

# 一季度经济平稳运行，欧洲通胀粘性略强

——宏观与大类资产观察

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2023年04月28日

## 相关报告

《宏观定期：海外衰退风险积累，国内复苏节奏放缓》 2023-04-06

《宏观定期：瑞士信贷风波再起，国内经济温和复苏》 2023-03-21

《宏观定期：硅谷银行风险突发，国内工业高频放缓》 2023-03-15

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

## 投资要点：

### 【国内经济：内需复苏整体温和，出口大超预期】

- 4月18日，我国一季度主要经济数据悉数公布，一季度GDP当季同比增长4.5%，高于市场预期的4%；结构上，内需复苏整体温和，出口则显著超出市场预期。
- (1) 消费在报复性反弹后回暖力度趋缓。3月份零同比大幅抬升与去年同期基数较低有较大关系。估算居民部门人均消费率剔除季节性因素后连续三个季度下滑，居民部门的消费意愿仍然相对审慎。  
(2) 投资稳步增长。全国固定资产投资同比增长5.1%，但民间投资远低于国有控股投资；这一定程度上反映了政府投资拉动民间投资的效应仍需时间验证。结构上第三产业的民间投资受损最为明显，或主要与2022年以来地产市场不景气，地产民企投融资能力受损有关。  
(3) 出口：逐月向好，新动能稳中加固，主要特征有：对东盟以及俄罗斯出口的高增，或许与加强“一带一路”建设、俄罗斯政治事件、中美贸易关系等有关；诸如服装、塑料、箱包等劳动密集型产品大幅增长的原因或许与我国劳动密集型企业的延迟开工相关；机电产品出口的大幅增长、汽车产品出口的稳定表现，也反映我国出口产业链逐步高端化的趋向。
- 高频数据方面，进入4月第三周，上游工业出现一定反弹，高炉开工延续高位运行，焦化与煤炭产能有超季节性上移；建筑业表现偏弱，或受地产成交与景气度下滑影响，沥青开工与螺纹钢线材产能均有环比下移；制造业回归季节性，整体表现平稳；房地产成交持续下滑，二手房偏强，但成交土地面积与商品房成交均有超季节性下滑；汽车零售与电影票房整体平稳。

### 【海外经济：欧洲通胀粘性仍强，美国加息节奏略有延长】

- 4月第三周，欧元区PMI与通胀数据公布，欧洲综合PMI录得54.4%，较前值抬升0.7%，结构上主要受服务业PMI改善拉动，但制造业PMI回落幅度较大，且已经连续四个月回落，显示中上游生产动能依然不足。通胀层面，欧洲CPI同比整体回落幅度较大，但核心CPI不降反升，反映能源价格下跌对整体通胀影响幅度较大，然而下游需求带来的通胀粘性依然较强。
- 4月美国红皮书商业零售指数同比增长1.1%，较前值回落0.4%，商品消费动能仍在持续走弱；当周初次申领失业金人数连续三周抬升，显示劳动力市场的需求在逐步收敛。3月美国CPI同比回落幅度较大，抗通胀成效仍在显现，但失业率的走低又反映出劳动力市场依然紧俏，因此市场预期联储由加息转向降息的节奏略有放缓，

根据 CME 利率期货隐含预期，市场普遍认为联储将在 5 月 3 日的议息会议加息 25BP 至上限 5.25%，并持续维持至下半年 11 月。

**【权益资产】**4 月中旬，上证指数突破 3300 后，大金融板块，中特股为主的建筑板块领涨，带动指数强势上攻至 3400 附近，而前期涨幅较大的 TMT 板块则较为沉寂；4 月下旬，伴随工业生产、地产销售高频数据的走弱，经济弱复苏的现实再次得到确认，指数上攻缺乏经济增长主线支撑，随即迎来快速调整。3 月资金集中进入 TMT 板块后，交易拥挤度显著抬升，进入 4 月资金逐步转入大金融、家电等防御性板块；当前指数上攻动能不足，A 股行业轮动的特征较为明显，在缺乏明确投资的主线的情况下，建议短期观望为主，中长期仍可适当借入科技板块。

**【债券资产】**进入 4 月税期，资金面在中旬出现一定波动，跨月资金中枢有所抬升，但债券供给并未上量，票据利率显示的信贷投放也较为中性，整体流动性环境依然偏宽松；叠加 4 月工业与地产均有一定程度的回落，偏弱的基本面驱动债市长端利率下行动能持续走强，期限利差进一步被压缩，曲线持续走平。当前基本面的复苏动能偏弱，宽信用周期也逐步触顶，债市短期或仍存在一定进攻机会，但外贸的持续性、消费的反弹、地产投资的滞后放量都可能是潜在的风险点，若货币政策没有进一步宽松动作，债市可能面临一定调整压力。

**【汇率资产】**4 月美元指数延续走弱，美中利差小幅走阔，美元兑人民币汇率小幅升值；当前市场对于美联储加息路径预期较为充分，未来或还有一次 25BP 加息后，将于下半年转入宽松周期，因此美元可能还会维持弱势；但同时我国经济弱复苏的特征也得到确认，经济二次冲顶的节奏尚不明朗，人民币资产短期也可能承压；可以考虑使用黄金对冲美元与人民币的走弱压力。

**风险提示：经济短期修复仍有不确定性**

## 内容目录

1. 全球经济与政策追踪.....	4
1.1. 国内经济：内需复苏整体温和，出口大超预期.....	4
1.2. 海外经济：欧洲通胀粘性仍强，美国加息节奏略有延长.....	8
2. 4月大类资产观察.....	10
2.1. 权益资产观察.....	10
2.2. 债券资产观察.....	11
2.3. 汇率资产观察.....	12

## 图表目录

图 1：我国一季度社零增长情况.....	5
图 2：近期我国居民人均消费率变化.....	5
图 3：我国一季度固定资产投资增长情况.....	5
图 4：我国一季度进出口增长情况.....	5
图 5：我国宏观经济周频景气指数.....	6
图 6：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	6
图 7：我国高炉炼铁周频开工率.....	6
图 8：我国焦化企业周频开工率.....	6
图 9：我国秦皇岛港煤炭周频调度量.....	6
图 10：我国石油沥青周频开工率.....	6
图 11：我国螺纹钢与线材合计周频产量.....	6
图 12：我国汽车半钢胎周频开工率.....	6
图 13：我国涤纶长丝织机周频开工率.....	7
图 14：我国 100 大中城成交土地占地面积.....	7
图 15：我国主要城市二手房成交面积.....	7
图 16：我国 30 大中城商品房成交面积.....	7
图 17：我国乘用车当周日均销量.....	8
图 18：我国电影票房当周收入值.....	8
图 19：欧元区制造业与服务业 PMI.....	8
图 20：欧元区通胀情况.....	8
图 21：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比.....	9
图 22：美国失业率季调与持失业保险人群失业率.....	9
图 23：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比.....	9
图 24：CME 利率期货对美联储加息路径预期.....	9
图 27：A 股细分行业指数 4 月表现.....	10
图 28：A 股细分行业交易拥挤度分位数（换手率）.....	10
图 29：A 股细分风格板块 4 月表现.....	10
图 26：4 月申万行业指数市盈率历史分位数.....	11
图 31：近一个月央行净投放与资金利率.....	12
图 32：我国国债收益率曲线关键期限变动.....	12
图 33：全球主要货币 4 月汇率变动.....	12
图 34：美债-中债利率（10Y）与人民币汇率.....	12

## 1. 全球经济与政策追踪

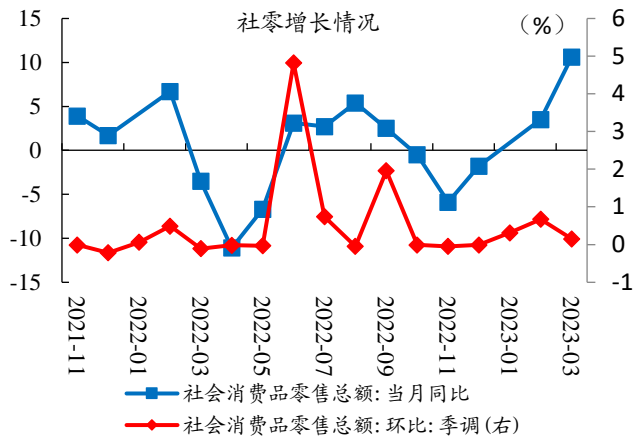
### 1.1. 国内经济：内需复苏整体温和，出口大超预期

4月18日，我国一季度主要经济数据悉数公布，一季度GDP当季同比增长4.5%，高于市场预期的4%；结构上，内需复苏整体温和，出口则显著超出市场预期。

(1) 消费在报复性反弹后回暖力度趋缓。3月份零同比大幅抬升与去年同期基数较低有较大关系。估算居民部门人均消费率剔除季节性因素后连续三个季度下滑，居民部门的消费意愿仍然相对审慎。(2) 投资稳步增长。全国固定资产投资同比增长5.1%，但民间投资远低于国有控股投资；一定程度上反映了政府投资拉动民间投资的效应仍需时间验证。结构上第三产业的民间投资受损最为明显，或主要与2022年以来地产市场不景气，地产民企投融资能力受损有关。(3) 出口：逐月向好，新动能稳中加固，主要特征有：对东盟以及俄罗斯出口的高增，或许与加强“一带一路”建设、俄罗斯政治事件、中美贸易关系等有关；诸如服装、塑料、箱包等劳动密集型产品大幅增长的原因或许与我国劳动密集型企业的延迟开工相关；机电产品出口的大幅增长、汽车产品出口的稳定表现，也反映我国出口产业链逐步高端化的趋向。

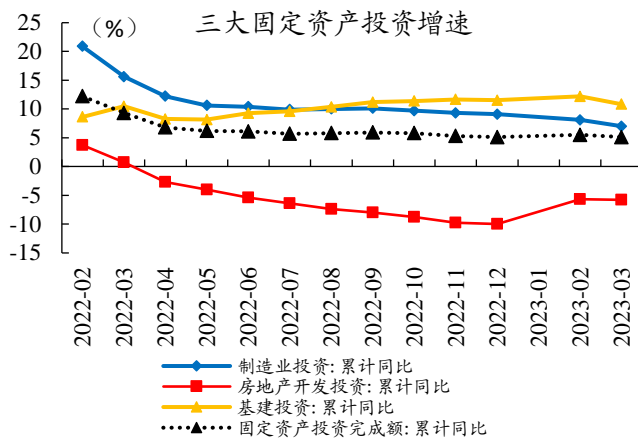
高频数据方面，进入4月第三周，上游工业出现一定反弹，高炉开工延续高位运行，焦化与煤炭产能有超季节性上移；建筑业表现偏弱，或受地产成交与景气度下滑影响，沥青开工与螺纹线材产能均有环比下移；制造业回归季节性，整体表现平稳；房地产成交持续下滑，二手房偏强，但成交土地面积与商品房成交均有超季节性下滑；汽车零售与电影票房整体平稳。

图 1：我国一季度社零增长情况



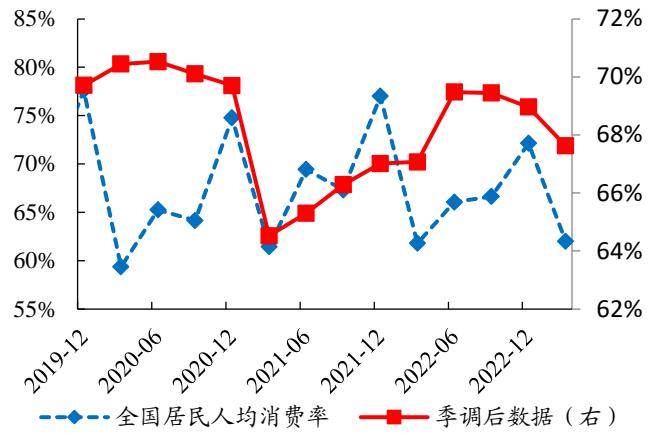
资料来源：Wind，中原证券

图 3：我国一季度固定资产投资增长情况



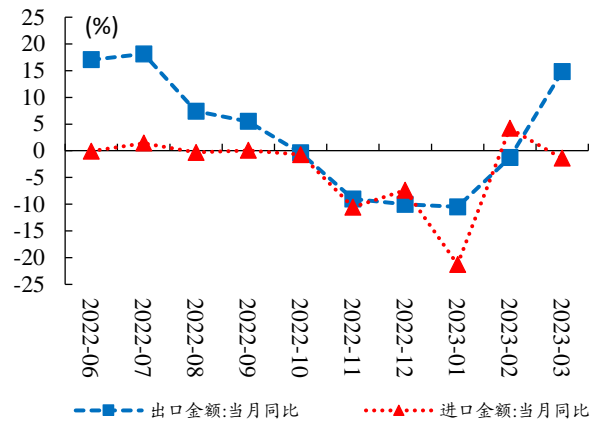
资料来源：Wind，中原证券

图 2：近期我国居民人均消费率变化



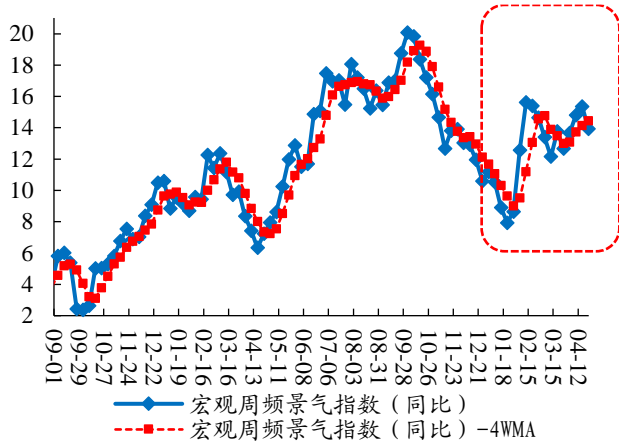
资料来源：Wind，中原证券

图 4：我国一季度进出口增长情况



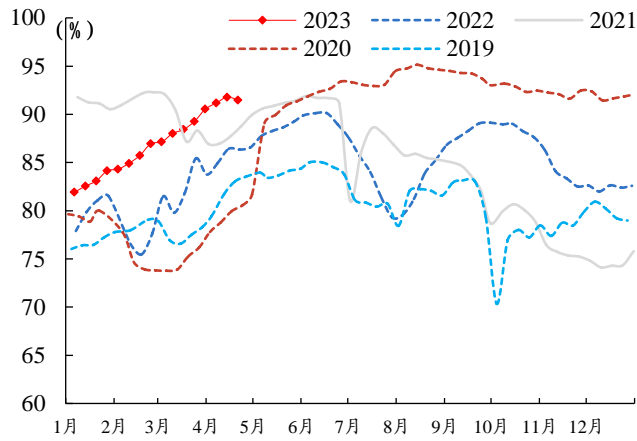
资料来源：Wind，中原证券

图 5：我国宏观经济周频景气指数



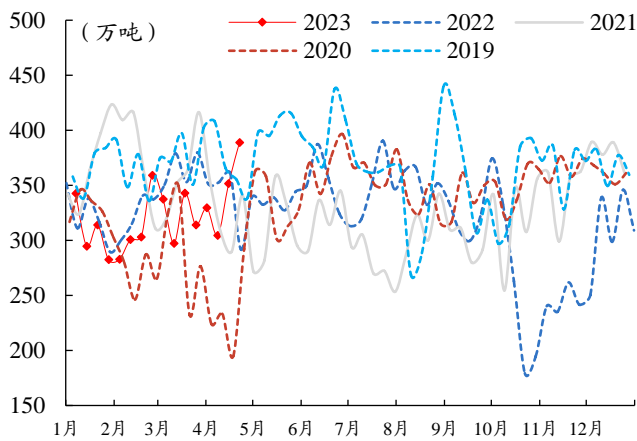
资料来源：Wind，中原证券

图 7：我国高炉炼铁周频开工率



资料来源：Wind，中原证券

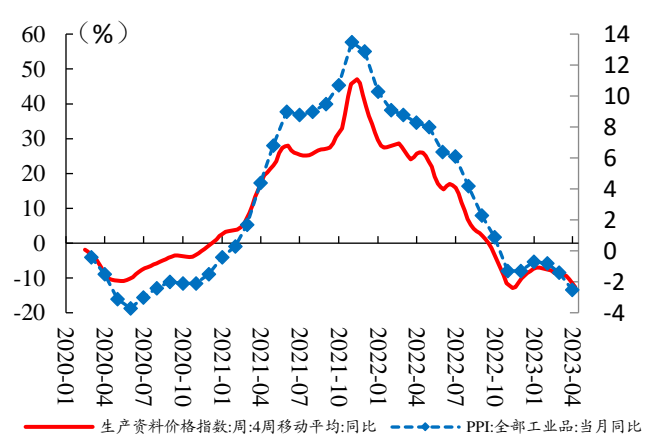
图 9：我国秦皇岛港煤炭周频调度量



资料来源：Wind，中原证券

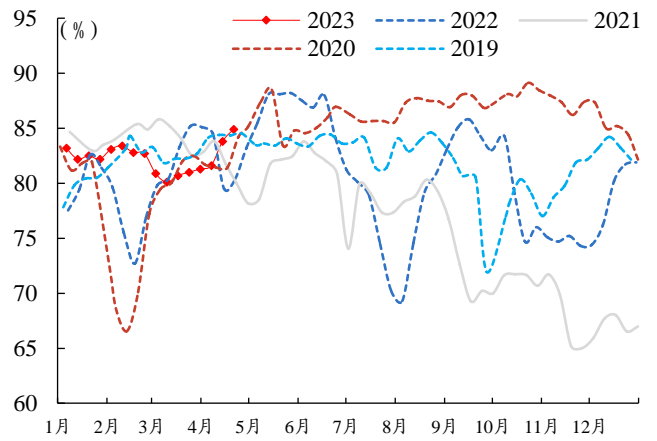
图 11：我国螺纹钢与线材合计周频产量

图 6：我国生产资料价格指数与 PPI 同比



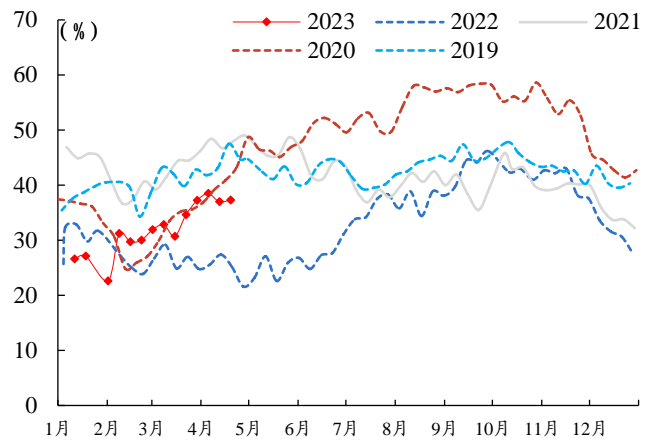
资料来源：Wind，中原证券

图 8：我国焦化企业周频开工率



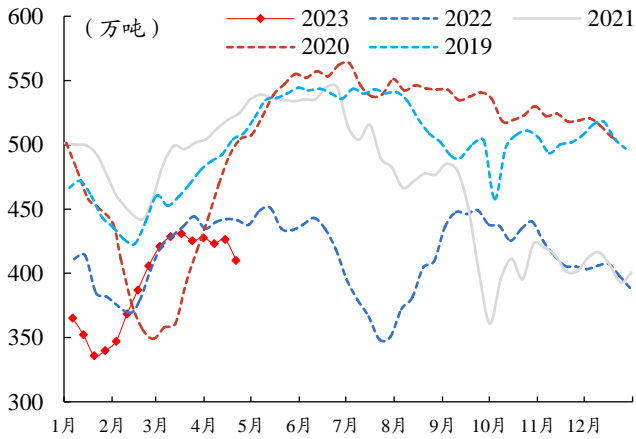
资料来源：Wind，中原证券

图 10：我国石油沥青周频开工率



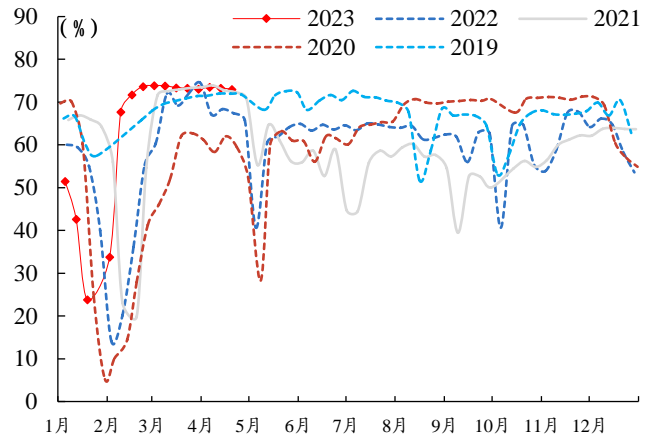
资料来源：Wind，中原证券

图 12：我国汽车半钢胎周频开工率



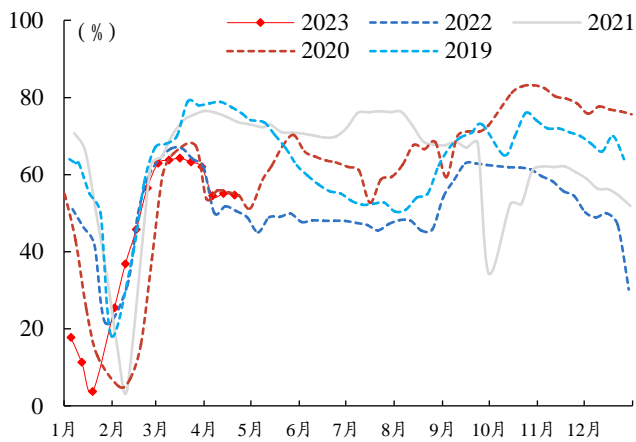
资料来源：Wind，中原证券

图 13：我国涤纶长丝织机周频开工率



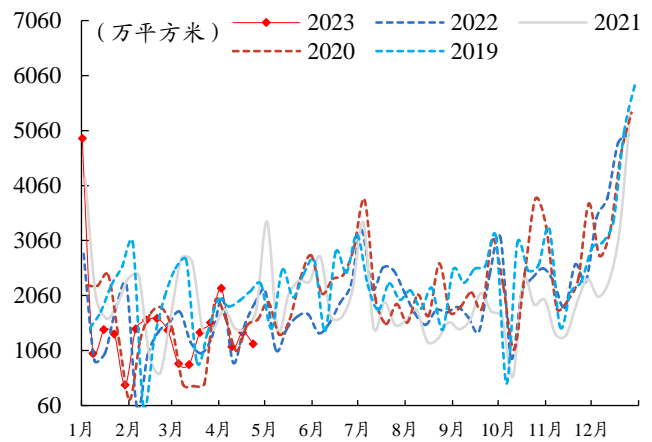
资料来源：Wind，中原证券

图 14：我国 100 大中城成交土地占地面积



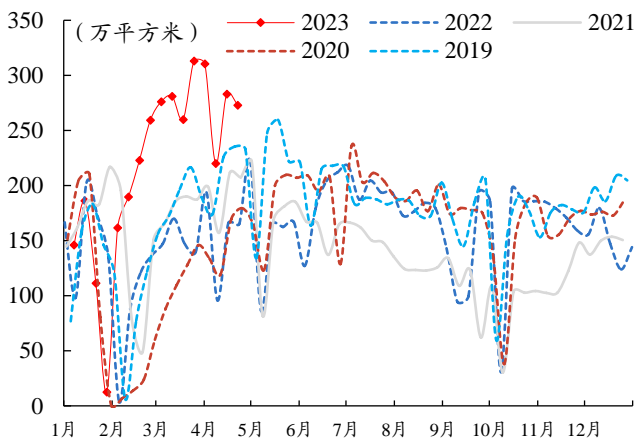
资料来源：Wind，中原证券

图 15：我国主要城市二手房成交面积

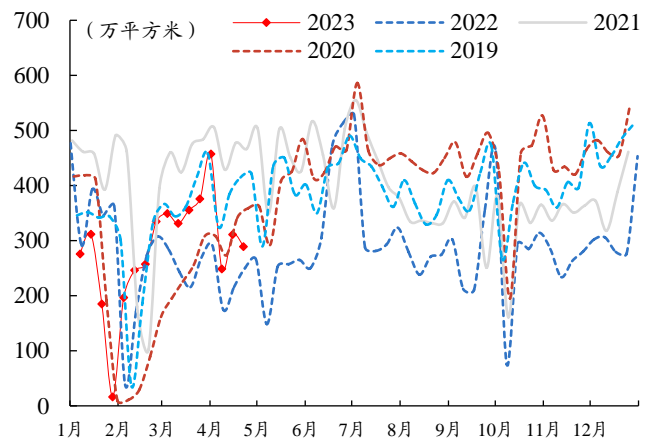


资料来源：Wind，中原证券

图 16：我国 30 大中城商品房成交面积

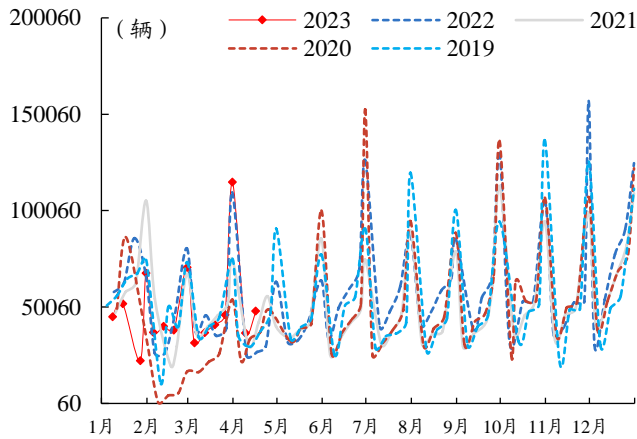


资料来源：Wind，中原证券



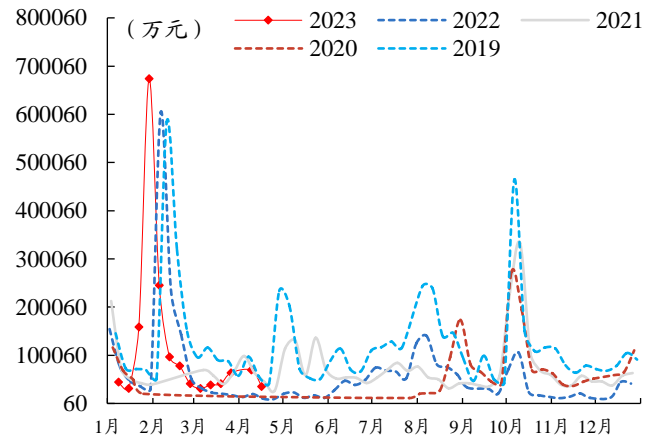
资料来源：Wind，中原证券

图 17：我国乘用车当周日均销量



资料来源：Wind，中原证券

图 18：我国电影票房当周收入值



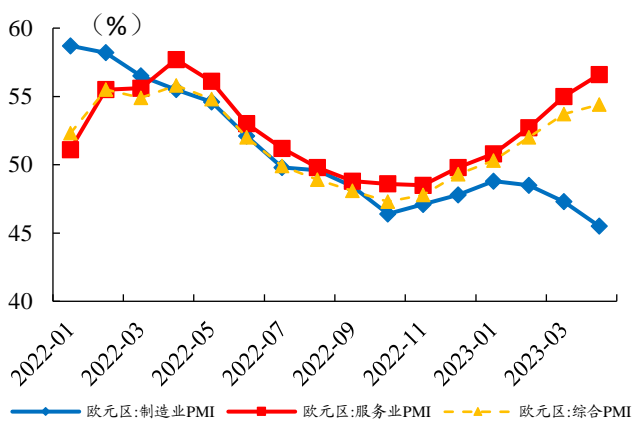
资料来源：Wind，中原证券

## 1.2. 海外经济：欧洲通胀粘性仍强，美国加息节奏略有延长

4月第三周，欧元区 PMI 与通胀数据公布，欧洲综合 PMI 录得 54.4%，较前值抬升 0.7%，结构上主要受服务业 PMI 改善拉动，但制造业 PMI 回落幅度较大，且已经连续四个月回落，显示中上游生产动能依然不足。通胀层面，欧洲 CPI 同比整体回落幅度较大，但核心 CPI 不降反升，反映能源价格下跌对整体通胀影响幅度较大，然而下游需求带来的通胀粘性依然较强。

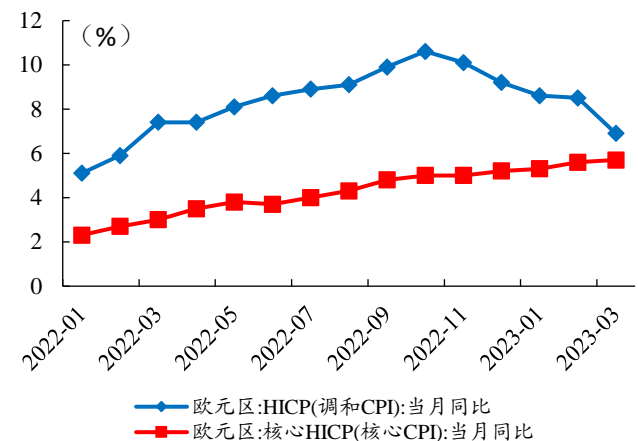
4月美国红皮书商业零售指数同比增长 1.1%，较前值回落 0.4%，商品消费动能仍在持续走弱；当周初次申领失业金人数连续三周抬升，显示劳动力市场的需求在逐步收敛。3月美国 CPI 同比回落幅度较大，抗通胀成效仍在显现，但失业率的走低又反映出劳动力市场依然紧俏，因此市场预期联储由加息转向降息的节奏略有放缓，根据 CME 利率期货隐含预期，市场普遍认为联储将在 5月3日的议息会议加息 25BP 至上限 5.25%，并持续维持至下半年 11月。

图 19：欧元区制造业与服务 PMI



资料来源：Wind，中原证券

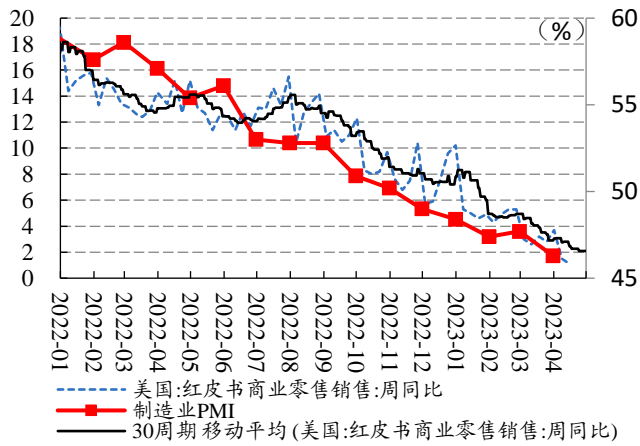
图 20：欧元区通胀情况



资料来源：Wind，中原证券

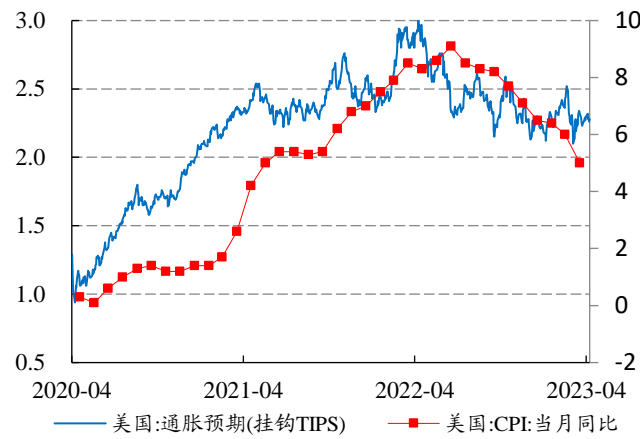


图 21: 美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



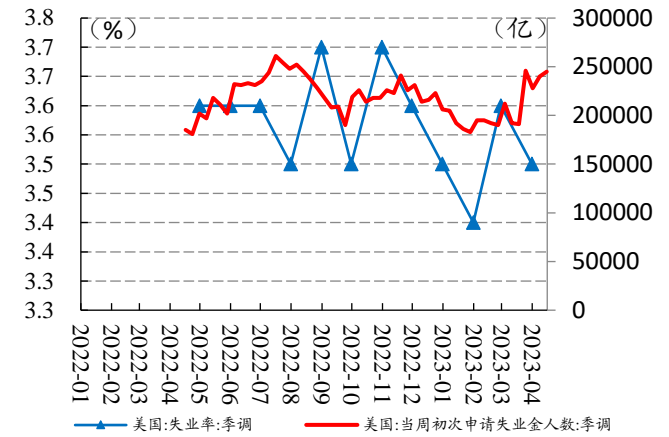
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 美国通胀预期 (挂钩 TIPS) 与 CPI 同比



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: CME 利率期货对美联储加息路径预期

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	85.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	64.7%	24.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	20.7%	57.2%	20.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.0%	38.2%	39.4%	10.5%
2023/11/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.8%	29.7%	39.0%	19.6%	3.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.4%	25.4%	37.2%	23.3%	6.4%	0.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	22.9%	35.7%	25.2%	8.7%	1.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.2%	21.5%	34.6%	26.0%	10.0%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	7.6%	23.4%	33.4%	23.7%	8.8%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.6%	16.1%	28.8%	28.2%	15.7%	5.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.5%	3.8%	13.9%	26.3%	28.3%	18.1%	7.1%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	5.8%	16.4%	26.7%	26.3%	15.9%	6.0%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

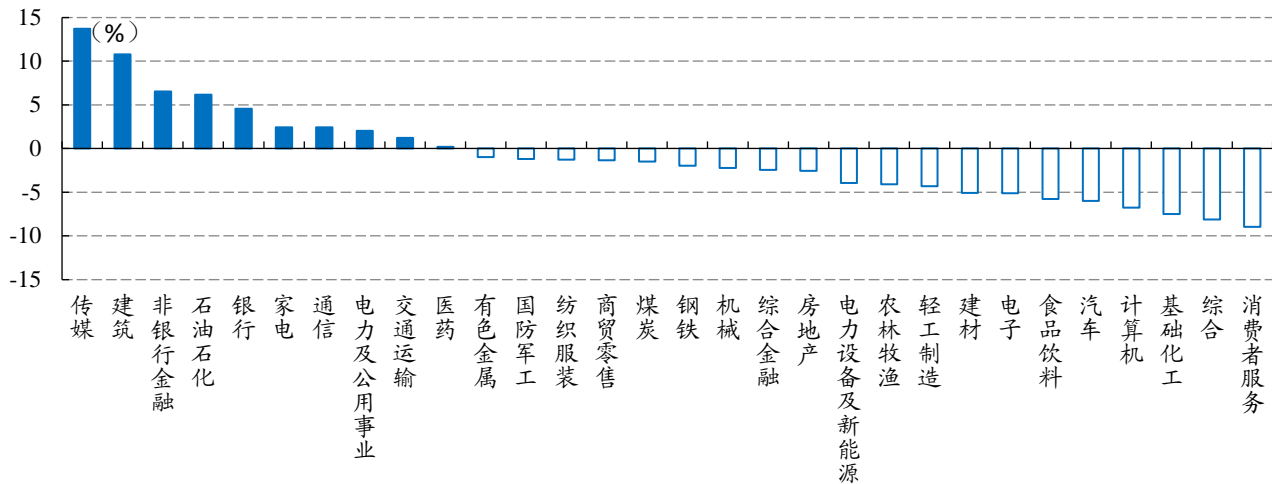
资料来源: CME, 中原证券

## 2. 4月大类资产观察

### 2.1. 权益资产观察

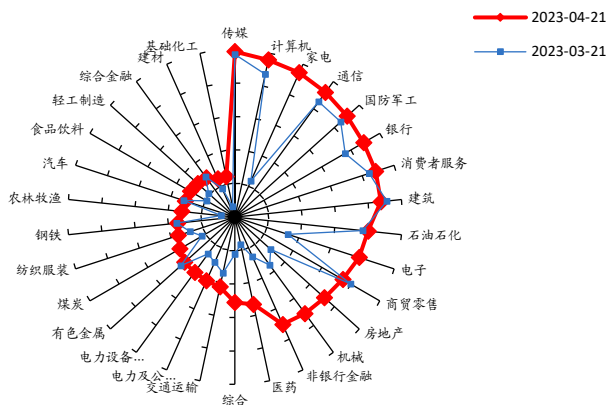
4月中旬，上证指数突破3300后，大金融板块，中特股为主的建筑板块领涨，带动指数强势上攻至3400附近，而前期涨幅较大的TMT板块则较为沉寂；4月下旬，伴随工业生产、地产销售高频数据的走弱，经济弱复苏的现实再次得到确认，指数上攻缺乏经济增长主线支撑，随即迎来快速调整。3月资金集中进入TMT板块后，交易拥挤度显著抬升，进入4月资金逐步转入大金融、家电等防御性板块；当前指数上攻动能不足，A股行业轮动的特征较为明显，在缺乏明确投资的主线的情况下，建议短期观望为主，中长期仍可适当借入科技板块。

图 25: A股细分行业指数4月表现



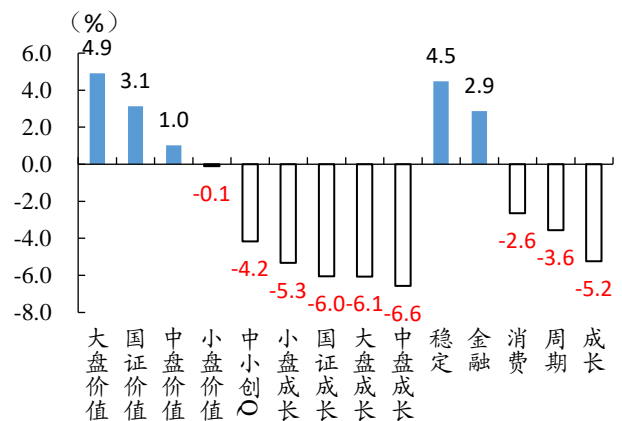
资料来源: Wind, 中原证券

图 26: A股细分行业交易拥挤度分位数(换手率)



资料来源: Wind, 中原证券

图 27: A股细分风格板块4月表现



资料来源: Wind, 中原证券

图 28：4 月申万行业指数市盈率历史分位数

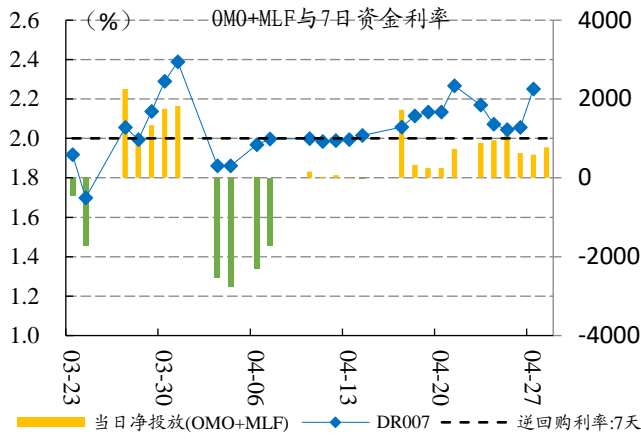
申万行业	最新市盈率	上期市盈率	环比变化	历史分位数	历史平均值	历史最高	历史最低
有色金属	13.5	13.8	-2.0%	0.1%	31.7	60.6	13.5
煤炭	6.6	6.8	-2.7%	2.5%	9.1	13.4	6.2
银行	4.9	4.8	2.5%	5.9%	6.3	8.3	4.3
电力设备	24.0	26.2	-8.6%	6.5%	36.6	58.9	20.3
基础化工	14.5	15.6	-6.5%	12.3%	20.8	37.4	12.5
医药生物	24.3	24.0	1.4%	13.1%	34.6	63.5	20.3
通信	29.7	31.1	-4.6%	13.2%	36.7	52.8	23.9
国防军工	55.0	53.8	2.0%	15.2%	61.7	83.3	44.7
交通运输	12.6	12.4	1.5%	16.3%	17.3	27.5	11.0
家用电器	14.6	14.5	0.4%	28.0%	17.0	30.0	10.6
环保	20.6	20.5	0.8%	29.4%	21.7	29.5	14.7
石油石化	13.6	11.6	16.7%	41.3%	15.3	26.4	9.0
食品饮料	33.0	35.6	-7.3%	41.4%	36.6	63.0	21.2
纺织服饰	23.4	24.0	-2.6%	44.2%	25.7	39.6	16.6
电子	34.8	34.2	1.6%	50.0%	36.9	64.7	20.3
汽车	28.5	30.8	-7.5%	55.6%	25.0	39.0	12.6
综合	44.7	44.9	-0.5%	63.1%	40.4	74.4	23.1
机械设备	29.4	31.6	-6.9%	64.6%	28.3	37.4	19.2
公用事业	24.0	24.4	-1.4%	71.8%	21.8	30.1	16.2
社会服务	108.1	122.9	-12.1%	75.4%	75.1	209.7	24.9
非银金融	17.1	16.5	4.3%	76.9%	15.8	23.7	11.6
建筑装饰	10.8	9.8	10.9%	78.8%	10.0	13.4	7.9
计算机	65.2	65.2	0.1%	79.8%	55.7	91.5	34.7
农林牧渔	54.6	98.0	-44.3%	80.0%	46.3	133.5	14.9
轻工制造	28.2	31.1	-9.4%	82.9%	23.7	34.3	14.2
美容护理	52.0	57.3	-9.2%	84.8%	41.3	64.8	25.2
传媒	43.4	42.5	2.0%	88.9%	32.5	62.0	19.5
建筑材料	17.3	16.9	2.2%	93.4%	13.7	19.5	10.0
商贸零售	37.9	38.3	-1.0%	94.3%	24.5	40.9	13.1
房地产	14.2	14.0	1.9%	98.1%	9.9	15.6	6.8
钢铁	19.4	17.9	8.6%	99.8%	11.0	19.4	5.7

资料来源：Wind，中原证券

## 2.2. 债券资产观察

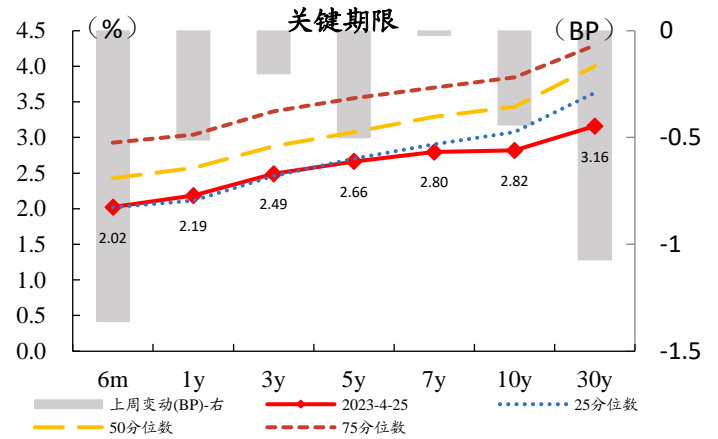
进入 4 月税期，资金面在中旬出现一定波动，跨月资金中枢有所抬升，但债券供给并未上量，票据利率显示的信贷投放也较为中性，整体流动性环境依然偏宽松；叠加 4 月工业与地产均有一定程度的回落，偏弱的基本面驱动债市长端利率下行动能持续走强，期限利差进一步被压缩，曲线持续走平。当前基本面的复苏动能偏弱，宽信用周期也逐步触顶，债市短期或仍存在一定进攻机会，但外贸的持续性、消费的反弹、地产投资的滞后放量都可能是潜在的风险点，若货币政策没有进一步宽松动作，债市可能面临一定调整压力。

图 29: 近一个月央行净投放与资金利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 我国国债收益率曲线关键期限变动

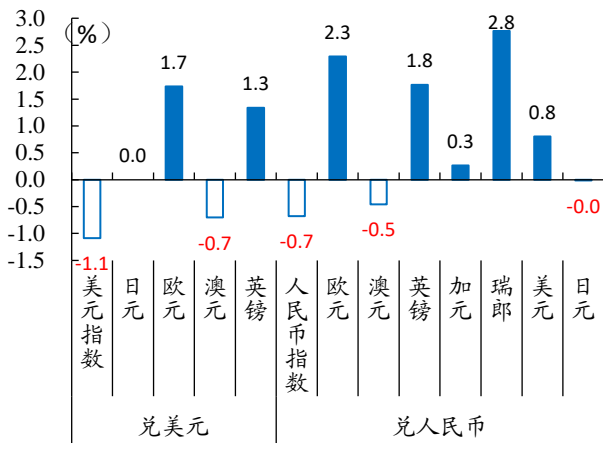


资料来源: Wind, 中原证券

### 2.3. 汇率资产观察

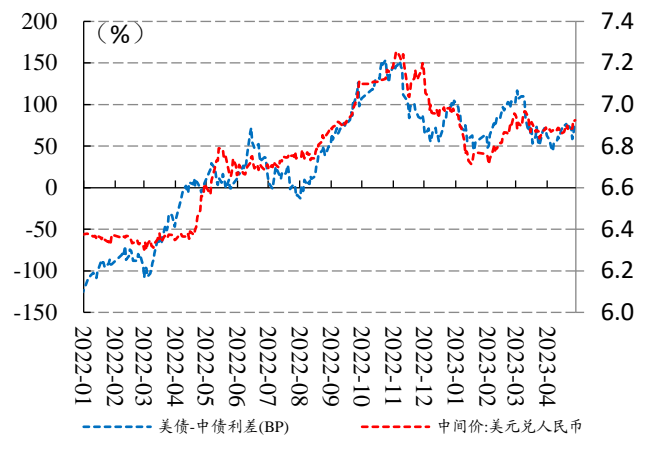
4月美元指数延续走弱，美中利差小幅走阔，美元兑人民币汇率小幅升值；当前市场对于美联储加息路径预期较为充分，未来或还有一次25BP加息后，将于下半年转入宽松周期，因此美元可能还会维持弱势；但同时我国经济弱复苏的特征也得到确认，经济二次冲顶的节奏尚不明朗，人民币资产短期也可能承压；可以考虑使用黄金对冲美元与人民币的走弱压力。

图 31: 全球主要货币 4 月汇率变动



资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。