

3月5日两会发布政府工作报告，2023年设置5%左右的GDP增速目标非常务实，然而市场认为两会政策力度不及预期，复苏交易逻辑开始走弱。

上周（3月6日-3月10日）股弱债强，股市走弱受到海外SVB突发事件引发的恐慌情绪扰动，债市走强与流动性偏松关联。不可否认，近期市场国内复苏交易进一步降温。

现在的问题是，撇除海外风险性事件扰动，现实数据可否支持复苏交易持续？

我们观察高频数据，尝试对当下宏观经济状态的以下问题给出回应：经济复苏进入到哪一阶段，未来复苏弹性几何？

► 节后政策力度减轻，但经济持续复苏，动力来自市场内生的需求修复。

防疫政策优化之后，中国复苏路径非常明确，延续如下路径推进（按照修复弹性及节奏排序）：**人员出行>场景消费>一般耐用品消费>地产销售>工业生产及建筑业项目开工>出口外需。**

春节后驱动内需修复的政策较去年四季度有所收敛，然而高频数据显示，春节后生产和需求持续改善，当下经济呈现出两点特征。

其一，人员出行、场景消费、一般耐用品消费等经过了春节前后修复斜率最快时期，当下进入斜率放缓的修复平台期。

其二，近一周（3月6日-3月10日）最大的边际变化是高能级二手房交易加速放量，工业生产和建筑业项目开复工率持续推进。

这意味着当前经济修复已经进入第四和第五阶段，即地产销售、工业生产及建筑业项目开复工仍在推进。

► 3月以来弱复苏交易背后本质上是“强现实、弱预期”。

去年底疫情政策意外放松，随后人流迅速达峰，场景消费、一般耐用品消费以及地产销售依次快速修复，市场也顺势交易一轮强复苏。

进入3月，三大宏观因素共振，首先市场解读两会政策不及预期；其次高频数据显示疫情优化以来消费和地产修复最快时期暂告段落，当前内需处于平稳修复期；最后海外SVB事件扰动压制全球风险偏好。

这种情况下，强复苏交易暂且降温，然而高频数据显示当下实体基本面仍在持续修复，尤其近期建筑业开工加快推进，紧贴地产的螺纹钢表现强劲，毕竟黑色系大宗更多交易现实。

某种意义上看，3月以来市场交易更倾向于“强现实、弱预期”。

► 我们对本轮经济复苏给出如下四点判断。

判断一，当下经济仍处于复苏路径之中，近期复苏交易降温更多缘自预期调整。

判断二，2023年全球经贸周期下行，本轮国内经济复苏的关键在于内需。

判断三，2023年内需复苏弹性多大，关键在于地产修复斜率。

判断四，2023年中国地产最值得期待的是销售和价格弹性（尤其高能级城市）。

风险提示：经济政策不及预期，货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17

2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15

3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12

4. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11

5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

1 场景消费仍在修复只是节奏有所放缓	3
2 节后楼市成交延续既定路径持续修复	4
3 工业复工平稳兑现，建筑业景气抬升	5
4 本轮经济复苏的四点判断	6
5 风险提示	9
插图目录	10

1 场景消费仍在修复只是节奏有所放缓

当前人员出行热度强于 2019 年同期水平，场景消费修复节奏有所放缓。

上周（3 月 6 日至 3 月 10 日）人员出行指数季节性回落，出行热度仍强于 2019 年同期水平。

场景类消费目前仍无法与人员出行热度相匹配，无论是航班执飞率还是酒店入住率数据，高频数据显示场景类消费较疫情前仍有较大差距。

中短期来看，随着跨境航班执行架次加速修复，居民出行半径仍在扩大；另一方面，服务行业的供给修复也在进一步释放。

我们认为场景消费后续大概率仍持续修复，只不过修复节奏有所放缓。

汽车市场零售回暖，汽车价格虽然有所下行但销售量符合预期。

汽车消费方面，2 月乘用车零售市场回暖至 139 万辆，同比增长 10.4%，环比增长 7.5%。

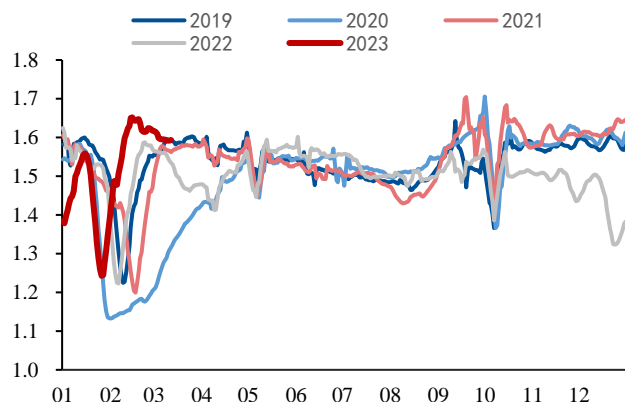
最新一期（2 月 20 日-2 月 28 日）的乘联会汽车销售数据显示，全国乘用车市场日均零售 70493 辆，已经超出往年农历同期水平，环比上周增长 85.6%。

我们认为，后续车展等线下活动加速聚拢人气，叠加各省市密集出台的购车补贴等优惠政策，汽车仍将维持一定销售量。

节后至今，一般耐用品消费维持韧性。

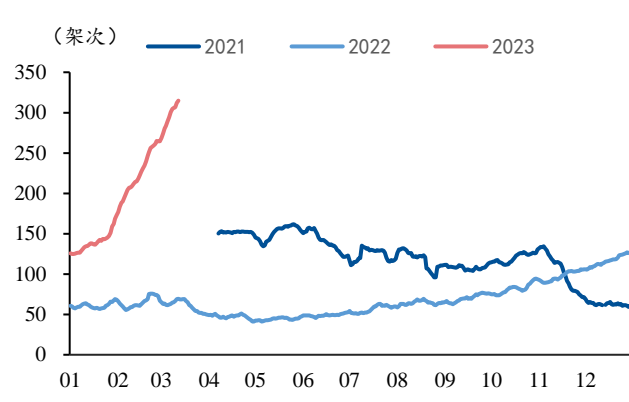
增值税发票数据显示，春节期间一般耐用品消费已经颇为强劲。轻纺城布料成交数据显示，最新（3/10）轻纺城布料日度成交数据周环比增长 2.8%，同比增长 40.5%，一定程度持续验证，以服装为代表的耐用品消费修复仍在持续。

图 1：百城拥堵延时指数季节性回落



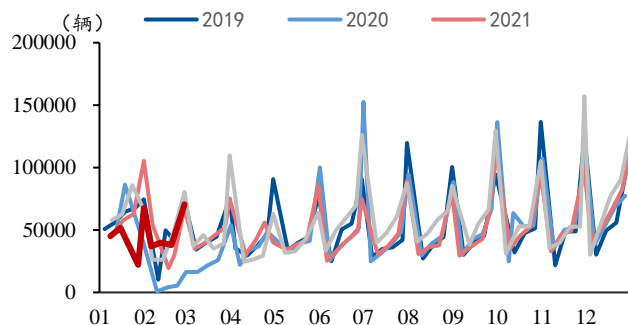
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：国际航班执飞架次攀升，居民出行半径扩大



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：乘用车周度日均销量出现回暖迹象



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：轻纺城布料日度成交量（米）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 节后楼市成交延续既定路径持续修复

近一周一手房销量环比季节性回落，环比跌幅上二三线城市强于一线城市。

剔除错位影响之后，2月30城地产销售同比转正，较去年同期销售增长32%。其中一线城市同比增长9.8%，二线城市同比增长27.9%，三线城市同比增长79.5%。

最新一期(3月6日-3月10日)30大中城市房地产成交面积环比回落14.9%，一线城市周度回落10.4%，二线城市回落16.4%，三线城市回落15.1%，高能级城市新房成交仍延续韧性。

值得注意，最新一期(3月6日-3月10日)一手房销售量环比下降属于正常季节性现象。

二手房市场热度不减，九大代表城市日度成交量超出2021年农历同期水平。

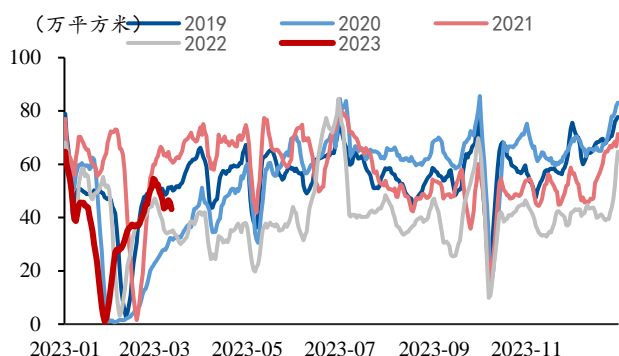
九大代表城市二手房平均日度成交数据仍延续量增，最新一期(3月6日-3月10日)成交量环比增加3.8%，平均成交量持续超过2021年农历同期水平。

数据样本中，我们选取了金华、衢州、江门、东莞等二三线城市二手房价进行追踪，最新一期(3月6日-3月10日)，金华二手房价格环比增3.6%，江门二手房价格环比增0.9%，东莞二手房价格环比增1.05%，整体初步呈现止跌企稳的迹象。

我们维持此轮地产修复路径判断，即高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市的一手房。

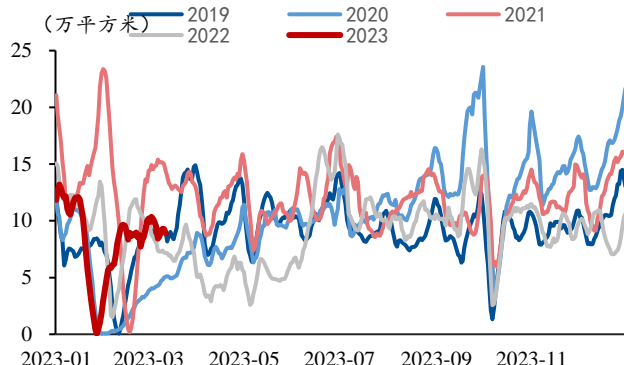
当前数据显示，市场或已进入第二阶段，即二手房成交止跌放量，地产回暖持续性难被证伪。

图 5：30 城房地产成交量环比周度走低



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：一线城市新房成交维持韧性



资料来源：wind，民生证券研究院

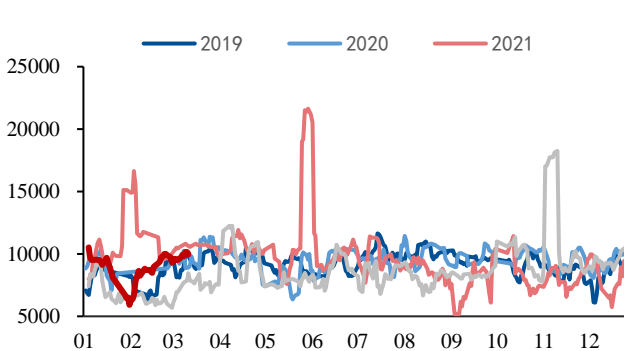
图 7：九大代表城市二手房成交热度持续



资料来源：wind，民生证券研究院

注：九大代表城市分别选取：北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、东莞、佛山

图 8：金华二手房成交价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 工业复工平稳兑现，建筑业景气抬升

节后第三周起，劳务陆续返工，资金到位，工程项目实物工作转化效率提速，建筑产业链表现颇为亮眼。

高频数据上，沿海六大电厂日均耗煤量超出往年同期水平，映射工业生产开工率普遍抬升。

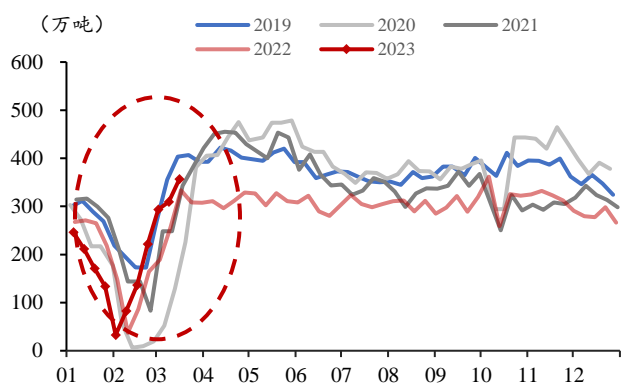
剔除基数效应，下游开工率修复弹性暂强于中游，节奏上汽车和下游化工品开工复工进度更快。

最新一期数据（3月6日-3月10日）最显著的边际变化是，相较于前期或有“打卡型”复工，工程项目实物工作量的转化效率出现提速迹象。沥青装置开工率

抬升，螺纹表观消费扩张，水泥库容比下行，这些高频指标均可验证。

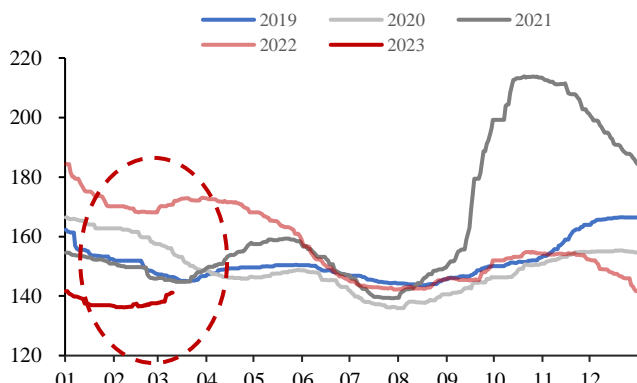
在此背景下，近期建筑产业链工业品（螺纹钢、玻璃、水泥等）价格表现颇为强势。

图 9：螺纹表观需求超过往年同期水平



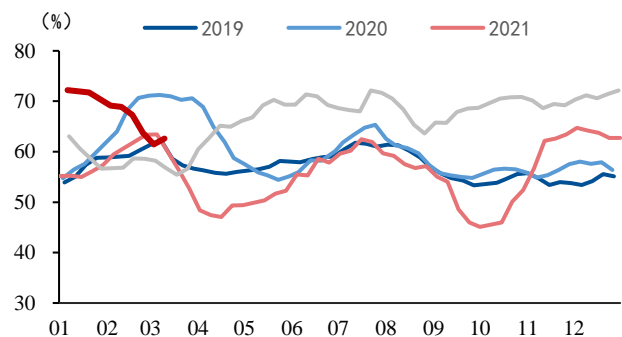
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：水泥指数抬升



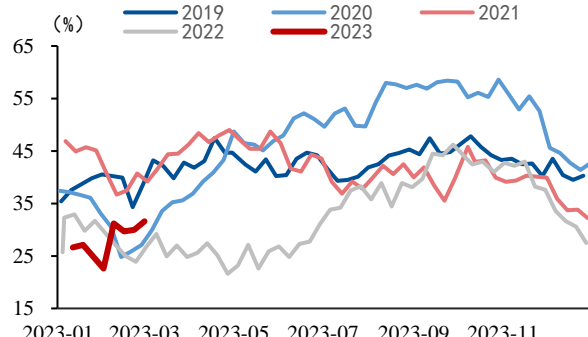
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：水泥库容比回落至常态区间



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：石油沥青装置开工率边际继续好转



资料来源：wind，民生证券研究院

4 本轮经济复苏的四点判断

我们依然认为今年海外需求偏弱，下半年海外需求甚至有快速收缩风险，故而我们维持全球经贸周期下行的判断。我们认为本轮经济是否进入一轮复苏，并且复苏弹性有多强，关键在于如下四点判断。

判断一，当下经济仍处于复苏路径之中，近期复苏交易降温更多缘自预期。

防疫政策优化之后，中国复苏路径非常明确，总体延续如下路径推进（按照修复弹性及节奏排序）：人员出行>场景消费>一般耐用品消费>地产销售>工业生产

及建筑业项目开工>出口外需。

春节疫情达峰，人员流动性快速释放，场景消费迅速修复至疫情前七八成左右水平。春节后人流和消费仍在修复通道中，只不过修复节奏较春节放缓，可以说，当前人流和场景消费进入到一个温和扩张的平台期。

春节后一般耐用品消费继续修复，目前也同样速率放缓，进入一个平台期。

春节后修复最快的是地产销售，尤其是高能级城市二手房销售，目前仍在加速放量。春节后紧跟地产销售的还有工业企业和建筑业项目开复工，目前也在快速修复过程中。

可以这样判断，最新一期数据显示经济修复已经进入第四和第五阶段，即地产销售、工业生产及建筑业项目开复工快速推进。

判断二，2023 年全球经贸周期下行，本轮国内经济复苏的关键在于内需。

2 月中国 PMI 出口新订单的景气反弹，越南和韩国 1-2 月出口数据走强，而 CCFI 和 SCFI 运价指数环比走弱，这些信息指向 2 月中国出口超预期，更多原因在于年初海外需求阶段性回温。

目前美国硅谷银行破产，直接指向美国中小银行体系目前承压，但更多反映当前美国经济难以承受如此高的美债利率。往后看，全球经贸周期下行趋势年内预计无法得到逆转，全球需求仍面临收缩风险。

故我们对今年出口增速保持谨慎，内需观察仍应摆在优先位置。

判断三，内需复苏弹性的关键看地产修复斜率。

内需观察点仍落在地产企稳这一核心问题的判断上。

一方面消费的后续动能与居民就业工资预期紧密相关，而这依赖于宏观层面有一个较为稳定的增长动能，因此今年消费的持续性或许很大程度上取决于地产的表现。

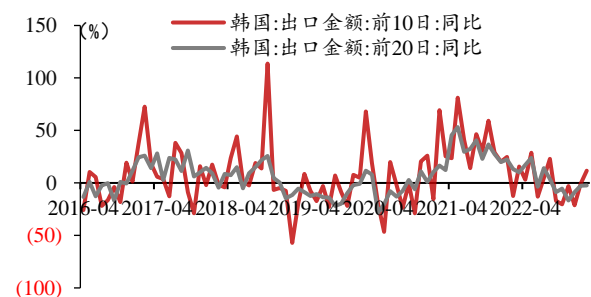
另一方面政府工作报告中对于基建定调较去年有所收敛，相较于去年鲜明的扩基建政策立场，今年基建对于地产的冲抵效力在今年或较为有限。

未来内需持续性以及弹性，关键在于地产修复斜率。

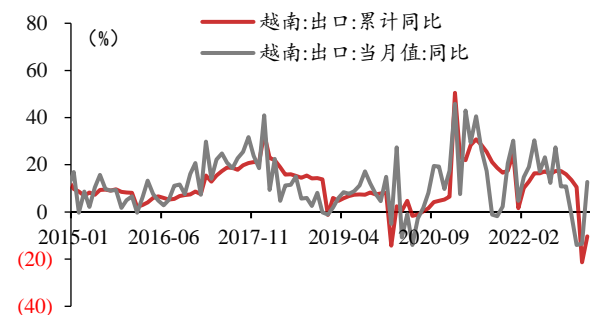
判断四，2023 年地产最值得期待的是销售和价格弹性。

本轮地产周期不同于以往，从销售企稳到新一轮开工投资的启动或许存在更长的时滞。

我们一直强调，地产价格企稳对宏观交易的定价意义非凡。地产对资产定价的意义，远超出地产投资拉动多少 GDP 增速，而在于地产价格企稳，意味着宏观金融资产负债表修复，也就意味着真正的复苏，届时股票表现优于债券。

图 13：年初韩国出口同比反弹


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：年初越南出口同比反弹


资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

- 1) **经济复苏不及预期。**若经济复苏不及预期，会导致较大资产定价预期偏差。
- 2) **货币政策超预期。**若货币政策超预期，会导致金融市场波动较大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 百城拥堵延时指数季节性回落.....	3
图 2: 国际航班执飞架次攀升, 居民出行半径扩大.....	3
图 3: 当周乘用车销量出现回暖迹象.....	4
图 4: 轻纺城布料日度成交量 (米).....	4
图 5: 30 城房地产成交量环比周度走低.....	5
图 6: 一线城市新房成交维持韧性.....	5
图 7: 九大代表城市二手房成交热度持续.....	5
图 8: 金华二手房成交价 (元/平方米).....	5
图 9: 螺纹表观需求超过往年同期水平.....	6
图 10: 水泥指数抬升.....	6
图 11: 水泥库容比回落至常态区间.....	6
图 12: 石油沥青装置开工率边际继续好转.....	6
图 13: 年初韩国出口同比反弹.....	8
图 14: 年初越南出口同比反弹.....	8

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026