

总量研究

从七大视角看买方观点如何变化？

——《他山之石》系列报告第二篇

要点

核心观点：

宏观经济：复苏信心明显增强，政府工作报告整体符合预期

买方机构关于国内宏观经济的讨论聚焦于两会、经济复苏、地产和财政货币政策四个方面。**关于两会：**两会前期待不高，政府工作报告整体符合预期。**关于经济复苏：**2月PMI数据公布前，市场总体认为经济复苏偏弱或偏慢，数据公布后，市场对经济复苏的信心明显增强。**关于地产：**看法总体偏积极。**关于财政货币政策：**两会窗口期，对货币财政政策关注度提升，总体认为货币政策转向概率不大。

A股：轮动行情有望收敛，中长期趋势向上

近期买方机构关于A股市场的讨论，大体可以分为两个方面，一是关于经济修复：大多数机构认为，随着更多的数据验证经济复苏，尤其是复苏斜率可能高于预期，对市场行情是一种向上拉动；二是关于两会政策预期：政府工作报告整体符合预期，GDP增速目标落在了市场预期范围的偏低水平。

港股：短期或有波动，但长期依然向好

对港股的主要影响因素还是聚焦于国内经济修复和国外流动性改善。具体而言，对于港股近期的波动走势，买方机构普遍认为是由于美联储加息预期的波动造成美元指数反弹导致，展望看，国内经济修复叠加美联储加息节奏趋势性向好，港股中长期趋势向上。

债市：经济复苏背景下，多数认为债市整体承压

多数买方机构认为，随着经济复苏逐步兑现，债券收益率存在上行风险，但也有机构提到，“受潜在增速和杠杆限制，中枢抬升的高度或有限”，还需要观察基本面修复速率或可持续性。在配置上，多家机构建议以息票策略为主。

海外宏观：衰退难免，对通胀回落节奏和加息终点存在一定分歧

美国宏观经济的讨论热点包括通胀、衰退和美联储货币政策。关于通胀：出现大幅回落和通胀顽固两种声音。关于衰退：普遍认为难以避免。关于美联储货币政策：对加息终点有一定分歧，但普遍认为最迟将在6月停止加息，降息预期延迟到2024年。

美股：对美股持谨慎或中性态度，风格选择上价值或优于成长

多数买方机构表示对美股持谨慎态度，理由主要包括经济下行使企业盈利承压以及美股性价比不高；部分机构表示对美股持中性态度，具体考量包括当前企业利润接近历史高位、下降也不会达到过低水平，以及数据表现较好可能提振短期风险偏好。

美债：宏观经济走势决定美债利率向上有顶

美国2月制造业指数出现反弹迹象，10年期美债收益率短暂突破4%，但买方机构普遍认为，通胀趋势向下、经济增速放缓和加息周期结束，决定了美债利率向上有顶。配置方向上，多家机构建议配置短期投资级债券。

风险提示：海外通胀超预期，国内政策落地不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：查惠俐

021-52523873

zhahuilili@ebsecn.com

相关研报

国内通胀缘何大幅降温？——2023年2月价格数据点评（2023-03-09）

居民资产转移浪潮开启，A股估值中枢有望重塑——《人口峭壁》系列第七篇（2023-03-09）

外需有所回暖，出口降幅收窄——2023年1-2月进出口数据点评（2023-03-07）

2023年财政预算草案的六大看点——2023年财政预算草案点评（2023-03-06）

共促发展合力，经济蓄势待发——2023年政府工作报告精神学习（2023-03-05）

油价还会继续上涨吗？——大类资产配置系列第二篇（2023-03-06）

美国通胀粘性仍高，但不改下行趋势——2023年1月美国CPI数据点评（2023-02-15）

社融增速稳了吗？——光大宏观1月金融数据点评兼周报（2023-02-11）

如何看待核心通胀上行风险？——2023年1月价格数据点评（2023-02-10）

产业政策催化下，2023年制造业投资仍大有可为——《产业视角看中国式现代化》系列第二篇（2023-02-06）

从地方两会看经济工作重点——2023年全国两会前瞻兼光大宏观周报（2023-01-28）

中期选举变盘后，美国对乌援助可持续吗？——《大国博弈》系列第三十七篇（2023-01-19）

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

目 录

一、经济：复苏信心明显增强，政府工作报告整体符合预期.....	3
二、A 股：轮动行情有望收敛，中长期趋势向上	5
三、港股：短期或有波动，但长期依然向好	7
四、债市：经济复苏背景下，多数认为债市整体承压	8
五、海外宏观：衰退难免，对通胀回落节奏和加息终点存在一定分歧	9
六、美股：持谨慎或中性态度，风格上价值或优于成长.....	10
七、美债：宏观经济走势决定美债利率向上有顶	11
八、风险提示	12

图目录

图 1：从词云图看，买方机构讨论主要包括：“预期”“复苏”“政策”等	3
图 2：2 月以来，A 股市场主要指数整体呈震荡走势	5
图 3：总体看，买方机构对 A 股市场看法积极乐观	5
图 4：2 月以来，港股主要指数整体呈下行态势	7
图 5：总体上看，买方机构对港股看法依然偏乐观	7
图 6：3 月债券市场利率有所回落	8
图 7：买方机构整体对国内债券市场看法偏空	8
图 8：2 月以来，美股整体呈现震荡下行	11
图 9：国内外买方机构多对美股持谨慎态度	11
图 10：3 月以来，美国国债收益率呈下行走势	12
图 11：总体上看，买方机构对美债看法偏积极	12

表目录

表 1：买方机构关于国内宏观经济的讨论聚焦于两会、经济复苏、地产、和财政货币政策四个方面	4
表 2：总体上看，买方机构认为短期走势偏震荡，轮动行情有望转为结构性行情，中长期或步入上行趋势	5
表 3：买方机构普遍认为，港股短期或有波动，但长期依然向好	7
表 4：经济复苏背景下，多数买方机构认为债市整体承压	8
表 5：衰退难免是一致预期，通胀回落节奏和加息终点存在一定分歧	9
表 6：对美股持谨慎或中性态度，风格选择上，价值或优于成长	11
表 7：宏观经济走势决定美债利率向上有顶，配置上建议短期投资级债券	12

一、经济：复苏信心明显增强，政府工作报告整体符合预期

最近两周，买方机构关于宏观经济的讨论变得更加热烈，从我们搜集的观点数量看，本期（2月20日-3月13日）搜集到的有效讨论是上一期（2月5日-2月19日）的3倍，原因可能是期间发生了两件重磅事件——超预期的PMI数据和两会召开。总结来说，买方机构关于国内宏观经济的讨论聚焦于两会、经济复苏、地产和财政货币政策四个方面。

关于两会：两会前期期待不高，政府工作报告整体符合预期。在两会召开前夕，买方机构对于两会期间出台超预期政策的期待不高，一方面是由于经济复苏压力较小，另一方面是从以往经验看，换届期间一般不会出现大的政策转向。在两会召开后，买方机构普遍表示，政府工作报告整体符合预期，但由于 GDP 增速目标落在了市场预期范围的偏低水平，博时基金（3 月 6 日）认为，“全年经济增长目标弱化经济强复苏预期。”这与上一期报告中部分买方机构对于稳增长政策加码的期待有所不同。

关于经济复苏：2月 PMI 数据公布前，市场总体认为经济复苏偏弱或者偏慢，数据公布后，市场对经济复苏的信心明显增强。可以明显发现，以 PMI 数据发布时间为分割点，买方机构前后观点发生显著变化——在数据发布前，多数买方机构认为经济复苏偏弱或者偏慢，这也与我们上一期报告中观察到的一致；而在数据发布后，超预期的 PMI 数据使市场对于经济复苏势头的信心明显增强，比较乐观的如上投摩根在 3 月 6 日表示，“强劲且大超预期的制造业 PMI，或意味着经济复苏开始从‘强预期’走向‘强现实’”。

关于地产：看法总体偏积极。在上一期报告中，富国基金在 2 月 12 日表示，“今年经济复苏最大的预期差在地产复苏”。随着更多的高频数据出炉，本次搜集的买方机构关于地产的表态显得更为乐观，汇丰中国（2 月 23 日）和诺德基金（2 月 28 日）均表示看好 2023 年的房地产投资。

关于财政货币政策：两会窗口期，对货币财政政策关注度提升，总体认为货币政策转向概率不大。在两会召开前，市场对于更具扩张性的财政政策有所期待，对于货币政策则认为进一步宽松的可能性不高，总体认为政策会延续之前温和刺激的基调。

图 1：从词云图看，买方机构讨论主要包括：“预期”“复苏”“政策”等



资料来源：富国基金，银华基金，汇丰晋信，金鹰基金，博时基金，广发资管，华夏基金，新华基金，瑞银资管，景顺长城，诺德基金，华泰柏瑞，贝莱德，上投摩根，汇丰中国，广发基金，招银理财，光大证券研究所绘制

表 1：买方机构关于国内宏观经济的讨论聚焦于两会、经济复苏、地产、和财政货币政策四个方面

话题	机构	时间	观点	一句话总结
两会	富国基金	2/26	今年是二十大后首次“两会”，主要工作或选举新一届政府有关，且去年二季度“上海疫情”形成低基数，经济增长压力较小，因此出台 强刺激政策的可能性较低 ，因此交易政策预期的资金也倾向提前获利了结。	两会前期待不高，政府工作报告整体符合预期。
	银华基金	2/28	两会即将召开，预计和二十大报告，中央经济工作会议重点支持的方向是 一致 的。	
	汇丰晋信	3/1	重点关注宏观政策方面的表态，如促进消费的支持政策、新老基建领域的可能进展、相关产业政策的 边际变化 可能带来的提振预期等。	
	金鹰基金	3/2	考虑到短期经济的边际修复较快，近期各地刺激内需的政策力度也并未明显增强，更强力度政策的推出或还需密切关注 4 月底的 政治局会议 。	
	金鹰基金	3/5	政府工作报告落地，基本 符合预期 。	
	博时基金	3/6	全年经济增长目标弱化经济复苏预期。	
	广发资管	3/6	政府工作报告 整体符合预期 ，PMI 显示经济环比恢复。	
经济复苏 (PMI 公布前)	富国基金	2/26	中期看，经济复苏或并非市场担心的“弱现实”而是“ 慢现实 ”，在二季度或能逐步兑现经济复苏。	2 月 PMI 数据公布前，市场总体认为经济复苏偏弱或者偏慢。
	华夏基金	2/27	很多微观调研可以得到相关的验证，现在经济正在从底部向上走，大部分企业的盈利在今年会出现比较明显的改善。	
	新华基金	2/27	整体偏克制的政策刺激力度决定了 弱复苏 的趋势，构筑成了市场顶部压制。	
	瑞银资管	2/28	尽管中国政府今年优先考虑经济增长，但强劲的复苏并非定局，如果没有更积极的政策， 复苏可能会弱于预期 。短期风险包括：中美局势紧张、季节性、政府刺激规模的不确定性、发达市场的衰退风险。可能忽视的长期风险包括：房地产的投资效应减弱、疫情后可支配收入稳定增长预期降低、人口老龄化和萎缩等。	
	景顺长城	2/28	当前处于本轮经济周期的 拐点 位置，在社融加速冲底之后将迎来上行周期，首先是疫情达峰后基建的场景打开， 工作量 真正开始 落地 并带动真实的 配套融资需求 ，再是 企业盈利 开始修复，拉动 内生融资需求 ，其次是地产的拖累开始减弱，预计后续高频数据改善仍有望对市场形成一定支撑。	
	诺德基金	2/28	今年 1 月份制造业及非制造业 PMI 指数均大幅跳升、重回扩张区间，亦显示出近期经济修复 较为强劲 。经历过去年末国内疫情的快速达峰阶段后，现如今居民对于疫情的恐慌情绪已出现根本性转变，进而日常生活等逐步恢复正轨，这将是今年 经济持续复苏 的基石。	
	华泰柏瑞	3/1	宏观经济自去年底企稳后，可能已在今年一季度全面转入回升阶段，而且回升势头偏强， 超出市场普遍预期 。	
经济复苏 (PMI 公布后)	金鹰基金	3/2	纵观防疫优化后的各国疫后情况，经济恢复往往呈现两阶段特征：第一阶段自发性脉冲式反弹，第二阶段趋于平缓甚至脉冲回落。各国自发性反弹持续约 3-5 个月，而后趋向缓和。借鉴海外经验来看，我国经济在经历 1-2 月修复过后，目前 自发性的脉冲修复阶段尚未结束 ，往后看也许等到 二季度中后期趋于缓和 。	PMI 数据公布后，市场对经济复苏的信心明显增强。
	瑞银资管	3/2	2023 中国经济增长重新成为 全球领跑者 ，对中国经济反弹最敏感的资产将从中受益。	
	贝莱德	3/6	中国将经历 6% 以上的井喷式增长，这个数字看上去非常强劲，但考虑到经济正在重启也就显得比较合理了。对此有所阻碍的是世界对中国出口产品需求的大幅下降，人口规模和地缘政治风险对中国在重新开放后保持 5% 以上的年增长率有所挑战。	
	上投摩根	3/6	强劲且大超预期的制造业 PMI，或意味着经济复苏开始从“强预期”走向“ 强现实 ”。当前中国仍处经济复苏早期阶段，单从基数角度看，今年中国经济的高点也应该至少在二季度甚至之后。	
	博时基金	3/6	目前已经公布的 PMI 和持续偏高的票据利率表明 2 月经济表现和金融数据可能不会太差，进入 3 月后经济复苏的进程仍将继续推进。	
	南方基金	3/12	目前经济已经呈现企稳改善的现象，出现“ 人流强复苏、需求弱复苏 ”局面，进一步验证 2023 年宏观周期方向向上，经济周期迈入新一轮上行区间。	
	华宝基金	3/13	市场从去年 Q4 开始就交易经济复苏，市场对经济复苏的方向较为明确，更需要关注后续社融数据的 延续性 及经济数据带来的 政策预期变化 。	
地产	广发资管	2/22	经济和开工仍处在景气低位、快速恢复的过程中，其中：出行恢复快，下游 地产偏慢但有一定空间和持续性 。	对地产看法总体偏积极。
	汇丰中国	2/23	住房销售将在未来几个月企稳，预计 房地产投资 将在 2023 年 回升 ，尽管是温和复苏。	
	诺德基金	2/28	随着内需逐步扩大、企业生产恢复正常，居民的预期收入将逐步恢复，叠加当前房地产政策出现的重大改善，我们比较看好今年国内 消费 行业及后续的 房地产投资 。	
	上投摩根	3/6	尽管近期大中城市地产成交迅速回暖，但房地产和建筑装饰板块自 2 月以来明显分化，暗示至少内资对地产复苏持续性仍有担忧，故选择以兼具“大基建属性（对冲出口）”和新时代背景下“央企价值重估”双重保险的建筑装饰来表达相对谨慎的复苏预期。	
政策	汇丰中国	2/23	会议重点可能是确保今年在稳增长政策的推动下实现稳健复苏。今年 财政政策 可能更具 扩张性 ，预计地方政府专项债券发行量将会上升。 货币 政策可能会提供流动性支持，预计政府将会加大对 新增长领域 的支持力度，以确保高质量、可持续的发展。	两会窗口期，对货币财政政策关注度提升，总体认为货币政策转向概率不大。
	广发基金	2/26	结合中央经济工作会议精神及本次货币政策执行报告来看，弱复苏的经济状况下货币政策仍然维持相对 偏暖 的政策态度， 结构性货币工具 是未来货币政策工具的重点。	
	新华基金	2/27	根据利率、M2 和有效社融，目前处于复苏转向过热场景，由宽货币宽信用转向稳货币宽信用，4 月政治局会议之前货币 政策转向概率不大 。	
	诺德基金	2/28	当前金融市场利率特别是银行间市场利率正逐步向政策利率回归，利率中枢明显抬升且波动性逐步增大，这表明 货币 政策或将正在 向中性收敛 。	
	银华基金	2/28	央行货币政策执行报告发布后，市场对货币政策进一步宽松的幅度 不乐观 。但预计今年宏观政策和产业政策利好会较多，在宽货币向宽信用转换的进程中，央行仍将呵护货币市场流动性的基本稳定。	
	汇丰晋信	3/1	在今年扩内需的大背景下， 货币 政策有望继续保持 稳健偏宽松 的基调，以结构性支持为主，保持流动性“合理充裕”。	
	招银理财	3/7	2 月国内 PMI 超预期走强，印证经济修复态势较好。两会召开进行中，政府工作报告对今年的 GDP 增速目标位于此前市场预期区间内偏低水平。预计 总量刺激政策温和偏弱 ，但结构性促销费与推动产业升级政策大概率维持积极。	

资料来源：富国基金，银华基金，汇丰晋信，金鹰基金，博时基金，广发资管，华夏基金，新华基金，瑞银资管，景顺长城，诺德基金，华泰柏瑞，贝莱德，上投摩根，汇丰中国，广发基金，招银理财，光大证券研究所整理

二、A 股：轮动行情有望收敛，中长期趋势向上

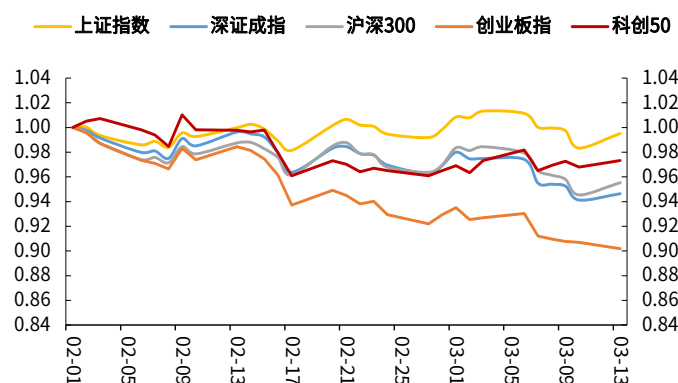
随着更多数据逐渐披露、两会正式召开、主要股指走出震荡行情，关于 A 股的讨论重点有所转移。我们发现，近期买方机构关于 A 股市场的讨论，大体可以分为三个问题：一是，经济修复进程如何影响股市，究竟是修复行情告一段落还是市场将逐步回暖；二是，稳增长政策能否进一步发力，两会预期落脚何处；三是，指数震荡、板块轮动的行情如何演变。

关于经济修复，大多数机构认为，随着更多的数据验证经济复苏，尤其是复苏斜率可能高于预期，对市场行情是一种向上拉动，这可能也是在推测市场长期走势时，多数机构认为中长期仍有向上空间的原因。

关于两会预期，就像前面我们提到的，机构对两会政策预期总体落在了偏低水平，此前期待稳增长进一步加码的政策预期并未落地。

结合以上两点，在股指走势偏震荡、市场主线不清晰、行业轮动加速的背景下，总体上看，买方机构对于市场后市走势的看法是：短期并无很强的上行动力，可能延续震荡走势或震荡向上，但随着市场预期逐步形成共识，轮动行情有望收敛，或转为结构性行情；从中长期看，市场更为乐观，认为在流动性充裕和经济复苏背景下，股市或步入上行趋势。

图 2：2 月以来，A 股市场主要指数整体呈震荡走势



资料来源：Wind，光大证券研究所（图中为每日收盘价绘制的净值曲线，基期 2023 年 2 月 1 日，更新至 2023 年 3 月 13 日）

图 3：总体看，买方机构对 A 股市场看法积极乐观

机构	时间	关键词	情绪
富国基金	2/19	“预期”转向“兑现”，短期催化有限	●
汇添富	2/24	短期市场风险偏好有所下降	●
富国基金	2/26	交易政策预期资金倾向提前获利了结	●
广发基金	2/26	基本面预期存在分歧	●
金鹰基金	2/26	行业轮动速度明显加快，3月有望达成共识	●
银华基金	2/26	市场并无系统性风险，性价比仍然相对占优	●
新华基金	2/27	“弱现实”预期逐步转向“不弱的现实”	●
招商基金	2/27	A股后续维持震荡走势	●
新华基金	2/27	短期可能通过震荡来消化前期较高的预期	●
华夏基金	2/27	依然处于主线不清晰	●
华夏基金	2/27	流动性非常充裕、资金有望进一步流入权益市场	●
泰康基金	2/28	预期的分歧或将逐渐弥合，中长期震荡向上趋势	●
安信资管	2/28	处于新一轮上涨前的酝酿阶段	●
华泰柏瑞	3/1	高斜率的宏观修复几乎能够使所有板块受益	●
招商基金	3/1	有望“再上一层楼”	●
金鹰基金	3/5	回调风险有限、或仍有结构性机会	●
博时基金	3/6	以结构性行情机会为主	●
泰康基金	3/6	中期市场趋势不悲观	●
银河基金	3/6	行业的频繁轮动有望收敛	●
华宝基金	3/6	中期市场或进入上行趋势格局	●
招银理财	3/7	预计指数仍有上行空间	●
永赢基金	3/10	快速轮动的状态一般持续时间不会太久	●
金鹰基金	3/12	盈利主导性将得到增强，市场有望凝聚新主线	●
南方基金	3/12	中期来看向上确定性高	●

资料来源：富国基金，汇添富，新华基金，华泰柏瑞，招银理财，博时基金，广发资管，招商基金，泰康基金，广发基金，金鹰基金，华夏基金，银河基金，银华基金，安信资管，华宝基金，永赢基金，南方基金，光大证券研究所整理（注：情绪等级分三类，红色代表乐观，黄色代表中性，绿色代表悲观）

表 2：总体上看，买方机构认为短期走势偏震荡，轮动行情有望转为结构性行情，中长期或步入上行趋势

话题	机构	时间	观点	一句话总结
经济修复	富国基金	2/19	当前市场的推动力由“预期”转向“兑现”，中期行情的走势仍与经济复苏力度密切相关，未来可关注高频经济数据验证的“现实强弱”和“两会”临近政策端提振的市场信心。	
	汇添富	2/24	国内经济复苏预期持续强化，尽管短期内市场风险偏好有所下降，但经济复苏背景下 A 股市场修复行情预计持续。	宏观经济复苏，尤其是近期更为乐观的复苏
	富国基金	2/26	若当前震荡后，随着 3 月中下旬部分经济数据披露，经济复苏“能见度”提升，市场有望重拾升势，且随着复苏的“慢现实”兑现而逐步回暖，这与 1、2 月预期推动的快涨行情有所不同。	斜率，有利于股市向上修复。
	新华基金	2/27	近半月来，地产销售、生产高频数据、出行链等都在改善，意味着地产正在填坑复苏、基建实体开工量扩大、居民就业端收入端在修复，原本“弱现实”（地产和外需）的预期逐步转向“不弱的现实”。	
	华泰柏瑞	3/1	高斜率的宏观修复几乎能够使所有板块受益，决定此时资金行为的不会一定是某条清晰的主线，更多可能是“补涨”和“拉估值”需求突出的资产，又或者是出现重大突破、行业内生动力有望上台阶的热门板块。	
	招银理财	3/7	短期经济修复态势预计维持偏强，股债性价比仍偏好，预计指数仍有上行空间。	

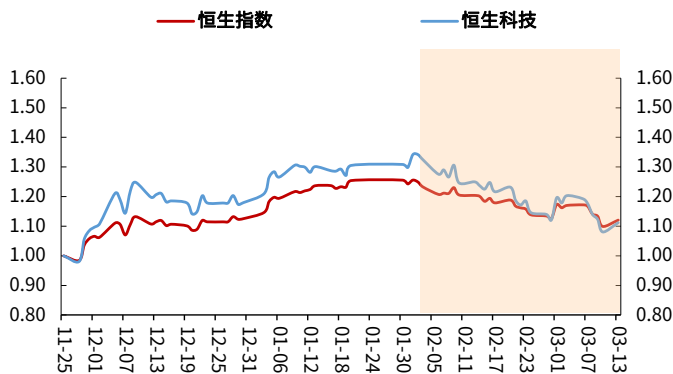
	易方达	3/13	股票市场的上行已经部分反映了经济修复预期，逐步将进入 验证阶段 。	
两会	富国基金	2/24	A 股存在一定日历效应，两会前后市场大概率上涨，小盘风格占优，两会前周期、公用板块相对占优，两会后 消费、地产 板块相对占优。从今年的地方政府工作报告来看，对促消费表述积极，共有十七个省市明确提出将恢复和扩大 消费 摆在优先位置。	两会前对政策预期不高，两会后认为政策向上驱动力不强。
	富国基金	2/26	出台强力刺激政策的可能性较低，因此交易政策预期的资金也倾向 提前获利了结 。	
	博时基金	3/6	全年经济增长目标弱化经济强复苏预期，同时货币政策回归常态下 A 股大幅提升估值空间有限，A 股仍以 结构性行情 机会为主。	
	广发资管	3/6	政府工作报告整体符合预期，PMI 显示经济环比恢复，中期市场趋势 不悲观 ，主要驱动因素包括：基本面疫后修复；房地产进一步获得自上而下的政策支持；美联储加息放缓，外部流动性压力呈缓解趋势；从估值吸引力来看，A 股仍有较高风险收益比。	
震荡	富国基金	2/19	前期由“预期”推动的“疫后复苏”行情或告一段落，进入 震荡期 。本轮行情的基础是国内经济复苏和海外紧	短期进入瓶颈期，后续或许维持震荡走势。
	招商基金	2/27	缩退坡，国内经济复苏的“兑现”短期催化有限，但美国 1 月通胀超预期使得紧缩预期有所修正。由于部分资金已经开始“止盈”，因此“预期”推动“疫后复苏”行情或告一段落。	
	新华基金	2/27	展望 A 股未来，随着年初以来的行情基本进入瓶颈期，短期内可能难以形成做多共识。中期看股指仍有向上空间，但外部环境扰动和海外通胀压力仍有隐患，领涨板块不够强势、板块轮动加剧。预计 A 股后续维持 震荡 走势。	
	泰康基金	2/28	3 月将迎来经济数据和财报数据披露，一则验证经济复苏成色，二则把握行业景气度变化， 短期 可能通过 震荡 来消化前期 较高的预期 。	
	南方基金	3/12	随着 3 月中旬 1-2 月经济数据公布，市场对于 预期的分歧或将逐渐弥合 ，市场也将会重新选择方向。经济复苏逻辑没有改变，决定了股市仍具备上行的基础，预计短期调整空间有限，不改 中长期震荡向上趋势 。	
轮动	广发基金	2/26	节后市场经历了近一个月的缩量调整，从市场状态来看，属于普涨之后的 交易型调整阶段 。短期来看，市场情绪量的层面有明显回落，但价的层面仍处于较高位置；同时 TMT 部分行业成交仍处于亢奋状态，因此 短期 判断市场将 维持震荡状态 。	轮动明显加快，主线仍不清晰，后续有望回到结构性行情。
	金鹰基金	2/26	市场波动加剧，行业 轮动 明显 加速 ，其背后反映的是投资者对于 基本面预期存在分歧 ，同时偏宽松的整体流动性和机构增量资金较少意味着 短久期资金 在短期市场中的定价占比更高。从历史经验来看，随着基本面信号更清晰，机构资金占比的提升会逐步提升基本面的定价权重。	
	华夏基金	2/27	今年以来 行业轮动速度明显加快 ，背后的原因可能是经济数据空窗期以及两会前政策空窗期下，市场对未来主线的不确定性。但市场主线在 3 月有望达成共识 ，国内增量资金有望得到底部回升，3 月行情不用过分悲观。	
	金鹰基金	3/5	虽然感受到了复苏，但是其实上涨的板块集中在高热度的板块，或者是新闻主题聚集的板块，这说明了市场依然处于 主线不清晰 的状况。	
	泰康基金	3/6	政府工作报告落地，基本符合预期，A 股在基本面支撑下，回调风险或有限，在外部流动性掣肘改善下，或仍能有 结构性机会 。	
	银河基金	3/6	展望后市，虽然市场颠簸加剧，行业轮动明显加速，相信伴随基本面实质性复苏得到更多高频数据验证、政策预期落地、企业财报陆续披露，市场 有望从板块快速轮动回到结构性行情中 。	
	永赢基金	3/10	市场在经历了年初以来的行业极致轮动后，二季度随着财报业绩披露，叠加后续国内政策发布、经济复苏前景更加清晰，行业的 频繁轮动有望收敛 ，市场也将重新关注景气驱动、基本面，下个阶段的主线也将逐渐浮现。	
	金鹰基金	3/12	从历史经验来看，在流动性发生大的变化或是投资主线出现之前，A 股市场都会呈现这种主题投资快速轮动的状态，但一般 持续时间不会太久 。后续居民资金更多流入房地产市场还是股票市场需要进一步观察，如果居民的 资产配置 发生变化，则可能带来市场投资主线的变化。	
	南方基金	3/12	3 月公布的 1-2 月经济数据将呈现疫后较好的修复，3-4 月的上市公司一季报窗口也将提升市场对基本面的关注度，届时 盈利主导性将得到增强 ，一改 2 月以来行业轮动较快，风偏估值主导的市场风格，市场有望 凝聚新主线 。	
	银华基金	2/26	对于短期市场，弱现实与强预期的组合仍难发生快速变化，因此倾向于 短期 市场会处于 结构平衡与轮动 的格局，单一板块的动量效应不会很突出。	
长期向上	华夏基金	2/27	市场并 无系统性风险 ，性价比仍然相对占优。随着复工复产的持续推进，基本面的情况也会更加清晰。	大环境是经济复苏，流动性较为充裕，中长期有向上空间。
	安信资管	2/28	从全社会层面来看， 流动性非常充裕 ，但是，由于利率水平处于长周期的下行通道，因此在全社会层面其实正面临“资产荒”。随着权益市场转暖，未来全社会的流动性有望转化为权益市场流动性，资金有望进一步 流入权益 市场。	
	招商基金	3/1	经济复苏仍在延续，且存在超预期的可能。由经济数据驱动社会风险偏好提升是未来大概率事件，市场处于 下一轮上涨前的酝酿阶段 。维持中长期乐观的判断，也维持重仓股轻指数的短期判断。	
	华宝基金	3/6	伴随宏观经济向好，上市公司的盈利有望逐季探底回升。当前 A 股主要指数估值已处于历史相对低位，接下来在盈利回升预期和低估值双轮驱动下，权益市场有望“ 再上一层楼 ”。	
	南方基金	3/12	短期进入国内经济数据窗口期，数据的不确定性或将压制风险偏好。全年来看，大环境下经济复苏方向确定，资金较为充沛， 中期市场或进入上行趋势格局 ；今年更多是 均衡轮动 行情，建议关注反转。 中期 来看， 宏观和估值 两个维度均支撑市场进一步 上行 ，改变市场快速轮动状态需要看到新的交易主线出现，尽管宏观处于弱现实状态，但中期来看 向上确定性高 ，对经济敏感的大盘与价值板块有望受益，建议重点关注地产竣工链环节。	

资料来源：富国基金，汇添富，新华基金，华泰柏瑞，招银理财，博时基金，广发资管，招商基金，泰康基金，广发基金，金鹰基金，华夏基金，银河基金，银华基金，安信资管，华宝基金，永赢基金，南方基金，易方达基金，光大证券研究所整理

三、港股：短期或有波动，但长期依然向好

本次报告撰写中，我们发现，买方机构关于港股的看法和逻辑并未发生较大变化。目前，市场普遍关注国内经济修复和国外流动性改善，而近期港股波动有所加剧的原因，买方机构普遍认为是市场对美联储加息预期波动造成美元指数反弹导致。展望看，买方机构仍然认为，国内经济修复叠加美联储加息节奏趋势性向好，港股中长期趋势向上，此外，汇丰晋信（2月27日）表示，“随年报季到来，市场核心矛盾有望由长端利率主导转向盈利主导”。

图 4：2 月以来，港股主要指数整体呈下行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所（图中为每日收盘价绘制的净值曲线，基期为 2022 年 11 月 25 日，更新至 2023 年 3 月 13 日）

图 5：总体上看，买方机构对港股看法依然偏乐观

机构	时间	关键词	情绪
汇添富	2/24	外部环境因素有所缓解、比较有信心	●
广发基金	2/26	暂歇而非趋势逆转	●
华夏基金	2/27	全年配置港股优质科技公司的逻辑不变	●
华夏基金	2/27	近期下跌主要是市场层面的因素	●
汇丰晋信	2/27	全年港股可能先抑后扬	●
华泰柏瑞	3/1	恒生科技可能正对“收复失地”跃跃欲试	●
上投摩根	3/1	2月份调整后的港股的配置价值反而更高	●
景顺长城	3/1	中期上行趋势保持不变	●
汇丰晋信	3/3	或将迎来盈利和估值的双重修复	●
华宝基金	3/6	从中期角度看港股有多重利好	●
博时基金	3/6	盈利磨底的背景下港股或仍呈现较大波动	●
易方达	3/13	从调整的幅度与时间看，可能已经接近尾声	●

资料来源：华夏基金，华泰柏瑞，上投摩根，华宝基金，广发基金，博时基金，汇添富，汇丰晋信，景顺长城，易方达基金，光大证券研究所整理（注：情绪等级分三类，红色代表乐观，黄色代表中性，绿色代表悲观）

表 3：买方机构普遍认为，港股短期或有波动，但长期依然向好

话题	机构	时间	观点	一句话总结
经济修复	华夏基金	2/27	港股科技股市场在农历春节后经历了比较大的回撤，但从全年来看，经济修复和美联储加息节奏的 趋势性向好 ，这一大背景下支持我们全年配置港股优质科技公司的逻辑不变。	国内经济修复有望逐渐兑现，对港股利好逻辑不变。
	华泰柏瑞	3/1	随着中国宏观复苏进度加快（ 预期与现实走向平衡 ），恒生科技可能正对“收复失地”跃跃欲试。	
	上投摩根	3/1	中国仍处经济 复苏早期 阶段，远称不上利好已经兑现的程度。从预期向现实转换的过程中，一波三折本就是常态，在经济复苏逻辑有望在未来数月 逐渐兑现 的背景下，坚持认为 2 月份调整后的港股的 配置价值反而更高 。	
	华宝基金	3/6	从中期角度而言，看好港股，因为港股有多重利好：1、海外紧缩预期缓和；2、国内稳增长预期改善；3、国内地产政策缓和：港股中地产板块占比超过三成，此前港股暴跌与地产暴雷、国内房住不炒总基调有关，港股地产处于高度承压状态，目前地产融资端、需求端不断迎来利好，港股也迎来喘息机会。	
下跌	广发基金	2/26	近期 美债利率和美元 快速上行对港股的负面冲击较大，但倾向于认为，当前市场的调整更多是反弹过程中的暂歇，而非 趋势逆转 。	短期由于美联储加息预期变动，港股阶段性波动较大。
	华夏基金	2/27	近期的下跌与企业基本面关系不大，主要是 市场层面 的因素所导致的。一方面是海外市场对美联储加息预期博弈加剧， 美元指数 反弹压制港元汇率；另一方面是港股机构投资者占比高，可以做空导致了投资者的行为和 市场波动特征 的巨大差异。	
	博时基金	3/6	盈利磨底的背景下，港股或仍呈现 较大波动 ，待年中 盈利触底 反弹与海外 停止加息 ，流动性进一步宽松再度共振时，港股更具确定性。	
	易方达	3/13	港股历史上呈现较强的春节后调整的季节性，今年也是如此，但从调整的幅度与时间看，可能已经接近尾声。在海外市场整体流动性收紧接近尾声，中国经济基本面逐步改善，较低的估值起点，这三个宏观大背景下，看好港股今年的表现。	
修复	汇添富	2/24	从中长期来看，对港股的表现比较 有信心 。市场最核心的价值来自于企业，从估值修复空间来看，风险溢价会影响估值，但压制港股的外部环境因素有所缓解，企业利润方面，修复情况空间较大。	短期存在一定风险，但对港股依然长期看好。
	汇丰晋信	2/27	市场的表现基本和节前判断的相吻合，由于基本面的修复可能需要更进一步的数据验证，因此我们仍维持全年港股可能 先抑后扬 的判断，在看好港股全年表现的同时，也会关注港股市场的短期风险。后续随年报季到来，市场核心矛盾有望 由美债长端利率主导转向盈利主导 。	
	景顺长城	3/1	港股修复将有“三层台阶”，风险偏好改善、估值修复和盈利修复分别起到阶段性主导作用。从目前来看，当前港股处于“ 估值修复 ”阶段，二季度或有望迎来盈利修复主导的第三阶段。短期受中美关系反复以及美联储紧缩预期升温影响，港股或有所波动，但港股 中期上行 趋势保持不变。	
	汇丰晋信	3/3	随年报季到来，市场核心矛盾有望由 长端利率主导转向盈利主导 ，港股市场或将迎来盈利和估值的双重修复。站在当前来看，港股市场机会大于风险。	

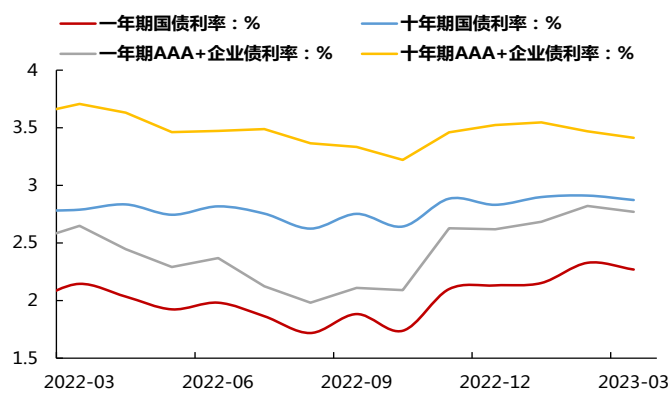
资料来源：华夏基金，华泰柏瑞，上投摩根，华宝基金，广发基金，博时基金，汇添富，汇丰晋信，景顺长城，易方达基金，光大证券研究所整理

四、债市：经济复苏背景下，多数认为债市整体承压

近期债市观点并未发生显著变化，主要因素还是经济复苏的宏观环境，多数机构认为，随着经济复苏逐步兑现，债券收益率存在上行风险，但也有机构提到，“受潜在增速和杠杆限制，中枢抬升的高度或有限”，安信资管在 3 月 7 日表示，“后续还需要观察基本面修复速率或可持续性”。

在配置上，多家机构表示建议以息票策略为主，广发资管（3 月 6 日）还表示，“性价比高的银行资本债或可考虑”。

图 6：3 月债券市场利率有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（更新至 2023 年 3 月 13 日）

图 7：买方机构整体对国内债券市场看法偏空

机构	时间	关键词	情绪
安信资管	2/21	配置短久期高等级票息资产	●
永盈基金	2/21	可能存在一定回调压力	●
招商基金	2/27	债市的不利因素在增多	●
诺德基金	2/28	债市面临较为显著压力、处于窄幅震荡中	●
安信资管	2/28	短期内保持观望和谨慎态度	●
金鹰基金	3/5	债券收益率仍有再次上行风险、空间有限	●
华宝基金	3/6	收益率随着基本面的逐步好转可能出现中枢抬升	●
广发资管	3/6	性价比高的银行资本债或可考虑	●
博时基金	3/6	短端利率可能变化不会太大，中长端可能会有所上行	●
招银理财	3/7	短期国内经济增速目标带动下债券利率或有所下行	●
安信资管	3/7	短期内保持观望和谨慎态度，长端利率震荡偏弱	●
施罗德交银理财	3/8	债券市场仍以震荡走势为主基调	●
金鹰基金	3/12	经济复苏周期债券收益率有再次上行风险、考虑基本面背景上行空间有限	●
易方达	3/13	努力实现票息收益、积极关注结构性策略带来的投资机会	●

资料来源：金鹰基金，富国基金，博时基金，安信资管，华宝基金，诺安基金，广发资管，易方达基金等，光大证券研究所整理（注：情绪等级分三类，红色代表乐观，黄色代表中性，绿色代表悲观）

表 4：经济复苏背景下，多数买方机构认为债市整体承压

话题	机构	时间	观点	一句话总结
经济修复	招商基金	2/27	展望后市，近期资金利率中枢略有抬升、波动加大、分层加剧，同时经济处于修复进程中，债市的不利因素在增多。	经济复苏背景下，债市整体承压。
	诺德基金	2/28	在国内经济逐步修复的背景下，未来金融市场风险偏好会有明显提升，权益市场将明显受益，债市则面临较为显著压力。由于每年 1 月至 2 月经济数据均存在真空期，再叠加以银行为主的金融机构有“早配置早收益”的传统，因此目前债市仍处于窄幅震荡行情中。	
	华宝基金	3/6	近期市场关注点在于经济修复情况和两会政策，资金面扰动也较大。方向上来看，目前疫情+地产两大核心矛盾转变，均在向偏不利方向演进，中期趋势对债市偏不利；债券收益率随着基本面的逐步好转可能出现中枢抬升，今年债券的无风险利率中枢有上行压力；但受潜在增速和杠杆限制，中枢抬升的高度或有限。	
	安信资管	3/7	基本面方面，从近期高频数据来看，较高的基本面景气度在 3 月有望延续。从 PMI 公布后的市场反应来看，当前市场对于基本面改善的利空比较钝化，后续还需要观察基本面修复速率或可持续性，如果出现复苏提速和持续的信号，长	

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53315

