



经济修复与季节性匹配

2023年4月6日



数据预测

		2023-03(预测)	2023-02	2023-01	2022-12
内需	工增	3.8	18.8	-9.8	1.3
	投资	6.8	5.5	-	5.1
	制造业	8.6	8.1	-	9.1
	房地产	-1.5	-5.7	-	-10.0
	基建	13.2	12.2	-	11.5
	消费	3.3	3.5	-	-1.8
外需	出口	-1.2	-1.3	-10.5	-10.0
	进口	2.8	4.2	-21.4	-7.5
物价	CPI	1.0	1.0	2.1	1.8
	PPI	-2.6	-1.4	-0.8	-0.7
金融	M2	11.3	12.9	12.6	11.8
	社融同比	10.1	9.9	9.4	9.6
	社融规模	45,100	31,560	59,866	13,058
	贷款规模	39,000	18,100	49,000	14,000

来源：wind，平安证券研究所；注：投资为累计同比，社融为存量同比，其他分项为当月同比；贷款规模为社融口径；新增社融和贷款单位为亿元，其他为%。



预测逻辑与假设

3月经济数据整体呈现温和改善的态势，生产修复节奏放缓。需求端，供应链改善、基建发力、地产低基数下的修复带动投资继续修复；汽车销量走弱、欧美国家去库拖累消费和出口。价格方面，食品、能源跌幅收敛，CPI有望企稳，PPI预计将持续下行。季末月，票据利率维持高位，预计信贷延续强势。

1 生产、投资向暖，外需、消费低位震荡

生产：持续回暖。4月生产PMI读数54.6%，处于71%分位数。高频数据看，3月多数板块开工率较2月有所上行；同比角度，除螺纹钢外的开工率都高于去年。春节扰动消退，预计3月工业增加值同比增速为3.8%，较22年末上升2.5个百分点。预计一季度GDP同比增速将上行1.4个百分点至4.3%。

投资：基建、竣工带动固定资产投资上行。3月是投资旺季，固定资产投资环比季节性增速接近30%。4月建筑业PMI读数接近历史90%分位数水平，建筑业热度不减。我们预计基建投资仍有超季节性表现，累计同比增速约13.2%。房地产投资方面，预计竣工仍保持强势，但从拿地看，新开工一般。我们预计房地产投资将延续负增长，但幅度有所收敛，累计同比增速约-1.5%。制造业投资方面，尽管信贷获取难度下降，但工业企业利润尚在磨底阶段，产能利用率仅在中位，制造业企业投资意愿或较为一般，制造业投资预计维持平稳，累计同比增速约8.6%。

进出口：外贸低位震荡。出口方面，发达国家处于去库存阶段，美国经季调后的零售库存同比由22年8月的22.7%的高点降至23年1月的11.9%，在此背景下外贸偏冷的格局暂难逆转。韩国、越南出口不但同比延续负增长，环比增速也居于季节性下方。不过，根据季节性规律，3月出口一般强于2月，4月进出口PMI仍在荣枯线上方，我们预计3月出口同比增速约-1.2%，较2月小幅抬升0.1个百分点。

进口方面，我们根据季节性，预计进口同比约2.8%。

消费：大宗商品消费或拖累社零读数。汽车零售额约占社零总额的10%，3月，汽车日均零售销量环比下降16.4%，

日均销量绝对值接近22年4月，即疫情最严重时的水平。但4月服务业PMI环比上行1.3个百分点至56.9%，服务或恢复较好。我们预计在汽车消费的拖累下，社零同比下滑0.2个百分点至3.3%。

2 CPI环比跌幅温和，PPI延续弱势

CPI方面，3月，猪价延续下跌，22省市猪肉价格环比下降0.9%，跌幅较2月收窄6.5个百分点。菜价下跌0.9%，跌幅较2月小幅走阔0.7个百分点。汽油价格小幅下跌0.6%，给非食品价格带来一定压力。总体来看，食品、能源价格在3月延续下跌，但幅度温和；核心CPI各项有望保持季节性。我们预计CPI环比为0%；前期累计涨幅偏低，CPI同比预计在1.0%，与2月持平。

PPI方面，商务部发布的生产资料价格指数在2月环比下行0.3%，下行幅度与2月相同。从大宗商品表现看，下行幅度较大的是玻璃、PVC、纤维板等非金属建材，Wind非金属建材指数下跌7.66%；而棉花等软商品价格上行幅度较大，Wind软商品指数上行12.5%。另外，制造业PMI原材料价格、出厂价格分项分别环比下行3.5、2.6个百分点，也显示出工业品价格弱势仍未结束。我们预计PPI环比下行0.2%，同比下行2.65%，跌幅较2月扩大1.2个百分点。

3 开门红末月，信贷仍较强

3月票据利率维持在高位，尽管降准资金在3月末落地，但在税期、季末等因素的作用下，票据利率进一步抬升，体现出信贷需求仍然较强。央行公布的一季度贷款需求指数较22年末大幅抬升，基础设施、制造业的贷款需求景气度最高。

3月是信贷旺季，新增人民币贷款季节性水平为2.9万亿。参考前2个月信贷超季节性的程度（1月、2月信贷分别超季节性34.9%、55.3%，本段季节性为前3年均值），假设3月信贷较季节性水平高约30.0%，3月新增人民币贷款约3.9万亿。

其他方面，3月利率债净融资约2,985亿元，处季节性偏低水平，主要为地方政府专项债。企业债净融资偏低，Wind口径企业债净融资3月仅1,607亿元，或为贷款利率、获取难度较低，企业选择信贷方式融资所致。我们预计3月新增社融约4.5万亿。

风险提示：1) 货币政策转向；2) 通胀超预期；3) 海外货币政策收缩持续性超预期。

分析师

刘璐

投资咨询资格编号

S1060519060001

liulu979@pingan.com.cn

研究助理

陈蔚宁

一般从业资格编号

S1060122070016

chenweining369@pingan.com.cn

免责声明：
此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代理性判断。
平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

