

3月第3周：经济的结构特征愈发显著

2024年03月25日

- 3月第3周，漫长的春节错位终于临近收尾，经济读数延续低位回升势头，但仍低于1-2月的水平。
- 具体来看，**生产端**，总体较第2周继续小幅改善，上游延续低位回升、走势仍然较弱；中下游小幅回落、走势仍然偏强。对应到**需求端**，钢材表观消费量环比延续季节性回升，但螺纹钢的恢复情况明显弱于近年，热卷恢复程度已经超过近年同期；汽车销量保持强势。**房地产**，新房成交保持较高降幅，二手房成交节后恢复仍偏慢，挂牌价环比继续回落。**流量数据平稳运行**。
- **开年经济数据大超预期**。按照工业增加值同比7%（对标二产）、服务业产出同比5.8%（对标三产），1-2月实际GDP增速应在5.6%以上。3月以来高频数据中枢回落，预计1季度GDP增速仍可达到5%左右。映射到政策选择，**预计下一阶段出台增量宏观政策的概率偏低，存量政策的释放节奏也会中规中矩**。
- **当前经济的结构特征非常显著**。一是房地产寻找新中枢的过程尚未结束，地方化债加码，财政支出平稳对基建的支撑有限，开年建筑链景气度相当低迷；二是房价下跌对居民消费的抑制似乎有所下降，服务消费热情较高，商品消费以价换量；三是新质生产力方向蓬勃发展、政策支持力度大，然而在经济中的占比和对就业的拉动仍待提高；四是海外全球产业链重构和制造业PMI触底回升，带动海外定价上游商品价格开始走强。
- 在此形势下，对于权益市场来说，市场对经济一阶导的走向预期十分充分，只要二阶导保持稳定，就有结构性机会可以挖掘。对于债券利率来说，期限利差大幅压缩后的风险暂不在于基本面和宏观政策，而在于行业监管。
- **风险提示**：高频数据不能准确反映经济全貌；地缘形势变化超预期

**分析师 赵宏鹤**

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

研究助理 张鑫楠

执业证书：S0100124030001

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

相关研究

- 1.人民币汇率点评：汇率波动的两种猜想-2024/03/24
- 2.全球大类资产跟踪周报：全球央行开启“降息赛跑”-2024/03/23
- 3.宏观专题研究：探索利率传导机制的新变化-2024/03/20
- 4.2024年1-2月经济数据点评：开年数据超预期的原因和影响-2024/03/19
- 5.国内经济高频周报：3月第2周：开年经济表现如何？-2024/03/17

高频要点

- **流量**：总体延续平稳运行，市内交通和道路货运恢复相对较好。
- **生产**：春节错位效应持续减弱，上游保持低位回升，开年走势仍弱；中下游持续明显好于上游，开年走势偏强。
- **需求**：钢材表观消费量继续季节性回升，但热卷走势明显更强，螺纹较弱。
- **地产**：30城新房成交面积同比降幅较大，二手房成交面积稍弱于季节性，挂牌价环比继续回落。
- **价格**：出口运价回落，进口运价震荡；菜价回落、猪价回升，工业品价格延续外强内弱。

图1：高频数据定量汇总（%）（红色代表上升，灰色代表下降）

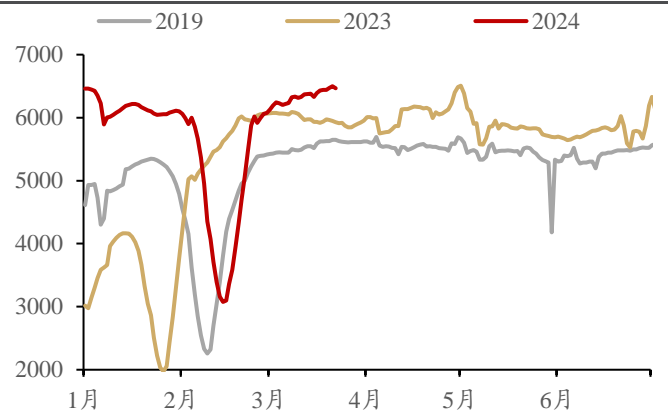
	同比	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3第1周	第2周	第3周
工业生产	样本上游	-0.6	2.1	4.9	7.0	3.6	-9.3	-26.3	-16.5	-10.4
	样本中下游	5.3	11.1	11.0	6.3	6.5	25.5	10.9	10.6	9.8
	合计（修正后）	4.3	5.4	4.8	4.4	4.0	7.0	1.5	2.5	3.1
工业需求	螺纹钢	-19.9	-17.7	-8.8	-12.6	-19.3	-20.5	-49.7	-39.6	-23.5
	热轧卷板	-4.2	-0.6	6.0	8.5	9.5	-0.3	-4.1	-1.3	6.8
	乘用车零售	32.4	27.6	18.6	13.3	12.1	17.0	—	4.0	13.0
房地产	30城新房销售	-22.8	-22.3	-2.6	-15.2	-12.4	-40.2	-60.4	-54.3	-47.2
	15城二手房销售	13.1	41.8	45.3	28.9	5.8	-12.3	-33.6	-25.6	-25.8
	二手房价环比	-0.6	-0.6	-1.1	-1.0	-1.1	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4
	同比	-4.4	-4.6	-5.2	-5.7	-6.2	-6.3	-7.8	-8.1	-8.3
居民出行	航班执行架次	66.2	3.9	1.3	45.5	18.3	18.6	8.6	5.6	4.9
	地铁客运量	44.8	18.6	17.3	23.5	18.1	26.7	3.1	6.1	8.7
道路货运	货运流量指数	-16.4	-14.2	-18.7	-16.4	-16.3	7.7	-22.8	-14.0	-2.5
接触性消费	观影人次	242.3	15.6	-37.6	-24.5	24.4	9.1	124.6	101.1	22.5

资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 出行物流：平稳运行

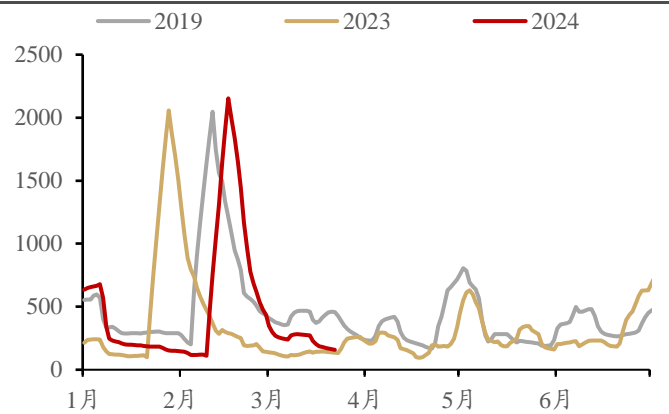
总体延续平稳运行，市内交通和道路货运恢复相对较好。

图2：地铁客运量（万人，公共交通）



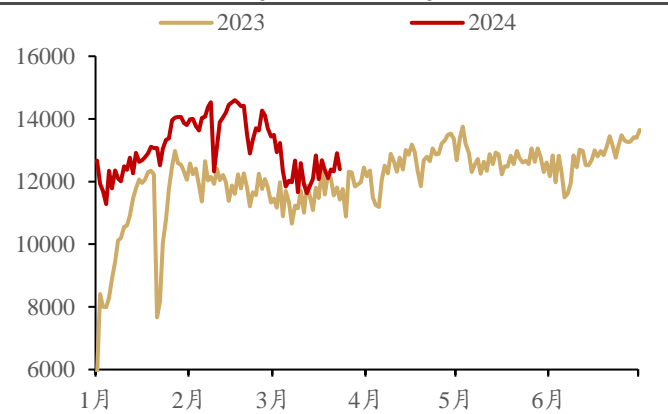
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：观影人次（万人，服务消费）



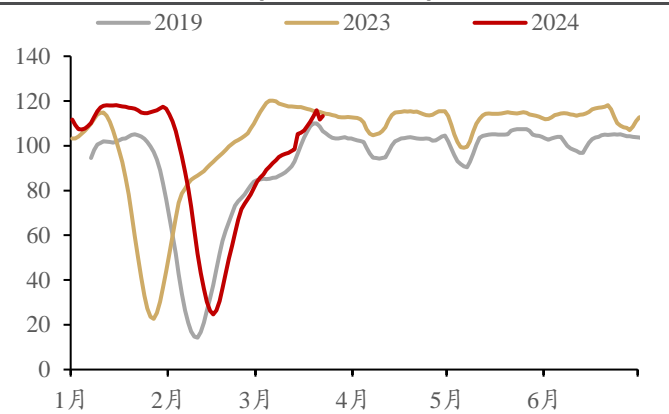
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：航班执行架次（架，出差旅行）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：整车货运流量（点，道路货运）

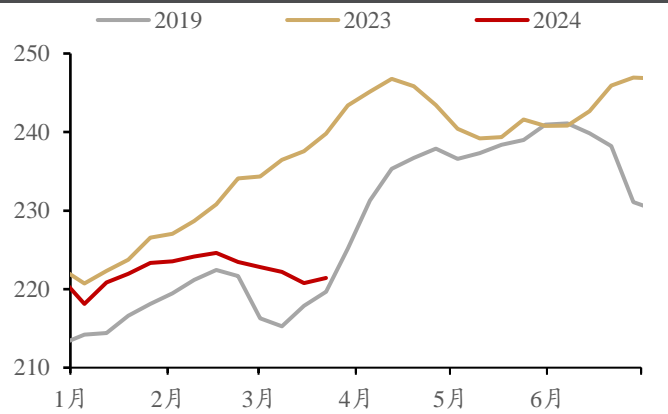


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 上游生产：走势仍弱

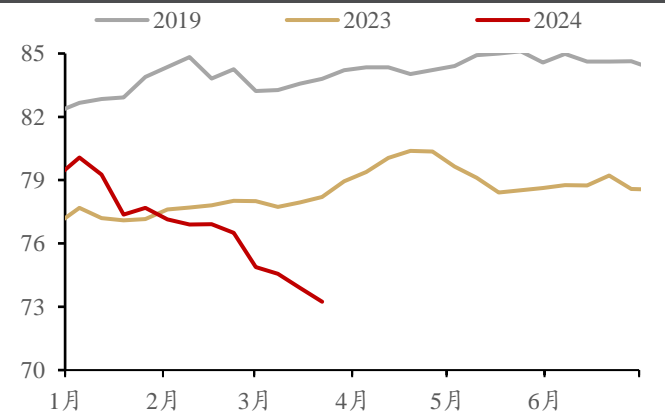
随着春节错位效应持续减弱，上游开工率保持低位回升，不过开年走势仍弱。

图6：铁水日均产量（万吨）



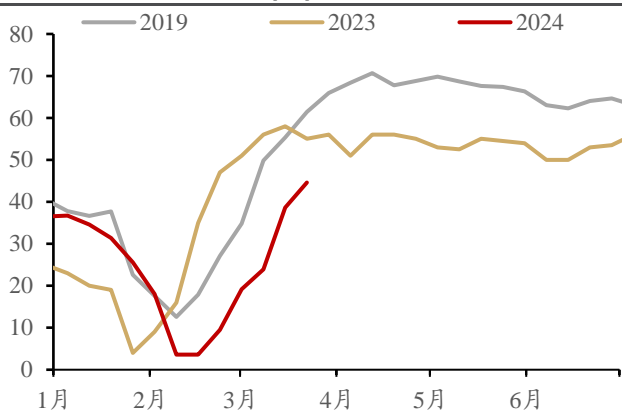
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：焦化钢厂产能利用率（%）



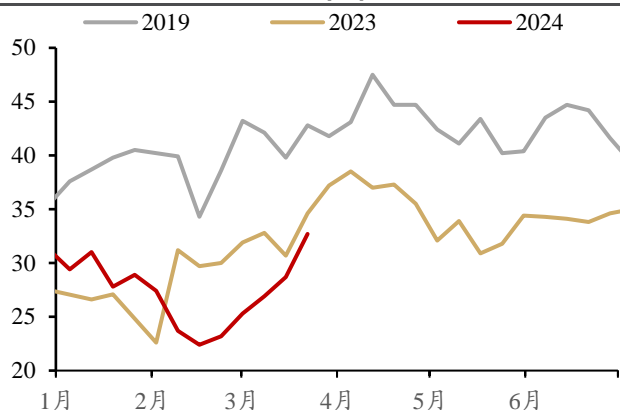
资料来源：wind，民生证券研究院

图8: 水泥磨机开工率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 石油沥青装置开工率 (%)

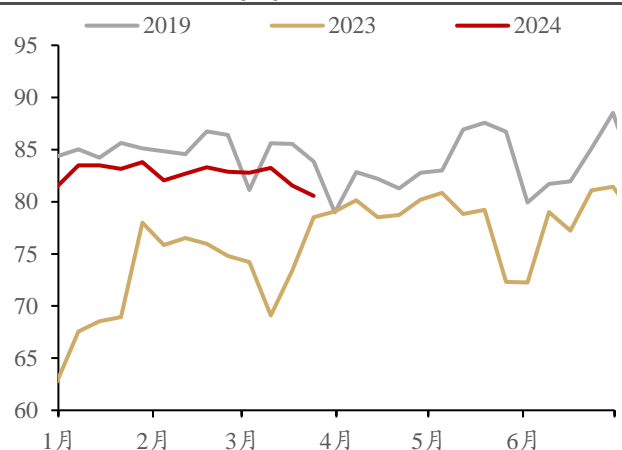


资料来源: wind, 民生证券研究院

➤ 中下游生产: 走势偏强

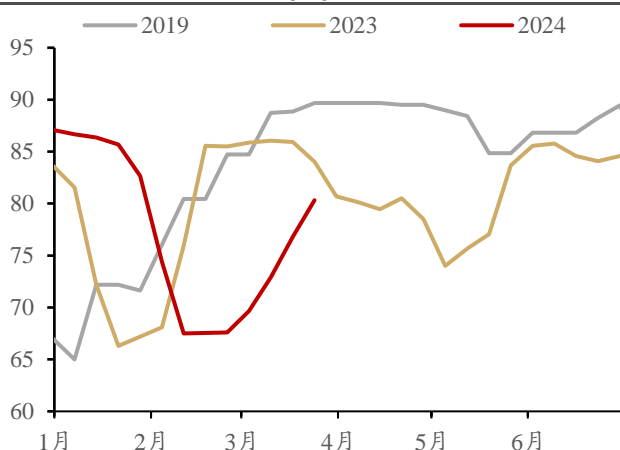
中下游开工率表现持续明显好于上游, 开年以来走势偏强。

图10: PTA 开工率 (%)



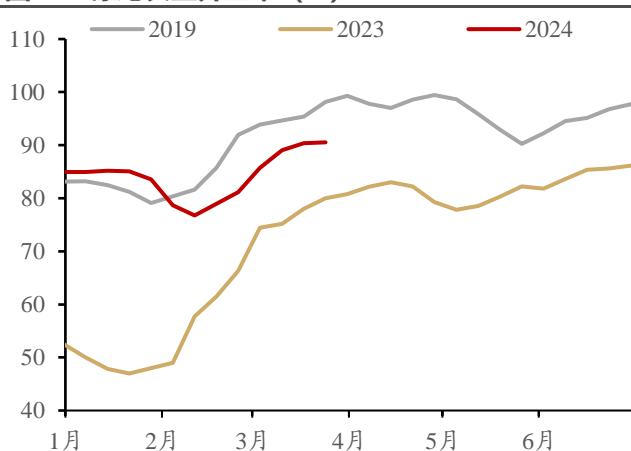
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 聚酯切片开工率 (%)



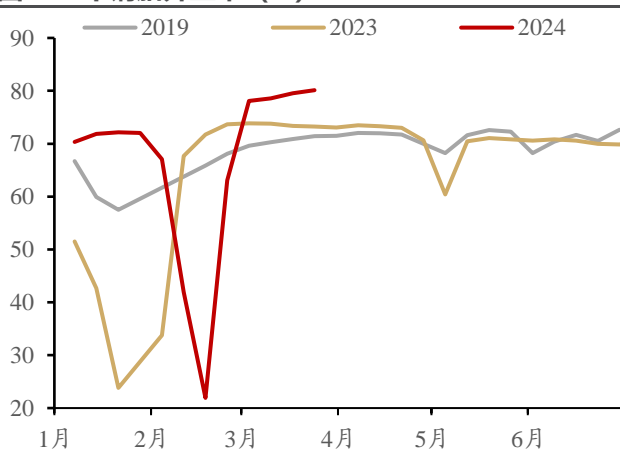
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 涤纶长丝开工率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 半钢胎开工率 (%)

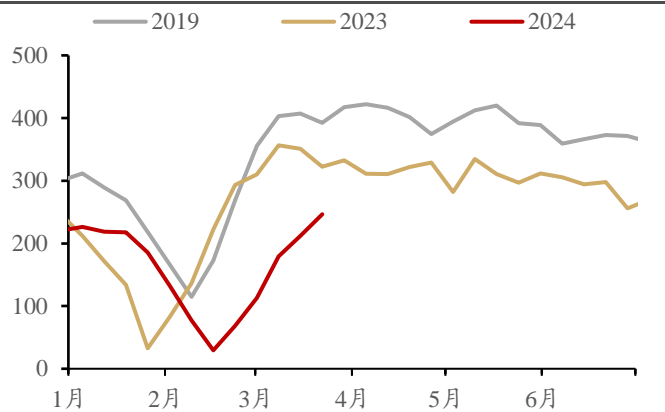


资料来源: wind, 民生证券研究院

➤ **钢材需求：卷强于螺**

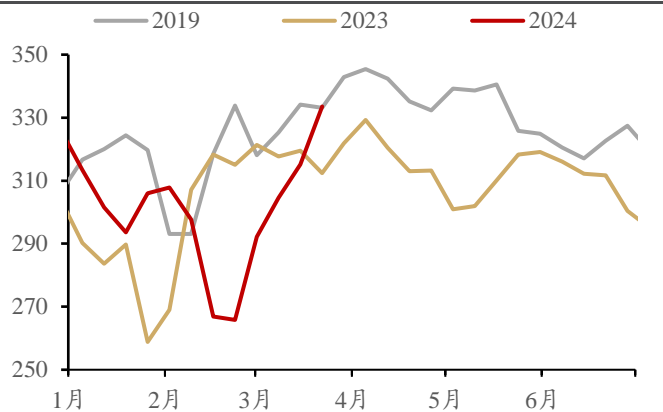
钢材表观消费量继续季节性回升，但热卷走势明显更强，螺纹较弱。

图14：螺纹钢表观消费量（万吨）



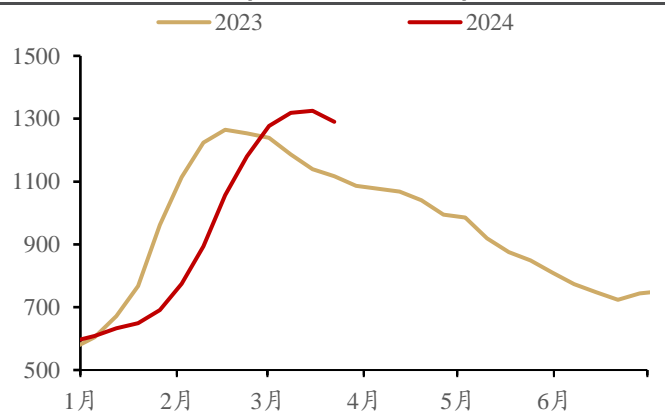
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：热轧卷板表观消费量（万吨）



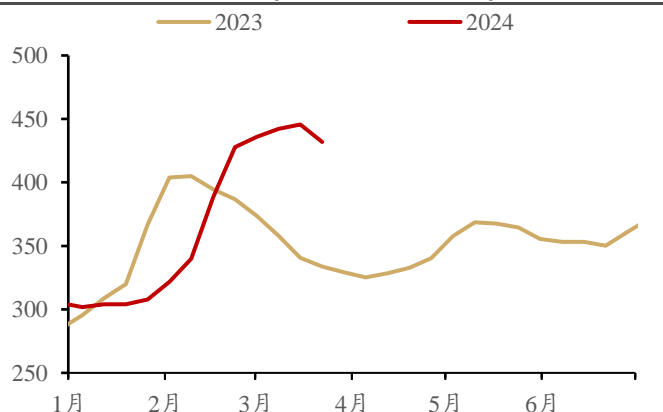
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：螺纹钢库存（万吨，社库+厂库）



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：热轧卷板库存（万吨，社库+厂库）

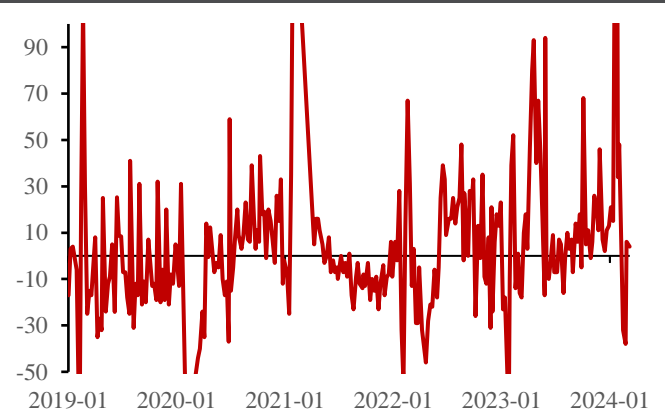


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **汽车消费：保持强势**

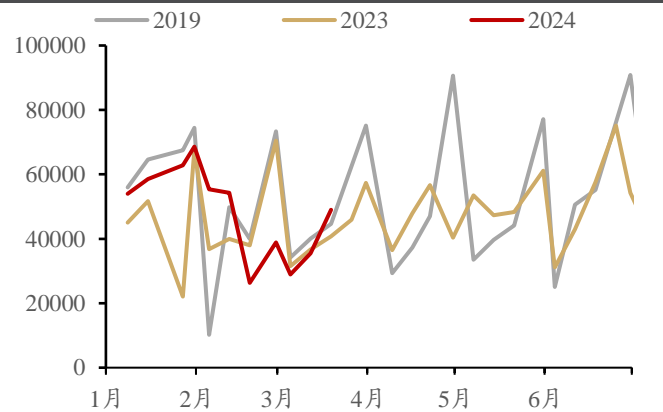
乘用车零售 3月 11-17 日同比+13.0%，保持强势。

图18：乘用车零售当周同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：乘用车周度日均零售（万辆，月底除以2）



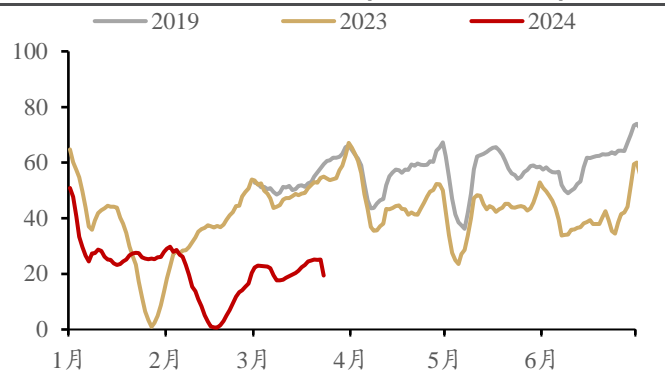
资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 房地产：保持低迷

二手房价指数同比-8.3%，前值-8.1%，降幅扩大；环比-0.4%，前值-0.3%；

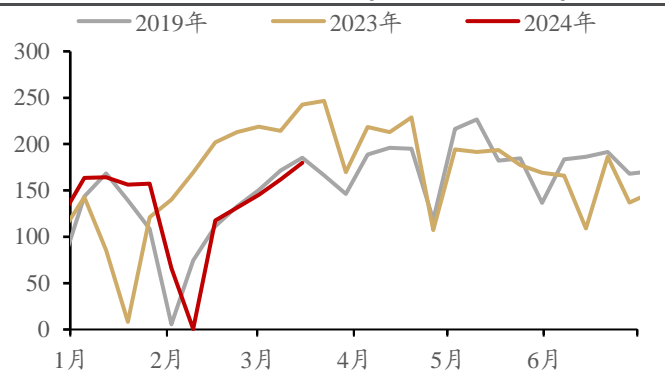
3月1-23日30城新房销售面积同比-53.3%，二手房成交恢复也偏慢。

图20：30城商品房成交面积（万平方米 MA7）



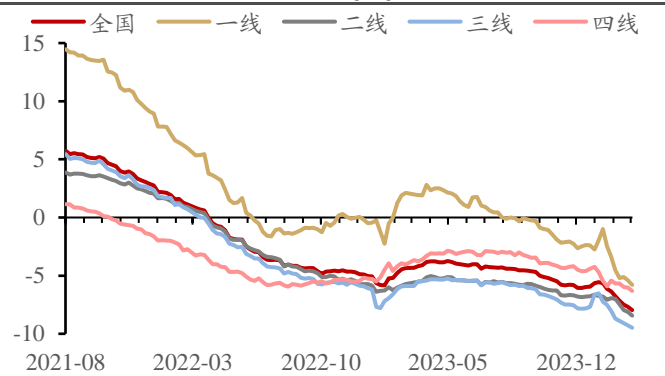
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：15城二手房成交面积（万平方米 MA7）



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：二手房价格当月同比（%）

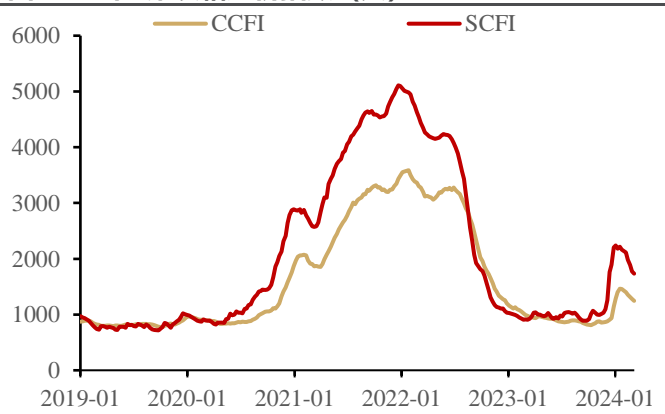


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 运价：出口回落，进口震荡

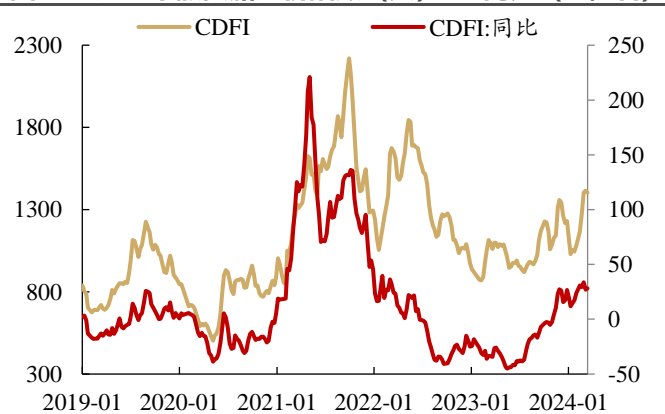
CCFI（出口运价）环比-2.6%，SCFI（上海，领先）-2.3%。CDFI（进口运价）环比-0.8%。

图23：出口集装箱运价指数（点）



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：进口干散货船运价指数（点）VS 同比（%，右）

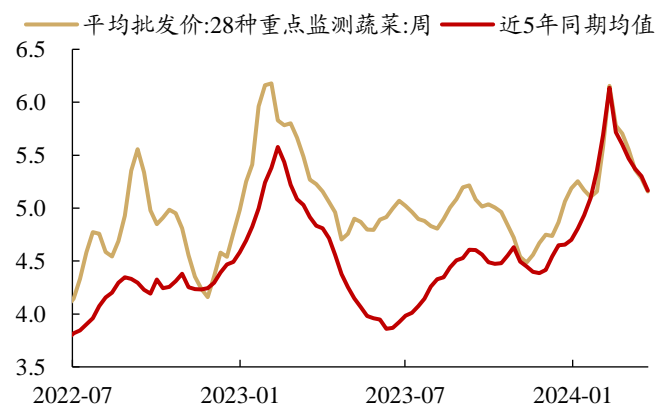


资料来源：wind，民生证券研究院

► 通胀：猪价企稳，工业品外强内弱

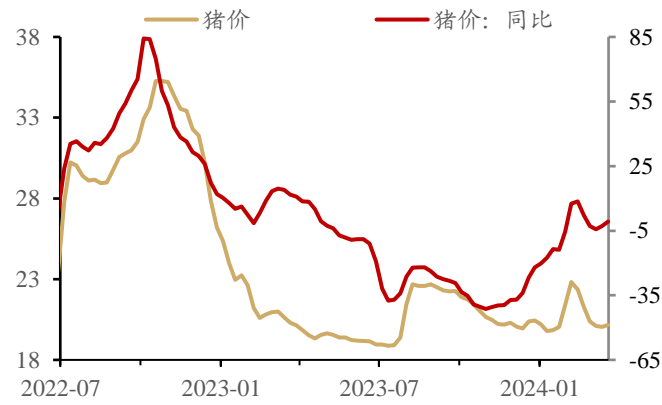
周环比：菜-2.4%，猪+0.5%；钢-0.7%，铜+3.1%，水泥-0.4%，油+3.0%。

图25：菜价 VS 近5年均值 (元/千克)



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：猪价 (元/千克) VS 同比涨幅 (%，右)



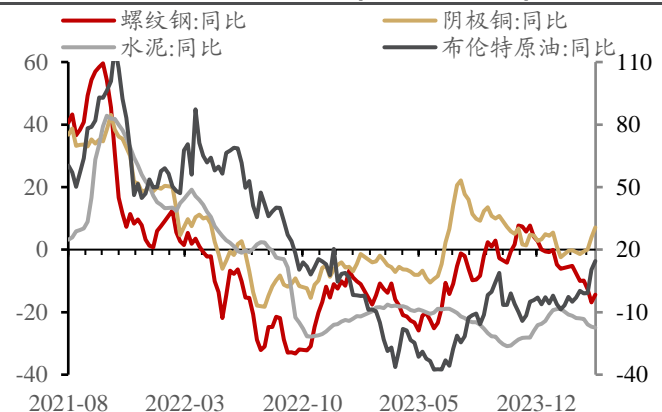
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：上游工业品价格 (点，2021.8 第1周为 100)



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：上游工业品价格同比 (%，油价右轴)



资料来源：wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: 高频数据定量汇总 (%) (红色代表上升, 灰色代表下降)	2
图 2: 地铁客运量 (万人, 公共交通)	3
图 3: 观影人次 (万人, 服务消费)	3
图 4: 航班执行架次 (架, 出差旅行)	3
图 5: 整车货运流量 (点, 道路货运)	3
图 6: 铁水日均产量 (万吨)	3
图 7: 焦化钢厂产能利用率 (%)	3
图 8: 水泥磨机开工率 (%)	4
图 9: 石油沥青装置开工率 (%)	4
图 10: PTA 开工率 (%)	4
图 11: 聚酯切片开工率 (%)	4
图 12: 涤纶长丝开工率 (%)	4
图 13: 半钢胎开工率 (%)	4
图 14: 螺纹钢表观消费量 (万吨)	5
图 15: 热轧卷板表观消费量 (万吨)	5
图 16: 螺纹钢库存 (万吨, 社库+厂库)	5
图 17: 热轧卷板库存 (万吨, 社库+厂库)	5
图 18: 乘用车零售当周同比 (%)	5
图 19: 乘用车周度日均零售 (万辆, 月底除以 2)	5
图 20: 30 城商品房成交面积 (万平方米 MA7)	6
图 21: 15 城二手房成交面积 (万平方米 MA7)	6
图 22: 二手房价格当月同比 (%)	6
图 23: 出口集装箱运价指数 (点)	6
图 24: 进口干散货船运价指数 (点) VS 同比 (% , 右)	6
图 25: 菜价 VS 近 5 年均值 (元/千克)	7
图 26: 猪价 (元/千克) VS 同比涨幅 (% , 右)	7
图 27: 上游工业品价格 (点, 2021.8 第 1 周为 100)	7
图 28: 上游工业品价格同比 (% , 油价右轴)	7

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026