

2023年04月18日

今年的三条主线跃然眼前

事件点评

——3月/一季度经济数据解读

投资要点

- ◆ **服务消费稳健恢复、基建投资稳增长力度仍强，工业高库存有所化解，4.5%一季度增速符合预期。**一季度实际GDP同比4.5%完全符合我们预期。第二产业增长3.3%，显示建筑业表现强劲，与基建投资稳增长政策目标匹配；第三产业同比5.4%，显示服务消费稳健恢复但未超预期走强。支出法来看，最终消费贡献3%完全符合预期，地产竣工、财富效应走弱拖累可选商品消费，服务消费稳定复苏。工业生产表现稍弱，去年下半年的补库存有一定消化，后续工业生产有望与需求趋势接近。
- ◆ **汽车单月超预期带动零售走强，餐饮环比回归正常。**3月社零总额同比10.6%，超过我们此前预期。其中餐饮收入(26.3%)，显示疫情缓和带来的服务消费改善峰值在1-2月，年内各月有望维持15-40%。商品零售好于预期，限额以下商品零售同比7.4%，限额以上商品中汽车同比11.5%，改善幅度超过基数下滑程度。但考虑到同为后地产周期大宗可选消费品的家具家电等都未出现对应改善，汽车销售表现较好可能是对消费断崖的边际修正，并非地产后周期消费趋势性的改善。
- ◆ **超强基建拉动固定资产投资单月好于预期，房地产开发投资如期小幅回落。**3月固定资产投资累计同比5.1%，单月同比4.7%，超出我们预期1个百分点。基建投资单月同比仅小幅回落1个百分点，大超我们本就偏高的预测，是投资走强的主要原因，窄口径基建和公用事业投资分别为8.6%、19.9%，证实我们关于基建投资是今年稳增长主要政策抓手的关键判断。房地产开发投资回落至-7.2%，去年以来土地成交不活跃持续对新开工和在建工程进度形成约束。制造业投资单月同比5.9%，PPI连续通缩背景下，制造业实际投资增速延续了2018年以来小幅抬升的趋势。
- ◆ **工业增加值增速稳步回升，出口改善和低基数拉动电子、汽车生产向好是主要原因。**3月工业增加值同比3.9%。当月改善主要来自制造业和公用事业。电子产业链随着22Q4封控导致的供给冲击消退、出口明显改善，生产迅速回暖，计算机通信电子设备制造同比转正，但受外需降温等影响，当前仅恢复至去年年底水平，较往年差距仍大；汽车制造同比大幅改善，去年3月上海封控造成极低基数，加之新能源汽车补贴退坡对需求冲击较大，汽车制造工业增加值虽有所恢复，但仍处低位。
- ◆ **今年经济增长三条主线跃然眼前：净出口维持正贡献、房地产投资跌幅收窄预期稳步改善、货币中性偏松支持基建投资改善中低收入群体就业。Q1经济增长节奏和结构比较稳定。**年初市场担忧的净出口大幅拖累并未出现，我们预期中的电子、汽车出口改善已经出现，后三季度是清醒的乐观。房地产需求疫情后集中释放叠加基数走低增速创阶段高位，环比峰值在3月底，且不高于去年6-7月，4月再度转为降温，预计对土地成交、开发投资的拉动作用较慢，房地产市场期待回归平稳而非大起大落。服务消费恢复稳定但不超预期背景下，基建投资改善中低收入群体居民就业成为主要政策抓手，财政存量资源匮乏，货币信用扩张能力的强化成为基建融资关键，维持全年降准100BP，下半年1Y、5Y LPR分别下调20-30BP、10-15BP预测不变。二季度除非地产投资大幅改善，否则预计4月底将迎来新一轮降准。
- ◆ **风险提示：**基建投资稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

华金宏观·双循环周报(第6期)-中美央行会再次反向操作么? 2023.4.16

进出口数据速评(2023.3)-出口是清醒的乐观 2023.4.13

金融数据速评(2023.3)-沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应 2023.4.11

通胀数据简析(2023.3)-通胀映射消费复苏冷热不均 2023.4.11

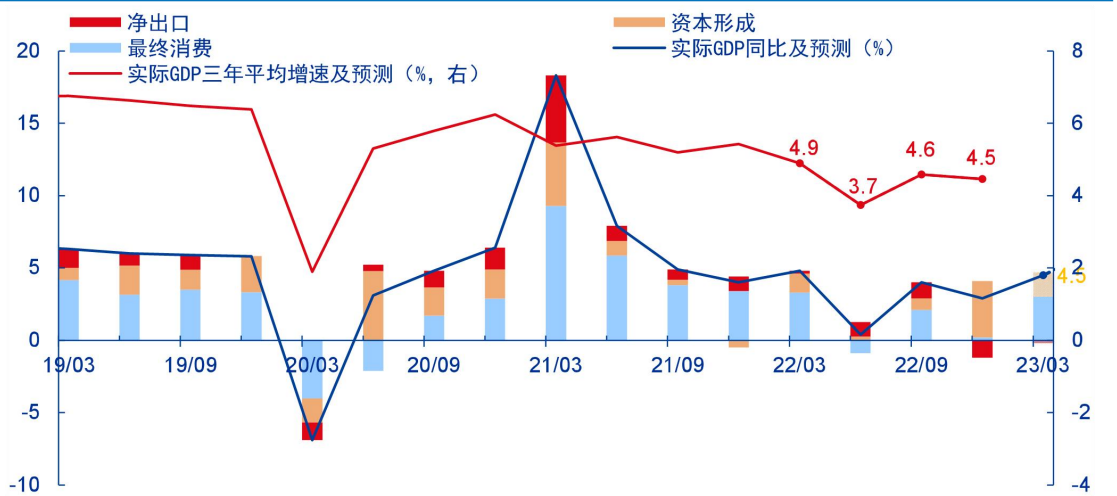
华金宏观·双循环周报(第5期)-美国就业、中国房地产强弱之辩 2023.4.9



一、服务消费稳健恢复、基建投资稳增长力度仍强，工业高库存有所化解，4.5%一季度增速符合预期。

一季度实际 GDP 同比 4.5% 完全符合我们之前预期。生产端第二产业增长 3.3%，好于工业增加值显示建筑业维持强劲表现，与基建投资稳增长的一季度政策目标相匹配；第三产业同比 5.4% 较 22Q4 改善 3.1 个百分点，显示服务消费稳健恢复但未超预期走强。支出法来看，最终消费贡献 3.0 个百分点完全符合预期的节奏，地产竣工走弱、财富效应预期有待提振持续拖累可选商品消费动能，服务消费稳定复苏至正常环比增长趋势之中。工业生产表现稍弱于制成品需求总体增速，显示去年下半年稳增长过程中的一波集中补库存过程在一季度有一定的库存消化，后续工业生产有望与需求趋势接近。

图 1: GDP 实际同比及贡献结构 (%)

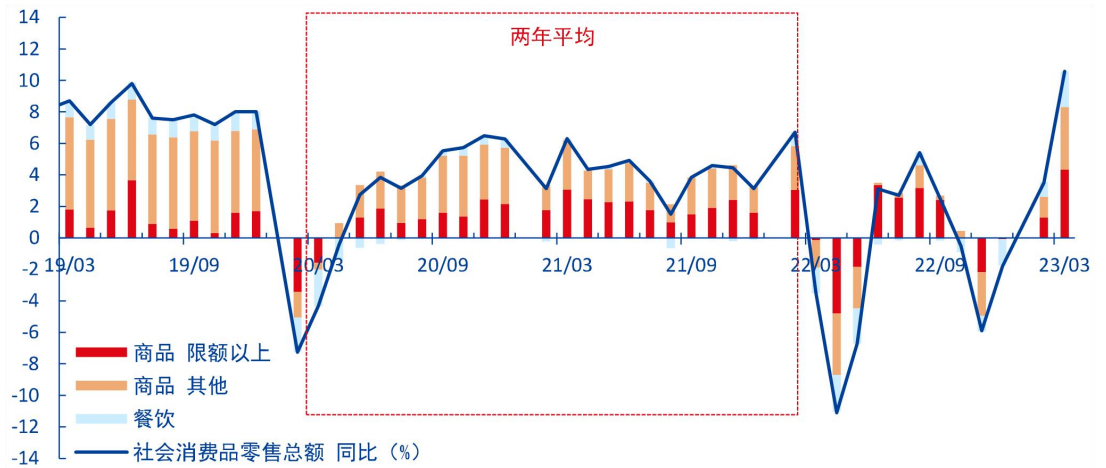


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、汽车单月超预期带动零售走强，餐饮环比回归正常。

3 月社会消费品零售总额同比 10.6%，较 1-2 月上行 7.1 个百分点，尽管去年同期基数因疫情影响下滑幅度更大，但本月零售同比增速仍超我们此前预期。其中餐饮收入同比增长 26.3% 符合预期，对应的环比增速回归正常季节性水平，显示疫情缓和带来的服务消费改善峰值在 1-2 月，自 3 月起回到稳定增长趋势，因基数较低年内各月餐饮收入有望维持 15-40% 的高增。商品零售同比 9.1% 好于预期，一方面限额以下商品零售同比稳步改善 5.1 个百分点至 7.4%，另一方面，限额以上商品零售中汽车同比大幅改善 20.9 个百分点至 11.5%，改善幅度超过基数下滑的程度。但考虑到同为后地产周期大宗可选消费品的家电音像 (-1.4%)、家具 (3.5%) 都未出现基数走低的对应改善，汽车销售单月表现较好可能是对 1-2 月因国补结束而导致的消费断崖的边际修正，并非地产后周期消费趋势性的改善。

图 2: 社零总额同比及贡献结构 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 限额以上商品零售同比及贡献结构 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、超强基建拉动固定投资单月好于预期，房地产开发投资如期小幅回落。

3 月固定资产投资累计同比 5.1%；单月同比 4.7%，较 1-2 月小幅回落 0.8 个百分点，单月超出我们预期 1 个百分点。基建投资在去年同期因疫情影响稳增长力度加大基数大幅抬升的背景下，单月同比仅小幅回落 1 个百分点，维持在 10.8% 的高位水平，大超我们市场上偏高的预测 8 个百分点，是 3 月投资走强的主要原因，窄口径基建和公用事业投资分别为 8.6%、19.9%，均维持较高增速水平，证实了我们关于基建投资是今年稳增长主要政策抓手的关键判断。房地产开发投资在基数走低的同时增速再度如预期小幅回落至 -7.2%，去年以来土地成交不活跃持续对新开工和在建工程进度形成约束。制造业投资单月同比 5.9%，较 1-2 月小幅回落 2.2 个百分点，PPI 连续通缩背景下，制造业实际投资增速延续了 2018 年以来小幅抬升的趋势。

图 4：固定资产投资同比及贡献结构（%）

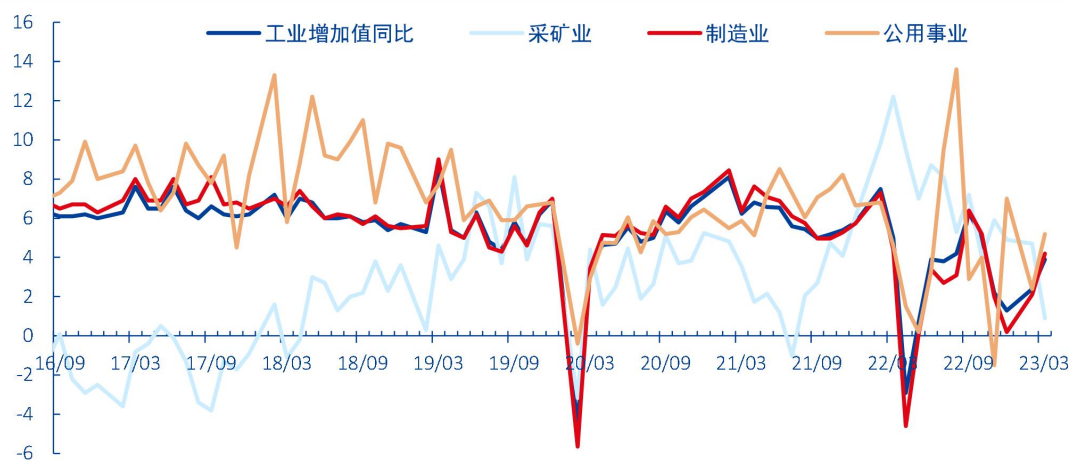


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、工业增加值增速稳步回升，出口改善和低基数拉动电子、汽车生产向好是主要原因。

3 月规模以上工业增加值同比较 1-2 月进一步上行 1.5 个百分点至 3.9%。当月改善主要来自制造业（4.2%）、公用事业（5.2%）分别较前两个月增速上行 2.1、2.8 个百分点；采矿业（0.9%）单月回落 3.8 个百分点。制造业主要行业中，电子产业链随着 22Q4 封控导致的供给冲击消退、出口一季度明显改善，生产也迅速回暖，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由负进一步转正（3.8%），但也注意到受外需逐步降温、美国保护主义政策等影响，当前仅恢复至去年 12 月水平，较往年仍有较大差距；汽车制造同比大幅改善 5.4 个百分点至 4.4%，去年 3 月上海封控对汽车生产造成极低基数，加之新能源汽车补贴退坡对需求产生较大冲击，汽车制造业工业增加值虽较去年底和 1-2 月有所恢复，但仍处低位。

图 5：工业增加值同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 为两年平均增速

五、今年经济增长三条主线跃然眼前：净出口维持正贡献、房地产投资跌幅收窄预期稳步改善、货币中性偏松支持基建投资改善中低收入群体就业。一季度经济增长节奏和结构都是比较稳定的。年初市场一度担忧的净出口大幅拖累并未出现，我们预期中的电子、汽车供给冲击消退出口改善已经出现，后三个季度是清醒的乐观。房地产需求疫情过后集中释放叠加基数走低而增速创出阶段高位，从环比看峰值在 3 月底，并且不高于去年 6-7 月水平，4 月开始已经再

度转为降温，预计对土地成交、开发投资的拉动作用不会很快显现，房地产市场期待回归平稳而非大起大落。服务消费恢复稳定但不超预期的背景下，基建投资改善中低收入群体居民就业成为主要的政策抓手，而财政存量资源匮乏，货币信用扩张能力的强化成为基建融资的关键，维持全年降准 **100BP**，下半年 **1Y LPR**、**5Y LPR** 分别下调 **20-30BP**、**10-15BP** 的预测不变。二季度除非地产投资大幅改善，否则预计 **4 月底**即将迎来下一轮降准。

风险提示：基建投资稳增长政策力度不及预期。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn