

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

4月18日，统计局公布3月经济数据。

3月经济数据充满“矛盾”，同时伴随争议。PMI、出口、金融、通胀、经济和地产数据逐一发布，市场反复定价强复苏还是弱复苏，经济通缩还是需求扩张。

3月经济数据到底反映出怎样的趋势信号，如何交易这一份宏观数据，这是当下资本市场关注的问题。

➤ 这是一份充满“矛盾”的经济数据，不同板块给出的信号分歧较大。

多数情况下，不同宏观指标变动趋势基本一致。不同指标给出的宏观信号分歧不会太大，然而今年3月宏观数据表现不同于以往。

先看工业增加值，3月同比表现偏弱。

3月工增同比仅3.9%，仅高于去年疫情突发时期（去年4月和5月）和疫情达峰时期（去年11月至今年1月），可见今年3月工增读数偏低。

拖累整体工增的是采矿业、公用事业和高端制造业，非高端制造业表现强韧。

再看固定资产投资，3月固投表现同样偏弱。

3月固投同比4.8%，这是2022年以来偏低读数。地产投资延续之前韧性，除此之外，制造业和基建投资同比均趋势下行。

制造业投资同比延续去年四季度以来下行态势，今年3月制造业投资同比降至6.2%，为2020年11月以来最低月度读数。

3月地产开发投资同比-5.9%，基本与上月持平，且为去年4月以来偏高读数。对比另一个指标，房地产新开工面积，今年3月同比-19%，同步降幅虽较去年四季度有所收敛，但整体表现依然偏弱。

基建投资同比9.9%，结束了去年6月以来单月同比持续双位数的趋势。

最后看消费端，3月表现总体偏强。

3月社零同比10.6%，大超预期。10.6%的同比读数也是2021年以来单月最高表现。需要强调的是，2022年3月社零基数偏高，控制基数效应之后，今年3月社零同比依然显著优于去年四季度。

3月社零主要依靠汽车、餐饮和场景消费带动。地产链和出行链消费较二月稳中有降，基本上与2月人流活动达峰事实相匹配。

同样表现偏强的还有3月地产销售量价。

3月住宅销售面积同比1.4%，较去年四季度有明显改善。3月70城中的一线

相关研究

1.宏观调研总结：出口大起大落的真相-2023/04/18

2.宏观专题研究：地产大分化时代已来-2023/04/16

3.全球大类资产跟踪周报：权益市场热度不减-2023/04/16

4.流动性跟踪周报：谁是国债多头？-2023/04/15

5.2023年3月出口数据点评：“不按常理出牌”的3月出口-2023/04/14

城市房价同比上涨，二线和三线房价同比跌幅收窄，房价企稳趋势越发明确。对比偏弱的地产新开工和偏稳的地产链消费，地产行业目前呈现出来的格局是销售热、新开工冷。

➤ 3月经济数据充满争议，悲观者和乐观者都能找到各自叙事角度。

3月不同经济指标给出的信号差异如此之大，以至于悲观和乐观派都能在3月数据中够找到解释空间。

看多经济景气回温的可以在PMI、社融以及新鲜出炉的3月社零中找到逻辑。看弱经济趋势的可以在3月通胀、固定资产投资和工业增加值中找到直接证据。

近期资本市场定价表现充分反映了市场对3月各项宏观数据的分歧。

我们认为今年3月数据分歧较大，主因有二：

一是去年底疫情达峰、今年春节偏早等原因，往年经济活动规律被打破。

二是国内外宏观经济面临短周期和长趋势叠加，复杂度超过以往。

以地产为例，去年底疫情压制之下经济活动放缓，开年春节之后市场开始回补去年11-12月销售量，这也是为何今年2-3月地产销售超常放量，4月环比走弱，4月地产销售修复节奏不是降温，而是朝着正常化方向修复。

经历2022年非常态下滑之后，房企融资、开工意愿降低，往年“销售-投资-拿地”传导规律被打破，最终我们看到今年一季地产销售偏强，搭配的却是偏低的地产新开工数据。

➤ 经济数据描绘当下经济现实，终端需求修复然而长期投资动能疲软。

春节后经济状况比较清晰，出口偏强，消费和地产企稳，工业生产平庸，固定资产投资偏弱。

消费、出口以及地产偏强，除了趋势修复因素之外还有需求错位表达原因。制造业、地产和基建投资孱弱，各有成因但归根结底是长期预期偏弱。

去年底疫情达峰叠加今年1月春节错位，部分消费和地产销售需求集中在今年2-3月放量。地产销售如此，出口订单亦然。

3月基建投资下行较快，预示着全年基建投资弹性有限。关键原因是2023年土地出让金规模约束全年地方基建发力，**地方基建的问题最终指向地产。**

制造业投资整体处于下行通道，与海外经贸周期下行，国内缺乏有效需求动力相呼应。**制造业投资的问题最终指向企业信心。**

去年至今外资企业工业增加值同比下降较快；16-24岁年轻人失业率横在历史偏高水位；与就业相关性极高的核心通胀长期位于1%以下，**这些都是当前经济缺乏信心的表现。**

这一数据组合之下，若聚焦短期需求，市场可以交易复苏；一旦将视野聚焦长期趋势，宏大叙事逻辑下市场难免感到悲观：二季度经济环比或较一季度走弱。

这也是为何3月经济数据发布之后，债市迎来上涨。

➤ **当下宏观经济和交易到了十字路口：一季度复苏之后未来方向如何抉择？**

现在有一个关键问题，GDP 环比走弱是否必然意味着资本市场交易衰退？

2012 年以来中国 GDP 增速中枢一路下行，从原来高于 8% 的增速降至目前的 5% 附近，但我们知道过去十年资本市场显然不是一路定价衰退。

所以现在问题变成了，资本市场交易复苏还是衰退，除了总量 GDP 之外，当下重要的是关注哪些变量？我们认为答案在金融信用条件。

实际增长偏弱然而搭配一个偏强的金融信用条件，这种组合有利于权益市场。今年一季度社融持续放量，私人部门融资需求持续改善，至今未被证伪。这是今年一季度股市走流动性驱动逻辑，债市走牛的宏观背景。

未来信用条件能否持续改善，关键看地产销售持续性。再进一步，假若今年地产销售量价快速改善，甚至触发金融条件收敛，那么既有金融信用条件偏宽格局能否有所打破，关键还是取决于地产销售量价。

对实体经济而言，当下缺乏的不是 GDP 增速走高多少个百分点，缺乏的是对未来增长的长期信心。

信心和风险偏好的修复，首先需要资产负债表修复。其中地产起到关键作用，毕竟中国居民资产负债表中地产占比七成。

地产稳，资产负债表修复，市场交易复苏；若地产修复并后续上行弹性到一定程度，触发政策调控变化，流动性驱动逻辑转变。我们认为这是未来一段时间最需要关注的资产定价主线。

再度重申，二季度最关键的宏观变量是国内地产销售量价表现。

我们之前测算了 2023 年全国地产库存以及分城市库销比，并初步判断 2023 年或迎来全国房价企稳，以及高能级城市房价上行。至于什么时候能够看到这一现象，则需我们保持紧密跟踪。届时有如一季度那样持续宽松的金融信用条件或将变化，资本市场将迎来新的定价逻辑。

➤ **风险提示：**地产修复不及预期；海外衰退超预期；国内政策调控超预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026