

3月第4周：应该如何描述当前的经济状态？

2024年04月01日

➤ 首先回顾高频数据情况。3月第4周，随着春节错位效应彻底收尾，高频数据的低位回升过程结束，目前总体恢复到了接近去年4季度的水平。

➤ 具体来看，**生产端**，总体与第3周基本持平，上游小幅改善、水平仍然较弱，中下游小幅回落、水平仍然偏强。**需求端**，螺纹钢表观消费量环比回升、同比降幅收窄，仍处于低水平；热卷同环比小幅回落，仍处于中高水平；汽车销量强势稍缓。**房地产**，新房成交同比保持较高降幅、边际收窄，二手房成交同比保持中等降幅，挂牌价环比继续回落。**流量数据小幅回升**。

➤ 由于3月PMI再超预期，我们没有急于更新高频动态，而是尝试思考到底应该如何描述当前国内经济的状态。

➤ 近年有个十分流行的MBIT理论，讲述的是一个人在经历幼年、青少年、成年的过程中，会逐步发展出相对独立的四个维度、八种人格类型，每个维度的两种人格都是一把标尺的两个端点，最终可以将人划分为16 (2^4) 种类型。

➤ 类似的，改革开放四十余年来，我国市场经济也经历了探索萌芽期、加速成长期、转型成熟期，驱动经济运行的力量逐渐发展出建筑链、外贸、科技、消费四个维度，而且由于近年出现的一些新情况，四个维度之间的独立性有所上升，因此用“强/弱、复苏/下行”等单一维度描述当前经济是十分困难且不准确的。

➤ **就每个维度而言**：**1) 建筑链景气度**在新房销售较弱和地方化债加码的影响下，承压的状态最能被传统高频数据所感知，因此我们每周的高频定量拟合都要进行修正；**2) 外贸景气度**在全球范围内同频共振的局面尚没有被日益高企的贸易壁垒所改写，只是在近期全球制造业共振触底回升的过程中，我们的角色从牵引者转换为受益者；**3) 科技产业**近年的蓬勃发展和政策投入有目共睹，“疑点”在于，除了少数新兴产业之外，科技成果往往内嵌于生产函数中 (TFP)，对于经济增长和居民就业的增量贡献和边际变化到底几何，甚至于回答“科技能否对冲地产”，都始终缺乏公认的估算和预测思路；**4) 消费**本质上仍然是收入的结果，然而由于四个维度的从业者对行业景气度的感知愈发不同，以及不同年龄群体的职业阶段、财富积累、消费倾向存在差异，消费在宏观层面减速之余，中微观层面的复杂性显著上升。值得注意的是，房价下跌经由财富效应对居民消费倾向的抑制性在近期似乎有所减轻，对于与地产链相关性不高的可选消费是潜在利好。

➤ **对市场的映射**，鉴于存量资本和人口结构等因素，市场对经济潜在增速的中期走势有相对充分的预期，而上述局面意味着单一维度的变化对经济总量的影响不比从前，经济总量的走势也不必然同时映射到所有维度。因此，只要经济总量走势的“二阶导”和外部环境保持稳定，权益市场就有结构性机会可挖掘。

➤ 另外，由于宏观政策的部署节奏要对标总量实际和目标经济增速，官方数据的超预期高增可能会减少增量政策出台、延缓存量政策释放，对于下一阶段经济的反馈效应值得跟踪。

➤ **风险提示**：高频数据不能准确反映经济全貌，外部环境超预期变化。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 张鑫楠

执业证书：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

相关研究

- 1.2024年3月PMI数据点评：PMI超季节性回升意味着什么？-2024/03/31
- 2.全球大类资产跟踪周报：内外共振，金价再创历史新高-2024/03/30
- 3.宏观事件点评：如何理解在公开市场操作中逐步增加国债购买-2024/03/28
- 4.国内经济高频周报：3月第3周：经济的结构特征愈发显著-2024/03/25
- 5.人民币汇率点评：汇率波动的两种猜想-2024/03/24

高频要点

- **流量**：总体平稳运行，市内交通、航班和道路货运均小幅回升。
- **生产**：上游开工率小幅改善，仍处于较低水平；中下游开工率小幅减弱，仍处于较高水平。
- **需求**：螺纹钢表观消费量回升、仍在低位；热卷有所减弱、仍然稍强。
- **地产**：30城新房成交面积同比降幅较大、边际收窄，二手房成交面积保持中等负增，挂牌价环比继续回落。
- **价格**：出口运价下跌，进口运价回落；菜价下跌、猪价企稳，工业品价格走势整体偏弱。

图1：高频数据定量汇总（%）（红色代表上升，灰色代表下降）

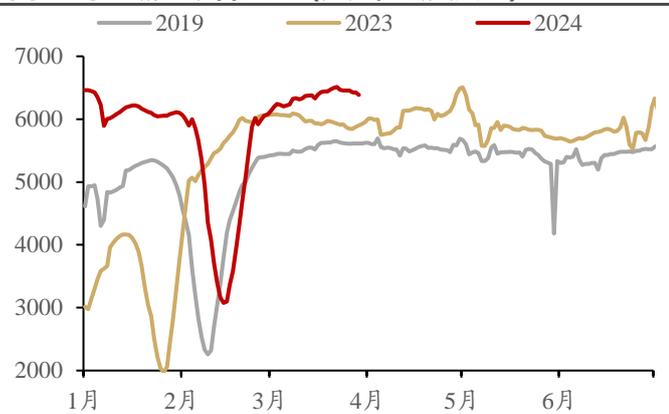
	同比	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	3月第3周	第4周
工业生产	样本上游	2.1	4.9	7.0	3.6	-9.3	-15.9	-10.4	-10.1
	样本中下游	11.1	11.0	6.3	6.5	25.0	10.1	9.8	9.4
	合计（修正后）	5.4	4.8	4.4	4.0	7.0	4.0	4.5	4.5
工业需求	螺纹钢	-17.7	-8.8	-12.6	-19.3	-20.5	-32.5	-23.5	-15.3
	热轧卷板	-0.6	6.0	8.5	9.5	-0.3	0.4	6.8	0.3
	乘用车零售	27.6	18.6	13.3	12.1	17.0	3.7	24.0	6.0
房地产	30城新房销售	-22.3	-2.6	-15.2	-12.4	-40.2	-46.5	-47.2	-32.4
	15城二手房销售	41.8	45.3	28.9	5.8	-9.1	-26.3	-23.6	-24.3
	二手房价环比	-1.0	-0.9	-0.9	-1.3	-1.1	-0.6	-0.1	-0.1
	同比	-5.0	-5.5	-6.1	-5.7	-7.7	-8.2	-8.2	-8.3
居民出行	航班执行架次	3.9	1.3	45.5	18.3	18.6	6.7	4.9	6.1
	地铁客运量	18.6	17.3	23.5	18.1	26.7	6.5	8.9	9.3
道路货运	货运流量指数	-14.2	-18.7	-16.4	-16.3	7.7	-11.4	-2.5	-1.9
接触性消费	观影人次	15.6	-37.6	-24.5	24.4	9.1	37.0	20.1	-40.2

资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 出行物流：小幅回升

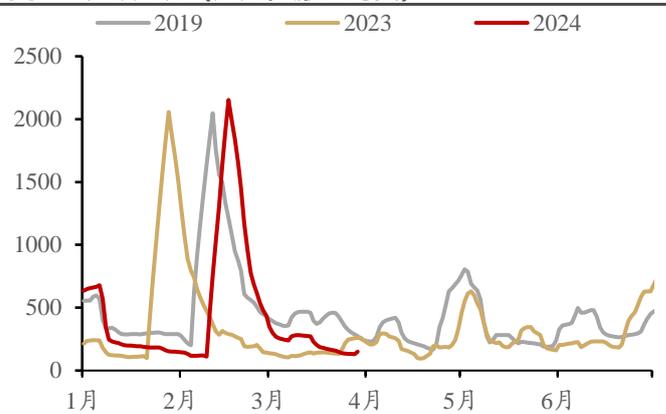
总体延续平稳运行，市内交通、航班和道路货运均小幅回升。

图2：十一城地铁客运量 (万人, 公共交通)



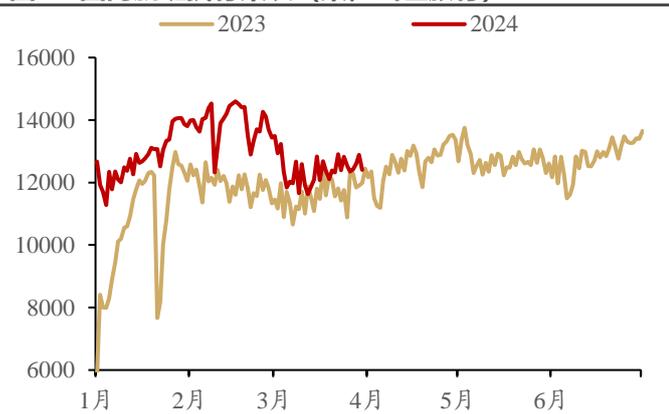
资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：观影人次 (万人, 服务消费)



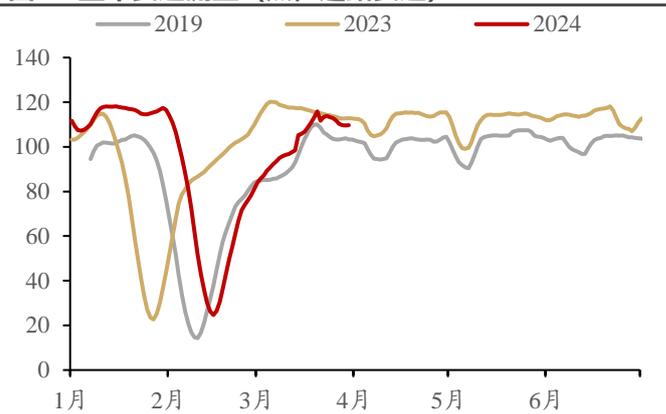
资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：国内航班执行架次 (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)

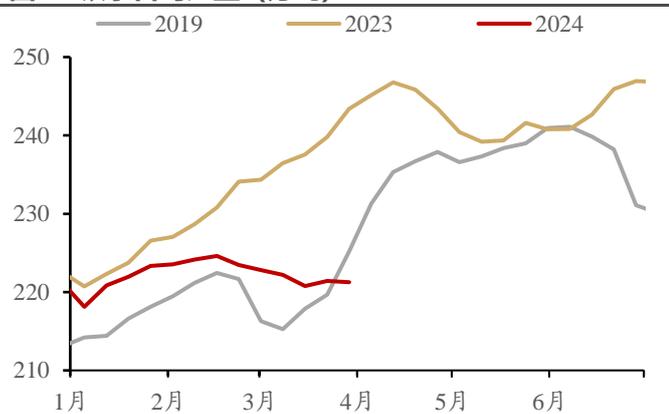


资料来源：G7, 民生证券研究院

➤ 上游生产：小幅改善

上游开工率小幅改善，仍处于较低水平，整个3月是过去大半年的最低水平。

图6：铁水日均产量 (万吨)



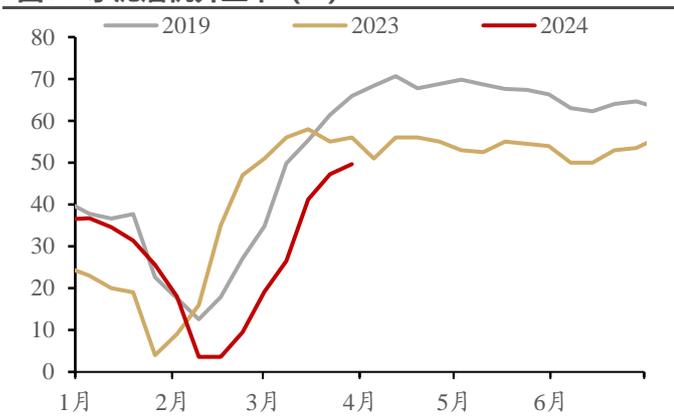
资料来源：wind, 民生证券研究院

图7：焦化钢厂产能利用率 (%)



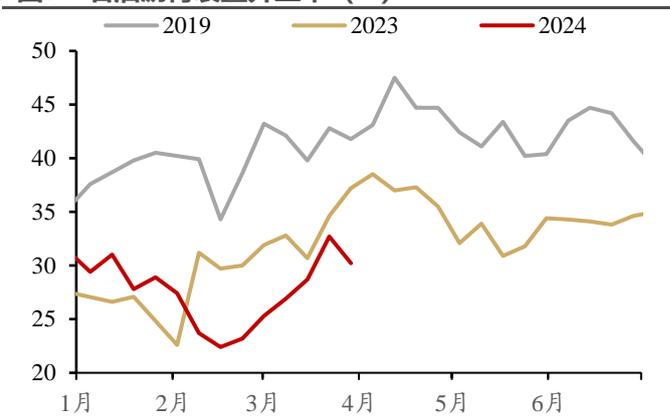
资料来源：wind, 民生证券研究院

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 (%)

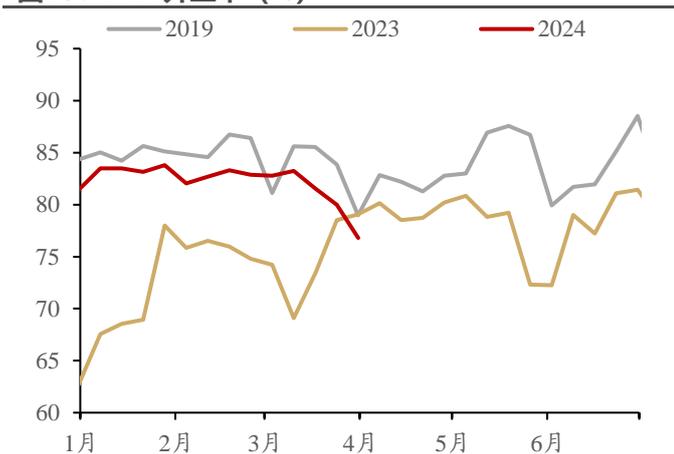


资料来源: wind, 民生证券研究院

➤ 中下游生产: 小幅减弱

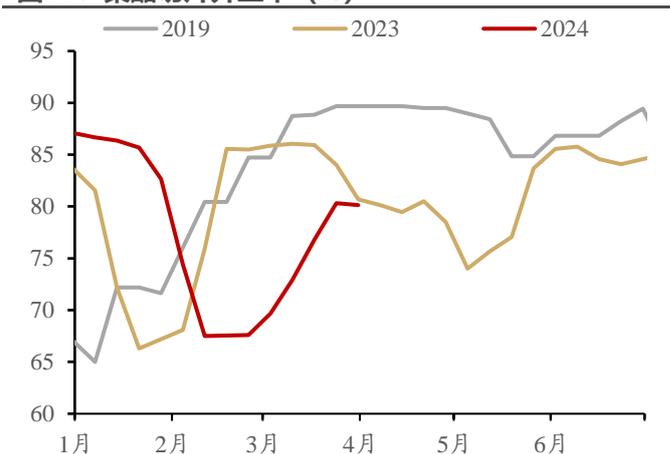
中下游开工率小幅减弱, 仍处于较高水平, 整个3月延续了过去半年的强势状态。

图10: PTA 开工率 (%)



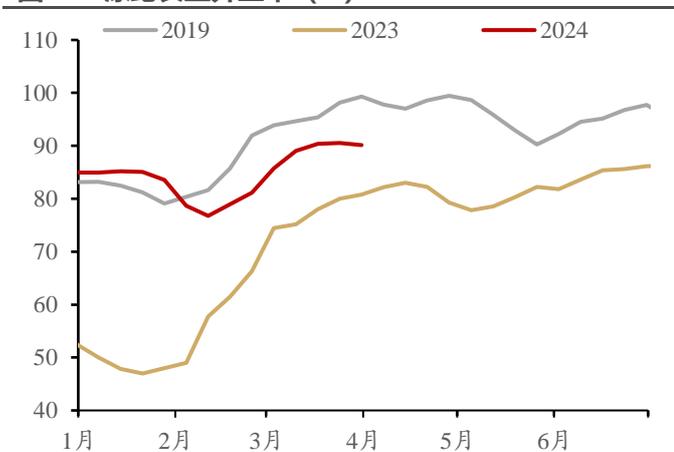
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 聚酯切片开工率 (%)



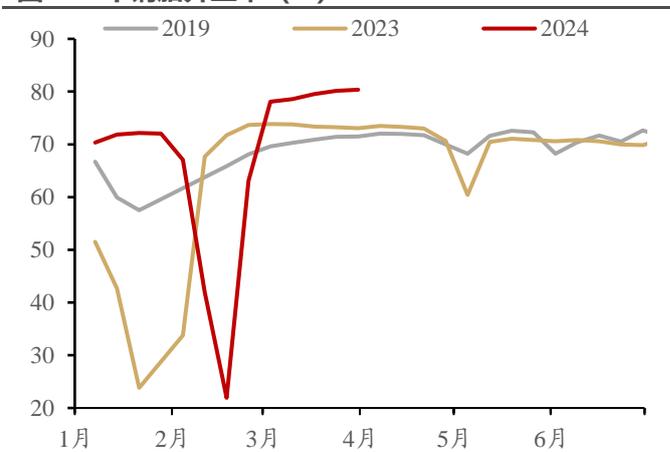
资料来源: wind, 民生证券研究院

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 (%)

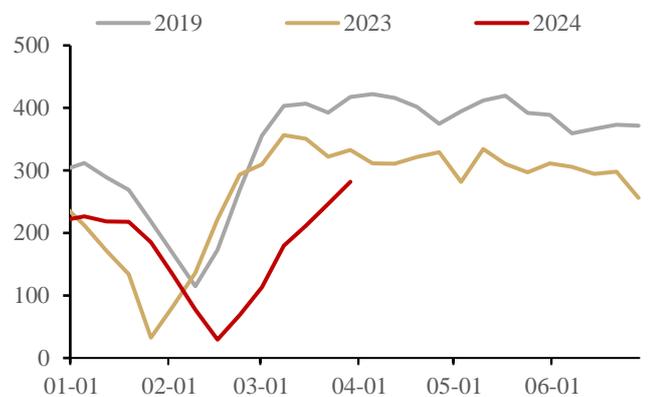


资料来源: wind, 民生证券研究院

➤ **钢材需求：螺弱卷强**

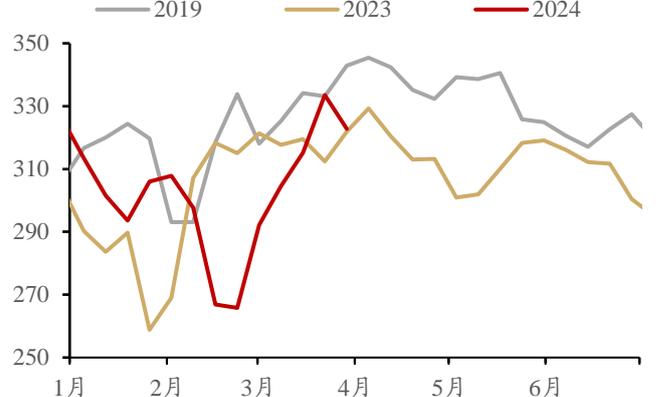
与生产端相似，螺纹钢表观消费量回升、仍在低位；热卷有所减弱、仍然稍强。

图14：螺纹钢表观消费量（万吨）



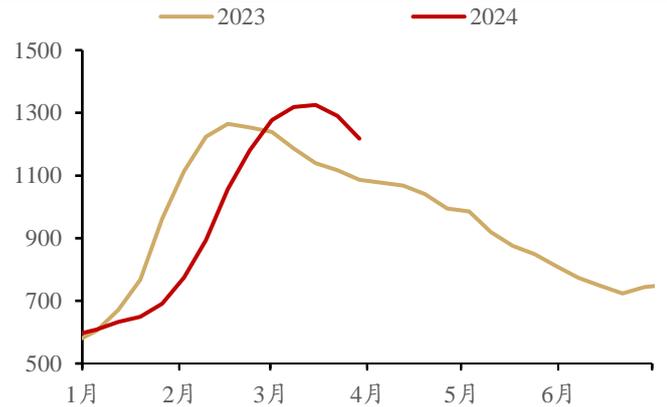
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：热轧卷板表观消费量（万吨）



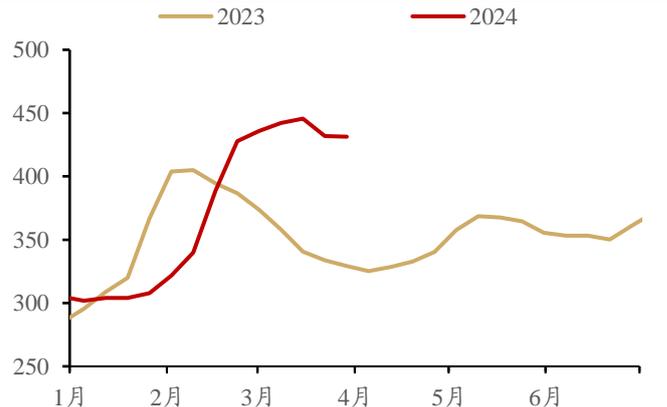
资料来源：wind，民生证券研究院

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）

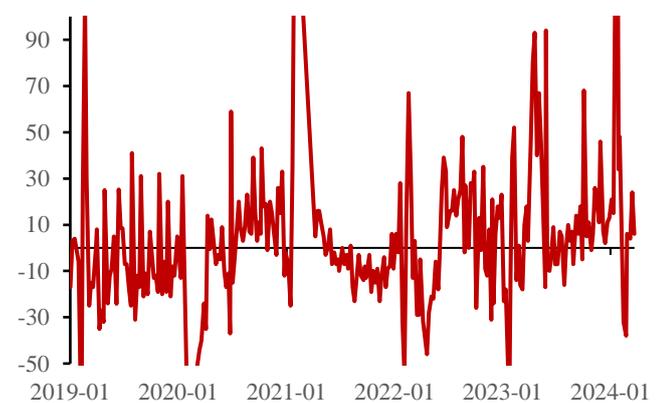


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **汽车消费：强势稍缓**

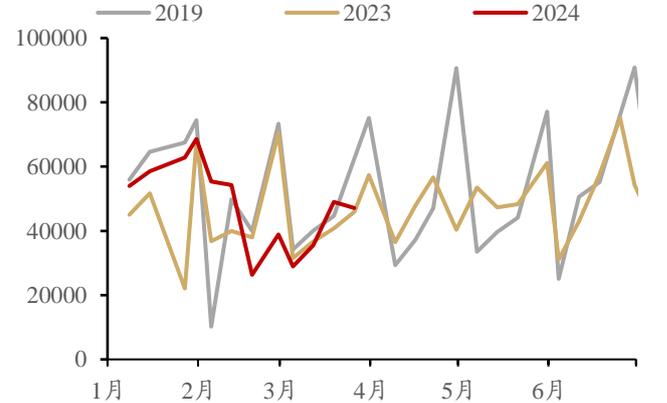
乘用车零售 3月 18-24 日同比+6.0%，增速低于过去几个月，强势稍缓。

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（辆，月底除以2）



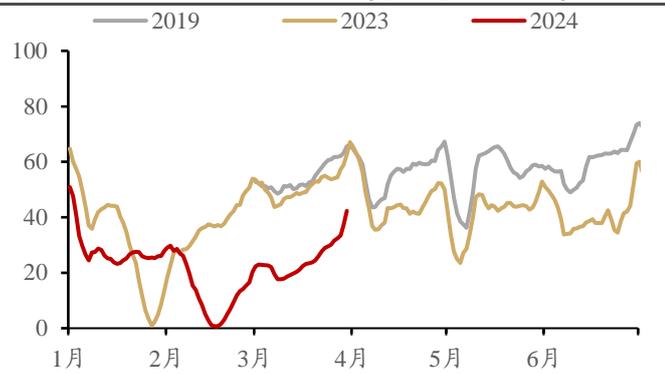
资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **房地产：延续弱势**

二手房价指数同比-8.3%，前值-8.2%，降幅扩大；环比-0.14%，前值-0.08%；

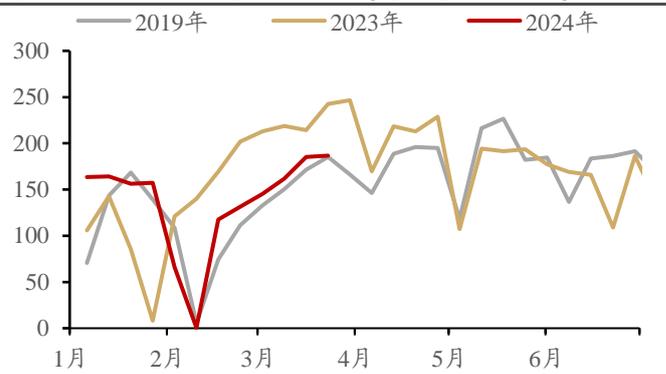
3月1-30日30城新房销售面积同比-46.5%，二手房成交继续保持中等降幅。

图20：30城商品房成交面积（万平方米 MA7）



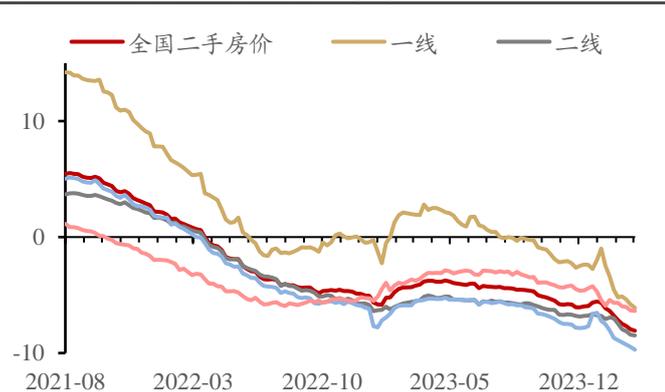
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：15城二手房成交面积（万平方米 MA7）



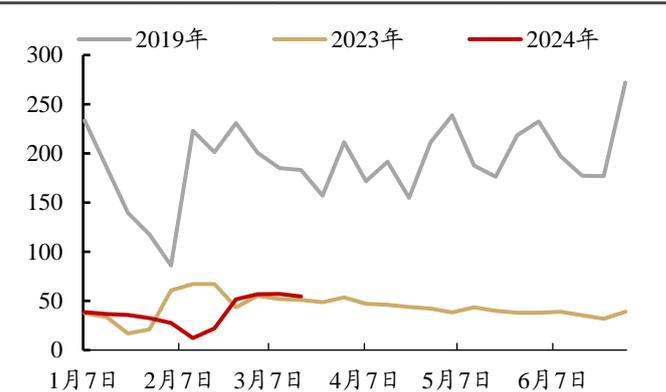
资料来源：wind，民生证券研究院

图22：二手房价格当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：二手房挂牌量（2014.12.29=100）

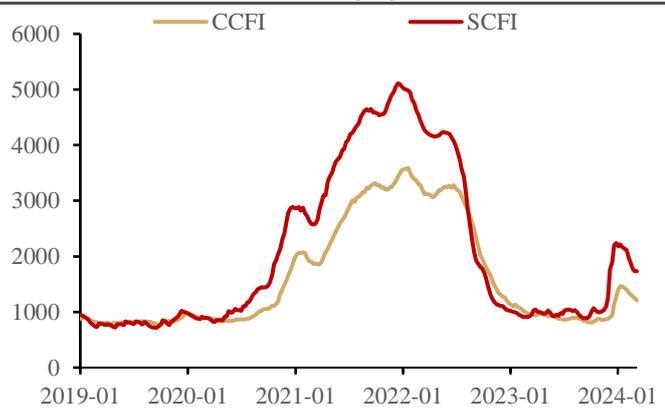


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **运价：出口下跌，进口回落**

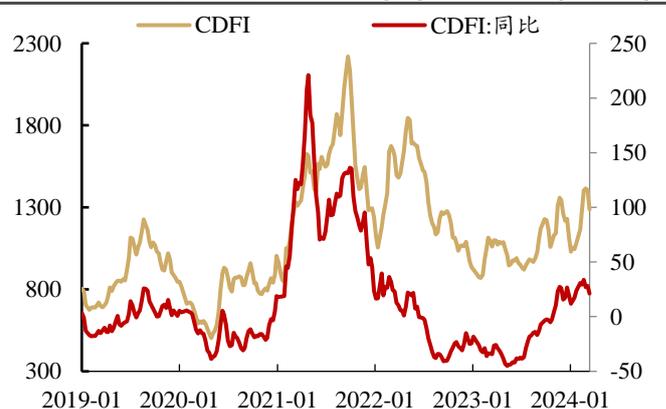
CCFI（出口运价）环比-2.9%，SCFI（上海，领先）-0.1%。CDFI（进口运价）环比-8.4%。

图24：出口集装箱运价指数（点）



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：进口干散货船运价指数（点）VS 同比（%，右）

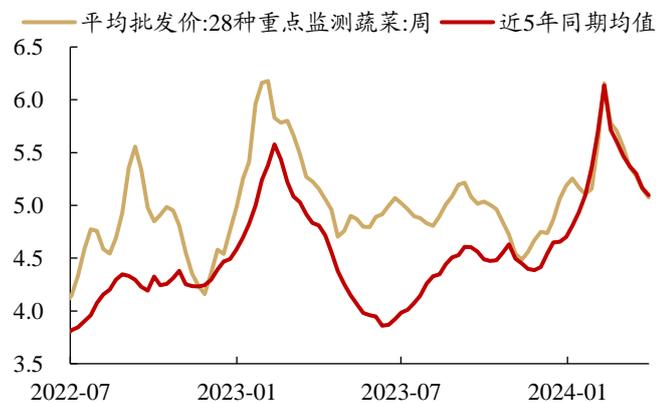


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 通胀：猪价企稳，工业品偏弱

周环比：菜-1.6%，猪+1.2%；钢-1.3%，铜-0.9%，水泥-0.4%，油+0.4%。

图26：菜价 VS 近5年均值 (元/千克)



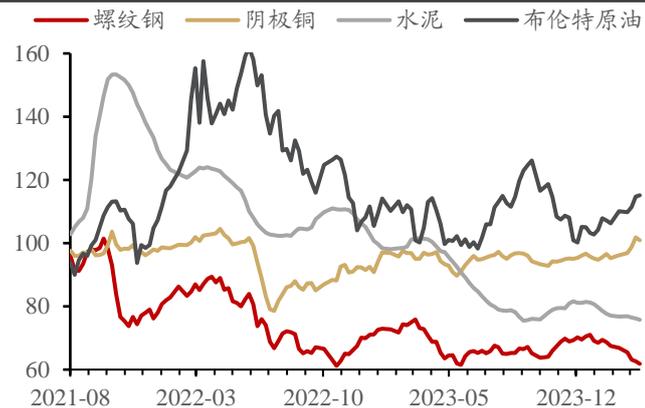
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：猪价 (元/千克) VS 同比涨幅 (%，右)



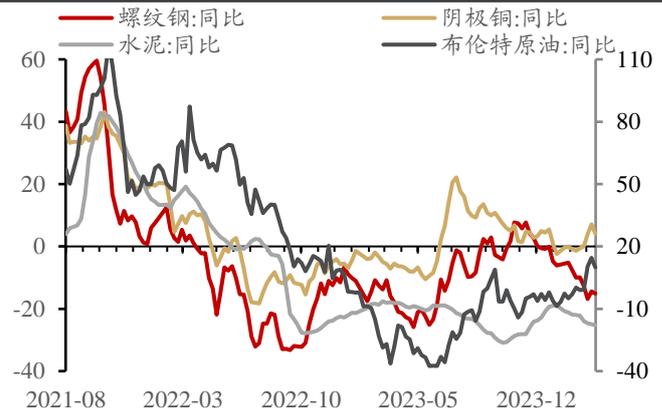
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：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29：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: 十一城地铁客运量 (万人, 公共交通)	3
图 3: 观影人次 (万人, 服务消费)	3
图 4: 国内航班执行架次 (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: 乘用车零售当月同比 (%)	5
图 19: 乘用车周度日均零售 (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: 二手房挂牌量 (2014.12.29=100)	6
图 24: 出口集装箱运价指数 (点)	6
图 25: 进口干散货船运价指数 (点) VS 同比 (% , 右)	6
图 26: 菜价 VS 近 5 年均值 (元/千克)	7
图 27: 猪价 (元/千克) VS 同比涨幅 (% , 右)	7
图 28: 上游工业品价格 (点, 2021.8 第 1 周为 100)	7
图 29: 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