



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济平稳复苏，通缩预期弱化

——2023年一季度经济数据点评

日期： 2023年04月27日

分析师： 郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告:

《关注预期和市场风格变化 ——2023 年 4 月转债组合》

——2023 年 03 月 31 日

《稳中求进，紧观“政策”和“数据” ——2023 年 3 月转债组合》

——2023 年 03 月 09 日

《可转债 2 月组合：顺势而为》

——2023 年 02 月 07 日

主要观点

第三产业复苏显著，带动Q1经济增速超预期增长。2023年一季度国内生产总值按不变价格计算同比增长4.5%，其两年复合增速为4.65%，其中，第一产业同比增长3.7%，拉动经济增长0.2个百分点；第二产业同比增长3.3%，拉动经济增长1.2个百分点；第三产业同比增长5.4%，拉动经济增长3.2个百分点。

供给端：规模以上工业增加值环比回正。3月份，规模以上工业增加值实际增长3.9%，两年复合增速4.45%；从环比看，3月规模以上工业增加值环比增长0.12%。从三大门类来看，3月份制造业增加值同比增速大幅上行4个百分点至4.2%，采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业当月增速分别环比降4.0和1.8个百分点至0.9%和5.2%。分行业看，3月41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。从复合增速来看，电气机械及器材制造业（13.71%）、专用设备制造业（7.45%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（6.70%）和有色金属冶炼及压延加工业（6.6%）增速表现亮眼。

需求端：线下消费恢复明显，出口超预期增长。基建投资表现亮眼。1-3月基建投资累计同比增速为10.82%，两年复合增速10.65%。基建中投资累计同比增速最快的为电力、热力、燃气及水的生产，为22.30%。受上年低基数影响，社零增速同比表现亮眼，可选消费、线下餐饮修复明显。3月社会消费品零售总额同比增长10.6%。增速较上月升7.1个百分点。从消费各分项同比增速来看，可选消费中的化妆品（9.60%）、金银珠宝（37.40%）、体育娱乐（15.80%）、书报杂志（14.00%）同比增速均为近一年最高值，同时纺织品（17.70%）、日用品（7.70%）和汽车（11.50%）均保持了较高增速。按消费类型分，餐饮消费等线下接触型消费同比增速回暖明显，旅游出行消费旺盛。3月出口同比转正，出口东盟国家占比提升，带动出口数据转暖。

投资建议

经济平稳复苏，通缩预期弱化。2023年一季度经济数据整体超市场预期，其中，消费、出口、社融增速整体超市场预期，但是分化特征明显，16-24岁青年人失业、房地产投资和民间投资依然偏低，表明经济在不断增强内生增长动能的同时，弱预期现象依然存在，我们预计债市仍将维持窄幅震荡，基本面改善幅度较大、区域财力快速回升的城投债利差有望进一步被压缩。

风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 第三产业带动下 Q1 经济增速超预期回升.....4
 2 供给端：规模以上工业增加值环比回正.....5
 3 需求端：线下消费恢复明显，出口超预期增长.....8
 4 投资建议.....16
 5 风险提示.....16

图

图 1：GDP 增速(22 年为三年复合，其余为两年复合，下同；%).....4
 图 2：第三产业增速边际回升.....5
 图 3：内需有所恢复.....5
 图 4：名义 GDP 与实际 GDP 差值走阔.....5
 图 5：PPI 与 CPI 下行.....5
 图 6：工业增加值保持正增长.....6
 图 7：工业增加值环比.....6
 图 8：发电量同比增速走高(%).....6
 图 9：三大门类工增复合增速(22 年为三年复合，其余为两年复合；%).....7
 图 10：各主要行业工业增加值的复合增速(%).....7
 图 11：季度工业产能利用率.....7
 图 12：制造业产能利用率下行(%).....7
 图 13：基建投资增速仍处高位，房地产投资边际回暖.....9
 图 14：分行业投资复合增速(22 年为三年复合，其余为两年复合；%).....9
 图 15：基建投资保持稳定(22 年为三年复合，其余为两年复合；%).....9
 图 16：商品房销售额同比转正.....10
 图 17：商品房销售面积、销售额复合增速走低.....10
 图 18：房地产开发企业到位资金.....10
 图 19：国房景气指数持续跌落 100 以下.....10
 图 20：房地产开发企业施工放缓显著.....10
 图 21：房地产开发企业新开工及竣工面积复合增速.....10
 图 22：社零同比保持增长(22 年为三年复合,其余为两年复合；%;下同).....11
 图 23：可选消费复合增速复苏较快.....11
 图 24：网购消费累计同比增速回升.....11
 图 25：社零总额延续恢复(%).....12
 图 26：复合口径下得网购消费(%).....12
 图 27：餐饮收入同比增速转正(%).....12
 图 28：复合口径下餐饮收入与商品零售增速(%).....12
 图 29：乡村城镇社零同比增速上行(%).....13
 图 30：复合口径下的城镇与乡村消费(%).....13

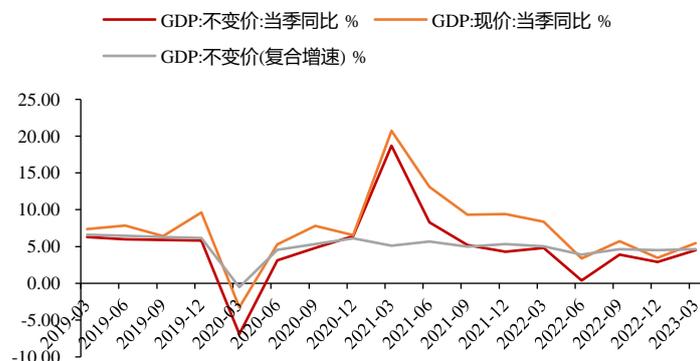
图 31: 调查失业率下滑(%).....	13
图 32: 本月国内出口总值(亿美元).....	13
图 33: 本月出口同比超预期.....	14
图 34: 近三年出口额同期数据(亿美元).....	14
图 35: 国内进出口金额累计同比增速.....	15
图 36: 对不同国家出口累计同比增速边际上行(%).....	15
图 37: 中国一季度出口欧美增速放缓.....	15
图 38: 中国 3 月出口东盟占比提升显著.....	15
图 39: 进口金额环比收窄.....	15
图 40: 贸易逆差上升.....	15
图 41: 当期国内主要进口产品金额(万美元).....	16
图 42: 现货价格指数 3 月走势.....	16

事件：2023年4月18日国家统计局公布2023年一季度及3月经济数据：中国2023年一季度GDP以不变价同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%，一季度国内生产总值284997亿元。其中，中国3月规模以上工业增加值同比增长3.9%，环比增长0.12%；3月社会消费品零售总额同比增长10.6%；1-3月全国固定资产投资（不含农户）107282亿元，同比增长5.1%。

1 第三产业带动下 Q1 经济增速超预期回升

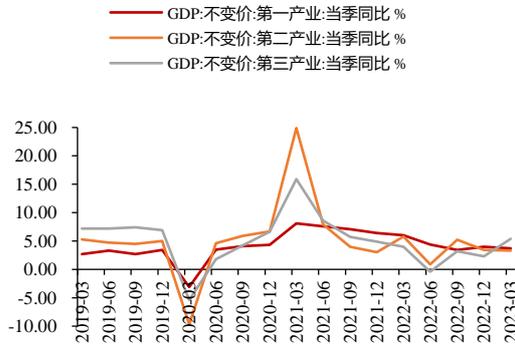
第三产业复苏显著，带动 Q1 经济增速超预期增长。2023 年一季度国内生产总值按不变价格计算同比增长 4.5%，其两年复合增速为 4.65%（考虑疫情影响，本文对 2022 年数据复合增速得计算为三年复合，其余为两年复合，如无特别说明本文以下部分均保持一致），其中，第一产业同比增长 3.7%，拉动经济增长 0.2 个百分点；第二产业同比增长 3.3%，拉动经济增长 1.2 个百分点；第三产业同比增长 5.4%，拉动经济增长 3.2 个百分点，三大产业同比增速分别较上一季度变化-0.3、-0.1 和 3.1 个百分点，第三产业复苏显著。此外，进出口金额、房地产销售等指标都有着亮眼表现。在通胀方面，GDP 平减指数走阔。第一季度 GDP 名义同比增速为 5.48%，实际同比增速为 4.50%，两者差值走阔 0.4 个百分点至 0.98%。国际上通货紧缩通常认为是物价总水平持续下降，往往还伴随着货币供应量的减少和经济衰退。从一季度我国经济运行情况看，在高基数和猪肉价格回落背景下，CPI 同比上涨 0.7%，结合广义货币供给量和经济增长情况看，我们认为，中国经济当前不具备通货紧缩的情况。

图 1：GDP 增速(22 年为三年复合，其余为两年复合，下同；%)



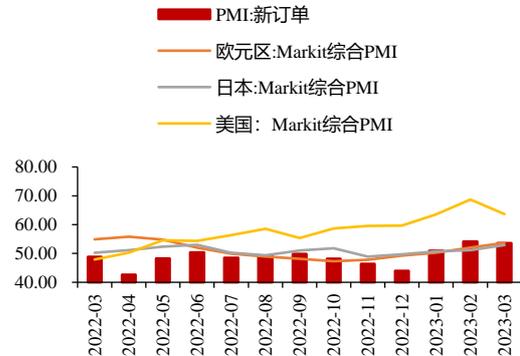
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：第三产业增速边际回升



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：内需有所恢复



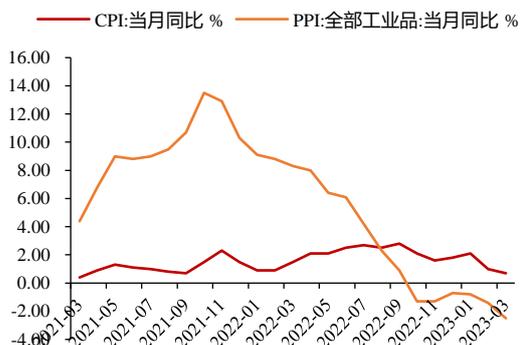
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：名义 GDP 与实际 GDP 差值走阔



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：PPI 与 CPI 下行



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 供给端：规模以上工业增加值环比回正

制造业增速加快恢复。同比来看，3 月份，规模以上工业增加值实际增长 3.9%，两年复合增速 4.45%；从环比看，3 月规模以上工业增加值环比增长 0.12%。一季度规模以上工业增加值同比增长 3.0%。受上年低基数影响 2023 年一季度用电量同比上升，2023 年一季度全国发电量同比增速 5.12%，复合增速 2.63%。从三大门类来看，3 月份制造业增加值同比增速大幅上行 4.0 个百分点至 4.2%，采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业当月增速分别环比降 4.0 和 1.8 个百分点至 0.9%和 5.2%。分行业看，3 月 41 个大类行业中有 26 个行业增加值同比增速保持增长。但从两年复合增速来看，电气机械及器材制造业 (13.71%)、专用设备制造业 (7.45%)、计算机、通信和其他电子设备制造业 (6.70%) 和有

色金属冶炼及压延加工业 (6.6%) 增速表现亮眼。而医药制造业复合增速 (0.48%) 较上一期复合增速降幅最大为 7.29 个百分点。2023 年一季度全国工业产能利用率为 74.30%，较上一季度下降 1.4 个百分点。从三大门类来看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气以及水生产和供应业产能利用率均有下降。采矿业工业产能利用率下行 1.3 个百分点至 75.20%，制造业产能利用率较上一季度减少 1.3 个百分点至 74.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业工业产能利用率较上一季度下降 2.1 个百分点至 71.90%。

图 6：工业增加值保持正增长



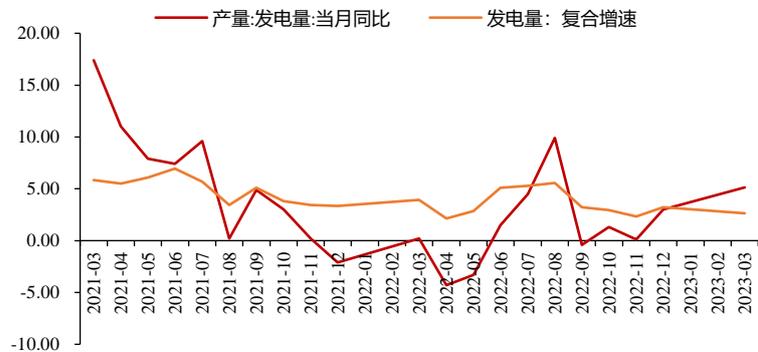
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：工业增加值环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：发电量同比增速走高(%)



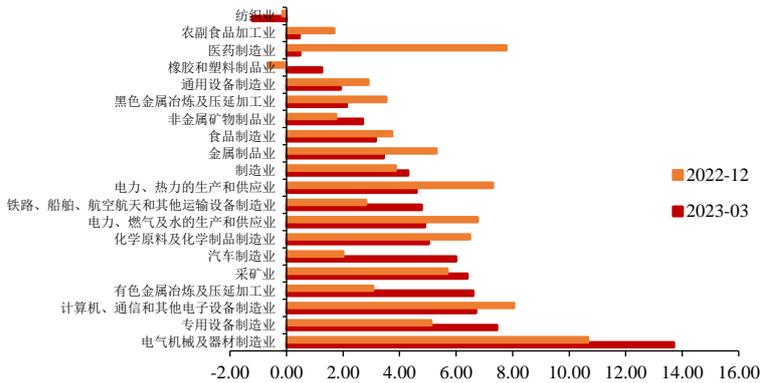
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：三大门类工增复合增速 (22 年为三年复合，其余为两年复合；%)

	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业
2023-03	6.40	4.30	4.90
2022-12	5.69	3.85	6.77
2022-11	4.68	4.17	4.87
2022-10	4.49	5.05	6.31
2022-09	4.18	5.44	5.66
2022-08	3.12	4.86	8.51
2022-07	1.94	4.95	8.03
2022-06	3.64	5.71	6.74
2022-05	3.74	4.70	4.84
2022-04	4.26	3.38	3.90
2022-03	6.36	5.70	5.44
2021-12	6.09	5.73	6.65
2021-11	4.08	5.27	8.21
2021-10	4.74	4.97	7.49
2021-09	2.70	4.97	7.07
2021-08	2.05	5.75	6.05
2021-07	-1.01	6.10	7.30
2021-06	1.20	6.88	8.51
2021-05	2.14	7.08	7.24
2021-04	1.74	7.62	5.13
2021-03	3.55	6.36	5.87

资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：各主要行业工业增加值的复合增速(%)



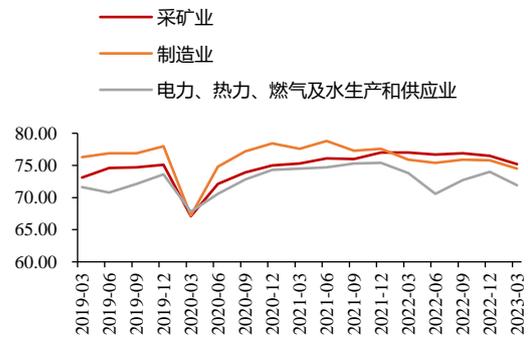
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11：季度工业产能利用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 12：制造业产能利用率下行 (%)

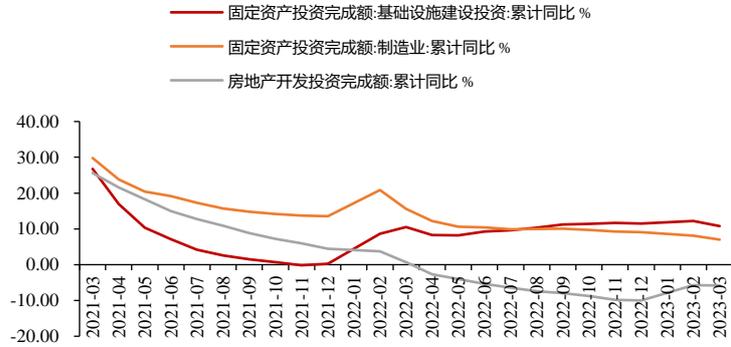


资料来源：Wind，上海证券研究所

3 需求端：线下消费恢复明显，出口超预期增长

基建投资表现亮眼。2023年1-3月全国固定资产投资（不含农户）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%。2023年以来各地积极推动基础设施建设，效果逐步显现，1-3月基建投资累计同比增速为10.82%，两年复合增速10.65%。基建中投资累计同比增速最快的为电力、热力、燃气及水的生产，为22.30%。2023年以来财政前置发力的背景下，基建投资继续起到支撑作用。而在上年高基数影响下制造业投资增速边际放缓；虽然房地产销售端近期回暖，但是受到政策改革、房企调整、行业重构等多方面影响，市场或将持更加观望的态度，地产投资复苏存在滞后。制造业投资增速有所回落。1-3月制造业同比增速7.0%；考虑基数效应后两年复合增速为11.22%，高于上年同期水平。制造业细分来看，一季度高技术产业投资同比增长16.0%，增速比1—2月份加快0.9个百分点。其中，高技术制造业、高技术服务业投资分别增长15.2%、17.8%；同比增速较快的行业有，电气机械及器材制造业（43.10%）、化学原料及化学制品制造业（19.20%）以及汽车制造业（19.00%）。此外，考虑基数效应下两年复合增速较快的行业有电气机械及器材制造业（42.60%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（20.97%）、专用设备制造业（18.38%）。1-3月份，房地产投资相对低迷。全国房地产开发投资比上年下降5.8%，本月跌幅较上月走阔0.1个百分点，而复合增速-2.60%，分别低于上月和上年同期1.49和7.89个百分点。一季度商品房销售数据出现回暖。1-3月份，商品房销售面积同比下降1.8%两年复合增速为-8.00%，较上月和上年同期分别降1.35和9.33个百分点。商品房销售额同比增长4.1%。一季度房地产企业的生产复工情况仍然相对低迷，开工面积和竣工面积的分化走势显示当前房地产行业生产意愿不足、市场预期不足，行业整体复苏相对滞后，后续增长或面临波动。1-3月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降5.2%，房屋新开工面积同比下降19.2%。房屋竣工面积同比增长14.7%。房地产开发企业到位资金同比增速回落但边际好转，国房景气略有提高。1-3月份房地产开发企业到位资金同比下降9.0%。其中，国内贷款4995亿元，下降9.6%；利用外资8亿元，下降22.7%；自筹资金10171亿元，下降17.9%；定金及预收款11909亿元，下降2.8%；个人按揭贷款6188亿元，下降2.9%。3月份我国国房景气指数为94.71，较2月份升0.05，为较低景气水平。

图 13：基建投资增速仍处高位，房地产投资边际回暖



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 14：分行业投资复合增速 (22 年为三年复合，其余为两年复合；%)

	制造业	农副食品加工业	食品制造业	纺织业	化学原料及化学制品制造业	医药制造业	有色金属冶炼及压延加工业	金属制品业	通用设备制造业	专用设备制造业	汽车制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业
2023-03	11.22	17.50	14.59	8.85	17.59	7.32	10.10	12.66	16.21	18.38	15.65	6.09	42.60	20.97
2023-02	14.32	21.08	15.40	10.14	16.70	12.44	17.89	20.55	19.07	20.87	17.38	12.83	44.61	25.89
2022-12	6.59	10.97	7.22	2.94	10.74	14.57	6.42	4.57	5.59	10.83	-1.70	7.90	17.56	17.80
2022-11	6.24	10.80	7.20	2.91	10.28	14.73	6.36	4.25	4.71	10.13	-2.64	8.30	16.37	18.56
2022-10	5.86	10.25	6.56	2.41	9.55	14.15	5.95	3.67	4.29	9.63	-3.39	7.89	15.57	18.34
2022-09	5.73	9.63	5.90	2.29	9.08	14.02	5.48	3.65	3.81	9.62	-4.25	7.73	14.37	18.55
2022-08	5.36	8.91	5.94	1.81	9.00	13.26	5.25	2.85	3.34	9.64	-4.50	8.91	13.42	18.31
2022-07	5.00	8.36	5.66	1.01	8.71	13.15	5.39	3.20	3.03	9.43	-5.29	8.27	12.65	18.08
2022-06	5.13	8.02	5.40	0.01	8.71	13.06	5.22	3.75	3.09	9.30	-5.59	7.96	12.07	18.95
2022-05	4.30	7.34	4.99	-0.76	7.04	12.80	7.55	3.12	2.51	8.98	-6.31	6.42	10.79	18.41
2022-04	4.09	6.66	4.44	-1.24	6.91	12.49	7.84	2.63	1.70	8.52	-6.19	6.07	10.07	17.32
2022-03	3.92	6.36	3.39	-2.73	6.08	13.86	6.41	1.79	0.47	8.45	-7.51	5.83	9.31	17.24
2022-02	4.37	6.90	4.20	-1.61	8.31	17.57	8.41	4.10	1.03	9.99	-8.65	4.81	12.82	20.60
2021-12	5.36	8.78	4.12	2.07	6.92	19.17	2.07	1.13	1.27	10.20	-8.15	11.14	6.74	17.30
2021-11	4.75	8.33	3.55	1.69	5.85	19.65	2.64	0.67	0.13	8.82	-9.35	10.95	5.38	17.90
2021-10	3.99	7.34	2.58	0.65	4.50	17.95	1.56	0.19	-0.51	7.80	-10.59	9.11	5.12	17.13
2021-09	3.60	6.30	1.89	0.34	4.31	17.75	1.51	-0.56	-2.09	7.03	-11.75	8.61	3.56	17.88
2021-08	3.12	5.61	0.81	-0.97	4.81	16.69	1.75	-1.75	-2.83	7.05	-12.17	8.61	2.67	18.12
2021-07	2.63	4.81	0.59	-3.69	5.24	16.68	2.65	-1.59	-3.53	6.14	-12.08	6.22	2.08	17.82
2021-06	2.59	3.92	-0.05	-5.45	5.65	17.10	2.62	-1.33	-4.77	5.92	-12.09	4.87	1.47	18.47
2021-05	1.28	1.91	-2.28	-7.04	4.09	15.23	4.42	-3.35	-6.56	4.55	-14.00	2.64	-0.30	16.79
2021-04	0.26	-0.72	-3.84	-8.92	2.54	13.80	5.35	-5.02	-8.49	2.31	-13.52	3.27	-1.19	15.00
2021-03	-1.47	-2.04	-5.63	-13.77	1.44	12.12	4.95	-7.85	-10.11	0.34	-16.10	-1.52	-4.13	12.28

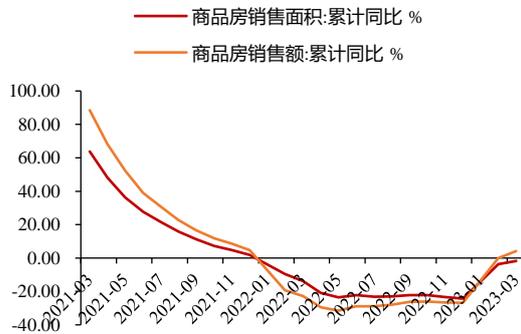
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 15：基建投资保持稳定 (22 年为三年复合，其余为两年复合；%)

	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	铁路运输业	道路运输业	水利、环境和公共设施管理业	水利管理业	公共设施管理业	
2023-03	10.65	20.79	9.25	6.86	6.02	7.90	10.15	7.90
2023-02	10.38	18.35	9.85	4.10	7.04	7.88	12.33	7.69
2022-12	4.94	12.36	3.97	-0.75	1.41	2.98	6.34	2.33
2022-11	4.82	12.08	3.59	0.78	1.39	3.17	6.30	2.55
2022-10	4.94	12.16	3.55	-0.57	1.82	3.48	6.83	2.92
2022-09	4.96	12.04	3.48	-1.01	1.96	3.64	7.10	2.94
2022-08	4.92	11.24	3.62	-0.38	2.10	3.76	7.69	3.06
2022-07	4.93	11.37	3.65	-1.35	2.18	3.74	7.99	2.87
2022-06	5.37	12.05	3.95	-0.51	2.32	4.18	7.80	3.38
2022-05	4.89	10.83	4.01	-1.78	2.30	3.59	8.13	2.46
2022-04	4.91	11.63	4.19	-0.17	2.04	3.24	9.56	1.83
2022-03	5.41	13.45	4.42	4.92	2.42	3.54	10.64	2.00
2022-02	2.34	9.48	0.39	-1.33	0.18	1.76	8.84	0.26
2021-12	1.80	9.04	1.50	-2.00	0.29	-0.50	2.89	-1.35
2021-11	1.56	8.51	1.55	0.13	0.94	-0.80	2.60	-1.70
2021-10	1.86	8.94	2.20	-0.21	1.24	-0.80	3.05	-1.65
2021-09	1.97	9.26	2.25	0.06	1.69	-0.66	3.13	-1.66
2021-08	2.30	9.41	2.99	0.64	2.50	-0.58	4.21	-1.63
2021-07	2.68	9.55	3.37	0.52	3.40	-0.07	4.88	-1.28
2021-06	3.48	10.55	3.63	1.49	3.61	1.06	5.42	-0.19
2021-05	3.30	10.50	2.60	-1.17	3.63	1.51	6.34	-0.16
2021-04	3.27	10.95	2.62	3.43	2.87	1.32	8.35	-0.71
2021-03	2.97	10.63	1.92	9.07	1.83	1.38	10.96	-0.91

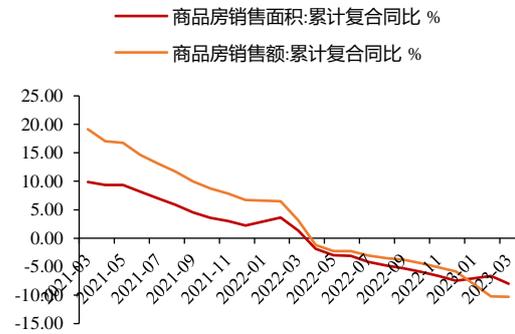
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16: 商品房销售额同比转正



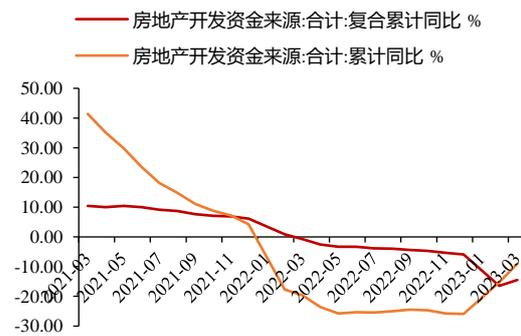
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 17: 商品房销售面积、销售额复合增速走低



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 18: 房地产开发企业到位资金



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 19: 国房景气指数持续跌落 100 以下



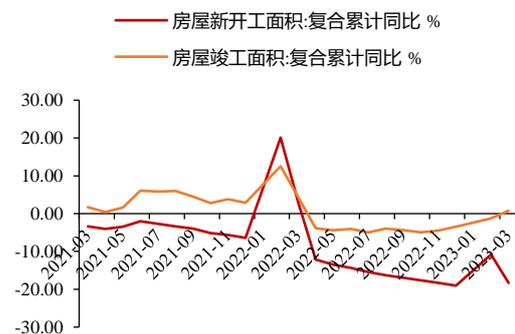
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 20: 房地产开发企业施工放缓显著



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 21: 房地产开发企业新开工及竣工面积复合增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

受上年低基数影响, 社零增速同比表现亮眼, 可选消费、线下餐饮修复明显。3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%。增速较上月升 7.1 个百分点; 两年复合增速 3.30% (前值为 5.09%)。

其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 10.5%。3 月可选消费复苏相较显著。从消费各分项同比增速来看，可选消费中的化妆品（9.60%）、金银珠宝（37.40%）、体育娱乐（15.80%）、书报杂志（14.00%）同比增速均为近一年最高值，同时纺织品（17.70%）、日用品（7.70%）和汽车（11.50%）均保持了较高增速。在去除基数效应后从两年复合增速来看，金银珠宝（17.22%）、纺织品（8.49%）、体育娱乐（7.11%）、书报杂志（6.77%）复合增速保持高增长。

图 22：社零同比保持增长(22 年为三年复合,其余为两年复合,%;下同)



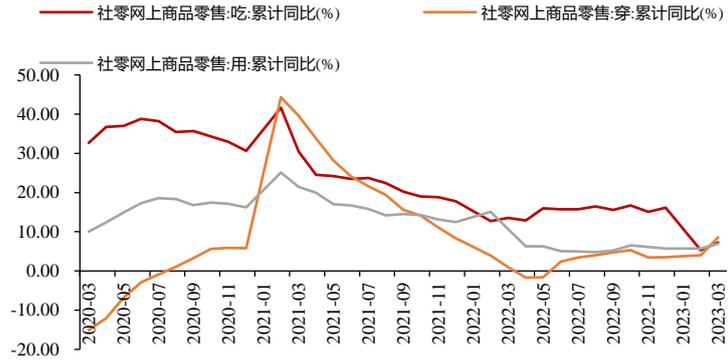
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 23：可选消费复合增速复苏较快

时间	必选消费						可选消费						地产可选				
	粮油食品	饮料	烟酒	纺织品	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	体育娱乐	书报杂志	文化办公	通讯器材	石油制品	汽车	家用电器	家具	建筑装饰
2023-03	2.18%	-2.58%	4.40%	8.49%	3.78%	5.69%	4.69%	17.22%	7.61%	6.77%	-0.95%	0.90%	4.50%	5.59%	-0.70%	1.73%	-2.38%
2023-02	4.40%	2.57%	3.00%	2.66%	1.93%	9.22%	1.88%	2.91%	0.50%	0.00%	-0.55%	-4.19%	5.31%	-4.82%	-0.95%	2.57%	-0.45%
2022-12	9.99%	11.63%	6.24%	-3.91%	5.22%	19.69%	-3.39%	-3.14%	1.70%	3.22%	5.48%	5.04%	2.89%	1.01%	-3.15%	-2.87%	3.40%
2022-11	8.71%	9.62%	7.34%	-4.23%	2.19%	10.12%	10.95%	7.05%	4.52%	1.77%	8.89%	5.88%	3.31%	-0.85%	-2.51%	-0.13%	3.22%
2022-10	9.00%	9.81%	9.32%	0.12%	4.18%	8.41%	6.89%	8.54%	5.33%	12.20%	6.83%	9.90%	5.11%	0.99%	-1.15%	-1.05%	2.14%
2022-09	8.50%	12.11%	7.55%	0.85%	5.52%	9.17%	4.61%	11.44%	8.15%	6.93%	14.35%	7.42%	4.47%	3.85%	-0.13%	-1.60%	1.52%
2022-08	7.24%	10.12%	8.40%	0.97%	4.82%	8.49%	3.66%	9.90%	11.52%	-0.28%	11.84%	0.52%	4.23%	6.26%	0.81%	-2.06%	0.06%
2022-07	8.11%	11.26%	9.18%	1.85%	6.78%	7.22%	4.17%	14.48%	12.66%	4.01%	8.76%	5.33%	6.46%	6.55%	4.26%	-0.02%	0.11%
2022-06	11.66%	16.18%	12.07%	4.48%	11.60%	10.02%	13.92%	8.28%	18.37%	7.06%	14.01%	13.65%	6.75%	3.00%	7.26%	1.46%	5.00%
2022-05	11.43%	14.36%	9.83%	-2.20%	7.34%	8.45%	4.81%	2.21%	12.32%	7.63%	3.68%	3.81%	3.86%	-2.59%	-1.31%	0.61%	4.17%
2022-04	11.46%	13.54%	7.92%	-6.19%	4.46%	8.17%	-1.79%	-1.51%	6.39%	8.26%	2.66%	0.07%	2.09%	-7.40%	-3.73%	-0.33%	2.85%
2022-03	13.25%	16.85%	12.70%	-1.27%	9.15%	10.45%	5.68%	1.68%	6.95%	9.17%	12.49%	10.69%	4.28%	4.05%	-2.23%	0.22%	7.55%

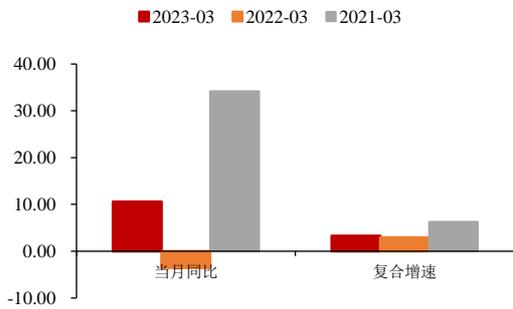
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 24：网购消费累计同比增速回升



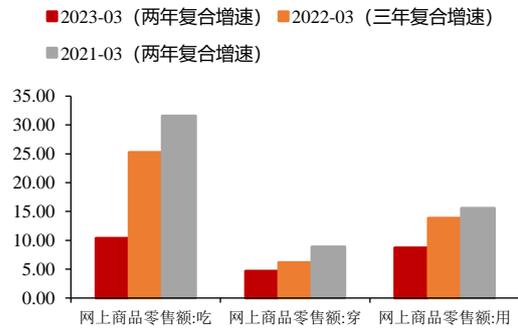
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 25: 社零总额延续恢复 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 26: 复合口径下得网购消费 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

按消费类型分, 餐饮消费等线下接触型消费同比增速回暖明显, 旅游出行消费旺盛。3 月份, 商品零售同比增长 9.1%; 餐饮收入同比增长 26.3%; 两者复合增速分别为 3.34%和 2.77%。一季度总体数据来看, 商品零售同比增长 4.9%; 餐饮收入同比增长 13.9%。同时, 3 月全国城市轨道交通客运量同比增长 58.9%, 较 2019 年月均客运量增长 27.9%。从清明假期看, 国内旅游出游人次较 2022 年清明节当日增长 29.1%, 旅游相关消费快速恢复态势继续显现。消费恢复的基础是收入稳定增长, 但目前居民收入修复仍有滞后, 一季度城镇居民可支配收入同比增速为 4%, 虽然较上一季度上升 0.1 个百分点, 但与疫情前增速水平有较大差距。3 月城镇调查失业率较上月降 0.3 个百分点至 5.6%, 16-24 岁青年人失业率仍高达 19.6%。可见消费进一步复苏的内生压力仍值得关注。

图 27: 餐饮收入同比增速转正 (%)

图 28: 复合口径下餐饮收入与商品零售增速 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 29: 乡村城镇社零同比增速上行(%)



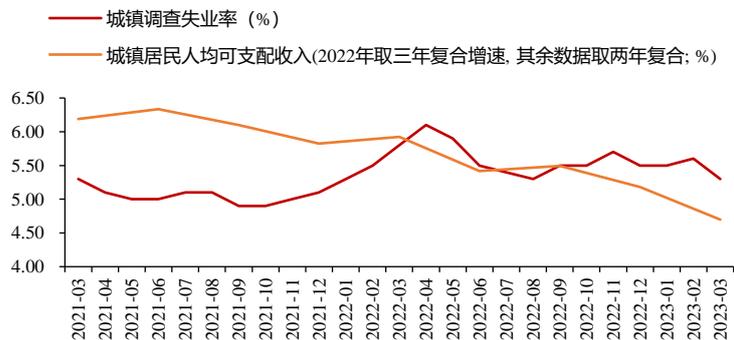
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 30: 复合口径下的城镇与乡村消费 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 31: 调查失业率下滑(%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 32: 本月国内出口总值(亿美元)

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
2009	904.85	648.66	902.19	919.23	886.99	954.58	1053.91	1036.63	1158.65	1106.42	1136.59	1307.4
2010	1094.90	944.63	1120.59	1198.51	1316.61	1373.39	1454.34	1392.36	1449.23	1359.17	1532.79	1541.0
2011	1506.97	966.81	1521.34	1555.92	1570.51	1618.95	1751.51	1732.39	1695.80	1573.52	1743.86	1746.2
2012	1498.61	1144.09	1655.77	1631.29	1810.34	1798.31	1769.18	1778.70	1861.16	1755.16	1793.41	1991.1
2013	1872.88	1393.04	1821.02	1869.31	1826.80	1742.35	1859.15	1904.93	1853.13	1852.94	2020.83	2073.6
2014	2070.37	1140.52	1700.02	1884.50	1955.96	1867.56	2127.44	2083.30	2135.62	2067.71	2115.63	2274.3
2015	1998.76	1689.47	1442.35	1759.02	1888.00	1895.45	1931.61	1961.61	2049.23	1921.89	1965.93	2231.3
2016	1693.99	1217.07	1550.98	1666.89	1757.10	1766.05	1806.59	1888.31	1834.40	1768.36	1935.61	2090.9
2017	1802.73	1188.48	1792.48	1777.63	1890.88	1947.55	1921.19	1980.43	1979.44	1879.03	2158.39	2315.2
2018	1994.69	1705.49	1739.00	1989.36	2115.92	2155.96	2144.03	2169.49	2253.98	2147.59	2242.94	2208.5
2019	2180.08	1353.30	1982.34	1936.06	2139.18	2124.66	2217.72	2148.73	2182.15	2129.79	2214.42	2386.3
2020	2115.88	803.79	1845.72	1994.83	2064.28	2128.47	2368.39	2343.73	2386.13	2362.30	2669.12	2816.8
2021	2633.82	2043.85	2405.43	2630.91	2632.29	2803.04	2812.78	2931.71	3046.99	2991.20	3242.77	3396.6
2022	3264.61	2167.43	2749.34	2723.39	3064.10	3280.53	3322.91	3148.58	3214.65	2979.49	2950.02	3056.4
2023	2922.76	2140.26	3155.90									

资料来源: Wind, 上海证券研究所

3月出口同比转正,超预期增长。根据中国海关总署公布数据显示,按美元计价,2023年一季度我国进出口总值累计1.44万亿美元,同比下降2.9%。其中,出口累计8218.31亿美元,同比增长0.5%;进口累计6171.24亿美元,同比下降7.1%。当期出口金额处于历史同期高点,同比增速在上年较高基数下依旧转正为14.8%,实现超预期增长。出口东盟国家占比提升,带动出口数据转暖。3月对东盟国家出口额占比较上年同期上升2.72%至17.87%,同比增速为35.42%。对东盟国家出口的上升与区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)的签署密不可分,并且随着现阶段我国经济生产回暖复苏以及RECP稳定推进,预计东盟对我国出口会起到支撑作用,RECP红利也将持续释放。而受到全球经济下行、市场需求疲软的影响,3月份对美欧出口回落,对美国与欧盟出口占比分别为13.84%和14.54%,分别下降3.37和1.61个百分点,同比增速也分别降30.06和18.06个百分点至-7.68%和3.38%。另外3月份对日、韩出口同比增速也分别出现下行,降14.52和3.06个百分点至-4.81%和11.31%;而对非洲以及俄罗斯出口表现亮眼,同比增速分别升20.55和144.09个百分点至46.48%和136.43%。一季度,我国机电产品出口同比增长7.6%,占出口总值的57.9%;其中,汽车、家用电器和蓄电池分别出口1474.7亿、1412.4亿和1163.4亿元,同比增长96.6%、3.2%和84.8%。同期,劳动密集型产品出口9474.6亿元,增长5.7%;其中,服装、塑料制品和家具分别出口2418.5亿、1702.4亿和1072.6亿元,同比增长6.7%、11.1%和0.8%。

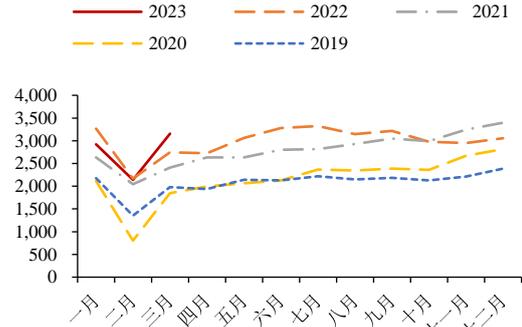
图 33: 本月出口同比超预期

图 34: 近三年出口额同期数据(亿美元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 35: 国内进出口金额累计同比增速



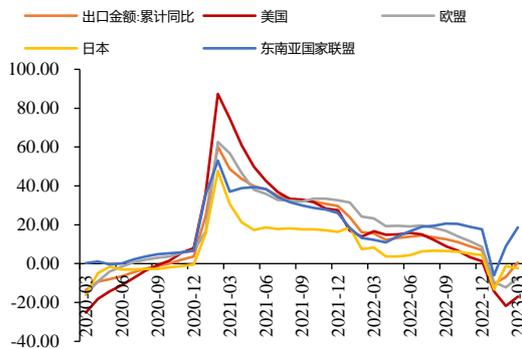
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 36: 对不同国家出口累计同比增速边际上行(%)



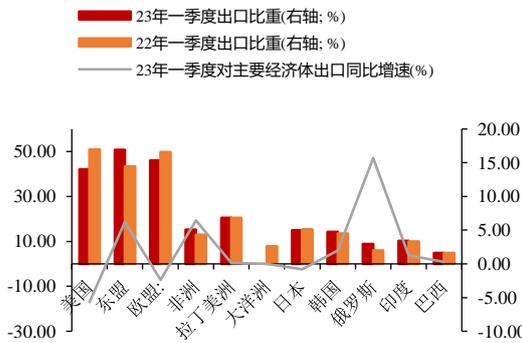
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 37: 中国一季度出口欧美增速放缓



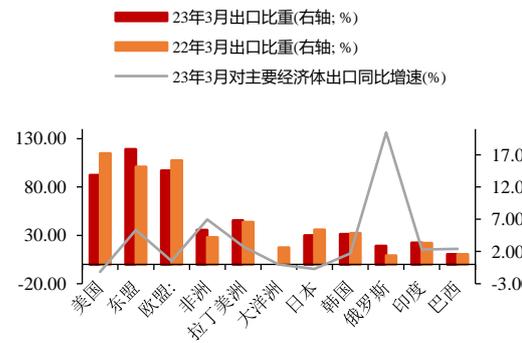
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 38: 中国 3 月出口东盟占比提升显著



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 39: 进口金额环比收窄



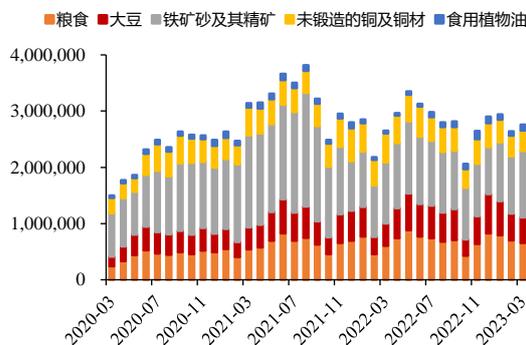
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 40: 贸易逆差上升



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 41: 当期国内主要进口产品金额 (万美元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 42: 现货价格指数 3 月走势



资料来源: Wind, 上海证券研究所

4 投资建议

经济平稳复苏，通缩预期弱化。2023 年一季度经济数据整体超市场预期，其中，消费、出口、社融增速整体超市场预期，但是分化特征明显，16-24 岁青年人失业较高、房地产投资和民间投资依然偏低，表明经济在不断增强内生增长动能的同时，弱预期现象依然存在，我们预计债市仍将维持窄幅震荡，基本面改善幅度较大、区域财力快速回升的城投债利差有望进一步被压缩。

5 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

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。