

## 宏观利率

## 经济数据分化，收益率短期仍偏震荡

——2023年3月经济数据点评兼论利率影响

2023年4月18日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

- **市场启示：经济数据分化，收益率短期仍偏震荡。**3月除消费和出口外，多项经济数据低于预期值，尤其是房地产新开工、施工、投资数据跌幅扩大。但是从一些中远端指标看，经济内生动能构建的路径还在展开，比如3月份全国城镇调查失业率明显下降；一季度居民收入平稳增长；商品房销售跌幅持续收窄，住宅库存连续两个月去化，有助于房价改善到销售回升链条的构建，销售向投资端的传导还会延续。从上述内生动能相关的指标看，我们认为经济改善的趋势是比较明确的，节奏可能存在波动。上周央行一季度货币政策委员会例会整体对经济形势的判断偏乐观，货币政策基调更加平稳，对货币信贷的要求从四季度货币政策执行报告中的“合理增长”转变为“合理增长、节奏平稳”，值得关注。虽然央行对货币政策表态略有变化，但从政策到资金面存在时滞，短期资金面有望偏稳。另外，市场目前担心在经济修复的情况下，4月政治局会议在政策上带来的扰动。综上，债市短期风险不大，大概率还是以震荡为主，方向选择可能要到5月份。
- **多因素支撑消费好转。**一是随着疫情影响逐步消退，消费场景增加，居民外出、餐饮、娱乐、旅游等接触性消费快速增长，实体店零售逐步改善。二是就业和收入改善有助于消费倾向的回升。一季度，全国居民平均消费倾向为62%，比上年同期提高0.2个百分点。三是消费和服务的供给也在逐渐的修复。从服务业来看，3月份服务业生产指数同比增长9.2%。
- **房地产依然处于调整阶段，销售向投资传导偏弱但趋势不改。**3月房地产开发投资完成额累计增速-5.8%（前值-5.7%），当月跌幅扩大至-7.2%（前值-5.7%）。地产销售和竣工持续好转，但新开工和施工面积增速跌幅扩大。总体看，房地产销售向投资传导偏弱，住宅库存有待进一步去化。
- **基建投资保持强势。**3月基建投资累计增速8.8%（前值9.0%），快于全部投资增长。下一阶段围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，交通、水利、能源领域短板加快补齐，同时数字化、智能化、绿色化等方向的新型基础设施建设需求扩大也有望带动基建投资。
- **制造业投资韧性好，主要受消费和出口驱动，今年可能存在预期差。**3月制造业投资累计增速7.0%（前值8.1%）。分行业看，除汽车制造业外的消费类制造业投资有所改善。电器机械及器材制造业投资在去年快修复的基础上，今年3月累计增长43.1%，较2022年12月和2023年1-2月分别提升0.5个百分点、9.4个百分点，主要得益于出口的拉动。
- **工业生产加速，依然好于需求端。**3月，规模以上工业增加值同比增长3.9%，比1-2月份加快1.5个百分点。主要驱动因素来自于，第一，市场需求回暖，消费改善明显和出口超预期增长。第二，产业链供应链加快恢复。第三，企业经营活力和预期有所增强。需要关注的是，生产加快修复的背后依然面临着企业库存再度攀升的担忧，反过来可能会制约生产。
- **风险提示：**地产链加快修复；超预期一揽子稳信心政策推出。



## 1. 事件回顾

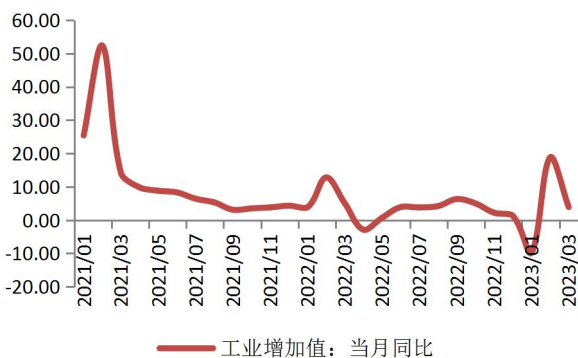
2023年3月，规模以上工业增加值同比增长3.9%（前值18.8%）；全国固定资产投资同比增长5.1%（前值5.5%），其中制造业投资同比增长7.0%（前值8.1%），基础设施（不含电力）投资同比增长8.8%（前值9.0%），全国房地产开发投资同比增长-5.8%（前值-5.7%）；社会消费品零售总额同比增长10.6%（前值3.5%）。

## 2. 数据分析

一季度经济整体略超预期，三产结构分化，第三产业改善明显。一季度GDP增速4.5%，略高于wind一致预期值为4.0%。分产业看，第一产业和第二产业增速低于去年同期较多，分别增长3.7%、3.3%，分别低于去年同期2.3个百分点、2.5个百分点；第三产业快速恢复，当季同比增速5.4%，高于去年同期1.4个百分点。从平减指数看，第二产业平减指数累计同比下降1.68%，第一产业、第三产业平减指数累计同比分别为1.94%、1.76%。

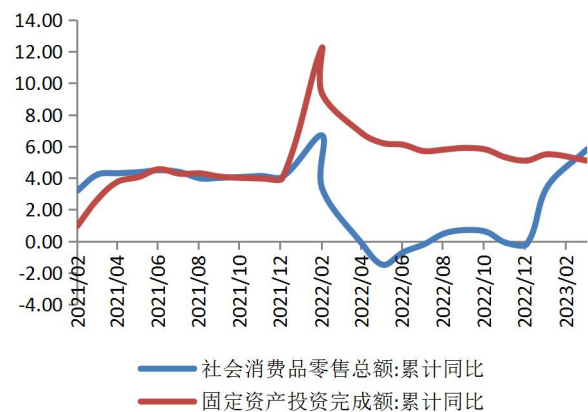
3月除消费和出口外，多项经济数据低于预期值。2023年3月的工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额同比增速的wind一致预期分别为4.2%、5.3%、7.2%，而实际增速分别为3.9%、5.3%、7.2%。三大投资分项实际增速均低于预期值。

图1：工业增加值当月增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

工业生产加速，依然好于需求端。3月，规模以上工业增加值同比增长3.9%，比1-2月份加快1.5个百分点。主要驱动因素来自于，第一，市场需求回暖，消费改善明显和出口超预期增长。第二，产业链供应链加快恢复。第三，企业经营活力和预期有所增强。制造业PMI连续三个月位于景气区间，大型企业、中型企业和小型企业景气度均边际改善，且中小型企业和大型企业景气度差距逐渐缩小。需要关注的是，生

产加快修复的背后依然面临着企业库存再度攀升的担忧，反过来可能会制约生产端。

分行业看，多数行业增加值保持了增长。一季度 41 个工业大类行业中，23 个行业同比保持增长，增长面超过五成。与上年四季度比，20 个行业增加值增速回升。装备制造业支撑作用明显。一季度，装备制造业增加值同比增长 4.3%，高于规上工业 1.3 个百分点，对规模以上工业增长贡献率达到 42.5%。其中电气机械、铁路船舶等行业增加值分别增长 15.1%、9.3%。投资平稳增长尤其是基建的强势增长对原材料行业的拉动增强。一季度原材料制造业增加值同比增长 4.7%，高于规上工业 1.7 个百分点。其中黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业分别增长 5.9%、6.9%。从产品看，一季度钢材、十种有色金属产量分别增长 5.8%、9%。

表 1：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022.07	2022.08	2022.09	2022.10	2022.11	2022.12	2023.02	2023.03	比上年	比上期
汽车制造业	1.3	4.5	6.9	8.1	7.7	6.3	-1.0	4.4	-1.9	5.4
通用设备制造业	-2.2	-1.9	-1.4	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	1.1	2.3	2.4
金属制品业	0.1	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.8	1.6	2.0	2.4
橡胶和塑料制品业	-1.0	-1.1	-0.8	-0.8	-1.1	-1.8	-3.5	-1.5	0.3	2.0
专用设备制造业	4.1	4.3	4.4	4.2	4.0	3.6	3.9	5.5	1.9	1.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.8	9.3	9.5	9.5	8.3	7.6	-2.6	-1.1	-8.7	1.5
非金属矿物制品业	-2.6	-2.9	-2.5	-1.8	-1.4	-1.5	0.7	2.0	3.5	1.3
电气机械及器材制造业	10.2	10.7	11.4	11.9	12.0	11.9	13.9	15.1	3.2	1.2
电力、热力的生产和供应业	4.4	5.8	5.4	5.3	4.7	5.1	2.3	3.3	-1.8	1.0
纺织业	-1.7	-2.0	-2.0	-2.3	-2.5	-2.7	-3.5	-3.2	-0.5	0.3
有色金属冶炼及压延加工业	3.9	3.8	4.3	4.6	5.1	5.2	6.7	6.9	1.7	0.2
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.5	-2.4	-0.9	0.2	1.0	1.2	5.9	5.9	4.7	0.0
酒、饮料和精制茶制造业	8.7	8.6	8.2	7.5	6.7	6.3	-0.3	-0.5	-6.8	-0.2
化学原料及化学制品制造业	4.1	4.1	5.0	5.6	6.1	6.6	7.8	7.6	1.0	-0.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.3	2.8	3.4	3.1	2.4	2.4	9.7	9.3	6.9	-0.4
食品制造业	3.8	3.6	3.5	3.2	2.6	2.3	3.7	3.3	1.0	-0.4
石油和天然气开采业	5.7	5.3	5.2	5.3	5.6	5.6	4.2	3.5	-2.1	-0.7
煤炭开采和洗选业	11.8	10.9	10.4	9.1	8.6	7.9	5.0	3.3	-4.6	-1.7
医药制造业	-2.4	-3.8	-4.3	-3.8	-3.7	-3.4	-3.1	-5.1	-1.7	-2.0
农副食品加工业	2.6	2.0	1.9	1.5	1.0	0.7	0.3	-1.7	-2.4	-2.0

数据来源：Wind，山西证券研究所

**3月消费回升态势明显改善。**3月社零同比增长10.6%（前值3.5%），累计同比增长5.8%，高于1-2月2.3个百分点。从消费分项看，第一，升级类商品大幅增长。3月，限额以上单位金银珠宝类、书报杂志类商品零售额累计增速分别为13.6%、13.4%。第二，基本生活类商品销售良好，限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额分别增长9.0%、7.5%。第三，随着消费场景不断拓展，消费预期改善，商品零售和餐饮零售增速都明显改善。3月，商品零售和餐饮收入累计增速分别为4.9%、13.9%，分别较1-2月扩大2.0个百分点和4.7个百分点。第四，3月汽车类社零累计增速跌幅收窄至-2.3%（前值-9.4%），当月增速回升至11.5%（前值-9.4%），主要得益于车企降价促销。

**多方面因素支撑消费好转。**一是随着疫情影响逐步消退，消费场景增加，居民外出、餐饮、娱乐、旅游等接触性消费快速增长，实体店零售逐步改善。二是就业和收入改善有助于消费倾向的回升。一季度，全国居民平均消费倾向为62%，比上年同期提高0.2个百分点。三是消费和服务的供给也在逐渐的修复。从服务业来看，3月份服务业生产指数同比增长9.2%。

表2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022.07	2022.08	2022.09	2022.10	2022.11	2022.12	2023.02	2023.03	比上年	比上期
金银珠宝类	1.5	2.2	2.2	1.7	0.8	-1.1	5.9	13.6	14.7	7.7
汽车类	-3.6	-1.3	0.4	0.8	0.3	0.7	-9.4	-2.3	-3.0	7.1
体育、娱乐用品类	0.6	1.0	1.3	1.3	0.1	-1.2	1.0	5.8	7.0	4.8
服装鞋帽针纺织品类	-5.6	-4.4	-4.0	-4.4	-5.8	-6.5	5.4	9.0	15.5	3.6
通讯器材类	0.0	-0.5	0.2	-0.9	-3.3	-3.4	-8.2	-5.1	-1.7	3.1
化妆品类	-2.1	-2.7	-2.7	-2.8	-3.1	-4.5	3.8	5.9	10.4	2.1
日用品类	1.3	1.5	2.0	1.6	0.3	-0.7	3.9	5.1	5.8	1.2
烟酒类	6.9	7.0	4.7	4.2	3.5	2.3	6.1	6.8	4.5	0.7
家用电器和音像器材类	1.4	1.6	0.7	-0.8	-3.0	-3.9	-1.9	-1.7	2.2	0.2
文化办公用品类	6.6	6.5	6.8	5.9	4.9	4.4	-1.1	-1.4	-5.8	-0.3
石油及制品类	14.2	14.5	14.0	12.5	11.0	9.7	10.9	10.3	0.6	-0.6
家具类	-8.6	-8.5	-8.4	-8.2	-7.7	-7.5	5.2	4.6	12.1	-0.6
建筑及装潢材料类	-3.6	-4.4	-4.9	-5.3	-5.8	-6.2	-0.9	-2.4	3.8	-1.5
粮油、食品类	9.4	9.2	9.1	9.0	8.5	8.7	9.0	7.5	-1.2	-1.5
中西药品类	9.4	9.4	9.4	9.3	9.2	12.4	19.3	16.5	4.1	-2.8
饮料类	7.4	7.2	6.9	6.6	5.3	5.3	5.2	1.8	-3.5	-3.4

数据来源：Wind，山西证券研究所

**房地产依然处于调整阶段，销售向投资传导偏弱但趋势不改。**3月房地产开发投资完成额累计增速-5.8%（前值-5.7%），当月跌幅扩大至-7.2%（前值-5.7%）。在一系列政策作用下，地产销售和竣工持续好转。3月商品房销售面积累计跌幅收窄至-1.8%（前值-3.6%），房地产开发资金来源累计跌幅收窄至-9.0%（前值-15.2%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅收窄至-9.6%（前值-15.0%），来自个人按揭贷款的部分累计同比跌幅收窄至-3.43%（前值-13.4%），自筹资金累计跌幅微幅收窄至-17.9%（前值-18.2%）。地产资金来源的改善下，3月竣工面积累计增速扩大至14.7%（前值8.0%）。新开工和施工面积增速跌幅扩大。3月商品房新开工面积累计跌幅扩大至-19.2%（前值-9.4%），施工面积跌幅扩大至-5.2%（前值-4.4%）。总体看，房地产销售向投资传导偏弱，住宅库存有待进一步去化，目前房地产市场还处于调整阶段。

**基建投资保持强势。**3月基建投资累计增速8.8%（前值9.0%），快于全部投资增长。下阶段围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，交通、水利、能源领域短板加快补齐，同时数字化、智能化、绿色化等方向的新型基础设施建设需求扩大也有望带动基建投资。基建投资有望保持高增，也有望为未来持续发展增强后劲。

**制造业投资韧性好，主要受消费和出口驱动，今年可能存在预期差。**3月制造业投资累计增速7.0%（前值8.1%）。分行业看，除汽车制造业外的消费类制造业投资有所改善。如纺织业和食品制造业累计增速分别较1-2月提升6.7个百分点和0.7个百分点。电器机械及器材制造业投资在去年快修复的基础上，今年3月累计增长43.1%，较2022年12月和2023年1-2月分别提升0.5个百分点、9.4个百分点，主要得益于出口的拉动。化学原料及化学制品制造业投资累计增长19.2%，较1-2月提升2.0个百分点。

表3：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022.07	2022.08	2022.09	2022.10	2022.11	2022.12	2023.02	2023.03	比上年	比上期
电气机械及器材制造业	37.2	38.4	39.5	39.7	41.4	42.6	33.7	43.1	0.5	9.4
纺织业	11.1	7.6	6.3	6.0	5.4	4.7	-11.0	-4.3	-9.0	6.7
化学原料及化学制品制造业	16.0	17.9	19.3	20.4	19.7	18.8	17.2	19.2	0.4	2.0
食品制造业	16.6	17.0	14.4	15.0	14.9	13.7	5.1	5.8	-7.9	0.7
医药制造业	6.4	6.7	6.9	6.9	6.2	5.9	-0.6	-1.9	-7.8	-1.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.5	9.5	6.0	5.5	3.2	1.7	-6.6	-7.9	-9.6	-1.3
专用设备制造业	16.3	15.0	15.0	13.4	12.8	12.1	12.2	10.6	-1.5	-1.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.6	18.7	19.9	20.8	19.9	18.8	17.3	14.5	-4.3	-2.8

通用设备制造业	17.5	16.9	16.7	14.6	14.5	14.8	10.5	7.6	-7.2	-2.9
农副食品加工业	15.8	15.8	16.6	16.3	15.9	15.5	13.2	10.1	-5.4	-3.1
汽车制造业	9.9	12.9	12.7	12.8	12.3	12.6	23.8	19.0	6.4	-4.8
金属制品业	13.5	12.7	12.6	11.0	11.8	11.8	7.4	2.2	-9.6	-5.2
有色金属冶炼及压延加工业	11.1	12.6	13.9	15.3	14.2	15.7	16.2	10.8	-4.9	-5.4

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 市场启示

**经济数据分化，收益率短期仍偏震荡。**3月除消费和出口外，多项经济数据低于预期值，尤其是房地产新开工、施工、投资数据跌幅扩大。但是从一些中远端指标看，经济内生动能构建的路径还在展开，比如3月份全国城镇调查失业率明显下降；一季度居民收入平稳增长；商品房销售跌幅持续收窄，住宅库存连续两个月去化，有助于房价改善到销售回升链条的构建，销售向投资端的传导还会延续。从上述内生动能相关的指标看，我们认为经济改善的趋势是比较明确的，节奏可能存在波动。上周央行一季度货币政策委员会例会整体对经济形势的判断偏乐观，货币政策基调更加平稳，对货币信贷的要求从四季度货币政策执行报告中的“合理增长”转变为“合理增长、节奏平稳”，值得关注。虽然央行对货币政策表态略有变化，但从政策到资金面存在时滞，短期资金面有望偏稳。另外，市场目前担心在经济修复的情况下，4月政治局会议在政策上带来的扰动。综上，债市短期风险不大，大概率还是以震荡为主，方向选择可能要到5月份。

### 4. 风险提示

地产链加快修复；超预期一揽子稳信心政策推出。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

