

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

黄煜阳

分析师

SAC 执证编号：S0110524030001

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

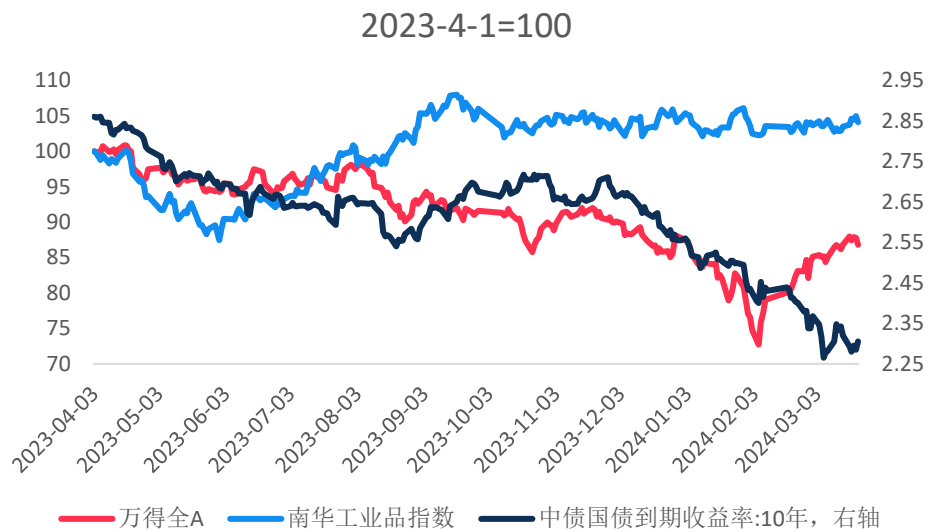
- 2月PMI数据点评：经济低位运行，环比小幅好转
- 宏观经济周报：待机而动
- 宏观经济周报：政策主导，股债均走强

- **窄幅震荡，板块分化。**周内股债商的走势均较为平缓，万得全A收平，南华工业品指数微涨0.6%，10年期国债收益率下行1.5BP。板块方面，涨幅居前的依然是TMT行业，传媒周内上涨约9%，计算机、电子、通信分别上涨3.5%、1.5%、1.0%。
- **超跌反弹，科技强、消费弱。**对中信一级行业今年以来的下跌及随后的反弹进行复盘，可以发现整体呈现超跌反弹的格局。平均而言，反弹幅度是下跌幅度的1.1倍，其中表现较好的有TMT行业以及有色、汽车、家电和新能源等板块，表现较弱则是房地产和大消费类，地产、医药、农林牧渔、建材、纺织服装等板块反弹力度较弱。
- **美联储偏鸽，关注海外经济复苏。**在北京时间3月21日凌晨结束的议息会议上，美联储将联邦基金利率区间维持在5.25%-5.5%不变。具体来看本次议息会议的关键指标信息，(1)2024年GDP增速由12月的1.4%大幅上调至2.1%；(2)2024年PCE增速维持2.4%不变，核心PCE上调0.2个百分点至2.6%；(3)2024年联邦基金利率目标维持4.6%不变，也就是预期3次降息共75BP不变，上调2025年联邦基金利率0.3个百分点至3.9%。从美联储关于美国经济的最新预期来看，并结合经济周期的有关情况，海外经济在今年有望继续修复，有利于相关大宗商品的价格提振，也有利于国内出口保持韧性。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。居民端，30大中城市商品房成交面积处于近年来低位，国务院已开始关注房地产行业的最新变化并研究对策。出行数据相对平稳，国内国际航班边际上季节性回落。生产端，石油沥青装置开工率、高炉开工率上行，其中石油沥青装置开工率上行斜率陡峭。银行间流动性平稳，银行负债端成本下行。
- **后市展望。**上周市场窄幅震荡，政策强化信心是关键因素，连续的窄幅走势使得市场到了接近选方向的时候，未来有不确定性，可以逢高先出等待合适的进场机会。债市的调整可能偏短期，当前经济基本面支撑债牛持续，等市场调整到位可以择机买入。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

1 窄幅震荡，板块分化

周内股债商的走势均较为平缓，万得全A收平，南华工业品指数微涨0.6%，10年期国债收益率下行1.5BP。板块方面，涨幅居前的依然是TMT行业，传媒周内上涨约9%，计算机、电子、通信分别上涨3.5%、1.5%、1.0%。

图1：股债商（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

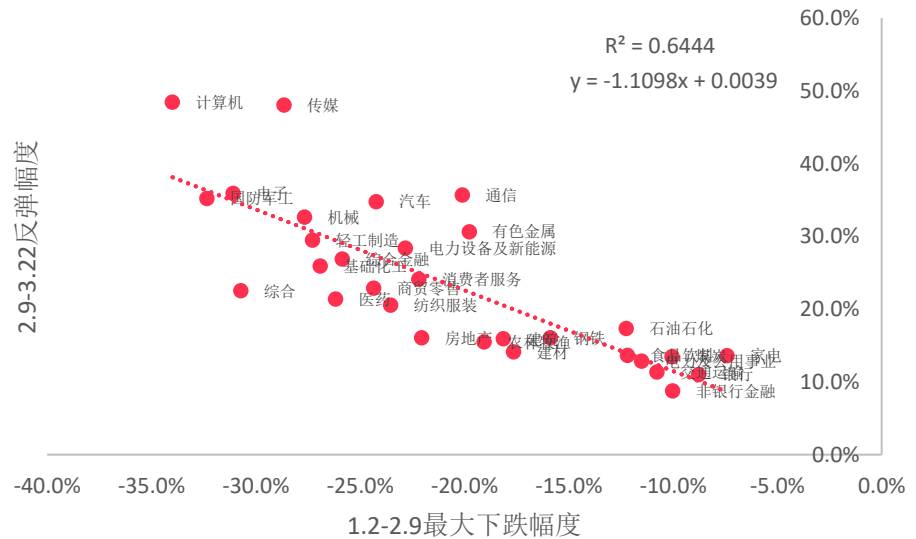
对中信一级行业今年以来的下跌及随后的反弹进行复盘，可以发现整体呈现超跌反弹的格局。平均而言，反弹幅度是下跌幅度的1.1倍，其中表现较好的有TMT行业以及有色、汽车、家电和新能源等板块，表现较弱则是房地产和大消费类，地产、医药、农林牧渔、建材、纺织服装等板块反弹力度较弱。

表 1：1-2 月的下跌逾 2-3 月的反弹

	2024.1.2-2.9 最高点	2024.1.2-2.9 最低点	2024.3.22 收盘价	跌幅	反弹
计算机	5261	3473	5155	-34.0%	48.4%
传媒	2539	1812	2683	-28.6%	48.1%
电子	6680	4604	6258	-31.1%	35.9%
通信	4282	3422	4643	-20.1%	35.7%
国防军工	7781	5265	7119	-32.3%	35.2%
汽车	9083	6883	9278	-24.2%	34.8%
机械	6006	4345	5764	-27.7%	32.7%
有色金属	6060	4862	6352	-19.8%	30.7%
轻工制造	3230	2349	3042	-27.3%	29.5%
电力设备及新能源	7907	6102	7835	-22.8%	28.4%
综合金融	687	510	647	-25.8%	26.9%
基础化工	5303	3876	4881	-26.9%	25.9%
消费者服务	7095	5522	6853	-22.2%	24.1%
商贸零售	3532	2672	3284	-24.3%	22.9%
综合	3277	2271	2782	-30.7%	22.5%
医药	10996	8119	9857	-26.2%	21.4%
纺织服装	2977	2277	2745	-23.5%	20.6%
石油石化	2768	2430	2851	-12.2%	17.3%
钢铁	1521	1280	1485	-15.9%	16.1%
房地产	4070	3173	3683	-22.0%	16.1%
建筑	3294	2697	3127	-18.1%	15.9%
农林牧渔	5349	4330	5002	-19.0%	15.5%
建材	5912	4869	5557	-17.6%	14.1%
食品饮料	25631	22509	25580	-12.2%	13.6%
家电	13762	12743	14479	-7.4%	13.6%
煤炭	3694	3323	3771	-10.0%	13.5%
电力及公用事业	2619	2317	2615	-11.5%	12.8%
交通运输	1777	1586	1766	-10.8%	11.4%
银行	8114	7402	8216	-8.8%	11.0%
非银行金融	7407	6665	7252	-10.0%	8.8%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：中信一级行业下跌与反弹 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 美联储偏鸽，美国经济偏强

在北京时间 3 月 21 日凌晨结束的议息会议上，美联储将联邦基金利率区间维持在 5.25%-5.5% 不变，自去年 7 月以来，美联储一直将利率维持在这一水平。

从本次议息会议的内容来看，美联储偏鸽，有以下特征：(1) 本次会议之间美国公布的最近经济数据偏强，通胀有韧性，市场预期美联储可能适当鹰派；(2) 本次会议大幅上调了对今年的经济展望和核心通胀，但同时维持了年内降息三次的预期不变。

具体来看本次议息会议的关键指标信息，(1) 2024 年 GDP 增速由 12 月的 1.4% 大幅上调至 2.1%；(2) 2024 年 PCE 增速维持 2.4% 不变，核心 PCE 上调 0.2 个百分点至 2.6%；(3) 2024 年联邦基金利率维持 4.6% 不变，上调 2025 年联邦基金利率 0.3 个百分点至 3.9%。

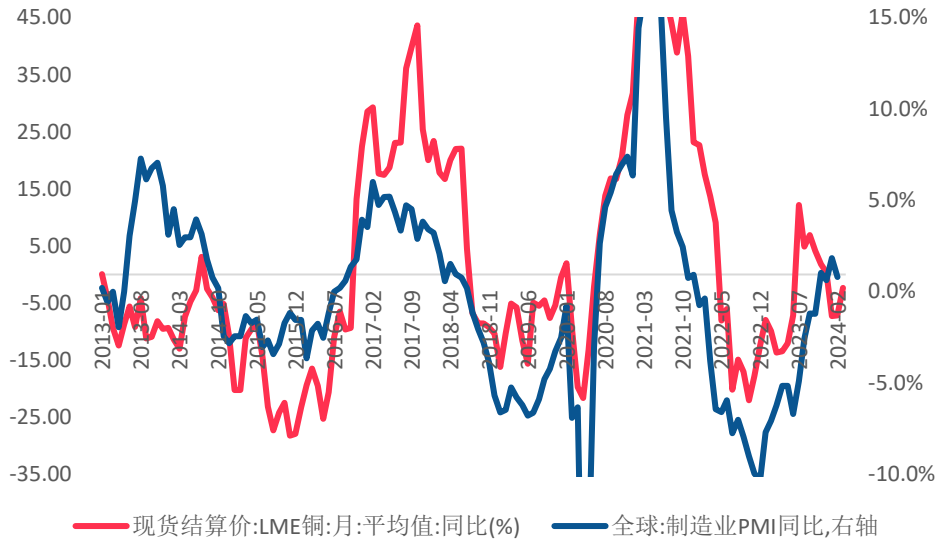
表 2：美联储 3 月议息会议主要指标

Variable	Percent			
	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	
December projection	2.4	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：美联储，首创证券研究发展部

从美联储关于美国经济的最新预期来看，并结合经济周期的有关情况，海外经济在今年有望继续修复，有利于相关大宗商品的价格提振，也有利于国内出口保持韧性。

图 3：全球制造业 PMI 同比与铜价同比

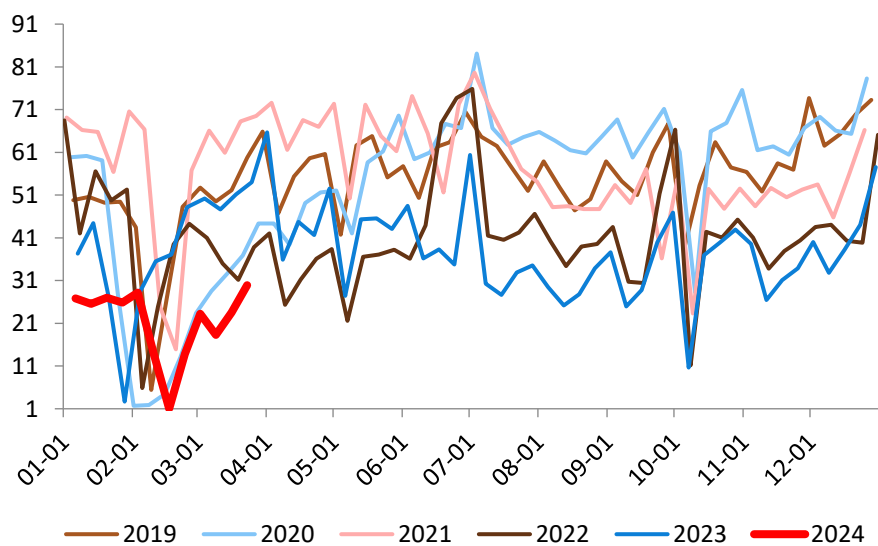


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

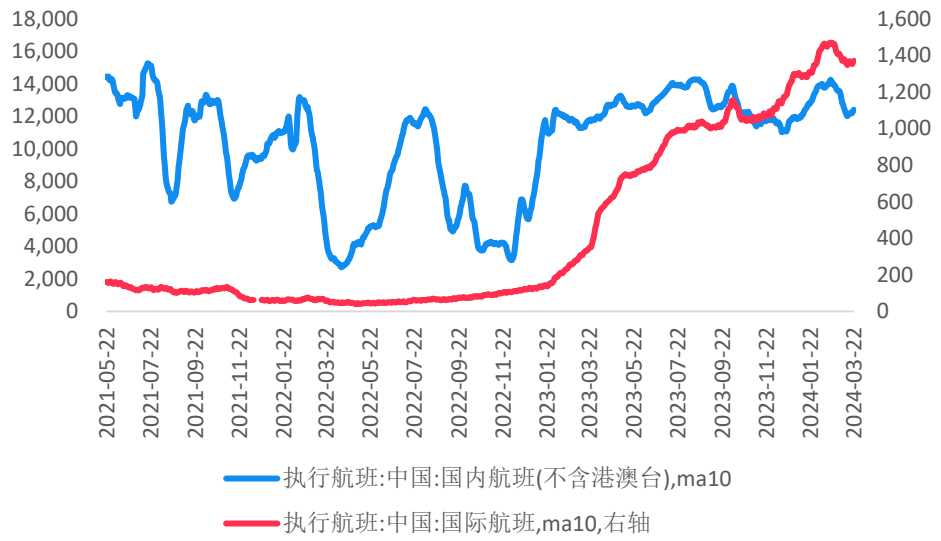
高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。居民端，30 大中城市商品房成交面积处于近年来低位，国务院已开始关注房地产行业的最新变化并研究对策。出行数据相对平稳，国内国际航班边际上季节性回落。生产端，石油沥青装置开工率、高炉开工率上行，其中石油沥青装置开工率上行斜率陡峭。流动性方面，银行间流动性平稳，银行负债端成本下行。

图 4：中国:30 大中城市:商品房成交面积:周（万平米）



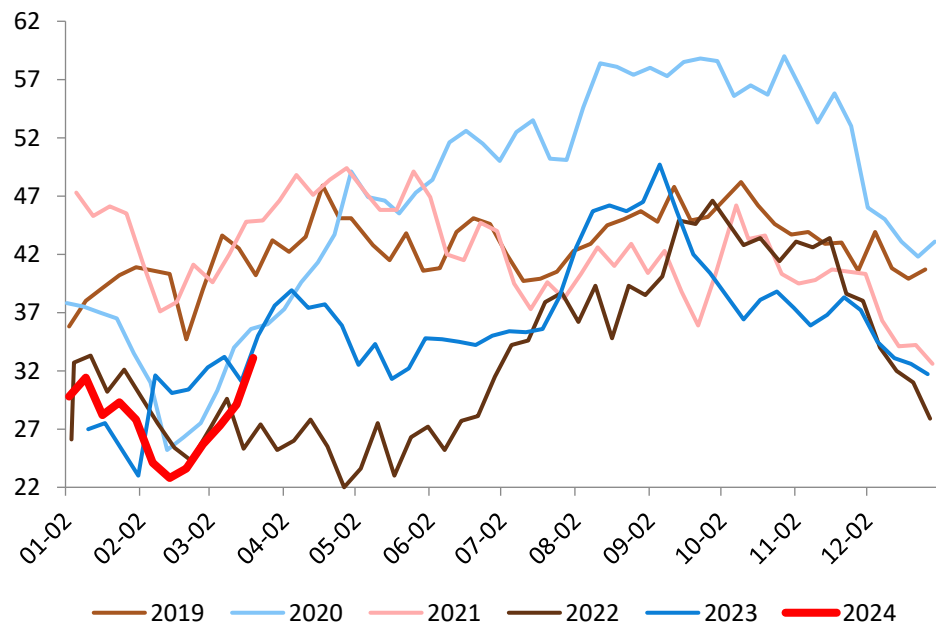
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：执行航班（架次）



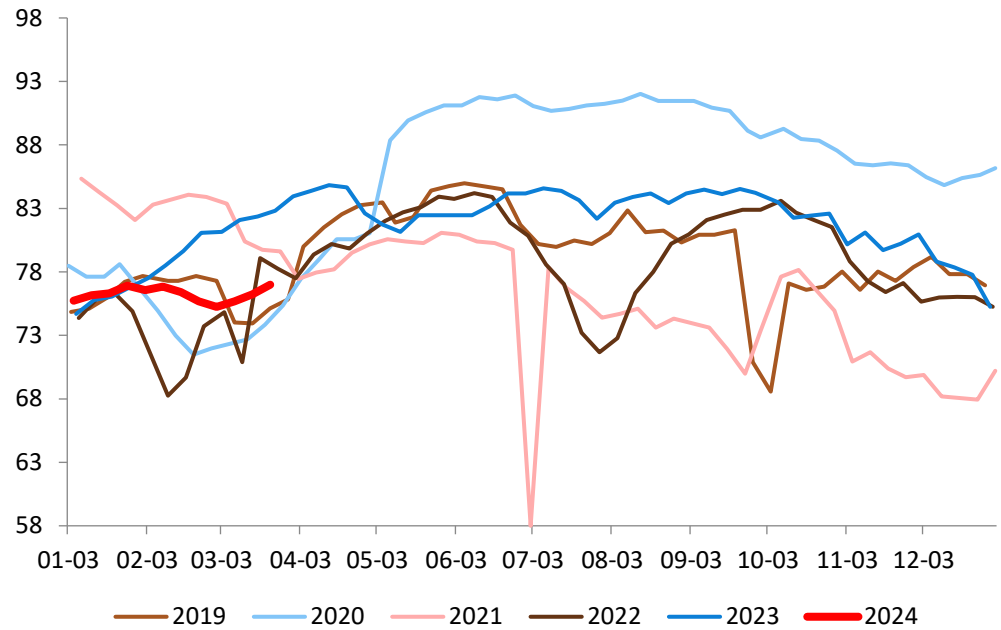
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：中国:开工率:石油沥青装置（%）



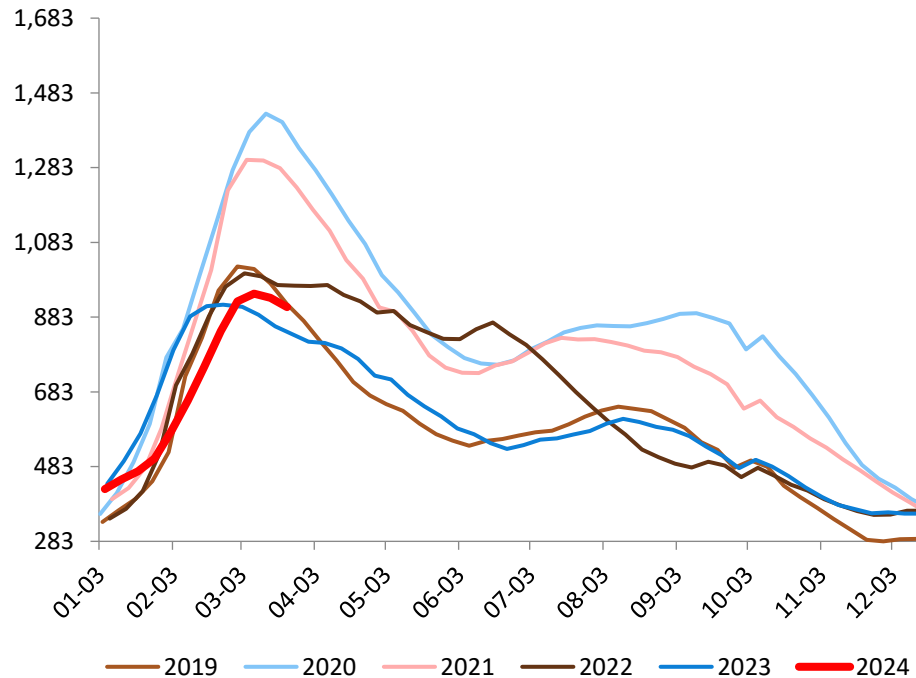
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：中国:高炉开工率(247 家):全国 (%)



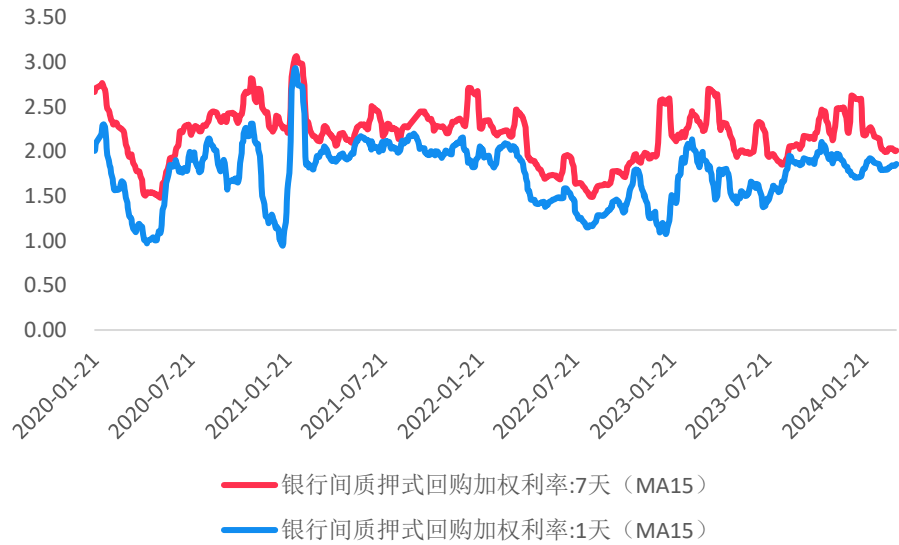
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 8：中国:库存:螺纹钢(含上海全部仓库)



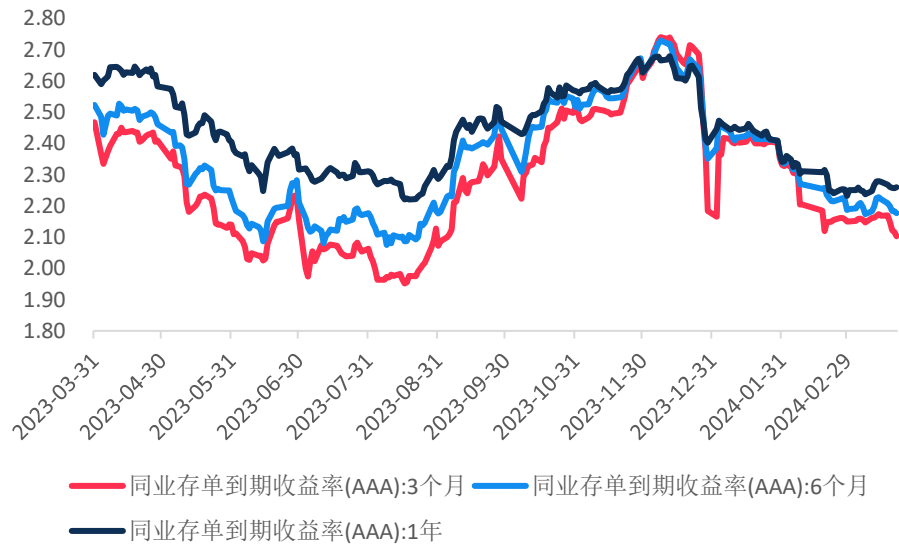
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 9：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：同业存单收益率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

上周市场窄幅震荡，政策强化信心是关键因素，连续的窄幅走势使得市场到了接近选方向的时候，未来有不确定性，可以逢高先出等待合适的进场机会。债市的调整可能偏短期，当前经济基本面支撑债牛持续，等市场调整到位可以择机买入。

5 风险提示

地产下行超预期，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。

黄煜阳，宏观分析师，北京大学经济学硕士，2021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/或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/或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