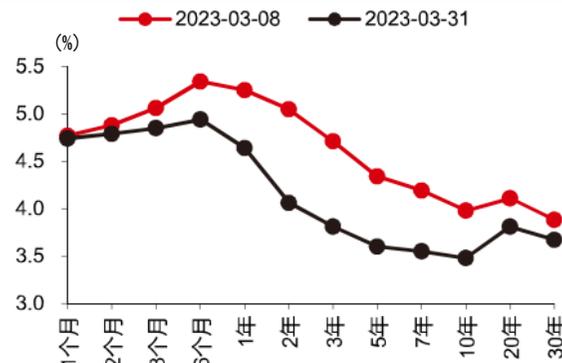
银行	ROE	PB (MRQ)	AFS及HTM浮亏/CET 1	存款变化(2022)	2023年涨幅	银行	ROE	PB (MRQ)	AFS及HTM浮亏/CET 1	存款变化(2022)	2023年涨幅
JPMORGAN CHASE	12.85%	1.43	-21%	-5.00%	-3.3%	VALLEY NATL BANK	9.91%	0.76	-55%	33.70%	-16.9%
BANK OF AMERICA	10.13%	0.93	-63%	-4.60%	-14.0%	WINTRUST FINL	10.97%	0.99	-26%	1.9%	-14.3%
CITIGROUP INC	7.36%	0.49	-21%	3.70%	2.9%	CULLEN/FROST	15.29%	2.15	-49%	2.90%	-21.9%
WELLS FARGO & CO	7.17%	0.88	-37%	-6.60%	-8.9%	CADENCE BANK	10.30%	1.42	-28%	-2.20%	-15.7%
US BANCORP	11.02%	1.23	-47%	15.10%	-17.6%	BOK FINL CORP	10.36%	1.21	-23%	-16.40%	-18.7%
PNC FINANCIAL SE	11.91%	1.11	-23%	-4.60%	-18.8%	OLD NATL BANCORP	10.52%	0.87	-36%	88.50%	-20.3%
TRUIST FINANCIAL	9.65%	0.83	-57%	-0.70%	-20.5%	SOUTHSTATE CORP	10.04%	1.09	-12%	3.70%	-6.2%
CITIZENS FINANCI	8.80%	0.69	-17%	17.10%	-21.1%	FNB CORP	8.13%	0.75	-22%	9.60%	-11.1%
FIRST REPUBLIC B	9.99%	0.17	-37%	12.90%	-88.7%	PINNACLE FINL	10.36%	0.78	-19%	11.70%	-25.0%
SVB FINANCIAL GR	10.37%	-	-129%	-8.50%	-99.0%	PACWEST BANCORP	10.66%	0.33	-34%	-3.00%	-58.5%
FIFTH THIRD BANC	12.37%	1.14	-38%	-3.30%	-18.8%	ASSOC BANC-CORP	9.11%	0.71	-27%	4.10%	-21.6%
M&T BANK CORP	9.22%	0.83	-10%	24.30%	-16.8%	UMB FINANCIAL	14.85%	1.08	-43%	-8.30%	-29.5%
KEYCORP	12.42%	-	-46%	-6.50%	-	PROSPERITY BNCSH	7.99%	0.86	-47%	-7.30%	-15.6%
HUNTINGTON BANC	12.09%	-	-45%	3.20%	-	BANKUNITED INC	10.41%	0.69	-18%	-6.60%	-34.0%
REGIONS FINANCIA	13.10%	1.17	-29%	-5.30%	-14.2%	HANCOCK WHITNEY	14.95%	0.93	-30%	-4.60%	-25.9%
SIGNATURE BANK	16.87%	0.48	-35%	-16.50%	0.0%	FIRST INTER/MT-A	7.99%	1.02	-17%	54.10%	-21.6%
FIRST CITIZENS-A	15.25%	0.96	-27%	73.90%	23.3%	COMMERCE BCSSH	16.55%	2.93	-44%	-12.20%	-14.0%
NY COMM BANCORP	8.19%	0.73	-14%	67.50%	6.0%	UNITED BANKSHS	8.22%	1.09	-16%	-4.50%	-12.7%
ZIONS BANCORP NA	14.68%	0.94	-23%	-13.50%	-37.9%	TEXAS CAPITAL BA	10.61%	0.88	-16%	-18.70%	-19.2%
COMERICA INC	17.60%	1.11	-38%	-13.30%	-33.0%	BANK OZK	11.84%	1.02	-6%	6.40%	-15.3%
FIRST HORIZON CO	10.94%	1.24	-21%	-15.20%	-28.3%	SIMMONS FIRST -A	7.87%	0.70	-48%	16.40%	-19.0%
WEBSTER FINL	11.21%	0.86	-29%	81.10%	-17.0%	FULTON FINANCIAL	10.84%	0.99	-21%	-4.30%	-17.8%
WESTERN ALLIANCE	20.49%	0.72	-18%	12.70%	-39.4%	GLACIER BANCORP	10.07%	1.66	-46%	-3.40%	-14.8%
EAST WEST BNCORP	19.08%	1.29	-22%	4.90%	-15.8%	AMERIS BANCORP	11.24%	0.80	-4%	-1.00%	-23.1%
SYNOVUS FINL	15.51%	1.10	-32%	-1.10%	-18.4%	FIRST HAWAIIA	10.79%	1.17	-51%	-0.60%	-20.8%



## 美股：银行体系危机如倒逼流动性预期转向 益流动性转暖利好科技龙头

- 此次银行体系风险的担忧已倒逼美联储放缓货币紧缩路径，且即便3月美联储公布的点阵图仍显示年内没有降息可能，市场仍已开始预期美联储将于年中被迫降息。而美债收益率曲线也大幅下移，反映市场对于系统性风险或改变美联储货币紧缩路径的预期已初见端倪。因此，若此次美联储也如期于5月初结束加息，中长期维度利好美股估值修复。
- **美股科技股：年内终端利率高点基本明确，分子端业绩更为重要。**考虑到美联储大概率会选择折中的加息路径，以此作为基本假设，我们认为年内终端利率的高点超过6%的可能性较低。同时硅谷银行事件的影响在短时间内难以充分体现，今年美国整体的经济走势预计仍会保持平稳降温的状态。对美股科技股而言，终端利率高点的确认进一步降低了分母端的风险，5.5%左右的加息终点对股价的影响在当前阶段已经被大幅定价，分子端业绩将是决定美股科技股后续走势的主要影响因素。我们看好半导体板块在下半年业绩反转的概率正不断提升，互联网巨头持续加大降本增效力度。
- 我们判断短期美联储仍将在抗通胀、保持金融稳定之间保持平衡，并谨慎行事。预计美联储本轮加息周期或已接近尾声，当风险情绪逐步释放后，未来全球资产定价逻辑仍会重新回归基本面，预期二季度美股在货币宽松与衰退交易的博弈。
- 美股科技板块有利的企业经营周期、中期良好的业绩可预见性及成长性，以及板块当前处于历史底部的估值水平、机构对美股科技股较低持仓等，均支撑我们在未来6-12个月，对美股科技板块保持乐观看法。建议重点关注亚马逊 (AMZN US)、特斯拉 (TSLA US)、英伟达 (NVDA US)、台积电 (TSM US)、Meta (META US)、Snowflake (SNOW US)、Datadog (DDOG US)、美光 (MU US)、超威半导体 (AMD US)、微软 (MSFT US)、Salesforce (CRM US)、Adobe (ADBE US)、Service Now (NOW US) 等。

### 美国国债收益率曲线下移



资料来源：Wind、中信证券 截至2023年3月31日

公司	行业	流通市值^ (亿港元)	收盘价^ (港元)	目标价 (港元)	市盈率(倍)		息率(%) 23E	推荐理由
					23E	24E		
腾讯控股 (700 HK)	互联网	23,658	385.80	467.00	22.9	19.4	0.5	我们预计随着宏观经济回暖、视频号商业化加速、重磅新游戏上线、降本增效持续推进，公司业绩有望进一步增长。公司估值处于较低水平，中长期仍有持续上行空间。(中信证券-王冠然)
阿里巴巴 (9988 HK)*	互联网	16,516	100.40	142.00	12.3	10.1	0.0	公司早前宣布启动新一轮治理变革，此次调整有望以组织敏捷性激发业务活力；同时，阿里多元业务布局的价值有望被重估，子业务有望为集团带来接近20%的估值增量。(中信证券-许奕博)
中芯国际 (981 HK)	科技	888	18.60	40.00	27.0	20.6	0.0	美国或将收紧对华半导体设备限制，关注“卡脖子”环节国产化历史机遇，特别是半导体制造-设备-零部件自主+高端芯片国产化。(中信证券-徐涛)
安踏体育 (2020 HK)	体育	1,395	114.00	131.00	28.4	23.5	1.6	疫情持续冲击公司各品牌零售，但凭借高效零售与运营能力，2022全年业绩仍超预期。2023年诸多不确定性已经过去，我们看好公司凭借高直营占比有望充分释放业绩弹性。(中信证券-冯重光)
吉利汽车 (175 HK)	汽车	603	10.10	14.00	14.6	11.0	2.3	预计2023年将是公司雷神混动全面向上的一年，“银河”序列新产品+新渠道+新定位有望使得公司领先的PHEV技术在销量上实现落地和突破。(中信证券-尹欣驰)
中粮家佳康 (1610 HK)	猪肉	59	2.07	4.00	4.2	4.0	4.5	中长期来看，在行业亏损+猪病因素影响下，行业产能去化有望持续，全年均价仍有望维持波动上行态势。主要猪企头均估值仍处相对低位，建议重点关注中粮家佳康等。(中信证券-盛夏)
华润啤酒 (291 HK)	啤酒	897	63.00	72.00	33.0	27.2	1.2	预计销量低单位数增长、吨价保持中单位数增长，毛利率提升、费用率降低共同驱动下，预计啤酒核心息税前盈利实现约25%增长。(中信证券-薛缘)
华润电力 (836 HK)	发电	297	16.72	20.00	6.9	5.9	5.9	维持全年用电需求增速预测4.9%，建议关注具有估值安全边际且风光成长潜力充沛的火电转型标的。(中信证券-李想)
东方电气 (1072 HK)	电力设备	43	12.68	@17.00	9.3	7.7	3.4	公司作为中国国内领先的综合型电源装备平台，多领域布局电源核心设备与后服务市场，龙头地位稳固。(中信证券-华鹏伟)
山东黄金 (1787 HK)	黄金	122	15.94	@18.00	30.1	22.2	0.4	全球央行2022年购金量创下1950年以来新高，金价有望保持上行趋势，且本轮价格高点有望突破2020年前高。关注具备规模化效应的山东黄金。(中信证券-敖翀)
中海宏洋 (81 HK)	房地产	49	3.45	5.50	2.8	2.5	6.9	在市场销售渐趋回暖的过程中，公司凭借稳健的财务管理，安全的信用资质，持续稳健拿地，具备弹性的货值和良好的开发能力，有望迎来长期可持续发展。(中信证券-陈璐)
领展 (823 HK)*	REIT	1,289	50.50	60.25	17.5	16.6	5.7	受惠中国重新开放，收益率要求下降。(中信里昂-Alvin Wong)
港交所 (388 HK)	交易所	4,410	348.20	427.00	34.6	31.3	2.6	由于港交所投资主要与海外市场相关，而交易则主要与大中华地区资产表现相关，2023年有望受益于两个市场所处的不同周期。(中信证券-邵子致)



商品 / 外汇

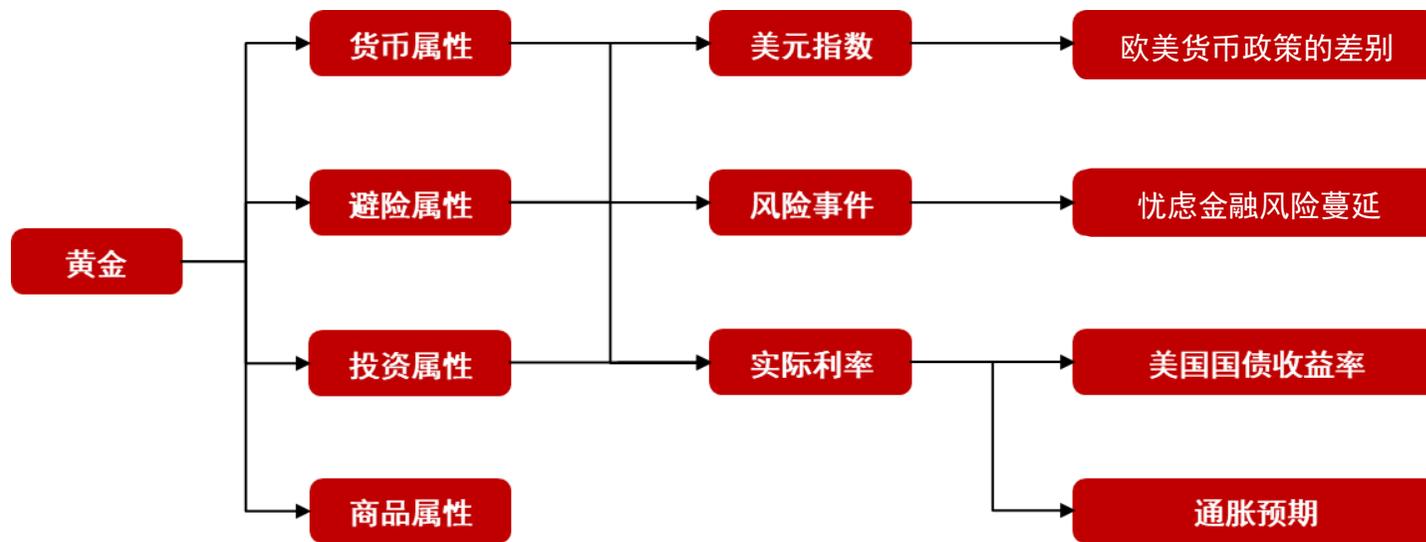
- 回顾2023年一季度商品市场表现，黄金一如我们预期领涨大宗，主要由于美联储加息预期见顶以及欧美银行危机引发的避险情绪所致。表现其次为铜、铝等工业金属，受内地放宽防疫措施所提振，市场憧憬内地制造业需求回升，支持工业金属价格走强。
- 预期长端美债实际利率或将明显回落，美元指数2023年或出现趋势性回落行情，若后续风险事件进一步蔓延，金价有望突破2020年前高。全球流动性拐点来临以及制造业PMI的“V型反转”预期利好工业金属价格上行。我们预计内地地产消费复苏和电力投资保持高景气将成为2023年工业金属需求的两大核心驱动因素。
- 我们建议配置大宗的优先顺序为：贵金属>工业金属>能源>农产品。

黄金、现货铜、原铝、原油、玉米、小麦及碳酸锂价格2023年一季度表现回顾(强至弱)

品种	单位	价格*	2022年全年	2023年一季度	2023年二季度预测
伦敦现货黄金	美元/盎司	1,969.28	0.3%	8.0%	三大属性支持金价走势
LME 现货铜	美元/吨	9003.5	14.1%	7.6%	精炼铜预计由紧平衡转向缺口
LME 现货铝	美元/吨	2,376.75	16.3%	1.2%	铝价有望超预期走强
布伦特原油	美元/桶	79.77	10.5%	-7.1%	需求复苏，供给收紧
泛欧交易所玉米期货	欧元/吨	257.75	29.2%	-12.6%	极端气候持续影响阿根廷玉米生产
泛欧交易所小麦期货	欧元/吨	260.25	22.9%	-15.0%	供应趋向宽松，产量或创历史新高
电池级碳酸锂	人民币/吨	229,500	87.2%	-55.8%	海外锂价对内地出现明显溢价

- **货币属性**: 预计欧美货币政策的差别将带动2023年美元指数继续下行。
- **避险属性**: 硅谷银行及瑞士信贷事件，市场避险情绪激增。
- **投资属性**: 长端美债利率高点往往出现在美联储加息高点附近，短期或将明显回落。

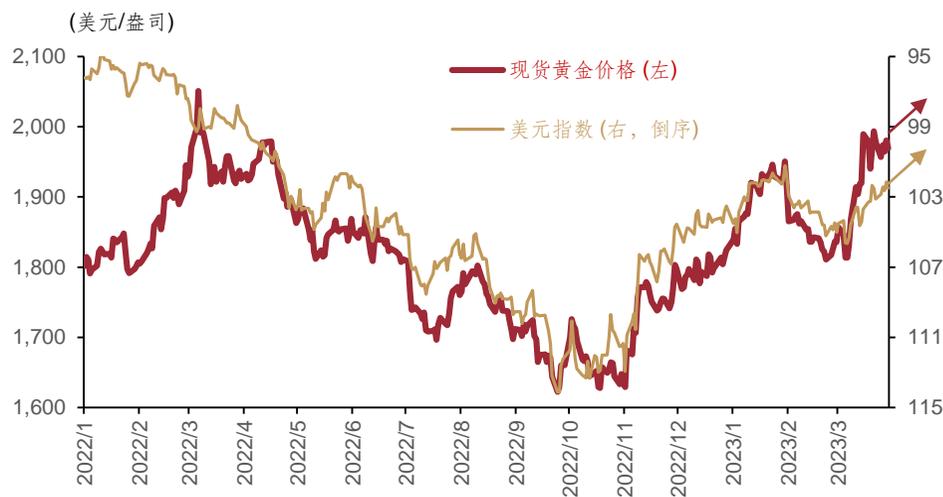
黄金的三大金融属性影响金价走势



## 黄金货币属性：欧美货币政策差将带动美元下行

- 欧央行今年3月议息会议再度加息50基点，量化紧缩计划照常，符合市场预期。另外，我们也认为欧元区发生系统性金融风险的概率较低，加上欧元区通胀形势仍然严峻，在金融风险可控的前提下，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，我们预计基准情形下欧央行将在5月至少加息25基点。
- 美联储今年3月议息会议加息25基点，但在声明中删除此前“持续加息是合适的”表述。我们预计美联储本轮加息周期或已接近尾声，5月议息会议是否继续加息取决于未来美国银行业危机的持续与否以及通胀就业数据是否显示超预期的韧性。
- 在美元指数中，欧元的比重达到57.6%，欧元走势对美元指数影响最深，因此随着美联储转向快于欧央行，欧美货币政策差将带动美元下行。
- 黄金与美元指数呈现明显的负相关性，美元不仅影响金价变动趋势，还影响金价涨跌幅度。

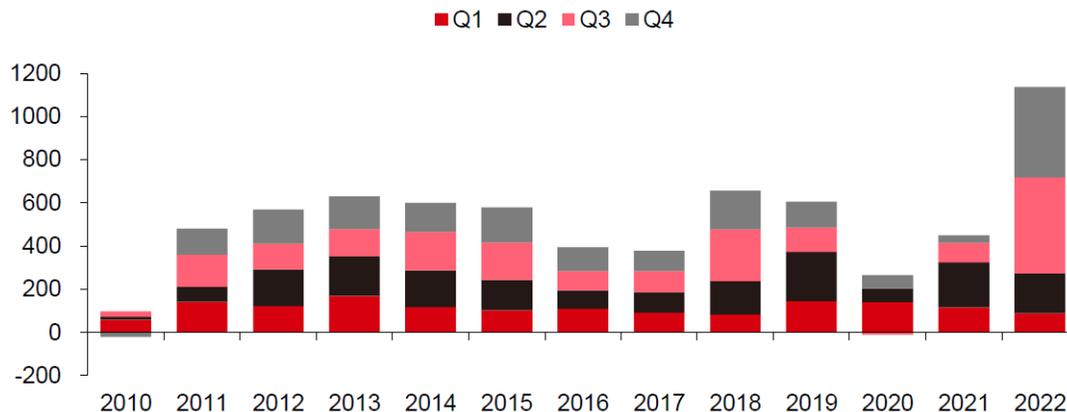
### 2022年至今黄金与美元指数走势



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

- 硅谷银行事件发生后，金融风险亦逐步蔓延至欧洲，瑞士信贷称在其2021年和2022年的财报中发现“重大缺陷”。
- 虽然瑞银在瑞士政府的策划下强行收购了瑞士信贷，美国第一公民银行亦宣布收购硅谷银行，暂时纾缓市场对银行业的信心危机，但**市场避险情绪激增，且对美联储加息预期有所弱化**。
- 据世界黄金协会，2022年四季度全球央行购入黄金417吨，单季购金量接近2021年全年的水平。**全球央行2022年购金量达到1,136吨，创下1950年以来新高**。央行购金可视作全球资管机构资产配置策略的映射，是金价上涨最有效的风向标之一，有望持续推动金价上行。
- 相较于美联储货币政策变动的不确定性，硅谷银行事件引发的避险情绪以及衰退预期对金价的支撑效应更为明确。

全球央行购金量创出新高



资料来源：世界黄金协会、中信证券

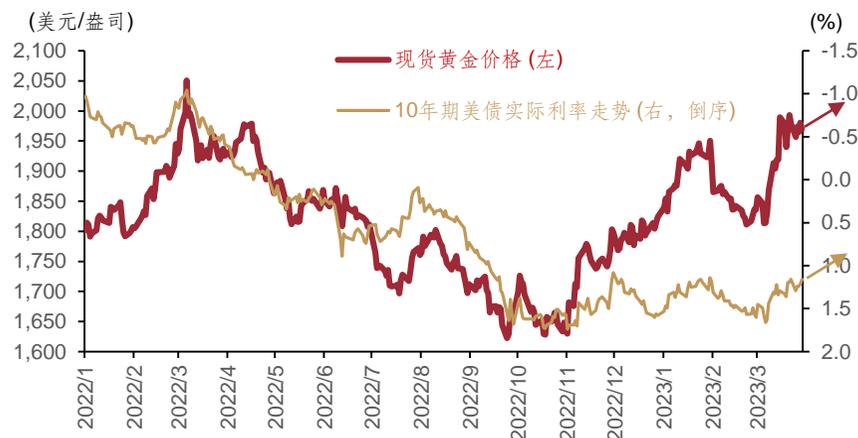
## 黄金投资属性：长端利率高点大多在加息高点附近

- 高通胀时期和避险情绪升温阶段 (经济衰退和不确定性风险事件扰动)，实际利率大多承压向下，金价则明显上涨。
- 高通胀阶段一般利用黄金保值属性对抗通胀带来的货币贬值风险；而美国经济衰退期间，黄金避险功能频频发力，其走势体现出“绝对收益低，相对收益高”的特征，配置价值凸显。整体来看，实际利率与金价呈现负相关性，黄金投资应重点关注10年期美债实际利率走势。
- 从投资属性角度看，长端美债利率高点往往出现在美联储加息高点附近 (多数时期出现在高点前)，叠加美国通胀可能已经出现拐点，在本轮加息周期或已接近尾声的预期下，**2023年初开始长端美债实际利率或将明显回落**。
- 因此预期**2023年黄金将走出温和慢涨行情**，若后续风险事件进一步蔓延，金价有望突破**2020年前高**。

### 1997年以来金价和10年期美债实际利率走势



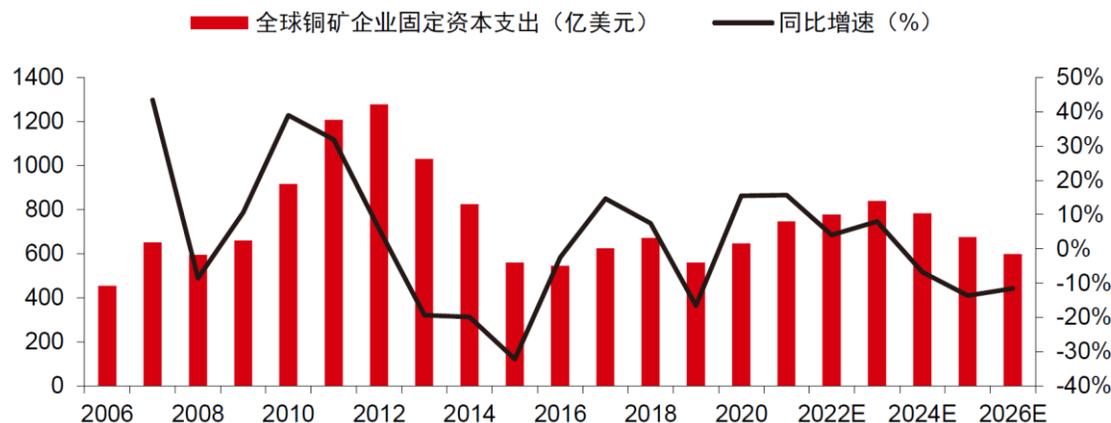
### 2022年黄金与10年期美债实际利率走势



资料来源：彭博、中信证券、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

- 随着已发现铜矿数量的增加，铜矿勘探难度持续上升。铜矿企业勘探预算大幅抬升的背景下，新发现主要铜矿资源储量反而屡创新低。增量矿山匮乏的同时，存量矿山品位呈现下滑趋势。
- 由于全球优质铜矿资源趋于匮乏，叠加历经上一轮较长下行周期后铜矿企业新增投资较为谨慎，预计本轮矿山资本开支上行周期相对温和。彭博预测，全球铜矿企业资本开支将于于**2023年达到840亿美元的本轮高点**，并于**2024-2026年再次下行**。据此我们估计，本轮资本开支高点仅为2012年资本开支高点的65.7%。
- **2023年年初以来，全球多座大型矿山遭遇扰动减产或停产**。据自由港麦克莫兰2月12日公告，位于印尼的Grasberg铜矿由于暴雨导致的洪水和泥石流停产。据第一量子2月23日公告，自2月6日巴拿马海事局禁止其铜精矿港口装卸以来，Cobre Panama铜矿仓储空间已满，被迫停产。受秘鲁政局动荡影响，多个铜矿生产经营受到严重影响。
- 据Wood Mackenzie统计数据，上述矿山2023年铜矿产能合计为163.9万吨，占全球铜矿产能的6.6%。全球铜矿生产扰动频发，短期铜矿供给增长同样存在不确定性。

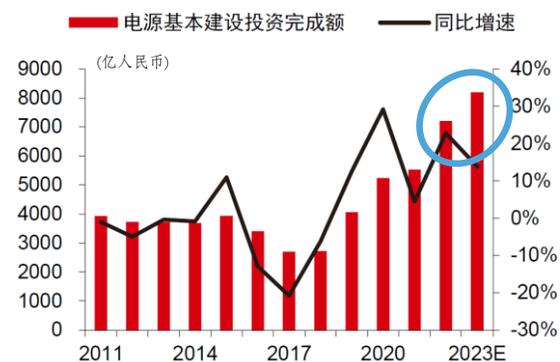
全球铜矿企业资本支出及同比增速



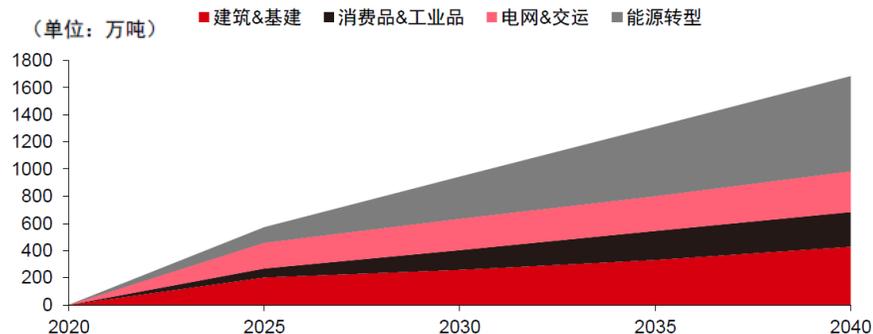
## 铜：长期铜需求增长具备高确定性

- 由于其优异的延展性、导电性、导热性和可回收性，铜是能源转型中不可或缺的关键金属，在新能源车、风力发电、光伏发电等领域得到广泛应用。在全球能源转型的大背景下，伴随着中国《“十四五”现代能源体系规划》、欧盟《REPowerEU》、美国《通胀削减法案》等政策的推出，长周期铜需求量增长具备高确定性。
- 短期看，据上海有色网数据，2022年，电力消费占中国铜消费的46.2%，为中国铜最主要的消费领域。在火电新增装机发展提速、风光新能源驶入高速发展车道、核电提速以及配套风光消纳的火电灵活性改造及抽蓄项目密集建设等因素推动下，2023年，中国电源建设投资有望达到8,200亿元（人民币，下同），同比增长13.8%。
- 据新华社资讯，国家电网有限公司于1月13日宣布2023年公司电网投资将超过5,200亿元，同比增长3.8%，再创历史新高。电源及电网投资的高速增长有助拉动铜下游消费基本盘增长。

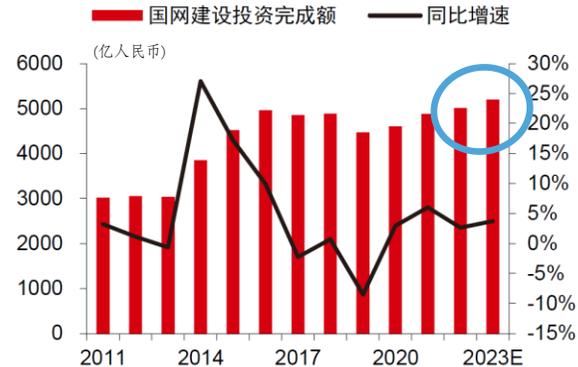
中国电源基本建设投资完成额及同比增速



2020-2040E全球铜需求量增量预测

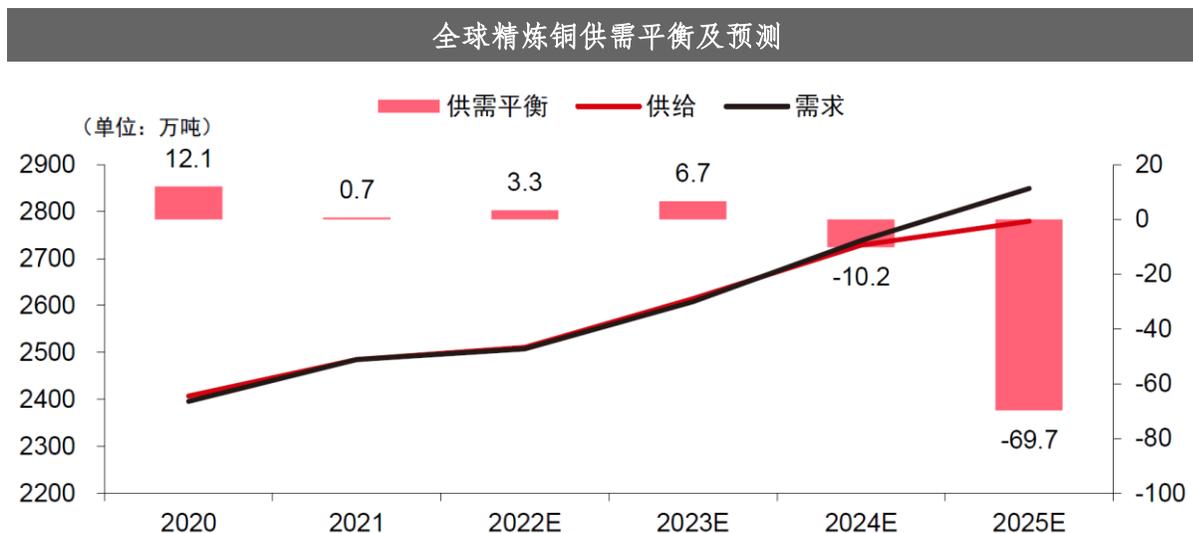


中国国家电网投资完成额及同比增速



## 铜：精炼铜2024年预计转向缺口

- 电源及电网投资的高速增长有助拉动铜下游消费基本盘增长。叠加年内铜矿供给扰动，我们预计2023年全球精炼铜需求及供给分别为2,614.3万吨和2,607.7万吨，供需平衡为+6.7万吨，呈现紧平衡态势。
- 随着铜精矿供给增速的放缓以及下游需求的持续增长，我们预计2024-2025年，全球精炼铜供给分别为2,728.1/2,779.3万吨，需求分别为2,738.3/2,849.0万吨，供需平衡分别为-10.2/-69.7万吨。
- 我们预计全球精炼铜供需平衡缺口将于2024年形成，并于2025年扩大。供需缺口扩大有望推动铜价高位运行。



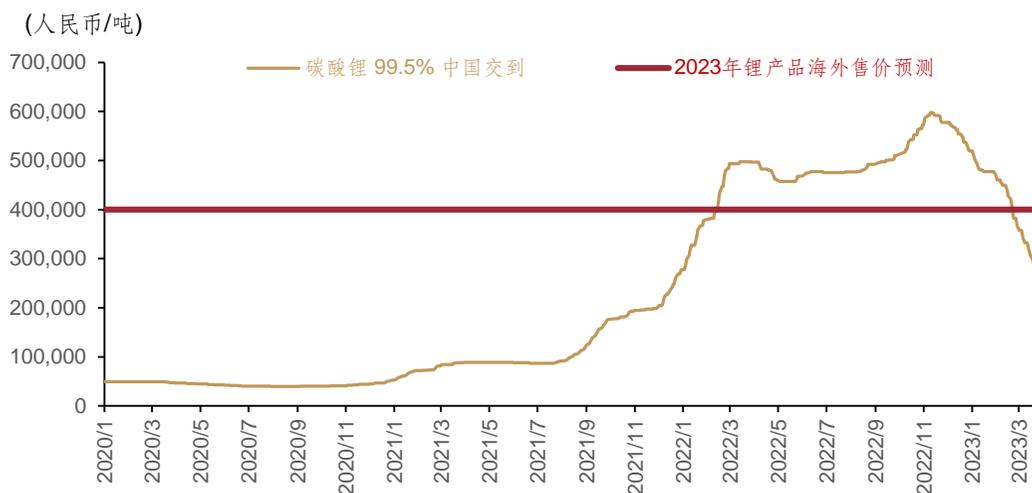
- 基于《云南省绿色能源发展“十四五”规划》，2022-2025年云南省发电量复合年均增长率为7.8%。据阿拉丁，云南省电解铝建成产能有望于2025年达到800万吨，对应耗电量达到1,080.0亿千瓦时，2022-2025年复合年均增长率为22.6%，电解铝耗电量增速远高于发电量增速。随着电力供需矛盾的深化，云南省电解铝限电限产或成常态。且频繁减产或导致企业生产稳定性下降，复产积极性不足，进一步影响产能释放。
- 2023年内地电解铝产量预计为4,140万吨，总供应量预计为4,200万吨。假设房地产行业企稳，新能源车及电力等行业对铝消费产生拉动，我们预测2023年电解铝消费量为4,179.4万吨，供需平衡为+20.6万吨，预计年内电解铝维持紧平衡状态，铝价具备上行动力。若年内减产规模扩大、复产节奏不及预期或需求增速高于预期，铝价上涨将超过预期。
- 安泰科数据显示，2022年建筑及结构用铝占铝消费比重达到35%，地产销售、竣工等多项指标回暖利好铝消费走强。长期来看，汽车轻量化以及光伏行业支撑铝消费稳健增长，供给端则由于能源保障不足呈现“扰动常态化”趋势，供给增量弹性偏低，需求复苏背景下，铝价存在较强的上行预期。
- 中信证券预计2023年铝价波动区间或将在2,200-2,500美元/吨。

2020-2023E国内电解铝供需平衡表

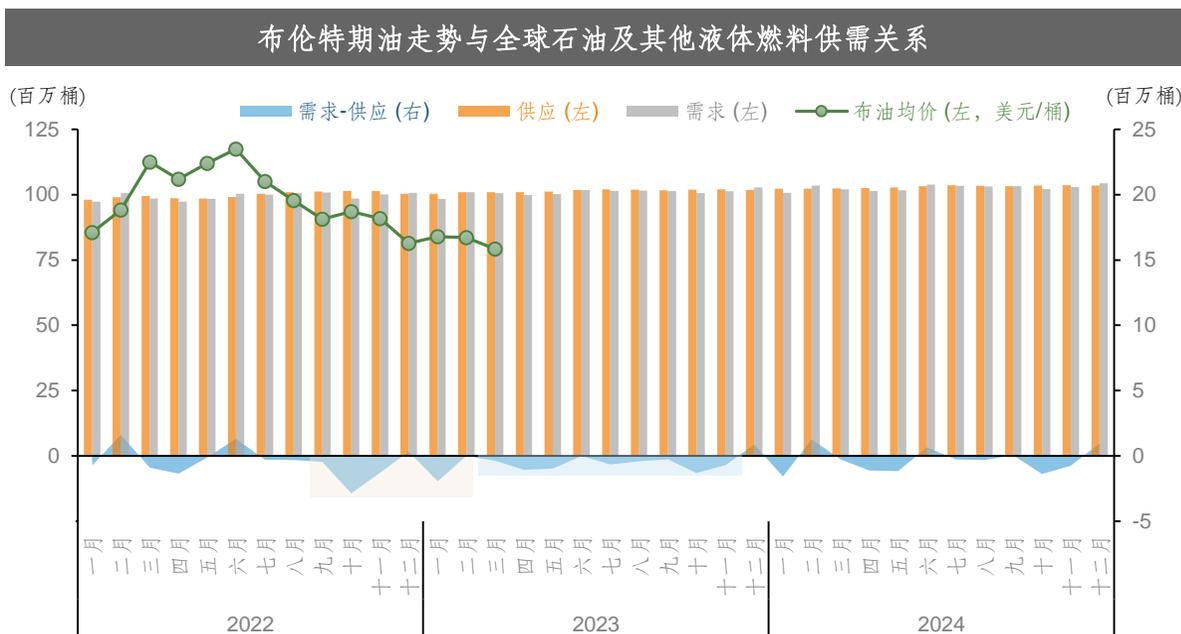
	2020	2021	2022	2023E
电解铝产量	3725.0	3896.9	4004.6	4140.0
增量	151.8	171.9	107.7	135.4
增速	4.3%	4.6%	2.8%	3.4%
原铝净进口	105.5	157.3	47.2	60.0
总供应量	3830.5	4054.2	4051.8	4200.0
消费量	3716.7	4008.4	4042.0	4179.4
增量	36.5	291.6	33.7	137.4
增速	1.0%	7.8%	0.8%	3.4%
供需平衡	113.8	45.8	9.8	20.6

- 南美部分盐湖提锂企业调整2023年的锂产品定价策略，我们测算2023年Albemarle和Livent的锂产品售价将高达6万美元/吨(约合40万元/吨)，考虑到海外锂生产企业对2023年锂价指引维持涨势，海外锂产品溢价在2023年或继续拉阔，出口窗口打开或对国内锂价形成一定支撑。
- 宜春地区整顿锂矿生产有望进一步缓解锂供应过剩的压力，加速产业链去库。随着经济复苏带动下游需求回暖，预计中游材料厂排产增加，采购补库情绪渐浓，叠加上游供给扰动加剧，锂价有望止跌，并带动锂板块反弹行情。
- 海外主要锂厂商对2023年锂价维持乐观指引，海外锂产品价格相对国内出现明显溢价，或对国内锂价形成支撑。
- 全球主要锂产地供应增长不及预期，上游供应扰动加速产业链去库，需求回暖有望带动锂价止跌。

锂价走势图



- 需求端，美国硅谷银行及欧洲瑞士信贷等风险事件引起全球市场恐慌情绪，但内地放宽防疫措施令经济活动恢复正常刺激原油需求，欧美及中国需求变化博弈加剧。
- 中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。从目前情况来看，海外机构过度杠杆行为并未像2008年那样严重，在更严格的监管下资本的质量更高、更充足，未来演绎至金融危机的概率偏低。而中国经济复苏趋势仍在延续，有望对原油需求形成一定支撑。
- 供应端，4月2日晚，OPEC多国宣布原油减产计划。沙特能源部公告称，将在OPEC+《合作宣言》框架下与一些OPEC和非OPEC国家协作，从5月至年底每天自愿减产50万桶；当天，俄罗斯副总理诺瓦克宣布将此前承诺的3-6月自愿减产延续到年底。多国减产及减产量均超预期，供应端收紧有望支撑油价。
- 短期看，预期布伦特油价将在80-90美元/桶震荡；长期看，我们维持认为当前国际政治环境及供需格局支撑油价在历史高位，布伦特油价有望维持70-90美元/桶的宽幅震荡。



- 供应方面，阿根廷内陆大部分地区正遭遇持续高温少雨天气，且覆盖大部分玉米主产区，已严重影响阿根廷玉米等作物生产。据USDA预测，阿根廷玉米产量预期为4,000万吨，环比下降14.89%，同比下降19.19%，阿根廷玉米2022/23年度同比减产幅度已超巴西增产幅度。
- 需求方面，今年3月USDA下调全球2022/23年度玉米消费预期562万吨至11.57亿吨，同比减少3.9%，其中埃及、东南亚等地区玉米消费小幅下调。
- 贸易方面，乌克兰谷物贸易逐渐恢复，阿根廷玉米出口大幅降低。本月报告中，USDA下调2022/23年度阿根廷玉米出口预期，上调乌克兰出口预期。《黑海谷物倡议》自2022年11月19日延期120天以来，在增加乌克兰粮食出口、缓解国际粮食价格压力方面发挥了重要作用。不过，黑海谷物协议虽然于3月18日再度延长，但根据规定，协议应该延长120天，但俄罗斯说只延长一半的时间，为未来供应增加变数。
- 据USDA最新预测，2022/23年度全球玉米产需缺口缩小，为923万吨，环比上月减少16.17%。但库存消费比预期将维持25.6%底部水平。
- 我们预计，2023年全球玉米供应偏紧格局仍将持续，支撑国际玉米现货价格维持相对高位水平。

全球玉米供需平衡表(百万吨)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E (2月预测)	2022/23E (3月预测)	月度变化	同比
期初库存	352.16	340.76	322.37	307.41	292.84	306.28	305.69	-0.59	4.4%
产量	1,080.02	1,123.37	1,119.71	1,129.50	1,216.00	1,151.36	1,147.52	-3.84	-5.6%
进口	149.96	164.42	167.76	184.94	184.50	177.00	174.48	-2.52	-5.4%
消费	1,090.45	1,144.29	1,135.79	1,144.08	1,202.55	1,162.37	1,156.75	-5.62	-3.9%
饲料消费	672.39	703.43	715.77	723.98	749.84	729.14	726.98	-2.16	-3.0%
出口	148.19	181.73	172.33	182.70	204.73	181.07	174.71	-6.36	-15.1%
期末库存	341.72	319.84	306.29	292.84	306.28	295.28	296.46	1.18	-3.0%
库消比	31.3%	28.0%	27.0%	25.6%	25.5%	25.4%	25.6%	0.2%	0.2%

## 小麦: 供应趋向宽松, 产量或创历史新高

- USDA於今年3月上调全球小麦产量、消费量和贸易量预期, 小幅下调库存量预期。2022/23年度的全球小麦供需展望是供应、消费和贸易增加, 期末库存下降。
- 供应方面, 多国外小麦产量预期上调, 全球产量或创历史新高。其中, 澳大利亚、巴西、哈萨克斯坦2022/23年度小麦产量预期上调。
- 3月USDA将2022/23年度全球消费量预期上调203万吨, 达到7.93亿, 主要原因是印度食品、种子和工业用量预期增加, 哈萨克斯坦食用需求增加。得益于供应和需求的增加, 据USDA预测, 2022/23年度全球小麦出口量增加98万吨至2.14亿吨, 同比增长5.5%。
- 整体来看, 产需缺口预期再缩小, 供需趋向宽松。据USDA最新预测, 2022/23年度全球小麦供应和消费预期继续上调, 本月预测中, 全球小麦产需缺口预测缩小311万吨至425万吨, 产需缺口缩小但仍然存在。
- 当前, 北半球各主产国外小麦长势较好, 我们预计, 2022/23年度全球小麦供应预期修复, 供需趋向宽松, 预计2023年国际小麦价格或将延续震荡下行势。

全球小麦供需平衡表(百万吨)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E (2月预测)	2022/23E (3月预测)	月度变化	同比
期初库存	262.72	287.97	280.71	298.22	290.06	276.70	271.45	-5.25	-4.7%
产量	762.31	730.90	762.20	774.55	779.33	783.80	788.94	5.14	1.2%
进口	180.03	171.12	188.17	194.78	199.23	207.09	208.41	1.32	4.6%
消费	742.31	734.75	746.93	782.71	792.69	791.16	793.19	2.03	0.1%
饲料消费	146.50	139.20	139.20	157.90	160.29	157.76	158.50	0.74	-1.1%
出口	182.47	173.67	194.35	203.33	202.86	212.95	213.93	0.98	5.5%
期末库存	282.73	284.11	295.98	290.06	276.70	269.34	267.20	-2.14	-1.6%
库消比	38.1%	38.7%	39.6%	37.1%	34.9%	34.0%	33.7%	0.00	-0.6%

- 预计2023年二季度价格强弱由高到低依次为：

 强       弱	黄金	三大属性支持金价走势
	铜	精炼铜预计由紧平衡转向缺口
	铝	波动区间或将在 <b>2,200-2,500</b> 美元/吨
	锂	海外锂价对内地出现明显溢价
	原油	需求复苏，供给收紧
	玉米	极端气候持续影响阿根廷玉米生产
	小麦	供应趋向宽松，产量或创历史新高

2023年一季度，外汇市场表现反复。2月因美国公布1月通胀回落节奏变缓，整体CPI环比反弹，令市场一度猜测美联储或需再加大力度加息以压制通胀，刺激美元指数反弹。

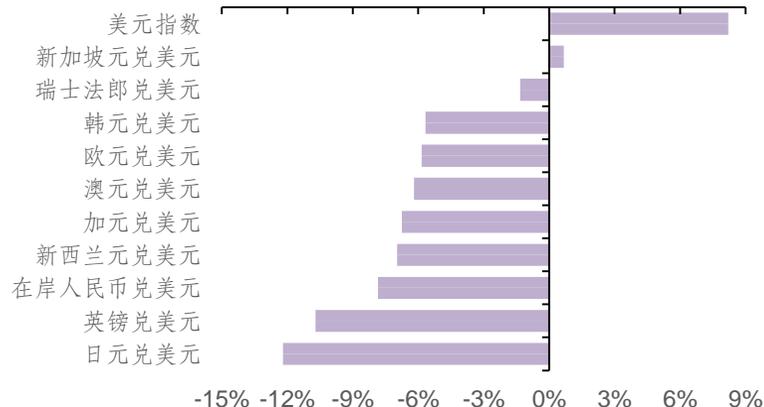
不过，硅谷银行事件暴露了美国中小型银行在紧缩周期流动性缺乏、资产端承压的风险，美国加息预期再度降温，美元指数于3月触顶回落，一季度均价接近我们年初预测的103。

整体而言，美元已成强弩之末，非美货币底部已過。

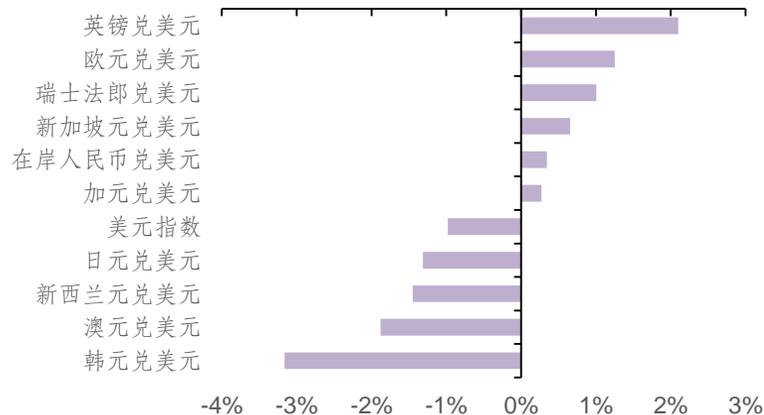
展望2023年余下时间，我们预期：

- 人民币：人民币资产有望成为避险资产
- 日元：若退出YCC将有助于利率上升
- 英镑：经济活动相对预期有所改善
- 欧元：当前美欧利差已经见顶
- 美元：硅谷银行事件令加息预期降温

2022年全年外汇表现



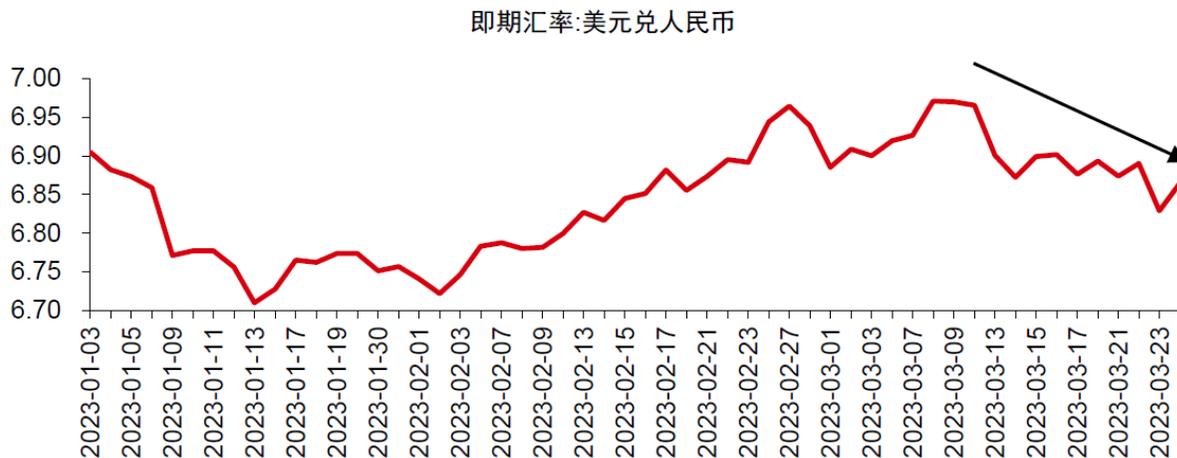
2023年一季度外汇表现



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

- 近期，美国和欧洲的银行接连出险，海外金融市场波动加剧。海外银行风险事件对于海外流动性紧缩预期、市场风险偏好的影响，或都凸显了人民币资产的配置价值，利好人民币汇率。
- 流动性维度，风险事件或促使美联储未来加息更为谨慎，市场紧缩预期的调整使得美元指数和10年期美债利率下行，人民币面临的外部压力趋缓。
- 市场风险偏好维度，此次银行风险事件的范围集中于欧美两地，对于内地的金融体系影响有限。
- 避险情绪驱动下，人民币资产或有望成为避险资产，获得外资青睐，这同样对人民币汇率形成一定支撑。人民币汇率自3月中旬以来的偏强运行也在一定程度上印证了上述观点。

人民币汇率自3月中旬以来偏强运行

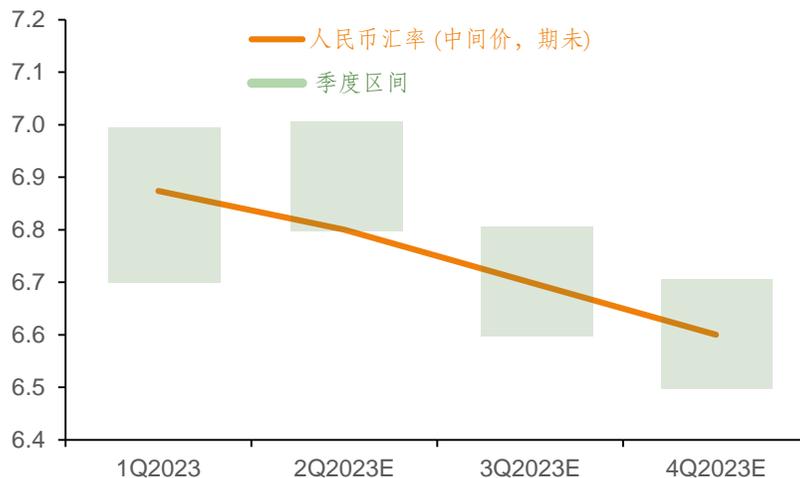


资料来源：Wind、中信证券

## 人民币：预计2023年逐季缓慢升值

- 美元兑人民币在今年2月和3月的走势与美元指数的宽幅波动一致。虽然经济领先指标表现强劲，例如PMI和社会融资总额增长皆证实内地经济活动回升，但股票市场的外资流入失去动力，沪股通北向资金流入在1月之后几乎停滞。
- 我们认为这反映出投资者可能对中国增长复苏的广度和可持续性缺乏信心。关键的抑制因素是房地产行业的改善相对缓慢，这反映在最新信贷数据中的中长期家庭贷款增长乏力。此外，政府工作报告中公布的**5% GDP**增长目标和占**GDP 3%**的财政赤字亦令市场失望，对中国资产的短期情绪构成压力。
- 不过，3月中以来陆股通的北向净流入有回暖迹象。我们仍然乐观认为中国相对温和的增长和通胀形势，以及人民币对外部风险情绪的低贝塔值，将导致人民币在近期全球市场波动中保持弹性。
- 美元指数拐点在2022年已明确，预计2023年整体趋弱。预计**2023年**中国向上、美国向下的经济周期错位在**2023年**二季度后日益明显。
- 基本面相对优势支撑下，中信证券预计人民币汇率在二季度将由稳转强，逐季缓慢升值，全年区间在**6.5~7.1**。

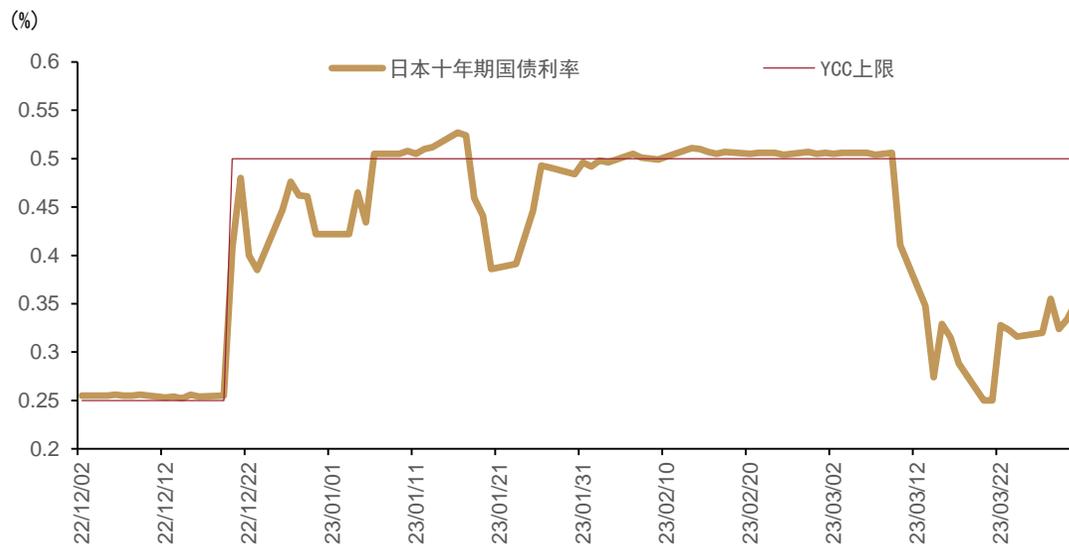
2023年美元兑在岸人民币汇率走势预测



## 日元: 预料退出YCC将有助于利率上升

- 2023年3月10日，日本央行公布利率决议。日本央行维持政策利率在-0.1%不变，维持10年期日本国债收益率目标在0%左右，符合市场预期。
- 日本众议院及参议院分别在3月9日及3月10日批准由经济学者植田和男担任下届日本央行行长。植田和男4月9日上任，他指央行会继续推行大规模货币宽松政策，但同时会顾及包括利率形成机制扭曲在内的副作用。
- 我们认为植田上任后带领日银调整异次元宽松货币政策的可能性较大。日银可能先从修改前瞻指引入手，我们预计前瞻指引的调整最快在今年6月或7月的货币政策会议上就会发生，预计日本YCC (收益率曲线控制) 的退出将快速且彻底。
- 去年12月，日本央行大幅修改YCC政策，将十年期日本国债收益率目标区间从±0.25%上调至±0.50%左右，很快债券收益率已逼近了区间上限。预料YCC的退出将有助于利率上升，支持日元汇价。
- 跟据中信里昂今年3月尾的预测，2023年底美元兑日元将回落至127水平。

日本十年期国债利率走势



资料来源: 彭博、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

## 英镑: 经济活动相对预期有所改善

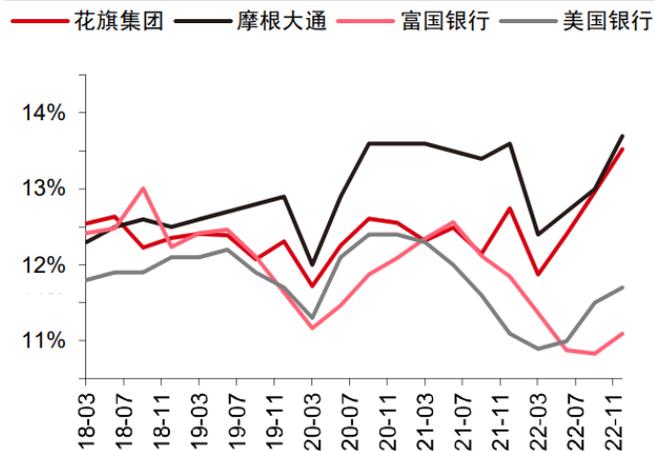
- 即使近期风险环境充满挑战，但在考虑外部和英国国内环境下，我们仍维持看涨英镑。
- 全球利率快将见顶的可能性应该有助于风险偏好触底反弹。全球增长动力一直在改善，为英镑这种仍被低估且对风险敏感度较高的货币提供了良好的支持因素。
- 英国国家统计局公布**2022年四季度GDP终值同比增长0.6%，好过预期的0.4%；环比则增长0.1%，好过预期的零增长；2月CPI同比上涨至10.4%，高于市场预期**。英国经济活动相对于预期有所改善，通胀下降速度慢于预期，我们认为这种环境对英镑有利。此前比英国央行更加强硬的其他央行(美联储、欧央行)可能不得不在政策上做出更大的转向，这将使英镑在一定程度上免受全球利率重新定价的影响。
- 虽然英国的国际收支平衡表仍然不稳定，在去年12月大幅飙升后，今年1月英国国债市场出现大量资金流出。然而，贸易逆差趋势仍然有望改善，表明英国经济的再平衡仍在继续，因此英镑过度弱势不再合理。
- 跟据中信里昂今年3月尾的预测，**2023年底英镑兑美元将升至1.28，兑欧元则约持平于至1.14附近**。



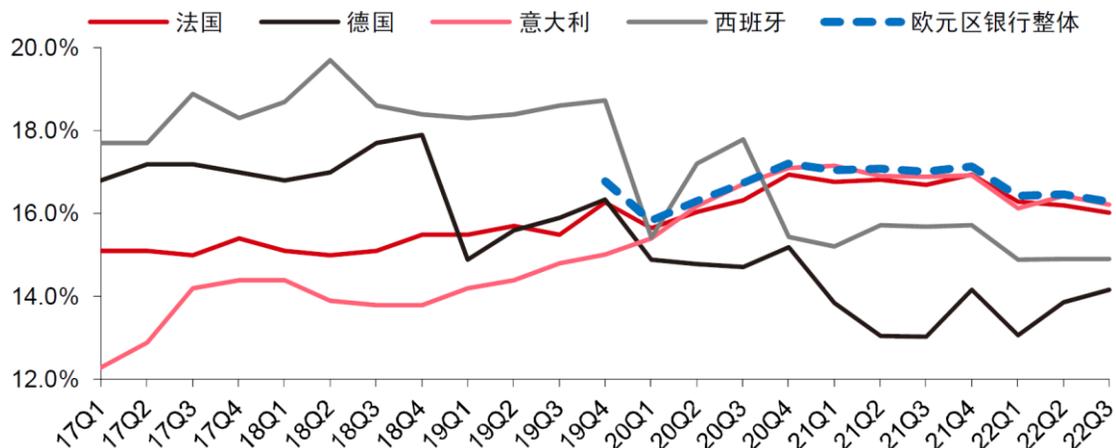
## 欧元：欧元区的通胀形势比美国更严峻

- 欧央行今年3月议息会议再度加息50基点，量化紧缩计划照常，符合市场预期。虽然欧元区总体调和消费者物价指数 (HICP) 同比读数已在去年11月出现拐点，但**核心HICP同比读数仍在走高、且在今年1月与2月的读数均超预期，欧元区的通胀形势比美国更严峻**。在劳动力市场持续紧俏的宏观背景下，欧元区薪资增长的惯性或仍在持续，成为妨碍欧元区通胀进一步回落的阻力。
- 3月19日，瑞银 (UBS) 宣布收购瑞信，银行危机对市场风险偏好的扰动已经阶段性修复。**截至2022年三季度末，欧元区银行整体的一级资本充足率高达16.3%，远优于美国**。欧央行对欧元区银行体系充满信心，我们认为欧元区发生系统性金融风险的概率较低，但也应留意发生尾部风险的可能性。
- 欧元区的通胀黏性仍强，在金融风险可控的前提下，欧央行可能仍需继续加息以抑制通胀，我们预计**基准情形下欧央行将在今年5月至少加息25基点**。

美国四大银行的一级资本充足率



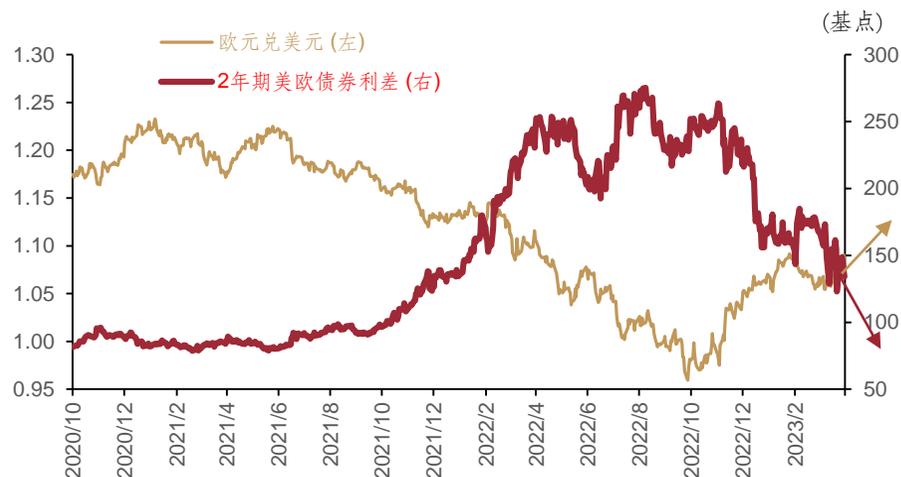
欧元区银行一级资本充足率



## 欧元：当前美欧利差已经见顶

- 从货币政策看，欧美央行在加息终点距离与时间上的差异可能意味着当前美欧利差已经见顶，欧元在2023年加息接近尾声时可以相对升值。
- 从经济基本面看，美国**2023年**进入衰退后欧美经济基本面差距将缩窄，美元的支撑动力可能相对减弱，而在能源价格不再大幅上升的基准假设下，欧央行停止加息后有可能促进欧元区经济修复，反而有可能为欧元形成支撑。
- 跟据中信里昂今年**3月尾**的预测，**2023年底**欧元兑美元将升至**1.12**。

欧元与美欧债券利差走势关系

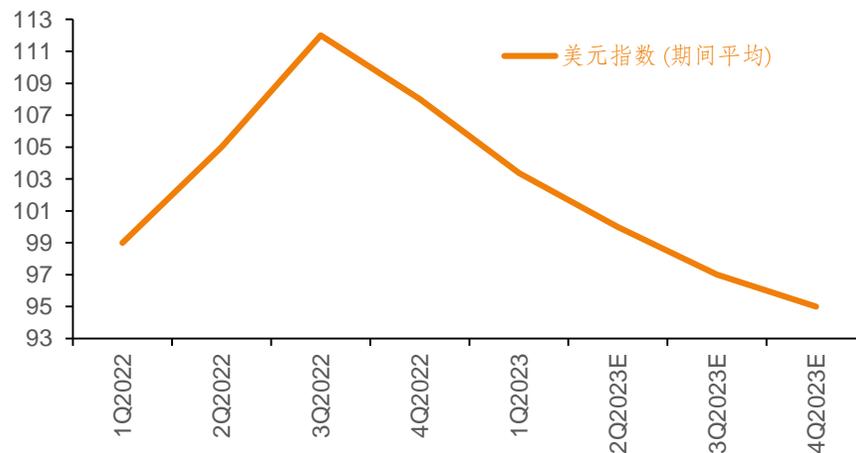


资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 截至31/3/2023

## 美元：强势周期拐点已现

- 今年2月以来，美国加息预期出现反复，美元指数一度反弹。但**硅谷银行事件**暴露了美国中小型银行在**紧缩周期流动性缺乏、资产端承压**的风险，**美联储加息预期降温**。美联储3月议息会议加息25基点，但在声明中删除此前“持续加息是合适的”表述。
- 从议息会议声明和鲍威尔的表态看，美联储本轮加息周期或已接近尾声，5月议息会议是否继续加息取决于未来美国银行业危机的持续与否以及通胀就业数据是否显示超预期的韧性。
- 另外，由于美元指数中欧元的权重占比接近**60%**，美元指数的走势更多取决于美欧利差，尤其是美欧货币政策的差异。随着欧央行加息幅度跟进，预计美欧利差2023年可能收窄。
- 中信证券预计美元指数**2023年四季度均价回落至95**。

2023年美元指数走势预测



货币	今年二至四季度预测	今年二季度预测	走势分析
人民币			预计在二季度将由稳转强，逐季缓慢升值至年末高位 <b>6.5</b>
日元			预测年底美元兑日元将回落至 <b>127</b>
英镑			预测年底英镑兑美元将升至 <b>1.28</b>
欧元			预测年底欧元兑美元将升至 <b>1.12</b>
美元			美元指数预计四季度均价回落至 <b>95</b>



债券

	收益率 (%)	指数涨跌幅 (%)							2018至今 最大回撤 (%)
		2023 Q1	2022	2021	2020	2019	2018	2018-2022年化	
新兴市场政府债 (美元)	NA	<b>3.92</b>	-10.18	-9.23	3.46	10.14	-6.90	-2.86	25.90
新兴市场本币政府债	4.28	<b>2.80</b>	-8.44	-1.59	5.34	9.47	-3.40	0.07	17.20
美国投资级	5.41	<b>2.47</b>	-14.34	-0.98	9.63	12.98	-1.79	0.63	20.20
中资美元债投资级	5.65	<b>2.17</b>	-10.11	-0.11	6.57	10.17	0.47	1.16	16.00
中资美元债	7.49	<b>1.93</b>	-12.18	-6.58	6.72	10.82	-0.75	-0.75	25.10
美国高收益企业债	9.04	<b>1.84</b>	-11.27	5.02	6.78	14.47	-2.17	2.19	21.00
中国境内企业债 (人民币)	3.41	<b>1.19</b>	2.63	5.19	3.31	5.26	8.87	5.03	1.53
中国境内债 (人民币)	2.89	<b>0.81</b>	3.40	5.65	3.06	4.86	9.17	5.21	3.23
中资美元债 - 房地产	NA	<b>0.74</b>	-28.77	-27.61	8.00	13.72	-2.21	-9.14	68.00
中资美元债高收益	18.91	<b>0.23</b>	-22.47	-26.34	7.52	12.72	-4.18	-7.89	59.50
应急可转债 (美元)	13.10	<b>-12.58</b>	-10.53	5.35	7.85	20.07	-3.09	3.41	28.10

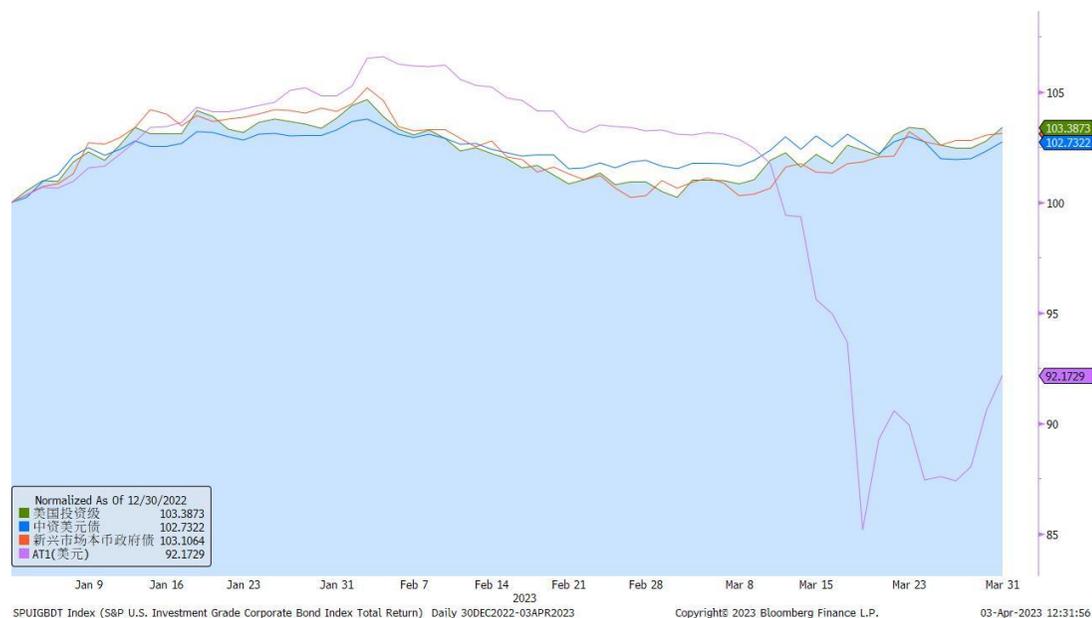
应急可转债 (美元): 彭博巴克莱西欧应急可转债USD总回报指数; 美国高收益企业债: S&P美国高收益企业债总回报指数; 美国投资级企业债: S&P美国投资级企业债总回报指数; 新兴市场政府债 (美元): J.P.Morgan新兴市场政府债指数; 中资美元债高收益: 彭博巴克莱中国高收益美元债指数; 中资美元债投资级: 彭博巴克莱中国投资级美元债指数; 中资美元债-房地产: Markit iBoxx中国房地产美元债总回报指数; 中资美元债: 彭博巴克莱中国美元债指数; 中国境内企业债: 彭博巴克莱中国人民币企业债总回报指数; 中国境内债: 彭博巴克莱中国人民币债总回报指数; 新兴市场本币政府债: 彭博新兴市场本币政府债指数

- 一季度以来，全球债券市场整体先扬后抑但仍然保持正回报。进入二季度，美国加息步调、欧美银行业危机的外溢风险、美国经济状况将成为影响基准利率的主导因素。美联储面临经济金融和通胀难以兼顾的两难抉择，是否继续加息需关注银行业冲击导致美国信贷紧缩、市场恐慌的风险、就业以及通胀数据，存在5月将不再加息的可能性，年内停止加息的概率较大。美债利率将在数据拉扯下波动，但年内下行趋势相对确定，利好债券表现。

## 2023年重点推荐债券板块：

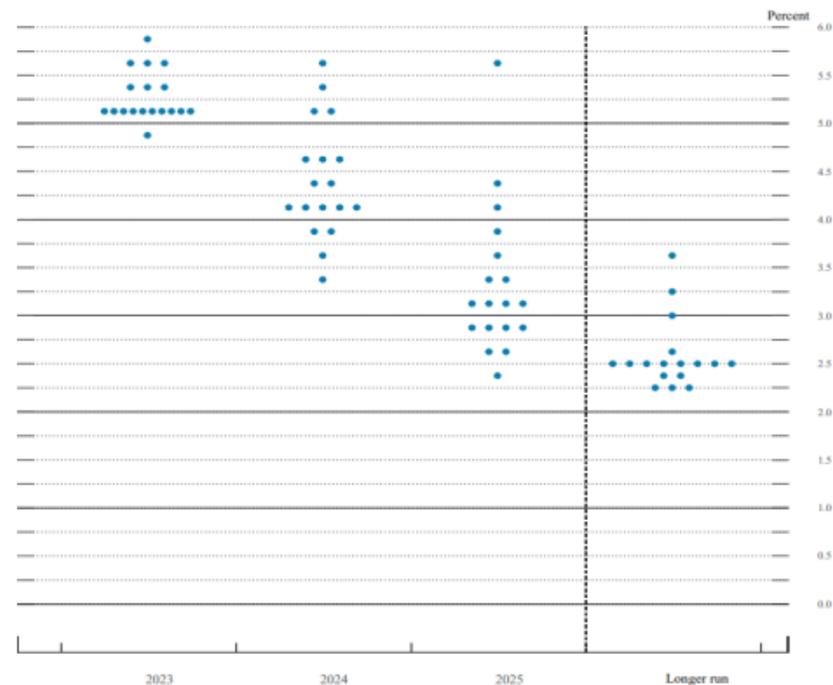
- 美国国债 - 维持推荐
- 亚洲投资级别美元债 - 维持推荐
- 新兴市场本币债 - 推荐转为中性

2023年一季度主要债券市场走势图



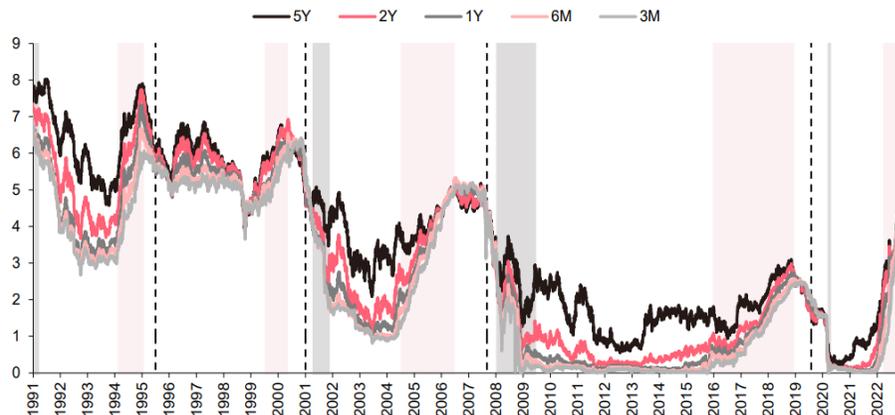
- 3月议息会议上，美联储上调联邦基金利率 25bps 至 4.75%-5.00%，该决定全票通过。货币政策立场方面，美联储对于适当的加息节奏的表述有所转变，反映出加息或临近落幕。声明中“目标范围的持续上调将是适当的”这一表述被替换为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，表明美联储加息或临近结束。此外，美联储新增“委员会将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响”表述，反映出美联储路径存在不确定性，美联储需继续观察美国银行事件对于货币政策的影响。
- 点阵图显示此次加息路径的预测相较2022年12月的预测变动较小，加息终点水平(中位数预测水平)仍维持在5.0%-5.25%。点阵图显示18名委员中17人认为2023年年底政策利率水平不低于5%，14人认为2024年年底政策利率水平不低于4%，2025年年底政策利率中位数水平仍然为3.0%-3.25%。点阵图表示2023年美联储或将继续加息25bps，并且降息将发生在2024年，降息幅度预测与2022年12月点阵图预测幅度一致，为75-100bps。

2023年3月美联储政策利率预测



- **一季度表现：**一季度，2年期美债利率下行40bps，10年期下行41bps。1-3年期美债总回报1.59%，10年期以上美债总回报6.17%。
- **投资建议：**议息会议当天，2年期美债利率较纽约开盘时跌超过30bps，反应市场对于美联储议息会议的解读相当鸽派。但事实情况是，鲍威尔此次新闻发布会上表示银行危机可能只会产生适度的影响，但其将导致信贷条件更为紧缩，这可以替代加息，同时也表示降息并不是基准情形。由于银行业风险事件的影响，预计美联储紧缩将更为谨慎，需密切关注未来美国金融体系流动性情况以及信贷收缩情况。同时，未来降息或由经济恶化或信贷紧缩超预期触发，但经济短期仍具有韧性，市场降息预期或 price in 过多。5月是否加息需关注银行业冲击导致美国信贷紧缩、市场恐慌的风险、就业以及通胀数据，存在5月将不再加息的可能性。由于未来仍存在风险事件产生、通胀下行不及预期、美国就业市场超预期强劲的可能性，因而美债利率或宽幅震荡。
- 我们认为现在的美债利率所反应的加息/降息预期和美联储的指引有较大差距，市场可能对于降息情形过于乐观，未来若通胀数据下行不及预期、就业市场超预期强劲，则会改变市场对于降息的预期，美债利率存在回升的风险。另外，银行业风险事件造成不确定性增大，美债利率波动性上涨。虽然我们仍然认为年内美债利率下行趋势较为确定，但短期波动性加大，当前择时尤为重要，可逢低配置。

中短期美债利率高点往往出现在加息停止时点附近 (%)



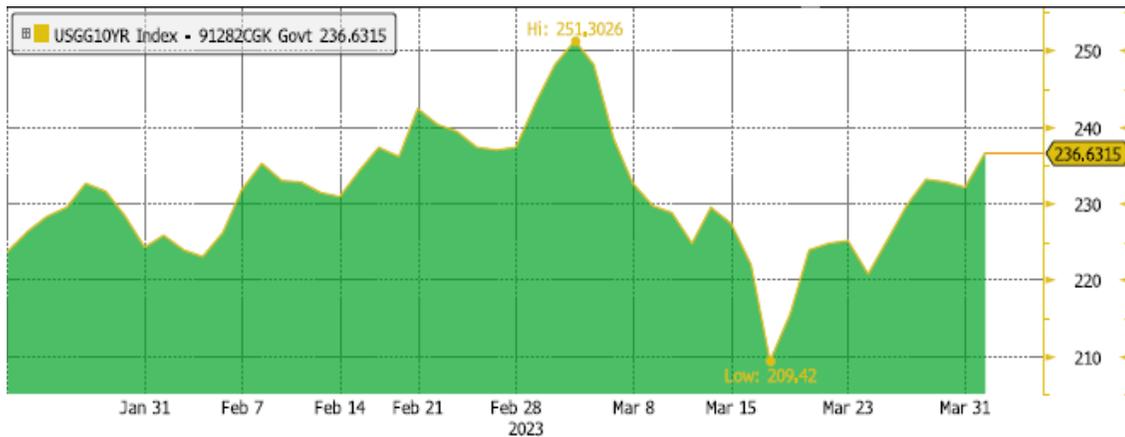
注：粉丝阴影未加息周期，黑丝竖线为降息时点

美联储点阵图路径与市场预测路径的区别



资料来源：彭博，CICC

美国10年期盈亏平衡通胀率



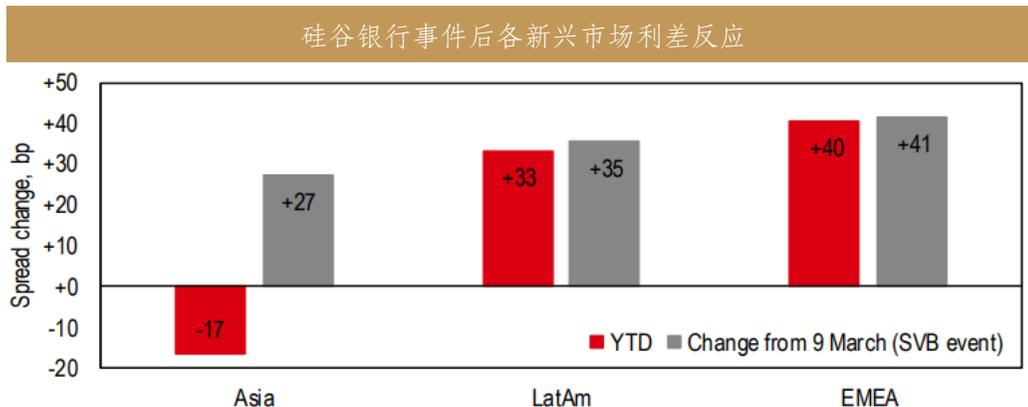
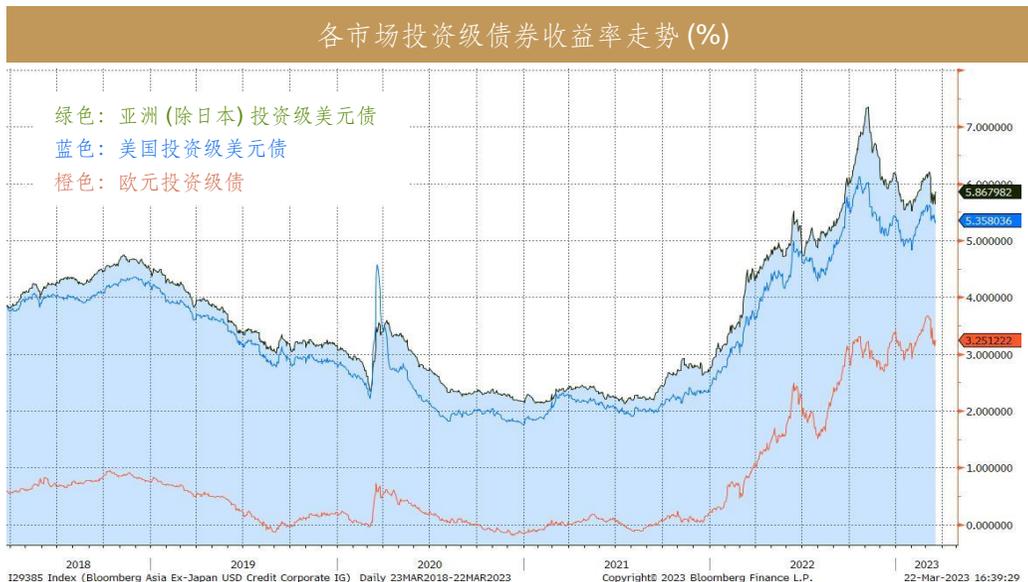
- 现时由名义国债收益率和TIPS所代表的实际利率之差所体现的10年盈亏平衡通胀率为约2.3%，远低于当前美国的通胀率。美国通胀虽然已见顶，但根据我们的预测，要回落至2%左右水平仍需较长时间，当前盈亏平衡通胀率低估了未来的通胀风险，TIPS目前的估值水平偏低，提供了不错的买入时机。

CPI预测

	2022E	2023F	2024F	Chg in last qtr		vs consensus	
				2023	2024	2023	2024
USA <sup>1</sup>	6.3	3.7	2.2	0.3	(0.1)	0.1	(0.1)
Eurozone	8.4	5.9	2.2	0.5	0.2	0.2	(0.2)
Japan	2.6	2.5	1.5	0.9	2.0	0.3	0.3
Australia	6.6	5.9	3.6	1.0	0.3	0.5	0.5
China	2.1	2.5	2.2	0.7	(0.4)	0.2	(0.1)
Hong Kong	1.9	2.4	2.1	0.7	0.2	0.0	(0.1)
India <sup>2</sup>	6.7	5.5	5.5	0.0	0.0	0.3	0.8
Indonesia	4.2	3.8	3.4	0.2	(0.3)	(0.2)	0.4
Korea	5.1	3.2	1.5	0.2	0.5	(0.2)	(0.5)
Malaysia	3.4	3.4	2.8	0.1	0.2	0.4	0.5
Philippines	5.8	6.4	3.4	2.0	0.0	1.0	0.2
Singapore	6.1	5.6	2.7	0.1	0.2	0.9	(0.1)
Taiwan	2.9	1.5	1.1	0.0	0.3	(0.4)	(0.5)
Thailand	6.1	3.0	3.4	0.0	0.3	0.2	1.6
Vietnam	3.2	3.2	3.4	0.3	0.4	(0.6)	0.2

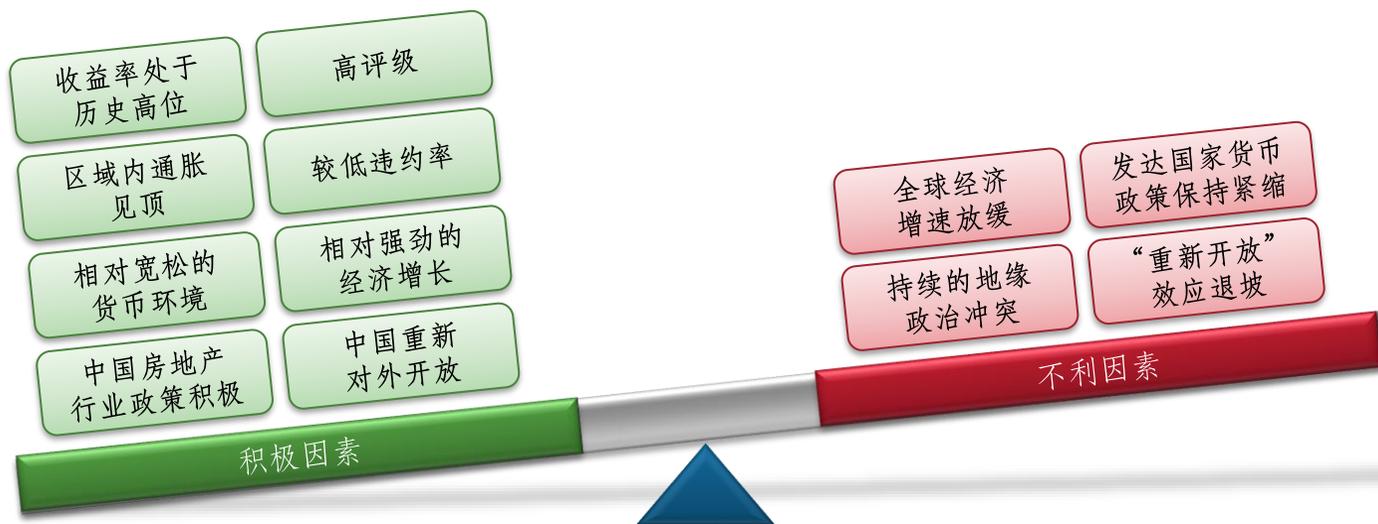
<sup>1</sup> PCE deflator, <sup>2</sup> Fiscal year starting April of captioned calendar year. Source: CLSA, CEIC, Bloomberg

- 一季度表现：**亚洲（除日本）投资级别美元债指数一季度涨2.16%，信用利差年初至2月底收窄，三月伴随欧美银行风险事件走阔。平均收益率由2022年底6%以上跌至5.8%。
- 估值吸引：**亚洲美元债的收益率水平处历史高位，估值具备较强吸引力。虽然亚洲投资级别美元债平均到期收益率在一季度有所下行，仍远高于长期平均3.5%的水平，也高于2018年加息周期中的高点。在拥有较高的收益率的同时，亚洲投资级别美元债的信用质量也非常高，平均信用评级为“A”，并且拥有大量金融和政府相关主体发行人发行的短久期债券。
- 基本面顺风：**2023年，中国防疫政策逐步放松，房地产政策积极调整，经济增长将显著提速，亚洲国家将更加受益于中国的重新开放政策。同时，亚洲国家也将受益于外部金融环境好转，货币政策宽松操作可能再现。
- 受外部波动影响小：**欧美国家紧缩货币政策对于经济的负面影响开始逐渐显露，相比于其他新兴市场国家，受益于高质量和短久期的债券市场结构，亚洲受外部宏观冲击的影响相对较小。



## 四大策略

- 哑铃策略：短年期投资级债 + 长年期、低现金价格债
- 投资级别中国房地产债
- 高票息递升机制的企业永续债
- 香港无评级债

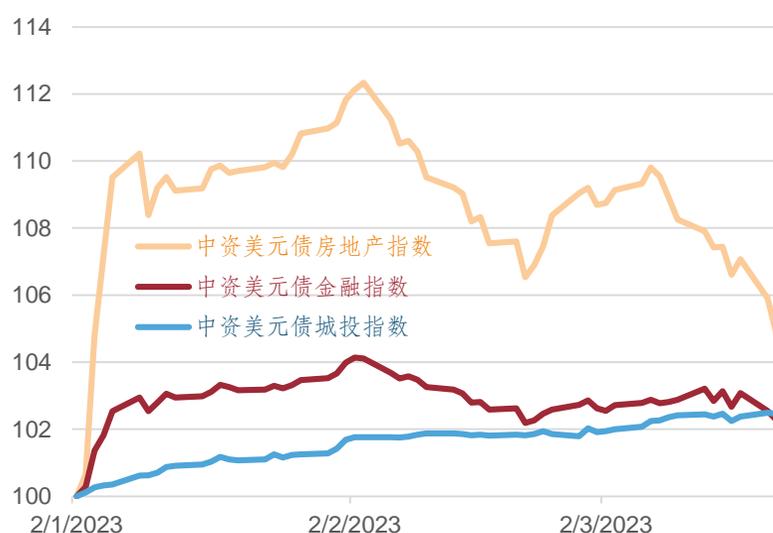


- 年初至今，Markit iBoxx投资级中资美元债指数+2.02%， Markit iBoxx高收益指数+3.52；按行业分类， Markit iBoxx中资美元债金融指数+2.27%， Markit iBoxx房地产指数+4.84%， Markit iBoxx城投指数2.46%。整体表现来看，高收益>投资级，房地产>城投>金融。
- 年初，市场对全球央行加息周期见顶预期强烈，美债利率平稳下行，叠加中国重新开放的利好因素影响，中资美元债一月份显著上行，指数升幅约4%。二月初开始，美国一系列经济、通胀、就业市场数据超预期，重新点燃了市场关于美联储或继续强势加息、终点利率将更高且更久的预期，美债利率快速大幅上行，2年期利率曾站上5%，10年期也突破4%，中资美元债涨幅也被快速抹去，截至2月末，仅涨2%。三月，伴随欧美银行业风险事件频发，市场对美联储加息路径再次调整，更多资金流向无风险资产，美债利率急速下行，2年期从5%以上跳水至3.8%，基准利率走强，信用利差走阔，中资美元债再次温和上涨。

中资美元债指数表现



中资美元债行业指数表现



- **2023**年以来，政策支持房地产行业的力度继续加强，行业与个体基本面正处于修复途中，信用风险加速出清。今年以来各地继续出台房地产支持政策，一线城市及热点城市商品房销售回暖，有望自上而下带动其余城市销售继续升温，从而促进行业修复。同时随着复工复产推进和购房者信心恢复，销售数据料将保持修复趋势，房地产行业康复的确定性在逐渐提升。一级市场方面，地产债破冰，万达商业1月发行4亿美元高级无抵押债券，息票率11%，但地产债一季度净融资仍然为负；二级市场方面，**2023**年以来地产整体随市场走牛，具体表现为1月份在政策利好和重新开放政策刺激下整体大幅上涨，随后随个别主体新闻震荡，不同名字表现不一，但投资级、国企名字反弹至高位后保持稳定，高收益名字波动较大。
- **市场对民企仍有担忧，尾部风险发散。**2022年11月以来房地产行业支持性政策持续出台后，市场信心得到提振，但尾部信用风险仍在演绎，受困房企的展期与违约事件散发，估值承压。**2023**年以来(截至3月15日)，房地产行业共有**20**只境内债券违约，违约规模达**295.28**亿元，其中展期**258.25**亿元，实质违约**37.02**亿元。按发行主体属性看，违约主体以民营企业为主，展期与实质违约规模分别为**122.00**亿元和**37.02**亿元，外资与合资房企无实质违约债券，以展期为主。
- **强者逾强，弱者逾弱，偏好基本面韧性强的国有企业和高评级民企。**政策支持房地产行业的力度继续加强，信用风险加速出清，我们认为销售反弹带动行业修复的确定性正在逐渐增强，当前违约与展期集中于受困房企，蔓延至未出险房企的可能性较小。在房地产行业渐进修复的当下，与混合制及民营企业相比，国有企业抗风险能力较强，即使遭遇行业波动也能较快修复。随着销售刺激政策的托举，国企基本面韧性更佳，市场信心更充足。

## 毅力不倒的优质央/国企

债券价格修复到较高位置后保持稳定态势  
低点位于50-70区间，现在基本反弹至90  
以上，收益率5%-9%

- 保利发展
- 华润置地
- 中国金茂
- 万科地产
- 金地集团
- 越秀集团

## 未公开违约的民企中的尖子生

政策利好下涨幅巨大，反弹至高位后价格  
仍有波动，低点位于20区间，中短端基本  
反弹至80以上，收益率10%-50%

- 碧桂园
- 新城发展
- 龙湖地产
- 中骏集团
- 大连万达

## 展期/交换要约的房企

- 富力地产
- 禹州地产
- 华南城
- 正荣地产
- 宝龙地产
- 合景泰富
- 建业地产

## 探索重组方案的违约房企

- 中国恒大
- 融创集团
- 龙光集团
- 佳兆业
- 花样年
- 融信中国

- **优先级银行债收益率低，可挖掘非银金融。**中资银行作为普遍认可的“安全资产”，其优先级债券收益率非常低，因此我们建议将目光移至中资非银行金融类主体上寻找收益。随着美联储放缓加息步伐，预计2023年金融美元债将重回发行热，供给增加，违约率较低的金融美元债具备较高的配置价值。
- **中资银行AT1相比欧洲银行更安全。**瑞信AT1减计事件对全球AT1债券市场造成冲击，欧洲银行AT1债券在瑞信事件后跌幅大多超10%，但中资银行AT1在事件发生当天起初小幅下跌1%-2%，随后有资金逢低买入，中资银行AT1收复跌幅，随后转涨。原因在于市场认为中资国有银行会受政府支持，且业务不像欧洲投资银行激进，中资银行资本充足率一直维持稳定。而从AT1条款来看，中资银行AT1多包含股息制动机制，股息制动机制是指当发行人未全额发放利息时，发行人不得向普通股或者其他偿还顺序排在AT1之后的分配利润。股息制动机制对投资者来说显然是一个具有保护性的条款，能够部分降低票息风险。并且根据2023年我国《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，核心一级资本的受偿顺序明确排在最后。无论是在基本面方面还是债券条款方面，中资AT1风险都较欧洲AT1更安全，在银行高级债和T2收益率较低的情况下，中资银行AT1具备配置价值。

- 对于城投债本身，过去在政策收紧态势中，看似风声鹤唳危机重重，但很大程度使得地方政府和城投平台绷紧弦，从而提前预防风险产生；而在政策放松的环境下，看似暖意融融，但实际上城投往往积极加杠杆，很可能招致风险。因此在稳增长与防风险并重的**2023年**，松紧适度、有保有压才是当前最符合中国资本市场的债务管控方案。

- 高资质地区的区县级城投迎机遇。2022年《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，强调要促进县城基础设施和公告服务向农村延伸覆盖，以县城为重要载体推进新型城镇化。同月，《乡村建设行动实施方案》的出台也再次重申县域基建的重要性。政策的频繁落地给予县域基建优良的发展空间，预计**2023年**区县发展仍将是政策重点之一。2022年6月，国务院办公厅发布“国办20号文”，提出要坚持省负总则、分级负责，增加了省内各级政府的凝聚力，从而也加强了各级平台的“关联性”，一定程度地缓解了基层负担，促进全省协同发展。省级调控作用将带动省内区县更好地发展，增加全省及其地市、区县的竞争力，实现全面发展，做到强者恒强，强者愈强。因此高资质地区的地市、区县级综合实力将得到全面提升。

- 警惕城投平台有息债务扩展较快的地区。2022年上半年，除了北京、黑龙江、青海和天津四个地区城投平台有息债务总规模同比下降外，其余地区具有不同幅度上升。从债务增速的角度看，海南、广西和甘肃有息债务规模增速排在前三，分别为**80.85%**、**61.36%**和**40.55%**，除去海南因其原先债务体量较小导致债务增速较大、出现风险的概率较低外，广西和甘肃快速扩张的债务或会加大其地区偿债压力。

不同地区城投平台有息债务规模(亿元)

	2018H1		2019H1		2020H1		2021H1		2022H1	
	有息债务	增速	有息债务	增速	有息债务	增速	有息债务	增速	有息债务	增速
安徽	7446.14	21.90%	8282.10	11.23%	11187.50	35.08%	13393.03	19.71%	16246.09	21.30%
北京	5944.70	20.91%	6899.45	16.06%	7901.20	14.52%	7809.99	-1.15%	7278.35	-6.81%
福建	5649.95	3.92%	6808.84	20.51%	8570.40	25.87%	9929.79	15.86%	13457.53	35.53%
甘肃	2648.39	22.04%	3519.22	32.88%	5139.42	46.04%	4733.57	-7.90%	6653.15	40.55%
广东	4552.43	-3.63%	6063.99	33.20%	8666.58	42.92%	12314.09	42.09%	14999.95	21.81%
广西	4198.97	5.12%	5647.55	34.50%	7887.99	39.67%	9670.10	22.59%	15603.71	61.36%
贵州	9058.69	21.97%	10852.91	19.81%	14014.96	29.14%	14477.41	3.30%	14926.06	3.10%
海南	141.45	-15.09%	112.66	-20.35%	251.64	123.35%	351.36	39.63%	635.43	80.85%
河北	2252.23	0.97%	2772.81	23.11%	5698.72	105.52%	7202.86	26.39%	8101.52	12.48%
河南	5047.65	-8.86%	8115.35	60.78%	10534.51	29.81%	14148.48	34.31%	16671.21	17.83%
黑龙江	1251.16	13.90%	1187.92	-5.05%	1313.65	10.58%	1289.62	-1.83%	1232.06	-4.46%
湖北	12656.90	24.32%	13992.00	10.55%	17038.63	21.77%	19547.45	14.72%	22619.25	15.71%
湖南	10309.28	10.03%	11705.22	13.54%	15769.59	34.72%	20002.17	26.84%	22590.77	12.94%
吉林	1696.47	22.37%	3332.21	96.42%	4376.79	31.35%	4491.98	2.63%	4720.28	5.08%
江苏	38401.45	16.02%	45670.78	18.93%	59741.11	30.81%	69375.38	16.13%	75552.58	8.90%
江西	6507.07	29.65%	8721.84	34.04%	11560.14	32.54%	15275.58	32.14%	17837.28	16.77%
辽宁	831.69	-9.59%	867.50	4.31%	914.95	5.47%	1326.58	44.99%	1415.62	6.71%
内蒙古	1148.50	-9.08%	1072.25	-6.64%	1021.26	-4.76%	1090.04	6.73%	1508.95	38.43%
宁夏	342.85	28.65%	839.20	144.77%	970.11	15.60%	902.12	-7.01%	951.33	5.45%
青海	434.48	9.92%	397.53	-8.50%	384.89	-3.18%	342.54	-11.00%	317.76	-7.24%
山东	9691.56	19.22%	14260.39	47.14%	21440.43	50.35%	30438.32	41.97%	37184.08	22.16%
山西	2239.61	18.58%	2390.70	6.75%	2986.65	24.93%	2869.31	-3.93%	3068.72	6.95%
陕西	3410.65	-20.47%	5618.63	64.74%	8605.40	53.16%	10232.45	18.91%	11754.85	14.88%
上海	2841.60	-27.60%	3079.91	8.39%	4768.52	54.83%	5575.21	16.92%	6038.81	8.32%
四川	15316.47	19.97%	18809.10	22.80%	25257.07	34.28%	31856.71	26.13%	37312.40	17.13%
天津	12055.10	-2.43%	11811.45	-2.02%	12491.06	5.75%	12547.98	0.46%	12286.14	-2.09%
西藏	196.96	-	212.58	7.93%	341.67	60.72%	371.33	8.68%	487.96	31.41%
新疆	3178.26	24.04%	3144.12	-1.07%	3854.00	22.58%	4634.59	20.25%	5570.20	20.19%
云南	4827.84	-4.50%	5173.53	7.16%	7806.79	50.90%	10625.30	36.10%	11590.54	9.08%
浙江	16584.95	35.12%	21412.89	29.11%	32486.11	51.71%	43806.97	34.85%	53263.31	21.59%
重庆	9286.51	10.22%	10758.95	15.86%	12743.56	18.45%	15250.90	19.68%	16351.38	7.22%

资料来源：Wind，中信证券 截至6/30/2022

- **一季度表现：**一季度新兴市场本币主权债实现总回报3.1%，具体来看，1月份总回报4.1%，2月份总回报-3.6%，3月份总回报2.8%。
- **投资建议：**发达市场波动性加大，预防溢出效应。新兴市场国家受外围波动影响大，市场风险情绪向好时利好新兴市场国家资产表现。观察新兴市场国家主权债一季度表现可以看出，一月份环球市场风险情绪最好的时候是新兴市场国家主权债表现最好的区间，二季度后，随着美国加息预期再次高涨，欧美金融体系相继发生风险事件，利率波动性加大，市场风险偏好降低，新兴市场国家债券也随之走低。一季度后，新兴市场国家本币主权债收益率已低于十年平均水平，吸引力降低。同时，发达市场国家关于通胀、经济增长、金融风险的拉锯增大了市场的波动性，新兴市场国家作为环球金融市场中较脆弱的一环，容易受到发达国家风险溢出效应的影响，新兴市场本币主权债的风险也增大。整体来讲，收益率变低，风险增大，新兴市场国家本币主权债的性价比较一季度降低。

# 免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

## 法律主体声明

**香港：**本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**香港：**根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2023版权所有，并保留一切权利。

# 免责声明：

## 风险提示：

- 本资料仅供中信证券经纪(香港)有限公司(「中信证券财富管理(香港)」)及中信证券期货(香港)有限公司(「中信证券期货香港」)的客户或潜在客户用作直接传送及内部使用。此文件的内容需严格保密。未经中信证券财富管理(香港)或中信证券期货香港事先书面许可,任何人士不得以任何方式引用、提及、复制、分发或传播本文件或其内容的任何部分。
- 本资料内容以中信证券财富管理(香港)及中信证券期货香港认为可靠之资料为基础。然而,中信证券财富管理(香港)和中信证券期货香港无法保证或担保其准确性、完整性或通用性,并且不承担任何由于使用这些信息或数据而引起的任何损失或损害,也不承担任何错误、差异、不准确或其中包含的遗漏。
- 本资料内容可能涉及某些产品信息作为示例之用,具体产品条款及细则请以相关法律及具体产品发售文件为准。请注意,有关产品可能仅供专业投资者参与,以及可能属于复杂性产品类别中信证券财富管理(香港)已力求所提供资料之可靠及中肯,惟对内容之完整、准确及有效性不作任何形式之保证,阁下应进行独立的评估及其他适当的研究,以对内容加以参考取舍。
- 本资料介绍的产品(「有关产品」)不是保本产品,其市场价值可能会低于最初投资金额。有关产品并非银行定期存款,不受任何存款保障计划或机构保障。这类产品涉及杠杆、结构复杂并往往缺乏流动性,只适合有充分衍生产品知识及投资经验的专业投资者。如发行人违约或相关资产价值低于行使价,阁下有可能失去全部投资。
- 投资决定是由阁下自行作出的,但阁下不应投资于任何投资产品,除非中介人于销售该投资产品时已向以阁下解释经考虑阁下的财务状况、投资目标及经验后,该产品是适合阁下的。本资料列出焦点产品,只供参考,并不表示产品适合任何投资者。
- 中信证券财富管理(香港),中信证券期货香港或其任何成员、董事、高级职员、雇员、代理人或联营公司或任何其他人士均不会承担任何因使用本文件或其内容或因疏忽或以其他方式所引起的任何责任和损失。
- 投资涉及风险。价格可升可跌,在某些情况下,投资者可能需承受重大或所有投资损失。而过往表现亦未必可作为投资组合日后表现的指引。

## 免责声明

- 中信证券财富管理(香港)是由中信证券经纪(香港)有限公司(「中信证券经纪(香港)」)所设立的财富管理平台。本资料由中信证券经纪(香港)编制及发布。本资料并未经香港证券及期货委员会(「证监会」)或香港任何监管机构审阅。本资料若提及相关产品已获证监会认可可在香港公开发售,请注意证监会认可不等于对该等产品作出推介或认可,也不是对该产品的商业利益或表现作出任何保证,更不代表该产品适合所有投资者。本资料仅供参考并只反映个别人士个人观点或意见,并不代表中信证券经纪(香港)或其附属公司的观点或意见,或受其约束。
- 本资料无意作为提议或推荐,且并不构成在任何司法管辖区取得/出售任何证券或进行任何交易的邀请。本资料所包含的信息未考虑到任何个人投资者的特定投资目标、财务状况或需求。如有疑问,阁下应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。有关产品的重要资料载于其产品发售文件。在购买有关产品的股份或单位之前,阁下有义务先行阅读该相关产品的发售文件。
- 在发布或使用本资料提供之信息即属违法的任何司法管辖区或国家,或将导致中信证券经纪(香港)或其附属公司受其注册规定所规限的司法管辖区或国家,本资料所提供的信息不应视为向该等司法管辖区或国家内的任何人士或实体发布或供其使用。