

【每周经济观察】

经济温和复苏但成色不均，
对二季度维持谨慎乐观

研究中心

2023年4月21日



要点：经济温和复苏但成色不均，对二季度维持谨慎乐观

- **一周行情回顾：**一季度经济数据出台，市场情绪短期提振后回落，整体趋弱。商品市场普跌，生猪等带动农副板块上扬
- **一季度及3月经济数据解读**
 - ✓ **一季度GDP录得4.5%好成绩，第三产业复苏态势显著。**一季度GDP达28.5万亿元，实际同比增长4.5%，较2022年四季度的2.9%增速明显改善。经济数据印证了我们前期不断强调的观点，即经济修复方向确定，但经济复苏不均衡、节奏不同步
 - ✓ **工业生产提升，中下游生产开始恢复。**3月工业增加值同比增速从1-2月的2.4%回升至3.9%，PMI连续三个月处于扩张区间。工业增加值分行业看，中上游采矿业增速回落、电力生产增速有所回升，下游纺织、农副产品等跌幅有所收窄，金属制品、橡胶塑料等增速进入增长区间，汽车制造业增速大幅回升
 - ✓ **基建及制造业投资增速小幅回落但是支撑，关注民间投资再次回落。**基建投资当月同比增速由前值11.5%小幅回落至3月的9.9%，仍是稳住经济大盘的抓手。制造业投资当月同比由前值9.2%回落至6.2%，其中高技术制造业1-3月累计同比增速15.2%。民间投资3月当月同比增速均由正转负，说明市场信心修复还在路上
 - ✓ **地产投资仍是拖累项，房企现金流有所改善，销售端回暖可持续性不足。**投资端同比降幅有所收窄，融资端房企资金来源分项累计同比均跌幅收窄，其中个人按揭贷款及定金预付款的累计跌幅大幅收窄。销售端1-3月累计销售额同比实现由负转正，一手房及二手房住宅价格指数连续两个月为正，价格企稳态势初现，但3月以来二手房出售及租赁的挂牌价指数均环比回落，说明市场主体对于房地产市场的预期尚存在分歧。房地产销售端或已见底，但筑底可能持续一段时间
 - ✓ **消费复苏分化，青年失业率仍在走高。**受去年同期低基数作用及消费意愿边际回暖影响，3月社会消费品零售总额同比增速从1-2月的3.5%显著上行至10.6%。消费能力及意愿的边际回暖，短期受“超额储蓄”支撑，而中长期仍有赖于居民就业和收入预期的彻底好转。青年人失业率的继续走高显示消费内生动力隐忧
 - ✓ **3月出口同比增速转正，大幅好于预期，但不易过分乐观。**3月出口同比增速较2月进一步好转，由负转正，大幅超市场预期，这或与2月PMI新出口订单指数显著回暖有关，2月密集订单在3月陆续出货。但3月PMI新出口订单指数已出现回落，我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道
 - ✓ **3月CPI破“1”，低于前值和预期。3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，**3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，环比增速连续两个月为负值，环比下降0.3%，通胀水平低于季节性和预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实
 - ✓ **3月社融信贷数据表现靓丽，而居民中长贷款可持续性仍需观察。**3月新增社融5.38万亿元，新增人民币贷款3.95万亿元，同比多增7211亿元。其中企业中长期贷款维持高位，仍为基建投资配套融资需求及制造业企业的融资需求。而居民端新增中长期贷款超预期改善，这或是2月房地产销售回暖的滞后体现
- **展望：**本轮经济修复的路径是以基建投资为引领，带动就业和收入预期的好转，提升消费意愿及能力，从而带动消费及房地产市场的复苏，其过程并非一蹴而就，呈缓慢复苏态势。**我们对二季度经济复苏持谨慎乐观态度。**一是宽信用将继续支持以投资为引领的经济修复模式。二是政策环境有望保持相对积极，目前经济复苏整体呈温和偏弱态势，仍需政策进一步加持。三是从经济周期错位的角度，欧美经济体经济衰退预期加大，而我国经济复苏方向确定，相对优势突出。同时，房地产市场的修复和居民端预期的彻底回暖尚需时日，需求端大概率维持弱复苏
- **风险提示** 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内稳增长政策不及预期

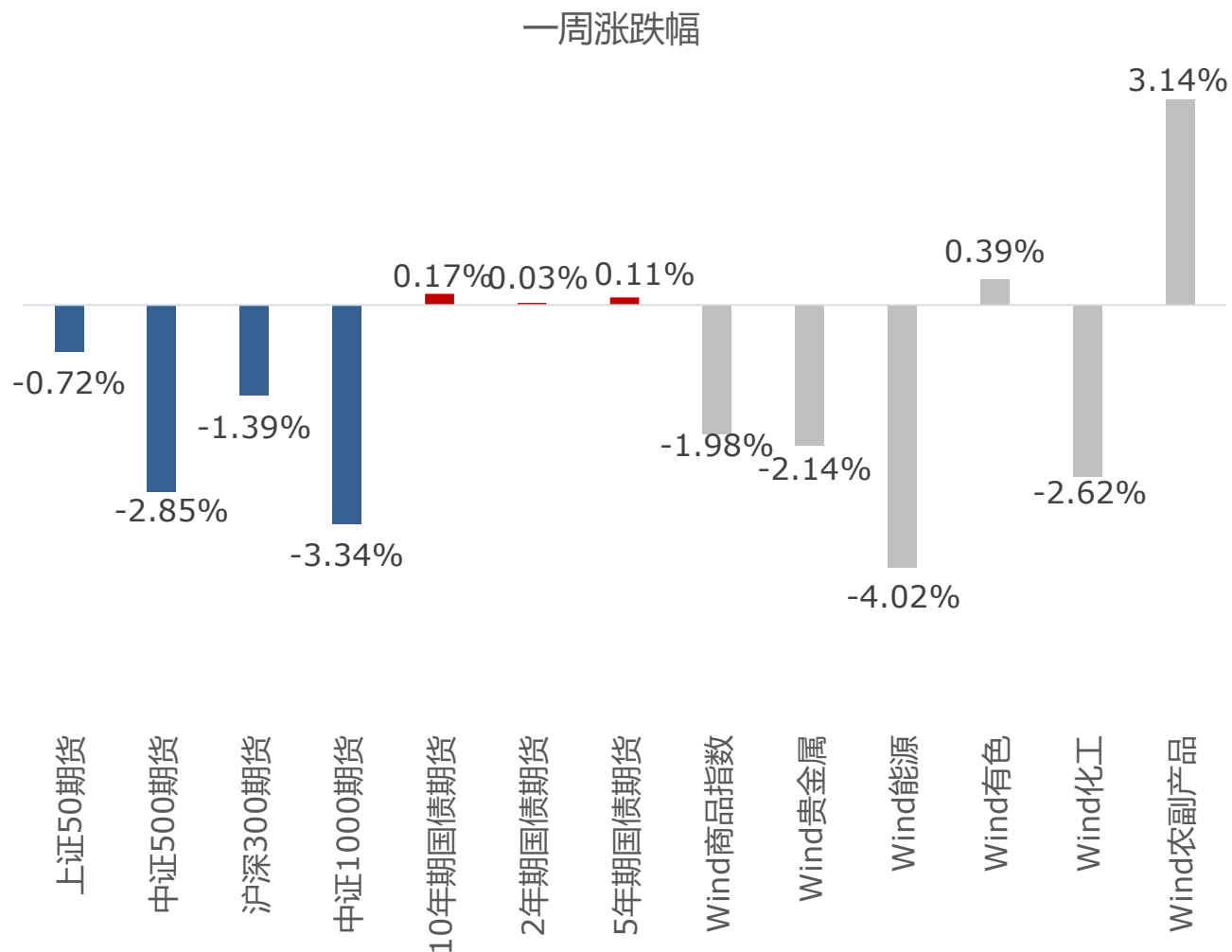
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：4月17日-4月21日，权益市场回调，市场情绪偏弱

■ 一季度经济数据出台，市场情绪短期提振后回落，整体趋弱。商品市场普跌，生猪等带动农副板块上扬



■ **一季度经济增长数据及3月各类经济活动数据公布：**一季度GDP增长4.5%，较2022年四季度2.9%的同比增速明显改善

■ **一季度财政数据公布：**财政部公布数据显示，一季度全国一般公共预算收入62341亿元，同比增长0.5%。其中，中央一般公共预算收入27603亿元，下降4.7%

■ **4月MLF\LPR报价维持不变，MLF增量续做：**MLF、LPR保价维持不变，本周央行在公开市场累计净投放规模达1780亿元

■ **国家发改委稳定汽车消费：**国家发改委召开4月新闻发布会，表示将适时出台务实管用的政策举措，当前正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，下大力气稳定汽车消费

第二部分

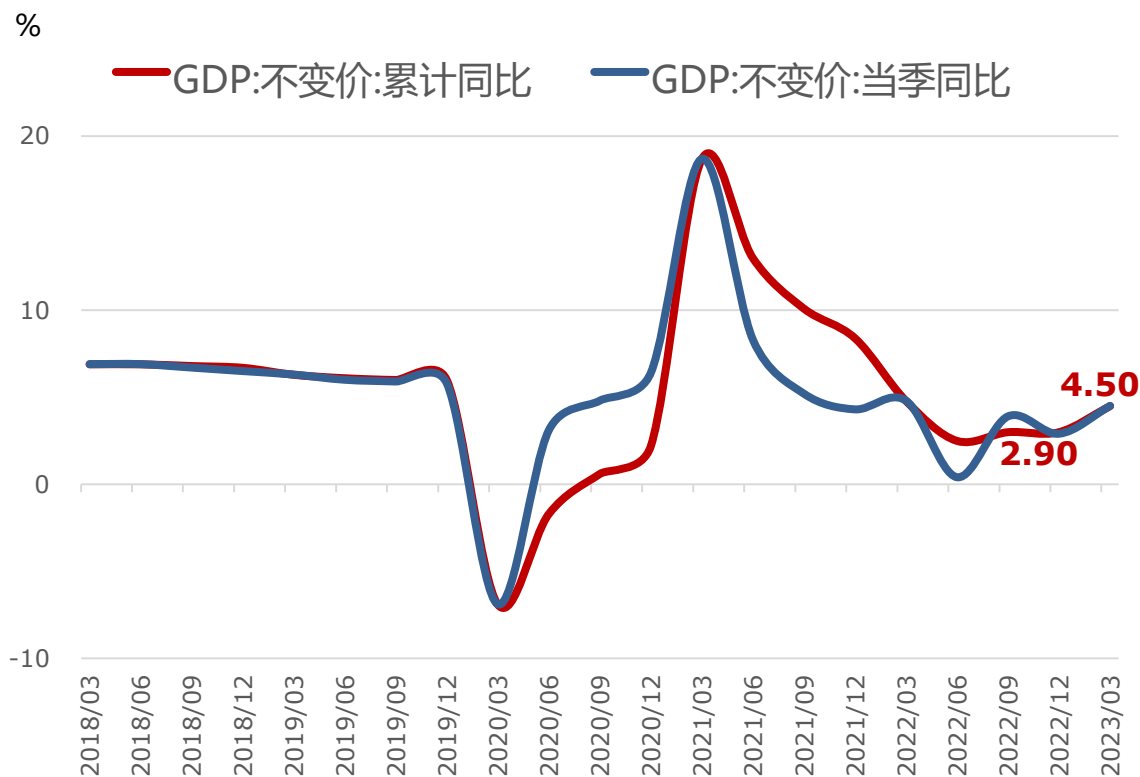
一季度及3月经济数据解读



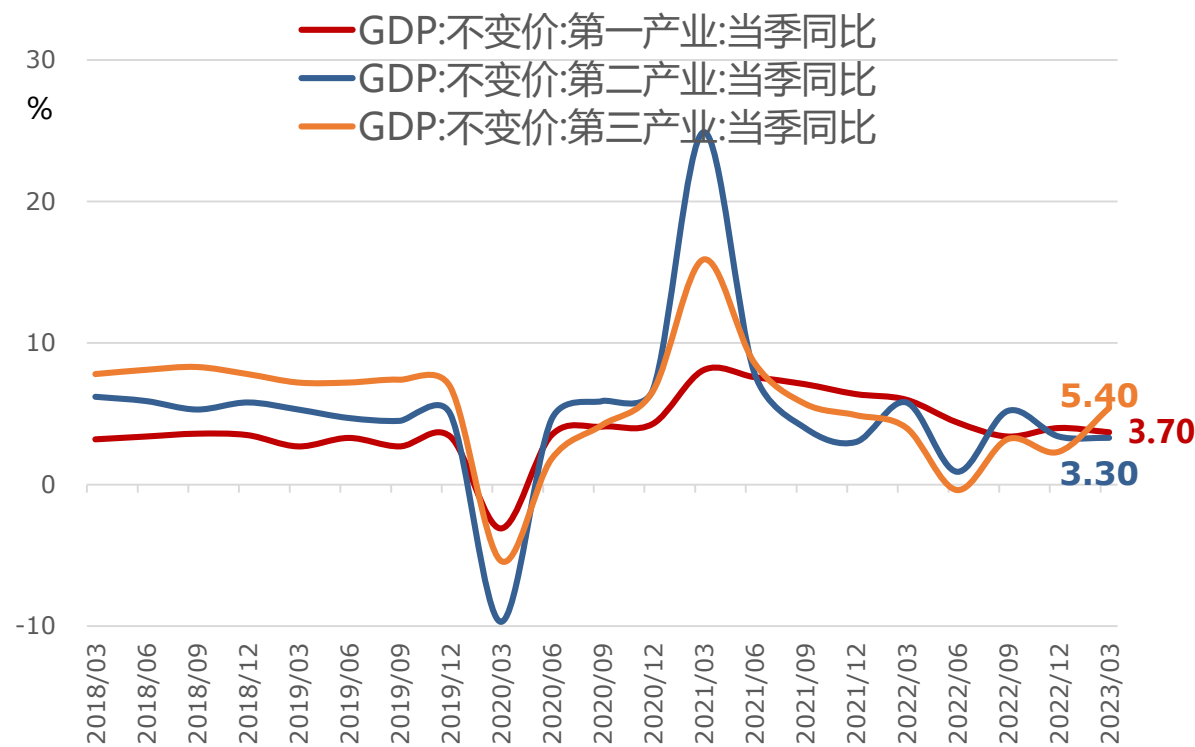
一季度GDP录得4.5%好成绩，第三产业复苏态势显著

■ 一季度GDP达28.5万亿元，实际同比增长4.5%，较2022年四季度的2.9%增速明显改善。分产业看，第三产业增速由前值2.3%大幅提升至5.4%，第一、二产业同比增速分别回落至3.7%、3.3%。经济数据印证了我们前期不断强调的观点，即经济修复方向确定，但经济复苏不均衡、节奏不同步

一季度实际GDP同比增速达4.5%



一季度第三产业GDP同比增速明显上行，第一、二产业增速有所回落

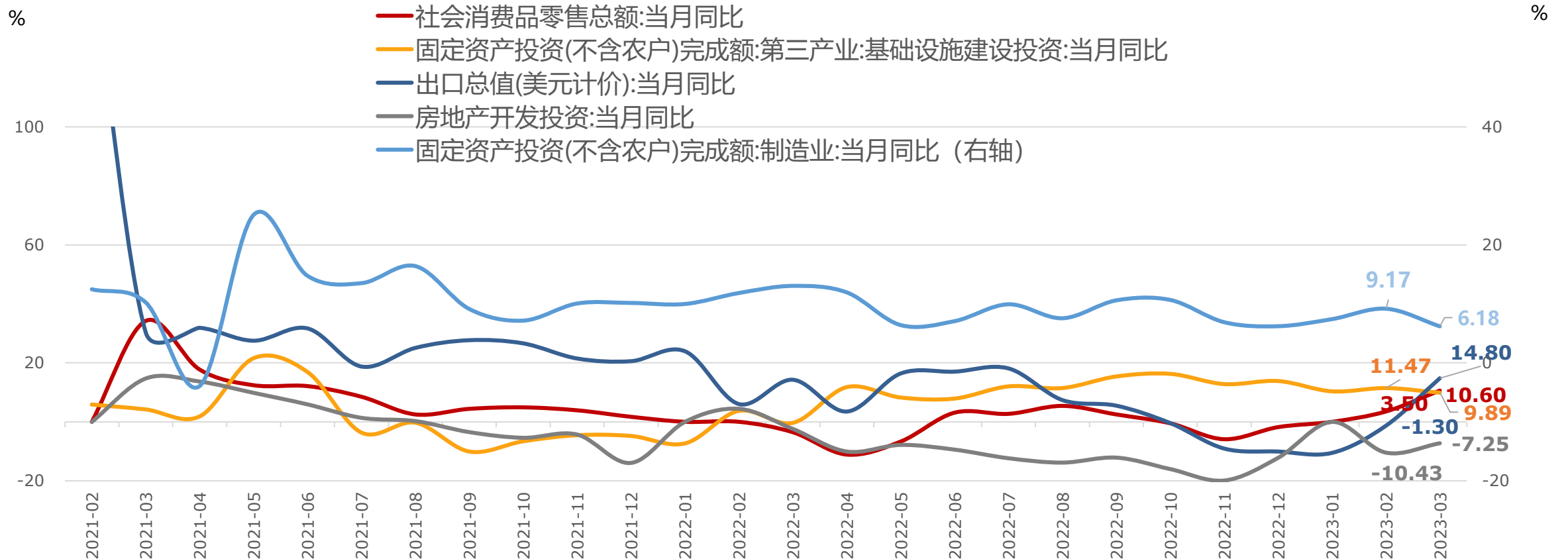


我们对二季度经济复苏持谨慎乐观态度。一是宽信用将继续支持以投资为引领的经济修复模式。二是政策环境有望保持相对积极，目前经济复苏整体呈温和偏弱态势，仍需政策进一步加持。三是从经济周期错位的角度，欧美经济体经济衰退预期加大，而我国经济复苏方向确定，相对优势突出。同时，房地产市场的修复和居民端预期的彻底回暖尚需时日，需求端大概率维持弱复苏

3月经济数据显示经济温和复苏，结构分化

- 本轮经济修复的路径是以基建投资为引领，带动就业和收入预期的好转，提升消费意愿及能力，从而带动消费及房地产市场的复苏，其过程并非一蹴而就，呈缓慢复苏态势

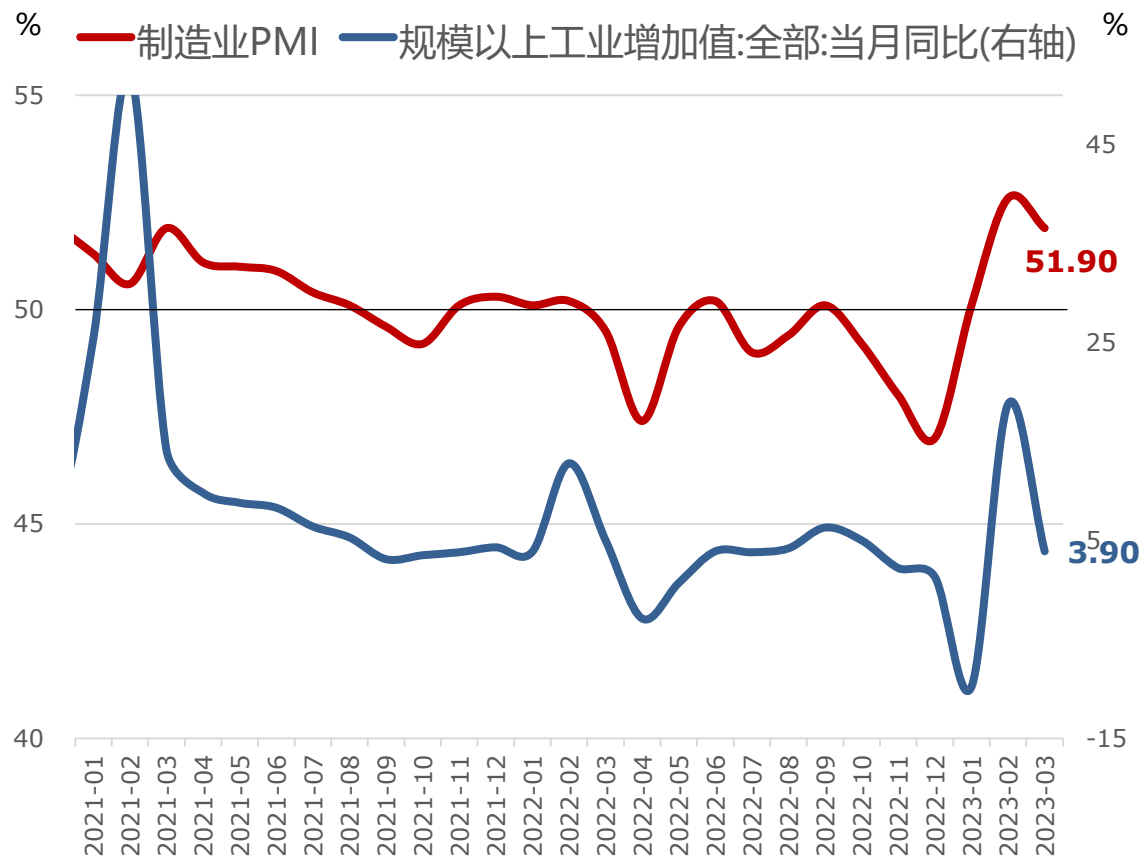
3月消费、出口同比增速显著回升，基建及制造业投资增速回落但仍是主要支撑，房地产投资仍为拖累项



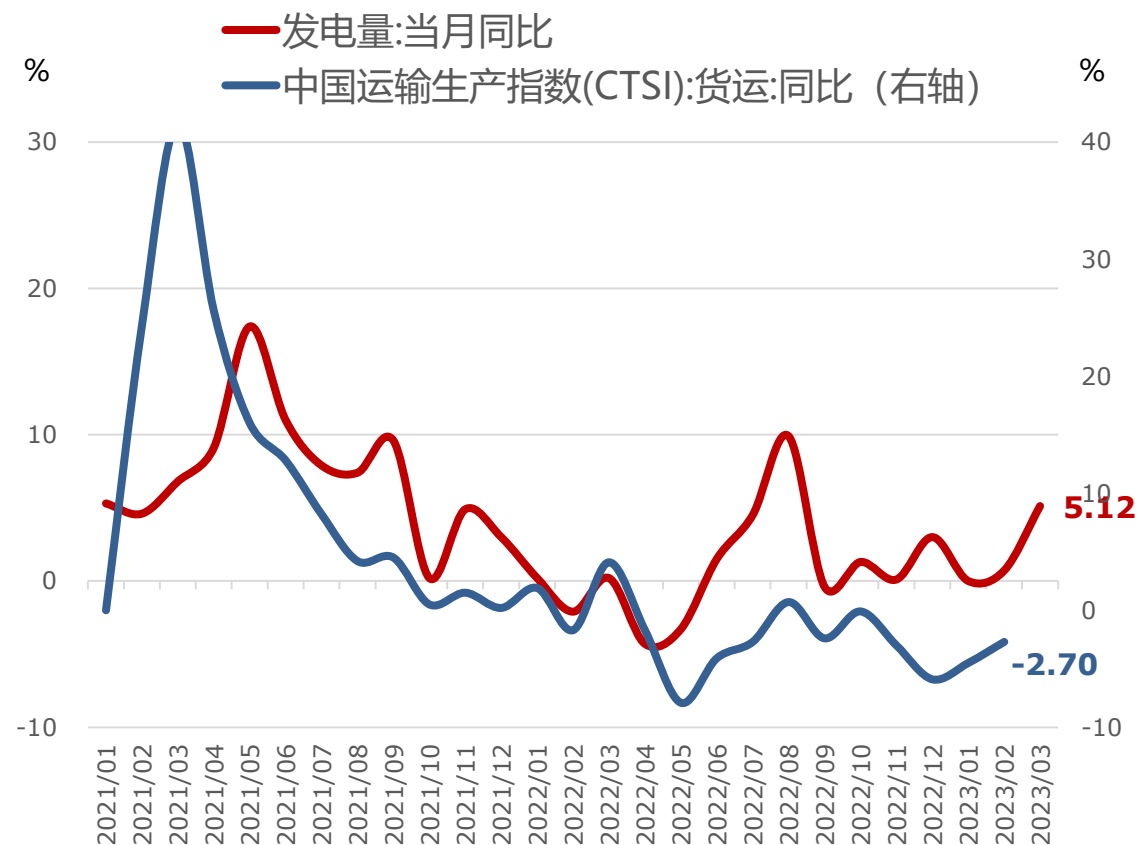
工业生产：3月生产增速继续回升

■ 3月工业增加值同比增速从1-2月的2.4%回升至3.9%，PMI连续三个月处于扩张区间，生产活动提速

3月工业增加值同比增速从1-2月的2.4%回升至3.9%



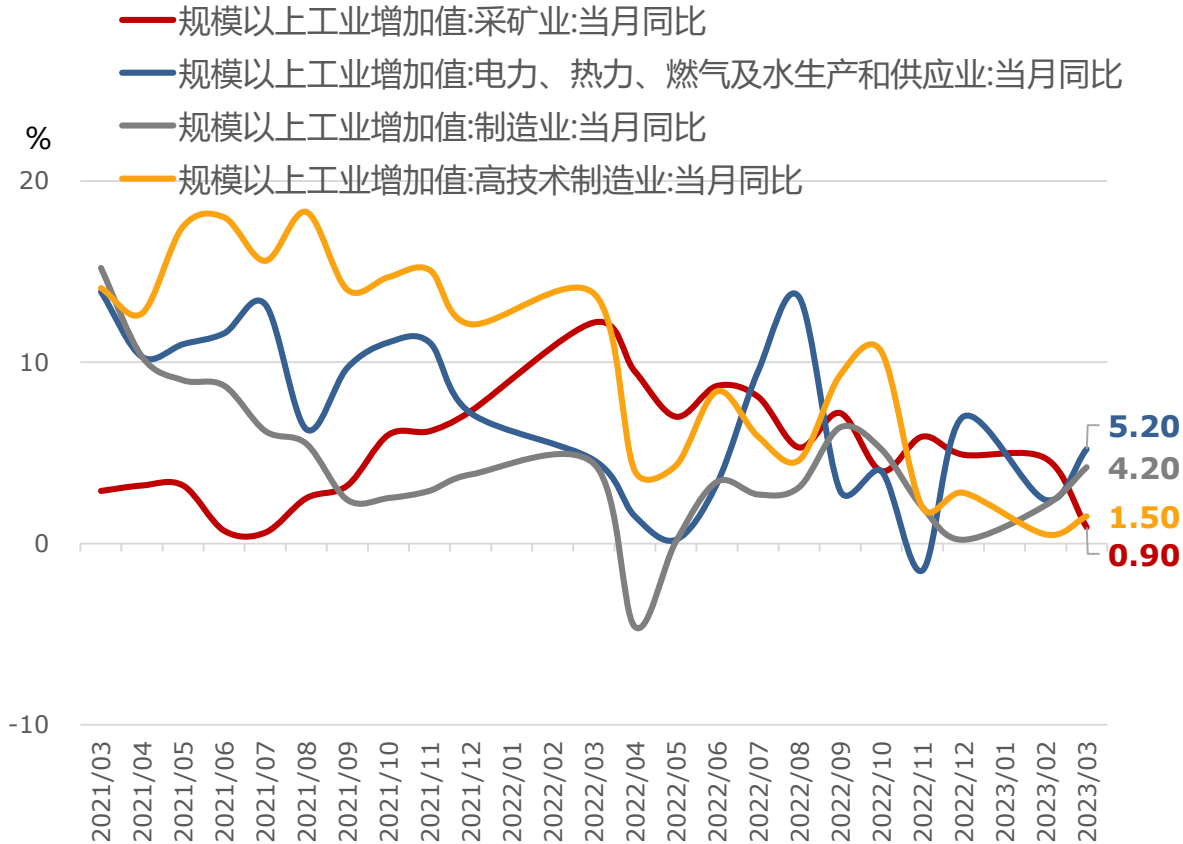
3月发电量当月同比明显回升



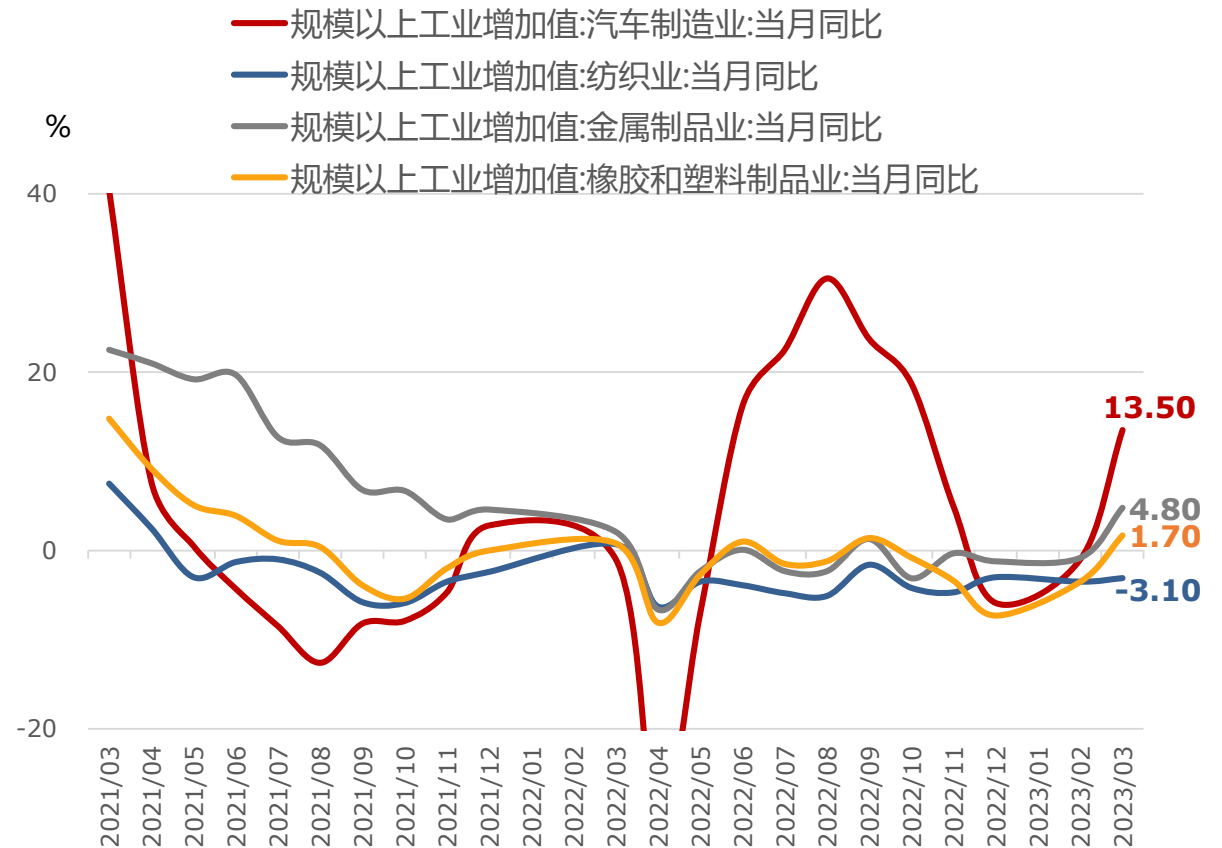
工业生产：上游小幅回落，中下游生产恢复较好

- 分行业看，中上游采矿业增速回落、电力生产增速有所回升，制造业增速继续回升，下游纺织、农副产品等跌幅有所收窄，金属制品、橡胶塑料等增速进入增长区间，汽车制造业增速大幅回升

上游采矿业增加值同比增速小幅回落；中游制造业增速上升，高技术产业增加值仍保持较低增速，电力生产增速回升



下游纺织、农副产品等跌幅有所收窄，金属制品、橡胶塑料等增速进入增长区间，汽车制造业增速大幅回升



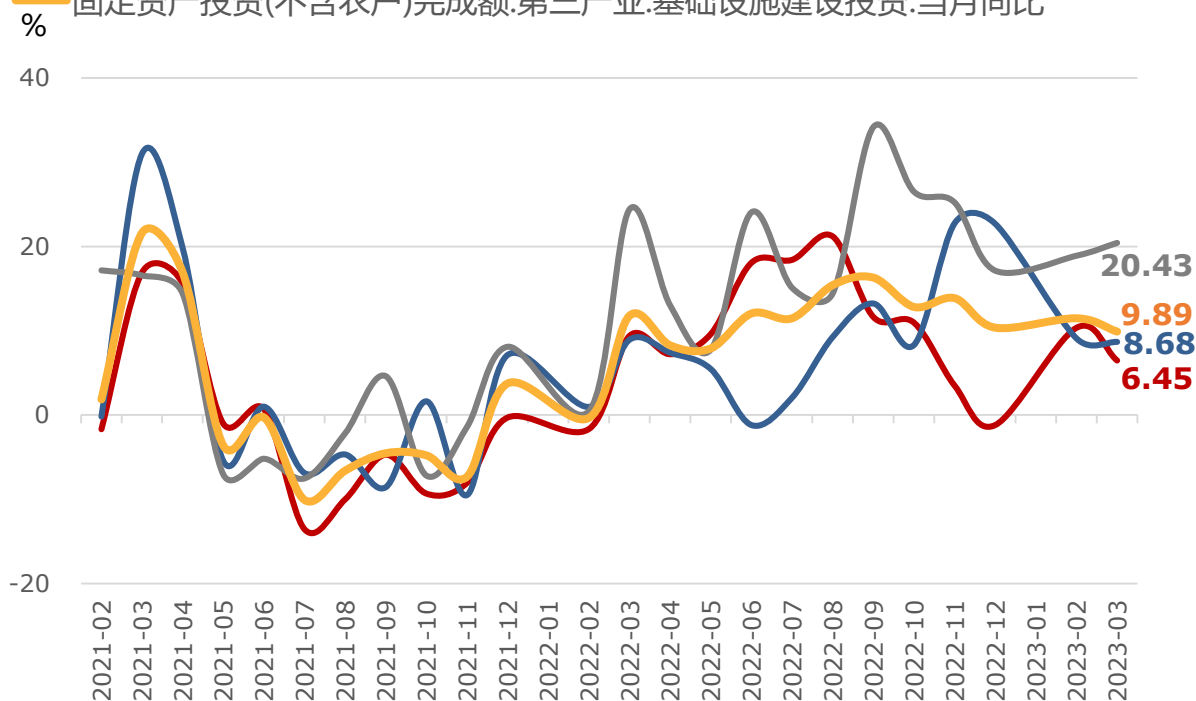
注：1-2月当月同比数据用累计同比替代

固定资产投资：基建及制造业投资增速小幅回落但是支撑

- 基建投资当月同比增速由前值11.5%小幅回落至3月的9.9%，仍是稳住经济大盘的重要抓手，其中水利投资增速回落，电力、交通投资增速回升。制造业投资当月同比由前值9.2%回落至6.2%，其中高技术制造业1-3月累计同比增速达15.2%，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长21%、20%，仍保持高增速

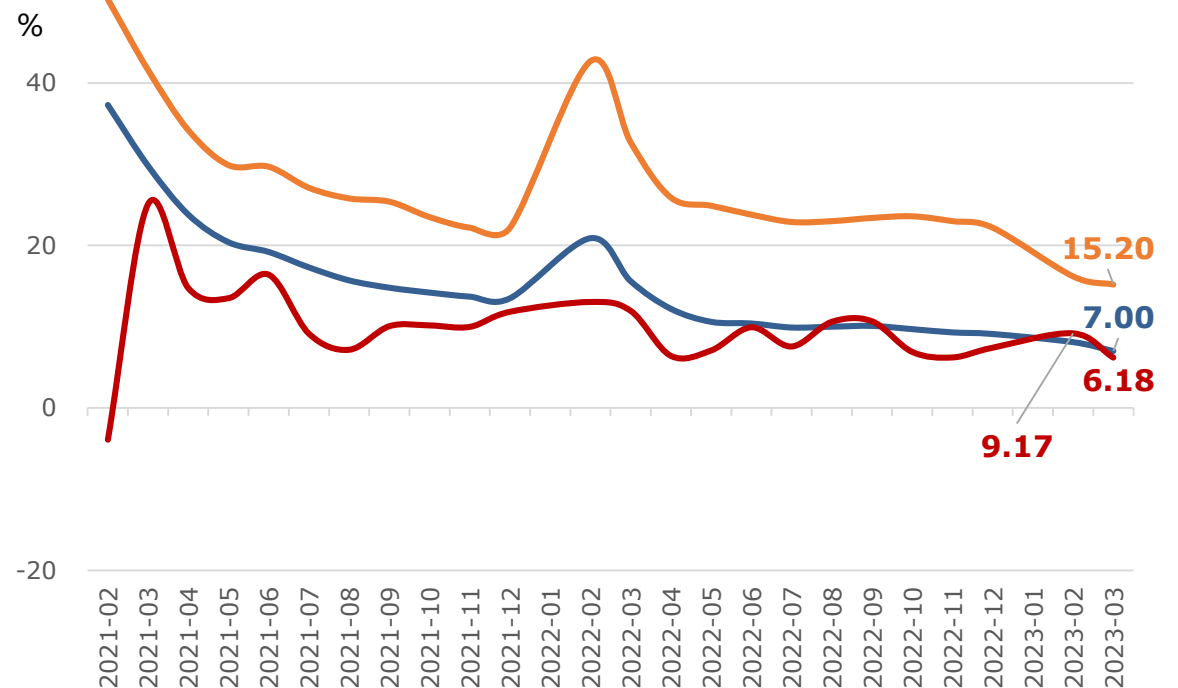
基建项目下，3月水利投资增速回落，电力、交通投资增速回升

- 固定资产投资(不含农户)完成额:水利、环境和公共设施管理业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:交通运输、仓储和邮政业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:电力、热力、燃气及水的生产和供应业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:第三产业:基础设施建设投资:当月同比



制造业投资当月同比由前值9.2%回落至6.2%，其中高技术制造业1-3月累计同比增速回落至15.2%仍处高位

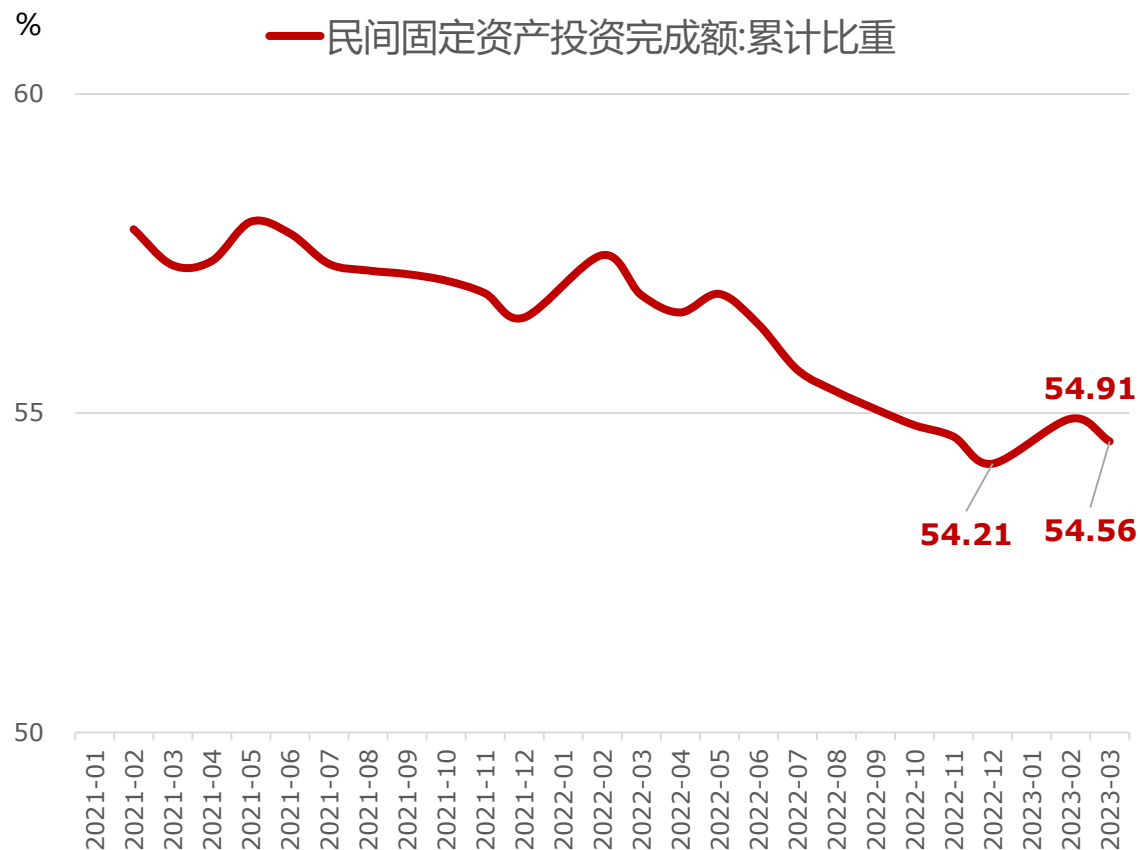
- 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:累计同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:高技术制造业:累计同比



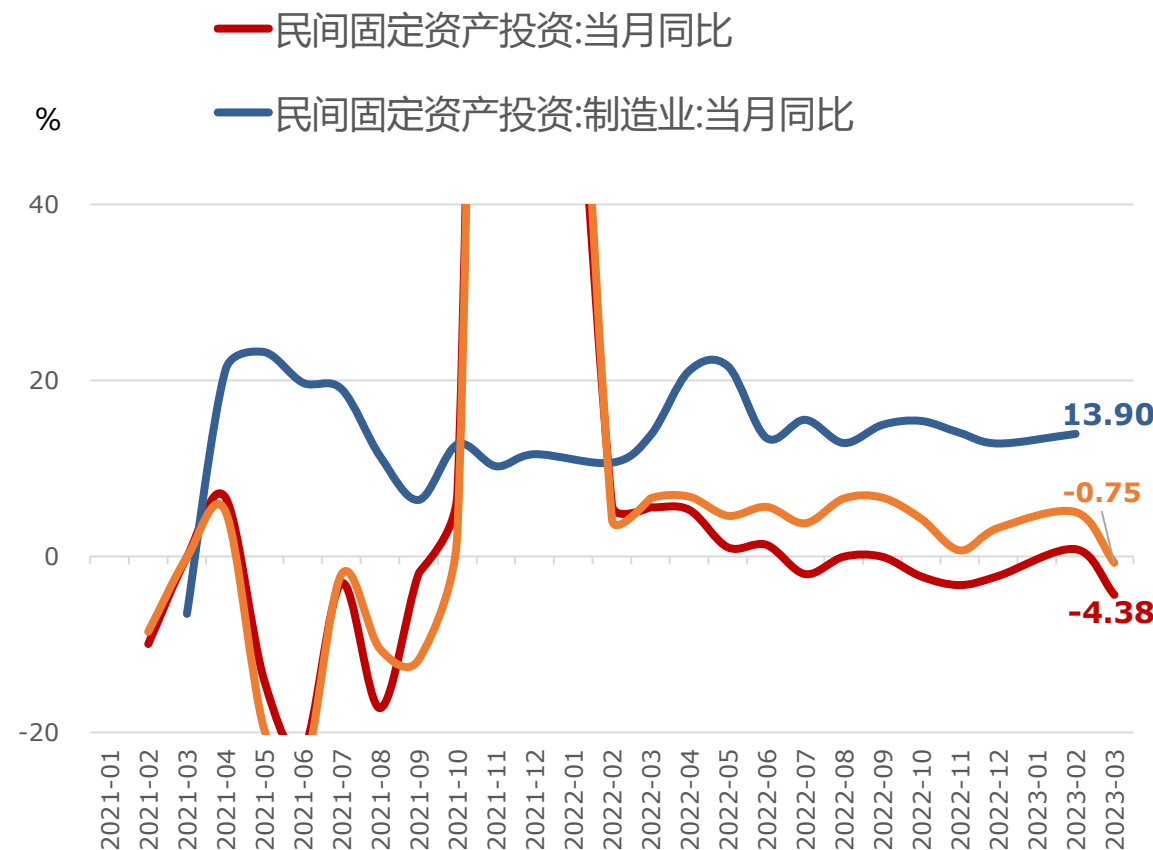
固定资产投资：民间投资再次回落

- 民间投资占全国固定资产投资的比重自2022年以来显著回落至年底的低点54.21%后有所修复，而3月再次出现回落，民间投资及民间制造业投资3月当月同比增速均由正转负，说明市场信心的修复还在路上

民间投资占全国固定资产投资的比重由前值54.91%再度回落至54.56%



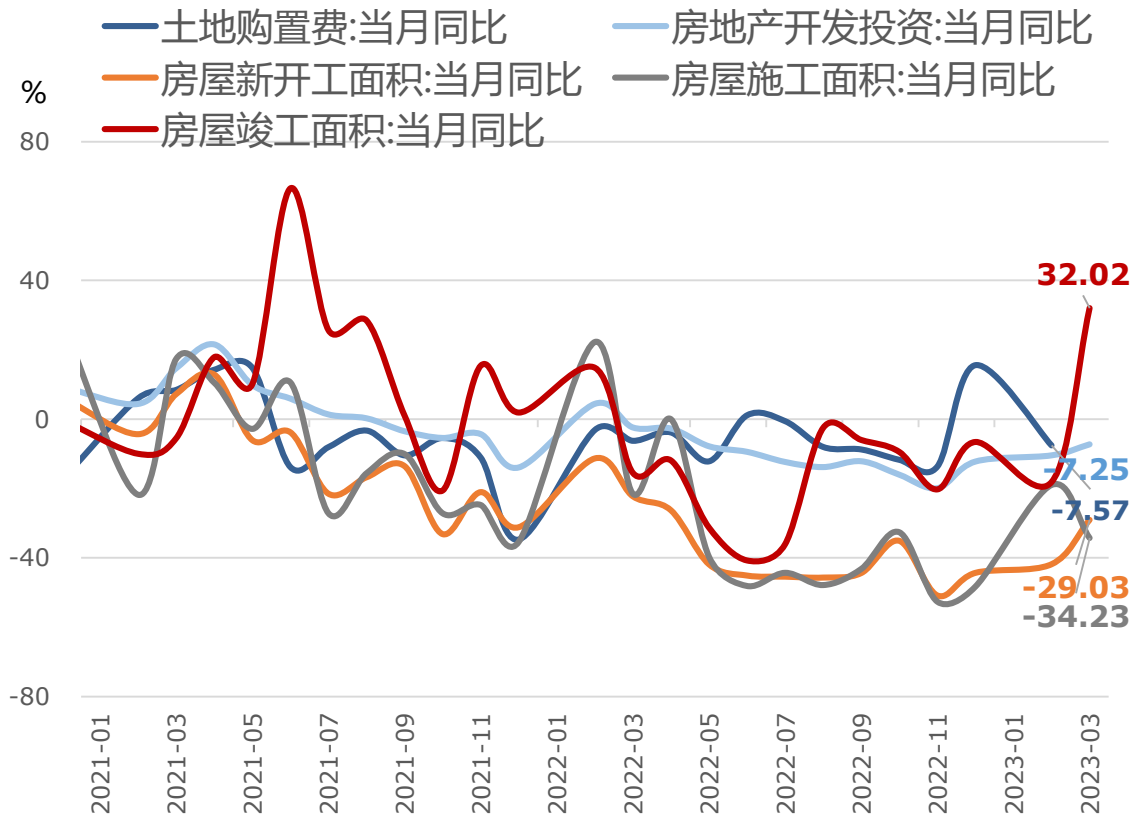
民间投资增速动力不足，3月同比进入负增长区间



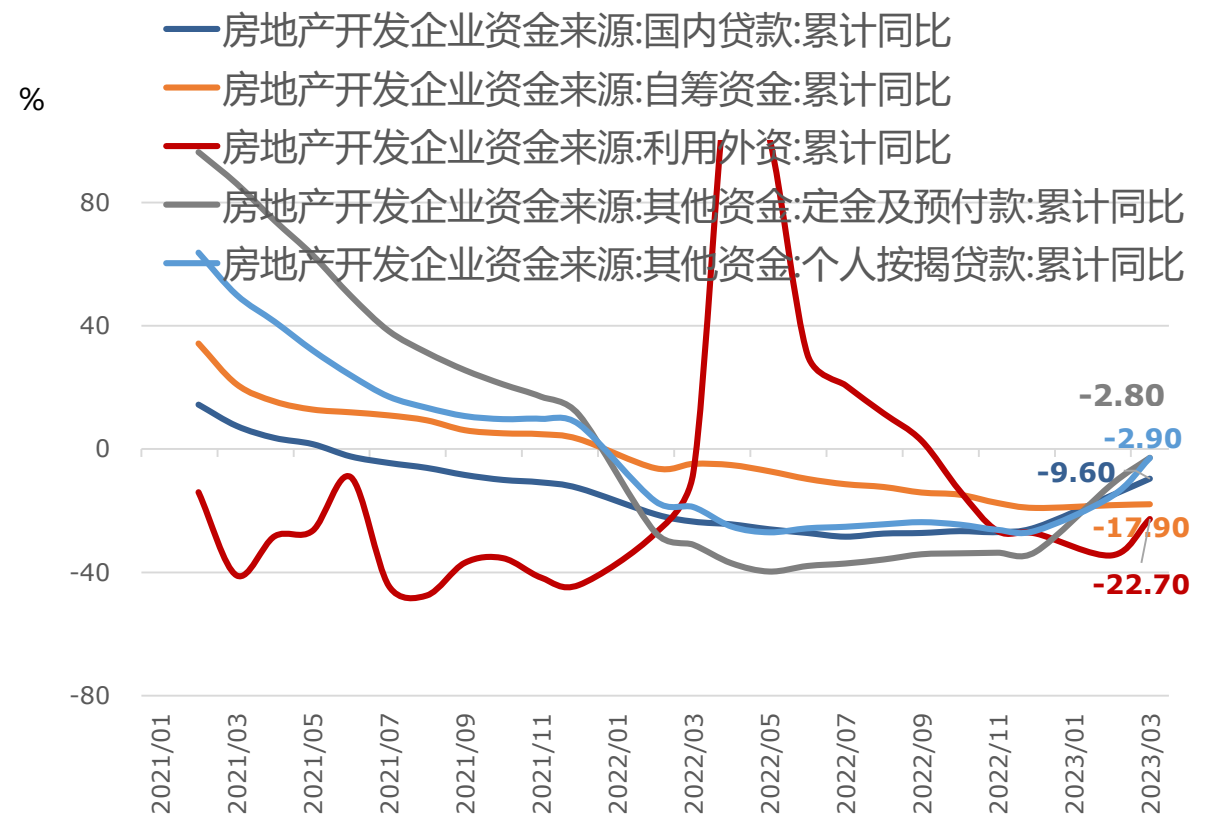
房地产：地产投资仍是拖累项，房企现金流有所改善

■ 投资端，房地产开发投资同比降幅略有走阔，房屋新开工面积跌幅有所收窄。销售端，1-3月房地产销售面积累计同比降幅收窄至1.8%，销售额累计同比实现由负转正，从2022年12月的-26.7%上升至2023年3月的3%。融资端，房地产企业资金来源分项累计同比均跌幅收窄，其中个人按揭贷款及定金预付款的累计跌幅大幅收窄，与销售端回暖趋势一致

房地产投资及新开工、施工数据自2021年四季度以来基本持续收缩，3月竣工同比增速由负转正，开工跌幅收窄



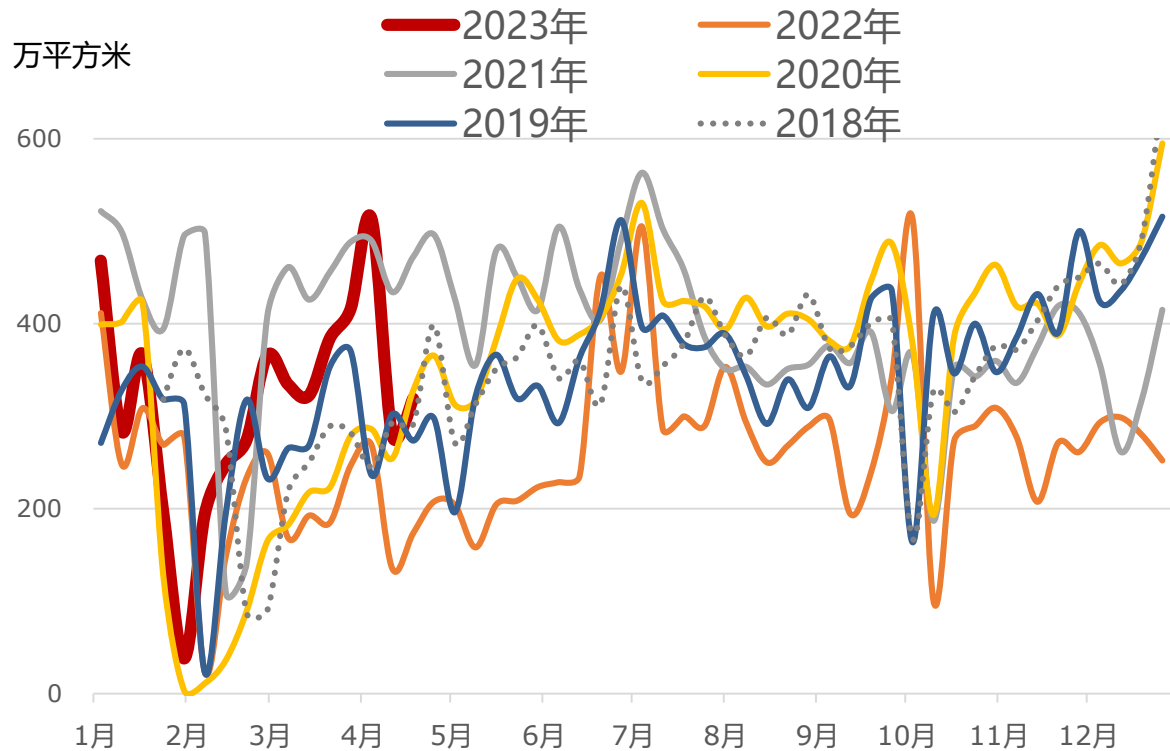
房企资金来源同比开始回暖，但仍处于负增长区间



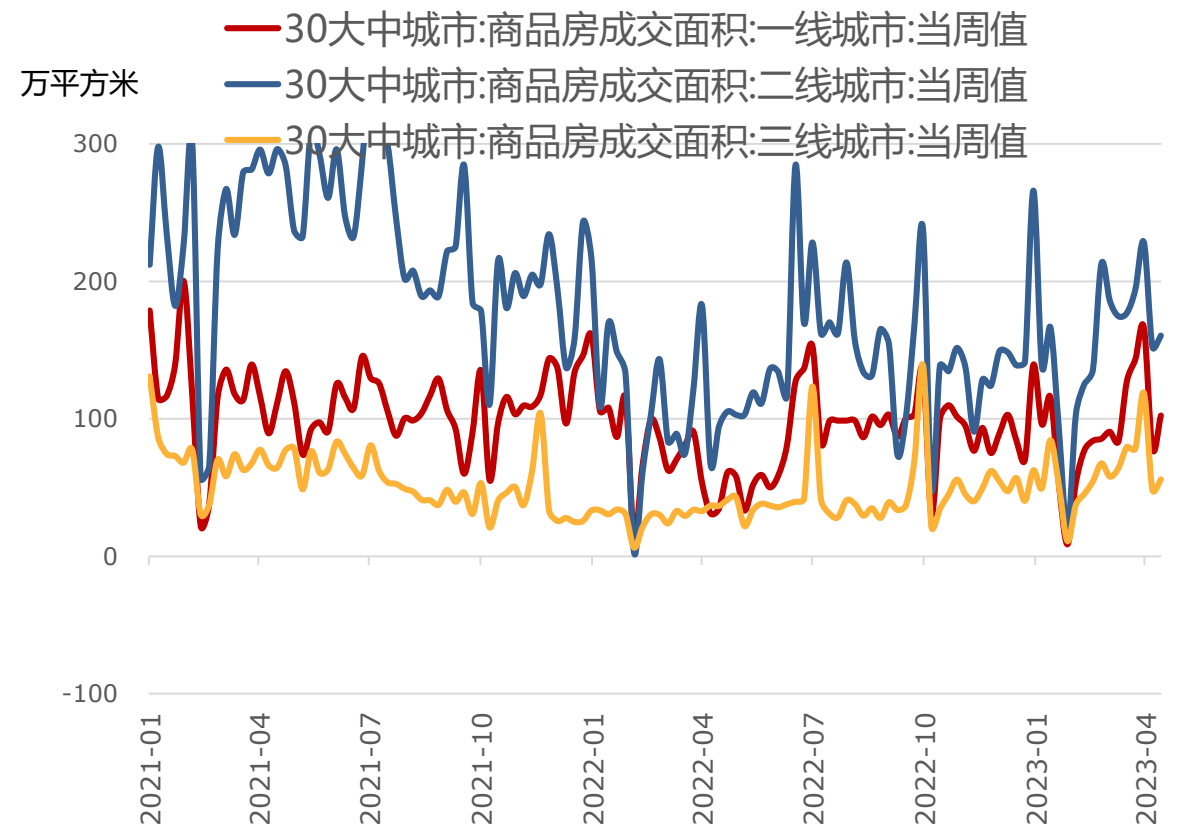
房地产：3月以来商品房成交活跃度有所回落

- 30城商品房成交活跃度自3月以来环比回落。分城市能级看，3月份销售增速由二线城市带动，而4月以来一线城市销售复苏势头开始出现

商品房销售活跃度4月显著回落



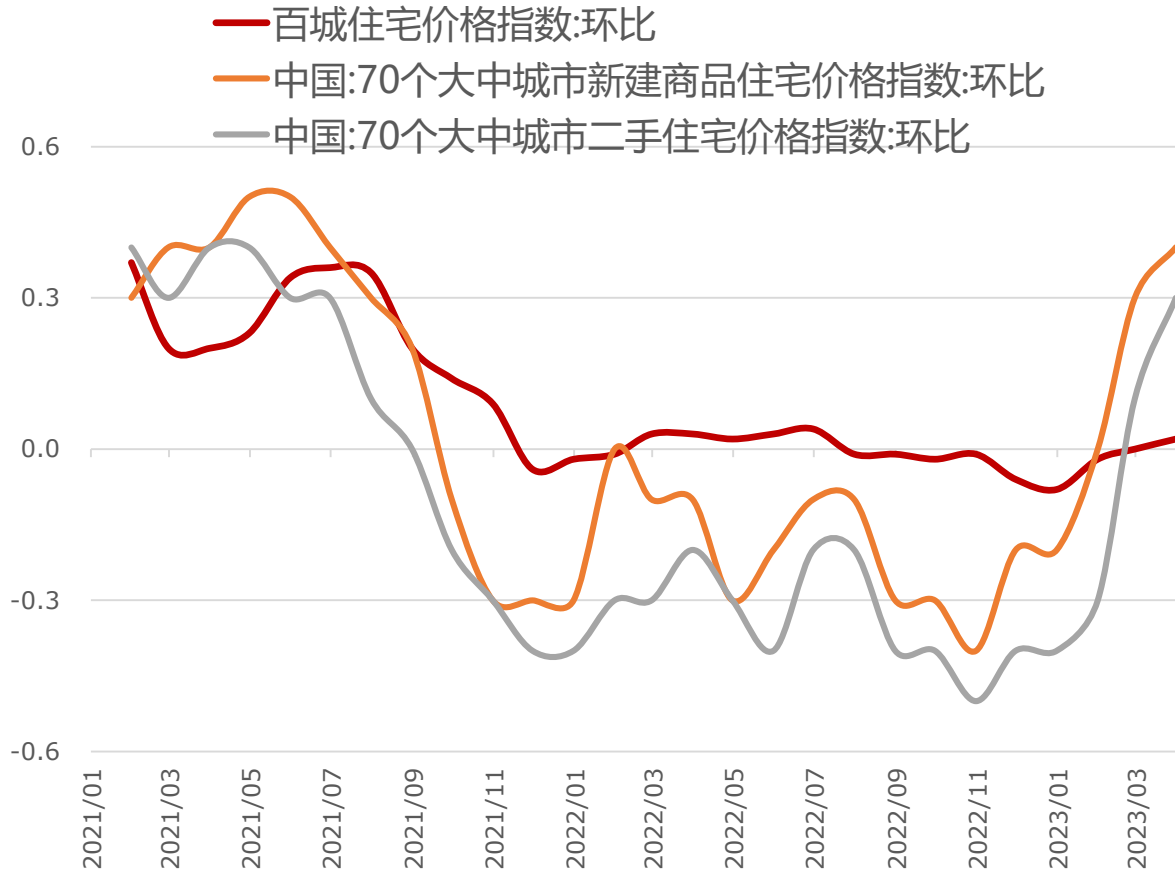
4月以来一线城市商品房成交回暖



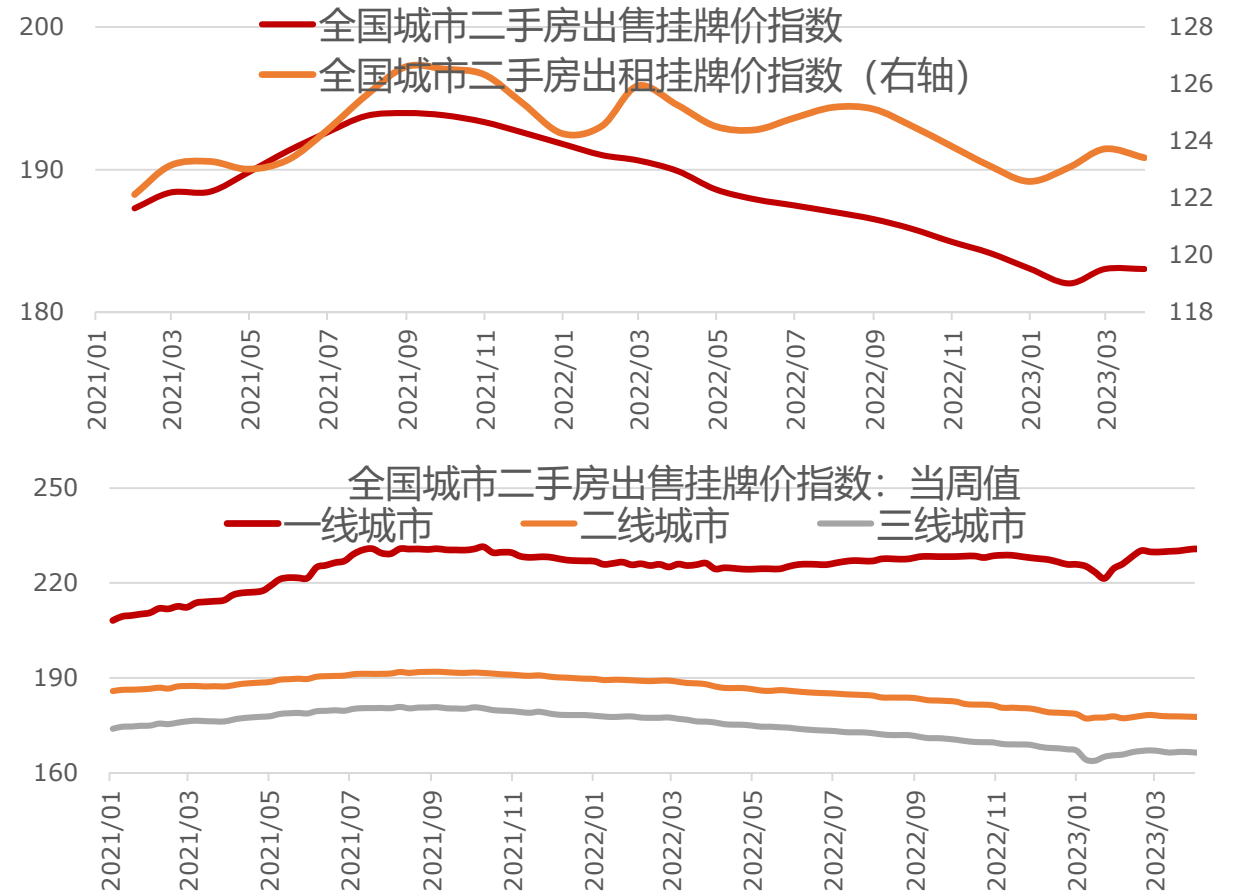
房地产：房价企稳迹象出现，但市场分歧仍在

■ 70大中城市新建商品住宅价格指数和二手住宅价格持续环比连续两个月为正，价格企稳态势初现。但从二手房及租赁市场看，3月份以来挂牌指数和挂牌价格指数均环比回落，说明市场主体对于房地产市场的预期尚存在分歧。房地产销售端或已见底，但筑底可能持续一段时间

一手房及二手房价格环比连续两个月为正



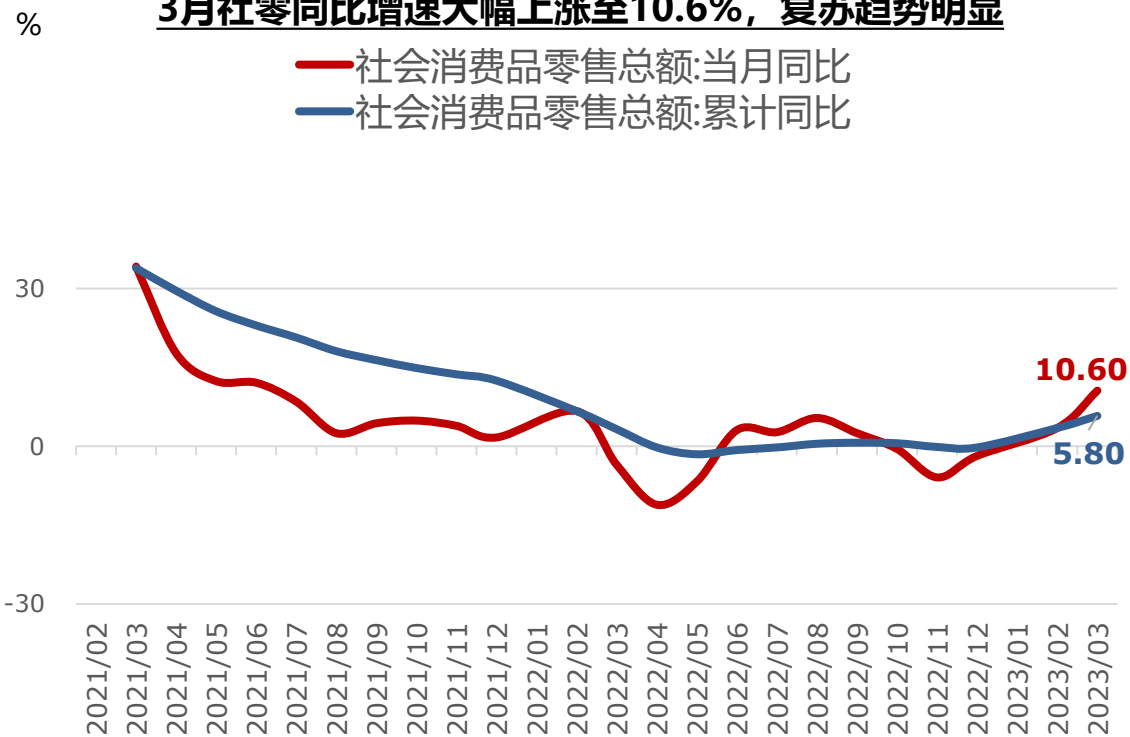
3月以来二手房及租赁房挂牌价格指数均环比回落



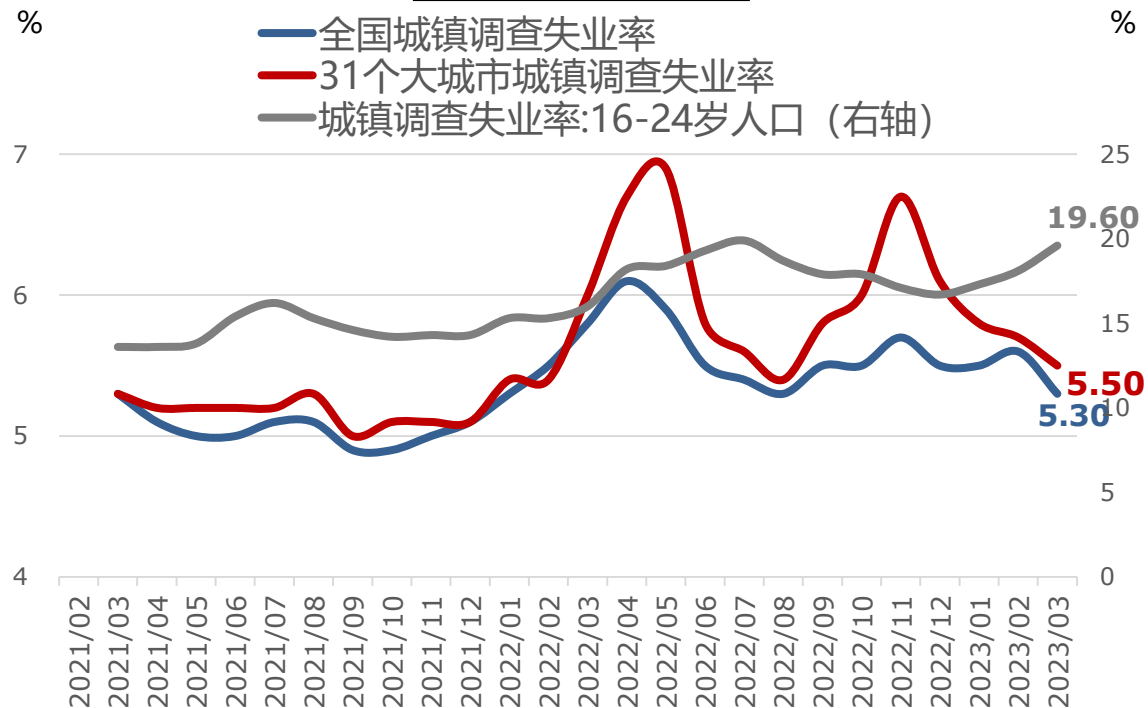
消费：消费复苏分化，青年失业率仍在走高

- 受去年同期低基数作用及消费意愿边际回暖影响，3月社会消费品零售总额同比增速从1-2月的3.5%显著上行至10.6%。分项来看，以餐饮为代表的服务消费大幅回升，此前受疫情压制的线下接触性服务行业复苏势头最为强劲。此外，汽车销售受打折去库存策略带动，金银珠宝、服装等可选消费同比增速亦出现明显回暖，部分受低基数效应支撑，而家具家电等地产相关消费仍偏弱
- 消费能力及意愿的边际回暖，短期受“超额储蓄”支撑，而中长期仍有赖于居民就业和收入预期的彻底好转。青年人失业率的继续走高显示消费内生动力隐忧

3月社零同比增速大幅上涨至10.6%，复苏趋势明显



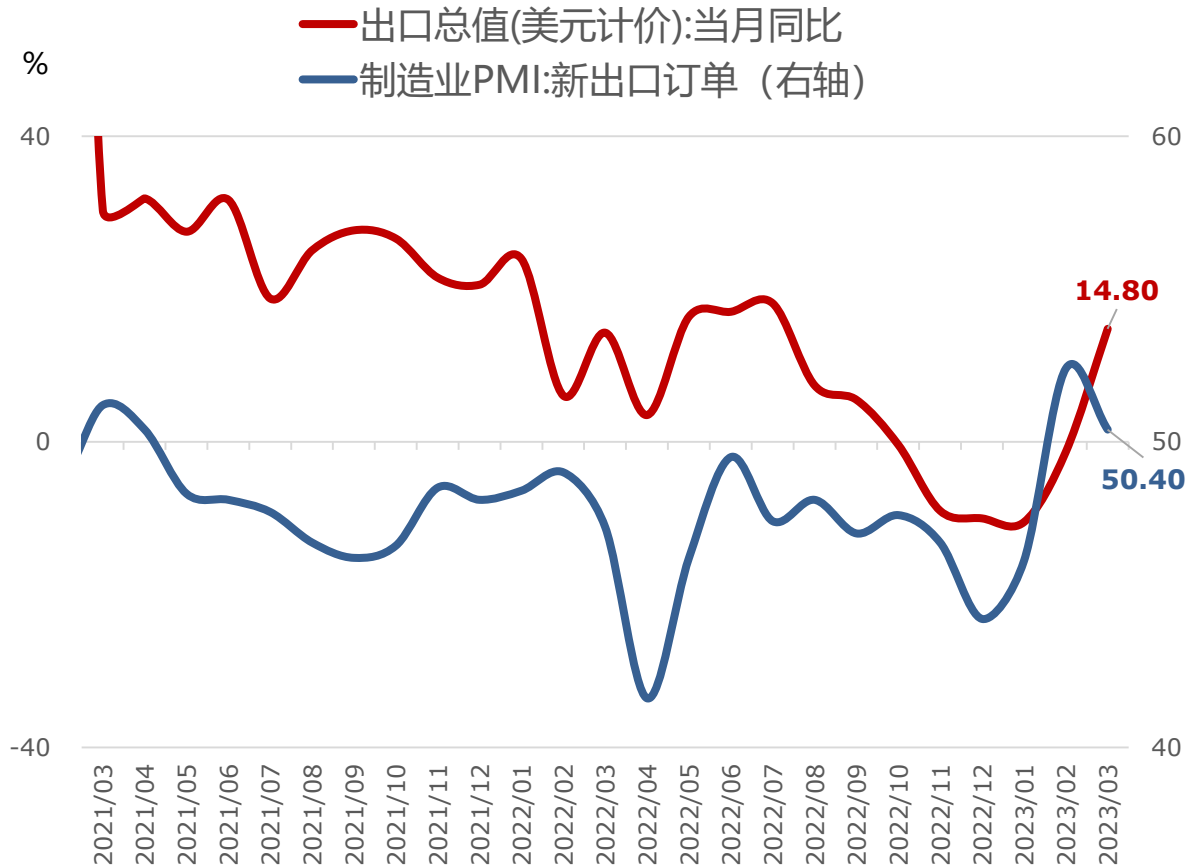
青年失业率继续走高



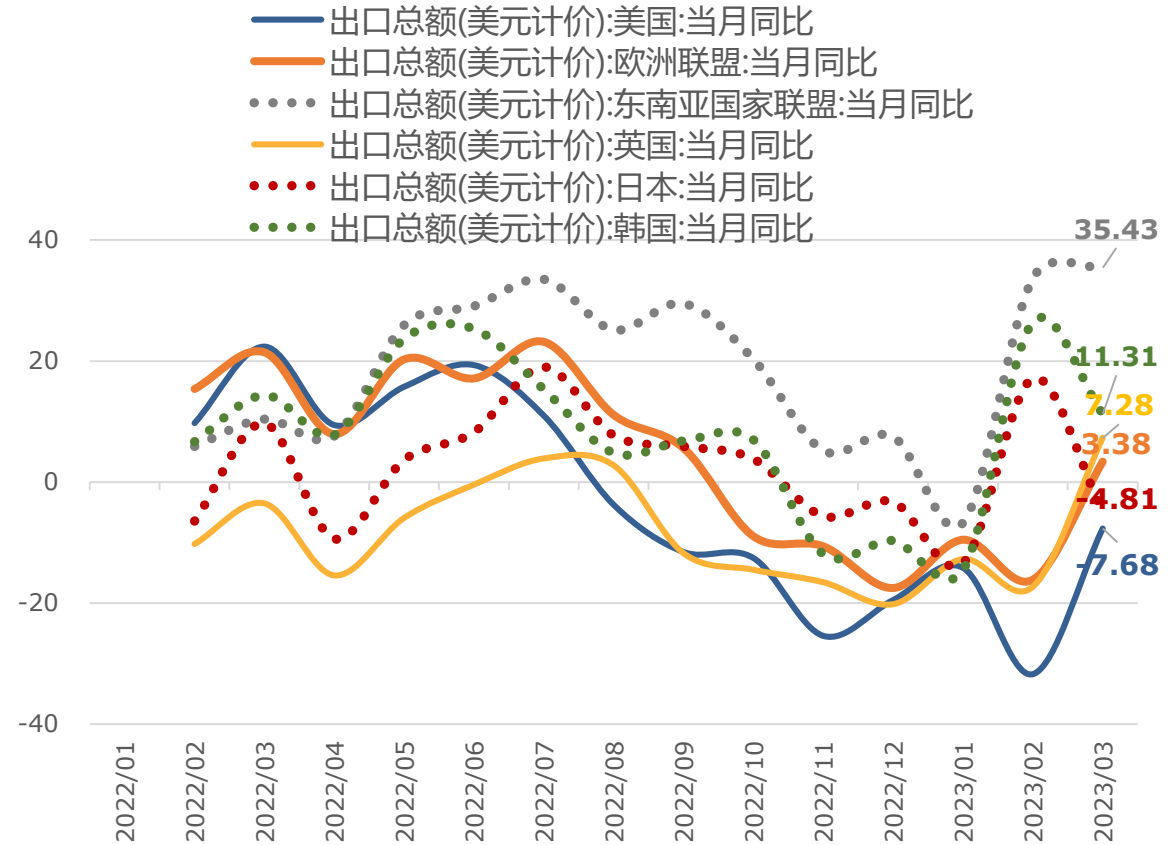
出口：3月出口同比增速转正，大幅好于预期，但不宜过分乐观

■ 3月出口同比增速较2月进一步好转，由负转正，大幅超市场预期，这或与2月PMI新出口订单指数显著回暖有关，2月密集订单在3月陆续出货。但3月PMI新出口订单指数已出现回落，我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道

2月PMI新出口订单指数显著回暖，与3月出口量同比大幅增长相一致



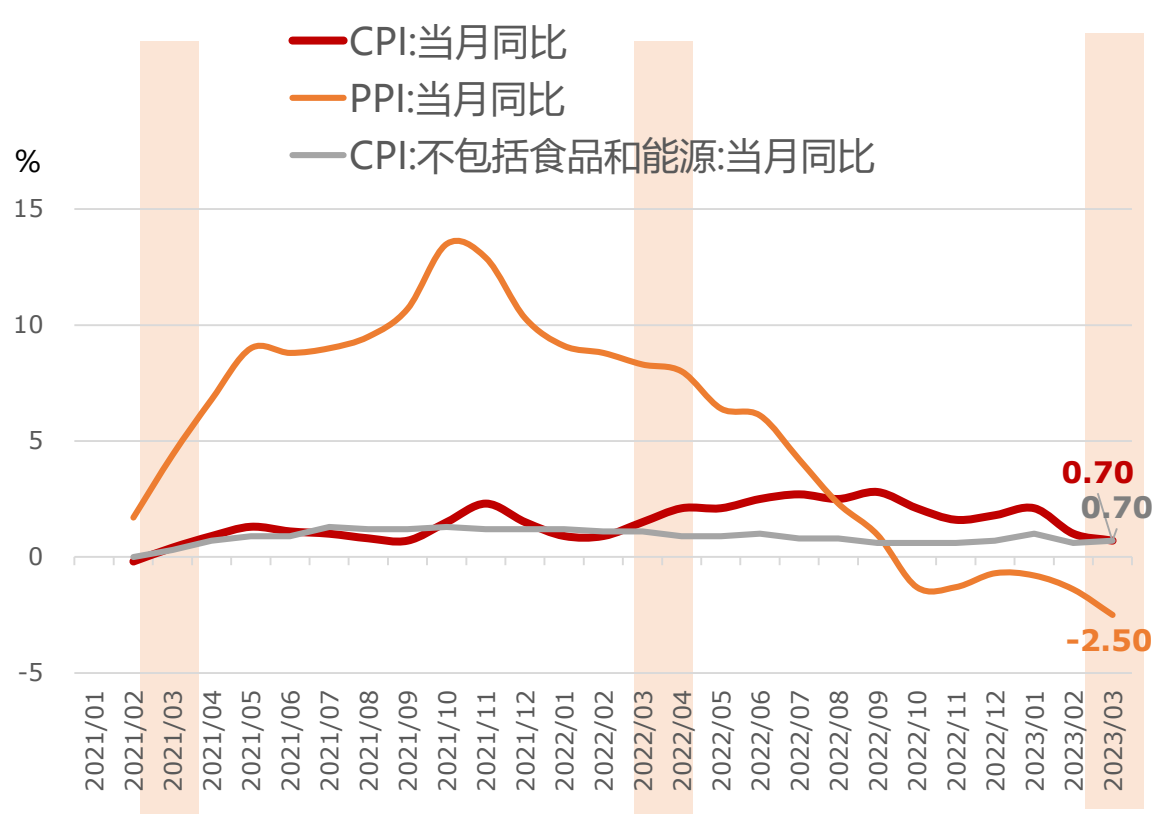
东盟对出口的支撑作用突出



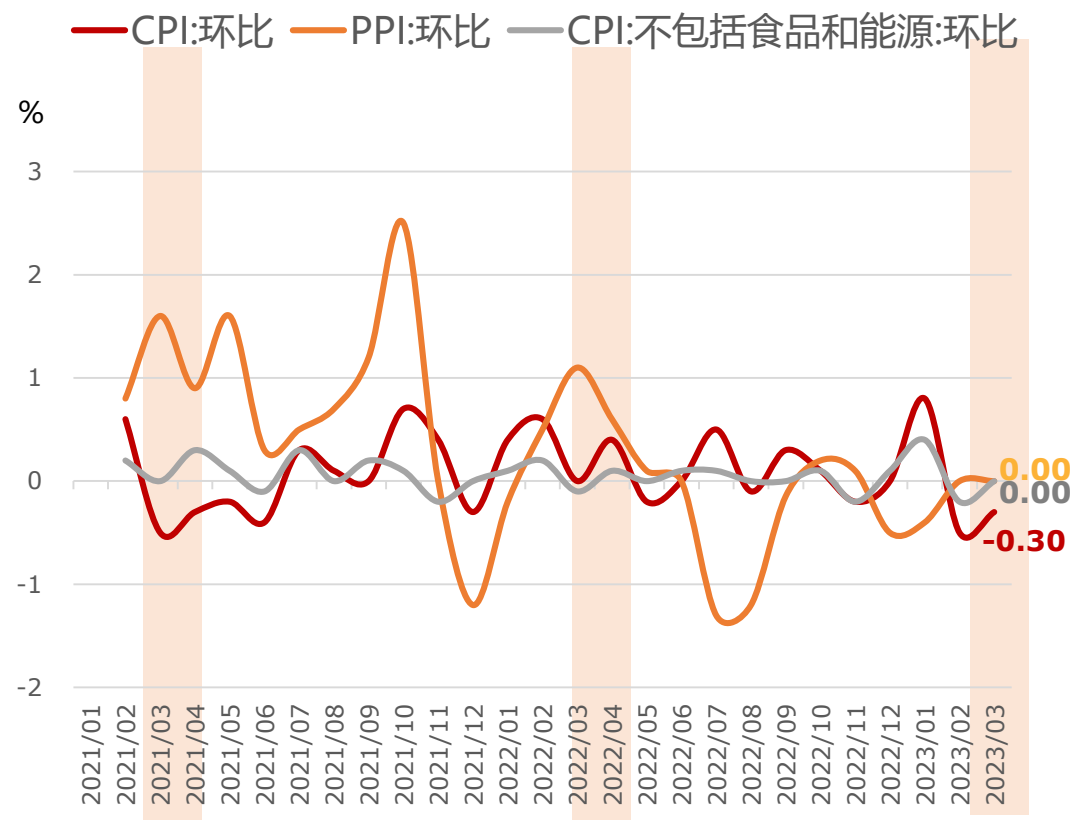
物价：3月CPI破“1”，低于前值和预期

- 3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，环比增速连续两个月为负值，环比下降0.3%，通胀水平低于季节性和预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实。3月PPI同比下降2.5%，跌幅较2月走阔1.1个百分点，环比增速连续两个月持平

3月CPI同比连续两个月回落，PPI同比自去年10月以来持续为负



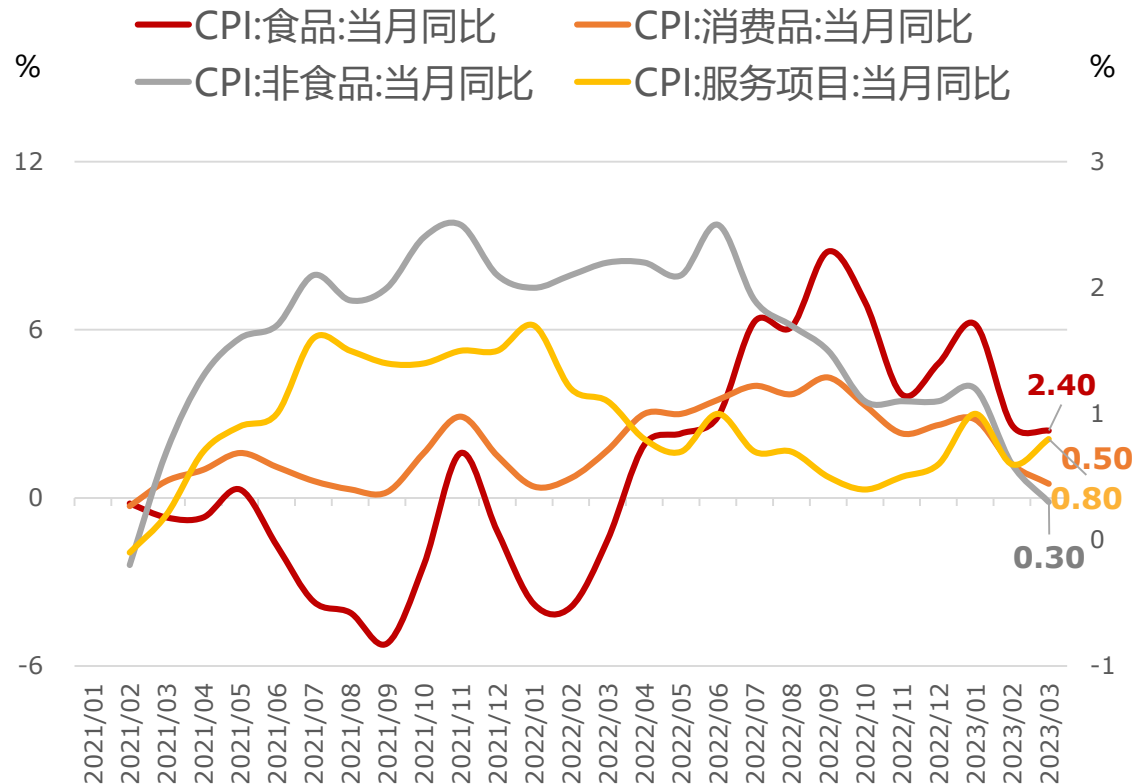
CPI及PPI环比均持平，弱于季节性



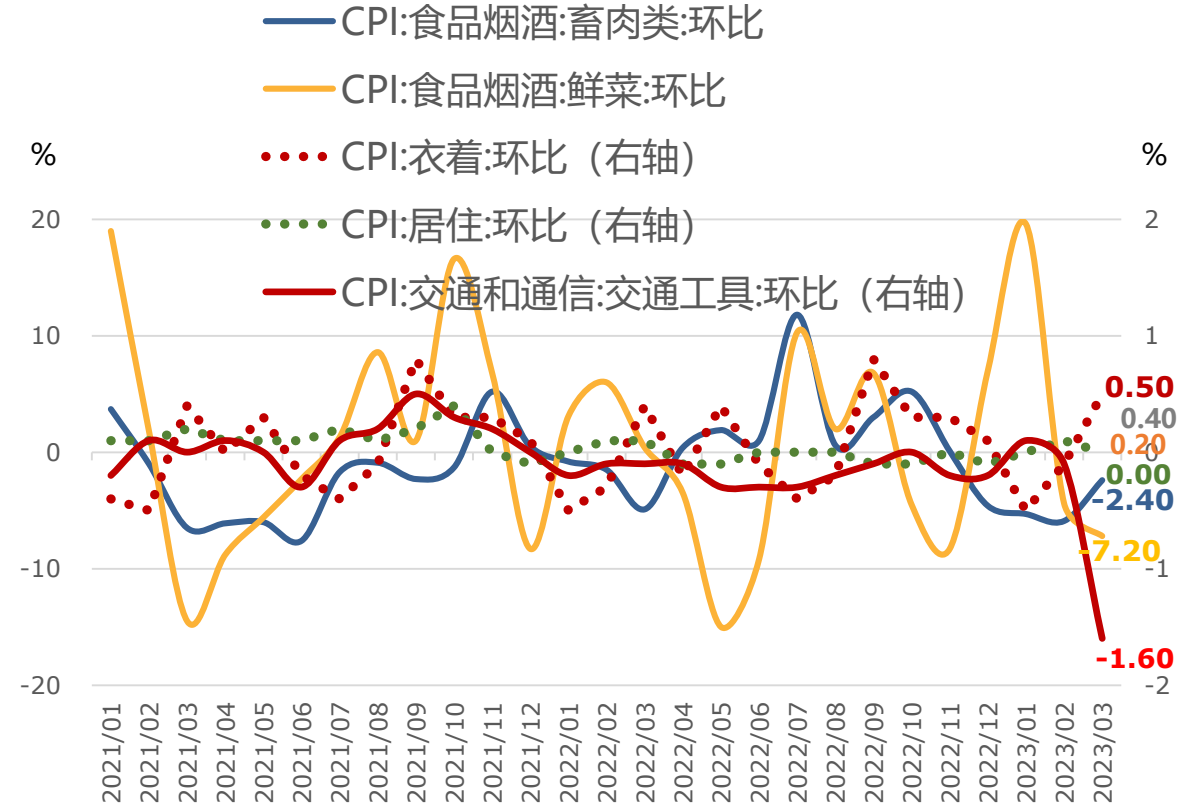
物价：消费品价格回落以及汽车、房租等大额消费价格疲软推动CPI下行

- 分项看，必需消费受供应影响价格波动，小额可选消费受天气影响出现季节性需求回暖，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，说明需求仍相对不足

消费品价格同比增速继续回落，服务项目价格同比增速小幅回升



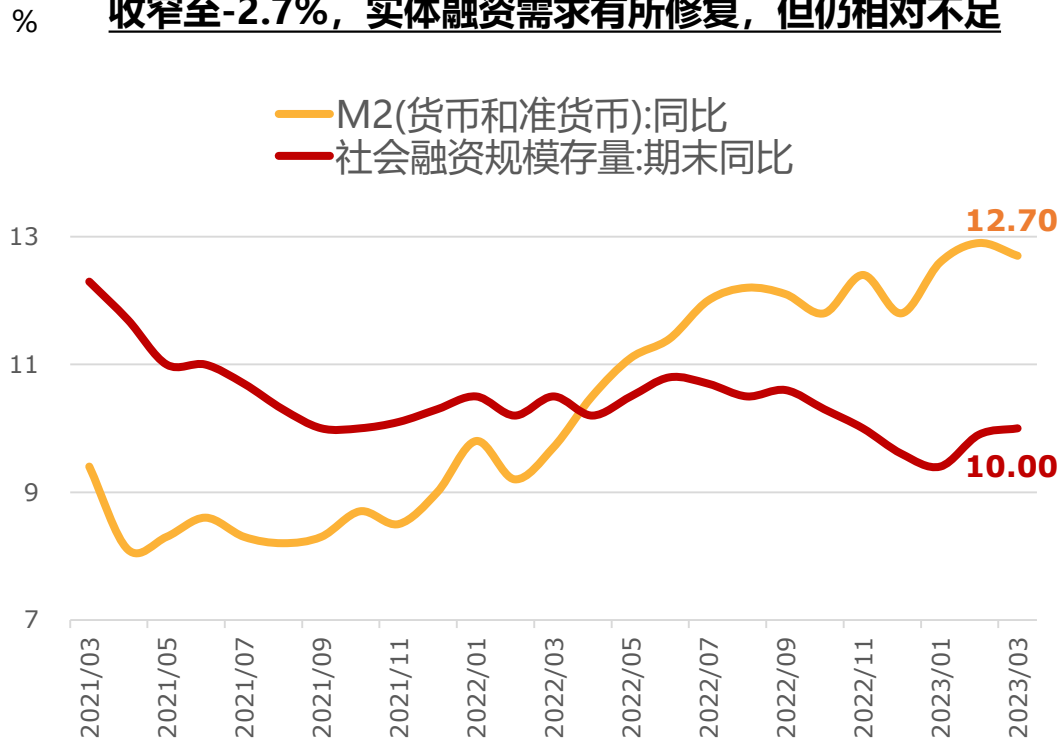
鲜菜受天气回暖、供应增加影响价格环比下降7.2%，畜肉类受生猪存栏供应充足和需求淡季影响价格下降2.4%。衣着受换季购置需求带动价格环比上涨0.5%。汽车打折销售去库存带动交通工具价格下降



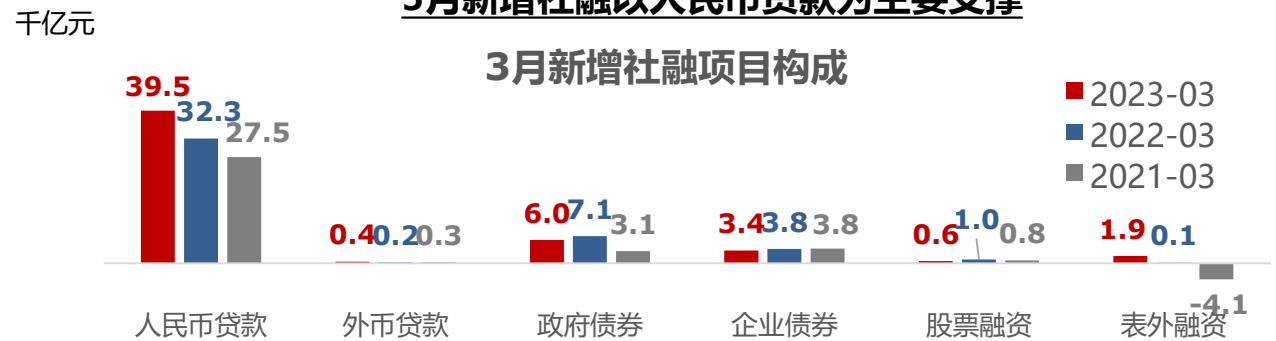
社融信贷：3月社融信贷数据表现靓丽，而居民中长贷款可持续性仍需观察

- 受存款增长支撑，3月M2增速维持12.7%同比高增速，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复
- 3月新增社融5.38万亿元，同比多增7387亿元，主要受信贷支撑。新增人民币贷款3.95万亿元，同比多增7211亿元。其中企业中长期贷款维持高位，这与市场票据利率维持高位、银行资金面整体偏紧所显示的信贷投放加速一致，主要为基建投资配套融资需求及制造业企业的融资需求。而居民端新增贷款特别是中长期贷款超预期改善，这或是2月房地产销售回暖的滞后体现，随着3月成交活跃度回落，地产销售端的持续修复仍有待观察

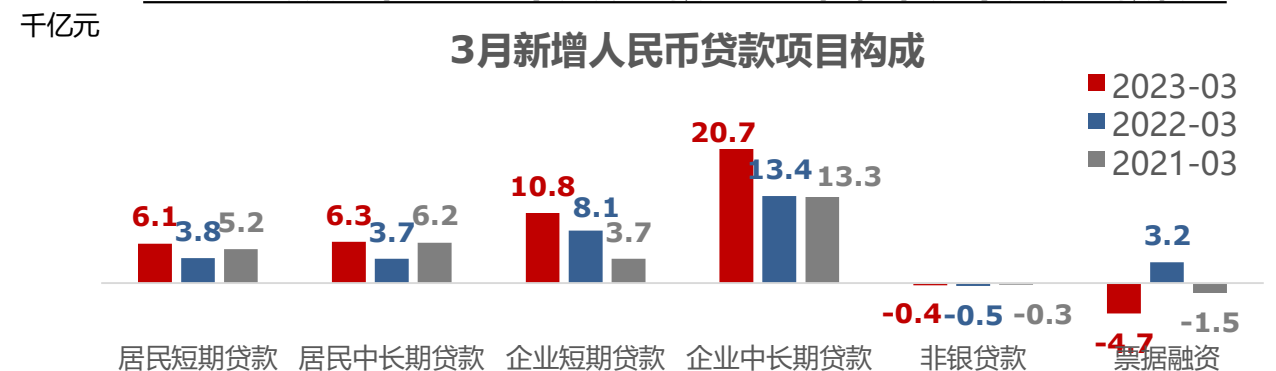
存量社融与M2同比增速剪刀差由1月的-3.2%进一步收窄至-2.7%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



3月新增社融以人民币贷款为主要支撑



基建投资提速带动企业中长期贷款维持高位，居民中长期贷款转正



3月主要经济数据概览

指标		2023年3月 当月同比	2023年2月 当月同比	2023年1月 当月同比	2023年3月 当月环比	2023年2月 当月环比
中国	工业增加值	3.9 ↓	18.77	-9.79	0.12	0.12
	社零	10.6 ↑	3.5	—	0.15 ↓	0.67
	固定资产投资	-0.75 ↓	5.54	5.07	-0.25 ↓	0.48
	房地产	-7.25 ↓	-10.43	—		
	基建	9.89 ↓	11.47	10.36		
	制造业	6.18 ↓	9.17	7.40		
	出口	14.8 ↑	-1.3	—		
	进口	-1.4 ↓	4.2	—		
	PPI	-2.5 ↓	-1.4	-0.8	0.0	0.0
	CPI	0.7 ↓	1.0	2.1	-0.3 ↑	-0.5
	社融存量	10 ↑	9.9	9.4	1.43 ↑	0.87
	M2	12.7 ↓	12.9	12.6	2.15 ↑	0.6

注：社零1-2月当月同比数据用累计同比替代

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层) 03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn