

宏观点评 20230326

3 月经济放缓：拐点已至？

2023 年 03 月 26 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储：“躺”还是“卷”？》

2023-03-22

《消费的“心(新)病”：量价齐跌的汽车——一周高频数据跟踪》

2023-03-21

■ 经过两会谨慎的政策定调以及欧美银行“爆雷”之后，3 月中国经济的“火候”如何，月初以来的放缓是不是意味着经济复苏的拐点已经出现？这可能是市场当前比较关心的宏观问题。我们认为中国经济复苏的“底气”仍在：一方面尽管工业制造业的增速有所放缓，但是经济权重更大的服务业及相关需求的韧性仍在；另一方面，两会之后，国务院和地方领导密集调研，稳增长、促就业、抓民营经济的政策氛围蔚然成风。

■ 两会后“大兴调查研究之风”，“实体经济”、“制造业”、“就业”和“民营经济”成为关键词。在两会闭幕以后，多位国务院和地方领导进行调研。其中，国务院总理李强首次赴地方（湖南）调研时强调，要“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，大力发展先进制造业，推进高端制造”，显现 2023 年稳定经济和制造业的决心。其他国务院领导在调研时还分别强调了合作区建设、科技创新、就业等问题，与《政府工作报告》和《党和国家机构改革方案》中强调的重点相呼应。此外，省级党委书记们也在积极对民营企业进行调研，强调为民营企业排忧解难，为民营经济的稳定发展保驾护航。

■ 从高频数据看，出行、食宿的需求仍在释放，成为 3 月经济的重要支撑。表现最好的无疑仍是出行——无论是市内交通，还是国内外航班，依旧在释放“放开”红利；而在不被看好的情况下，地产销售表现“坚挺”，3 月第三周并未延续此前放缓的步伐，不过汽车、家电类大宗消费未达预期，国内生产端建筑业与汽车、纺服分化；工业品价格因海外需求下行承压；出口指数环比进一步下降。

■ 出行：继 2 月起强劲复苏后，本周地面交通人流量继续表现优异。在春节假期之后，地面交通人流量恢复速度甚快，城市拥堵延时指数已实现 2019 年同期水平的赶超。本周 30 个省会的拥堵延时指数较上周小幅增长 0.8%；同时，3 月地铁客运量比上年同期同比增长 49.2%，整体表现优异，证实疫情高峰过后人流和交通已基本完全恢复，市民市内出行有望持续带动消费的快速复苏。

■ 消费：汽车销量拖累收窄，但以价换量缓慢。尽管汽车销量 3 月至今同比缺口收窄至 7.5%，近期企业降价宣传带来消费者观望情绪加重，车市恢复速度低于预期，根据乘联会的数据，3 月以来到店客流有所提升，但实际订单转化率仍有限，终端库存有所上升。汽车消费补贴政策大多仍集中在一线发达地区出台，尚未下沉至更大市场。电影票房方面，新片上映带动电影票房销售进一步上升。

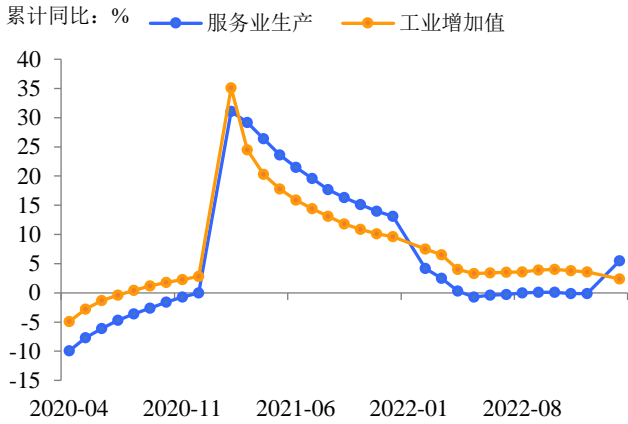
■ 地产：销售情况有好转，但 3 月仍不及 2019 年水平。春节过后，商品楼市销售在短暂回升之后又开始回落，不过近日 30 大中城市商品房成交面积整体又呈上升趋势，但销售水平仍远不及 2019 年同期。截至 3 月 19 日，30 城商品房成交面积较上周上升 10.1%，主要系一、三线城市房屋销售改善所致。一线城市商品房销售面积周环比大幅上行 37%，一线城市经济基本面优越，需求旺盛，领先保持复苏态势。此外，土地成交面积较上周大幅上升了 74.9%，由负转正，土地溢价率上升 0.8%，土地市场呈现出“量价同涨”态势。

■ 工业：建筑工程拔得头筹，纺服可能继续受出口拖累。截至 3 月 24 日，本周高炉开工率仍处于 82.7% 高位，周环比增长 0.4%，继续保持上升趋势，而煤炭吞吐量较上周下滑了 3.4%。近期建筑业的生产节奏略有加快，最新数据显示螺纹钢不仅仍然延续了这几周的库存去化趋势，且建筑钢材、粗钢产量、沥青开工率环比分别都上升了 5.5%、4.7%、3.9%，环比增速全部实现由负转正。本周汽车业和纺服业生产情况比较稳定，汽车业中全钢胎开工率比上周小幅下滑 0.3 个百分点，纺织业中 PTA 开工率较上周小幅下降 0.7 个百分点、但聚酯开工率上升 0.5 个百分点。从 3 月整体来看，表现较佳的行业为建筑业和汽车业，而纺服业 PTA 和聚酯开工率齐下滑，表现略差。

- **食品价格依然延续鲜果涨，菜肉降的趋势。**本周农产品批发价格环比由降转涨 0.1%，但 3 月以来同比转负。猪肉批发价本周环比下降 1.7%，蔬菜批发价环比下降幅度收窄至 0.8%，水果批发价延续涨势，本周环比上涨 2.8%，3 月以来同比上涨 16.5%，已明显超季节性。3 月 CPI 环比料将收窄。
- **工业品价格难觅涨势。**螺纹钢、铁矿石价格环比转跌、水泥价格环比持平显示地产开工修复速度放缓。市场对银行危机的恐慌缓解，国际油价本周下跌速度收窄。美联储偏鸽派加息提振金属价格，南华有色价格指数环比跌幅收窄。义乌小商品价格环比转跌，可能显示海外需求下行压力。
- **流动性环境外紧内松。**本周 DR007 及长端利率均有不同幅度的下行，海外流动性受瑞信事件影响收紧。需关注下周一降准落地后资金面变动情况，一季度信贷需求受政策推动更多，企业及居民需求能否持续改善仍需观望，4 月初流动性水平上升概率较大。

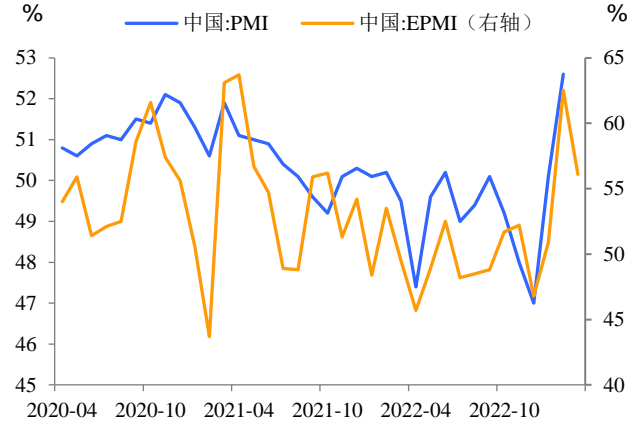
风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 2023年1至2月工业和服务业出现分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: PMI数据意味着3月制造业增速将进一步放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 近一周国内宏观高频数据一览: 服务业相关的数据表现更好

【东吴宏观】国内宏观经济核心高频数据									
	周度 周环比 (%)	周度 月环比 (%)	同比 (%)				分位值 (近5年)	更新时间	
			3月至今	2月	1月	12月			
需求端									
消费	电影票房	11.6	-20.8	74.3	-61.7	272.7	-42.4	70.6	3/24
	汽车销量	11.1	7.4	-7.5	3.1	-31.6	7.7	38.5	3/19
	家电销量	-33.7			15.5	-24.1	-33.1		3/19
地产	30城商品房成交面积	10.1	37.7	38.1	31.5	-33.4	-24.8	46.3	3/19
	一线城市	37.0	38.3	34.0	10.1	-32.6	-29.3	76.6	3/19
	二线城市	-2.2	29.8	32.4	26.9	-34.4	-29.5	34.4	3/19
	三线城市	16.9	54.4	55.6	79.3	-31.3	-4.5	46.7	3/19
	二手房成交面积(5市)	16.1	22.3	80.4	117.6	-15.8	-16.0	94.8	3/25
	土地成交面积	74.9	-17.5	-25.8	54.6	4.4	31.3	13	3/19
	土地溢价率(pct)	0.8	-1.1	-1.4	-0.1	0.4	-0.1	26.8	3/19
出行	拥堵延时(30省会)	0.8	-0.8	10.9	14.7	-5.5	-15.6	70.4	3/24
	地铁客运量(10重点市)	-0.3	-0.9	49.2	36.9	-18.9	-46.9	89.4	3/23
供给端									
综合	高炉开工率(pct)	0.4	1.8	6.4	26.3	0.5	7.0	74.9	3/24
	煤炭吞吐量	-3.4	10.5	-2.2	1.6	-8.7	-19.6	62.5	3/24
建筑	建筑钢材产量	5.5	10.5	6.0	10.2	-3.6	3.6	85.4	3/20
	粗钢产量	4.7	9.3	9.9	8.7	-2.0	-0.9	89.9	3/20
	螺纹钢库存	-0.5	-17.1	-3.9	5.0	12.1	-9.7	53.6	3/24
	沥青开工率(pct)	3.9	4.6	5.6	3.0	-3.6	-4.3	20.6	3/22
	水泥库容比(pct)	0.7	-4.0	5.7	9.2	12.2	7.5	74.6	3/17
	磨机运转率(pct)	1.6	14.7	9.7	9.5	-7.3	-6.8	20	3/16
汽车	全钢胎开工率(pct)	-0.3	-0.3	11.9	32.0	-12.9	-8.8	57.3	3/23
纺织	PTA开工率(pct)	-0.7	-1.3	-0.9	-6.3	-12.5	-8.0	32.5	3/23
	聚酯开工率(pct)	0.5	0.3	-6.5	-13.7	-13.7	-10.1	37.9	3/23
价格									
综合	农产品批发200	0.1	-0.4	-0.3	-0.4	2.0	-0.7	87.4	3/24
	义乌小商品指数	-0.3	0.2	-1.7		-2.1	-2.4	56.5	3/19
	南华工业品指数	-2.5	-5.2	-0.6	10.2	15.0	20.9	87.2	3/24
食品	猪肉批发价	-1.7	-2.7	13.4	5.0	7.5	22.0	28	3/24
	重点蔬菜批发价	-0.8	-10.0	-5.9	3.8	7.5	-10.0	80.8	3/24
	重点水果批发价	2.8	8.0	16.5	8.1	12.4	11.9	97.9	3/24
工业	布伦特	-1.9	-9.2	-34.0	-15.9	-5.1	9.7	19.8	3/24
	动力煤	0.0	0.0	1.2	5.6	16.7	38.1	84.1	3/24
	南华有色	-0.3	-6.2	-2.0	10.3	14.5	20.4	86.2	3/24
	螺纹钢	-4.0	-2.1	-7.8	-8.3	-4.7	-4.1	75.7	3/24
	铁矿石	-5.3	-4.2	27.3	34.8	31.6	38.6	92.6	3/24
	水泥价格指数	0.0	3.1	-18.0	-18.9	-21.0	-23.3	14.8	3/24
进出口									
	中国出口集装箱运价	-1.5	-9.3	-69.6	-58.0	-74.2	-58.4	52.2	3/24
	上海出口集装箱运价	-0.2	-4.0	-80.1	-73.4	-84.6	-76.9	38.3	3/24

数据来源: Wind, 奥维数据, 东吴证券研究所

图4: 本周国务院多位领导进行调研, 强调制造业、科技创新、就业等领域

时间	领导	调研所在地	调研对象	内容
2023/03/20-03/21	国务院发展研究中心隆国强副主任	广东横琴	粤澳深度合作区	习近平总书记高度重视横琴粤澳深度合作区开发建设, 建设合作区的初心使命就是为澳门产业适度多元化发展创造条件。 合作区建设是一项开创性的工作, 需要积极探索创新。
2023/03/21-03/22	国务院总理李强	湖南长沙、湖南株洲	比亚迪汽车、中国铁建重工、蓝思科技、中车株洲电力机车、株洲硬质合金、湖南山河科技等企业	要深入学习贯彻习近平总书记在全国两会期间的重要讲话精神, 全面落实党的二十大战略部署, 牢牢把握高质量发展这个首要任务, 坚持把发展经济的着力点放在实体经济上, 大力发展先进制造业, 推进高端制造, 加快建设现代化产业体系。
2023/03/21	住房和城乡建设部标准定额司副司长王玮、国家市场监督管理总局标准技术管理司副司长魏宏	湖北武汉	中建三局	进一步推进产业协同创新, 聚合设备创新资源, 加强科技成果转化, 完善科技体系和机制建设, 助力中国智能建造在全球范围内做强做优。
2023/03/22	国资委党委书记、主任张玉卓	北京	中国融通资产管理集团有限公司	牢牢把握企业战略定位, 扎实做好组建运营“下半篇文章”, 深化改革转换经营机制, 着力提升资产运营质量效益, 加快建设一流资产管理公司, 推进高质量发展。
2023/03/23	国务委员谌贻琴	江苏常州、江苏南京	企业、社区、技师学院、零工市场等	今年以来, 在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下, 各地区各部门狠抓稳就业部署落实, 推动就业逐月回升、形势总体平稳。要按照党中央大兴调查研究的部署, 全面准确把握就业形势任务, 落实落细就业支持政策, 加大工作力度, 确保实现全年就业目标。

数据来源: 国务院政府网站、东吴证券研究所

图5: 各地一把手纷纷调研, 显示对民营经济的重视

时间	领导	调研对象	内容
2023/3/14	北京市委书记尹力	北汽集团	北京市是全国汽车产业创新发展的主要区域和重要汽车生产基地。 要为车企营造更好发展环境 。进一步优化营商环境, 帮助企业解难题, 坚定车企在京发展信心。
2023/3/15	天津市委书记陈敏尔	天津长荣科技集团股份有限公司、天津大族智能装备有限公司等多家企业	要大兴调查研究, 扑下身子, 深入民营企业走访调研, 掌握企业生产经营状况 、发展过程中遇到的难题、未来发展打算, 为民营企业和民营企业搞好服务、排忧解难。
2023/3/15-3/16	江西省委书记尹弘	赣锋锂业、新钢集团、甘源食品、贵得科技等	要着力推动传统产业转型升级 、新兴产业融合集群发展, 加快构建富有特色优势的现代化产业体系, 努力在实现高质量发展上迈出更大步伐。
2023/3/15-3/20	河北省委书记倪岳峰	优必选(河北)科技有限公司、河钢集团石钢公司、超威电源有限公司、诚为轴承制造有限公司等	要切实落实“两个毫不动摇”, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 更好发挥政府作用, 不断优化营商环境, 依法保护民营企业产权和企业家权益 。
2023/3/16	新疆维吾尔自治区党委书记马兴瑞	霍尔果斯金亿货场及其运营企业	大力推进标准化规范化建设, 不断提高特色农产品等物流运输和组织能力 , 推动企业发展壮大, 积极助力霍尔果斯打造开放高地。
2023/3/16	浙江省委书记易炼红	杭州海康威视数字技术股份有限公司、华为技术有限公司杭州研究所等	全方位支持平台企业创新发展, 全力推动平台企业向产业互联网进军; 在优化数字经济生态上再突破, 鼓励广大企业在数字化大潮中敢试敢闯敢首创 。
2023/3/16	贵州省委书记徐麟	贵州黔玻永太新材料有限公司、麻江县明洋食品有限公司	抓住用好我省强力推进新型工业化的重大机遇, 强化科技赋能 , 加快绿色发展转型升级。有关地方和部门要 加大支持力度 , 积极为企业排忧解难。
2023/3/17	黑龙江省委书记许勤	包联企业哈尔滨顶益食品有限公司等	各级党委政府、各部门各单位要进一步优化领导干部包联企业机制, 依法保护民营企业产权和企业家权益 , 为民营企业创造良好环境、提供更优服务。
2023/3/17-3/18	福建省委书记周祖翼	三祥新材股份有限公司	要持续优化营商环境, 构建亲清政商关系 , 共同促进企业发展壮大, 呵护好“山窝里的金凤凰”
2023/3/18-3/22	甘肃省委书记胡昌升	甘肃奇正藏药有限公司、武威伊利乳业、甘肃金拓锂电新能源公司、金川集团镍冶炼厂等	要建立良好的政企沟通对接机制, 优化整合各类资源, 全方位改善营商环境 , 让企业专心致志搞科研、育良种、拓市场、促发展。
2023/3/19-3/23	安徽省委书记韩俊	奇瑞公司、维信诺科技有限公司等	帮助企业解决生产经营中的困难和问题 , 持续打造市场化、法治化、国际化一流营商环境, 大力培育在全国和全球有重要影响力的新能源汽车整车企业和关键配套企业 。
2023/3/21	吉林省委书记景俊海	皓月清真肉业公司、求是光谱数据科技公司	当前吉林正处于全面振兴的关键期, 各级党委政府要坚持想企业之所想、急企业之所急、供企业之所需, 构建亲清政商关系, 为民营企业对接需求、拓展市场、发展壮大创造良好条件 。
2023/3/21-3/22	云南省委书记王宁	中缅(国际)现代农商产业园、云南迪思坚果有限公司	及时帮助企业解决困难问题, 不断改善营商环境 。各级领导干部要大兴调查研究, 走出办公室倾听意见呼声
2023/3/21-3/22	广西壮族自治区党委书记刘宁	广西祥盛家居材料科技公司、宁明县新能源一体化项目等	要持续掀起项目建设热潮, 加快传统制造业高端化、智能化、绿色化发展 , 培育壮大新兴产业, 努力培育更多“高精尖”一流企业。
2023/3/22-3/23	重庆市委书记袁家军	重庆长安跨越车辆有限公司、重庆三雄极光照明有限公司等企业	新重庆建设 要把制造业放在更加突出的位置 。要千方百计帮助企业解决难题。推动助企纾困政策落地, 帮助企业办实事解难题。
2023/3/22-3/24	辽宁省委书记郝鹏	中国石油辽阳石化公司、辽宁华润本溪三药有限公司等	辽阳民营经济发展基础较好。我们要始终把民营企业和民营企业企业家当作自己人, 把构建亲清政商关系落到实处, 为民营企业和民营企业排忧解难 。
2023/3/23	青海省委书记陈刚、省长吴晓军	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司、中钛青锻装备制造有限公司	要深入企业主动服务 , 以解决真问题、真解决问题赢得企业真满意。
2023/3/23-3/24	西藏自治区党委书记王君正	西藏城发莲华之宝文化发展有限公司	要坚持继承传统和创新发展并重 , 下大力气攻克技术难关, 推动规模化、特色化、品牌化发展。促进文旅融合, 把优秀传统文化发扬光大。
2023/3/24	上海市委书记陈吉宁	丹麦马士基集团	上海将坚持市场化、法治化、国际化方向, 为中外企业在沪发展全力营造公平透明、稳定、可预期的营商环境 。

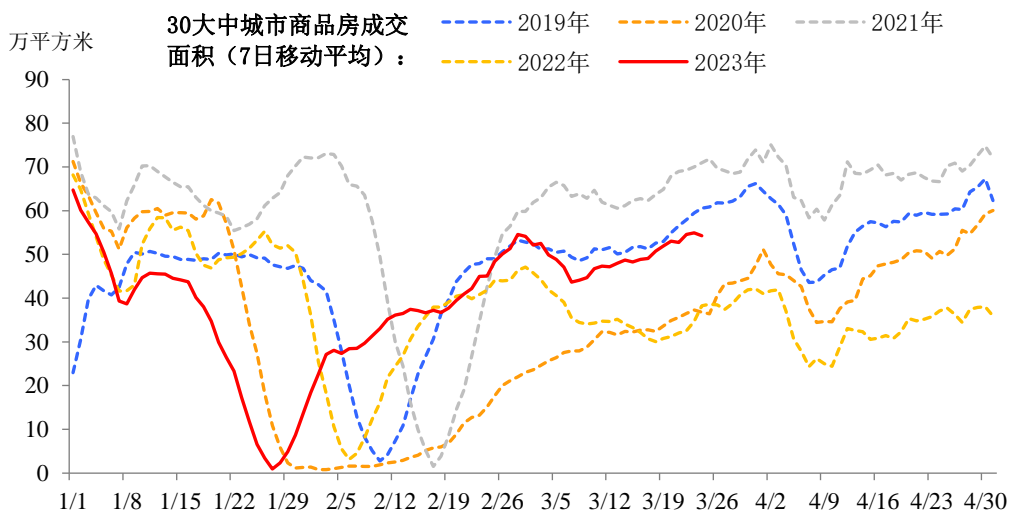
数据来源: 地方政府网站, 东吴证券研究所

图6: 近期政府/车企出台的汽车消费补贴政策

政府/地区/企业	时间	内容
上海	2023/3/24	介绍《关于我市进一步促进和扩大消费的若干措施》及全年促消费活动安排，上海将落实新能源汽车免征车辆购置税政策，延续实施新能源车置换补贴
工信部	2023/3/23	工信部召开重点行业协会座谈会，分析一季度工业经济运行形势。强调着力稳住汽车、消费电子等大宗消费
北京	2023/3/22	为扩大本市汽车消费，对本市二手车扩大流通和经销发展业务给予支持。
河南	2023/3/22	河南省工信厅发布《河南省工业领域碳达峰实施方案》，提出大力推广节能与新能源汽车
北京	2023/3/21	北京市商务局等7部门发布北京市关于鼓励汽车更新换代消费的方案，乘用车置换新能源小客车最高补贴1万元
重庆	2023/3/21	直接对消费者购买新乘用车（含新能源车和燃油车）给予补贴，补贴金额1000-3000元
北京	2023/3/20	北京市平谷区启动发放2023年第一期汽车消费券，补贴金额2000-4000元
哈尔滨	2023/3/20	开展2023年哈尔滨春天驰骋行购车优惠补贴活动，补贴金额3000-5000元

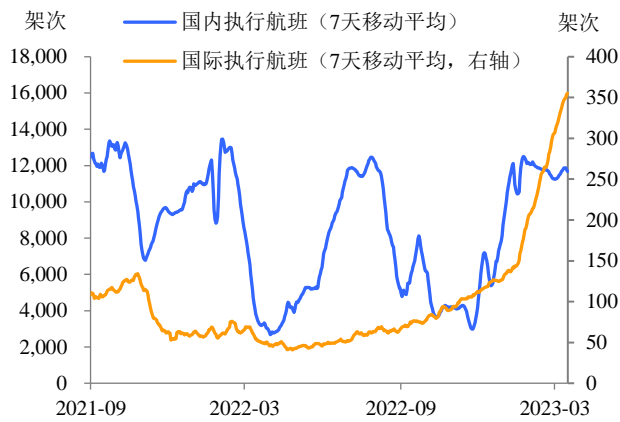
数据来源：乘联会、根据新闻整理，东吴证券研究所

图7: 近期商品房销售情况



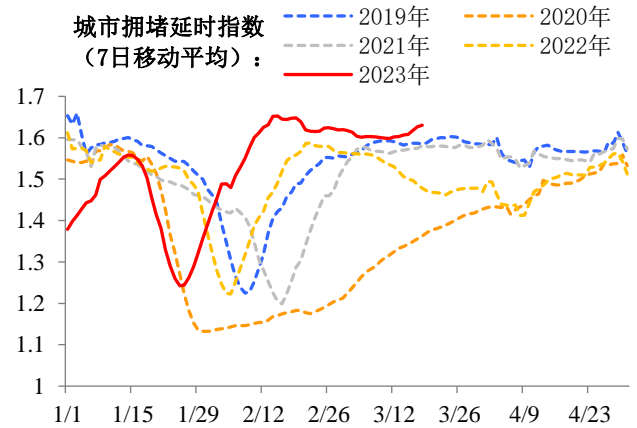
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 国内外航班执行数量增加



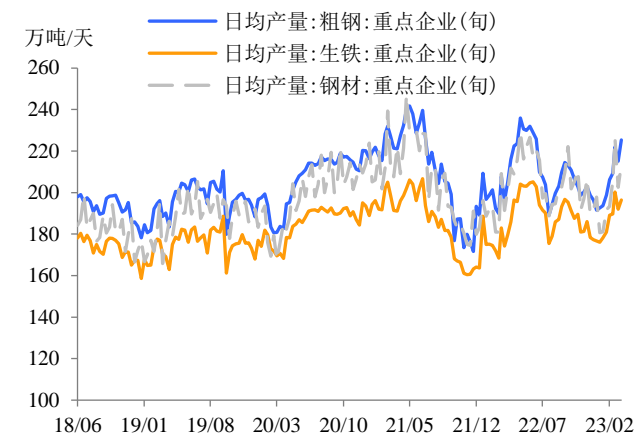
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 地面出行保持上升趋势



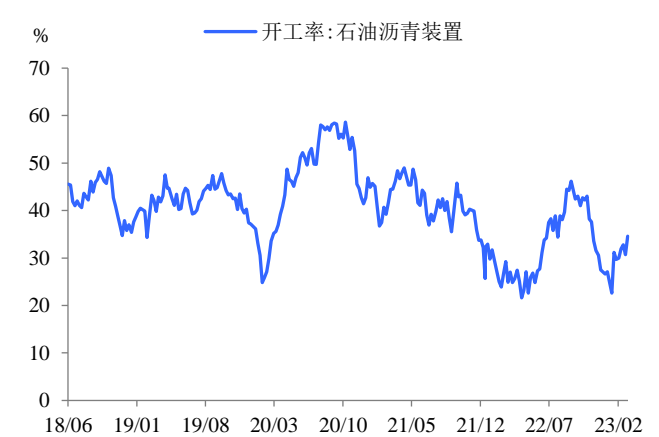
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 建筑业粗钢、生铁、钢材产量齐上行



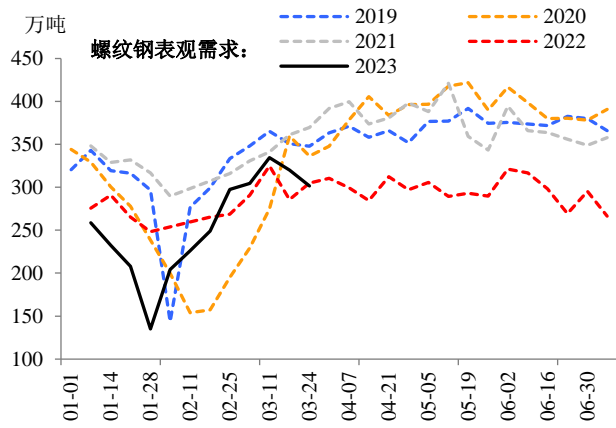
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 沥青开工率同样呈上行趋势



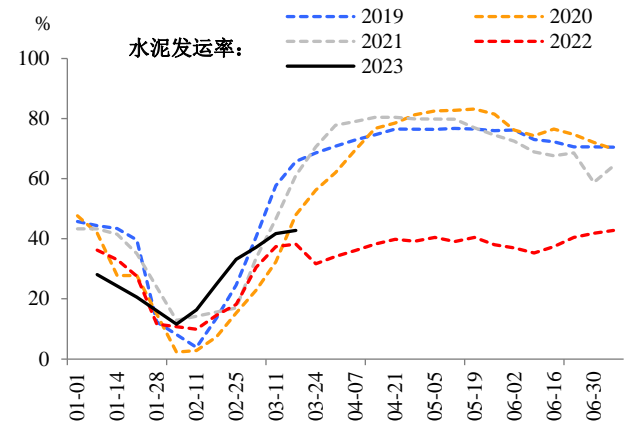
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 螺纹钢表观需求放缓



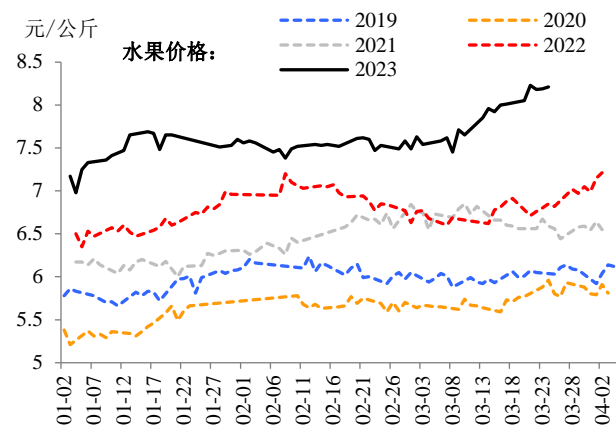
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 水泥发运率略有放缓



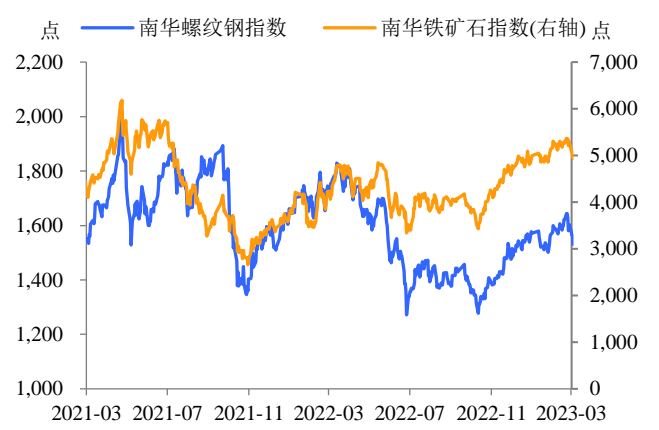
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 鲜果超季节性上涨



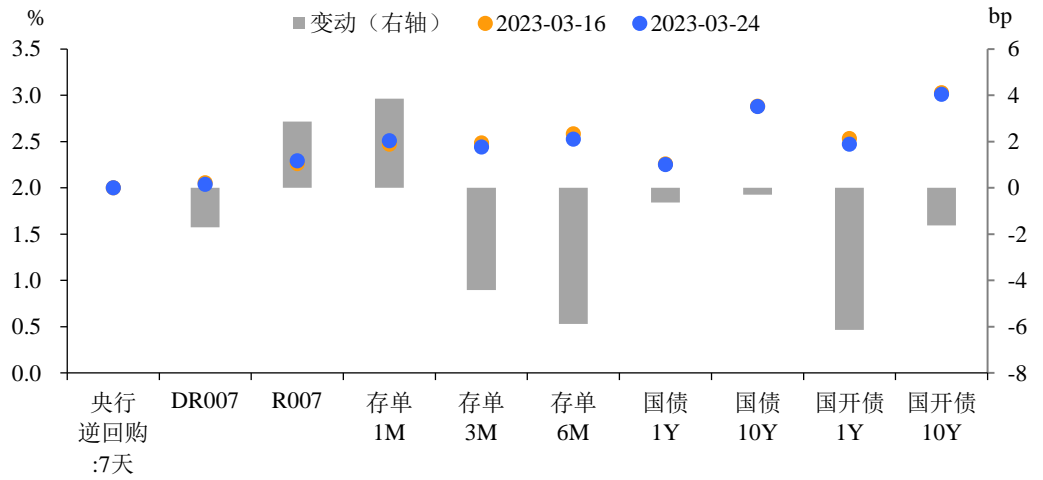
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 螺纹钢与铁矿石价格转降



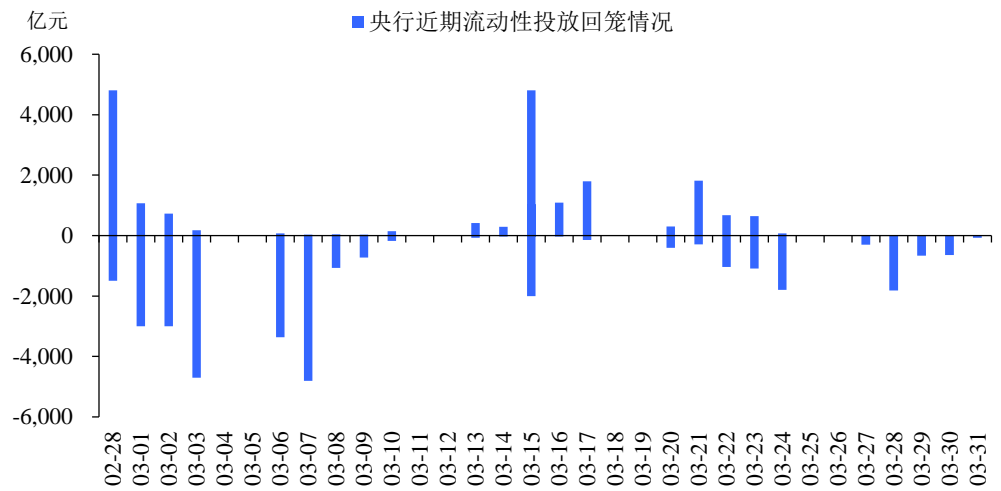
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 一周广谱利率变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 央行近期流动性投放回笼情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

