

# 宏观不确定性加大——3月宏观环境观察

宏观点评

日期： 2024.04.26

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 报告摘要

**宏观数据与微观体感的温差仍大。**一季度 GDP 同比增长 5.3%，超出市场预期。由于去年一季度经济在四个季度中的景气度最高，这也就意味着今年后面几个季度的 GDP 将会面临较低的基数效应，所以一季度 GDP 数据超预期之后，今年全年完成 5% 的目标的难度已经不是很大。实际 GDP 增速是政策取向的重要影响因素，GDP 目标不难完成意味着未来政策可能也不急于加码刺激。但从另一个角度来看，名义 GDP 增速仍然较为低迷。一季度名义 GDP 同比增长 3.97%，大幅低于实际 GDP 增速。通胀过低导致二者出现显著分化。名义 GDP 增速对社会和资本市场的信心有决定性影响，因为企业盈利、居民收入都是名义值，名义 GDP 增速较低就会导致企业和居民等微观主体对经济复苏的感受度不佳，从而造成宏观数据与微观体感之间的温差。所以社会和市场信心的重塑可能还需时日。乐观之处在于中国经济转型的进展较快。3 月高技术产业增加值同比增长 7.6%，高于整体工业增加值 4.5% 的增速；汽车制造业增加值同比增长 9.4%，汽车产业链成为新的拉动中国经济的重要动力。产业结构的分化反映出“新质生产力”为代表的新经济发展较快，有助于中国经济更长期的良性发展。

**美联储行动的不确定性增加。**美国 3 月就业和通胀数据双双高于预期，反映出经济的韧性和通胀的黏性都较强。虽然美联储 3 月会议上透露出较强的降息意愿，但此后公布的数据并不支持过快降息。市场对于美联储降息的预期从 6 月份开始推迟到 7 月份及 9 月份。与此同时，欧洲经济不温不火，通胀持续下降，所以我们预计欧洲央行大概率会在 6 月份降息。美欧经济和通胀走势的分化导致美元重拾涨势，美国 10 年期国债收益率也大幅上行，对全球流动性造成较大压力。其中日元兑美元贬值较多，进而引发了亚洲货币的抛售潮，韩元、印度卢比、印尼盾、越南盾、菲律宾比索等亚洲货币都承受了较大压力。人民币汇率在中国央行的支持下保持了相对稳定。我们认为今年美联储货币政策转向降息的大方向没有改变，但其节奏的变化也会对全球经济和市场产生阶段性的冲击，近期美元流动性的变化对全球市场不利。

**宏观环境的扭转还需耐心。**从国内的形势来看，“实际 GDP 较高而名义 GDP 较低”是一个对市场不算有利的组合。因为名义 GDP 较低表明实体经济改善有限，需求不足而产能过剩带来的物价过低的格局尚未改变。同时实际 GDP 超预期增长又会在一定程度上削弱未来的政策预期。这会对企业盈利端的预期产生负面影响。美联储货币政策节奏的变化对全球流动性、尤其是亚太国家的汇率产生了较大压力，进而也制约了中国货币政策的空间，中国央行在 3 月及 4 月连续减量续作 MLF，货币政策进入观察期。这不利于权益资产的估值中枢的提升。综合来看，权益市场在未来一段时间内可能仍以震荡为主，等待宏观环境出现更明显的扭转信号。在海外二次通胀的预期和国内基建项目逐步落实到实物工作量的预期之下，商品价格能够保持相对坚挺。

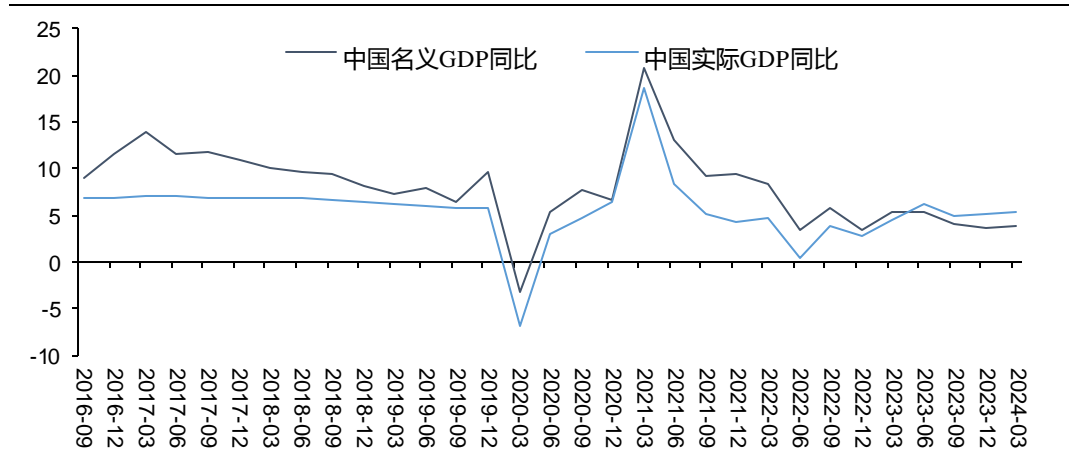
**风险提示：** 1、宏观数据超预期的影响下，政策力度可能边际减弱；2、美联储货币政策节奏预期出现较大波动；3、中国低通胀的困境持续。

## 宏观数据与微观体感的温差仍大

一季度 GDP 同比增长 5.3%，超出市场预期。由于去年一季度经济在四个季度中的景气度最高，这就意味着今年后面几个季度的 GDP 将会面临较低的基数效应，所以一季度 GDP 数据超预期之后，**今年全年完成 5% 的目标的难度已经不是很大。实际 GDP 增速是政策取向的重要影响因素，GDP 目标不难完成意味着未来政策可能也不急于加码刺激。**

但从另一个角度来看，**名义 GDP 增速仍然较为低迷。**一季度名义 GDP 同比增长 3.97%，大幅低于实际 GDP 增速。通胀过低导致二者出现显著分化。名义 GDP 增速对社会和资本市场的信心有决定性影响，因为企业盈利、居民收入都是名义值，**名义 GDP 增速较低就会导致企业和居民等微观主体对经济复苏的感受度不佳，从而造成宏观数据与微观体感之间的温差。所以社会和市场信心的重塑可能还需时日。**

图表 1: GDP 名义值和实际值分化



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

具体来看，消费方面，居民消费倾向有所提高，一季度消费收入比超过疫情期间的同期水平，且**消费习惯从商品转向服务消费的倾向较为明显。**投资方面，制造业投资增长强劲，“大规模设备更新”的政策推动了相应投资的增长；**基建投资保持较高增速，并有望在未来逐步转化为实物工作量，拉动建筑产业链；**但房地产投资继续下行，对整体的拖累加大。而且从新开工面积等先行指标来看，**房地产投资下行趋势将在未来一段时间内持续。**出口方面，3月出口增速大幅下行，但我们认为主要是基数效应所致。出口整体改善的趋势未变。3月周边日本、韩国、越南等亚洲出口型国家的出口增速较为稳定，证明外需并未出现很大波动。**出口及相关产业链是今年拉动需求的主要动力之一。**

乐观之处在于中国经济转型的进展较快。3月高技术产业增加值同比增长 7.6%，高于整体工业增加值 4.5% 的增速；汽车制造业增加值同比增长 9.4%，汽车产业链成为新的拉动中国经济的重要动力。产业结构的分化反映出“新质生产力”为代表的新经济发展较快，有助于中国经济更长期的良性发展。

## 美联储行动的不确定性增加

美国 3 月就业和通胀数据双双高于预期，反映出经济的韧性和通胀的黏性都较强。**虽然美联储 3 月会议上透露出较强的降息意愿，但此后公布的数据并不支持过快降息。**市场对于美联储降息的预期从 6 月份开始推迟到 7 月份及 9 月份。与此同时，欧洲经济不温不火，通胀持续下降，所以我们预计欧洲央行大概率会在 6 月份降息。**美欧经济和通胀走势的分化导致美元重拾涨势，美国 10 年期国债收益率也大幅上行，对全球流动性造成较大压力。**其中日元兑美元贬值较多，进而引发了亚洲货币的抛售潮，韩元、印度卢比、印尼盾、越南盾、菲律宾比索等亚洲货币都承受了较大压力。人民币汇率在中国央行的支持下保持了相对稳定。

我们认为今年美联储货币政策转向降息的大方向没有改变，但其节奏的变化也会对全球经济和市场产生阶段性的冲击，近期美元流动性的变化对全球市场不利。

## 宏观环境的扭转还需耐心

从国内的形势来看，“实际 GDP 较高而名义 GDP 较低”是一个对市场不算有利的组合。因为名义 GDP 较低表明实体经济改善有限，需求不足而产能过剩带来的物价过低的格局尚未改变。同时实际 GDP 超预期增长又会在一定程度上削弱未来的政策预期。这会对企业盈利端的预期产生负面影响。

美联储货币政策节奏的变化对全球流动性、尤其是亚太国家的汇率产生了较大压力，进而也制约了中国货币政策的空间，中国央行在 3 月及 4 月连续减量续作 MLF，货币政策进入观察期。这不利于权益资产的估值中枢的提升。

综合来看，权益市场在未来一段时间内可能仍以震荡为主，等待宏观环境出现更明显的扭转信号。在海外二次通胀的预期和国内基建项目逐步落实到实物工作量的预期之下，商品价格能够保持相对坚挺。

## 风险提示

1. 宏观数据超预期的影响下，政策力度可能边际减弱。
2. 美联储货币政策节奏预期出现较大波动。
3. 中国低通胀的困境持续。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者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任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037



## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037