



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《银行业暴雷风险未消，美国惯于“祸水他引”》 - 2023.03.26

宏观研究

经济慢复苏，冷热不均仍需政策支持

● 核心观点

2月以来市场持续低迷，与经济预期弱复苏叠加政策预期弱有一定关系，但是结合政府工作报告及近期领导表述来看，实际经济增长并不会低。偏弱的市场预期需要强劲的数据扭转，3月中采PMI可能正是即将到来的扭转预期的证据之一。拆解数据，我们有以下三点理解：第一，经济景气连续2个月维持高位，内需持续复苏。第二，内部冷热不均现象持续存在，外需走弱，消费缓慢复苏。第三，稳就业、去库存、通缩压力需要稳增长政策持续发力。尤其是在房地产市场，施工端复工主要集中在部分区域的烂尾存量房，要确保房地产市场企稳回升，需要政策的进一步支持。我们继续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、新能源（主要是氢能领域）、军工领域的机会。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	9
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	12
3 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 3 月经济景气维持较高水平	5
图表 3: 供需两端持续复苏.....	5
图表 4: 螺纹钢主要钢厂开工率.....	7
图表 5: 石油沥青装置开工率.....	7
图表 6: 全国水泥价格指数.....	7
图表 7: 100 大中城市土地成交溢价率	7
图表 8: 工业企业盈利承压.....	8
图表 9: 十大城市地铁平均客运量.....	8

1 大类资产表现

3月第五周，大宗商品价格普遍上涨。美债收益率反弹，美股续涨；美元指数走弱，人民币汇率走贬；中债收益率下行，A股上涨。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/3/24	2023/3/31	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	74.99	79.77	-7.1%	6.4%
WTI原油	美元/桶	80.26	69.26	75.67	-5.7%	9.3%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,983.80	1,986.20	8.8%	0.1%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,927.00	8,935.00	6.5%	0.1%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,265.00	2,336.50	-1.0%	3.2%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	4,265.00	4,292.00	3.1%	0.6%
美国国债						
					基点变动	
美债2Y		4.41	3.76	4.06	-35	30
美债10Y		3.88	3.38	3.48	-40	10
标普500		3839.5	3970.99	4109.31	7.0%	3.5%
外汇						
美元指数		103.4895	103.106	102.597	-0.9%	-0.5%
美元兑离岸人民币		6.9210	6.8707	6.8741	-0.7%	0.0%
中债						
1年中债		2.1491	2.2783	2.2582	10.91	-2.01
10年中债		2.8436	2.8763	2.8563	1.27	-2.00
A股						
上证综指		3089.26	3265.65	3272.86	5.9%	0.2%
沪深300		3871.63	4027.05	4050.93	4.6%	0.6%
创业板指		2346.77	2370.38	2399.50	2.2%	1.2%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

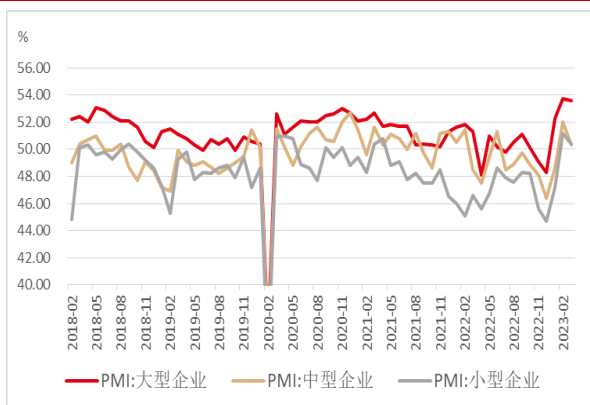
2月以来市场持续低迷，与经济预期弱复苏叠加政策预期弱有一定关系，但是结合政府工作报告及近期领导表述来看，实际经济增长并不会低。偏弱的市场预期需要强劲的数据扭转，3月中采PMI可能正是即将到来的扭转预期的证据之一。拆解数据，我们有以下三点理解：

第一，经济景气连续2个月维持高位，内需持续复苏。3月中采制造业PMI为51.9%，较2月下降0.7个百分点，但维持在2012年以来的较高景气水平。对比春节位置相似的2017年、2022年3月分别环比上升0.2个百分点、下降0.7

个百分点，因此，3月经济景气相对于春节后2月高点回落，存在季节性因素的影响。从五个扩散指数来看，均出现小幅下行，但是维持在较高水平。其中，生产分项为54.6%，新订单分项为53.6%，虽较2月回落，但均为2020年12月以来次高，反映3月以来供需两端的复苏持续。

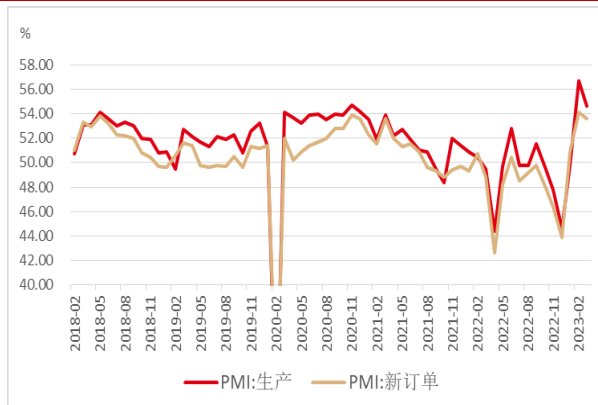
国企景气度持续高位运行。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别较2月下月下降0.1、1.7、0.8个百分点至53.6%、50.3%和50.4%。大型企业景气基本平稳，持续高位运行，可能与基建投资持续较快增长有关。统计局提到，大型企业生产指数和新订单指数均位于55.0%以上较高景气区间，恢复发展动能较强。另外，1-2月全国规模以上工业企业利润总额同比下降22.9%，较去年12月同比-6.6%降幅扩大，其中国有控股企业，国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业利润总额同比分别为-17.5%、-19.4%、-19.9%，国企盈利持续领先。而1-2月国企利润总额同比增长9.9%，较2022年的-5.1%显著改善，在工业企业以外，国企盈利改善可能更加明显。此外，小型企业则在时隔21个月重回荣枯线以上之后，连续两个月维持在扩张区间，对比此前的连续收缩，小型企业景气状况也不错；中型企业景气回落最明显，由高位水平降至略高于近年来中枢水平的位置。

图表2：3月经济景气维持较高水平



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：供需两端持续复苏



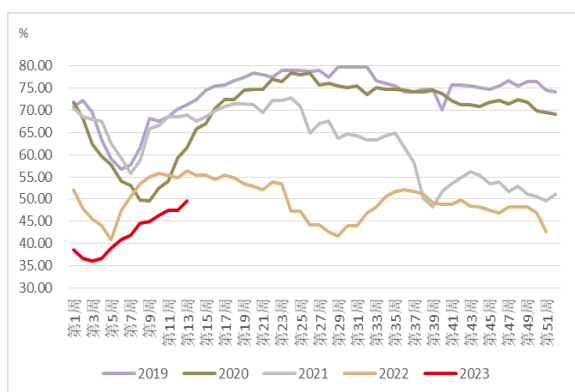
资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，内部冷热不均现象持续存在，外需走弱，消费缓慢复苏。分行业看，3月装备制造业、高技术制造业、高耗能行业和消费品行业PMI分别为53.0%、51.2%、51.1%和51.9%（上月分别为54.5%、53.6%、51.6%、51.3%），高技术制造业、装备制造业降幅较大。

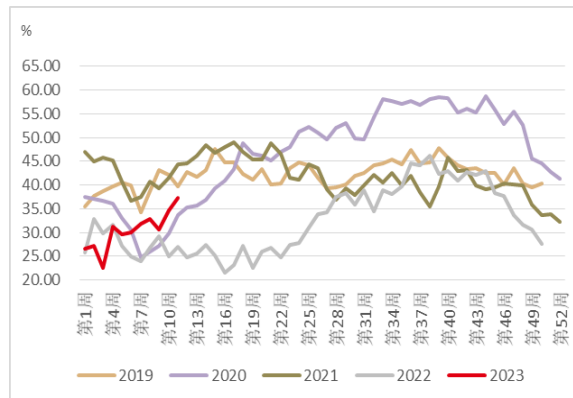
——根据《高技术产业（制造业）分类（2017）》，高技术产业（制造业）是指国民经济行业中 R&D 投入强度相对高的制造业行业，包括医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。统计局同时显示，装备制造业包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业共 8 个大类行业。

——统计局表示，3 月非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业生产、新订单分项均升至 57.0% 及以上较高景气区间，行业产需加快释放。食品及酒饮料精制茶、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数位于 60.0% 以上高位景气区间，相关企业对市场发展前景看好。另外，1-2 月铁路船舶航空航天设备制造业、电气机械器材制造业利润累计同比分别达到 64.8%、41.5%，均较 2022 年利润增速明显提高；计算机通信和其他电子制造业利润累计同比则大幅放缓至-77.1%。上述盈利好、景气高的行业普遍与内需相关度高，下滑幅度偏大的行业则受外需影响较大，例如电子产品制造业的低迷与此前海外宅经济爆发，透支需求有一定关系。因此，**高技术制造业、装备制造景气度的回落，可能与外需走弱，防疫物资、电子产品出口放缓有关。**实际上，3 月新出口订单分项为 50.4%，较 2 月下降 2 个百分点，超出新订单分项 0.5 个百分点的降幅，反映外需确在走弱。

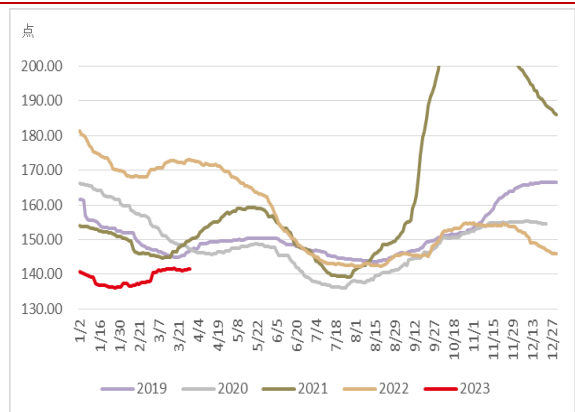
高耗能行业景气则维持高位，相关行业大部分属于基础原材料，受中下游需求拉动明显，验证内需持续复苏。其中，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业采购量指数和进口指数均比上月明显上升。3 月建筑业商务活动指数为 65.6%，环比 2 月上升 5.4 个百分点。**气候转暖各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动扩张加快，重大基建工程进入正常施工阶段，房建工程大部分为存量房烂尾楼区域性复工，新开工无明显提升。**

图表4：螺纹钢主要钢厂开工率


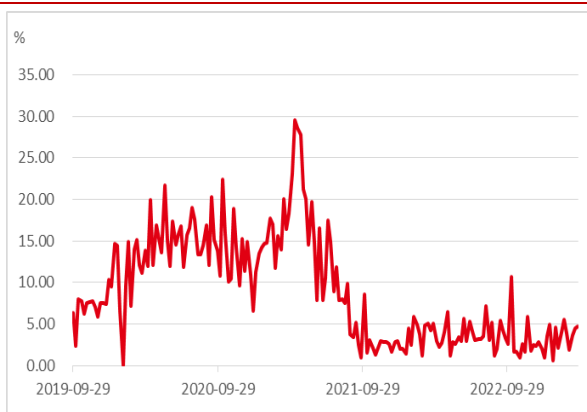
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：石油沥青装置开工率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：全国水泥价格指数


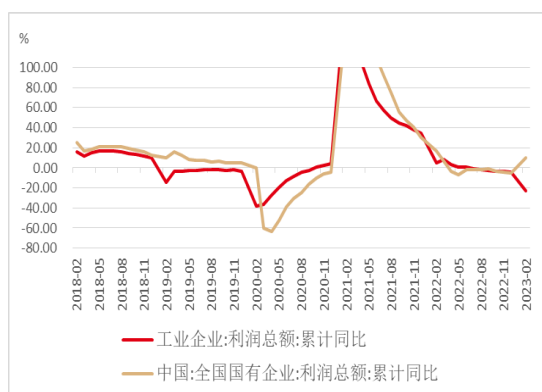
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：100大中城市土地成交溢价率


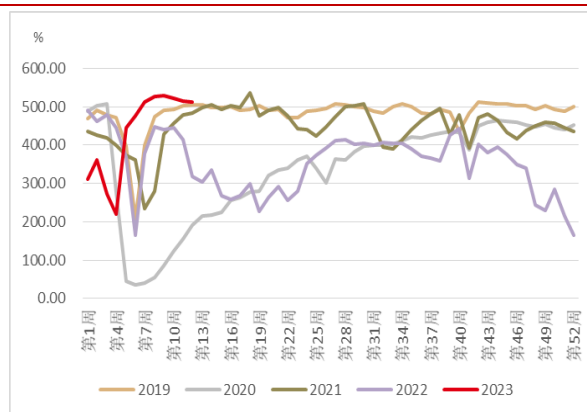
资料来源：Wind，中邮证券研究所

消费品行业景气连续3个月抬升，由去年12月46.9%低位逐步上行至51.9%。

同时，服务业商务活动指数为56.9%，较2月上升1.3个百分点。其中，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间。反映伴随经济复苏、各地促消费等政策措施显效发力，消费者预期以及收入逐步改善，带动消费逐步回暖。但是，消费品行业PMI仍然低于其他行业今年以来的高点，批发、水上运输等行业商务活动指数低于临界点，消费复苏势头仍然偏慢。

图表8：工业企业盈利承压


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：十大城市地铁平均客流量


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第三，稳就业、去库存、通缩压力需要稳增长政策持续发力。虽然3月经济景气维持高位，但是劳动力市场压力仍然偏大。3月制造业、非制造业从业人员分项分别降至49.7%、49.2%，再回收缩区间，劳动力市场压力有所反复。同时，原材料库存、产成品库存指数小幅回落，需求复苏带动库存压力有所消化，但库存压力仍然偏高。库存压力也体现在工业品价格上，3月原材料购进价格分项降至50.9%，出厂价格分项降至48.6%，隐含PPI环比可能再度转负。中国国际经济交流中心副理事长、国务院发展研究中心原副主任王一鸣25日在中国发展高层论坛2023年年会上表示，在外部需求明显减弱的背景下，如果不能有效扩大国内需求，就有可能出现产能过剩和通缩的压力。总理在出席博鳌亚洲论坛2023年年会开幕式时提到，从当下看，中国经济增长的动能和态势是强劲的。……下一步，我们将继续坚持稳字当头、稳中求进，巩固拓展经济恢复向好态势，推动经济运行持续整体好转。因此，基于推动经济运行持续整体好转，稳就业、缓解库存和通缩压力，稳增长的政策将持续发力。

综上，3月经济延续了持续复苏态势，在外需走弱的环境中，内需扩张持续带动经济维持较高景气度。但是本轮复苏以来经济冷热不均的现象尚未明显改观，房建和消费仍然是经济扩张的薄弱环节，进而导致劳动力市场压力增加，通缩阴影徘徊不散。而在企业层面，经济复苏初期的传导效应尚不显著，尤其是工业企业盈利明显承压，服务业企业则受益于居民出行恢复，盈利可能出现较为明显的改善。因此，稳增长政策需持续发力，打好政策组合拳，以推动经济运行持续整体好转。尤其是在房地产市场，施工端复工主要集中在部分区域的烂尾存量房，要确保房地产市场企稳回升，需要政策的进一步支持。我们继续看好基建、房地

产相关产业链投资,同时看好数字经济与制造业相结合(主要是工业母机方向)、新能源(主要是氢能领域)、军工领域的机会。

2.1 海外宏观热点及一句话点评

美国参议院投票决定结束国家紧急状态,提案有望通过。据福克斯新闻网等媒体消息,美国参议院当地时间3月29日通过了一项关于结束三年前宣布的“国家紧急状态”的决议案,并将该决议案送到了美国总统拜登的办公桌上;白宫发言人当天证实,拜登不会对此进行否决。美国紧急状态期间执行的限制移民政策有望放开,并填补美国就业市场缺口、缓解通胀压力,美联储货币政策考虑因素中通胀权重有望大幅下降。

美国商业银行存款急剧下降,行业风险上升。根据美联储31日发布的数据,商业银行存款在截至3月22日的一周内下降了1257亿美元,为连续第九个下降周期,而美国国内特许银行的存款下降了840亿美元,反映出25家最大机构的存款下降。尽管美联储发布多项举措为银行业提供流动性支持,但商业银行存款急剧下降表明储户对银行业风险的担忧并未消减。前美国财政部长萨默斯表示,现在就宣称由美联储快速加息引发的金融动荡已经全面好转还为时过早。标普本周也下调了美国银行、摩根大通、PNC、以及Truist的评级展望至稳定,之前持正面展望。金融市场负面波动有可能加剧银行业信任危机,并导致新的风险加速暴露,而暴露点出现在存款转出较多的小银行的概率较大。

美国货币市场基金资产达到5.2万亿美元,创历史新高。根据美国投资公司协会(ICI)的数据,截至3月29日当周,大约有660亿美元资金流入美国货币市场基金,使货币市场基金总资产达到5.2万亿美元。此前一周,美国货币市场基金获得了约1174.1亿美元净新资金。在截至3月29日的三周里,货币市场基金获得了大约3,040亿美元的资金流入,高于之前2020年3月创下的2,860亿美元记录。截至3月22日的当周,美国商业银行存款下降1257亿美元,货币市场基金净流入1174.1亿美元,估计大量存款流入了货币市场基金。上周金融类股票基金流出6亿美元,为10周以来最大,有4亿美元流入科技股,7亿美元流入消费股,印证了市场对金融系统风险的担忧。近期全球避险情绪升温明显,这种趋势未来有可能延续。

美国 2 月核心 PCE 数据走弱，3 月消费者信心指数下降。美国 2 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.3%，预估为 0.4%，前值为 0.6%；2 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.6%，预期 4.70%，前值 4.70%。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 62，预期 63.2，前值 63.4，四个月来首次下降。**美联储加息政策在降低通胀方面取得更多进展，美联储继续加息的必要性和可能性正逐步降低。**

美国多家公司开启裁员。本周多家公司开启裁员。咨询业巨头麦肯锡启动大规模裁员，本周计划裁减约 1400 个岗位，占总人数的 3%左右。迪士尼开始第一轮裁员，预计裁员 7000 人，第二轮规模更大的裁员将在 4 月份进行。微软旗下 GitHub 启动裁员，印度工程团队几乎整体裁撤，该公司已经在南亚市场裁减了 100 多个职位。美国流媒体公司 Roku 宣布裁员 200 人，约占总员工 6%；去年 11 月，Roku 已裁减员工约 200 人。**多家公司开启裁员映射经济增长放缓，更大规模的裁员可能即将到来。**

欧元区 3 月通胀下降，核心 CPI 上升。3 月 CPI 年率初值 6.9%，预期 7.10%，前值 8.50%。欧元区 3 月核心 CPI 年率初值 7.5%，预期 7.5%，前值 7.4%。**欧元区 3 月通胀数据有所下降，但主要受去年高基数因素。核心 CPI 较上月有所上升，欧元区仍面临较大通胀压力。**

欧洲罢工持续发酵。本周欧洲多国开始或酝酿罢工。**奥地利航空公司的工会**组织当地时间 27 日召开会议，商讨与公司的薪资谈判事宜，如果劳资双方无法尽快达成协议，就计划在即将到来的 4 月春假期间举行罢工。**英国 PCS 工会**宣布 13 万名公务员将于 4 月 28 日大罢工要求涨薪。由于通货膨胀之后的生活成本增高，**德国 35 万名公共交通部门的雇员** 27 日举行 24 小时警告罢工，这场“31 年来最严重罢工”可能对德国经济造成上亿欧元的损失。由于解决薪资纠纷的谈判最终破裂，**英国希思罗机场保安人员** 3 月 31 日开始为期十天的罢工。**法国工会**宣布将于 4 月 6 日举行新的罢工和示威活动，以反对养老金改革。**高通胀诱发欧洲多国针对薪资的罢工活动，对商品和服务供应的冲击可能会增强通胀韧性。若工会诉求得到满足，工人薪资上涨也将提升降通胀难度。**

主权债务违约国家数量创历史新高。惠誉评级下的主权债务违约的国家已达到创纪录的 5 个：白俄罗斯、黎巴嫩、加纳、斯里兰卡和赞比亚。自 2020 年以来，九个不同的主权国家发生了 14 起独立的违约事件，而 2000 年至 2019 年期

间，13个不同国家发生了19起违约事件。2023年初，新兴市场的平均主权评级降至“BB-”的历史低点。除了已经违约的国家，惠誉还对另外八个国家的评级为“CCC+”或以下。1995年至2021年，惠誉评级评级为“C”至“CCC+”的主权国家的五年累计平均违约率为40.6%。**美联储加息后果持续发酵，部分主权国家债务风险可能会率先爆发，并对当前脆弱的银行系统产生连锁效应。**

日本东京通胀连续两个月放缓。日本3月东京核心CPI年率3.2%，预期3.10%，前值3.30%。日本东京3月份通胀进一步降温，而在上个月，政府的电价补贴已经推动物价涨幅显著放缓。日本政府周五公布的数据显示，东京不包括生鲜食品的消费者价格同比上涨3.2%，低于2月涨幅3.3%。预估中值为3.1%。**欧美银行业动荡重创美元和欧元，近期日元较为强势，并成为首选避险货币。3月通胀数据支持了此前日本央行通胀将进一步降温的观点，在即将迎来新任行长之际，货币政策转向的概率有所下降。**

日本政府宣布计划限制6类23种芯片制造设备出口。该出口限制措施将于7月生效，涉及芯片的清洁、沉积、光刻、蚀刻等，可能会影响到如尼康公司、东京电子等十几家日本公司生产的设备。**日本限制芯片制造设备出口，实质上是配合美国对中国先进芯片制造能力进行限制，国内芯片制造企业预期将受到冲击，但另一方面，也将促进相关设备国产化研发加快。**

芯片需求下降，韩国3月份出口连续6个月下降。韩国工业部表示，由于经济放缓，全球对半导体的需求疲软，韩国3月份的出口连续第六个月下降，并连续13个月遭受贸易逆差。数据显示，上个月韩国出口同比下降13.6%，至551.2亿美元。主要出口项目半导体的出口在3月份暴跌34.5%。高基数效应也是上个月出口下降的原因，因为去年3月出口创下了638亿美元的历史新高。由于能源进口同比下降11.1%，3月份进口同比下降6.4%，至597.5亿美元。**欧美需求不振，主要出口国将面临持续压力。**

越南一季度GDP增速放缓至3.32%，出口同比下降11.9%。越南统计局3月29日发布数据，越南第一季度国内生产总值（GDP）增速从去年同期的5.05%放缓至3.32%。由于全球需求减弱，越南第一季度的出口同比下降了11.9%。该国智能手机出货量在第一季度下降15%至130亿美元，而电子产品的出货量下降了10.9%。**越南经济结构与中国有类似之处，经济数据发布较早具备一定参考意**

义。欧美需求萎缩导致出口下降对越南一季度 GDP 产生较大影响，预期我国一季度出口也面临较大压力，但对经济影响预期不会太大，主要源于国内投资带动内需大幅修复。

全球去美元化加速，东盟国家开始商讨放弃美元转而使用本地区货币结算。“东盟简报”网站 29 日刊文称，3 月 28 日，东盟各国财长和央行行长正式会议在印度尼西亚开幕。会议的首要议题是讨论如何减少金融交易对美元、欧元、日元和英镑的依赖，转向以当地货币结算。会议讨论了通过本币交易 (LCT) 计划减少对主要货币依赖的努力。这是之前已经开始在东盟成员国之间实施的本币结算 (LCS) 计划的延伸。这意味着东盟跨境数字支付系统将进一步扩大，并允许东盟国家使用当地货币进行贸易。

2.2 国内宏观热点及一句话点评

李强出席博鳌亚洲论坛 2023 年年会开幕式并发表主旨演讲。国务院总理李强 30 日上午在博鳌出席博鳌亚洲论坛 2023 年年会开幕式并发表主旨演讲。李强强调，在不确定的世界中，中国的确定性是维护世界和平与发展的中流砥柱。中国发展的目标和前景是确定的。一个长期稳定、一心发展的中国，一个脚踏实地、勇毅前行的中国，一个自信开放、乐于共享的中国，一定是世界繁荣稳定的巨大力量。中国经济增长的动能和态势是强劲的。我们有信心有能力推动中国经济巨轮乘风破浪、行稳致远，为世界经济发展作出更大贡献。本月 30 日，国际货币基金组织和世界银行分别大幅上调中国今年增长预期至 5.2% 和 5.1%，对中国经济增长充满信心，并预期对全球经济增长贡献率或超三分之一。中国与其他经济体合作共赢，经贸往来日益密切，新能源、基建、5G、军工、航运等产业有望在国际大战略下迎来快速发展。

自然资源部联合银保监会发文推进“带押过户”。近日，自然资源部、中国银行保险监督管理委员会联合印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》。通知要求，要推动省会城市、计划单列市率先实现，并逐步向其他市县拓展；要推动同一银行业金融机构率先实现，并逐步向跨银行业金融机构拓展；要推动住宅类不动产率先实现，并逐步向工业、商业等类型不动产拓展。实现地域范围、金融机构和不动产类型全覆盖，常态化开展“带押过户”服务。实践中，各地方主要形成了三种“带押过户”的办理模式。一是新旧抵押权组合模式。通过

借新贷、还旧贷无缝衔接，实现“带押过户”。二是新旧抵押权分段模式。通过借新贷、过户后还旧贷，实现“带押过户”。三是抵押权变更模式。通过抵押权变更实现“带押过户”。近日北京、贵阳贵安等地已发文调整房地产政策，启动住房交易“带押过户”模式，二手房市场活跃程度有望持续提升。

住房刺激政策不断，销售持续回暖。本周各地不断推出鼓励购房政策，放松购房限制。厦门限购限售政策近期已调整执行，单身人士可购买第二套住房，二孩以上家庭可购买第三套住房，限售日期改为网签之日起2年。贵阳提高公积金贷款限额，5月1日起，多子女家庭购买首套住房，公积金贷款最高可贷80万元。南昌经开区凡购买商品住宅和非住宅即发放购房现金4000-6000元/套，同时对符合条件的按实际缴纳契税的50%对买受人予以补贴。福建莆田市住房公积金政策调整，最低首付款比例20%，公积金贷款最高额度上浮10万元。西藏将适当提高住房公积金贷款最高额度。湖北襄阳出台购房新政，多孩家庭可获4万元补贴。广东中山多子女家庭住房公积金贷款额度可上浮30%至117万元。安徽宣城45周岁以下首次或二次公积金保底可贷35万元。江苏盐城支持人才或二孩及以上家庭住房消费，购房补贴政策延至6月30日，二孩家庭最高补贴3万元，三孩家庭最高补贴6万元。前3月重点房企销售现正增长，住房销售持续回暖。中指研究院统计，2023年1-3月，TOP100房企销总额为17589.5亿元，同比增长8.2%，是2022年以来首次实现增长。其中TOP100房企3月单月销售额环比上升36.7%，同比上升24.6%，继续保持双增长态势。广州3月二手住宅成交量环比继续大涨，单月网签创新高。3月(2月26日至3月25日)广州市二手住宅共网签12260宗和119.33万平方米，环比大幅增长23.36%和24.02%，同比增长45.73%和44.12%。其中网签宗数创下2021年5月以来的新高。深圳房地产中介协会数据显示，截至3月27日，深圳共有49776套有效二手房源在售，较上周增加2007套，二手房在售量创新高。存量政策持续发力，增量政策推陈出新。房地产销售端明显好转，预计上半年地产将延续修复趋势，建筑装饰、建材、家具家电等上下游产业链有望受益。

土地市场升温，溢价频现。深圳今年首批供地5宗地块出让金合计72亿元，平均溢价率10.13%，地块总建筑面积约47.48万平方米。成都土地市场升温，去年流拍地今天最高限价拍出，3宗涉宅用地全部达到最高限价“熔断”成交，总

成交面积达 162 亩，总成交金额 38.06 亿元，平均溢价率 14.5%。宁波首批集中出让 10 宗地块，总成交价 46.5 亿元，平均溢价率 10.08%。天津今年拟供应国有建设用地 4628 公顷，与 2022 年计划供应量基本持平，其中住宅用地 580 公顷（其中，保障性租赁住房用地 10 公顷），占比约 12%。合肥今年首批集中供地 13 宗，出让面积 830.68 亩，总成交金额 88.49 亿元。南通今年市区全域住宅用地计划供应 709 公顷，76%为商品住宅用地。北京挂牌通州和朝阳区两宗住宅用地，起始价 60.6 亿元。重庆今年计划供应国有建设用地 14762 公顷、住宅用地 1162 公顷。近期土拍市场热度提升，溢价成交频现，今年土地出让面积有望大幅增加，叠加房企融资改善，房地产投资有望持续回升。

财政政策适当靠前发力，一季度地方债发行 2.11 万亿。据中国债券信息网披露的财政部门相关发行文件整理，3 月全国发行地方政府债券超 8900 亿元，去年同期为 6187 亿元。今年一季度，全国发行地方政府债 21096 亿元，其中新增专项债 13707 亿元。今年的政府工作报告提到，拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。根据上述数据测算，今年一季度，新增专项债发行进度已超三分之一。**一季度地方债早发快用，二季度有望迎来基建项目开工高峰，投资对消费的带动作用更加明显，经济恢复提速。地方债发行预期将在二季度维持较高发行量。**

各地投资力度加码，基建投资有望延续高增长。本周多地公布年度投资计划，诸多重点项目陆续开工。江苏 2023 年计划投资 26.2 亿元，安排机场建设项目 9 个。天津滨海新区今年实施总投资 1.5 万亿元的谋划储备项目，确保总投资 1615 亿元的 223 个新项目开工，加快总投资 7489 亿元的 660 个项目建设。厦门今年 1-2 月 461 个市重点项目完成投资 267.2 亿元，完成序时计划 156.8%，完成年度计划 19%，超计划完成投资目标任务。山东 2023 年计划实施重点文旅项目超过 300 个，投资 900 亿元；加快推进 314 公里天然气管网重点工程建设，项目总投资 29 亿元。“一带一路”重大项目——中国、沙特两国合作共建的精细化工及原料工程在辽宁盘锦开工建设，总投资 837 亿元，主要建设 1500 万吨/年炼油和乙烯等 32 套工艺装置。重庆集中开工涉及市域铁路重庆中心城区至永川线、宝山嘉陵江大桥的 2 个重大项目，总投资 320 亿元。四川三坝水库工程开工建设，为国家 150 项重大水利工程、2023 年水利部重点推进的 66 项全国重大水利工程之一，总投资 46.23 亿元；成都市双流区 10 个重点项目集中签约，投资总额

101.79 亿元，一季度双流区协议总投资达 210 亿元。**湖南**集中开工 1158 个重大项目，总投资达 5221 亿元，年度计划投资 1958 亿元，主要集中在先进制造业、科技创新、现代基础设施和公共服务领域。**央企**加力稳投资，前 2 个月累计完成投资（不含房地产）超 3500 亿元，同比增长 5.6%，将更大力度布局战略新兴产业。今年 1-2 月，国内基建投资累计同比增长 12.18%，增速为近 20 个月新高。3 月 247 家钢厂日均铁水产量增长 3.3%，工业基础材料生产明显加快。一季度基建投资靠前发力明显，预期二季度将形成明显工作量，全年有望保持较快增速，并对大宗商品价格及建筑建材、工程机械等行业形成支撑。

旅游市场升温，消费稳步复苏。文旅部发文 3 月 31 日起恢复全国旅行社及在线旅游企业经营外国人入境团队旅游和“机票+酒店”业务；**文旅部、发改委**联合印发《东北地区旅游业发展规划》，构建东北旅游消费体系，对接东北振兴国家战略。**海南全面启动全岛封关运作准备**，29 日举行的“海南全面深化改革开放五年来进展成效”首场新闻发布会上传出消息，海南已全面启动全岛封关运作准备，确保今年具备封关硬件条件、明年完成封关各项准备、2025 年底前全岛封关运作。**海南旅游市场快速复苏。**3 月中旬，三亚旅游饭店平均入住率超过 80%，同比提高 60 多个百分点。截至 3 月 26 日，三亚机场今年累计完成飞机起降超过 3.5 万架次，旅客吞吐量超 590 万人次，同比 2022 年分别增长 19.5%、46.0%；同比 2019 年分别增长 5.8%、0.4%。**深圳市**商务局正式出台《深圳市推进直播电商高质量发展行动方案（2023-2025 年）》，目标到 2025 年深圳直播电商销售超 3000 亿元。**电影票房大幅增长。**今年第一季度票房有望达到 155 亿元左右，较去年同期的 140 亿增长约 11%。**广州**印发《广州市鼓励支持个人领域新能源汽车推广应用工作指引》，购买新能源车，最高补贴一万元。**多城地铁不再要求戴口罩。**近期，上海、广州、成都、南京、杭州等城市地铁不再对乘客佩戴口罩做出强制性要求。在内地城市调整之前，香港已于 3 月 1 日起全面取消“口罩令”，市民搭乘公共交通工具时均无须佩戴口罩。**3 月消费品行业 PMI 为 51.9%，连续三个月上升且扩张步伐加快；服务业 PMI 56.9%，为近十年新高。**整体看，国内促消费政策显效发力，居民商品消费和商旅出行意愿大幅增强。随着五一、端午节假期临近，消费有望继续保持良好复苏趋势，消费品、文化旅游、餐饮酒店、航空等行业基本面将迎来修复。

货运物流快速修复，供应链循环改善。中物联公布物流运行数据，1-2月，物流需求总体向好，社会物流总额及分项指标均有所回升。特别是2月份春节节后物流业务量恢复加快，行业景气水平稳步复苏，市场主体活力增强，物流运行整体呈现企稳回升的态势。**三峡集团一季度三峡枢纽航运通过量创新高。**三峡枢纽航运通过量3989.36万吨，同比增加22.08%，为投运20年来同期货运量最大值，有效助力长江流域经济持续回暖。**铁路货运高位运行，港口吞吐量环比增长。**3月20日至26日，国家铁路货运继续保持高位运行，累计运输货物7770.8万吨，环比下降0.37%；监测港口累计完成货物吞吐量24260.9万吨，环比增长1.17%。**全国货运物流快速复苏，供应链循环改善，工业生产得到基本保障。**

中巴协议使用本币开展大规模贸易，人民币国际化加速。巴西政府3月29日表示，中国和巴西已达成协议，不再使用美元作为中间货币，而以本币开展贸易。**人民币超越欧元成为巴西第二大外汇储备货币。**巴西央行发布报告显示，截至2022年年底，人民币占到了巴西外汇储备总量的5.37%，超过了欧元所占的4.74%，美元以80.42%的占比继续处于主导地位。此外，本周**中海油完成国内首单人民币结算进口LNG采购交易。**3月28日，中海油与道达尔能源通过上海石油天然气交易中心平台，完成国内首单以人民币结算的进口液化天然气（LNG）采购交易，成交量约合6.5万吨，LNG资源来自阿联酋。**2009年以来中国一直是巴西最大贸易伙伴，2022年中巴双边贸易额1714.9亿美元。**中巴联合推出本币结算体系，有助于降低企业投资成本，扩大双边贸易额和投资规模。未来中巴在大豆、铁矿石、牛肉、纸浆方面的贸易将更加稳固。

国内成品油价格“二连降”，通胀有望维持温和可控水平。3月31日24时起，国内汽、柴油零售限价每吨分别下调335和320元。全国平均来看：92号汽油下调0.26元，95号汽油下调0.28元，0号柴油下调0.27元。这是国内成品油价格的“二连降”，也是今年以来下调幅度最大的一次。3月31日，财政部表示，自4月1日至今年年底，继续对煤炭进口实施零关税，降低煤炭进口成本。**近期国内成品油、煤炭价格震荡下行，国内能源价格短期大幅上行的概率不大，通胀大概率将维持在温和可控水平。**

氢能产业链逐步完善，投资有望加码。国家科学技术部高新技术司能源与交通处处长问斌表示，去年3月《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》发布

以来，各地方政府已累计发布 70 余项相关配套政策，构建了涵盖科技创新、应用示范、基础设施、产业布局等各环节的综合体系。3 月 28 日，广期所联合中国氢能联盟等单位发布首个全国性氢价指数——**中国氢价指数**。**国家重点研发项目** 固态氢能发电并网 3 月 25 日率先在广州和昆明同时实现，这也是我国首次将光伏发电制成固态氢能应用于电力系统。**北京市经信局副局长毛东军**在北京氢能产业发展大会透露，京津冀氢燃料电池汽车示范城市群首年度新车上牌超过 1000 辆，实现了氢能产业“从 1 到 10”的突破。**东营市人民政府办公室**近日发布关于印发《**东营市氢能产业发展规划（2022—2025 年）**》，到 2025 年氢能外供能力达到 12 万吨/年。**国家能源投资集团董事长刘国跃**在博鳌亚洲论坛表示，氢能产业值得从能源、原料等方面都去进一步重点发展。**中石化董事长马永生**在 2023 中国电动汽车百人会上表示，中石化锚定中国第一氢能公司目标，加强氢能产业链一体化投资布局，计划 2023 年年中投产国内最大 2 万吨/年库车绿氢示范项目，同时正在研究布局鄂尔多斯、乌兰察布、包头、漳州、海南洋浦等一批绿氢重大项目。今年以来氢能产业链逐步完善，重视程度日益提升，投资不断加码，有望成为清洁能源领域新的投资热点。

3 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048