

经济修复成果初显，关注其中结构分化

——3月经济数据点评

相关研究：

- 《疫后扩内需，消费蓄势待发》 2022.12.26
- 《高频数据跟踪：消费复苏可期》 2023.01.08
- 《高频数据跟踪：节后生产修复，消费持续回升》 2023.02.15
- 《服务消费快速回暖，汽车零售转增为降》 2023.03.17

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：贺钰偲

Tel: 021-50293570

Email: hyc07067@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

国家统计局公布3月经济数据，3月工业增加值同比增速、固定资产投资累计同比增速、社消零售总额同比增速、全国城镇调查失业率分别录得3.9%、5.1%、10.6%、5.3%。

□ 工业生产有所恢复，但增速放缓

中国3月规模以上工业增加值同比增长3.9%，低于wind一致预期的4.31%，较1-2月增速提升1.5个百分点。分行业大类来看，采矿业增速回落，3月同比增长0.9%，前值4.7%；制造业和公用事业增速均有所上升，3月同比分别录得4.2%和5.2%，较1-2月分别增加2.1和2.8个百分点。从企业类型来看，各类企业同比增速均有回升，其中外资企业转负为正，从1-2月的-5.2%的增速，回升至3月1.4%的增速，体现国内经济复苏强劲，在稳增长政策持续发力的前提下，外资企业对生产预期有所好转。

□ 消费整体稳步复苏，餐饮消费持续回暖

3月社会消费品零售总额当月同比录得10.60%，较1-2月增速上升7.1个百分点，高于Wind一致预期的7.27%，消费复苏迹象明显。从限额以上消费品分项来看，可选消费大幅增长，金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类、体育娱乐用品类3月同比分别增长37.4%、17.7%、15.8%；必选消费内部表现有所分化，其中粮油食品、饮料、中西药品类较上月有所回落，但整体依旧维持高景气。此外，得益于汽车补贴政策持续发力，汽车增速环比回升明显；餐饮行业消费复苏表现亮眼，环比增长17.1%，体现了疫情修复期场景消费持续回暖的特征；地产后周期相关消费略显乏力，侧面反映当前地产行业景气度不高的情况。

□ 投资增速有所回落，房地产为主要拖累项

一季度固定资产投资增速录得5.1%，较1-2月累计增速降低0.4个百分点，略低于Wind一致预期的5.32%。分领域看，基础设施投资增长8.8%，制造业投资增长7.0%，房地产开发投资下降5.8%。受益于国家在基建领域的战略部署，数字经济等新基建受到重视，带动基建投资保持强劲。3月制造业投资增长主要动力来自于出口的恢复，后续增速的保持还要取决于需求的驱动。

房地产开发投资是今年1季度固定资产投资主要拖累项，从房地产的开发、施工和销售情况来看，3月商品房新开工、施工、竣工累计同比分别录得-19.2%、-5.2%和14.7%，前值分别为-9.4%、-4.4%、8%，地产数据较前值有一定改善，但依旧处于近年低位。

❑ **失业压力有所缓解，但青年就业问题不容忽视**

3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月下降 0.3 个百分点。16-24 岁、25-59 岁劳动力调查失业率分别为 19.6%、4.3%。失业问题整体有所改善，但失业人口呈现年轻化特征，16-24 岁人口失业率相较于 25-29 岁人口失业率差值不断扩大，结构性失业问题凸显。青年失业率上升主要源于高校毕业生就业困难，从人力资源和社会保障部获悉，2023 届高校毕业生的规模将达到 1158 万人，解决青年就业问题将成为未来相关政策制定主要落脚点。

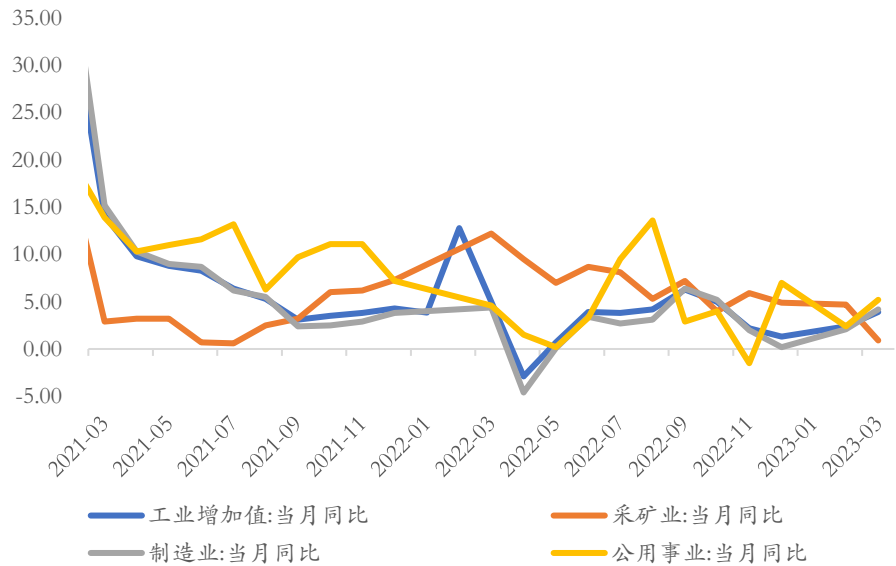
❑ **风险提示**

政策落地不及预期；外部环境不确定性加大；疫情反复。

1 工业生产有所恢复，但增速放缓

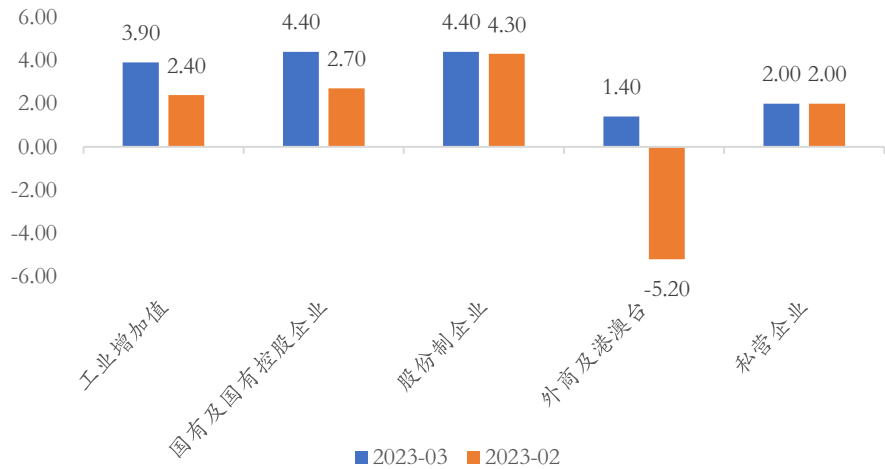
工业生产有所恢复，但增速放缓。中国 3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，低于 wind 一致预期的 4.31%，较 1-2 月增速提升 1.5 个百分点。分行业大类来看，采矿业增速回落，3 月同比增长 0.9%，前值 4.7%；制造业和公用事业增速均有所上升，3 月同比分别录得 4.2%和 5.2%，较 1-2 月分别增加 2.1 和 2.8 个百分点。从企业类型来看，各类企业同比增速均有回升，其中外资企业转负为正，从 1-2 月的-5.2%的增速，回升至 3 月 1.4%的增速，体现国内经济复苏强劲，在稳增长政策持续发力的前提下，外资企业对生产预期有所好转。

图 1 各行业工业增加值同比增速



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

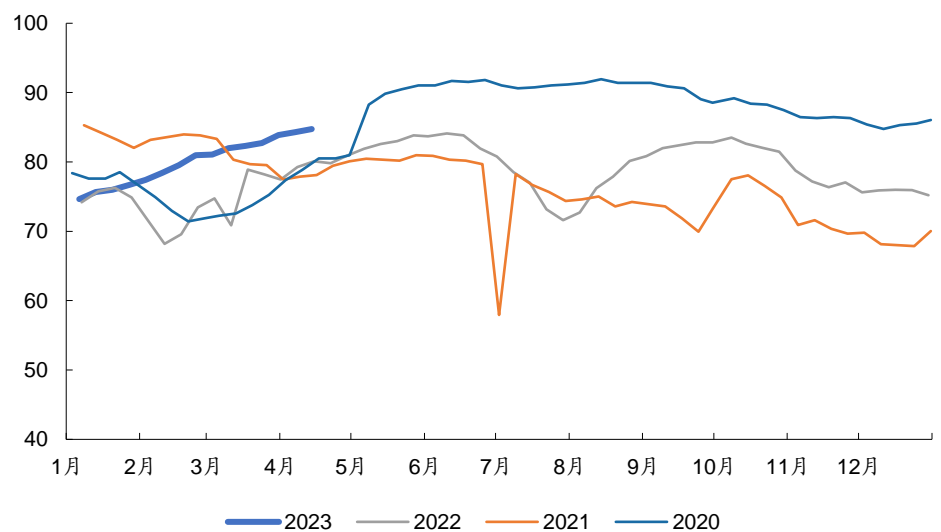
图 2 分企业类型工业增加值增速变化（当月同比）



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

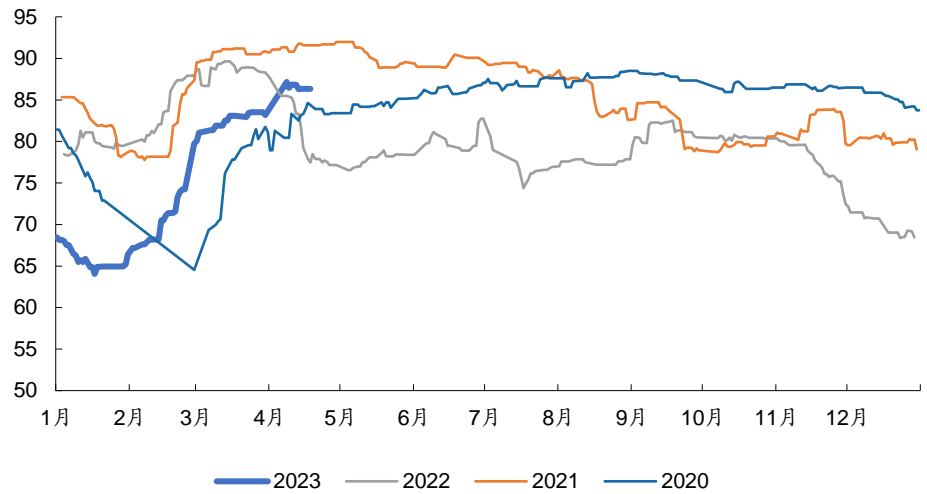
4月以来，工业生产各类高频数据也持续企稳，截至4月18日，全国24家钢厂高炉开工率持续上升，最新录得84.74%；PTA产业链负荷率也持续攀升，已超过去年同期水平，最新录得86.32%。高频数据反映出工业生产复苏基础稳定，预期未来相关经济指标会稳步改善。

图 3 全国 247 家钢厂高炉开工率持续上升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 PTA 产业链负荷率（聚酯工厂）持续攀升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 消费整体稳步复苏，餐饮消费持续回暖

3月社会消费品零售总额当月同比录得10.60%，较1-2月增速上升7.1个百分点，高于Wind一致预期的7.27%，消费复苏迹象明显。从限额以上消费品分项来看，可选消费大幅增长，金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类、体育娱乐用品类3月同比分别增长37.4%、17.7%、15.8%；必选消费内部表现有所分化，其中粮油食品、饮料、中西药品类较上月有所回落，但整体依旧维持高景气。此外，得益于汽车补贴政策持续发力，汽车增速环比回升明显；餐饮行业消费复苏表现亮眼，环比增长17.1%，体现了疫情修复期场景消费持续回暖的特征；地产后周期相关消费略显乏力，侧面反映当前地产行业景气度不高的情况。

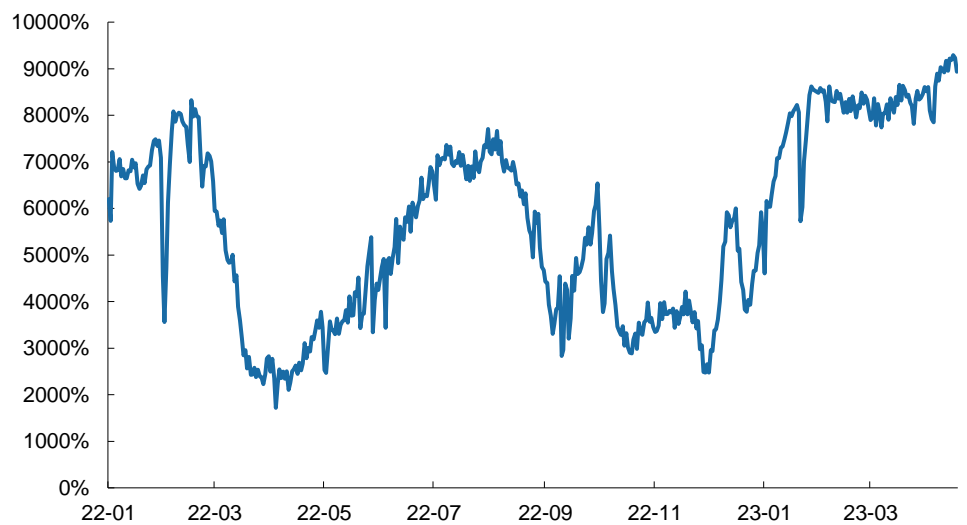
向后看，4月以来服务消费高频数据表现良好，一线城市地铁客流量均好于近几年同期水平，国内航班执行率持续处于高位，居民外出、娱乐、旅游等接触性场景恢复稳定。展望未来，拉动消费的主要动力将来自于消费结构的优化和居民收入端的修复。

表 1 限额以上消费品各分项增速变化

商品大类	分类	环比变动	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	1-3月累计同比	上年同期	同比变动
必选消费	粮油、食品类	-4.6	4.4	9.0	10.5	3.9	7.5	12.5	-8.1
	饮料类	-10.3	-5.1	5.2	5.5	-6.2	1.8	12.6	-17.7
	烟酒类	2.9	9.0	6.1	-7.3	-2.0	6.8	7.2	1.8
	化妆品类	5.8	9.6	3.8	-19.3	-4.6	5.9	-6.3	15.9
	日用品类	3.8	7.7	3.9	-9.2	-9.1	5.1	-0.8	8.5
	中西药品类	-7.6	11.7	19.3	39.8	8.3	16.5	11.9	-0.2
可选消费	服装鞋帽针纺织品类	12.3	17.7	5.4	-12.5	-15.6	9.0	-12.7	30.4
	金银珠宝类	31.5	37.4	5.9	-18.4	-7.0	13.6	-17.9	55.3
	文化办公用品类	-0.8	-1.9	-1.1	-0.3	-1.7	-1.4	9.8	-11.7
	通讯器材类	10.0	1.8	-8.2	-4.5	-17.6	-5.1	3.1	-1.3
	体育、娱乐用品类	14.8	15.8	1.0	-13.3	-8.2	5.8	15.8	15.8
	石油及制品类	-1.7	9.2	10.9	-2.9	-1.6	10.3	-8.8	18.0
	汽车	20.9	11.5	-9.4	4.6	-4.2	-2.3	10.5	1.0
地产相关	家用电器和音像器材类	0.5	-1.4	-1.9	-13.1	-17.3	-1.7	-4.3	2.9
	家具类	-1.7	3.5	5.2	-5.8	-4.0	4.6	-8.8	12.3
	建筑及装潢材料类	-3.8	-4.7	-0.9	-8.9	-10.0	-2.4	0.4	-5.1
餐饮	餐饮	17.1	26.3	9.2	-14.1	-8.4	13.9	-16.4	42.7
	限额以上餐饮	27.0	37.2	10.2	-17.8	-7.5	18.3	-15.6	52.8
总量	社会消费品零售总额	7.1	10.6	3.5	-1.8	-5.9	5.8	-3.5	14.1
	除汽车以外的零售额	5.5	10.5	5.0	-2.6	-6.1	6.8	-3.0	13.5
	限额以上零售总额	8.0	10.1	2.1	-1.3	-5.8	4.8	-1.4	11.5

资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图 5 国内航班执行率恢复并保持高位



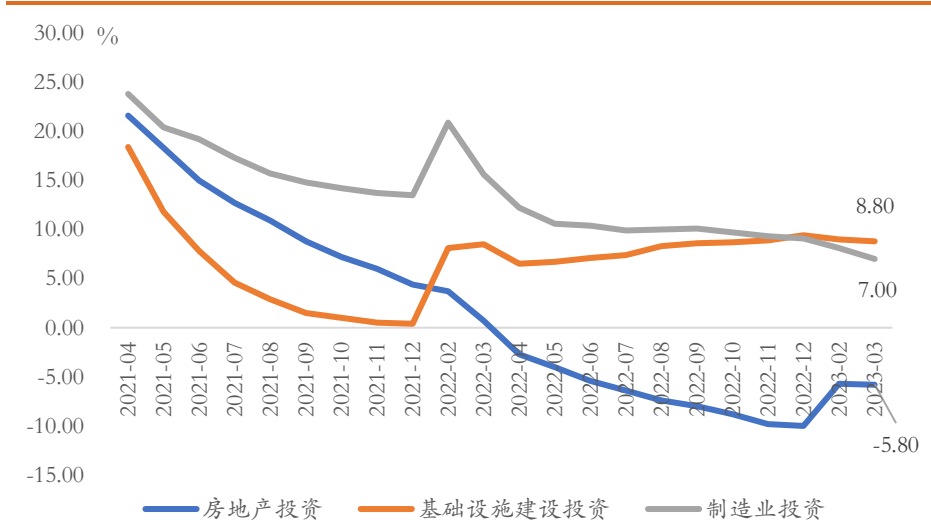
资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 投资增速有所回落，房地产为主要拖累项

一季度固定资产投资增速录得 5.1%，较 1-2 月累计增速降低 0.4 个百分点，略低于 Wind 一致预期的 5.32%。分领域看，基础设施投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，房地产开发投资下降 5.8%。受益于国家在基建领域的战略部署，数字经济等新基建受到重视，带动基建投资保持强劲。3 月制造业投资增长主要动力来自于出口的恢复，后续增速的保持还要取决于需求的驱动。

房地产开发投资是今年 1 季度固定资产投资主要拖累项，从房地产的开发、施工和销售情况来看，3 月商品房新开工、施工、竣工累计同比分别录得 -19.2%、-5.2% 和 14.7%，前值分别为 -9.4%、-4.4%、8%，地产数据较前值有一定改善，但依旧处于近年低位。3 月 29 日经济日报发文指出，“应适时降低改善性需求的置换成本，可以进一步因城施策对改善性需求的首付比例和贷款利率进行调整优化”，相关政策或建议的提出，对稳定市场信心，提升地产市场需求有着积极作用，后续需求回暖将有望带动房地产开发投资逐步回升。

图 6 分行业固定资产投资累计同比



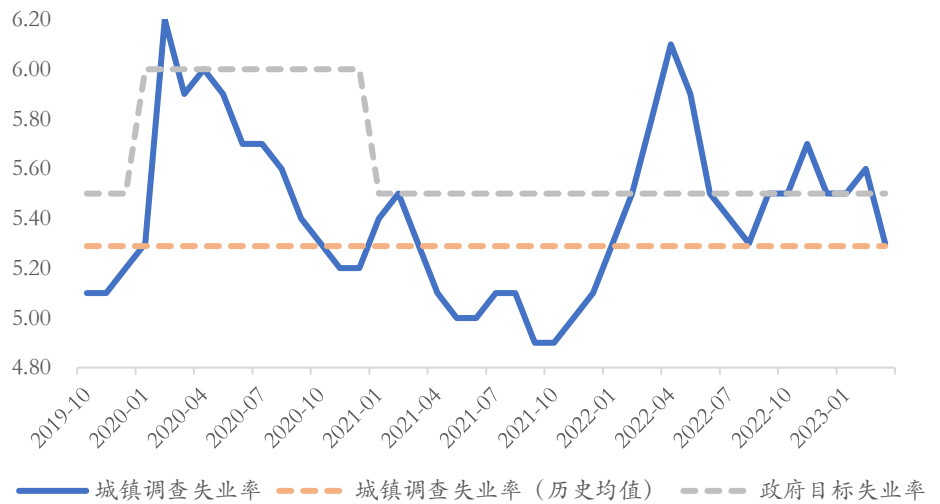
资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

4 失业压力有所缓解，但青年就业问题不容忽视

3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月下降 0.3 个百分点。16-

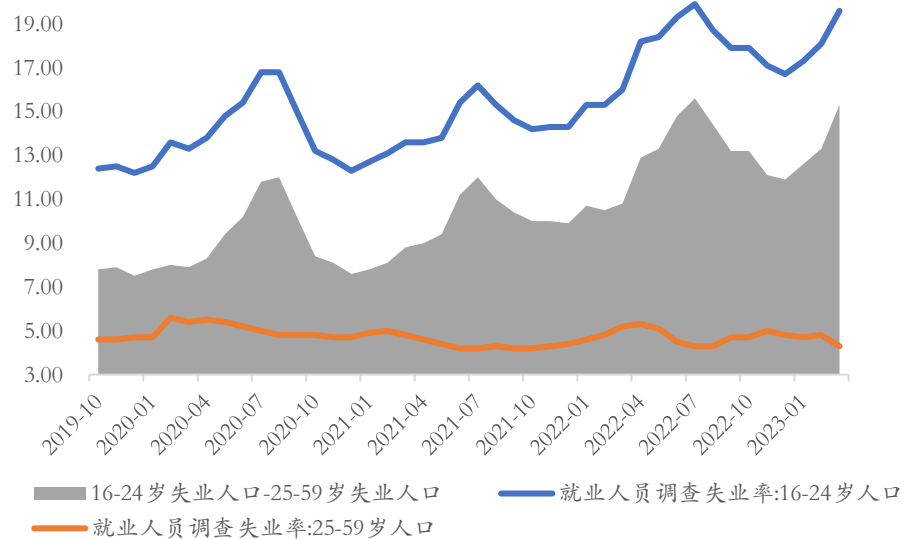
24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为19.6%、4.3%。失业问题整体有所改善，但失业人口呈现年轻化特征，16-24岁人口失业率相较于25-29岁人口失业率差值不断扩大，结构性失业问题凸显。青年失业率上升主要源于高校毕业生就业困难，从人力资源和社会保障部获悉，2023届高校毕业生的规模将达到1158万人，解决青年就业问题将成为未来相关政策制定主要落脚点。

图7 城镇调查失业率有所下降，目前位于历史均值水平



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图8 16-24岁年轻人口失业率持续走高



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

5 风险提示

政策落地不及预期；外部环境不确定性加大；疫情反复。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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% 以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。