

一季度经济开门红，为进一步复苏奠定基础

2023年4月16日-4月22日周报

◆ 市场对美联储降息预期继续边际下滑

当地时间4月19日，美联储公布了银行业危机后的首份褐皮书。褐皮书显示，从2月底至4月上旬的几周中，美国经济活动活跃度整体下行，招聘和通胀放缓，信贷获得渠道变窄。虽然美联储对美国经济的定调有所下行，但4月21日公布的美国4月制造业和服务业PMI数据均较3月走强并超预期，显示美国经济仍有一定韧性，通胀压力或继续存在：美国4月Markit制造业PMI初值为50.4，较上月+1.3PCTS，比预期高2.4PCTS；服务业PMI初值为53.7，较上月+1.1PCT，比预期高2.2PCTS；综合PMI初值为53.5，较上月+1.2PCTS，比预期高2.3PCTS。

本周，有多位美联储官员在不同场合发表对货币政策的看法。周二，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，他预计美联储还会再加息一次，然后将在相当长的一段时间内维持利率不变，以抑制仍然过高的通胀。周四，美联储票委、费城联储主席哈克在宾夕法尼亚大学沃顿商学院的一次会议上发表演讲时指出，虽然银行业危机会给经济带来压力，但美国经济仍然相对强劲，美联储“促进最大就业以及维持通胀稳定”的双重使命并未改变，可能需要一些额外的紧缩措施，以确保政策具有足够的限制性，一旦加息结束，美联储需要在一段时间内保持利率稳定。周五，美联储票委、联储理事库克在乔治城大学发表演讲时承认美国经济和就业出现放缓迹象，同时表示美国通胀虽然有放缓迹象但目前仍处高位且核心通胀仍未稳定走弱，总体来看美联储仍需根据经济和通胀的进一步走势制定合适的政策。

从CME数据看，本周市场对联储降息的预期边际下滑，预期5月加息25BP的概率由上周五的78%上升到本周五的89.1%，预期年内首次降息月份也由上周的9月推后到本周的11月。我们认为本周市场对美联储降息预期边际下滑的主要原因有两个：一是虽然美国经济走弱的大趋势并未改变，但本周美国4月PMI数据超预期，显示美国经济仍有一定韧性。二是本周美联储官员的表态总体偏模糊，并未明确联储货币政策会在下次会议上较此前的指引有所放松。

当前时点看，美联储加息放缓的大方向并未改变。本轮加息的联邦基金利率终点大概率是5.0%-5.25%（比目前的利率高25BP），最大的变数在于达到本轮加息的终点利率后，美联储是否在年内开启降息。综合考虑美国的经济情况和通胀走势，我们倾向于认为5月会议上，美联储政策立场可能会出现边际软化，一定程度向目前的市场预期靠拢。

◆ 开局良好，可适度上调我国全年GDP增速预期

2023年Q1经济运行开局良好，经济动能明显回升。2023Q1，GDP季调环比为+2.2%，较去年Q4环比+1.6PCTS，为2011年以来历年Q1第二高，GDP不变价同比+4.5%（市场预期+4.0%），较去年Q4+1.6PCTS。

整个Q1，消费成为经济最重要的支撑项，基建投资和制造业投资因基数问题对经

作者

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@

相关研究报告

开局良好，可适度上调全年GDP增速预期 — 2023-04-19
金融市场分析周报 — 2023-04-19
对于后续经济复苏前景应保持信心和耐心 — 2023-04-16

济的支撑力度略有下降，房地产投资对经济的拖累明显减轻，3月超预期的进出口数据之下，Q1贸易差额以人民币计同比高增40%以上，对经济亦有较强支撑。

2023年3月，社零环比为+0.15%，为除2022年外，历年3月最低值。2023年3月，社零同比+10.6%（市场预期+7.2%），较上月+7.1PCTS，主因去年3月的低基数效应（去年3月社零同比-3.5%）。总体来看，3月的消费依然呈现弱复苏状态。社零环比明显弱于季节性，显示消费动能并不算强，复苏斜率走缓。3月社零的同比高增，很大部分源于去年同期基数较低，而之所以超过市场预期，更多地是因为前期市场预期过低。从统计局披露的居民收入数据增速和以“支出/收入”表征的居民消费倾向看，目前居民可支配收入增速依然较疫情前有一定差距，且居民消费倾向也弱于疫情之前，我们认为这预示着居民资产负债表受损的问题依然将在后续季度持续存在，居民消费的进一步复苏或受到一定抑制。另一方面，我们认为对未来的消费数据也无需过度悲观，从高频的100个城市交通拥堵数据以及各出行平台五一出行旅游数据看，消费复苏的趋势仍然在延续。我们维持对消费谨慎乐观的看法，由于去年二季度的低基数，预计社零同比数据在Q2将实现增速明显上行。

2023年3月，固投同比+4.7%，较今年前2月-0.8PCTS，带动Q1固投累计同比增速录得+5.1%（市场预期+5.3%），较前2月-0.4PCTS。

2023年3月，制造业投资增速+6.2%，较前2月-1.9PCTS，带动3月固投总体增速+2.5PCTS。3月制造业投资增速的下行，主要系去年全年制造业投资处在相对高位的基数效应影响。从3月PMI看，制造业景气度修复斜率虽然不高，但制造业整体景气度仍然处在相对高位。考虑到3月企业中长期融资再次高增，结合具体子行业方面以“电动载人汽车、锂电池、太阳能电池”为代表的“新三样”产业链的高投资增速支持，预计后续制造业增速仍将保持韧性，全年有望维持+6.0%的增速中枢。

2023年3月，房地产投资增速-5.9%，较今年前2月-0.2PCTS，降幅略有扩大，带动3月固投增速-1.5PCTS。2023年3月，房地产投资同比虽然略有下滑，但房地产竣工、商品房销售及房企开发资金等数据并不差。施工端看，3月房屋施工面积同比虽然较前2月下月较多，但主要系受到新开工面积同比相对较低拖累，房屋竣工面积依然实现高增，且较前2月增速上行较多。销售端看，今年3月房屋销售金额和销售面积分别实现2021年9月和2021年7月以来的首次转正。资金端看，3月房企开发资金合计值同比2021年12月以来首次转正，其中，3月国内贷款同比、定金及预收款同比、按揭贷款同比分别实现2021年6月、2021年11月和2021年12月以来首次转正。

3月房地产投资当月同比虽然较前2月略有下滑，但房屋销售数据和房企融资数据明显改善。我们认为后续房地产能否实现持续回暖，关键在于居民购房的回暖能否持续，如居民购房持续好转，则整个房地产投资链条有望重新步入正循环。从目前的高频数据看，全国范围内各城市房屋销售分化较明显，居民购房的总体走势仍需进一步观察。我们认为，站在当前时点，虽然房地产仍然面临着居民购房回暖能否持续的不确定性，但总体的情况较去年已有明显改善，因此，对房地产投资不应过分悲观。预计2023年房地产开发投资增速有望回升至0以上，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

2023年3月，基建投资同比+9.9%，较今年前2月-2.3PCTS，因基数原因增速下降，但仍然保持高增速。今年Q1各地发行新增专项债券已达到13228亿元，已超过去

年 Q1 新增专项债发行额。预计在充足的资金支持下，市政和产业园区基础设施、交通基础设施以及其他党中央、国务院确定的重点领域、重大项目建设将维持热度，Q2 基建增速虽然在去年基数影响下可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高增速，对固投形成稳定支撑。

2022 年 3 月，规模以上工业增加值同比+3.9%，弱于市场预期（+4.31%），较 1-2 月累计同比增速+1.5PCTS，环比+0.12%，与上月持平。本次工增数据与之前的 PMI 数据、金融数据、进出口数据以及房地产销售的高频数据实现了相互印证，显示我国经济复苏确定性不断升高。虽然后续出口形势和内需恢复情况还需进一步观察，但 3 月一系列高景气的经济数据已经给了市场上调全年经济增速预期的理由。同时，往后看，政策面仍有较强动机和底牌来维持经济复苏格局，我们认为市场对于后续经济复苏前景以及工业生产的上扬应保持信心和耐心。

一季度经济增速的回升，主要来自于消费的修复、房地产投资拖累作用的减轻和出口的韧性。单独 3 月数据看，消费修复斜率趋缓、进出口数据明显超预期逆转高增、房地产投资相关数据继续改善、基建和制造业投资维持韧性。往后看，虽然出口对经济的支撑力度可能减弱、消费修复速度或逐渐趋缓，但综合考虑房地产对经济的拖累作用进一步减轻、制造业投资维持韧性、基建投资继续维持高增等潜在积极因素因素，预计全年经济有望实现+6%以上增速。

◆ MLF 小幅增量续作叠加逆回购操作低于预期，资金面边际趋紧

本周（4 月 17 日-4 月 21 日）逆回购方面，央行通过公开市场操作累计投放 7D 逆回购 2120 亿元，利率维持 2.0%。另有 540 亿元 7D 逆回购到期，实现净投放 1580 亿元。货币市场资金利率持续上行，截止 4 月 22 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别报收 2.27%和 2.20%，分别较上周五上行 25bp 和 20bp。4 月 17 日，人民银行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，当日开展 1700 亿元中期借贷便利(MLF)操作，利率维持 2.75%；同时 4 月 20 日最新一期的 LPR 报价公布，1 年期 LPR、5 年期以上 LPR 分别为 3.65%、4.3%，连续 8 个月按兵不动。

央行本次 MLF 续作公告没有延续以往的表述，删掉了“充分满足金融机构需求”，且增量续作的规模也远小于前两个月，其次 DR007 高于政策利率达 20bp 的情况下，逆回购净投放量低于预期。现阶段央行对银行间流动性合理充裕的基调是否出现了边际变化值得关注。上周央行货币政策委员会召开 2023 年第一季度例会，会议公报关于货币政策取向有所调整，相较于上一季度“强化跨周期和逆周期调节”，今年一季度的公报删去了“逆周期调节”，转而强调“保持信贷合理增长、节奏平稳”。在精准有力实施稳健货币政策主基调下，随着国内经济呈现向好修复态势，货币政策或前瞻性的控制节奏和结构。央行政策是否出现转向，需要进一步观察 4 月末跨月逆回购投放量和政治局会议货币政策相关表述。往后看，下周跨月叠加五一假期被迫拉长跨 4 月末的回购期限，回购期限越长往往对应回购利率越高，未来一周资金面易紧难松。

图1 月度经济数据情况

	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	10.6%	3.5%	-1.8%	-0.9%	-0.5%	2.5%	5.4%	2.7%	3.1%	-0.7%	-1.1%	-1.5%
社零:商品零售(当月同比)	9.1%	2.9%	-0.1%	-0.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-0.0%	-0.7%	-2.1%
社零:餐饮(当月同比)	26.3%	9.2%	-1.1%	-0.4%	-0.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-1.0%	-2.1%	-2.7%	-16.4%
固投(累计同比)	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	9.3%
制造业投资(累计同比)	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.8%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资(累计同比)	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资(累计同比)	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-8.8%	-8.8%	-9.0%	-7.4%	-6.4%	-6.4%	-4.0%	-2.7%	0.7%
固投(当月同比)	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.8%	4.5%	1.8%	6.7%
制造业投资(当月同比)	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资(当月同比)	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资(当月同比)	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-10.9%	-16.1%	-12.1%	-13.8%	-12.1%	-8.6%	-1.7%	-10.1%	-2.4%
出口金额(美元,当月同比)	14.8%	6.8%	9.9%	0.7%	-0.3%	5.9%	7.2%	18.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额(美元,当月同比)	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值(当月同比)	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.8%	3.9%	0.7%	-2.9%	5.0%
服务业生产指数(当月同比)	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.3%	0.6%	1.3%	-1.1%	-1.1%	-0.9%
制造业PMI	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

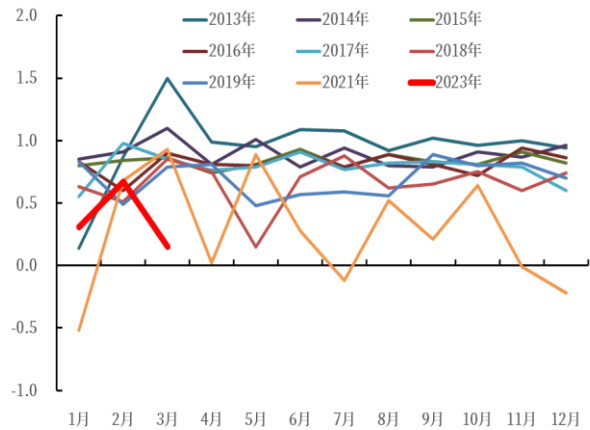
资料来源: wind, 中航证券研究所

2 3月社零同比强势回升(%)



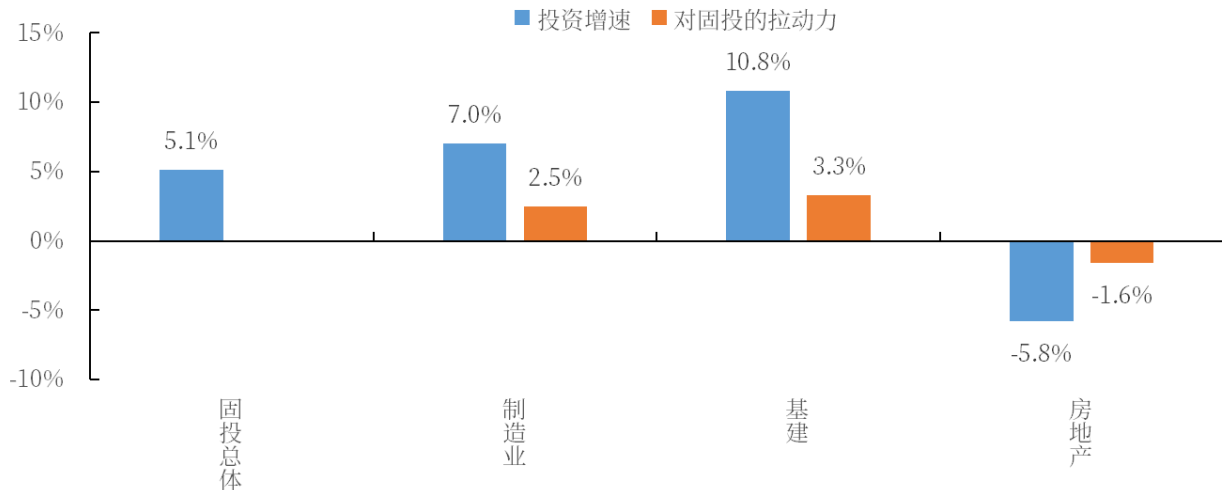
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 3月社零环比与历年3月相比不算强(%)



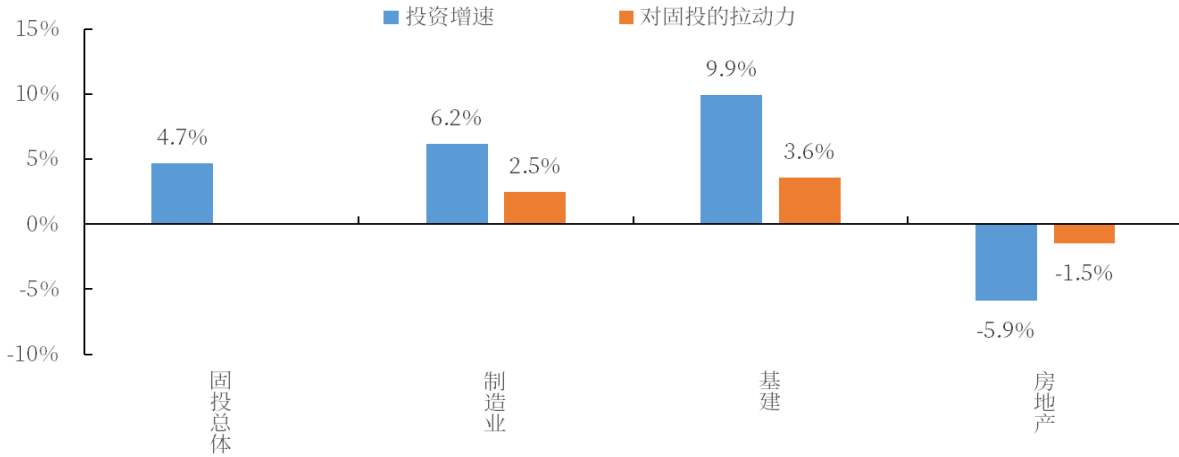
资料来源: wind, 中航证券研究所

4 2023年Q1固投及主要分项投资增速及拉动力



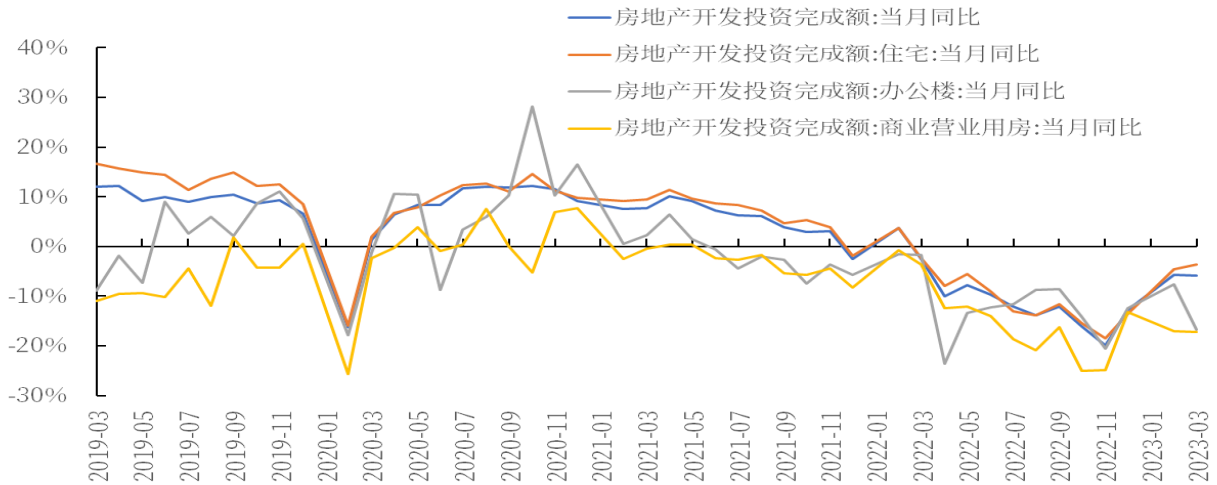
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 2023年3月固投及主要分项投资增速及拉动力



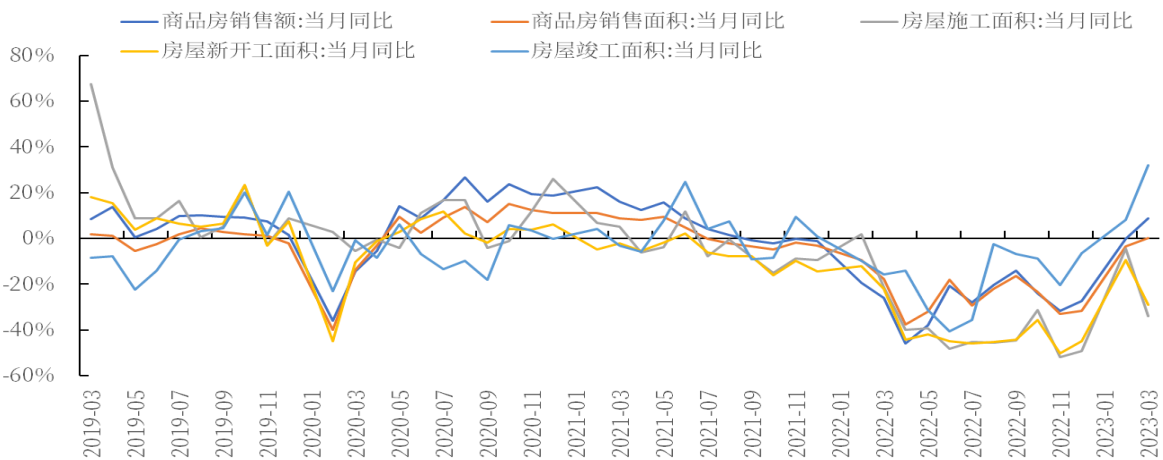
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图7 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637