

2023年06月03日

# 主题报告

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号: S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

## 相关报告

地方债发行计划半月报-2023年6月地方债发行计划已披露 6584 亿元 2023.6.1

需求不足下的弱现实——5月PMI点评 2023.5.31

“中特估+”转债系列报告——军工篇 2023.5.26

四月经济数据点评-内生压力凸显 2023.5.16

地方债发行计划半月报-2023年二季度地方债发行计划已披露 16778 亿元 2023.5.16

## 3月全球经济数据综述

### 投资要点

- ◆ 我们是全市场对全球经济监测非常全面和连续的机构，在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 GDP 占比超过 3/4 的 15 个经济体。
- ◆ 在回溯了二战之后的中美经济史后，我们主要的工作是在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 15 个经济体的高频数据。这 15 个经济体在全球 GDP 中占比超过 3/4，包括：美国、欧元区、英国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、印尼、金砖五国、墨西哥、阿根廷。
- ◆ 本篇报告为相关经济体 3 月主要经济数据综述，综合来看，中国出现一定程度改善，美欧英日和除中国外其他新兴经济体均出现不同程度走弱。

表 1：3 月全球经济数据综述

	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年	2023 Q1
全球	6.0%	↓	↓	↓	↓	3.4%	↑
发达	5.2%	↓	↓	↓	↓	2.7%	↑
新兴	6.6%	↑	↓	↑	↓	4.0%	↑
中国	8.1%	4.8%	0.4%	3.9%	2.9%	3.0%	4.5%
美国	5.9%	3.7%	1.8%	1.9%	0.9%	2.1%	1.6%
欧元区	5.3%	5.5%	4.4%	2.5%	1.8%	3.5%	1.3%
英国	7.6%	10.6%	3.8%	2.0%	0.6%	4.1%	0.2%
日本	2.2%	0.5%	1.8%	1.6%	0.4%	1.0%	1.3%

资料来源：IMF, Wind, 华金证券研发中心

注 1：↑表示好于前值，-表示与前值持平，↓表示差于前值。

注 2：表中数据为当年/季实际 GDP 同比增速，全球、发达、新兴经济增速数据来自 IMF。

注 3：表中新兴经济体包含中国。

- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松



## 内容目录

一、美国：有所走弱。 .....	3
二、欧英日：全面走弱。 .....	4
三、中国：延续改善。 .....	5
四、新兴：有所走弱。 .....	6
五、风险提示 .....	7

## 图表目录

表 1：3 月全球经济数据综述 .....	1
-----------------------	---

## 一、美国：有所走弱。

3月数据显示，美国经济整体表现有所走弱。一季度美国实际GDP同比增长1.6%，前值同比增长0.9%，我们预计美国全年实际GDP增速在1.6%左右，美国经济增速或已基本回落至长期潜在水平（1.8%）附近。

**(1) 一季度美国GDP同比增长1.6%，高于前值。**一季度美国GDP同比增长1.6%，2022年四季度同比增长0.9%；一季度美国GDP环比折年增长1.1%，则低于2022年四季度的2.6%。我们预计美国全年实际GDP增速在1.6%左右，美国经济增速或已基本回落至长期潜在水平（1.8%）附近。

**(2) 3月美国两大PMI走势相反，整体平稳。**3月美国两大PMI走势相反，整体平稳。3月美国ISM制造业PMI录得46.3，前值47.7；3月美国ISM服务业PMI录得51.2，前值55.1。3月美国Markit制造业PMI录得49.2，前值47.3；3月美国Markit服务业PMI录得52.6，前值50.6，3月美国综合PMI录得52.3，前值50.1。

**(3) 3月零售恶化，消费者信心下降。**3月，密歇根消费者信心指数62.0，前值67.0。3月，个人可支配收入折年19.8万亿美元，个人消费支出18.1万亿美元，均高于前值。3月零售环比下降1.0%，前值环比下降0.2%。

**(4) 3月失业率下降，新增非农就业人数下降，劳动参与率上升。**3月，美国新增非农就业人口23.6万人，前值32.6万人。3月，美国失业率3.5%，前值3.6%；劳动力参与率62.6%，前值62.5%。

**(5) 3月CPI、PPI同比全面下降。**3月CPI同比增长5.0%，前值6.0%；3月PPI同比下降1.2%，前值增长2.4%。

**(6) 3月出环比上升，进口环比下降，逆差642亿美元，前值逆差调整为706亿美元。**

**(7) 3月制造业整体平稳。**3月全部制造业出货量、工业产能利用率低于前值，耐用品出货量、工业总体产出指数高于前值。生产端、零售端库存下降。

**(8) 3月新房销售改善、二手房恶化。**3月新屋销售环比增长9.6%，前值环比下降3.9%；3月成屋签约销售指数环比下降5.2%，前值环比增长0.9%。2月房价环比上涨。

**(9) 3月国债收益率下降、信用利差上升、美元指数上升、恐慌指数上升、国债余额同比增速下降，国际资本净流入美国。**3月末美联储资产规模8.7万亿美元，前值8.4万亿；3月末美国国债规模31.5万亿美元，同比增长3.5%，前值31.5万亿美元，同比增长3.9%；3月国际资本净流入美国567亿美元，前值修正为净流入137亿美元；3月美国10年国债收益率均值3.66%，前值3.75%；3月美国信用利差均值5.12%，前值4.63%；3月美元指数均值103.8，前值103.7；3月标普恐慌指数均值21.6，前值20.1。

## 二、欧英日：全面走弱。

3月数据显示，欧英日出现不同程度走弱。一季度欧英实际经济同比增速低于前值，日本高于前值。

(1) 一季度欧英实际经济同比增速低于前值，日本高于前值。一季度欧元区 GDP 同比增长 1.3%，2022 年四季度同比增长 1.8%；一季度欧元区 GDP 环比折年增长 0.3%，2022 年四季度环比折年萎缩 0.2%。一季度英国 GDP 同比增长 0.2%，2022 年四季度同比增长 0.6%；一季度英国 GDP 环比折年增长 0.4%，2022 年四季度环比折年上涨 0.4%。一季度日本 GDP 同比增长 1.3%，2022 年四季度同比增长 0.4%；一季度日本 GDP 环比折年增长 1.6%，2022 年四季度下降 0.1%。

(2) 3月欧日 PMI 整体改善，英国全面恶化。3月欧元区制造业低于前值、服务业带动综合 PMI 高于前值；制造业 PMI 录得 47.3，前值 48.5；服务业 PMI 录得 55.0，前值 52.7；综合 PMI 录得 53.7，前值 52.0。3月英国制造业、服务业 PMI 全面低于前值；制造业 PMI 录得 47.9，前值 49.3；服务业 PMI 录得 52.9，前值 53.5；综合 PMI 录得 52.2，前值 53.1。3月日本制造业、服务业 PMI 全面高于前值；制造业 PMI 录得 49.2，前值 47.7，服务业 PMI 录得 55.0，前值 54.0，综合 PMI 录得 52.9，前值 51.1。

(3) 3月欧英日外贸全面恶化。3月欧元区出口同比增长 7.5%，前值同比增长 7.5%；3月欧元区进口同比下降 9.9%，前值同比增长 1.4%。3月英国出口同比增长 10.4%，前值同比增长 14.2%；3月英国进口同比下降 4.0%，前值同比增长 0.9%。3月日本出口同比增长 4.3%，前值同比增长 6.5%；3月日本进口同比增长 7.4%，前值同比增长 8.5%。

(4) 3月欧英失业率整体平稳，日本上升。3月欧元区失业率 6.5%，前值 6.6%；3月英国失业率 3.9%，前值 3.8%；3月日本失业率 2.8%，前值 2.6%。

(5) 3月欧英日通胀全面下行。3月欧元区 CPI 同比上涨 6.9%，前值上涨 8.5%；3月欧元区 PPI 同比上涨 5.9%，前值上涨 13.2%。3月英国 CPI 同比上涨 10.1%，前值上涨 10.4%；3月英国 PPI 同比上涨 8.7%，前值上涨 12.1%。3月日本 CPI 同比上涨 3.2%，前值上涨 3.3%；3月日本 PPI 同比上涨 7.2%，前值上涨 8.3%。

(6) 2月欧英 10 年国债收益率略高于前值，日本低于前值。3月末，欧元区国家政府债务规模 10.6 万亿欧元，同比增长 4.1%，前值增长 5.1%；欧央行资产规模 7.7 万亿欧元，按期末汇率折算 8.4 万亿美元。3月欧元区 10 年国债收益率均值 2.47%，前值 2.46%。3月英国 10 年国债收益率均值 3.56%，略高于前值。3月末，日本国家政府债务规模 1270 万亿日元，同比增长 2.4%，前值增长 2.9%；日本央行资产规模 735 万亿日元，按期末汇率折算 5.5 万亿美元；3月日本 10 年国债收益率均值 0.40%，前值 0.52%。

(7) 3月欧日零售、制造全面恶化，英国零售恶化、制造改善。3月欧元区零售指数同比下降 3.8%，前值同比下降 2.4%；3月欧元区工业生产指数同比下降 1.4%，前值同比增长 2.0%。3月英国零售指数同比增长 4.5%，前值增长 5.8%；3月英国工业生产指数同比下降 2.0%，前值同比下降 2.8%。3月日本商业销售同比增长 2.4%，前值增长 3.6%；3月日本工业生产指数同比下降 0.8%，前值同比下降 0.5%。

### 三、中国：延续改善。

回顾整个一季度的中国宏观经济走势，1月明显走弱，2月大幅改善，3月继续改善；合并来看，一季度实际GDP同比增长4.5%，名义GDP同比增长5.0%。一季度GDP平减指数回升至0.4%，高于去年四季度的-0.5%。去年疫情冲击下，二季度实际GDP形成了较低的基数，而通胀则形成了较高的基数；剔除掉基数影响，我们认为实体经济仍然在恢复过程之中。

人均消费支出全面改善。一季度全国居民人均消费支出同比增长5.4%，去年四季度同比下降2.4%，去年同期同比增长6.9%；其中一季度城镇人均消费支出同比增长4.8%，去年四季度同比下降3.8%，去年同期同比增长5.7%；一季度农村居民人均消费支出同比增长5.5%，去年四季度同比增长0.0%，去年同期同比增长8.6%。收入方面，受城镇拉动全国则有所改善。一季度全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，去年四季度同比增长4.2%，去年同期同比增长6.3%；其中一季度城镇人均可支配收入同比增长4.0%，去年四季度同比增长2.9%，去年同期同比增长5.4%；一季度农村居民人均可支配收入同比增长6.1%，去年四季度的同比增长6.3%，去年同期同比增长7.0%。

工业企业产能利用率一季度录得74.3%，低于去年四季度的75.7%；与盈利走弱相符，后续难言乐观。

就业方面，从城镇调查失业率以及从与之对应的新增城镇就业人数上看，一季度中国就业情况有所改善。

具体到3月数据，虽然3月下旬有短暂走弱，但整体上较1-2月继续改善，但部分或与去年的低基数有关，这种低基数效应在4月会更加明显。以CPI和PPI衡量，通胀数据全面下行，但部分与去年的高基数有关，通胀方面的高基数效应将持续至5月。因此，在后续的1-2个月中，我们需要在一定程度上对基数效应进行剔除。负债端来看，财政前置引发实体部门负债增速在1-2月连续上升，3-4月或趋于平稳，后续转头下行概率更高；对应资产端很难量价齐升。

#### (1) 3月同比数据多数好于1-2月。

\* 表现好于1-2月的数据。城镇调查失业率、消费、工业增加值、进出口、发电量、商品房销售、汽车产销、粗钢产量、水泥产量、乙烯产量、石油产量、

\* 表现差于1-2月的数据。CPI、PPI、投资、房屋新开工、10种有色金属产量、煤炭产量、天然气产量。

#### (2) 3月南华综合指数、CRB指数双双环比下降。

3月南华综合指数先跌后张，中枢下移；以月均衡量，南华综合指数3月低于2月；南华工业品指数的走势与南华综合指数基本一致。现货价格涨跌互现，以月均衡量，钢铁现货价格、水泥现货价格、化工产品现货价格环比上涨；农产品批发价格指数、猪肉现货价格、煤炭现货价格环比下跌。国际方面，大宗商品价格3月整体环比下跌，以月度均值计算，3月CRB现货综合指数录得546，前值553。国际金价、天然气价格、铁矿石价格格环比上涨；国际油价、欧洲煤价、国际铜价、CBOT玉米价格、CBOT小麦价格、CBOT大豆价环比下跌。3月波罗的海散运指数较2月环比上升。

### (3) 2月房地产、煤炭库存同比上升，钢铁下降。

3月商品房待售面积6.5亿平米，同比增长15.4%，2月末同比增长14.9%；3月房屋施工面积76.5亿平米，同比下降5.2%，2月末同比下降4.4%。3月底全国主要钢材品种库存总量同比下降12.5%，2月末同比下降5.2%；3月底重点企业钢材库存量同比增长3.8%，2月末同比增长8.2%。3月末，秦皇岛港煤炭库存同比增长22.7%，2月末同比增长7.9%。

## 四、新兴：有所走弱。

3月数据显示，新兴经济体（新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、巴西、阿根廷、墨西哥、南非）继续走弱。整体来看，一季度实际经济增速料基本平稳。

### (1) 一季度（除中国外）新兴经济体经济增速料有所改善。

一季度新加坡GDP同比增长0.1%，低于2022年四季度的2.1%。一季度马来西亚GDP同比增长5.6%，低于2022年四季度的7.0%。

一季度泰国GDP同比增长2.7%，高于2022年四季度的1.4%。一季度印尼GDP同比增长5.0%，略高于2022年四季度。一季度墨西哥GDP同比增长3.7%，高于2022年四季度的3.5%。一季度印度GDP同比增长6.1%，高于2022年四季度的4.5%。一季度巴西GDP同比增长4.0%，高于2022年四季度的1.9%。

### (2) 3月新兴经济体制造业PMI低于前值、服务业带动综合PMI高于前值。

3月新兴经济体制造业PMI录得50.7，前值51.6；服务业PMI录得56.7，前值54.5；综合PMI录得54.6，前值53.9。

新兴经济体方面，印度3月制造业PMI高于前值、服务业拖累综合PMI低于前值，均高于50。俄罗斯、巴西3月制造业PMI低于前值、服务业带动综合PMI高于前值，其中巴西制造业PMI低于50。中国3月财新制造业PMI低于前值、服务业带动综合PMI高于前值，均不低于50；中采亦是制造业PMI低于前值、服务业带动综合PMI高于前值，均高于50。新加坡3月综合PMI高于前值，高于50。南非3月综合PMI低于前值，低于50。马来西亚、印尼3月制造业PMI高于前值，马来西亚低于50。泰国3月制造业PMI低于前值，高于50。墨西哥3月制造业PMI与前值持平，高于50。

### (3) 3月CPI同比增速全面下行。

3月CPI同比增速高于前值的经济体包括阿根廷。

3月CPI同比增速低于前值的经济体包括新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥。

### (4) 3月M2同比增速整体下行。

3月M2同比增速高于前值的经济体包括新加坡、阿根廷。

3月M2同比增速低于前值的经济体包括马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥。

#### **(5) 3月外贸整体走弱。**

3月进出口双双同比正增长的经济体包括巴西、南非、墨西哥；双双同比负增长的经济体包括新加坡、马来西亚、印尼、印度、阿根廷。

3月进出口同比均好于前值的经济体包括巴西；均弱于前值的经济体包括新加坡、马来西亚、印尼、印度。

#### **(6) 3月工业基本平稳。**

3月工业同比正增长的经济体包括马来西亚、印度、巴西、墨西哥、阿根廷；其中巴西、阿根廷好于前值，马来西亚、印度、墨西哥弱于前值。

3月工业同比负增长的经济体包括新加坡、泰国、俄罗斯、南非；其中新加坡、俄罗斯、南非好于前值，泰国弱于前值。

#### **(7) 3月零售整体走弱。**

3月零售同比正增长的经济体包括新加坡、马来西亚、印尼、印度、巴西、南非、墨西哥、阿根廷；其中印尼、巴西好于前值，新加坡、马来西亚、印度、南非、墨西哥、阿根廷弱于前值。

3月零售同比负增长的经济体包括泰国、俄罗斯；均弱于前值。

#### **(8) 3月汇率对美元全面贬值。**

以月均环比计算，我们观察的10个新兴经济体中，3月汇率对美元升值的有2个，其中墨西哥升值幅度最大（升值1.10%），印度紧随其后（升值0.33%）；对美元贬值的有8个，其中阿根廷贬值幅度最大（贬值5.77%），俄罗斯紧随其后（贬值3.75%）。3月外汇储备较前值增加的经济体包括新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、巴西、南非、墨西哥、阿根廷；没有经济体较前值减少。

#### **(9) 3月10年国债收益率整体上升。**

以月度均值计算，马来西亚、印尼、印度、南非、墨西哥等5个经济体3月10年国债收益率高于前值。新加坡、泰国、巴西等3个经济体3月10年国债收益率低于前值。

## **五、风险提示**

- 1、经济失速下滑
- 2、政策超预期宽松

## 分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)