



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济回暖态势延续，消费动能持续释放

——2023年3月宏观数据点评

日期：2023年04月19日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期》

——2023年04月11日

《通胀、经济平稳，货币回落》

——2023年04月04日

《经济良好开局，托底政策仍需维持》

——2023年03月23日

■ 主要观点

经济回暖态势延续，消费动能持续释放

3月各项数据显示，经济回暖态势延续，经济向好的基础进一步巩固。随着疫情管控政策改变，中国社会和经济生活正常化，经济循环畅通，生产旺季，工业生产加速恢复。投资增速小幅下滑，基建仍维持高速增长，地产投资企稳，地产销售以及资金端均在改善。消费维持了强势增长，动能持续释放，接触性消费餐饮消费表现更强，商品消费中黄金、汽车消费增长显著。一季度GDP为4.5%，较四季度显著回升，离全年5%的目标已不远。我们认为在海外不出现大的风险扰动情况下，未来中国经济缓回升趋势不变。

经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

经济向好趋势有望加强

一季度经济在去年偏高的基数下，仍实现了4.5%的增速，而2季度受去年全年低点的低基数影响，增速也有望进一步加快，经济向好的趋势有望加强。政策方面，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：1-3 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产加速恢复	3
2.2 汽车生产改善突出	4
2.3 基建增速可观.....	5
2.4 地产投资企稳.....	5
2.5 消费继续强势反弹，汽车黄金消费领涨	6
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 经济回暖态势延续，消费动能持续释放	8
3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础	8
4 事件预测：趋势判断	9
4.1 经济向好趋势有望加强	9
5 风险提示：	9

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	7
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	8

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：1-3 月份宏观数据公布

工业生产继续恢复。3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。1—3 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.0%。

固定资产投资小幅下滑。1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）107282 亿元，同比增长 5.1%。其中，民间固定资产投资 58532 亿元，同比增长 0.6%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.25%。

消费强势回升。3 月份，社会消费品零售总额 37855 亿元，同比增长 10.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33591 亿元，增长 10.5%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	3.9	2.4	4.2
固定资产投资（不含农户）	5.1	5.5	5.3
社会消费品零售（当月）	10.6	3.5	7.2

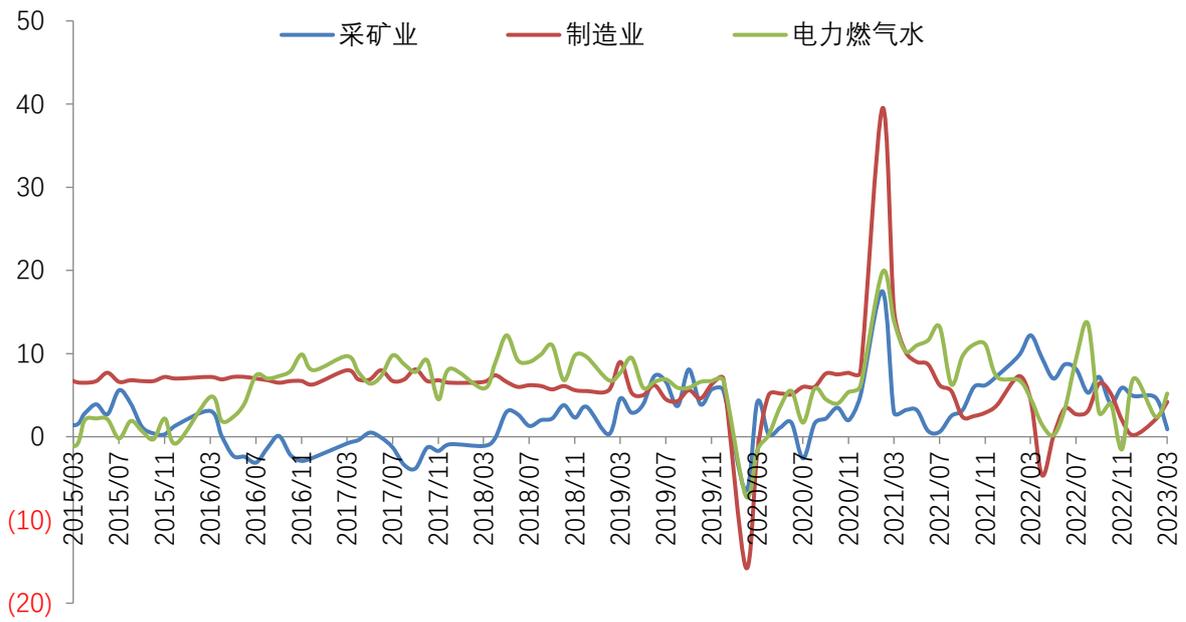
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产加速恢复

3 月迎来生产旺季，经济循环加快畅通，工业生产也得以加速恢复。分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 0.9%，制造业增长 4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.2%。三大门类中，除采矿业之外均呈现明显回升，采矿业则下滑较多。从产量的增速来看，主要商品中，原煤产量下滑较多，发电量明显回升，也侧面印证了工业生产的加快；制造业恢复较为突出，部分商品产品甚至由负转正，如乙烯、化纤、汽车、水泥，尤其是水泥，开年来产量增长持续加快，也侧面印证了基建加快推进。

图1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

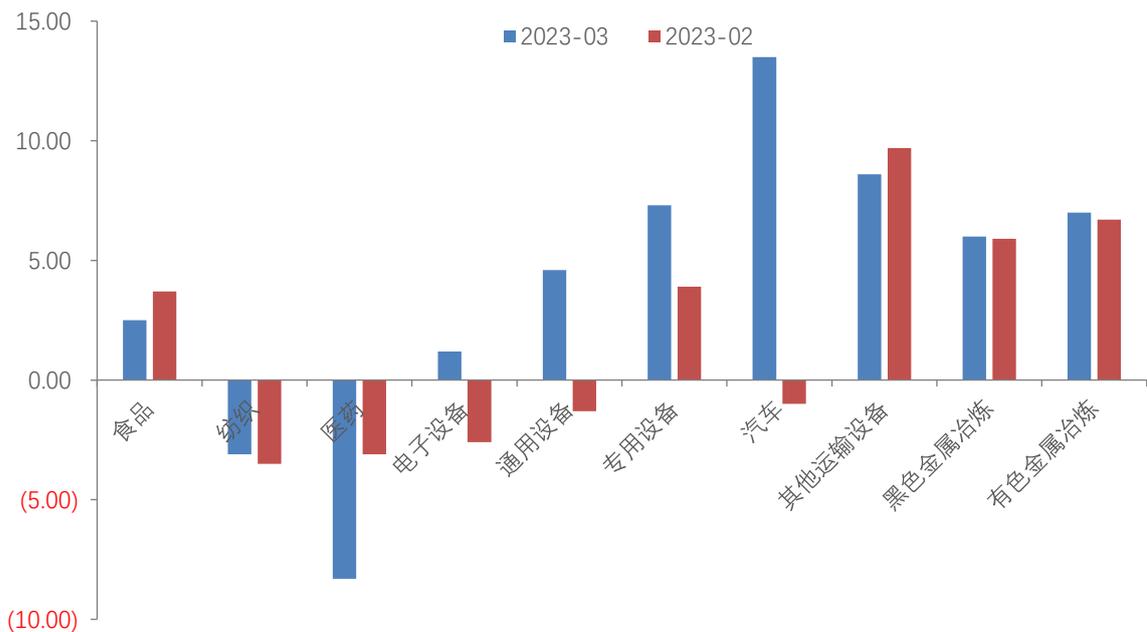


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 汽车生产改善突出

分行业看，3月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。主要行业中电子设备、通用设备、专用设备、汽车均有明显改善，黑色、有色小幅回升，食品、运输设备则有所回落。其中汽车改善最为突出，大幅转正，而医药持续下滑，跌幅进一步加深，或受到去年高基数以及疫情防控措施优化的影响。

图2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



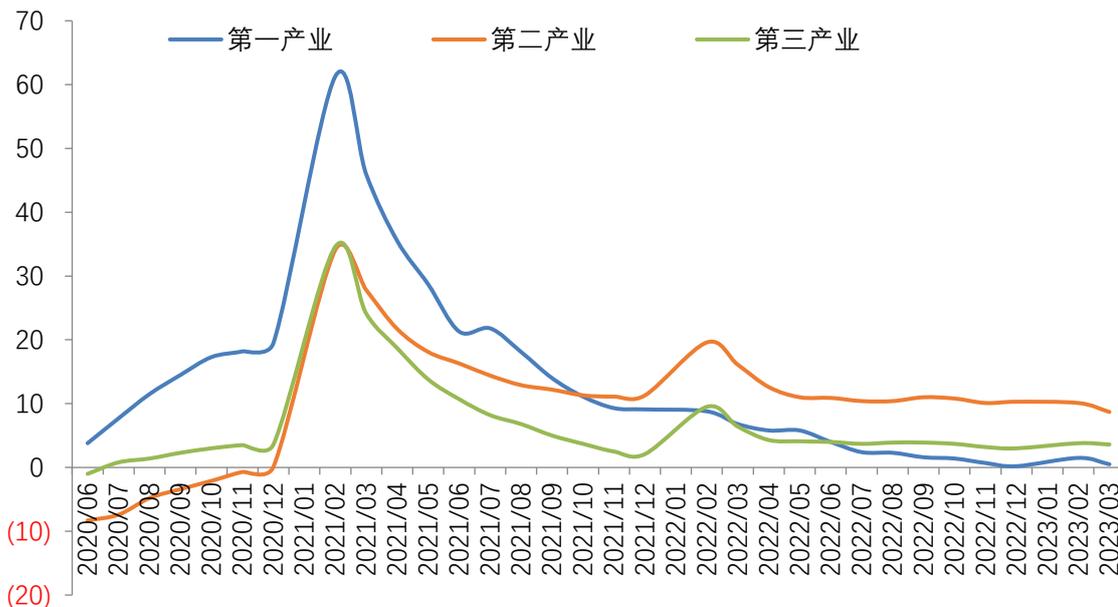
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 基建增速可观

1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）107282 亿元，同比增长 5.1%。其中，民间固定资产投资 58532 亿元，同比增长 0.6%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.25%。其中，第一产业投资 2425 亿元，同比增长 0.5%；第二产业投资 33964 亿元，增长 8.7%；第三产业投资 70894 亿元，增长 3.6%。三大产业均有所回落。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，但仍维持在 8 以上的高位区间。政府加大了重大项目落地的推进进度，形成更多实物工作量，财政政策加力提效，专项债额度以及中央预算类投资均有提升，促进基建增长持续发力。制造业投资虽仍下滑，但伴随国内经济循环加快恢复，制造业生产已明显改善，制造业景气指数仍在扩张，企业信心的恢复也有助于制造业投资的回暖。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



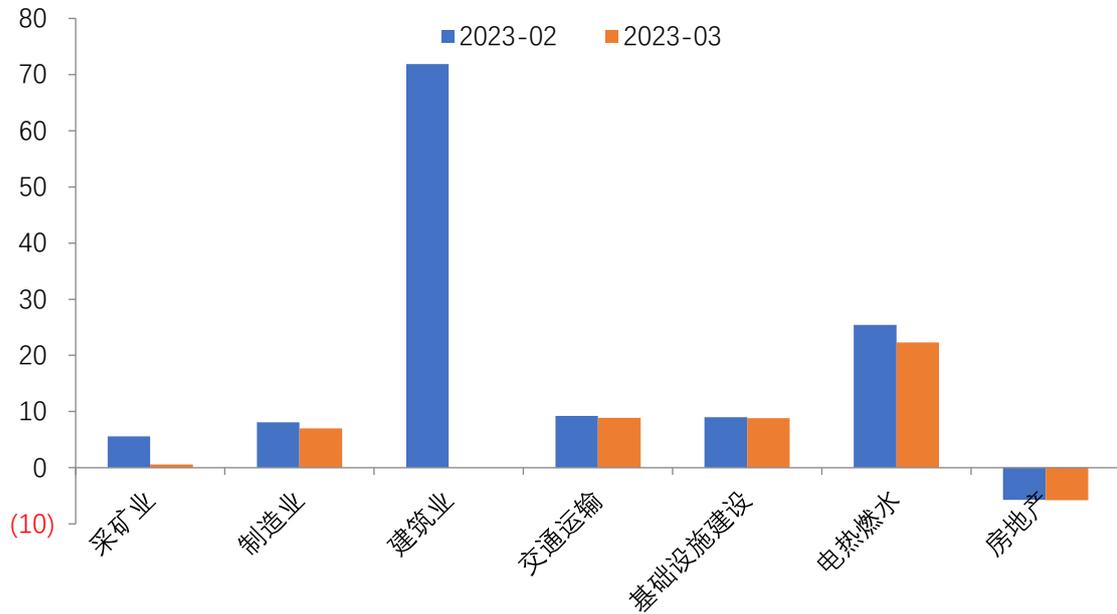
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资企稳

1—3 月份，全国房地产开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%；跌幅略有扩大，已呈现企稳态势。分项来看，地产销售面积进一步改善，市场需求好转，但供给端新开工和施工均跌幅扩大，尤其是新开工增速下滑显著。从房企开发资金的来源来看，房地产资金端明显好转，跌幅进一步减小，国内贷款、定金以及预收款、按揭贷款改善突出，也反映了地产金融支持在加强以及销售的改善。从各方面数据来看，虽然施工以及新开工数据仍然不理想，但房地产领域整体仍然呈现了积极的改善信号。在因城施政，支

持刚性和改善性住房需求的指导下，保交楼工作持续推进，也将助于地产投资的进一步回稳。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

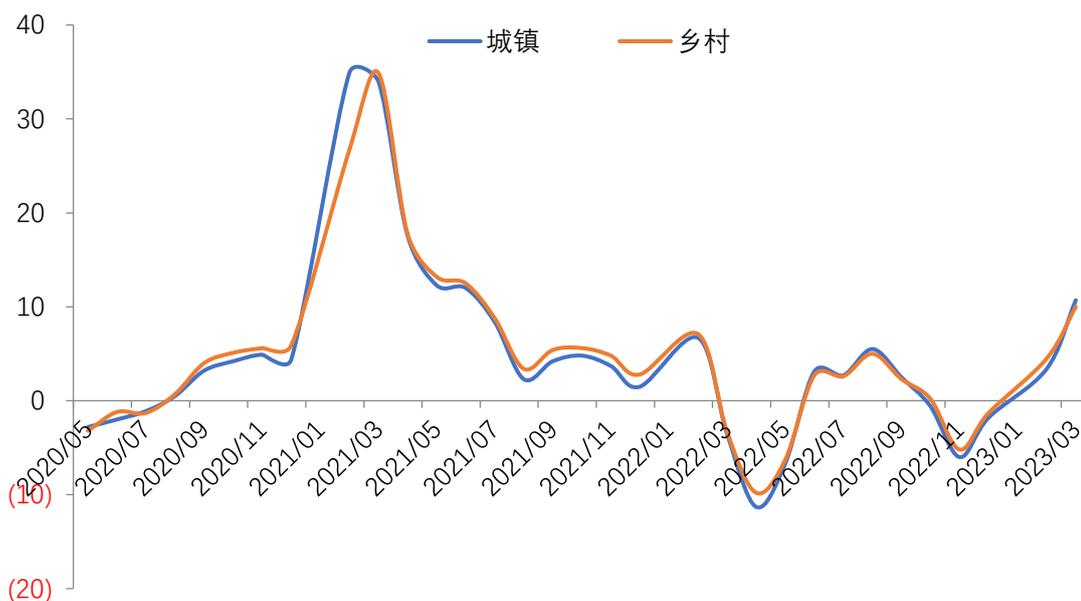


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费继续强势反弹，汽车黄金消费领涨

3 月份，社会消费品零售总额 37855 亿元，同比增长 10.6%，继续强势反弹。按经营单位所在地分，3 月份，城镇消费品零售额 32868 亿元，同比增长 10.7%；乡村消费品零售额 4987 亿元，增长 10.0%。城乡消费继续回升。

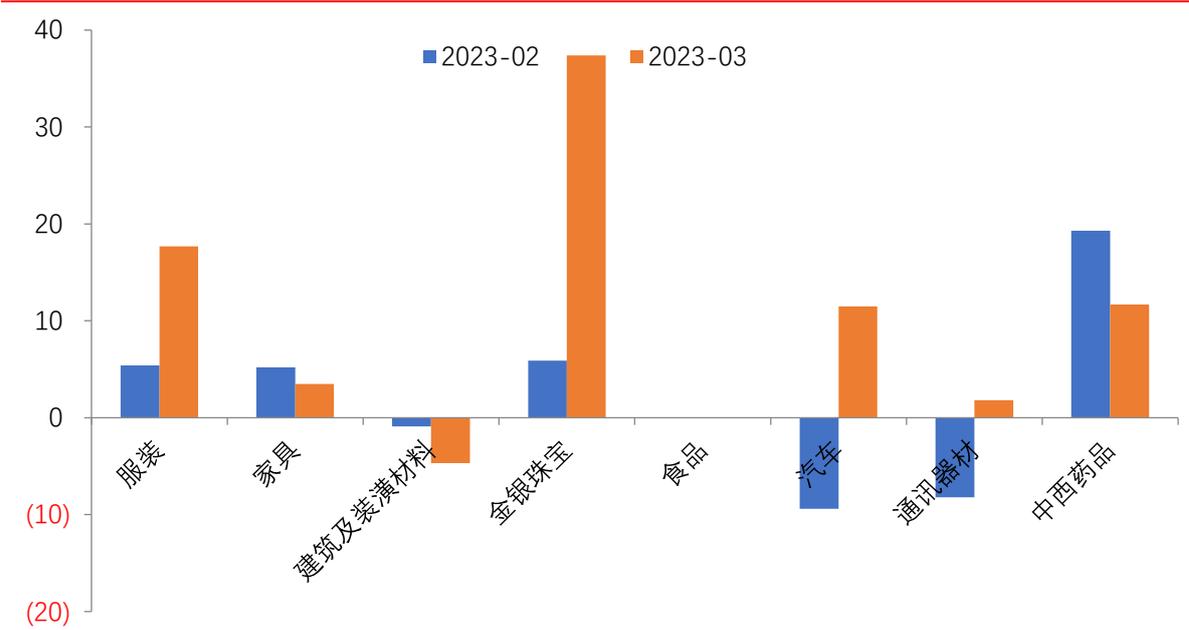
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

随着疫情防控措施优化，社会经济回归常态，消费持续强劲反弹。从消费类型来看，服装、金银珠宝、汽车消费增长突出。服装或受换季因素影响，金银珠宝在金价上涨的刺激下增速高达30%以上，汽车消费由负转正，车企促销活动提振汽车消费。由于疫情对于消费场景的抑制消除，接触性消费加快恢复，餐饮消费进一步加速回升，表现好于商品消费。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响，对消费需求都造成较大的冲击。因此疫情期间，消费受到的冲击最大。但随着疫情对生产需求方面抑制逐渐消退，在“把恢复和扩大消费摆在优先位置”的要求下，促进消费政策有望持续出台，消费潜力进一步释放，消费也有望进一步向好回升。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济回暖态势延续，消费动能持续释放

3月各项数据显示，经济回暖态势延续，经济向好的基础进一步巩固。随着疫情管控政策改变，中国社会和经济生活正常化，经济循环畅通，生产旺季，工业生产加速恢复。投资增速小幅下滑，基建仍维持高速增长，地产投资企稳，地产销售以及资金端均在改善。消费维持了强势增长，动能持续释放，接触性消费餐饮消费表现更强，商品消费中黄金、汽车消费增长显著。一季度GDP为4.5%，较四季度显著回升，离全年5%的目标已不远。我们认为在海外不出现大的风险扰动情况下，未来中国经济缓回升趋势不变。

3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

4 事件预测：趋势判断

4.1 经济向好趋势有望加强

一季度经济在去年偏高的基数下，仍实现了4.5%的增速，而2季度受去年全年低点的低基数影响，增速也有望进一步加快，经济向好的趋势有望加强。政策方面，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储持续加息带来的流动性收紧，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。