

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

崔紫涵

研究助理

cuiyizhan@sczq.com.cn

电话：86-10-81152670

相关研究

- 经济温和复苏，关注海外风险
- 美联储 3 月议息会议点评：中性加息，边走边看
- 宏观经济周报：降准影响有限，海外因素主导

- 中国 3 月官方制造业 PMI 录得 51.9，预期 51.5，前值 52.6；3 月服务业 PMI 录得 56.9，前值 55.6，3 月建筑业 PMI 录得 65.6，前值 60.2。制造业、非制造业均超预期，修复进入后半程，分化明显扩大，制造业 PMI 修复斜率降低，但服务业、建筑业修复斜率均有所抬升。服务业可能受益于促消费政策保持高增，建筑业的强劲可能与政策发力前置，房地产的销售、投资、竣工数据全面回暖有关。
- 国务院总理李强在海南博鳌亚洲论坛表示，3 月份经济表现比 1、2 月份更好。考虑到历史上春节后次月 PMI 各个分项均有明显回升，2 月的高基数可能受到春节效应的影响，3 月制造业 PMI 尽管较 2 月下滑，但仍高于 1-2 月均值。
- 供需延续高景气，整体生产强于需求，但二者读数较上月均有下滑。由于 2 月生产端修复较为强劲，均值回归导致 3 月下滑更多，但供需缺口有所缩窄，供需进一步平衡。生产端的快速扩张有所放缓，采购量持平于上月，原材料停止补库，同时产成品库存开始去化，说明企业的产品交付量有所提高。另外，从经济新动能指数（新订单-产成品）同样可以看出，新订单环比降幅小于产成品库存降幅，说明在过去订单的支撑下，内需依旧坚挺。
- 将本轮疫后修复（2022.12 以来）与上一轮疫后反弹（2022.4-2022.10）作类比，可以明显看出本轮的修复斜率更高。砸坑时两轮 PMI 低点数据相近，2022.12 和 2022.4 制造业 PMI 分别为 47 和 47.4，但上一轮反弹两月后仅仅持平于前高，随即跌落荣枯线以下，后续维持窄幅震荡。本轮同样是反弹两月后下滑，但远超前高，目前内需依旧是经济的主要拉动项，伴随经济回归常态化，未来高斜率修复或许难以为继。
- 3 月 31 日 9:30，PMI 发布后市场反应较为一致，股强债弱，但幅度较小。本周国内高频数据高位运行，股市整体窄幅微涨。受到央行大额投放 OMO 影响，债市多头情绪回暖，10 年国债活跃券收益率震荡下行约 1BP。海外方面，银行危机逐渐止息，全球股市明显反弹，其中德国 DAX 涨超 4%，基本恢复至危机之前，原油也迎来久违大涨，美债收益率本周收涨 10BP，但仍明显低于之前点位。
- 往后看，经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。未来的变数在于海外经济和资本市场的变化。随着全球经济弱修复，股市中枢仍有小幅上升的空间。风险在于美国加息不确定性及全球地缘政治的变化。

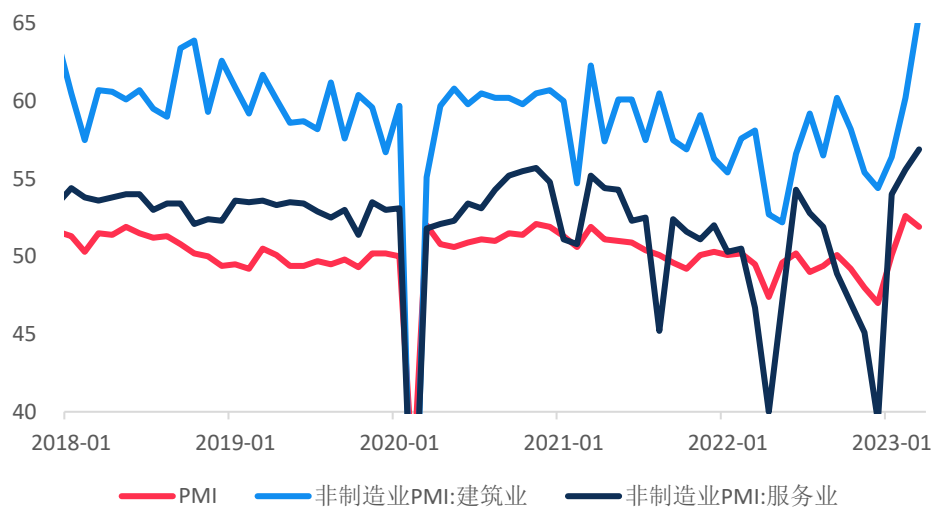
风险提示：疫情走势超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 3 月 PMI 延续强劲，高斜率修复或难为继

中国 3 月官方制造业 PMI 录得 51.9，预期 51.5，前值 52.6；3 月服务业 PMI 录得 56.9，前值 55.6，3 月建筑业 PMI 录得 65.6，前值 60.2。

制造业、非制造业均超预期，经济修复进入后半程，行业分化明显扩大，制造业 PMI 修复斜率降低，但服务业、建筑业修复斜率均有所抬升，服务业可能受益于促消费政策保持高增，建筑业的强劲可能与政策发力前置，房地产的销售、投资、竣工数据全面回暖有关。

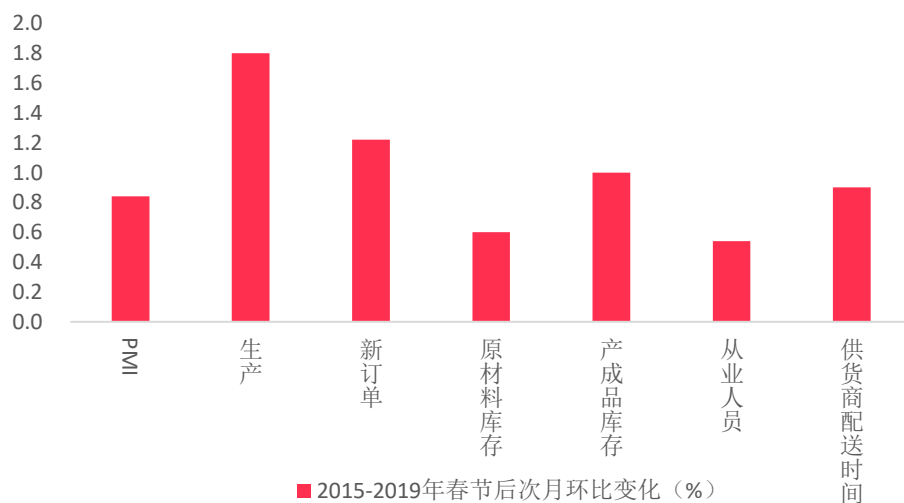
图 1：制造业 PMI 修复斜率降低（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

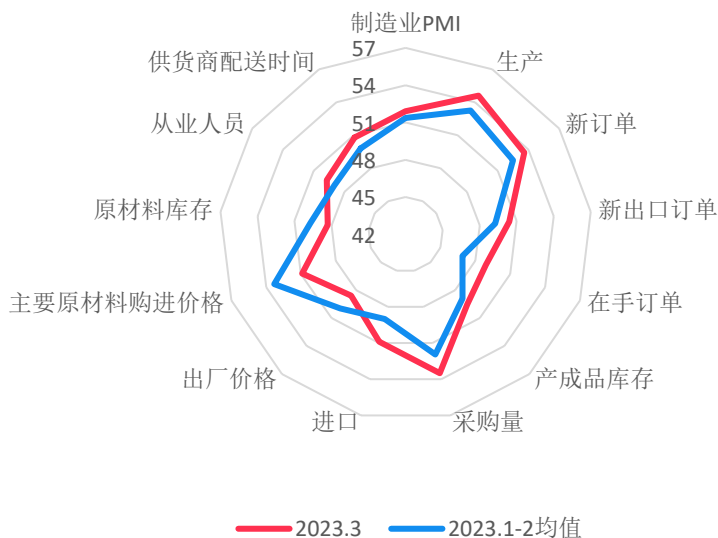
国务院总理李强在海南博鳌亚洲论坛表示，3 月份经济表现比 1、2 月份更好。考虑到历史上春节后次月 PMI 各个分项均有明显回升，2 月的高基数可能受到春节效应的影响，3 月制造业 PMI 尽管较 2 月下滑，但仍高于 1-2 月均值。

图 2：春节效应（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

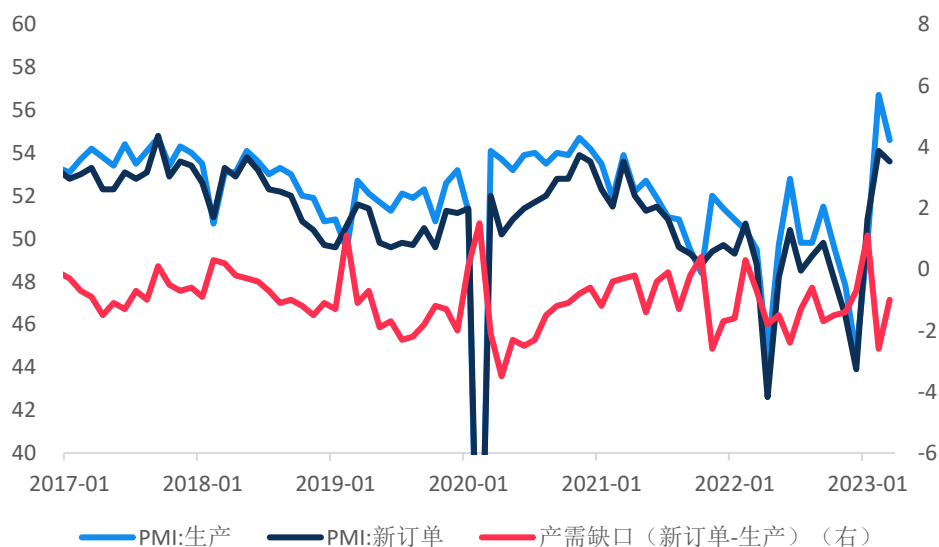
图 3: 3 月不比 1-2 月弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

供需延续高景气，整体生产强于需求，新订单、生产指数分别录得 53.6 和 54.6，但读数较上月均有下滑，新订单、生产指数环比分别回落 0.5 和 2.1 个百分点。由于 2 月生产端修复较为强劲，均值回归导致 3 月下滑更多，产需缺口缩窄，供需进一步平衡。

图 4: 生产强于需求，但产需缺口缩窄 (%)

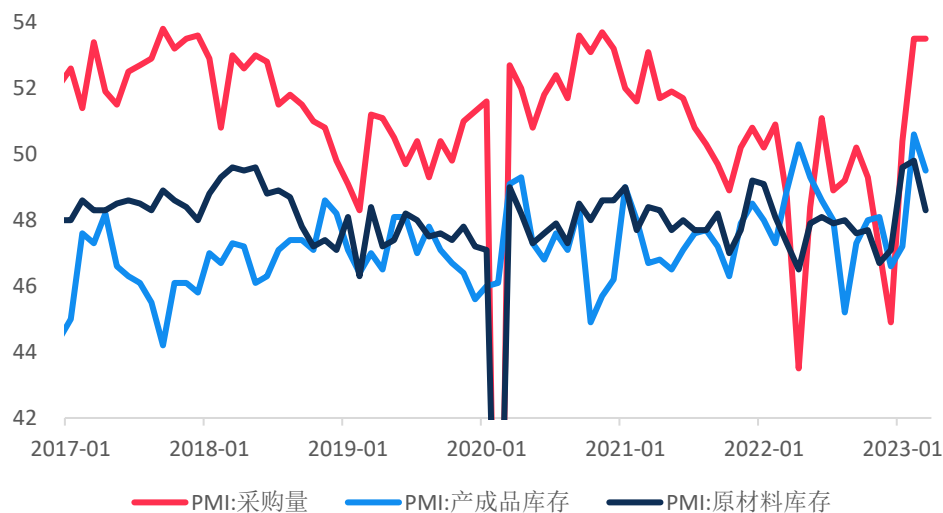


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

生产端的快速扩张有所放缓，采购量持平于上月，录得 53.5，原材料停止补库，录得 48.3（前值 49.8），同时产成品库存开始去化，录得 49.5（前值 50.6），说明企

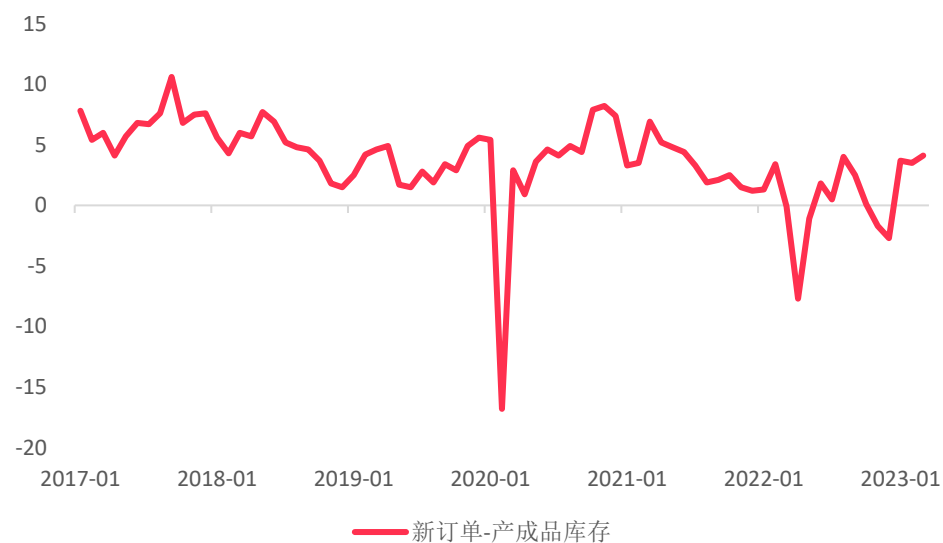
业的产品交付量有所提高。另外，从经济新动能指数（新订单-产成品）同样可以看出，新订单环比降幅小于产成品库存降幅，说明在过去订单的支撑下，内需依旧坚挺。

图 5：补库转为去库（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

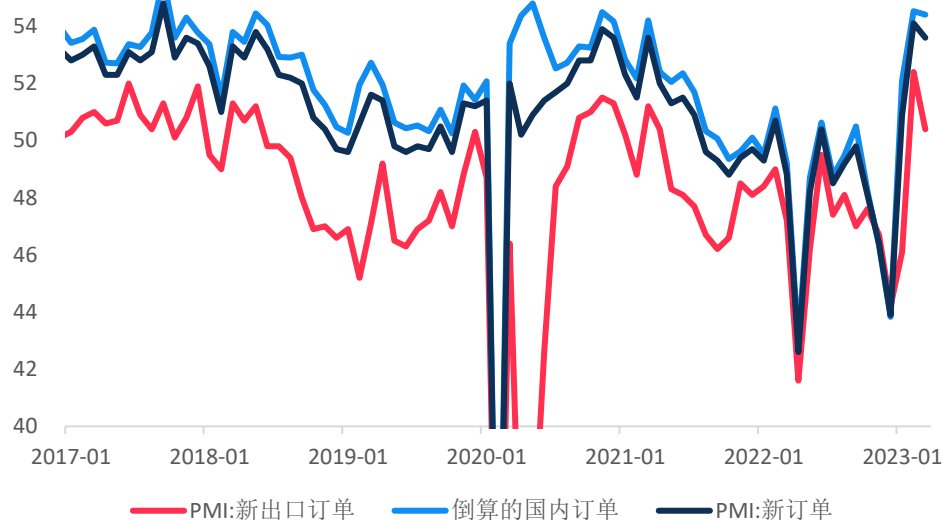
图 6：内需坚挺，新订单降幅小于产成品库存（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

新出口订单环比下降 2.0 个百分点至 50.4，倒算的国内订单则仅下降 0.1 个百分点至 54.4，说明内需仍是目前国内经济的主要拉动项。

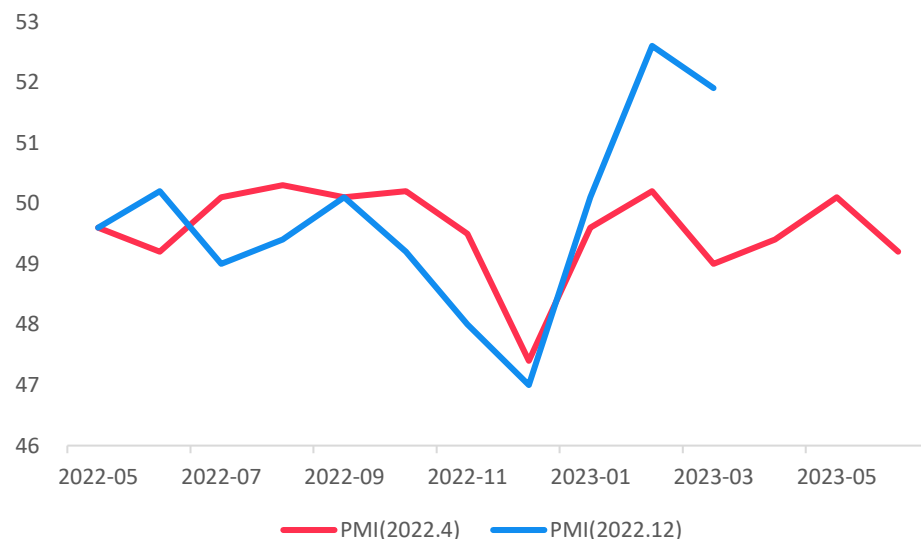
图 7：内需强于外需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

将本轮疫后修复（2022.12 以来）与上一轮疫后反弹（2022.4-2022.10）作类比，可以明显看出本轮的修复斜率更高。砸坑时两轮 PMI 低点数据相近，2022.12 和 2022.4 制造业 PMI 分别为 47 和 47.4，但上一轮反弹两月后仅仅持平于前高，随即跌落荣枯线以下，后续维持窄幅震荡。本轮同样是反弹两月后下滑，但远超前高，伴随经济回归常态化，未来高斜率修复或许难以为继。

图 8：本轮修复明显较 2022.4 更高（%）

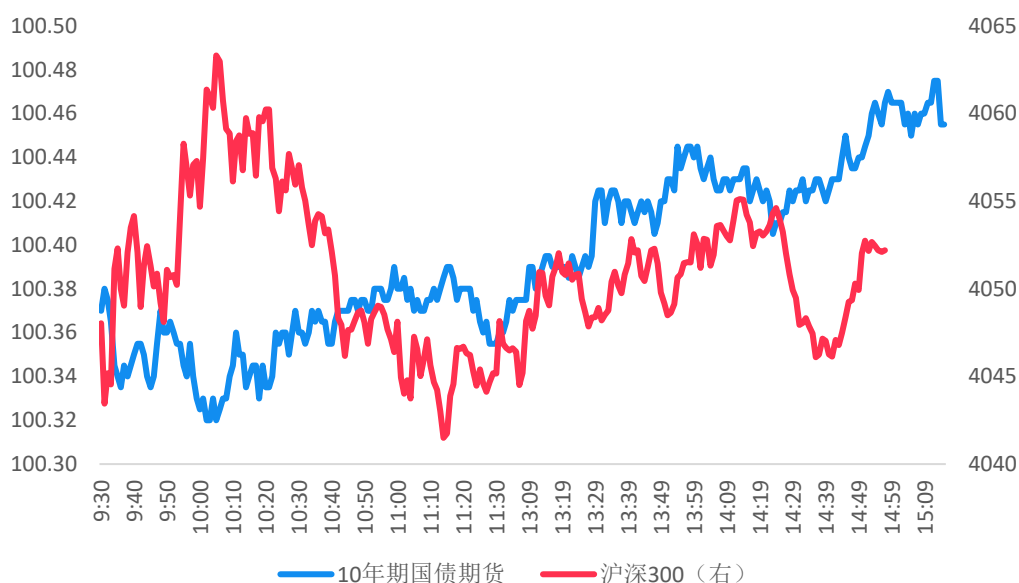


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 短期海外银行风波暂缓，市场走强

3 月 31 日 9:30，PMI 数据发布后市场反应较为一致，股强债弱，但幅度较小，股市高开后震荡走高，沪深 300 收涨 0.31%，国债 10 年期活跃券 230004 收益率上行 0.5BP 后维持震荡，受跨季资金面异常宽松影响，午盘后一路下行，而后收跌 0.75BP。

图 9：3 月 31 日市场反应一致，股强债弱

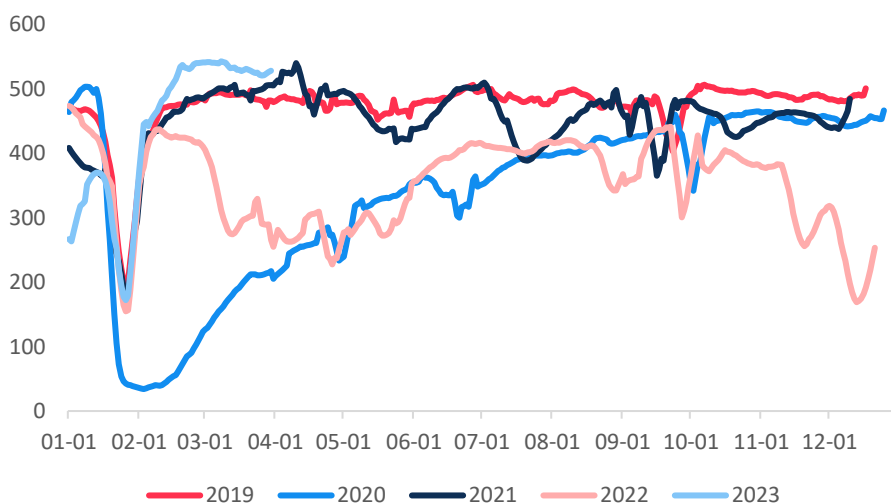


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

本周国内 PMI 数据显示，基本面延续修复的态势，同时居民出行和地产消费等高频数据没有进一步的表现。总理表态 3 月经济的情况比 1、2 月更好，一定程度上激发了市场热情。本周股市整体窄幅微涨，万得全 A 累计上涨 0.27%，沪深 300 涨幅为 0.59%，上证 50 涨幅为 0.33%，社服、食品饮料板块表现优异，房地产、建材板块调整明显。受到央行大额投放 OMO 资金面宽松影响，债市多头情绪回暖，10 年国债活跃券 230004 收益率震荡下行约 1BP，最终收于 2.85%。

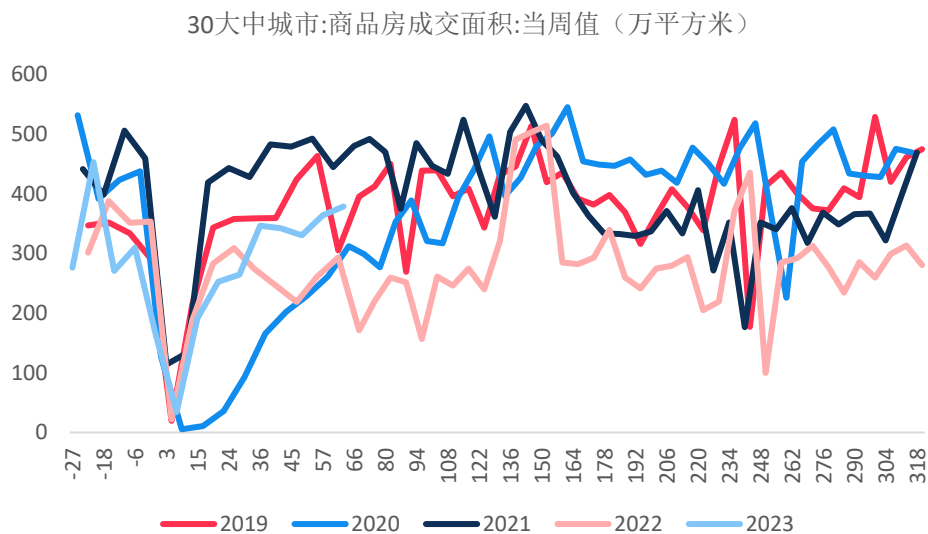
图 10：地铁平均客运量保持高位（万人次）

全国主要城市地铁平均客运量：7MA



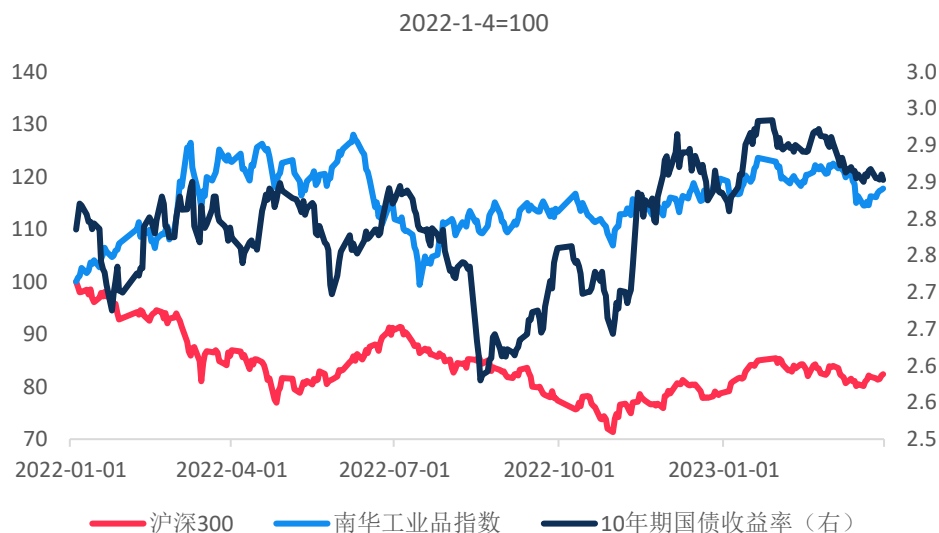
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：30 大中城市:商品房成交面积:当周值（万平方米，经春节调整）



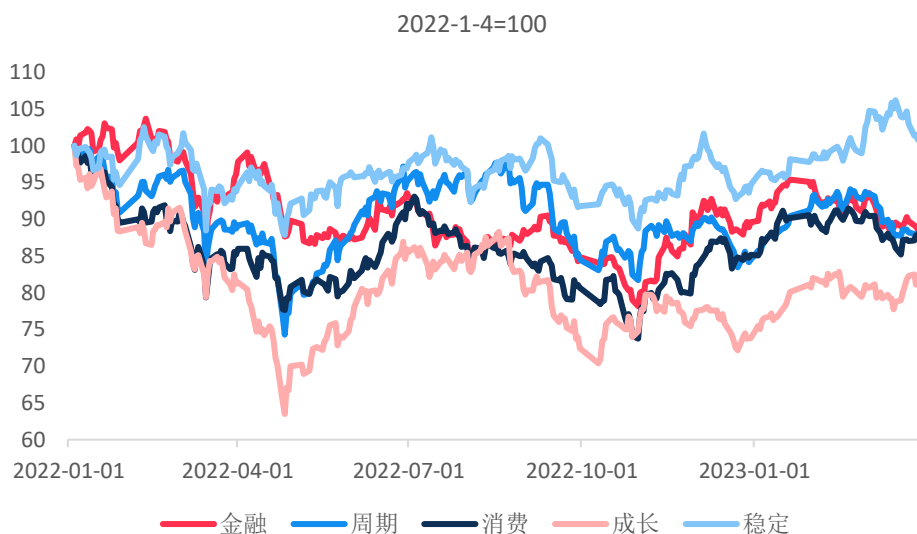
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：股债商均走强（bp）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13：中信风格指数消费明显走强

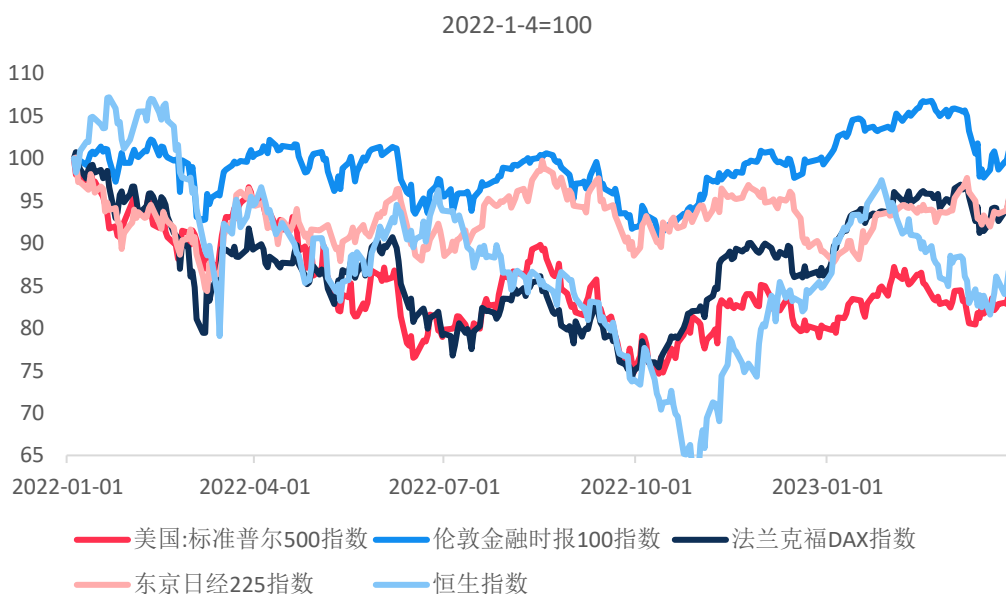


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3月27日美国第一公民银行宣布两折收购硅谷银行部分资产，由于可以从FDIC低息借款、实现贷款损失分摊以及扩大自身业务范围等，消息公布后当日第一公民银行股价大涨54%，一定程度上提振了市场信心。

目前看银行危机逐渐止息，全球股市明显反弹，其中德国DAX涨超4%，基本恢复至这一轮危机之前的点位，原油也迎来久违大涨，美债收益率本周收涨10BP，但仍明显低于之前点位。另外，周五晚间美国核心PCE不及预期，市场预期美联储可能结束加息，PCE公布后十年期美债收益率转降。

图 14：外盘股市明显反弹



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

表 1：海外大类资产表现

		本周涨跌幅 (3.27-3.31)	上周涨跌幅 (3.20-3.24)
商品	ICE布油	7.1%	2.9%
	COMEX黄金	0.3%	-0.6%
	COMEX铜	0.3%	4.6%
外汇	美元兑人民币	0.0%	-0.3%
	美元指数	-0.5%	-0.7%
股市	德国DAX	4.5%	1.3%
	法国CAC40	4.4%	1.3%
	标普500	3.5%	1.4%
	纳斯达克指数	3.4%	1.7%
	道琼斯工业指数	3.2%	1.2%
	英国富时100	3.1%	1.0%
	韩国综合指数	2.6%	0.8%
	恒生指数	2.4%	2.0%
	日经225	2.4%	0.2%
	富时中国A50期货	1.4%	1.6%
	比特币期货	3.7%	2.9%
其他	VIX指数	-14.0%	-14.8%
债市	UST 10YR美国国债 (BP)	10.1	-6.6
	UST 2YR美国国债 (BP)	27.1	-7.9

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

目前看，海外资本市场形势明显缓和，这一轮危机似乎已近尾声，但未来的不确定性依然值得关注。国内形势整体变化不大，市场的观望气氛依然浓厚，股债大体仍然维持震荡格局，缺乏整体性行情，结构和个股机会更为重要。

往后看，经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。未来的变数在于海外经济和资本市场的变化。随着全球经济弱修复，股市中枢仍有小幅上升的空间。风险在于美国加息不确定性及全球地缘政治的变化。

风险提示：疫情走势超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现