

# 宏观

证券研究报告

2023年04月03日

## 经济修复的斜率是否出现变化？

参考此前两轮疫情后的经济修复节奏以及去年的基数效应等，我们预计今年经济修复节奏可能分成三个阶段。今年1-2月是经济复苏斜率最高的阶段。在1-2月经济快速填坑后，经济继续复苏但斜率放缓，进入了复苏的第二阶段，在经过一个季度左右的观察期，同时去年的低基数时间（3-5月）结束，政策开始适时发力，经济也就进入了复苏的第三阶段。

3月以来的高频数据显示出当前国内经济修复方向延续、斜率放缓、景气扩散的几个特征。在线下服务业和制造业的复苏斜率如预期放缓后，后续还需要再验证和观察的经济复苏问题主要有两点：一是目前超预期修复的房地产销售能否维持韧性以及能否向投资端传导；二是居民就业和收入端的改善情况，这决定了后续大众消费特别是一般耐用品消费的修复高度。

**风险提示：**地产销售的韧性低于预期，居民就业环境改善弱于预期，基建增速不及预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：权益整体胜率开始回落——23年3-5月资产配置报告》 2023-04-02
- 2 《宏观报告：美国商业地产贷款会引发银行业危机吗？-美国银行业一览之二》 2023-03-28
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-3月第5周》 2023-03-28

在去年疫情砸出了经济的深坑后，今年随着疫情影响减弱，经济毋庸置疑的进入复苏阶段。在方向确定时，判断今年复苏的节奏对于投资而言至关重要。

参考此前两轮疫情后的经济修复节奏以及去年的基数效应等，我们预计今年经济修复节奏可能分成三个阶段。

以综合 PMI 来衡量，疫后 2 个月左右是经济修复最快的时间点，对应到今年 1-2 月是经济复苏斜率最高的阶段。在复苏的第一阶段，以线下服务业为代表的大部分行业在摆脱疫情影响后快速向疫后增长中枢靠拢，例如 1-2 月服务业生产指数、工业生产指数和社会消费品零售的两年平均同比增速，已经快速恢复至 4.8%、4.9%和 5.1%。

在 1-2 月经济快速填坑后，经济继续复苏但斜率放缓，进入了复苏的第二阶段，景气度向更广阔的领域传导。这一阶段，政策和市场将更关注经济修复的内生动能和持续性，政策也不急于过早发力。

在经过一个季度左右的观察期，同时去年的低基数时间（3-5 月）结束，经济内生增长成色的更加清晰，针对经济修复的实际情况，可以更加有针对性地出台政策，经济也就进入了复苏的第三阶段。

在这样的判断下，3 月便成了验证复苏斜率是否发生变化的第一个关键时点。如果 3 月经济修复斜率没有放缓，那么年内经济修复动能有可能超预期，复苏交易可能还存在向上修正的预期差，如果经济修复斜率放缓，则大概率进入复苏第二阶段，后续需要根据二季度经济数据的环比变化和行业景气度情况，来评价经济内生修复的动能。

从 3 月的高频数据和 PMI 数据来看，经济整体符合修复斜率开始放缓的逻辑。其中地产销售的复苏斜率超预期，线下消费、建筑业和制造业的复苏斜率依次放缓，而一般商品类消费未见明显修复。

3 月地产销售是超预期的，在前期填坑后地产销售表现出较强的韧性，经过月初的小幅调整，新房销售持续走高，最后一周 30 大中城市商品房日均成交面积达 64.7 万平方米，接近 2019 年同期水准，仅明显低于 2021 年同期，其中一线城市销售面积已经超过了 2021 年同期水平。同时，各地房价开始企稳，3 月末一线城市二手房房价指数相比于去年末上行了 2.1%，三线城市房价止住跌势。

本轮地产销售修复是政策发力（3 月贝壳百城首套房贷利率仅 4.02%）、前期积压需求的集中释放、市场情绪好转等多因素共同作用的结果（详见《地产修复的事实》，2023.3.20）。其中，前期积压的需求释放是主因，考虑到仅 2022 年住宅销售就偏离了潜在需求中枢约 5.2 个百分点（详见《2023 年房地产市场展望-对直觉的背离》，2022.12.10），这一部分需求的释放应该能够支撑年初地产销售修复保持在高位。

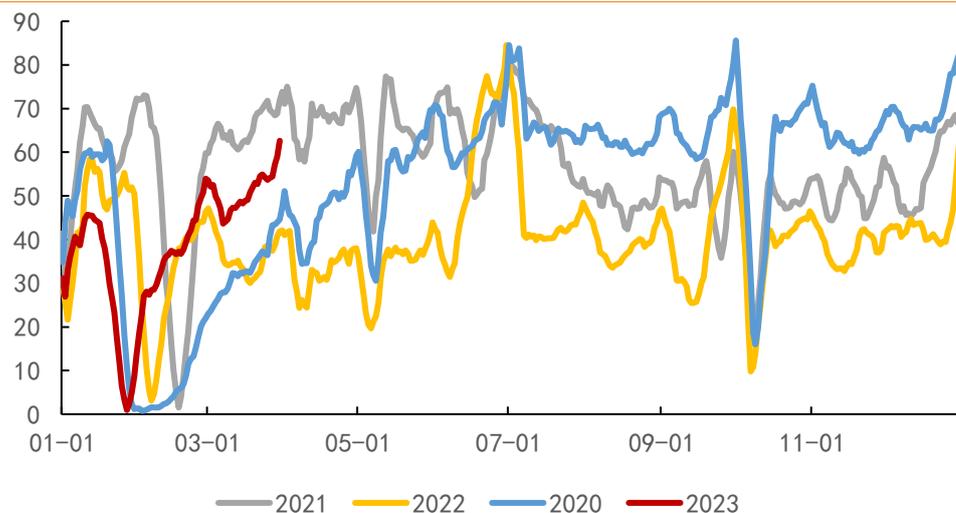
但是目前 30 大中城市的商品房销售面积已经仅次于 2021 年同期，当时地产销售同比增速（两年平均）之所以能够达到 8%以上，既有居民对房价上行的乐观预期（当时房价同比涨幅为 4%左右），也有居民收入端持续修复的现实支撑。

但当前房地产销售所面临的环境远不如当时。仅居民端就面临着收入尚未修复、对期房销售不信任以及对房价长期预期改变等限制居民加杠杆的现实因素。

再考虑到人口周期拐点和城镇化速度放缓，房地产中长期的销售中枢下滑可能并未结束（详见《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.22）。另外，需要考虑的是年初地产销售修复主要依赖此前积压需求的集中释放，这部分需求释放减弱之后，地产销售的内生动能或难以支撑当下的销售水平。所以商品房销售面积很难继续按照之前的斜率修复，并突破 2021 年同期房地产销售面积的中枢。

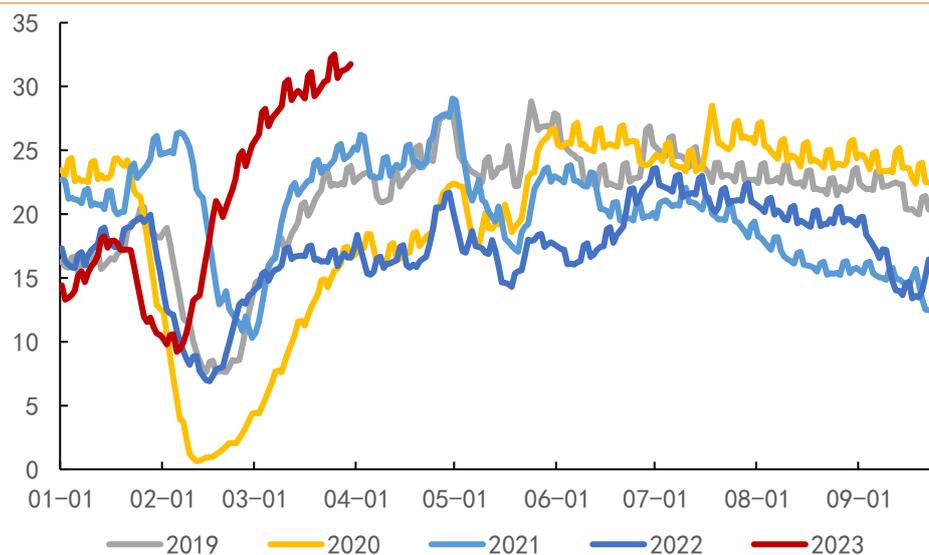
这也意味着以 30 大中城市商品房销售为代表的房地产修复速度或将逐渐放缓，例如今年率先修复的二手房销售的上行斜率已经开始放缓。

图 1：30 大中城市商品房成交面积数据显示地产销售韧性延续（单位：万平方米）



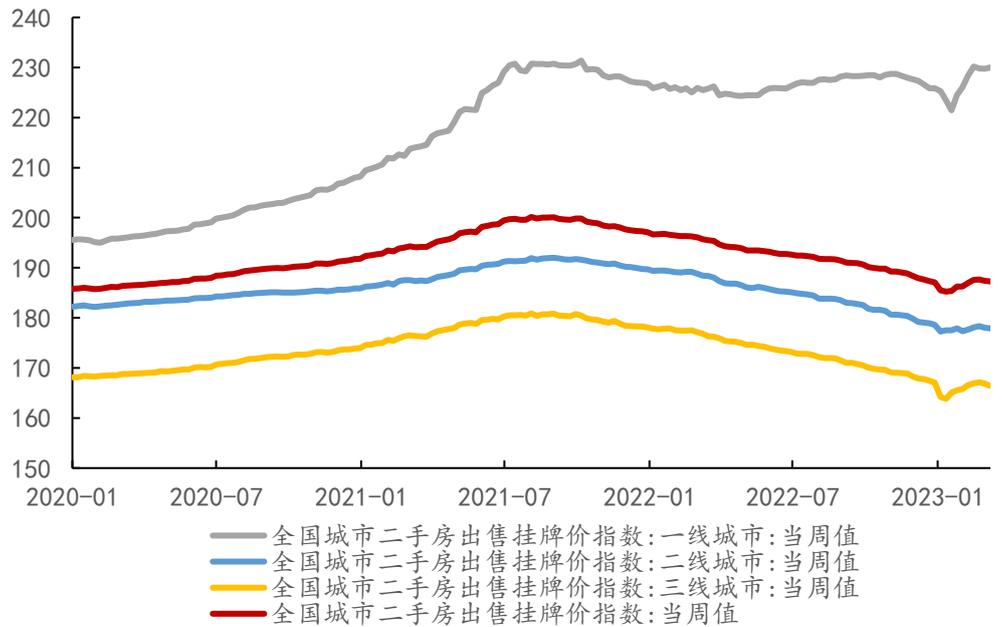
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：二手房销售面积上行速度放缓（单位：万平方米）



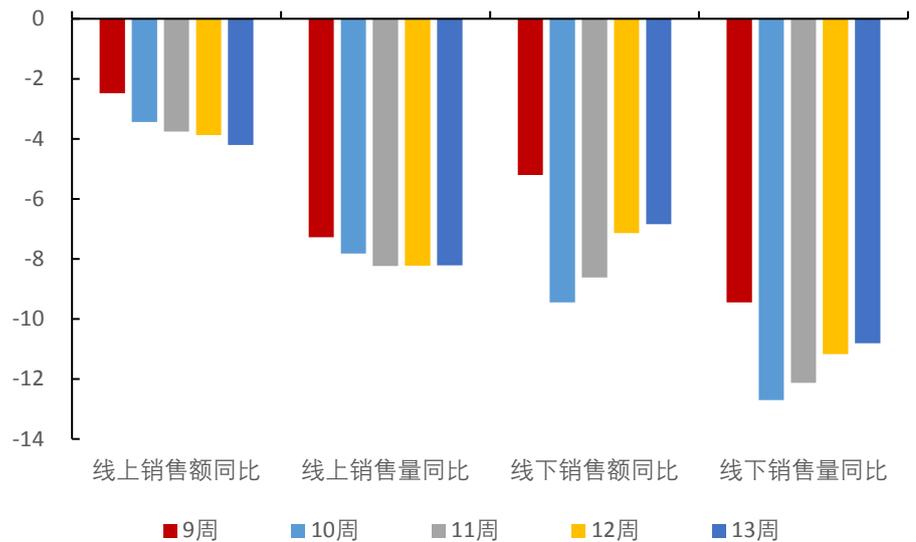
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：房价开始企稳



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 全品类家电同比增速降幅收窄 (单位: %)



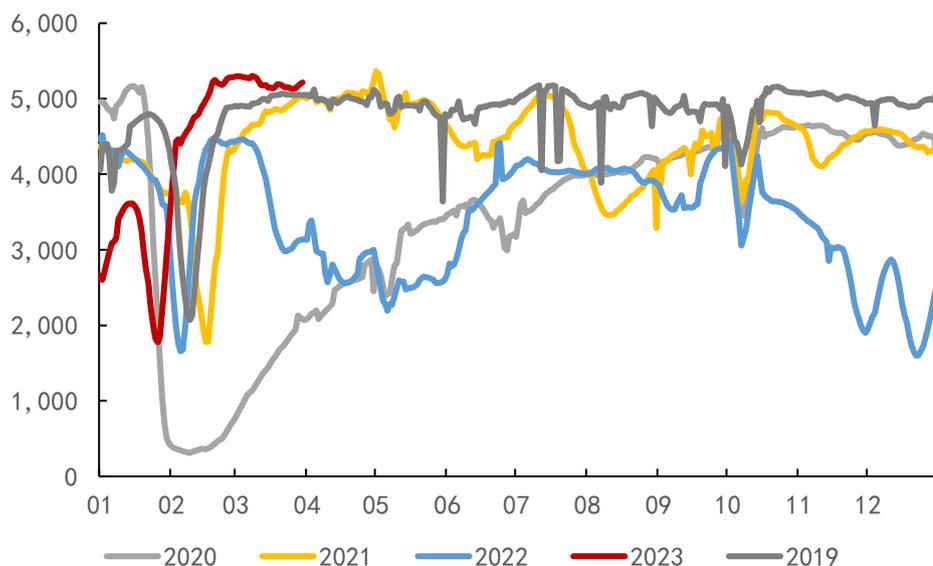
资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所 (注: 同比为从年初到第 13 周的累计同比数据)

除房地产销售在 3 月维持高斜率修复外, 其他经济指标则或多或少表现出当下经济修复斜率正在放缓, 同时复苏领域出现扩散。

与疫后复苏最强的居民线下出行类消费相关的高频数据 (地铁客运量、城市拥堵指数、航班数量) 正在显示出快速回升后的高位走平。

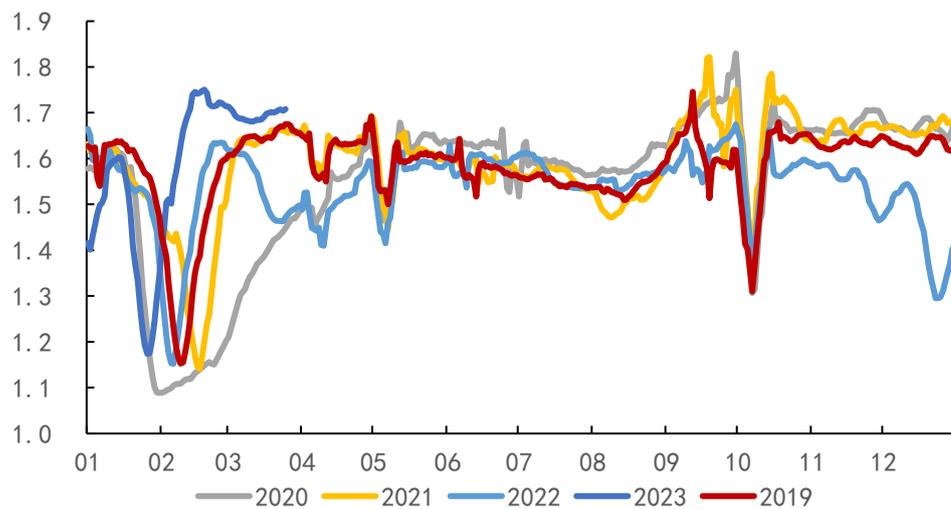
同时, 景气度开始从线下服务行业向消费制造业传导, 以纺服为例, 终端需求好转叠加偏低的库存开始驱动纺服行业加快生产, 涤纶长丝开工率在 3 月明显上行。

图 5: 地铁出行人数在 2 月中下旬后进入平台期 (单位: 万人次)



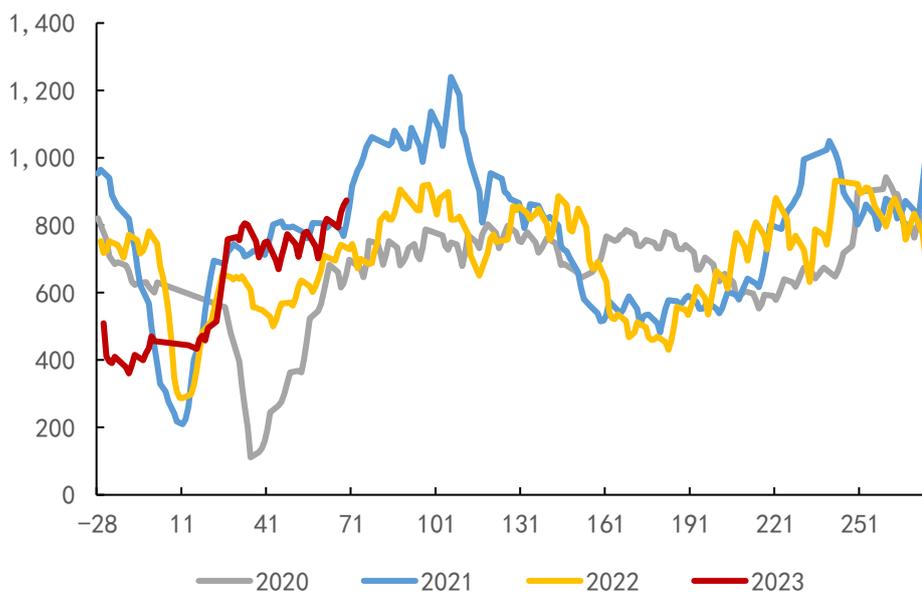
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 拥堵延时指数高位回落后续走平



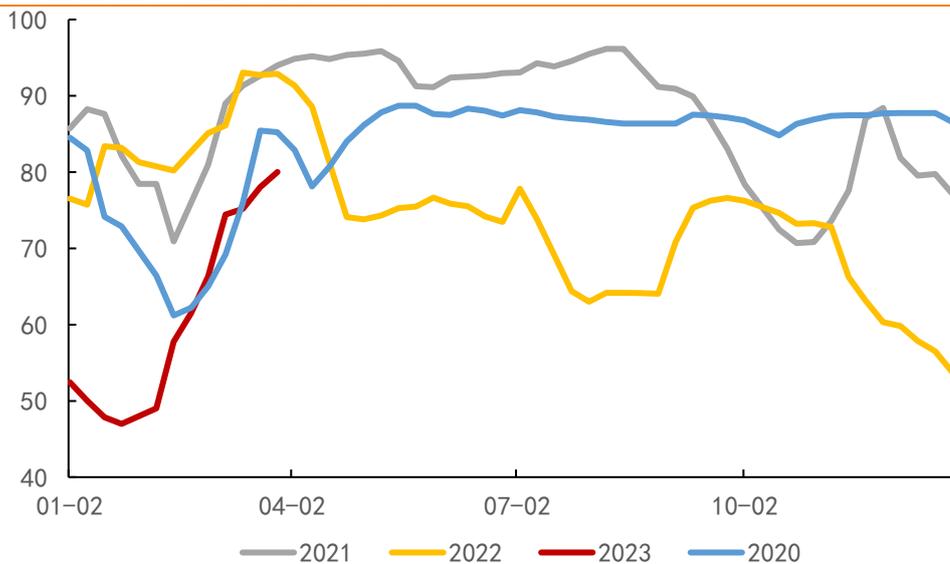
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 轻纺城总成交量延续修复 (单位: 万平米)



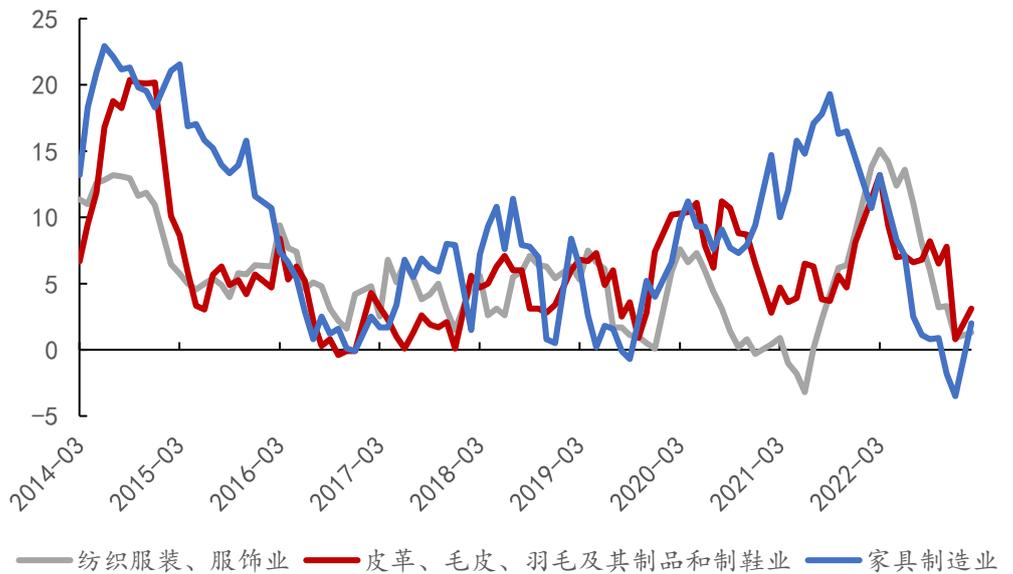
资料来源：wind，天风证券研究所（以春节为基准）

图 8：涤纶长丝开工率显著上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：纺织、家具等行业产成品库存同比增速以及较低（单位：%）

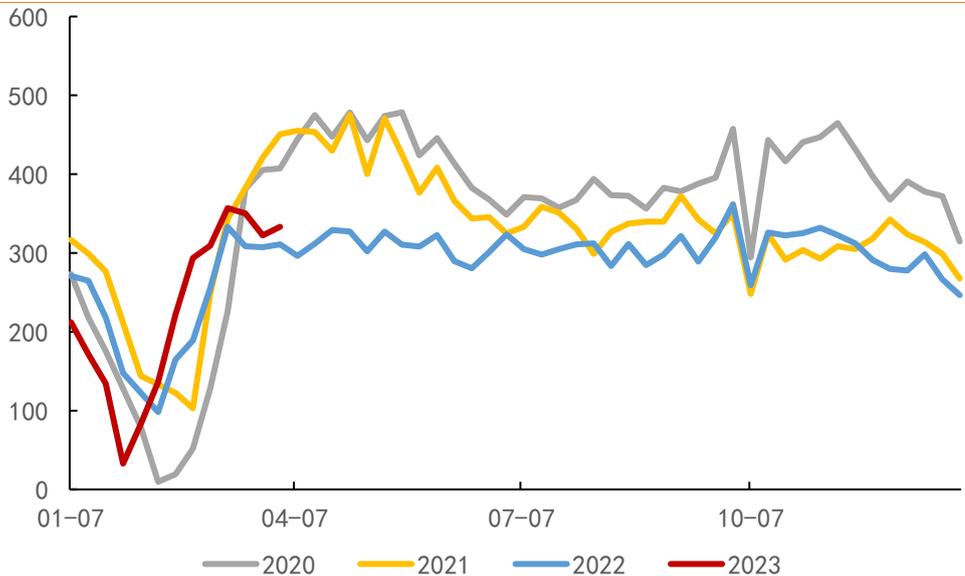


资料来源：wind，天风证券研究所

开年以来建筑业的复苏斜率仅次于线下出行类消费，其施工强度进入 3 月中下旬后也开始减弱。尽管天气转暖后施工条件改善，但从高频数据上看，建筑业的施工强度开始走弱，石油沥青开工率、螺纹钢表观消费量、水泥发运率等相关指标在经历前期季节性上修后，自 3 月中下旬开始修复斜率有所放缓，各项指标整体表现强于 2022 年同期，但弱于 2020 年和 2021 年同期。

年初以来建筑业高斜率回升的动力来自于 1-2 月基建同比高增，而房建受制于资金端等制约表现偏弱，考虑到约有 22% 的水泥会流向房建<sup>1</sup>，后续建筑建材类消费需求的走势需要关注房地产销售端的景气度能否向投资端传导。

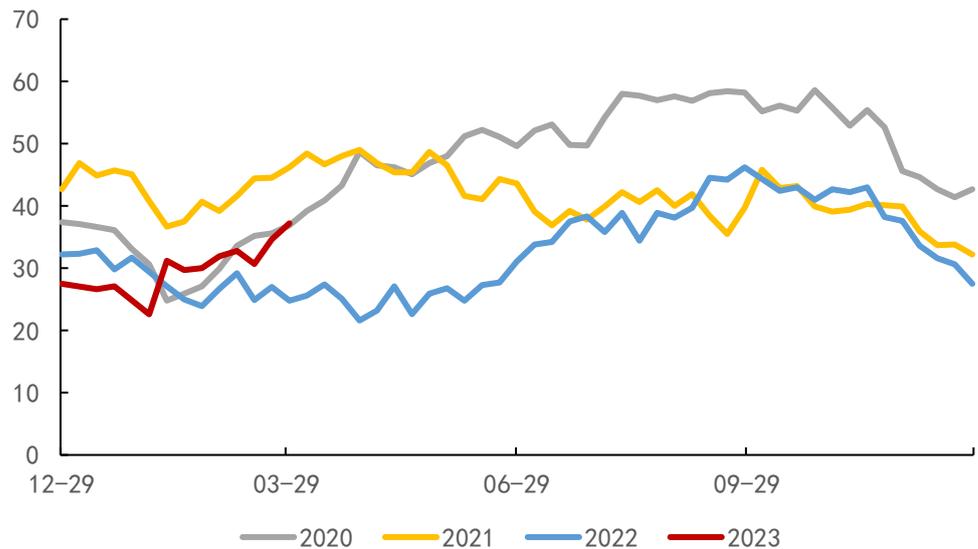
图 10：螺纹钢表观消费量慢修复（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

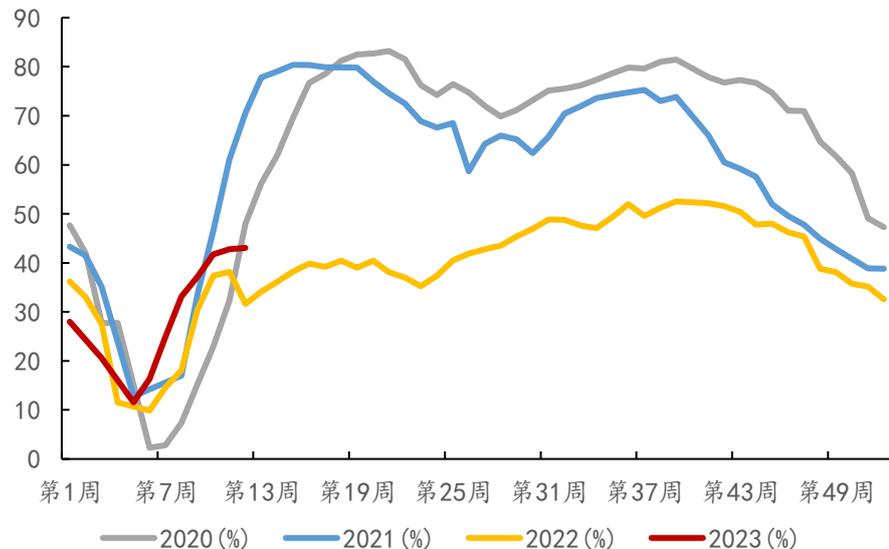
图 11：石油沥青开工率（单位：%）

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/dkrByLfy1kdvwOFaNC2Bxw>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 全国水泥发运率 (单位: %)



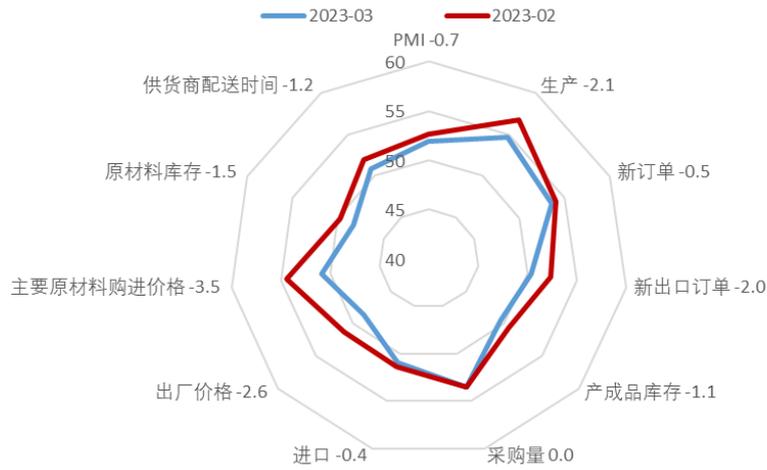
资料来源: ifind, 天风证券研究所

相比于前期修复较快的服务业和刚刚开始出现走平或放缓的建筑业，制造业修复速度放缓的迹象更为明显。3月制造业 PMI 环比回落 0.7 个百分点至 51.9%，其中生产指数和新订单指数分别回落 2.1 和 0.5 个百分点至 54.6%和 53.6%。考虑到 3 月历来是产需大月（2013 年-2019 年 3 月，PMI 生产指数平均上行 1.78 个百分点，新订单指数平均上行 1.24 个百分点），实际制造业 PMI 的回落幅度或许会更大。

从库存周期来看，目前制造业整体处于去库存周期。受利润率下滑、终端消费修复缓慢等因素的影响，1-2 月制造业营业收入同比下滑 2.3%，营业利润同比下滑 32.6%。通常来讲，营收增速和利润增速领先于库存增速，当下负增的营收和利润增速意味着短期内制造业整体继续处于主动去库存阶段。在主动去库存阶段，市场也很难对工业生产抱有过高预期。

不过虽然制造业整体处于去库周期，但各行业库存周期分化，部分中下游消费行业可能率先进入补库阶段。如纺织服装、制鞋等出行相关消费和家具等地产后周期消费在经过此前持续去库存后，目前库存均位于 20%以下的历史分位，未来随着下游消费持续好转，相关行业可能会率先进入补库阶段。

图 13: 制造业 PMI 分项数据



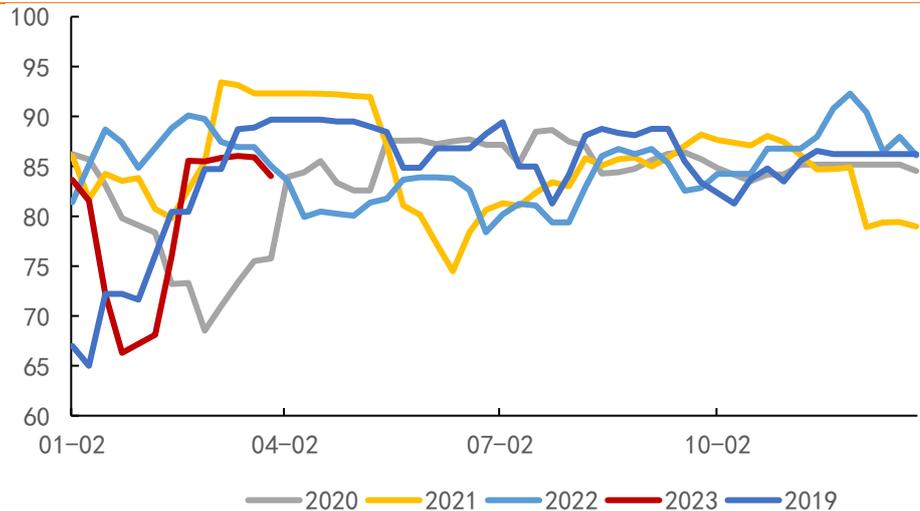
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 分行业库存 (单位: %)

指标名称	2023-02	2022-12	历史分位数	指标名称	2023-02	2022-12	历史分位数
采矿业	15.1	18.1	89%	汽车制造	11.0	8.1	48%
非金属矿物制品业	17.4	15.6	86%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	9.2	12.1	44%
仪器仪表制造业	18.1	13.6	79%	纺织业	5.8	7.1	38%
食品制造业	17.2	10.9	76%	专用设备制造业	9.5	7.3	38%
煤炭开采和洗选业	22.4	23.3	75%	石油和天然气开采业	-0.9	7.2	34%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	18.6	19.0	74%	石油、煤炭及其他燃料加工业	7.0	12.8	34%
有色金属冶炼及压延加工业	19.9	19.5	71%	化学纤维制造业	2.7	13.6	31%
电力、燃气及水的生产和供应业	19.4	0.0	71%	通用设备制造业	6.8	1.5	28%
制造业	10.6	9.8	67%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	4.2	-1.1	27%
造纸及纸制品业	11.0	9.5	65%	橡胶和塑料制品业	4.2	4.0	26%
化学原料及化学制品制造业	13.1	13.0	64%	酒、饮料和精制茶制造业	5.4	10.5	25%
农副食品加工业	13.6	9.3	62%	非金属矿采选业	3.8	6.2	22%
有色金属矿采选业	11.9	3.5	62%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.1	0.8	16%
烟草制品业	6.5	2.6	54%	医药制造业	6.6	3.8	12%
黑色金属冶炼及压延加工业	9.2	5.8	53%	印刷业和记录媒介的复制	1.4	-2.0	12%
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.5	16.5	52%	家具制造业	2.0	-3.5	11%
黑色金属矿采选业	11.9	28.7	51%	金属制品业	2.4	1.8	10%
电气机械及器材制造业	11.5	11.9	51%	纺织服装、服饰业	1.3	0.9	8%

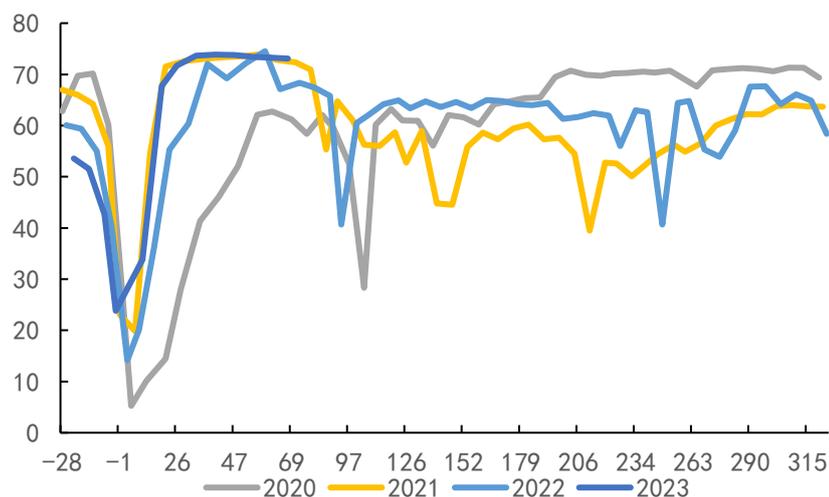
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 聚酯切片开工率 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (以春节为基准对齐)

图 16: 半钢胎开工率 (单位: %)



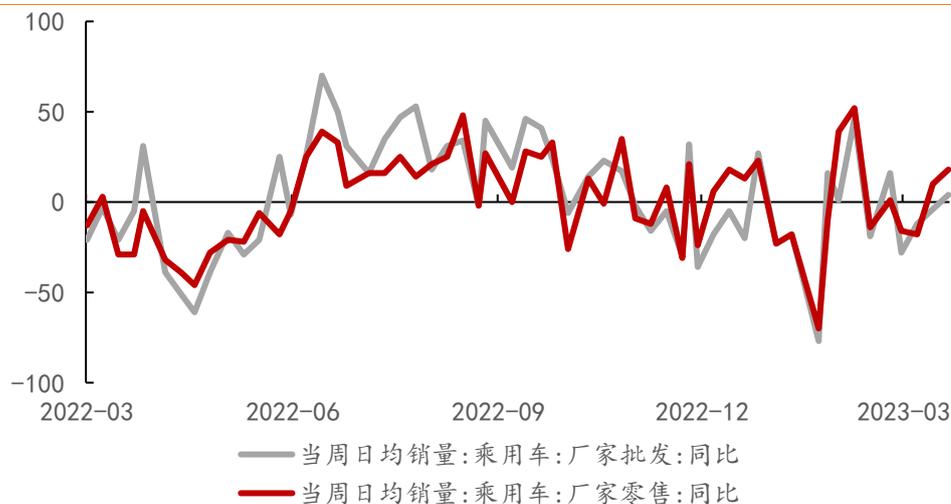
资料来源：wind，天风证券研究所（以春节为基准对齐）

相比于上述复苏放缓的服务业、建筑业和制造业，耐用品消费尚处于复苏顺序的末尾。以汽车为例，3月受益于促销和去年的低基数，汽车零售同比小幅回升，但年初至3月26日，乘用车销售依然为负增长，零售同比下降15%（1-2月累计同比-21%），批发同比下降14%（1-2月累计同比-16%）。且汽车消费内部出现明显分化，乘联会数据显示，2月30万元以上车型的销量同比增长55.6%，30万元以下车型的销量同比增速则仅有5.4%。

一般耐用品消费复苏滞后是经济内生性复苏动能偏弱的真实写照。超额储蓄的主要持有群体为中高收入人群，疫情之后消费意愿快速修复，并带动高端服务（如五星级酒店）和商品（如豪华车）的修复（详见《超额储蓄能否转化成超额消费》，2022.12.31）。但支撑大众消费的主要群体为中低收入居民，就业环境尚未明显改善确实影响了居民收入修复和一般耐用品消费修复。3月制造业和建筑业PMI从业人员指数分别回落了0.5个和7.3个百分点，仅服务业从业人员指数上行了0.1个百分点。考虑到1-2月5.6%的城镇调查失业率以及18.1%的青年调查失业率，我们预计从就业市场改善到收入改善再到一般耐用品消费修复还需要更长时间。

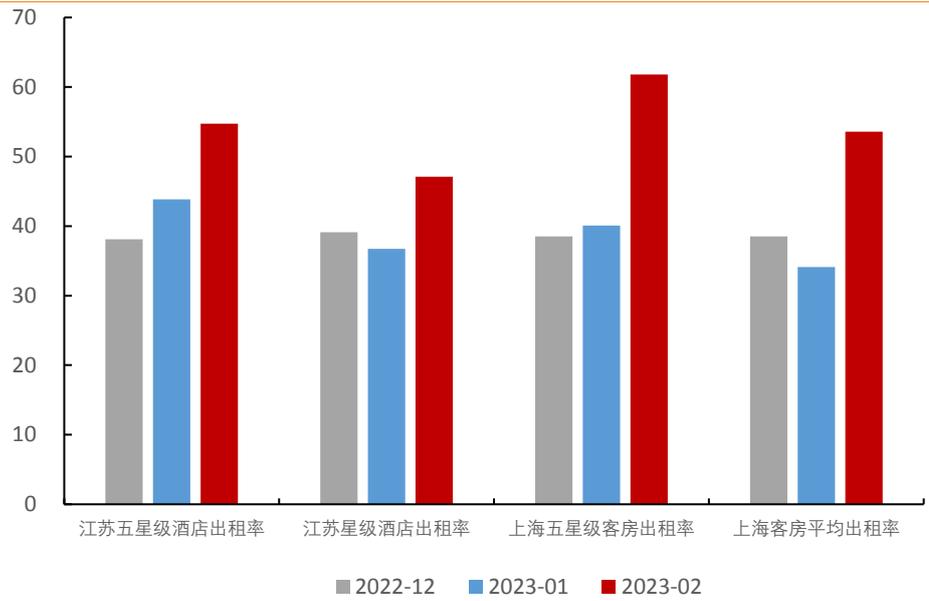
总的来说，3月以来的高频数据显示出当前国内经济修复方向延续、斜率放缓、景气扩散的几个特征。在线下服务业和制造业的复苏斜率如预期放缓后，后续还需要再验证和观察的经济复苏问题主要有两点：一是目前超预期修复的房地产销售能否维持韧性以及能否向投资端传导；二是居民就业和收入端的改善情况，这决定了后续大众消费特别是一般耐用品消费的修复高度。

图 17：汽车消费继续（单位：%）



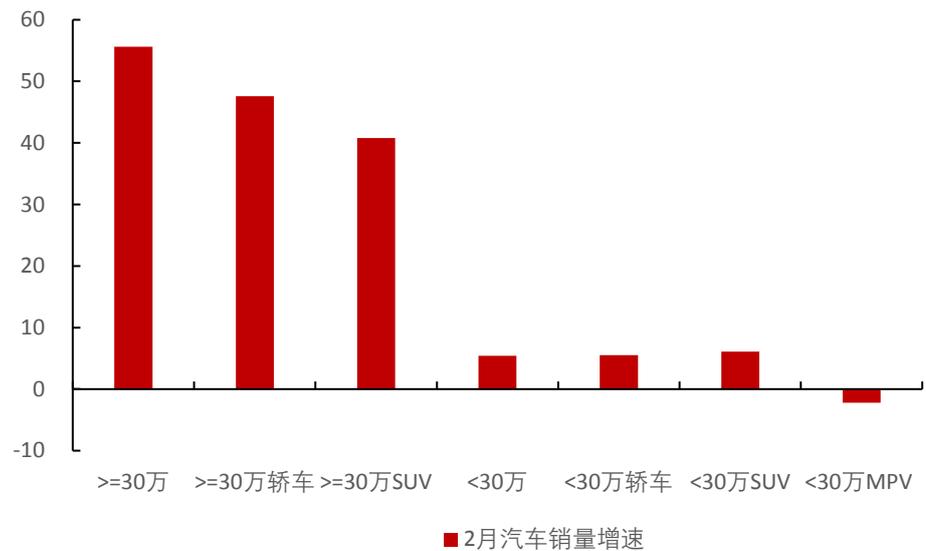
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18: 五星级酒店修复的更好 (单位: %)



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 19: 豪华车的消费修复的更好 (单位: %)



资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com