

## 经济复苏的“喜与忧”

### ——3月经济数据点评

报告日期：2023-04-20

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

#### 主要观点：

##### ● 事件

4月18日，统计局公布一季度及3月经济数据，按不变价格计算，2023年第一季度国内生产总值同比增长4.5%。全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为3.0%、5.8%、5.1%。

##### ● 供给端：服务业迅速修复，但工业同比增长缓慢

3月，工业增加值同比增长3.9%，前值增2.4%。季调环比录得0.12%，与前值持平。分三大门类看，采矿业同比增幅明显回落，3月采矿业增加值同比增长0.9%，涨幅较前值（1-2月累计同比）回落2.3pct；分行业看，电器、交运、化工等行业涨幅较大，汽车制造业涨幅明显改善，20个主要行业中16个同比保持增长。

服务业修复显著快于工业，3月份，服务业生产指数同比增长9.2%，增速较1-2月扩大3.7pct，服务业增长自2021年8月以来首次超越工业增加值同比增速，疫后服务业修复加快。

##### ● 需求端：出口超预期，消费低基数修复，但投资增速有所放缓

低基数下消费同比增幅提升，但复苏较为温和。3月社零同比增长10.6%，涨幅较前值扩大7.1pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长10.5%，涨幅较前值扩大5.5pct，社零涨幅回升，部分是受去年同期低基数影响，从季调环比增长0.15%来看，增幅较为温和。

##### 投资增速有所放缓，但基建表现仍然较强：

● 地产竣工端修复明显快于施工端，商品房销售有所回暖：地产投资当月同比录得-7.2%，降幅较前值扩大1.5pct；施工端来看，施工面积、新开工面积同比降幅分别较2月扩大29.9pct、19.7pct，施工端环比走低；竣工面积同比上涨32.0%，涨幅较2月扩大24.0pct，竣工端环比明显改善。

● 基建投资保持温和增长，涨幅略有收缩。宽、窄口径基建投资3月同比增速分别录得8.7%、9.9%，增幅分别较2月缩窄0.3pct、2.3pct。

● 制造业投资速度加快。制造业投资当月同比增速录得6.2%，较2月收窄1.9pct。3月制造业PMI为51.9%，保持在荣枯线以上，制造业温和复苏，

非制造业保持高增。

**3月出口增速重回正轴且超预期，同比增速较上月大幅提升 16.1pct 至 14.8%。**

分国别来看，3月对新兴市场国家出口扩大，对发达市场国家出口增速降幅收窄，一定程度上带动出口走出超预期行情，与新兴市场国家如俄罗斯、东盟的出口增长加快；分商品来看，海关总署公布的31项类别中13项增速为正，18项为负，其中汽车出口增长超预期。

● **就业整体好转，但青年人口失业率上行**

**城镇就业情况好转，青年人口失业率上行。**针对不同年龄段人群的调查显示，16-24岁人口自2019年以来失业率逐年走高，3月已到达19.6%，较前值上行1.5pct；25-29岁人口失业率降低0.5pct至4.3%，较年初有所好转。

● **债市策略：经济修复虽较强，但并不全面**

**当前债市多头更多关注经济能否全面修复，而宏观经济数据隐含的斜率修复尚未完成统一：①从供给端来看，工业修复弱于服务业，采矿业是其拖累项；②从需求端来看，出口增速超预期，社零排除基数效应后温和修复，但投资增幅有所放缓；③就业整体改善，但青年人口失业率上行。**

**我们在近期利率达到 2.81% 时曾明确提示了上行风险，相对准确地把握了 2.81%—2.85% 这一波段，站在当前时点，后市应当如何展望？**

**短期来看，10Y 国债利率中枢仍将窄幅震荡，围绕经济的弱复苏博弈仍在持续，后市需关注由负债端驱动的机构配置需求、资产比价/信用债资产荒驱动的再配置需求、货币投放与财政支出共同作用的流动性变动，“上山容易下山难”，如我们此前报告所述，当前杠杆、久期、下沉策略均用到极致，近期利率再度震荡下行，但我们认为此种趋势的稳定性和延续性较为有限。**

● **风险提示**

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

## 正文目录

1	事件.....	5
2	生产：服务业修复快于工业 .....	5
2.1	工业季调环比持平，复苏斜率放缓 .....	5
2.2	服务业复苏显著，同比增幅强于工业.....	5
3	需求端：消费低基数修复、投资增长稳健、出口超预期.....	6
3.1	社零：低基数效应下消费温和复苏 .....	6
3.2	固定资产投资：增速有所放缓，但基建表现仍然较强 .....	7
3.3	出口增速重回正轴 .....	8
4	就业：整体好转，但青年人口失业率上行.....	10
5	风险提示： .....	11

## 图表目录

图表 1 三大门类工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 2 各主要行业工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 3 工业增加值与服务业生产指数 (单位: %)	6
图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)	7
图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)	7
图表 6 固投分项同比 (单位: %)	7
图表 7 地产投资分项同比 (单位: %)	8
图表 8 基建投资分项同比 (单位: %)	8
图表 9 进出口总值当月同比 (单位: %)	8
图表 10 分国别出口额 (单位: 亿美元)	9
图表 11 分国别出口累计同比 (单位: %)	9
图表 12 分国别进口额 (单位: 亿美元)	9
图表 13 分国别进口累计同比 (单位: %)	9
图表 14 分商品出口累计同比 (单位: %)	10
图表 15 汽车细分项出口累计同比 (单位: %)	10
图表 16 分商品进口累计同比 (单位: %)	10
图表 17 城镇调查失业率 (单位: %)	11
图表 18 分户籍城镇调查失业率 (单位: %)	11
图表 19 16-24 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	11
图表 20 25-59 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	11

# 1 事件

4月18日，统计局公布一季度及3月经济数据，按不变价格计算，2023年第一季度国内生产总值同比增长4.5%。全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为3.0%、5.8%、5.1%。

## 2 生产：服务业修复快于工业

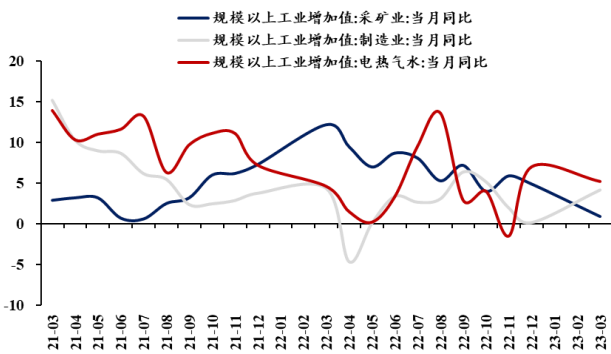
### 2.1 工业季调环比持平，复苏斜率放缓

3月，工业增加值同比增长3.9%，前值增2.4%。季调环比录得0.12%，与前值持平。

**分三大门类看，采矿业同比增幅明显回落。**3月采矿业增加值同比增长0.9%，涨幅较前值（1-2月累计同比）回落2.3pct；制造业增加值同比增长4.2%，涨幅较前值扩大2.1pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长5.2%，涨幅较前值扩大2.8pct。

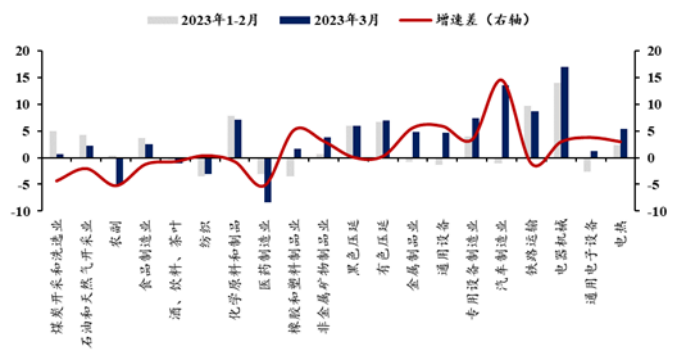
**分行业看，电器、交运、化工等行业涨幅较大，汽车制造业涨幅明显改善。**20个主要行业中有16个行业增加值保持同比增长。其中汽车制造(+13.5%)、金属制品(+4.8%)、通用设备(+4.6%)、橡胶和塑料制品(+1.7%)、通用电子设备(+1.2%)同比增速由负转正；非金属矿物制品(+3.8%)、电热(+5.3%)、黑色压延(+6%)、有色压延(+7%)、专用设备制造(+7.3%)、电器机械(+16.9%)同比增速扩大；酒/饮料/茶叶(-1%)、纺织(-3.1%)、农副(-4.9%)、医药制造业(-8.3%)行业增加值同比下降。

图表1 三大门类工业增加值同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 各主要行业工业增加值同比（单位：%）

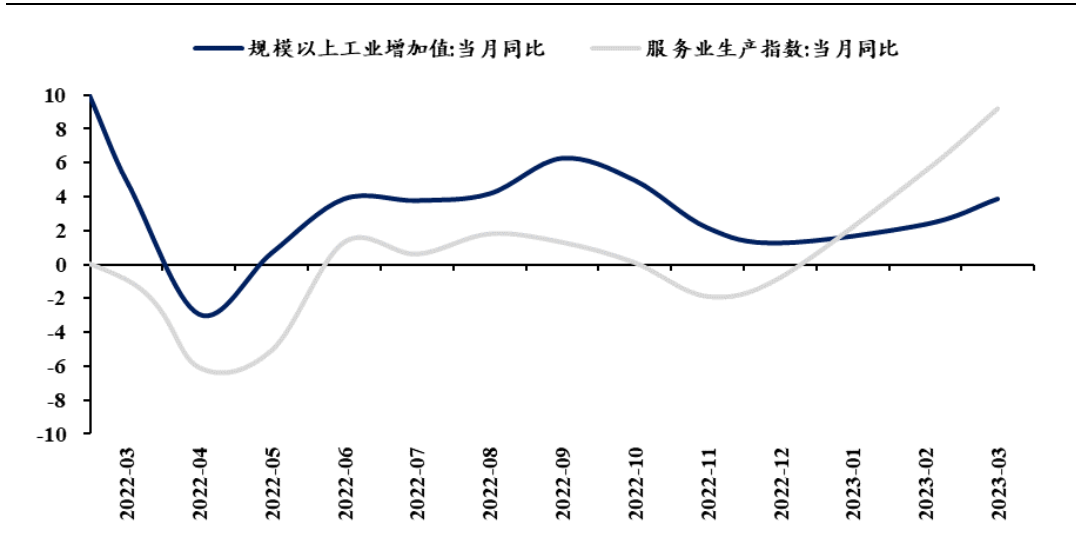


资料来源：Wind，华安证券研究所

### 2.2 服务业复苏显著，同比增幅强于工业

3月服务业生产指数同比增长9.2%，增速较1-2月扩大3.7pct。3月服务业增长自2021年8月以来首次超越工业增加值同比增速，服务业疫后修复加快。

图表 3 工业增加值与服务业生产指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3 需求端：消费低基数修复、投资增长稳健、出口超预期

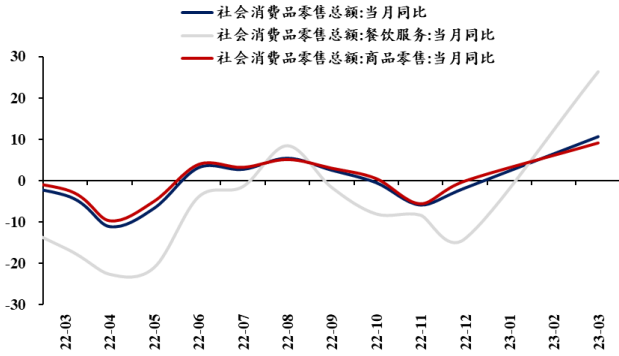
#### 3.1 社零：低基数效应下消费温和复苏

3月，社零同比增长10.6%，涨幅较前值扩大7.1pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长10.5%，涨幅较前值扩大5.5pct，社会消费品零售恢复较快，同比涨幅回升部分受去年同期低基数影响。社零季调环比增长0.15%，增幅较为温和。

从消费类型来看，3月份，商品零售额同比增长9.1%，增速较前值扩大6.2%；餐饮收入同比上升26.3%，前值为9.3%，增速扩大17.1pct。

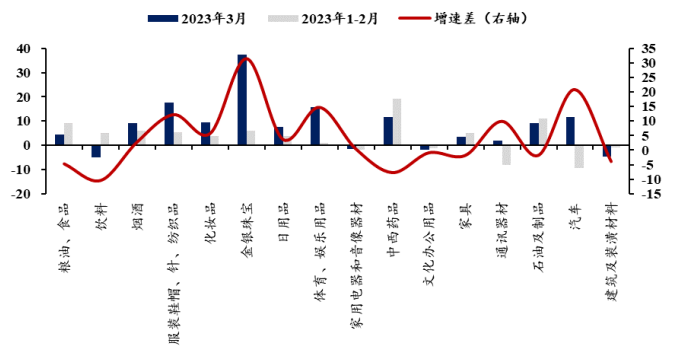
分品类来看，15个限额以上商品零售额中有12个同比增速为正，仅3项同比录得负值。其中，饮料类(-5.1%)零售额增速较前值由正转负，建筑及装潢材料(-4.7%)降幅扩大，粮油食品(+4.4%)、中西药品(+11.7%)、家具(+3.5%)、石油及制品(+9.2%)同比增速收窄；通讯器材(+1.8%)、汽车(+11.5%)增速由负转正，家用电器和音响器材(-1.4%)降幅收窄，烟酒(+9%)、服装鞋帽/针织品/纺织品(+17.7%)、化妆品(+9.6%)、金银珠宝(+37.4%)、日用品(+7.7%)、体育/娱乐用品(+15.8%)增速扩大。与前值相比，同比增速扩大最多的品类为金银珠宝、汽车、体育/娱乐用品，分别扩大31.5pct、20.9pct和14.8pct。

图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)

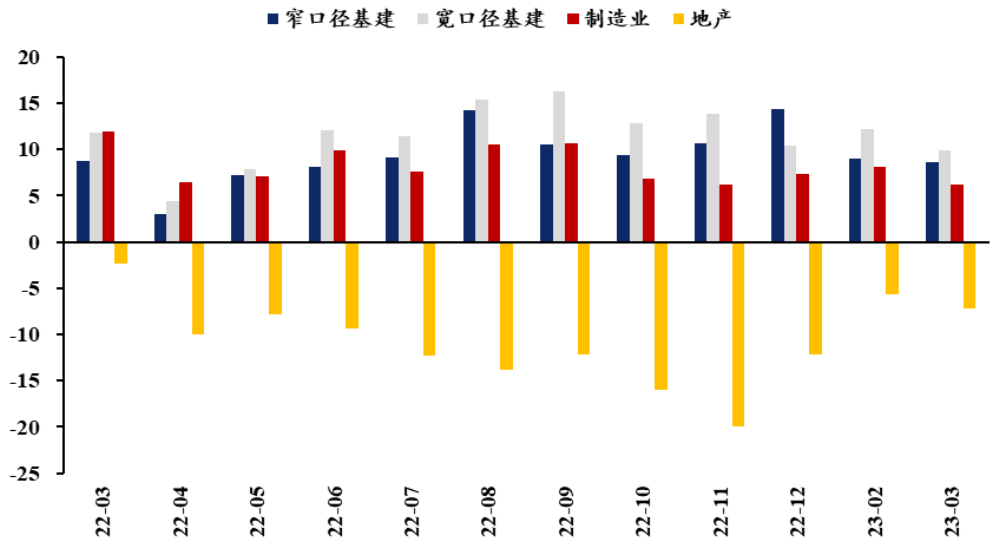


资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3.2 固定资产投资: 增速有所放缓, 但基建表现仍然较强

3 月份, 固定资产投资同比增速录得-0.75%, 较 2 月收窄 6.29pct, 固投增速由正转负; 季调环比录得-0.25%, 较 2 月收窄 0.73pct。

图表 6 固投分项同比 (单位: %)



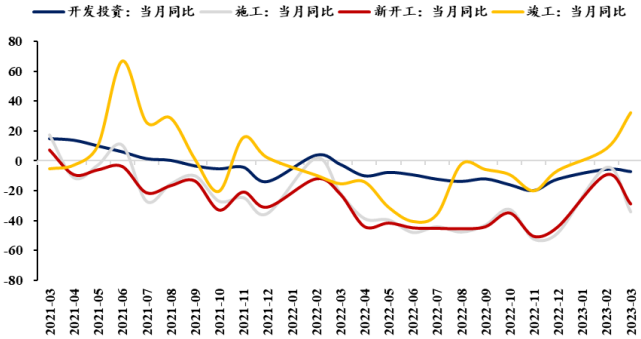
资料来源: Wind, 华安证券研究所

地产投资当月同比录得-7.2%, 降幅较前值扩大 1.5pct; 施工端来看, 施工面积、新开工面积同比降幅分别较 2 月扩大 29.9pct、19.7pct, 施工端环比走低; 竣工面积同比上涨 32.0%, 涨幅较 2 月扩大 24.0pct, 竣工端环比明显改善。从消费端来看, 商品房销售面积同比基本维持不变, 较前值收窄 0.2pct; 销售额延续 2 月边际好转的趋势, 同比降幅收窄 6.4pct。

基建投资保持温和增长, 较上月略有收缩。宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得 8.7%、9.9%, 增幅分别较 2 月缩窄 0.3pct、2.3pct。分类别来看, 交通投资当月同比

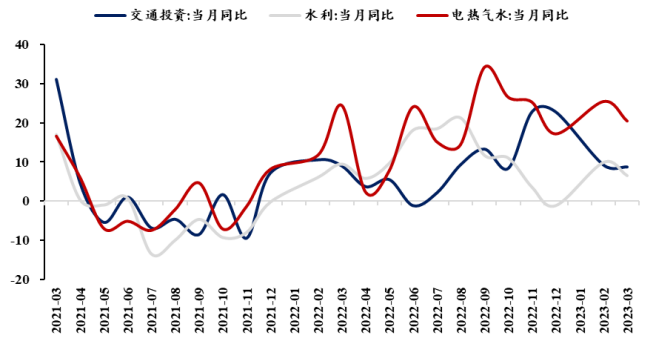
增速录得 8.7%，增幅较前值缩窄 0.5pct；水利投资当月同比增速录得 6.5%，增幅较前值缩窄 3.3pct；电热汽水投资当月同比录得 20.4%，增幅较前值缩窄 5.0pct。

图表 7 地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 基建投资分项同比（单位：%）



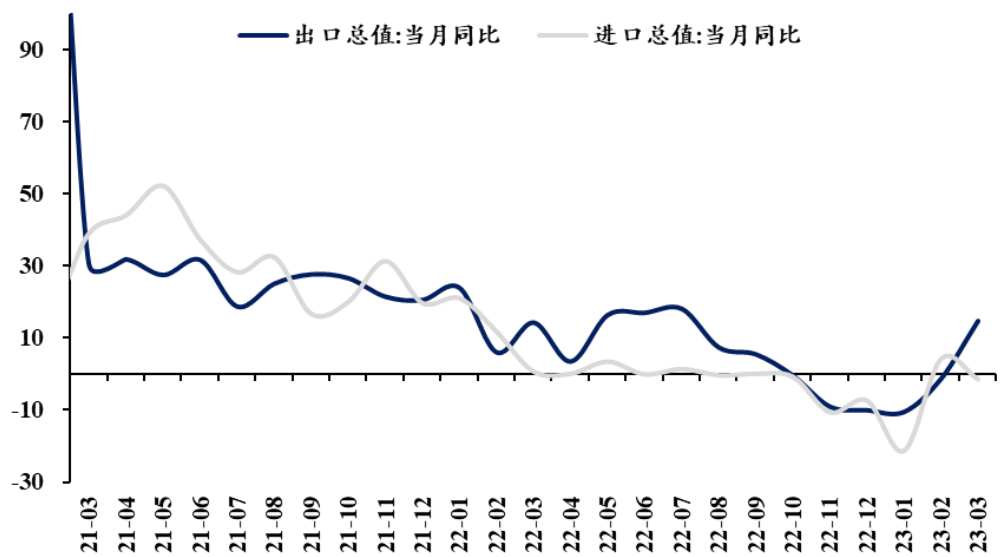
资料来源：Wind，华安证券研究所

**制造业投资速度加快。**制造业投资当月同比增速录得 6.2%，较 2 月收窄 1.9pct。3 月制造业 PMI 为 51.9%，保持在荣枯线以上，制造业温和复苏，非制造业保持高增；生产经营活动预期录得 57.5%，较 2 月增加 1.9pct，高于历史均值 56.5%，经营预期持续好转。

### 3.3 出口增速重回正轴

3 月份出口增速重回正轴，同比增速较上月大幅提升 16.1pct 至 14.8%。2023Q1，出口货物总额 56484 亿元，同比增长 8.4%；进口 42393 亿元，同比增长 0.2%，3 月出口同比明显改善。

图表 9 进出口总值当月同比（单位：%）

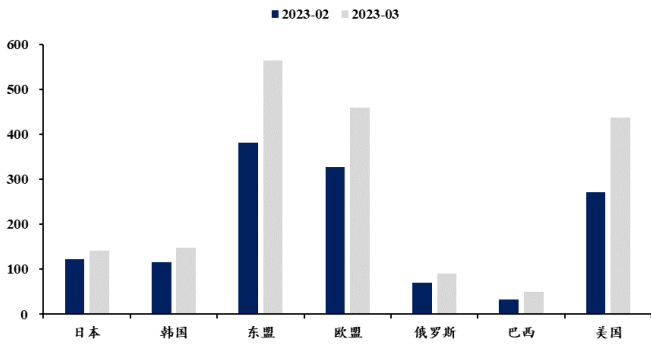


资料来源：Wind，华安证券研究所

分国别来看，对新兴市场国家出口扩大，对发达市场国家出口增速降幅收窄。3 月，

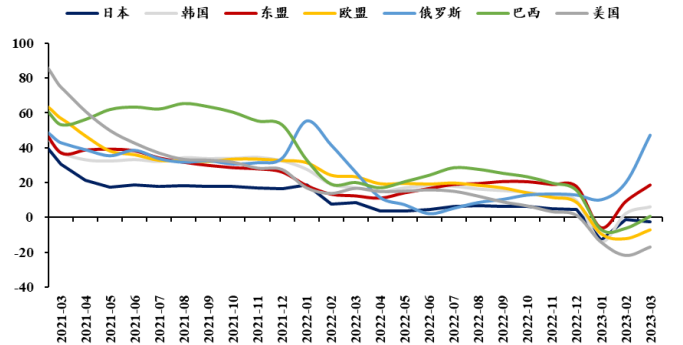
中国对主要经济体出口额为：日本（141 亿美元）、韩国（148 亿美元）、东盟（564 亿美元）、欧盟（459 亿美元）、俄罗斯（90 亿美元）、巴西（48 亿美元）、美国（437 亿美元），占出口总额比重分别为 4.5%、4.7%、17.9%、14.5%、2.9%、1.6%、13.8%。与新兴市场国家如俄罗斯、东盟的出口增长加快，一定程度上带动出口走出超预期行情。对俄罗斯、东盟出口累计同比增速大幅扩张至 47.1%、18.6%，对韩国增至 6.0%，对美国（-17.0%）、欧盟（-7.1%）出口累计同比降幅收窄。

图表 10 分国别出口额（单位：亿美元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

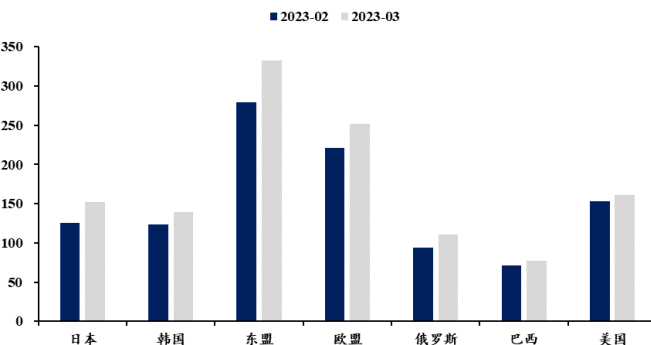
图表 11 分国别出口累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

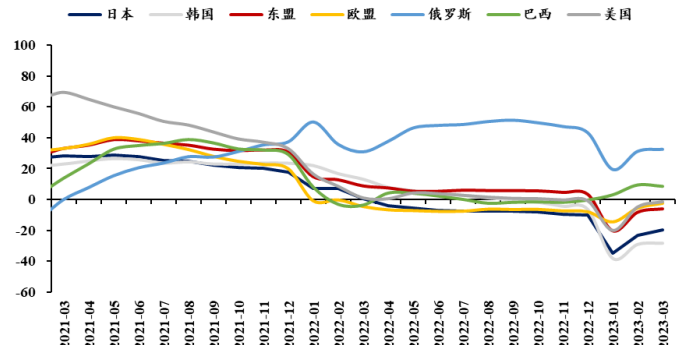
**进口额增速较前值维持稳定，对主要经济体进口额均有增长。**3 月，中国对主要经济体进口额为：日本（152 亿美元）、韩国（139 亿美元）、东盟（333 亿美元）、欧盟（251 亿美元）、俄罗斯（110 亿美元）、巴西（78 亿美元）、美国（161 亿美元），占出口总额比重分别为 6.7%、6.1%、14.6%、11.1%、4.8%、3.4%、7.1%。进口累计同比增速分别为日本（-19.5%）、韩国（-28.2%）、东盟（-6.1%）、欧盟（-2.4%）、俄罗斯（32.6%）、巴西（8.5%）、美国（-1.7%），其中，对俄罗斯进口增速扩大，对日本、韩国、东盟、欧盟、美国进口同比降幅收窄。

图表 12 分国别进口额（单位：亿美元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 分国别进口累计同比（单位：%）

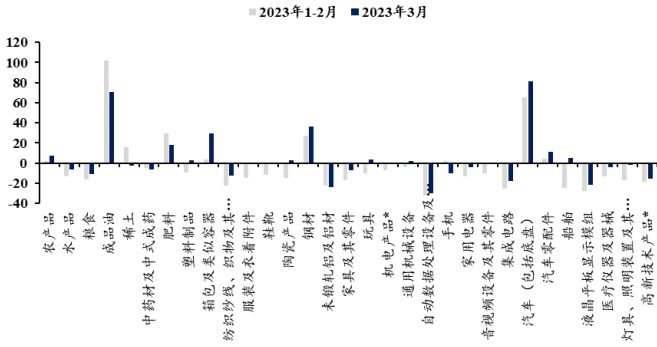


资料来源：Wind，华安证券研究所

**多数商品出口增速走低，汽车出口表现突出。**分商品来看，海关总署公布的 31 项类别中 13 项增速为正，18 项为负。3 月汽车、成品油、钢材类出口增速最快，分别达到 81.6%、70.3%、36.7%。今年以来，汽车出口持续走高，乘用车、商用车出口累计同比增

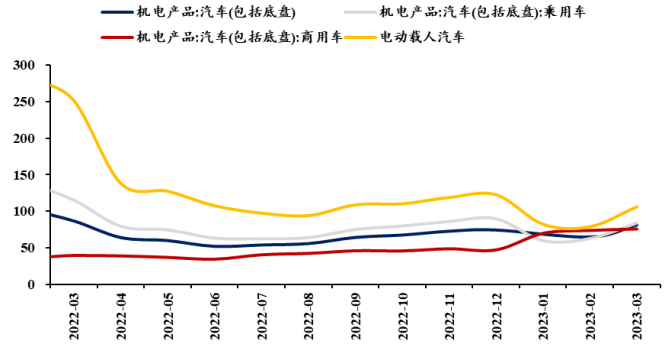
速均达到 80%以上，电动车增速达 105.8%，未来国产车海外出口市场有望继续扩大。

图表 14 分商品出口累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

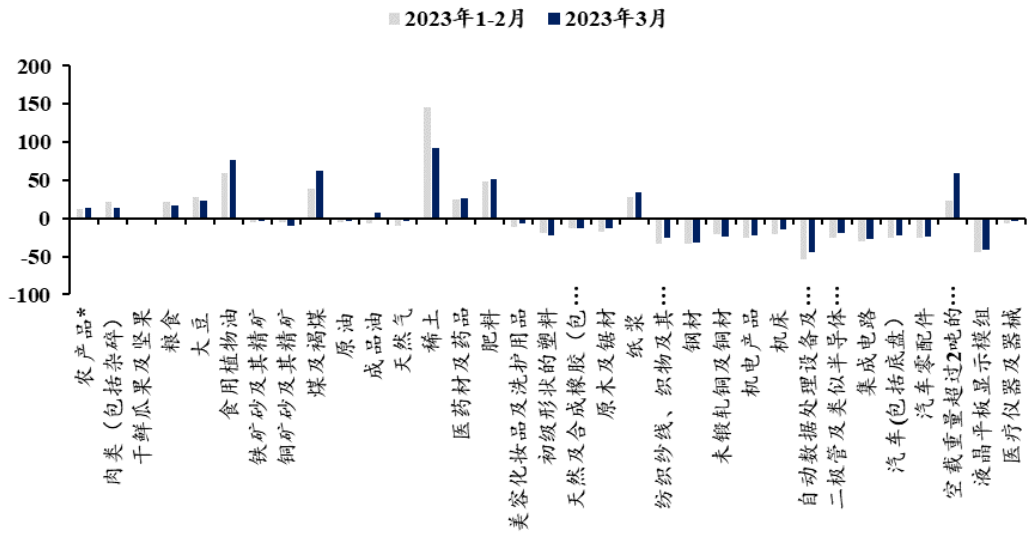
图表 15 汽车细分项出口累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

**多数商品进口走低。**进口商品方面，海关总署公布的 34 项类别中 13 项增速为正，21 项为负。稀土、食用植物油、煤进口累计同比增速排名前列，分别为 91.8%、75.9%、63.1%。

图表 16 分商品进口累计同比 (单位: %)



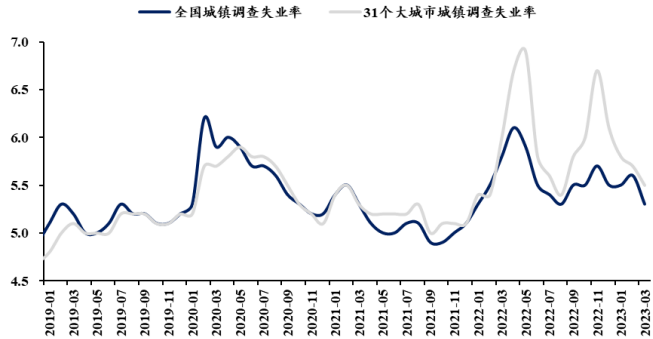
资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 4 就业：整体好转，但青年人口失业率上行

**城镇就业情况好转，但青年人口失业率上行。**3 月，全国城镇调查失业率、31 个大城市城镇调查失业率分别录得 5.3%、5.5%，较 2 月下行 0.3pct、0.2pct，失业率保持自去年 11 月以来的下行趋势。本地户籍、外来户籍、外来农业户籍人口失业率分别为 5.1%、5.6%、5.3%，分别较 2 月下行 0.3pct、0.3pct、0.7pct，外来农业户籍人口就业明显见好。针对不同年龄段人群的调查显示，16-24 岁人口自 2019 年以来失业率逐年走高，到今年

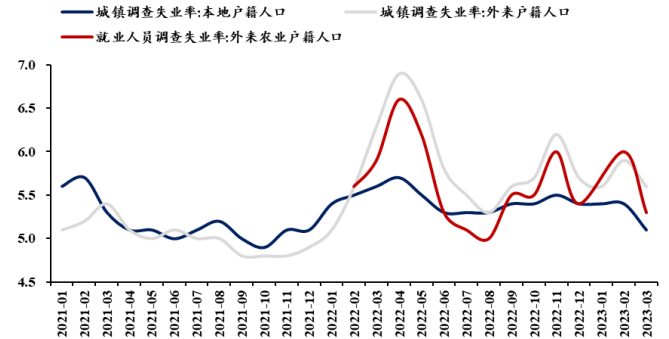
3 月份已到达 19.6%，较前值上行 1.5pct；25-29 岁人口失业率降低 0.5pct 至 4.3%，较年初有所好转。

图表 17 城镇调查失业率（单位：%）



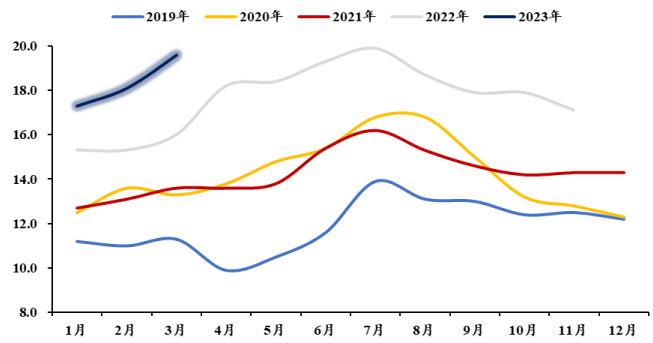
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 分户籍城镇调查失业率（单位：%）



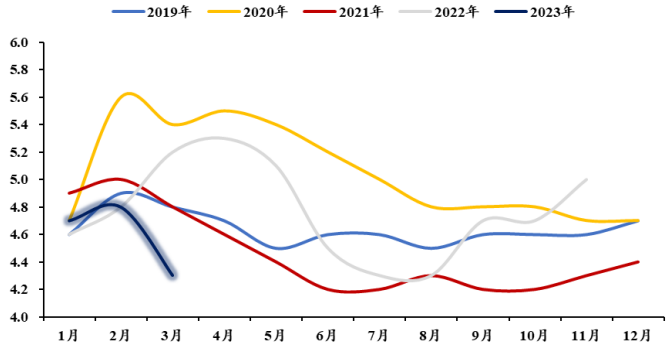
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 16-24 岁人口城镇调查失业率（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 20 25-59 岁人口城镇调查失业率（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5 风险提示：

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。