

金信期盈证券权益市场周报 (20230313-0317)

海外宏观事件



1. 2023 年 3 月 14 日美国劳工统计局发布：2 月 CPI 环比 0.4%（前值 0.5%），核心 CPI 环比 0.5%（前值 0.4%）；CPI 同比 6.0%（前值 6.4%），符合市场预期。2 月美国 CPI 符合预期，主要反映能源价格下行、服务业仍在结构性平衡、高利率对居民消费的影响。

具体来看：

1) 能源项增速大幅下降，同比 5.2%（前值 8.7%），环比-0.6%（前值 2.0%）。能源商品同比自 21 年 1 月以来首次转负-1.4%（前值 2.8%），环比 0.5%（前值 2.1%）。

2) 高利率对居民部门消费行为的影响显现，商品（除食品和能源商品）同比连续 6 个月下行至 1.0%（前值 1.4%）。除服装项季节性上行 3.3%（前值 3.1%），休闲商品同比 2.9%（前值 3.3%），教育通讯商品同比-10.5%（前值-10.3%）。短端利率大幅上行，美国居民储蓄率在 1 月份从去年底的 4.5%升至 4.7%。

CPI 房租项仍在反映统计滞后、权重上调至 34.41%后对整体 CPI 拉动 2.8 个百分点，拐点出现后会对核心 CPI 转为明显负贡献。2 月核心 CPI 环比 0.5%，主因房租项仍在持续上涨，同比上行至 8.2%（前值 8.0%）。高频实时指标美国 Zillow 房租指数同比增速在去年 2 月达到 17.0%的峰值后持续下行，今年 2 月录得 6.3%（前值 6.9%）。

劳动力市场仍需结构性的供需均衡。能源服务项同比 13.3%（前值 15.6%），环比-1.7%（前值 2.1%）。运输服务同比 14.6%（前值 14.6%），环比 1.1%（前值 0.9%）；休闲服务同比 6.3%（前值

5.8%)，环比 1.2% (前值 0.7%)；教育通讯服务同比 2.9% (前值 2.8%)，环比 0.2% (前值 0.5%)。1 月，运输仓储、艺术与休闲娱乐等行业的空缺率仍指向需求侧的反弹。

通胀或逐渐成为次要矛盾，就业和金融风险对联储政策的影响权重将上升。

1) 2021-2022 年美联储核心矛盾的切换：2021 年美联储否认高通胀的持续性，因为当年财政扩张较快、成本约束下无法加息；2021 年 8 月财政压力缓解后，开始承认高通胀并转向。

2) 经验上，美联储快速、大幅加息的结果：要么经济衰退、要么金融出险。如今 SVB 破产反映出快速、大幅加息已经对金融稳定性造成冲击。若 3 月 FOMC 前冲击缓和，那么加息照旧、随后金融继续承压，再随后联储转鸽；若 3 月 FOMC 前风险继续暴露并引发以美股暴跌为信号的流动性危机，那么货币或顺势转向。

3) 我们认为 SVB 事件未必立即扩散并推动 FED 政策转向，但该事件意味着随着金融风险或者经济衰退概率上升，通胀将逐渐成为次要矛盾。

□ SVB 事件和通胀数据发布后，市场对美联储加息路径快速调整至 3 月 25B 概率超过 80%，以及下半年开启降息周期。我们维持美元暂时性走强告一段落的观点，随着美联储加息节奏调整和经济动能降温，美元将开启下行、美债配置价值凸显。

2. 瑞银 33 亿收购瑞信

瑞信的银行危机迅速发酵，在周末的 2 天，金融市场是收市的，但对于瑞信的债券、票据和 CDS，华尔街大行仍旧进行了特殊的开盘交易，交易过程惊心动魄。

最后在周日夜间，在瑞士央行主持，欧洲央行支持，美联储祝福的情况下，瑞信以 33 亿美元的对价卖给了瑞银，大约是周五瑞信收市价格 84 亿的一半不到。

这次的合并过五关斩六将，非常不容易。在上周末，银行间市场已经开始拒绝瑞信的票据交易，即使在瑞士央行周四迅速注入 500 亿资金后，交易对手也仍不考虑继续交易。持续的撤资把瑞信推上了接近倒闭绝路，瑞信必须要在周末寻求成功出售。

为了保住瑞信和执行成功收购，瑞士不惜修改法律，让交易双方获得授权绕过股东投票决定。也就是只要董事会通过了，所有股东对于出售和出售的价格不能有任何质疑，最终结果是让试图在上周五仍旧持有股票的股东其股票资产将被抹去一半。

瑞银最初对瑞信的报价仅为 10 亿，这让谈判一度陷入僵局，之后报价变为 33 亿得以成交，不过 170 亿的瑞信 AT1 债券被抹零。

一般而言，债券的优先权高于股票，意味着一般是股东先亏损归零后才轮到债券。但这次的交易中，AT1 债券先归零，这些债券被称为 CoCos 债，是一种特殊的可转债，在某些条件下会从债变为股。但此时，银行需要满足自有资金和合格负债的最低要求，通常称为 MREL，以支持在倒闭时的有效解决方案。如果贷方的资本比率低于预定水平，则可减记 CoCos。但本次直接减记到零，而股东权益仍旧可以保留接近 50%，则令人意外。

这些面值 1 元的债券在周末 2 天的特殊交易时段中，波动极为剧烈，周五收盘在 35c。在报价 10 亿被拒绝的时候，这些面值为 1 元的债券交易价格处于 20c。交易员衡量收购不成，强迫国有化后仍旧有些价值。

然后大约是新西兰时间周一凌晨 3 点在交易最初达成的时刻，这些债券交易价格迅速飙升到 50-70c，暴涨了 3 倍。一些交易员以为债券可以以 1 元或者转股后以 50c 左右偿付。等到交易细节披露，发现这些 AT1 彻底沦为牺牲品后，价格则迅速跌向 0。

国内宏观流动性

3 月 17 日，央行意外降准。据央行官网披露，人民银行决定于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。

此次降准信号意义可能大于实际效果，今年稳增长的政策决心或得到进一步确认，经济复苏动能持续走强仍可期待

本周市场大盘分析

本周个股中位数下跌 -1.5%，指数中，最强的沪深 300 跌 -0.21%，最弱的中证 1000 跌 -0.91%，偏大盘风格。“价值成长”严重偏价值。

A股市场核心指数			
科创50 2.23%	红利指数 1.42%	A股指数 0.64%	上证指数 0.63%
上证180 0.47%	东方财富全A -0.06%	沪深300 -0.21%	中证800 -0.25%
上证50 -0.30%	上证380 -0.32%	深证综指 -1.29%	深证成指 -1.44%
创价值 -1.45%	深证100 -1.79%	深创100 -2.00%	创业板综 -2.05%
科创创业50 -2.09%	创业板指 -3.24%	创业板50 -4.25%	创成长 -5.15%

本周上涨的板块有两条线：

1. 以数字经济 AI 为主的 TMT 板块，广告媒体、游戏、通信运营商、软件硬件

2. 中特估相关板块：基建工程、通信运营商、银行

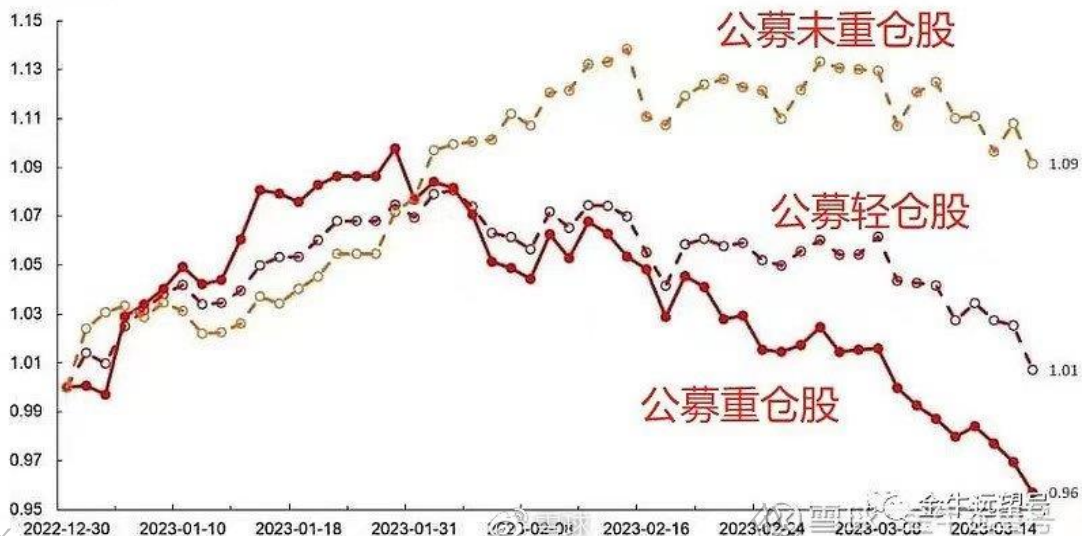
本周下跌的板块包括:

1. 新能源，风光电储几乎全部下跌
2. 部分消费板块：酒店、医疗

东财概念指数					申万二级行业指数				
昨日连板 含一字 28.75%	昨日连板 25.96%	远程办公 12.80%	EDR概念 11.38%	ChatGPT 概念 10.49%	基础建设 7.73%	广告营销 7.56%	游戏Ⅱ 7.42%	通信服务 7.06%	数字媒体 6.61%
AIGC概念 10.12%	快手概念 9.56%	昨日涨停 含一字 9.52%	虚拟数字 人 8.68%	Chiplet 概念 8.53%	贵金属 5.90%	专业工程 5.42%	软件开发 5.41%	房屋建设 Ⅱ 5.33%	航天装备 Ⅱ 4.85%
培育钻石 -5.08%	有机硅 -5.29%	固态电池 -5.33%	送转预期 -5.42%	痘病毒防 治 -5.54%	能源金属 -4.31%	摩托车及 其他 -4.65%	其他电源 设备Ⅱ -4.66%	医疗服务 Ⅱ -4.73%	风电设备 -5.06%
TOPCon电 池 -6.03%	钠离子电 池 -6.09%	CRO -6.34%	HIT电池 -7.17%	麒麟电池 -7.19%	酒店餐饮 -5.44%	家电零部 件Ⅱ -5.63%	电池 -6.70%	非金属材 料Ⅱ -7.04%	光伏设备 -8.38%

近期市场非常分裂，基金重仓股下跌，新的板块涨得飞起，所以这一轮下调的主因是公募行业大调仓，从新能源板块向计算机和中特估两个板块迁移，背后是国家产业政策的变化。

图：公募重仓与非重仓年初以来表现



之所以板块迁移会引发大盘下跌，之前多次分析过，是机构的配置性仓位的特点决定的，是像科大讯飞、中国移动、工业富联一类的公司，都不是主做计算机的机构，而是配置型资金买的，所以下跌是结构性的因素，而非质的变化。

这两个方向比较起来，还是数字经济更强，既有全球的 AI 新技术趋势，又是国内的数字经济产业政策，很多标的是有双重属性。特别是 AI 技术，不能用传统的产业理论去看，比较像上个世纪 90 年代的互联网革命，未来一年很可能各行各业都有了紧迫感，好像哪一个企业不用人工智能就会被淘汰。

至于中特估的方向，爆发力弱，但持续性也不可小视，最主要的原因在于，通信运营商已经被大量机构配置为中特估的底仓之后，股价也下不去，基本面也不支持下行。

那么，国企大盘股有比价效应的，中军出来，其他的就会一个个的涨上去。之前有一个军工企业，涨得不错，被集团表扬了。同集团的另一家上市公司的老总，召集管理层来开会，说这家公司在集团内地位不如我们，为什么市值比我们高这么多？

结果无非是先涨后涨的区别。

主线就是数字经济和中特估，大家也不用再问哪一个更好的，喜欢哪个，看懂哪个，就做哪一个。

当然，主线不影响你做个股，就像我，主仓位还是在消费、医药和港股上，计算机只是配置，中特估目前没有，如果调整可以考虑配一些。主线出来后，在主升浪之前，对于稳定大盘都是有好处的，所以不影响个股自下向上的行情，只是仓位上要回避新能源一类的“献血板块”。

一周市场策略回顾

十家券商普遍认为，硅谷银行和瑞士信贷风险事件进一步压制风险偏好，海内外市场波动加大。短期内欧央行和美联储及时应对，对市场的影响已在逐步消退，但尾部风险仍需警惕。美联储加息预期下修，国内央行超预期降准，经济复苏的趋势明确，市场风险偏好有望提振。

券商	观点
兴业证券	轮动收敛、共识渐成，两条主线交相辉映。近期行业轮动逐步收敛，市场共识已在形成。海外“幺蛾子”渐退、国内超预期降准下，对 A 股整体可以更乐观些。1、随着美联储下场救市，来自海外硅谷银行事件导致的一系列流动性风险的影响已在逐步消退。2、央行超预期降准，叠加两会落地后新一届政府开始行动、实干，政策进入增量部署窗口期，有望进一步提振风险偏好。3、市场主要板块、赛道拥挤度分布显著回落，多数已处在中等偏低水平。4、近期基金发行持续回暖，也对市场形成支撑。
财通证券	超预期宽松再助上证 50。国内超预期降准，海外转向宽松处置银行风险，迎接年内二次布局时点。2 月 9 日后的美债利率飙升，以及国内复苏行情兑现，让 3 月中下旬的行情泛善可陈，但上周“国内国外政策双宽松”可能推动市场回归积极：国内央行超预期降准呵护经济，海外央行下场宽松处置银行风险。若海外金融风险没有扩散，当前很可能是年内上证 50 为代表的 A 股市场二次布局时点，宽松后呈现“大盘价值→大盘成长→小盘成长”的轮动。
申万宏源证券	“顺周期降准”或重启复苏交易。降准是超预期的，也是顺周期的。三个积极影响：强化宽信用预期；强化政策执行有力，政策目标是尽快推动中国经济恢复常态的预期；信号意义强，对居民信心有一定提振作用。美欧银行业风险短期仍有反复，但三个方向性判断已基本明确：1. 兜底美欧银行业风险只需定向宽松，不必全面宽松。2. 美联储加息预期下修，但加息并未结束。3. 短期的美欧银行业风险演绎，其实是对下半年海外风险的预演。下半年，“美国衰退，欧日经济不及美国”仍是基准假设。
广发证券	“思·变”三重奏，主线渐明朗。“破晓”行情等待“4 月决断”，主线逐渐明朗——“思·变”的 Δ 三重奏。1. 政策路线切换：房地产陷入 08 年以来第 4 轮“量价负增长”，“央国企重估+数字经济”成为宽信用“再加杠杆”的新抓手，此为“思·变”的 Δ 之一；2. 经济底部回暖：地产和疫情防控优化放松，释放疫后经济修复内生动能，此为“思·变”的 Δ 之二；3. 美债利率反转：美联储加息周期进入尾声，美债长

	端利率已于 22 年 10 月见顶后反转下行，此为“思·变”的 Δ 之三。我们维持 11.10 日“破晓”系列以来的判断，“港股走牛市、A 股走修复市”。
民生证券	王牌对王牌。市场当下两股力量，一股来自市场超稳定系统中对于过去极端行情的修正，一股则是新的宏观场景驱动。等系统修正力量主导时期过去后，主线才会真正浮出水面：全球通胀中枢上移。当下市场的矛盾，并不是所谓的成长/价值的矛盾，更像是“赛道”和“非赛道”的矛盾：共识内好的资产，出现了边际上一些不利的变化，但是这个变化的“现实”还不足够大；共识外“差”的资产，出现了许多有利的变化（中国特色社会主义估值、数字中国、人工智能），但是这个变化还不能成为共识上的“好”。海外：金融稳定与通胀中枢，滞胀的最终形态。全球新格局或正在酝酿。在全球形成新的共识之前，“资源”作为不需要任何共识的底层商品，其系统重要性在上升。
安信证券	降准后，“歇脚”转“再出发”？周五央行降准对于当前市场是一针“强心剂”，如果无法推论其是后续连续政策利好的起点，市场再度持续走强并不现实。近期在硅谷银行、瑞士信贷等一系列风险事件影响下，全球市场避险情绪明显升温，目前虽然对 A 股市场负面影响不大，但是后续演绎的高度不确定（例如：3 月美联储加息）会使得定价逻辑出现反复。当前，需要正视市场存在内部核心矛盾正从“强预期、弱现实”转化为“弱预期、弱现实”的争议（留待确认）。准确而言，市场在降准后暂时摆脱走向“弱预期、弱现实”的局面，我们倾向于维持在“强预期、弱现实”的组合中。目前，我们对市场的评估维持此前判断：“山腰处歇脚”+“低位股迭起”。
德邦证券	海外银行破产风波几何？2023 年迄今美国仅破产两家银行，并不罕见，反映美国经济的结构性问题。美联储再“扩表”，目前美国银行体系仍然稳健，市场恐慌有望缓解，金融条件指数低点对应美股低点，通胀下行更加值得关注。央行超预期全面降准，中美共振释放流动性，货币-信用周期钟摆回摆，强化中国宽信用复苏周期。普林格周期复苏阶段，权益、中游制造、小盘、成长占优，继续看好大科技，风格以中证 1000、增强、专精特新为矛。
海通证券	短期关注海外的雨后彩虹。①近期硅谷银行和瑞士信贷风险事件引发全球股市波动，阵雨过后短期或见彩虹，美债利率回落利于风险资产。②美联储加息的影响仍需时候消化，雨季未结束，部分新兴市场国家等债务风险依然值得警惕。③全年而言，A 股震荡后终将上行，数字经济望成为年度第一主线，并关注“中特估”的策应线。

中信建投证券	环境改善，市场反击。海内外均处在宽松的政策预期，国内经济回暖仍在进程中，前期市场弱势调整，当前 A 股开始酝酿反击。我们看好的年度主题数字经济+国企改革仍是中期方向，预计市场回暖后机会将有所扩散，从中期看科技成长仍将是占优方向。
东北证券	指数继续震荡，TMT 和低估值国企是主线。经济修复、流动宽松和地缘风险缓和三个预期支撑 A 股短期震荡偏强。（1）A 股全年震荡偏强：市场趋势的决定因素是分子、分母端的方向而不是力度；全年都不会有盈利下、信用下的宏观环境，A 股全年将不会单边弱，维持震荡甚至偏强。（2）“强现实”预期已越来越强：根据库存领先盈利低点、PPI 领先指标等推算，4 月份大概率是工业企业盈利增速的低点。（3）短期流动性预期转松：欧美银行危机可能倒逼美联储加息暂停甚至转向；国内央行超预期降准显示国内货币政策维持宽松。新发基金已开始回暖。

十家券商重点聚焦主题“数字经济”和“央国企重估”，同时贵金属的关注度有所提升。

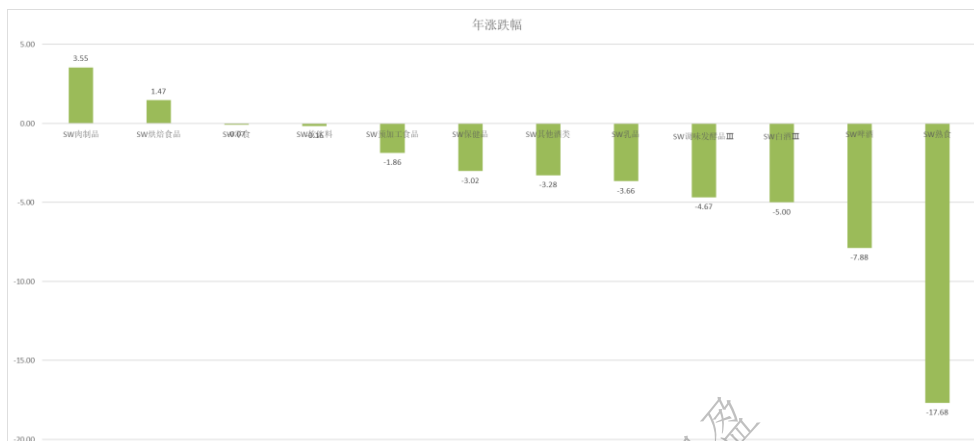
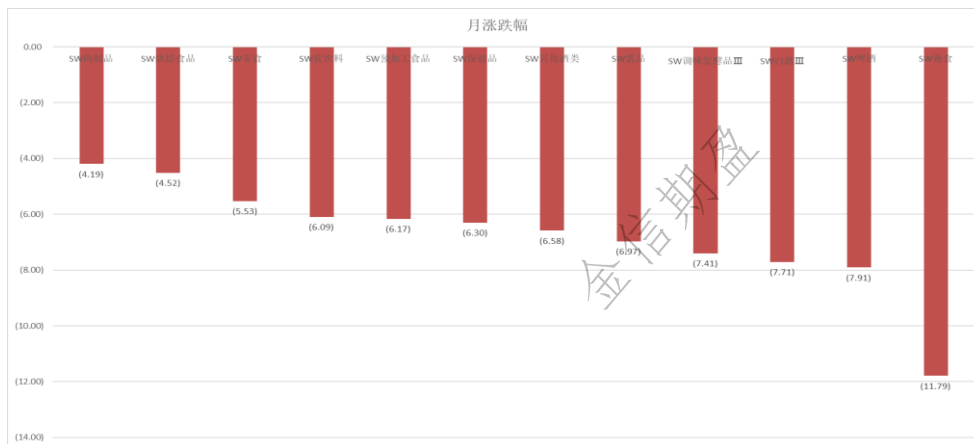
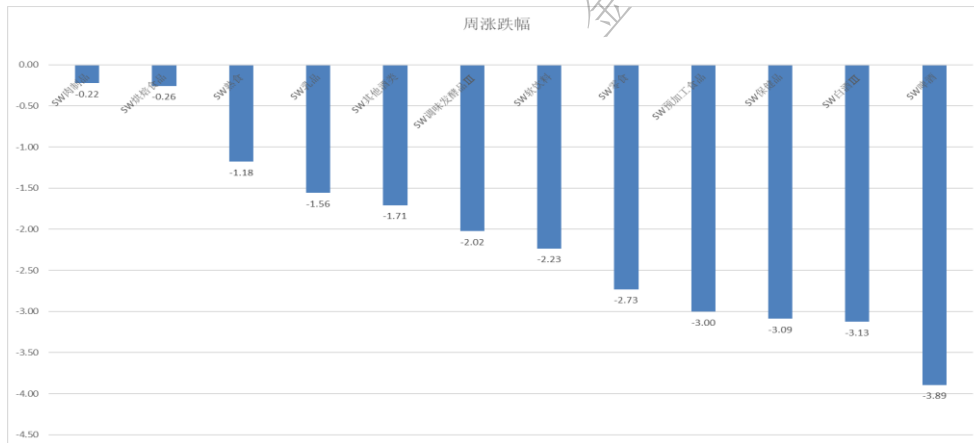
券商	行业配置
兴业证券	配置建议：聚焦数字经济“五朵金花”+“中特估”。轮动中强势的板块有望“脱颖而出”：数字经济+央国企重估。2 月以来行业极致轮动中，以通信、计算机、传媒为代表的数字经济相关板块涨幅居前，同时“中国特色估值体系”下的“中字头”也有显著的超额收益。参考历史经验，这些轮动强势的方向大概率在下一个阶段中成为市场主线。聚焦数字经济“五朵金花”：信创、人工智能、金融科技、运营商、半导体。“中特估”：立足“三个方向、两大指标、一个举措”把握国企央企价值重塑。
财通证券	行业配置方面，上证 50+科创 50，国企改革+数字经济，是“最佳拍档”组合。1) 政策发力、经济复苏不变，利于上证 50 等顺周期表现，制造业宽信用主线延续，具体包括检测、机床、工业机器人等通用机械上游。2) 国企改革关注科创方向、平台型企业，上证 50 亦受益。3) 数字经济、GPT-4、半导体政策等 TMT 的主线不断涌现，利于科创 50 等主题交易，具体可以关注运营商、GPT-4、半导体设备材料等方向。

申万宏源证券	“顺周期降准”有望重启复苏交易，房地产和地产链(家电、家居、建材)最受益，央企改革仍有望提供高弹性。全年看好数字经济主题反复有机会。继续提示，4月一季报验证期的重点是在消费中寻找格局优化的线索，以此为基础等待经济内生动力恢复进一步验证。重点关注地产链、医药生物(创新药、医疗耗材) + 出行链(航空、酒店、餐饮旅游)。
广发证券	行业配置：1. “政策反转”：“央企重估”和“数字中国”有望成为稳增长“再加杠杆”新抓手（运营商/建筑/半导体/信创）；2. “困境反转”：优选低估值高 Δg （消费建材/自动化设备/创新药/中药）；3. “美债反转”：港股“天亮了，千金难买牛回头”：（1）扩内需“消费优先”&“消费升级”：医疗保健（医疗服务/器械）；（2）海外流动性反转“重建”&“发展”：平台经济；（3）扩大有效需求：地产竣工链（家电/家具）。
民生证券	重点提示能源链（油、油运、煤炭）已充分定价衰退预期，建议积极布局，我们提示的贵金属（金、银）在商品侧表现亮眼，股票定价并不充分；重资产国企重估将和“一带一路”共振：建筑、炼厂、电力继续推荐；房地产是旧经济中可以布局的方向；围绕着“人工智能”和“数字中国”仍然是市场机会方向，但是成为 2023 年的主线可能“任重道远”。
安信证券	短期超配行业：以计算机（信创、人工智能）、传媒、通信、半导体为代表的数字经济；消费（餐饮、智能家居、医美、消费建材）、军工、医药、储能、有色（铜、金）。主题投资：关注国企改革以及中国特色估值体系下的国企央企。
德邦证券	行业配置建议：普林格周期复苏阶段，权益、中游制造占优，寻底反攻，以超跌+政策受益+景气向上的大科技为抓手。重点关注：1、机械设备：通用设备、自动化设备，2、电子：消费电子、光学光电子、半导体，3、计算机：软件开发、IT服务、计算机设备，4、国防军工：航空装备、航海装备，5、传媒：游戏、数字媒体，6、电力设备：电机、风电设备、电池。
海通证券	短期市场迎来雨后彩虹，全年市场仍将春意盎然。全年来看，数字经济代表的 TMT 依然是第一主线。“中特估值体系”需要重视，新能源和消费有结构性机会。我们认为“中特估值”值得重视，有望成为今年投资的次主线。政策是本轮央企行情的重要驱动力，3月3日国务院国资委以视频形式召开会议，对国有企业对标世界一流企业

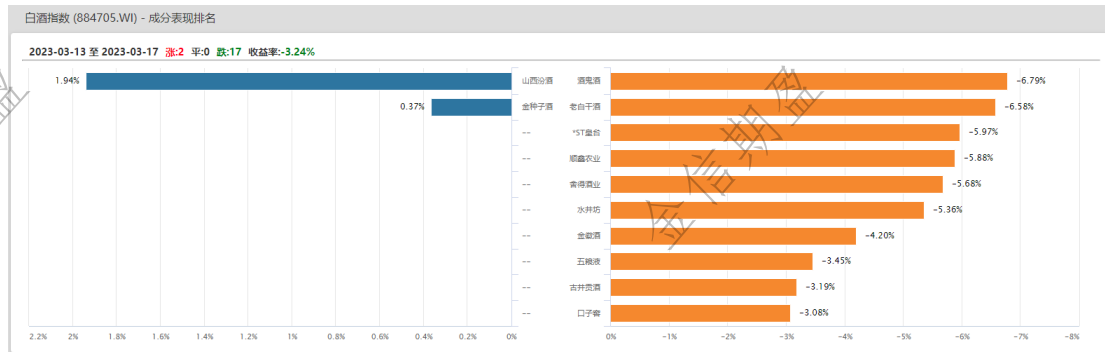
	价值创造行动进行动员部署，今年政府工作报告指出“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。关注黄金的阶段性投资机会。
中信建投证券	预计热点扩散，科技成长仍是中期主线。市场环境改善后，我们预计机会将从数字经济和国企改革两大主题方向有所扩散，行业配置角度来看，从行业盈利周期、资金加仓意愿、分母端流动性环境及政策支持导向（影响估值）几维度综合考虑，中期看，科技成长仍是中期主线。行业关注：半导体、信创、基建链、券商、中药、储能等。
东北证券	行业配置：短期继续聚焦 TMT 和低估值国企的双主线。（1）TMT 和低估值国企是短期主线。（2）新能源中期调整未完，短期可能超跌反弹：新能源的基金超配比、融资和外资的成交额占比依然维持高位，高位筹码出清不到位；短期需求改善预期较低。（3）短期配置的逻辑：分子端预期边际改善的传媒（AI 在营销、电商、社交、游戏等领域的应用）、通信和建筑的国企（数字中国建设和一带一路）；估值提升的计算机（数字经济、AI 的大模型）、国企（中特估向 1 倍 PB 回归）。配置顺序排序上：传媒>计算机>通信和建筑央国企>石化、化工、非银、银行>医药和消费、新能源等。

食品饮料板块一周大盘

过去一周一级行业中，食品饮料涨幅为-1.54%，跑输沪深 300 指数（-0.21%）1.33 个百分点。本周涨幅榜前三分别为南侨食品（8.71%）、立高食品（3.60%）、海融科技（2.08%）。



【食品饮料子版块周表现】



近期板块催化剂为：①23Q1 季报行情；②糖酒会（4 月）招商催化；③改革新品上新铺货；④批价变化等。

第一条主线：季报季行情+潜在弹性的“2+2”投资组合

【推荐关注：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业/金徽酒】

古井贡酒：23Q1 看，23Q1 为公司第一个集团激励落地后潜在放业绩的季度，业绩或潜在超预期；全年看，费用率下行&结构上行&省外加速，古井为 23 年难得的利润率或上行&且具弹性标的。

洋河股份：23Q1 看，回款顺利当前业绩预期低，或超预期；全年看，估值具备强安全边际，商务动销修复下 M6+有望实现超预期发展。

舍得酒业：23Q2 看，低基数下 23Q2 业绩增速弹性高；全年看，全年收入增速 30%目标可达性强&结构向上趋势确定。

金徽酒：23Q1 看，收入增速表现平稳背景下，利润端弹性大；全年看，低基数下，全国化加速叠加结构升级赋予业绩潜力。

第二条主线：新品招商线

【推荐关注：口子窖/顺鑫农业】

口子窖：兼香系列新品经销渠道加速铺货，23Q1 业绩具备弹性，后期存股权激励落地预期。

顺鑫农业：1 月动销恢复加速，白牛二基本盘修复确定同时金标年度目标达成率高，23 年业绩端或存高弹性。

第三条主线：高端酒主线

【推荐关注：贵州茅台/五粮液/泸州老窖】

贵州茅台估值为板块（高端酒）中枢，同时五粮液批价为高端酒表现催化剂之一，看好后续茅五泸向上趋势。

【酒鬼酒：下调预期】

第一，一季度为调整期，后期季度预计将逐步库存消化，业绩环比变好，预计中秋国庆实现良性，四季度有望看 24 年更快增长目标，预期有望提前打入并切换。乐观角度 24 年实现较高增长，估值回归，上看 800 亿市值！

第二，3 月因非理性一季报高预期回落，股价市值回调，可能创造更高更好买点。考虑后期较大空间，#建议继续持有并低点继续买入。

第三，一季报预期不宜过高，认为前期个位数下降预期过高，考虑到 3 月份预计将控货实现更良性发展，#我们初步给予一季报保守下滑二三十以上收入增速预期。后期将视跟踪再做判断。

【口子窖】

3 月 17 日口子窖发布 2023 年限制性股票激励计划草案，此次为公司 2015 年上市以来首次对核心骨干和中层管理人员实施股权激励，核心骨干人均获授 5.4 万股，激励力度充分。此次激励考核最低目标较易实现，预计公司内部考核目标更高，超额完成激励目标概率较大。3 月 17 日傍晚，央行宣布于 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。中金宏观组认为，这次降准传递的政策信号是维护流动性和利率中枢平稳，前期在政策预期不确定性的影响下，市场观望情绪较为浓厚，伴随两会顺利闭幕，政策环境和改革方向进一步明确及落实，市场信心有望提振。我们认为，目前白酒龙头估值回调至偏低水平，布局性价比高，建议持续关注 3 月开始酒企控货挺价动作以及春糖催化。我们建议关注品牌、组织力强，或所在区域经济活跃度高的龙头公司，如茅台、五粮液、洋河、汾酒、老窖、舍得、今世缘、古井等。茅台价格小幅上涨，五泸批价平稳。

代碼	板塊	公司名稱	收入 (億元)				YOY				歸母淨利 (億元)				YOY				PE				
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	25E	22E	23E	24E		
600519. SH	高端酒	貴州茅臺	1095	1272	1468	1660	11%	14%	14%	26%	16%	56%	62%	73%	84%	19%	17%	16%	15%	17%	35%	30%	26%
000858. SZ		五糧液	662	744	857	912	11%	11%	14%	37%	15%	23%	36%	37%	14%	16%	15%	15%	17%	27%	27%	24%	20%
000568. SZ		瀘州老窖	206	253	318	332	22%	22%	24%	22%	80%	10%	12%	15%	25%	26%	26%	23%	25%	35%	35%	28%	22%
600809. SH	次高端	山西汾酒	200	262	340	430	22%	22%	18%	38%	35%	79%	10%	13%	43%	30%	28%	20%	20%	38%	41%	32%	25%
000799. SZ		酒鬼酒	34	41	50	63	21%	22%	15%	29%	89%	11%	13%	17%	22%	22%	31%	15%	57%	38%	31%	24%	
600702. SH		舍得酒業	50	64	81	103	28%	27%	27%	30%	12%	16%	21%	27%	29%	31%	31%	0%	46%	36%	28%	21%	

600779. SH	水井坊	46	47	54	64	1%	15%	19%	-10%	24%	26%	12	12	14	17	1%	16%	20%	-10%	27%	29	25	21
002304. SZ	洋河股份	254	304	364	425	2%	20%	17%	13%	40%	25%	75	96	120	148	2%	25%	20%	18%	33%	25	20	17
000596. SZ	古井贡酒	133	165	201	241	2%	22%	20%	24%	33%	21%	23	30	40	51	3%	32%	28%	32%	33%	46	35	27
603369. SH	地产酒 今世缘	64	79	100	123	2%	22%	23%	27%	38%	28%	20	25	31	38	2%	24%	22%	24%	24%	30	24	20
603198. SH	迎驾贡酒	46	56	67	79	2%	20%	19%	27%	30%	17%	14	18	22	26	2%	24%	22%	31%	21%	29	23	19
603589. SH	口子窖	50	50	58	67	0%	16%	15%	15%	26%	17%	17	16	18	21	-9%	17%	16%	16%	18%	26	23	19

【白酒跟踪数据】

五粮液部分区域开启挺价

【茅台】：本周飞天散瓶批价在 2750-2830、整箱批价 2950-3010、环比基本持平。目前多数区域基本完成 1-2 月份的打款发货，部分多数区域反馈已完成 3 月回款、发货正在陆续进行中，预计 3 月占比 6%-7%。

【五粮液】：本周普五批价在 940-950，环比基本持平。①目前部分大商已完成全年回款，其余多区域经销商反馈回款进度在 40%-50%，回款进度基本追平去年、发货进度逐步接近回款进度。②目前公司在部分区域开始控价，开启价格巡查，同时将普五及经典品鉴用酒从标准装改为大瓶装，防

止套费用等。③宜宾五粮浓香系列酒有限公司发布公司更名公告，拟于 2023 年 3 月 31 日正式启用新名称“四川五粮液浓香酒有限公司”（简称五粮液浓香酒公司）。

【国窖】：本周国窖批价在 890-905、环比持平。①目前多区域回款进度 30%-40%，发货略慢于回款，多经销商反馈节后库存环比节前有小幅下降、目前在 1-2 个月左右，预计一季度回款进度达到 35%以上。②部分区域反馈国窖 23 年增长目标 30%左右（业务员考核目标 30%，经销商考核目标 15%）。

【汾酒】：本周青 20 批价 350、复兴版批价 790、环比持平。①目前省外多区域反馈打款进度在 35%，发货与回款进度基本持平，预计一季度整体回款进度达到 40%左右。②山西省内部分渠道反馈预计 2023 年省内增速目标在 20%左右。**【洋河股份】**：本周省内市场海之蓝批价 120-125，天之蓝批价 270，水晶 M3 批价 420，M6+约 590，环比持平。①公司开展“百日大会战”专项行动，预计开门红回款比例 50%左右，目前部分经销商反馈回款进度在 40%左右，发货与回款基本一致，预计 Q1 回款进度达到接近 50%。②2.16 起洋河停止接收全国经销商客户梦之蓝 M6+产品订单，恢复开票时间另行通知。

【今世缘】：本周省内国缘四开批价 430，对开批价 255，V3 批价 600 元，环比持平。①省内部分经销商反馈春节回款完成 40%，同时其春节整体销售实现同比正增。②3 月 6 日起国缘四开暂停接收配额销售订单，如有特殊进货需求，按配额外产品价格执行（开票价每瓶上浮 20 元）。

【古井贡酒】：本周省内市场批价献礼版 75-80、5 年 115 左右、8 年 220 左右、16 年 320、20 年 540 左右，环比持平。①目前古井部分经销商反馈其 2023 年春节回款目标在 40%左右、已经完成，库存不高于去年同期，动销春节整体略有增长。②2023 年是古井集团“改革深化提升年”，目标 200 亿。

【口子窖】：本周批价口子 5 年批价在 78，6 年批价在 105，10 年批价在 220，20 年批价在 330，价格平稳。合肥区域经销商反馈 2023 年春节回款完成 30%+、库存仍在较低水平。公司推出了兼 10、兼 20、兼 30 三款产品，横跨 300 元、500 元、1000 元三个价格带。

【水井坊】：本周湖南地区八号批价 310，井台批价 440，典藏批价 650，环比持平。部分区域反馈总代经销商回款进度 20%左右。截至目前，水井坊部分区域总代库存环比节前有一定幅度下降。

【酒鬼酒】：本周湖南内参批价 770 左右，老红坛批价 285，环比持平。省内部分经销商反馈，开门红回款要求大商完成 40%，小商完成 35%，目前内参整体回款进度接近 35%、酒鬼回款进度 30%左右，目前公司整体库存线 30%左右，2023 年公司重心在于费用改革及挺价，目标批价 830-840。**【郎酒】**：本周成都青花郎批价 860、红 10 批价 340、红 15 批价 530、环比持平。①预计 22 年销售回款 200 亿左右（21 年回款 150 亿元左右）。②23 年努力推动商家实现 10%-20%的利润。

【剑南春】：本周成都水晶剑批价 405，终端价 453，环比持平。2023 年 1 月 15 日起，剑南春水晶剑出厂价预计提升 20 元/瓶。剑南春老酒首发上市，建议零售价 818 元/瓶，未来将按照瓶贮年份实施梯度定价。

【舍得】：本周湖南市场品味舍得批价 330、环比持平，智慧舍得批价 450，价格走势相对平稳。

【迎驾贡酒】：本周安徽市场品味洞 6 批价 110、洞 9 批价 185、洞 16 批价 285，环比持平。部分省内经销商反馈 2023 年一季度要求完成全年任务 50%、目前已完成，部分经销商反馈库存在一个月左右的良性水平。

【啤酒板块】

旺季逐步临近，2 月现饮渠道恢复略超预期，建议继续关注去年同期销量低基数下的现饮渠道修复进程，而随着淡季提价落地、成本压力回落叠加场景复苏催化下高端化有望改善行业利润表现。

1) 我们认为今年旺季现饮渠道的恢复或将带动销量提升，同时去年四季度以来的淡季提价稳步推进；而公司端重啤等受疫情冲击较大的标的或在政策优化逻辑中表现出更大弹性。

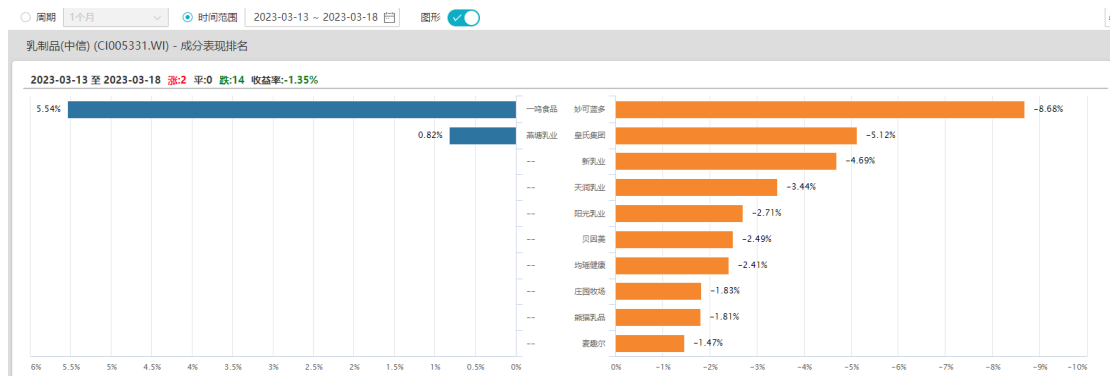
2) 整体原料价格已迎拐点，成本压力或从去年四季度开始缓解。2022 年全年包材中铝材/纸箱/玻璃瓶价格同比变化 5.5/-5.2/-26.5%，2023 年 1 月铝材/纸箱/玻璃瓶价格同比-14.2/-19.0/-13.3%；原材料中的进口大麦即正迎来新采购季，考虑到海外大麦价格提升，预计原材料成本仍有提升，整体成本基本处于可控范围内。3Q22 啤酒公司吨成本同比增速已有放缓，预计今年整体成本或有持平趋势，可以改善行业毛利率。

3) 高端化仍在稳步推进中，高端单品表现带来强劲吨价提升势头。百威/华润/青啤 A/青啤 H/重啤当前股价交易于 2023 年 PE 分别为 35.9/30.3/34.5/21.4/36.7x，EV/EBITDA 分别为 16.2/16.7/17.4/17.4/13.2x，具备中长线布局价值，推荐华润、重啤、青啤（A+H）、燕京和百威。



【乳制品板块】

草根调研显示目前春节乳品动销反馈良好，但由于春节错期，1-2 月液态奶因高基数出厂销售增长或不明显，预计自 3 月起液态奶增长环比有望逐渐改善。展望 2023 年，伴随消费需求恢复，我们预计乳制品龙头液奶销售有望改善，同时受益成本下降、结构升级、费率优化等，料 2023 年利润率有望如期提升。当前伊利/蒙牛交易在 2023 年 P/E 16.5/18.4x，处于历史估值底部区间，长期看估值处于相对低点。



【预加工板块】：安井成本下降，1-2 月经营数据超预期

安井 1-2 月收入表现强劲，2023 年有望延续高增。本周安井公告 2023 年 1-2 月收入 25.8 亿元左右，同增约 37.4%，我们认为主要源于：

1) 外部看，疫后消费复苏叠加春节旺季需求旺盛，节后渠道补库存需求较高；

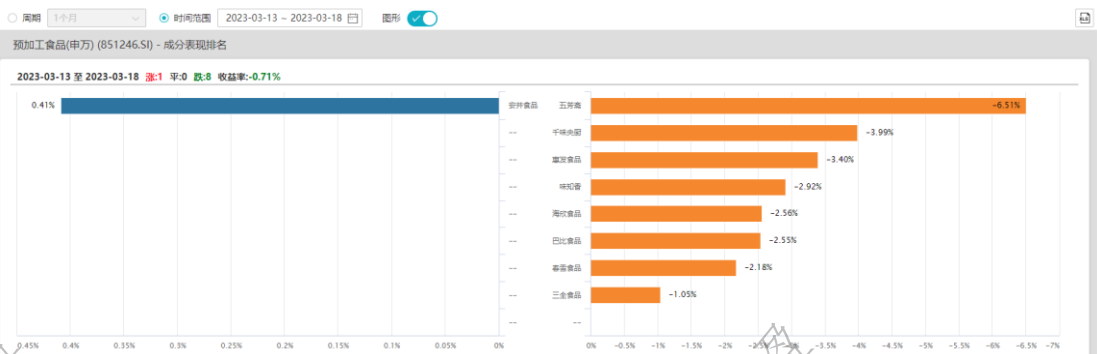
2) 内部看，不考虑并表新柳伍影响，我们测算主业收入同比增速达到 30%左右，公司 BC 兼顾模式下受益行业复苏，延续高增长。展望 2023 年，公司受益于 B 端餐饮复苏、市场份额提升、广东工厂投产收入增长有望提速，归母净利润率有望接近 10%。预制菜冻品先生、小厨仍处于放量阶段，新宏业和新柳伍小龙虾受益餐饮复苏，我们测算 2023 年收入有望保持 20%-25%的同比增速。根据 Wind，自 2022 年 6 月初至今油脂价格下行，棕榈油、豆油、豆粕现货价格距高点下降 52%、32%、28%；3 月 17 日棕榈油、豆油、豆粕现货价格分别为 7940、8924、4127 元/吨，分别同比-36%、-20%、-19%，环比上周-1%、-5%、-3%，白鲢鱼价格自 4Q21 高位以来下降 29%，相比去年同期下降 15%，以其为原料的淡水鱼浆价格亦处低位。2023 年以来速冻需求随下游场景复苏而增速提升，综合成本亦同比稳中向下，推荐关注安井食品、立高食品、千味央厨、三全食品。

【立高食品：推荐】

下全个结构，由个融合双木个出类儿现。

图表 7 公司改革措施一览

	改革前	改革后	
定 位	整体定位	三大板块联合的强烘焙产品和原料供应商	具备供应链能力和渠道能力的全球烘焙集成服务商
	立高	围绕蛋糕的原辅料制造商	天然优质乳品制造商
	奥昆	冷冻烘焙半成品制造商	全品项冷冻烘焙制造商
	美煌	安全酱料全平台	优质烘焙酱料制造商
组织架构	实行事业部制，立高、奥昆、昊道三大事业部，分管奶油及水果制品、冷冻烘焙、烘焙酱料三大业务板块	三大事业部打通，整合为集团层面的营销中心、产品中心和供应链中心，集合各事业部的力量；营销中心下设建立餐饮、烘焙、商超、海外 4 个渠道中心，按地域划分 8 家分公司，成立 12 个前置平台	
渠 道	销售架构	每个子公司独立运营	冷冻烘焙和原料的销售团队融合，形成区域营销中心
	客户对接	不同事业部销售可能会对接同一烘焙店或经销商，沟通成本较高	单个饼店仅需一名销售人员负责公司全品类矩阵营销对接
	员工薪酬	公司不同事业部销售人员存在薪酬差异	推进薪酬并轨，拉平公司内部薪资水平
	考核要求	仅考核所在事业部产品销售情况	考核集团所有品类销售情况，重点围绕 5-6 件单品
	人员配置	半成品 600+，奶油 300+，酱料大几十人	统计部署 1200 名左右
	销售资源	板块间营销资源差距明显，热门板块强势	融合后形成规模优势，冷门产品可借力提高销售动能
产 品 研 发	研发架构	产品总经理负责制，研发新品内审层层上报	项目制改革，列分为 56 个项目组，定向研发细分单品
	团队构成	由各个子品牌的研发事业部进行新品开发	每个小组配备 1 位产品经理+2-3 位研发师傅+1 位市场助理负责，产品研发针对性提高
	考核激励	研发奖励与销售规模挂钩	考核转向研发节点，不单以规模产出衡量绩效，亦会根据新品数量、产品品质或技术攻克难度给予高奖金
	产品协同	三大事业部各自负责彼此的领域	打通板块，后续研发走向三者的组合，创意火花碰撞更加频繁
	产品推新	研发思维较为保守，倾向于大单品改造，布局偏向短期	创意思维迸发，重心由短期爆发成长切换为中长期矩阵塑造，丰富品类
选品情况	最终选品由各品系的产品总经理决定，权限过大	选品扁平化，选品流程精简，总经理和部分销售人员组成产品委员会，对各小组新品进行集体投票，委员会主任由陈和军亲自兼任	
供应链	各事业部供应链分立，改革前申请使用本公司烘焙原料产品需跨事业部审批，流程复杂	以地域为单元组建新的供应链中心框架，提升管理协同效率和生产质量水平	
数 字 化	营销云	实现线上平台一键下单，实时跟踪各经销商和销售订单完成情况	
	库存实时查询	基于全国各工厂及 RDC 的库存实时数据，兴高采链可随时随地查看立高商品的区域库存信息	
	数据分析	基于立高区域经营数据，渠道伙伴可在营销云获取渠道分析数据，用于本地客户开发和运营持续提升	



【调味品板块】



2023 年调味品基本面或底部反转，零添加调味品销售表现亮眼。2Q21-3Q22，调味品行业整体收入增速暂未恢复到 2019 年及以前水平。餐饮需求占我国调味品需求的 50%，根据中国调味品协会，调味品行业终端需求主要是餐饮（50%）、家庭（30%）、食品加工（20%）。2020 年疫情爆发，尽管消费场景有所限制，但 2020 年居民消费力受影响程度有限，叠加 2020 年成本压力较小，调味品企业业绩和股价表现较好。2Q21 以来，调味品企业整体收入增速受消费场景限制+居民消费意愿影响，调味品企业收入增长相比 2019 年及以前有所放缓，2022 年前三季度，调味品企业收入增长速度仍有压力。伴随 11 月以来“二十条”、“新十条”等防疫政策的优化，我们判断受益于餐饮场景复苏，2023 年调味品企业收入表现将会向好改善。但考虑到短期内居民消费信心或呈现弱复苏态势，我们判断未来 1-2 个季度调味品行业整体收入恢复存在一定波折。

此外，考虑国内大豆、包材成本见顶回落（海天味业 3Q22 毛利率环比 2Q22 有所改善，我们调研显示公司 3Q22 采购成本已低于 2Q22，我们判断调味品行业成本压力不会边际加大），我们判断 2023 年调味品行业利润率将会同比 2022 年有所改善。中长期看，我们看好调味品行业量价齐升、结构升级、复合化、健康化的趋势。短期看，我们调研显示 4Q22 以来零添加调味品销量表现环比 2022 年 1Q-3Q 有较明显改善：根据连锁商超信息网，千禾味业 4Q22 酱油品类销售额同比增长 69.9%，且 2023 年 1 月千禾味业增速延续（酱油品类销售额同比增长 54.7%），千禾味业 2022 年业绩快报亦显示其 4Q22 净利率有较明显环比改善（我们认为主因零添加动销良好带动产品结构升级）。建议市场关注零添加调味品的销售增长可持续性、竞争格局。推荐千禾味业、立高食品。

华中调味品经销商：1）海天目标持平，1 季度备货/出货 28%/24%（去年同期%/20%），库存 2.8 个月；厨邦目标+25%，1 季度备货/出货 25%/24%（去年出货不到 20%），库存 2.3 个月（去年同期不到 2 个月）；李锦记 1 季度备货/出货 25%/23%，库存约 2 个月。2）各品牌加大 B 端投入，海天增加 4 个

点，单独投 B 端；李锦记支持经销商去做定制产品（8 个点返利），大 B 客户（4-7 个点）；厨邦费用最高可申请 15%（去年 8%-11%）。

甘源食品：戴永红 23 年归属到厂家直营（原来为经销商供货），直营供货价格与原来经销商供货价一致，快速周转。该湖南经销商今年增长目标 20%，增量空间来自于渠道下沉和增加新品。新品方面，今年甘源的重点是薯片和花生类，薯片价格有优势同时已经和一些零食系统已经深度合作，花生口感和品质较好。销售团队改革方面，目前散称和定量的人员调整已经完成，定量业绩有望改善。
投资建议：

白酒：战略性买入高端，加配次高端龙头汾酒。重点推荐高端战略性配置位置（五粮液老窖茅台）；加配预期差明显，内部战略定力强，中长期业绩确定性强的汾酒；继续推荐老白干，积极关注酒鬼酒改革。

食品：1) 环比改善：日辰、味知香（B 端弹性大）、中炬（期待全新管理对品牌的赋能）、甘源（新渠道放量增长）；2) 业绩兑现度强、确定性高：重啤（乌苏 23 年有望明显好于行业）、伊利（渠道库存良性）；3) 加大关注季报可能超预期个股：日辰、安井、立高等。

【休闲食品】



门店消费场景继续复苏，原材料情况有所分化。

1) 春季来临交通枢纽及商圈客流均有明显恢复，利好门店经营模式的休闲零食品类，如卤制品门店、综合零食门店等。

2) 据中金商超数据，1 月坚果产品商超渠道终端动销情况好。1 月坚果炒货 GMV 同比增长 19.5%，1 月为春节前销售旺季期，品牌间表现有所分化，1 月洽洽瓜子/洽洽坚果 GMV 同比分别约 +13.1%/+78.6%，另外坚果品牌三只松鼠/沃隆 GMV 同比约+26.8%和+71.2%，增长情况均弱于洽洽坚果产品。

3) 成本方面小麦期货价格环比回落，棕榈油、鸭副价格环比提升。

【20230320 甘源食品下跌点评：或为资金面干扰，销售一切正常】

今日盘中跌停，我们多方沟通下来公司基本面正常，判断主要系资金面因素以及补跌所致。

渠道反馈 3 月份销售目标增长 40%，截至上周五任务进度 60%，预计完成难度不大，零食折扣、会员制商超、电商等渠道贡献增量，我们预计 Q1 收入 25%-30%。

棕榈油成本同比下降，毛利率恢复明显，预计 Q1 净利率有望恢复到 12%，去年同期低基数，利润弹性更大。

我们认为公司成长性不变，1-2 月因春节错期和去年底备货不足拖累整体增速，但 3 月份开始高速增长兑现，全年可继续期待零食折扣、会员制商超、电商等新渠道放量，目标市值 103 亿，看 35% 股价空间，回调即是买入机会，继续强烈推荐！

【软饮料】

关注防疫政策优化下行业消费场景复苏，成本端压力同比去年有所舒缓。

春节期间行业整体动销保持良好，且较早春节带来备货前置对各公司 4Q22 业绩或有助益：如上周统一企业中国发布 2022 年业绩，2H22 饮料业务收入同比+18.6%，销售表现强劲。同时防疫政策优化对行业 2023 全年经营情况或有助益，尤其值得关注小包装水、能量饮料及运动饮料等户外消费占比较高品种，弹性潜力或更明显。成本端 PET 价格于 2022 年 10 月中旬以来较快回落至最低约 7000 元/吨水位（2022 年 12 月），较 3 季度均价约 8600 元/吨已呈较明显回落，虽近日价格略有回升至约 7400 元/吨，我们预计 2023 年整体价格较 2022 年仍将有所下降，我们预计 2023 年成本端压力同比去年将有所舒缓。我们预计行业于优质产品供给持续丰富下有望延续增势。我们认为，长期看行业健康化、高端化主线趋势不变，且在行业龙头加快推新节奏下有望逐渐提速。



上周宏观市场回顾

1. 3月17日央行超预期降准

3月17日，央行宣布于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；以金融机构信贷收支表中的“住户存款+非金融企业存款+机关团体存款”为缴准基数来计算，此次降准大致投放5000-6000亿元的流动性。

1) 此次降准超预期。去年的两次降准分别在4月与12月，均是经济再度环比回落的时点；今年开年以来，经济与金融数据均开局良好；再加上3月15日央行MLF超额续作“充分满足了金融机构需求”，短期降准预期并不集中。

2) 对于此时降准，我们理解可能有三个原因。一是传递要推动经济开好局的信号，3月17日国务院第一次全体会议指出“在新的起点上推动各项工作开好局、起好步”，要“综合施策释放内需潜能，推动经济运行持续整体好转”；二是年初以来银行信贷投放规模较多，银行表内对中长期流动性的需求提升，降准是为银行补充低成本长期的资金，稳定银行负债端；三是海外金融体系的脆弱性显性化，不排除会对海外经济进一步形成负反馈；降准是提前应对，保持信贷增长的持续性，稳固经济复苏基础。

3) 此次降准25BP，除了积极信号意义，还为后续留下空间。

4) 对债券而言，降准为银行补充了中长期流动性，以同业存单为代表的短端利率受益最为明显；对长端利率而言，其主要定价名义增长，由于经济复苏名义增长中枢抬升的宏观面没有发生变化，降准影响有限。对股票来说，前期市场出现调整的原因之一是5%左右的GDP目标带来短期稳增长政策预期的弱化。降准的落地对预期会有一定程度修正，这有助于抬升市场风险偏好。

2. 1-2月经济数据：全面回暖，隐忧仍在

据国家统计局发布数据，2023年1-2月工业增加值同比增长2.4%，较2022年12月提高1.1个百分点；2023年1-2月全国固定资产投资同比增长5.5%，较2022年1-12月提高0.4个百分点；2023年1-2月社会消费品零售总额同比增长3.5%，较2022年12月份提高5.3个百分点，实现由负转正。

1) 上中游行业生产领跑。生产端修复整体偏慢，或主要受到春节假期的干扰，但服务业生产明显提速。分行业来看，1-2月增加值增速排名靠前的行业集中在中游和上游。我们认为，在基建和制造业投资维持高景气的背景下，年内生产仍有支撑。

2) 基建和制造业维持高韧性。1-2 月基建投资走高，主要由专项债发行前路和实物工作量加快形成两个因素导致，预计 2023 年的基建投资仍将延续高景气，但节奏上略慢于去年。1-2 月制造业投资增速进一步上行，反映了支持制造业的政策效果仍在持续显现。我们认为，产业升级仍是制造业投资核心驱动，随着外需占比较高的行业投资逐步放缓，内需对工业的支撑作用将日益增强，制造业投资年内仍将具备较强的韧性。

3) 地产竣工增速率先转正。1-2 月地产相关数据均有回升，不过在“保交楼”的要求下，竣工端的改善较为明显，投资和新开工维持低位负增；而节后地产销售的反弹也有赖于消费场景畅通的带动，居民部门的信心恢复尚需时日。整体来看，地产行业尚处较低位。

4) 接触型消费迅速反弹。1-2 月消费增速反弹，主要受到出行、社交类和接触型消费品带动。补贴政策到期后需求回落，汽车对可选消费构成较大的拖累，不过地产后周期消费均有反弹。

3. SVB 事件的余波

1) 虽然 SVB 事件有其特殊性，但与 2008 年次贷危机时期有较大差别。一是风险传导性弱；二是资产和负责本来都优质，特殊情况引发危机；三是中小银行流动性仍是问题。

2) 短期看，美联储、FDIC 以及财政部出台的支持政策（Systemic risk exception & Bank Term Funding Program）能暂时性缓解市场恐慌情绪，避免中小银行连续暴雷；但一个值得注意的线索是，储蓄从中小银行转移至大型银行的趋势可能仍会继续。

3) 美联储要“交代”的是，本次事件只是信心问题，欧元央行仍加息 50BP，Credit Suisse 风险继续，博弈仍在继续。

4) 厨房里是否还有蟑螂？如果美联储 3 月加息较此前显著放缓，则显示其前期加息进程对金融稳定性考虑不足，如此，对于是否还有蟑螂？至少市场看到，美联储也没有水晶球——所以海外股市、美债利率共振下行。

5) 既要稳价格，又要控风险，两难决策中。

6) SVB 事件显示，利率倒挂副作用已经发酵，近期 10Y-3M 美债利率倒挂最深逾 100bp，。利率倒挂并非常态，典型较长倒挂阶段 06-07 年、00-01 年、79-80 年，倒挂 6-8 月后开始收敛。本轮倒挂去年 10 月开始，静态来看，指向利率倒挂将于今年年中收敛，但 SVB 事件之后提前开始收敛，期货市场显著调降对联储的加息预期：今年 6 月政策利率预期从此前的 5.75% 降至 5%。

4. 瑞银收购瑞士信贷

在瑞士政府的斡旋下，瑞银集团同意收购瑞士信贷，以遏制可能蔓延全球金融市场的信心危机。瑞银 3 月 19 日在一份声明中称，根据全股票交易条款，瑞信股东将可以用 22.48 股瑞信股票换 1 股瑞银股票，相当于每股 0.76 瑞郎，总对价为 30 亿瑞郎。

这笔交易将创建一个拥有 5 万亿美元投资资产的全球财富管理公司。这两家银行都可以不受限制地使用瑞士央行的现有工具，通过这些工具，它们可以根据货币政策工具的指导方针，从瑞士央行获得流动性。非常规的政府支持措施将触发瑞信名义价值约为 160 亿瑞郎（173 亿美元）的额外一级资本(AT1)债券被完全减记。

5. 经济高频数据

海通宏观高频同步指标截至 3 月 19 日，3 月数据：

生产同步指标（HTPI）为 3.08%，1-2 月均值为 2.34%；

出口同步指标（HTEXI）为-6.68%，1-2 月均值为-7.70%；

消费同步指标（HTCI）为 4.68%，1-2 月均值为-0.28%。