

经济修复可圈可点 结构调节存款利率

——3月经济数据点评

■ 内容摘要

3月，国内规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，较1-2月回升1.5个百分点，不及预期，也仍不及2021年和2022年同期修复水平；季调环比增长0.12%，持平2月，年初国内工业生产延续修复，但幅度依旧偏缓。

3月，固定资产投资累计同比增长5.1%，较2月回落0.4个百分点。三大投资中，制造业、基建（不含电力）和房地产投资同比增速分别回落1.1、0.2和0.1个百分点，制造业回落是受内企业利润不佳及外需弱势不改的双重压制，是3月投资回落的主因；之外，政策支撑及高基数影响基建投资小幅回落但仍保持支撑，房地产降幅小幅扩大但仍处于修复区间。

3月，社会消费品零售总额同比增速10.6%，较2月大幅回升7.1个百分点，3月两年复合增长率为3.3%，低于2021年同期6.3%和疫前水平，当前消费的反弹动力并不强劲，商品消费仍有较大的修复空间。在去年疫情影响低基数下，4月和5月消费仍会有较高的增长。详见报告分解。

■ 核心观点

- 一季度我国GDP同比增长4.5%，增速较去年四季度加快1.6个百分点，但不及2021年和2022年同期的5.1%和4.8%，总的来说，一季度的经济表现单可圈可点，内需的修复支撑了经济增长，稳投资促消费是主要拉动，但去除基数影响相较而言修复斜率仍旧偏缓，制约了工业生产的进一步扩张。政策性拉动基建维持高增及地产弱修复来平衡制造业面临的内外压制仍会是上半年的主要方向，商品消费复苏及地产修复延续力度是经济增长加强内生动力所在。而一季度城镇居民收入实际增长仅2.7%及16-24岁青年人失业率仍在走高，收入和就业的结构性矛盾突出使得经济难以恢复强劲增长。同时，强信贷及低通胀下，实体修复更多是预期信心的维护，经济淡总量重结构转型，政策更多或侧重维稳及强化针对性，4月MLF小幅加量平价续做也体现了货币政策的进一步宽松空间收窄，4月LPR大概率仍将维稳。在强调发挥存款利率市场化调整机制重要作用下，短期内或会有更多银行跟进下调存款利率，进而推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本下降，实现在投资和消费领域的全面发力。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023年4月18日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可

【2012】38号

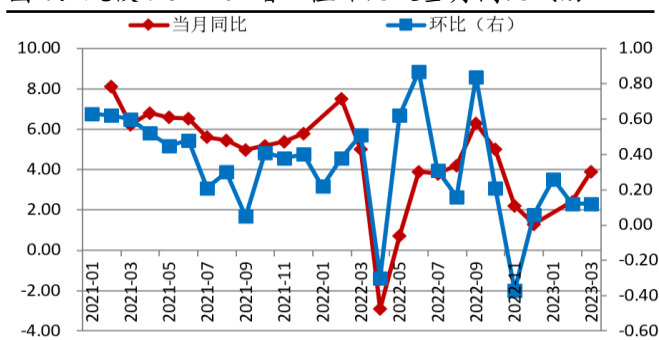
目 录

1.生产修复同期偏弱 内生不强制约扩张	2
2.三大投资均有回落 地产修复区间仍在	3
3.消费增速同比高增 基数效应影响偏大	5
4.经济修复可圈可点 结构调节存款利率	6
免责声明	8

1.生产修复同期偏弱 内生不强制约扩张

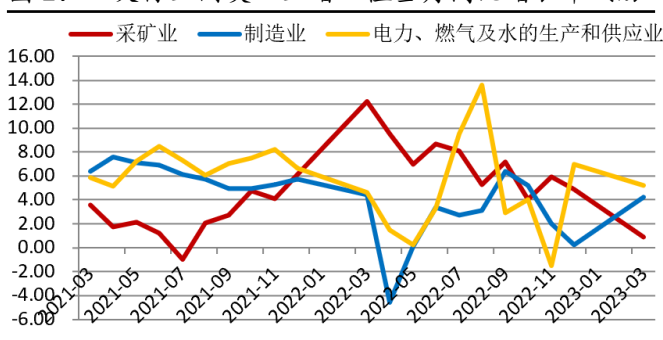
3月,国内规模以上工业增加值同比实际增长3.9%,较1-2月回升1.5个百分点,不及预期4.4%,也仍不及2021年和2022年同期的修复水平9.5%和5%;季调环比增长0.12%,与2月持平,表明年初国内工业生产延续修复,但幅度依旧偏缓(见图1)。三大行业门类中,3月,制造业、电燃气生产和供应业分别同比增长4.2%和5.2%,较1-2月回升2.1和2.8个百分点,是3月工业生产改善的主因,其中高技术制造业回升1.0个百分点至1.5%,表明高技术制造业产能供给有所修复且仍有较大扩增空间;之外,采矿业同比增速明显回落3.8个百分点至0.9%(见图2),显示工业生产供给端的修复从上游开采行业向中下游传导,有利于制造业生产的持续改善,。

图 1: 规模以上工业增加值环比及当月同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年同比数据为两年复合增长率

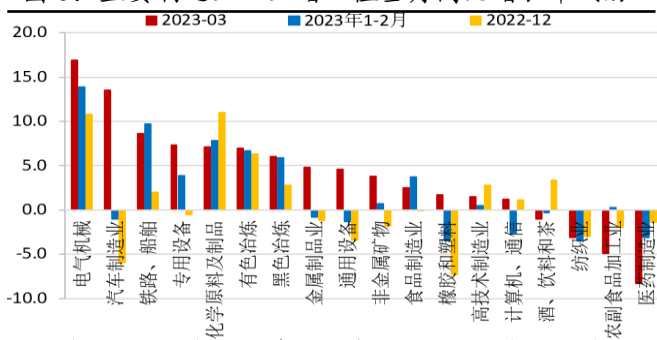
图 2: 三大行业门类工业增加值当月同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

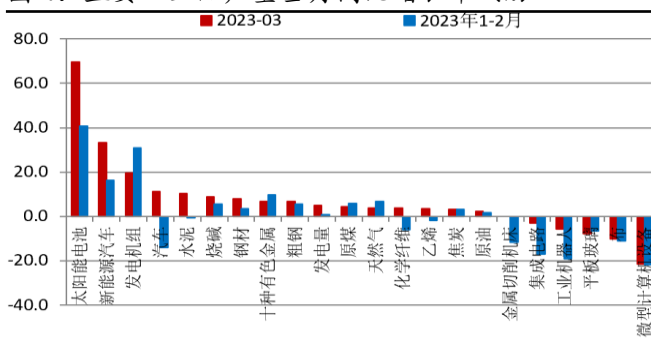
主要制造业行业中,3月,高技术制造业工业增加值增速受出口增长拉动回升1.0个百分点至1.5%,其中电气机械、汽车、专用设备、通用设备等行业工业增加值同比增长在4.5%以上,高于工业及制造业总体增速,且较1-2月回升幅度居前;计算机通信行业工业增加值也由负转正回升3.8个百分点至1.2%。3月,化学原料及制品、有色冶炼、黑色冶炼及金属制品等传统制造业工业增加值同比增长分别为7.1%、7.0%、6.0%和4.8%,较1-2月总体延续回升(见图3)。在外需弱势趋势不改下,高技术制造业工业增加值增速依然承压低于传统制造业工业生产增速,显示实体经济需求的延续修复态势,但节奏仍缓受经济内动力形成的需求不强制约了供给修复空间。

图 3：主要制造业工业增加值当月同比增长率（%）



资料来源：Wind

图 4：主要工业品产量当月同比增长率（%）



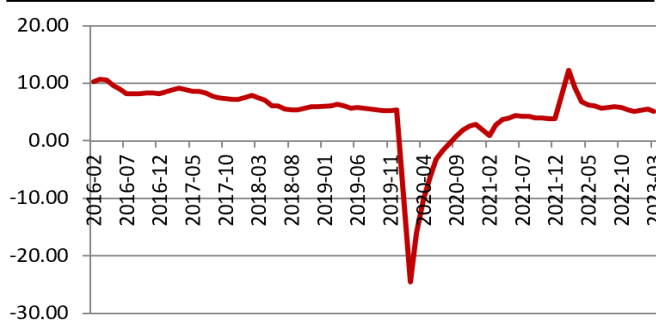
资料来源：Wind

主要工业品产量中，3月，汽车、集成电路、工业机器人和金属切削机床等产品的生产同比增速分别回升25.2、14.0、13.5和11.8个百分点，出口的回升拉动了工业生产的增速回升；与实体供给修复更为密切的主要工业产品生产增速有升有落，水泥、钢材、烧碱、化纤等产量增速分别回升11.0、4.5、3.5、9.7个百分点至10.4%、8.1%、9.0%、和3.7%，十种有色金属、原煤、天然气、焦炭、平板玻璃等产量增速均有回落（见图4），表明国内实体需求修复带动相关产品生产的稳定性还有待加强。

2.三大投资均有回落 地产修复区间仍在

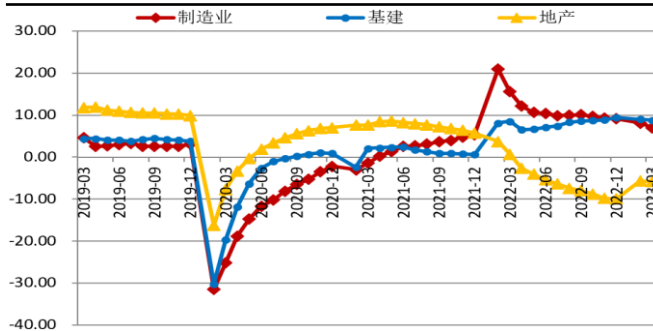
3月，固定资产投资累计同比增长5.1%，较2月回落0.4个百分点（见图5）。三大投资中，制造业、基建（不含电力）和房地产投资同比增速分别回落1.1、0.2和0.1个百分点至7.0%、8.8%和-5.8%（见图6），制造业回落是受国内企业利润不佳及外需弱势不改的双重压制，是3月投资回落的主因；之外，政策支撑及高基数影响基建投资小幅回落但仍保持支撑，房地产降幅小幅扩大但仍处于修复区间。二季度政策前置发力拉动基建投资维稳及地产延续弱修复来平衡制造业面临的内外压制还会是主要方向。

图 5：固定资产投资累计同比增长率 (%)



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

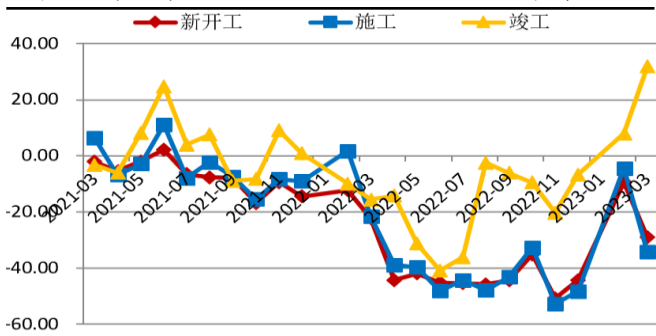
图 6：主要行业固定资产投资累计同比增长率 (%)



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

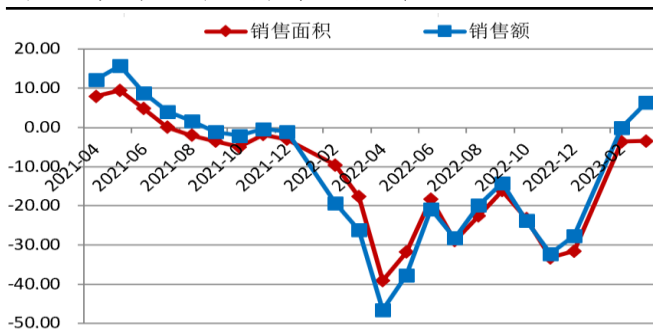
3 月, 房地产投资累计同比降幅小幅扩大, 但仍处于去年下半年以来的较高位置, 当前地产的修复趋势不改, 但主要仍是保交楼推动的竣工加快, 拿地和新开工偏弱对投资改善仍存在制约。主要房地产投资中, 房地产新开工、施工面积当月同比降幅较 2 月扩大 19.7 和 29.9 个百分点至-29%和-34.2%, 竣工面积当月同比增长 32%, 较 2 月扩大 24 个百分点 (见图 7)。年初以来, 商品房销售的二次触底回升趋势延续, 但 3 月销售量的支撑偏弱而预期回暖拉动了价的走高, 3 月, 商品房销售面积、销售额当月同比增速分别回升 0.2 和 6.4 个百分点至-3.5%、6.3% (见图 8), 且 4 月以来销售增速较 3 月仍有放缓迹象, 预计 4 月房地产投资增速的改善空间不会很大。近期 2023 年第一季度央行货币政策例会指出“有效防范化解优质头部房企风险, 扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作, 因城施策支持刚性和改善性住房需求。”可见, 保交楼和拉动住房需求仍是主要方向, 对后期的地产竣工、开工指标仍会有支撑, 投资降幅趋势收窄方向不变, 二季度或改善至-5%之上。

图 7：商品房新开工、施工、竣工面积当月同比 (%)



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 8：房地产销售当月同比增长率 (%)

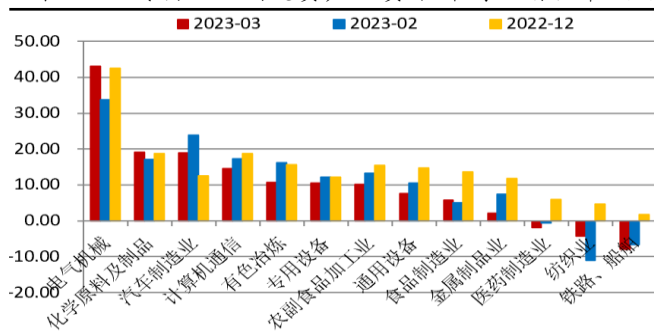


资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

3 月, 制造业投资仍有内弱外降的双重压力, 且基数较高, 累计增速延续回落至 7.0%, 其中高技术制造业投资同比增长 15.2%, 较 2 月回落 1.0 个百分点。分行业看,

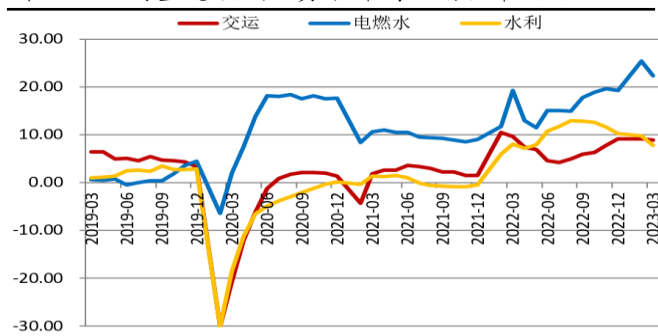
电气机械、汽车、计算机通信、专用设备投资增速均在 10% 之上，但除电气机械制造业投资增速回升 9.4 个百分点外，其他高技术制造业增速均有回落，压力仍主要来自外需增长放缓影响；之外，化学原料及制品投资增速回升而有色冶炼投资回落，但仍保持在 10% 之上的增速，而金属制品投资增速大幅回落 5.2 个百分点至 2.2%（见图 9）。在国内制造业产能制约及海外发达经济体景气收缩下，制造业投资增速放缓趋势延续，但年初以来企业中长贷依然持续高增对投资增速有支撑，二季度在出口结构转移及国内增长动能改善下或可小幅回升。

图 9：主要制造业固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：Wind

图 10：主要基建领域投资累计同比增长率（%）



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

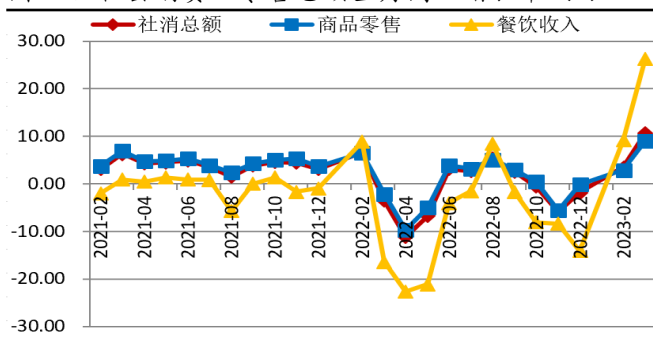
3 月，基建投资增长小幅回落但支撑作用持续。结构上，3 月，交运、电燃水、水利领域投资增速分别回落 0.3、3.1 和 2.0 个百分点至 8.9%、22.3% 和 7.8%，占比较高且比重在提升下的水利投资放缓是一季度基建回落的主因（见图 10）。总量上，前期政策性金融工具及今年专项债依然前置发行继续支撑二季度基建投资保持较高增长；结构上，与数字经济及绿色发展等密切相关的新型基建项目规模将在政策指引下有所扩张，而交运等传统项目增速会趋势放缓。随地产弱修复拖累减弱，基建的对冲压力减小，二季度基建投资大概率稳中略降。

3. 消费增速同比高增 基数效应影响偏大

3 月，社会消费品零售总额同比增速 10.6%，较 2 月大幅回升 7.1 个百分点，季调环比由 2 月的 0.67% 降至 0.15%，表明 3 月消费的反弹回升有去年低基数的影响，3 月两年复合增长率为 3.3%，低于 2021 年同期的 6.3% 和疫前水平，当前消费的反弹动力并不强劲；分结构看，商品零售、餐饮收入 3 月同比增长分别为 9.1% 和 26.3%，两

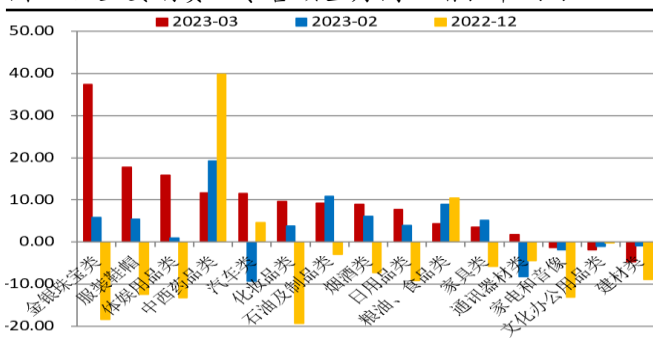
年复合增长率为 3.3%和 2.8%，2021 年同期为 6.9%和 1.0%，表明商品消费仍有较大的修复空间（见图 11）。在去年疫情影响的低基数因素下，4 月和 5 月消费仍会有较高的增长，同时在地多扩大消费的政策持续下，复合增长率也会延续修复态势，二季度随着商品消费修复加快而带动内生动力。

图 11：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 12：主要消费品零售额当月同比增长率（%）



资料来源：Wind

3 月，限额以上消费品零售总额同比增长 10.1%，较 2 月回升 8.0 个百分点，拉动社消总额多增 3.3 个百分点；主要消费品中，3 月，金银珠宝类、服装鞋帽类及体娱用品类消费在去年低基数下增速均在 15%之上，分别较 2 月回升 31.5、12.3 和 14.8 个百分点；汽车类和通讯器材类等可选品消费增速均由负转正，较 2 月回升 20.9 和 10.0 个百分点；而 3 月房地产相关消费建材、家电、家具类消费改善不强，表明房产的回暖动力不足，持续性不强（见图 12）。总体来看，一季度消费有所改善，但低基数效应的影响较大，受收入和就业结构矛盾的影响，实际反弹拉动并不大；后期可选消费和地产消费的改善回升会是消费内生动力增强的关键，短期基数效应下消费增速会保持高增，复合增长率看至 5%之上。

4.经济修复可圈可点 结构调整存款利率

一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，增速较去年四季度加快 1.6 个百分点，但不及 2021 年和 2022 年同期的 5.1%和 4.8%，总的来说，一季度的经济表现单可圈可点，内需的修复支撑了经济增长，稳投资促消费是主要拉动，但去除基数影响相较而言修复斜率仍旧偏缓，制约了工业生产的进一步扩张。政策性拉动基建维持高增及地产弱修复来平衡制造业面临的内外压制仍会是上半年的主要方向，商品消费复苏及地产修复


延续力度是经济增长加强内生动力所在。而一季度城镇居民收入实际增长仅 2.7%及 16-24 岁青年人失业率仍在走高，收入和就业的结构性矛盾突出使得经济难以恢复强劲增长。同时，强信贷及低通胀下，实体修复更多是预期信心的维护，经济淡总量重结构转型，政策更多或侧重维稳及强化针对性，4 月 MLF 小幅加量平价续做也体现了货币政策的进一步宽松空间收窄，4 月 LPR 大概率仍将维稳。在强调发挥存款利率市场化调整机制重要作用下，短期内或会有更多银行跟进下调存款利率，进而推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本下降，实现在投资和消费领域的全面发力。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn