

宏观点评 20230406

3 月经济数据比 1-2 月好，证据在哪？

2023 年 04 月 06 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

《以史为鉴：从银行业危机到衰退和降息有多远？》

2023-04-05

《不要忽视了经济的亮点和预期的拐点》

2023-04-03

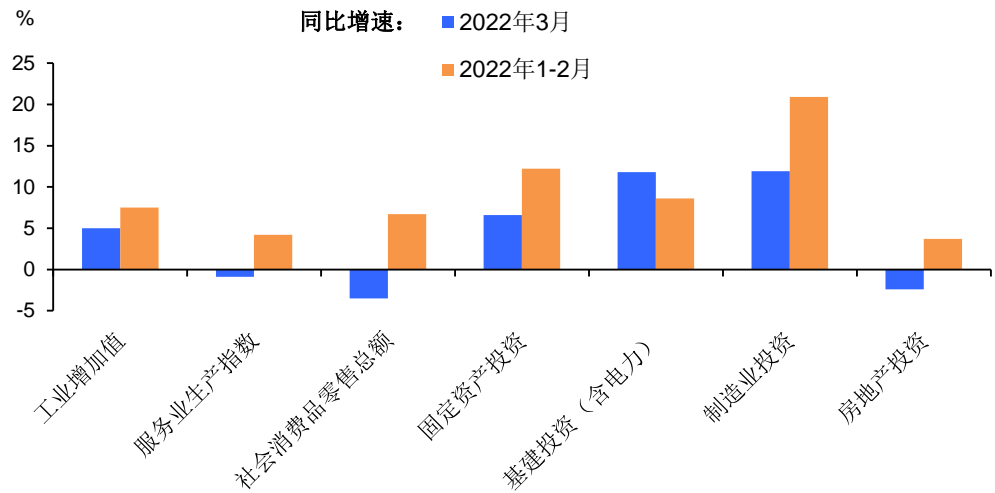
- 随着总理在博鳌论坛表示“3 月经济表现比 1、2 月更好”，即将公布的 3 月和一季度经济数据有可能继续超出市场预期。但这是否意味着经济的复苏能在二季度继续环比向上？通过对比今年 3 月和 1-2 月的经济表现，我们发现 3 月经济数据的向好主要受益于如下两个方面：一是去年 3 月疫情爆发有利的基数效应；二是信贷支持下基建项目落地的加快。然而，3 月以来在消费、制造业、以及房地产领域均出现了一定的复苏放缓迹象，叠加外需的进一步下行，为避免二季度经济再度环比走弱，仍需要政策的适度加码。
- 有利的基数效应是 3 月经济增长比 2 月靓丽的一大支撑。如图 1 所示，去年 3 月由于多地的散发疫情，全国的封控水平随着深圳和吉林的封城大幅上升，几乎抑制了对除基建投资之外的所有经济活动，尤其是 3 月当月服务业生产、消费、房地产投资增速均转负（图 2）。这也意味着在当前国内流动性恢复正常的背景下，今年 3 月在工业生产同比加速的同时，服务业生产和消费有望实现接近两位数的同比增长，而房地产投资的收缩也将显著放缓。
- 基建项目加快落地施工是第一季度经济的重要压舱石。如图 3 所示，春节后各地方“拼经济”就明确表示项目投资是最重要抓手。从 1 至 2 月固定资产投资的数据以及相关高频数据来看，重大项目、重点工程背后的施工加速是第一季度经济好于此前市场预期的重要基石，而考虑到 2022 年的基数，2023 年基建增速将整体呈现“前高后低”的特征（图 4 和 5）。
- 撇开汽车，服务消费和地产消费的表现“可圈可点”。服务消费的复苏可能是第一季度宏观数据和微观感受最一致的领域：无论从人员流动的活跃度还是餐饮住宿肉眼可见的“红火”。相较而言，地产销售的表现更加超市场预期，第一季度累计同比就有望转正，除此之外地产竣工的同比在 1 至 2 月已经转正，从玻璃表需的数据来看，3 月的表现可能更好。一、二手房销售的火热+竣工复苏，意味着装饰、家居等地产后周期消费也会表现相对不错。不过不可否认的是，第一季度报复性消费是复苏的重要支撑，而这也意味着第二季度的放缓是情理和意料之中。
- 但当前外需进一步收缩的风险仍不容忽视。作为全球贸易的风向标，今年 3 月韩国出口增速从 2 月的-7.5%加速下滑至-13.6%；与之同时，如果不考虑疫情期间，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 的下滑（46.3）为 2009 年 6 月来的最低水平，由于该调查的样本多为对全球经济更敏感的大型跨国公司，我们认为外贸行业萧条的风险正不断加大。
- 第二季度宏观经济的“割裂感”会更加明显，应该关注什么？这种“割裂感”将更加明显的体现在数据的同比和环比表现，以及宏观和微观的观感差异。我们认为有三条线索值得关注：第一，地产销售放缓的幅度。第二季度地产销售放缓已经逐步成为市场的共识，但是放缓到什么程度则存在较大不确定性，当前地产销售基本恢复至 2019 年 80%至 90%的水平（部分城市更高），我们认为第二季度如果跌破 80%可能是偏弱的信号。第二，关注制造业的放缓，尤其重点行业的变化。当前制造业主动去库存的特征非常明显，整体动能是偏弱的，制造业 PMI 在第二季度是否重回 50 下方值得关注，除此之外以新能源车为代表的重点行业是否会继续大幅走弱也会是测试政策定力的重要领域。第三，信贷扩张的速度和质量。第一季度新增信贷刷新同期历史，考虑到政策的可持续性和需求的不确定性，第二季度信贷扩张的速度会放缓，市场会更加关注信贷的结构，尤其是居民中长期贷款的反弹。
- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 2022年3月中国的封控水平随着深圳和吉林的封城大幅上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2: 在基数效应上，今年3月经济的同比增长比1-2月明显有利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

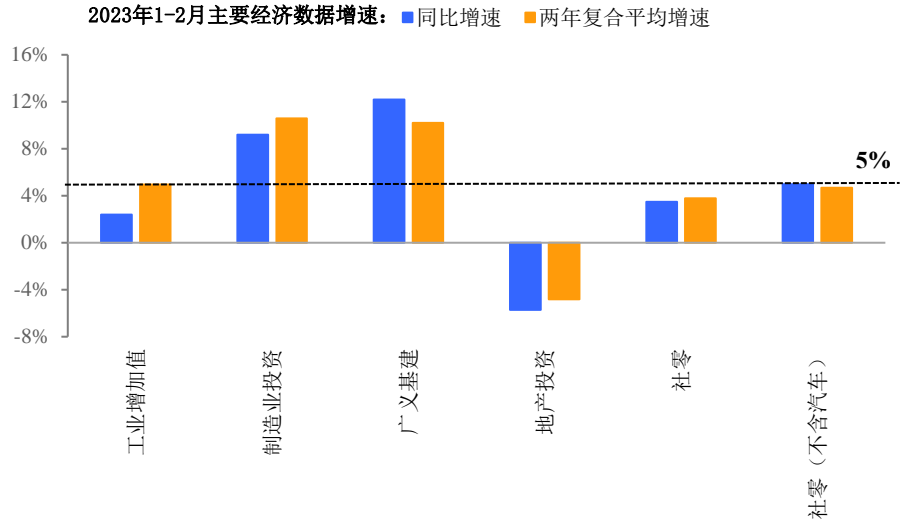
图3：2023年春季后第一周主要省市纷纷部署全年经济工作：项目建设成重点

各省经济相关工作部署情况									
序号	省市	开门红/开门稳	高质量发展	项目建设	消费	营商环境	绿色低碳	外贸	房地产
1	北京	√	√	√	√	√	√		
2	天津		√	√	√		√	√	√
3	上海		√	√	√	√	√	√	√
4	重庆		√	√		√	√		
5	河北		√	√	√	√			
6	辽宁	√		√	√			√	
7	吉林		√	√		√	√		
8	黑龙江			√					
9	江苏		√	√	√	√		√	√
10	浙江		√	√	√		√	√	
11	福建	√	√	√		√			
12	江西		√	√					
13	安徽					√			
14	山东	√	√	√	√	√	√	√	
15	河南	√	√	√	√	√			
16	湖北	√	√	√	√		√		
17	湖南	√	√	√		√			
18	广东		√	√	√	√	√	√	√
19	海南	√	√	√	√				
20	四川	√	√	√		√	√		
21	贵州	√	√	√	√		√	√	√
22	云南	√		√					
23	陕西	√	√	√		√			
24	甘肃	√	√	√	√				
25	青海		√			√			
26	内蒙古	√		√					
27	广西	√	√	√	√	√	√	√	
28	宁夏	√	√	√					
29	新疆	√	√				√		
30	西藏		√	√		√	√		

注：红色符号表示重点关注。

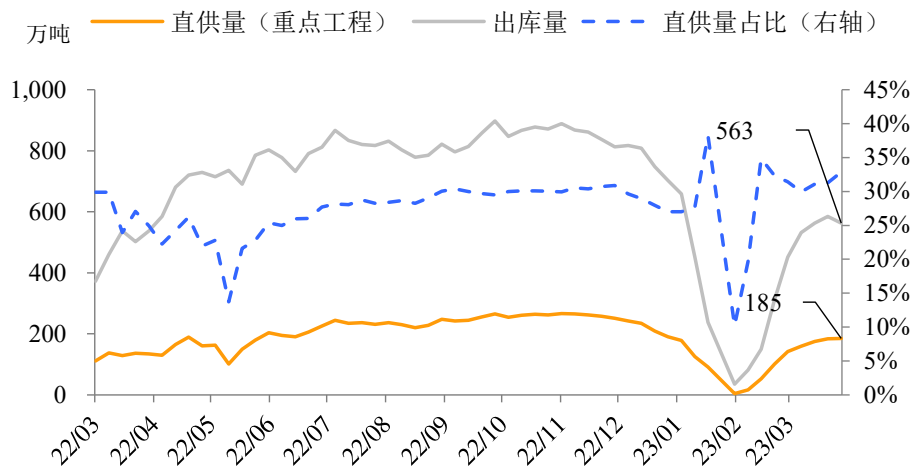
数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所整理

图4：2023年1-2月主要经济数据同比增速：投资稳经济



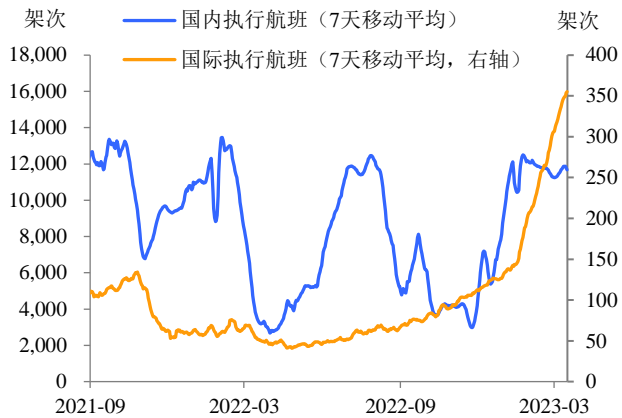
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：水泥出库量和直供量高频数据显示项目施工相对表现较好



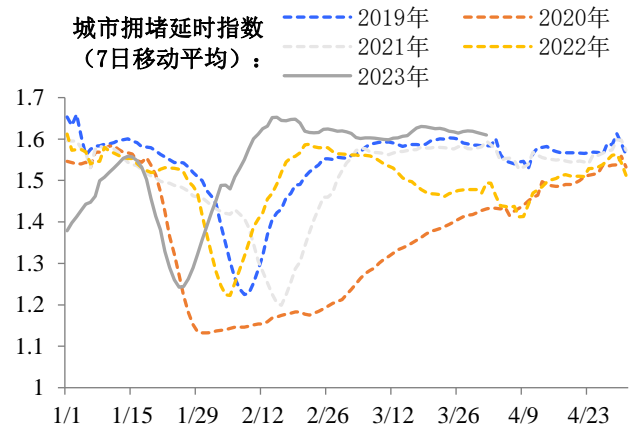
数据来源：百年建筑网，东吴证券研究所

图6: 国内外航班执行数量增加



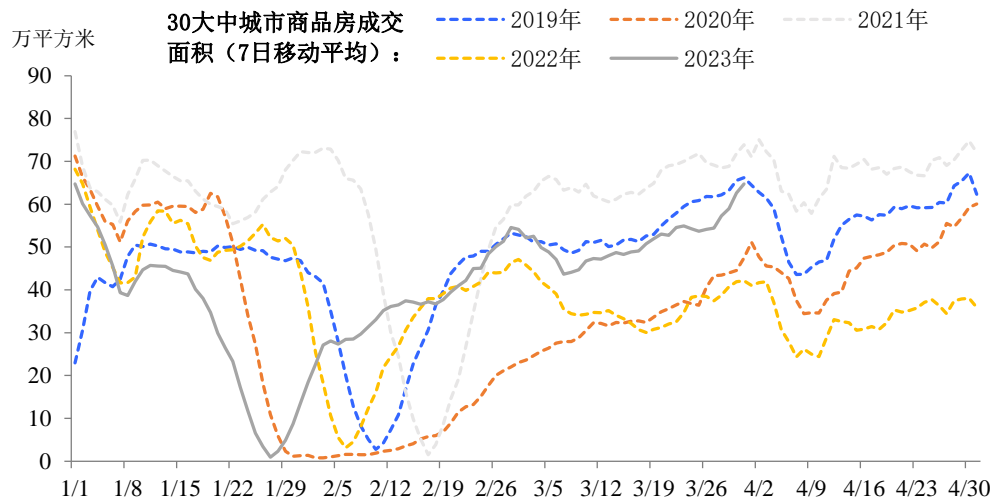
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 地面交通人流量已高于 2019 年同期水平



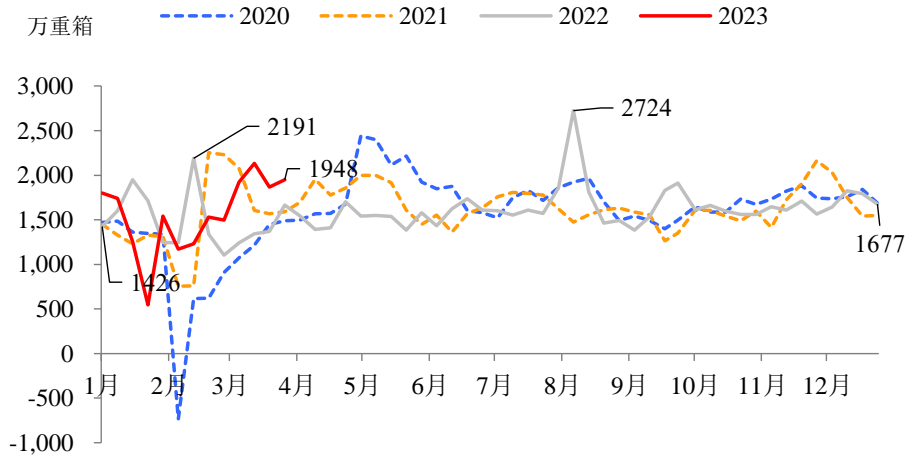
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 地产销售累计同比有望在 3 月转正



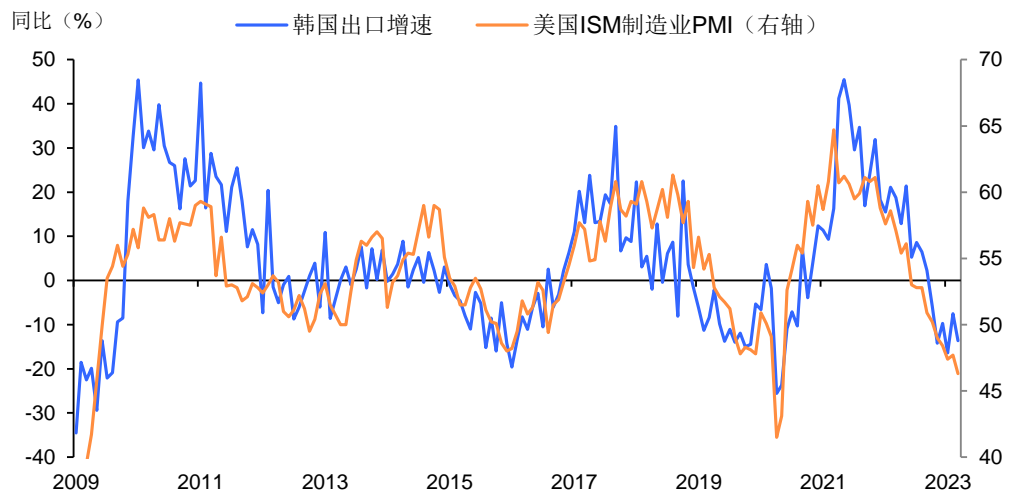
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 样本 13 省玻璃表观消费量对比



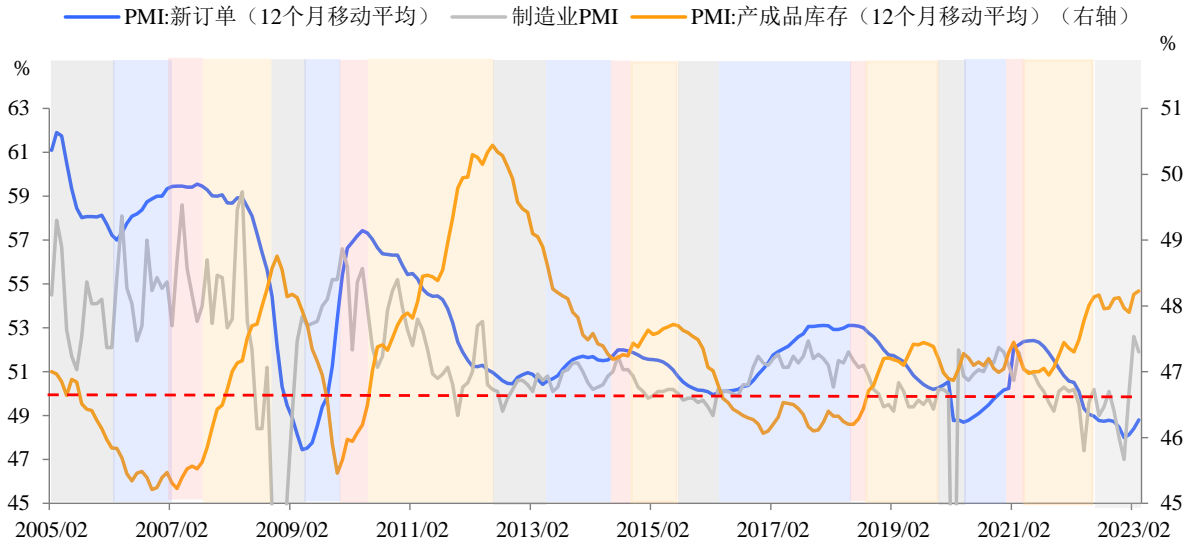
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图10: 随着 3 月韩国出口骤降和美国 ISM 制造业 PMI 创新低, 外贸压力加大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 当前中国经济整体处于主动去库存阶段, 制造业动能很可能进一步放缓



注: 红色阴影表示“主动补库存”, 橙色阴影表示“被动补库存”, 灰色阴影表示“主动去库存”, 蓝色阴影表“被动去库存”。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

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>

