

3月5日两会发布政府工作报告，2023年设置5%左右的GDP增速目标非常务实，然而市场认为两会政策力度不及预期，复苏交易逻辑开始走弱。

上周（3月6日-3月10日）股弱债强，股市走弱受到海外SVB突发事件引发的恐慌情绪扰动，债市走强与流动性偏松关联。不可否认，近期市场国内复苏交易进一步降温。

现在的问题是，撇除海外风险性事件扰动，现实数据可否支持复苏交易持续？

我们观察高频数据，尝试对当下宏观经济状态的以下问题给出回应：经济复苏进入到哪一阶段，未来复苏弹性几何？

► 节后政策力度减轻，但经济持续复苏，动力来自市场内生的需求修复。

防疫政策优化之后，中国复苏路径非常明确，延续如下路径推进（按照修复弹性及节奏排序）：**人员出行>场景消费>一般耐用品消费>地产销售>工业生产及建筑业项目开工>出口外需。**

春节后驱动内需修复的政策较去年四季度有所收敛，然而高频数据显示，春节后生产和需求持续改善，当下经济呈现出两点特征。

其一，人员出行、场景消费、一般耐用品消费等经过了春节前后修复斜率最快时期，当下进入斜率放缓的修复平台期。

其二，近一周（3月6日-3月10日）最大的边际变化是高能级二手房交易加速放量，工业生产和建筑业项目开工复工率持续推进。

这意味着当前经济修复已经进入第四和第五阶段，即地产销售、工业生产及建筑业项目开工复工仍在推进。

► 3月以来弱复苏交易背后本质上是“强现实、弱预期”。

去年底疫情政策意外放松，随后人流迅速达峰，场景消费、一般耐用品消费以及地产销售依次快速修复，市场也顺势交易一轮强复苏。

进入3月，三大宏观因素共振，首先市场解读两会政策不及预期；其次高频数据显示疫情优化以来消费和地产修复最快时期暂告段落，当前内需处于平稳修复期；最后海外SVB事件扰动压制全球风险偏好。

这种情况下，强复苏交易暂且降温，然而高频数据显示当下实体基本面仍在持续修复，尤其近期建筑业开工加快推进，紧贴地产的螺纹钢表现强劲，毕竟黑色系大宗更多交易现实。

某种意义上看，3月以来市场交易更倾向于“强现实、弱预期”。

► 我们对本轮经济复苏给出如下四点判断。

判断一，当下经济仍处于复苏路径之中，近期复苏交易降温更多缘自预期调整。

判断二，2023年全球经贸周期下行，本轮国内经济复苏的关键在于内需。

判断三，2023年内需复苏弹性多大，关键在于地产修复斜率。

判断四，2023年中国地产最值得期待的是销售和价格弹性（尤其高能级城市）。

风险提示：经济政策不及预期，货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17

2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15

3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12

4. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11

5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

1 场景消费仍在修复只是节奏有所放缓	3
2 节后楼市成交延续既定路径持续修复	4
3 工业复工平稳兑现，建筑业景气抬升	5
4 本轮经济复苏的四点判断	6
5 风险提示	9
插图目录	10

1 场景消费仍在修复只是节奏有所放缓

当前人员出行热度强于 2019 年同期水平，场景消费修复节奏有所放缓。

上周（3 月 6 日至 3 月 10 日）人员出行指数季节性回落，出行热度仍强于 2019 年同期水平。

场景类消费目前仍无法与人员出行热度相匹配，无论是航班执飞率还是酒店入住率数据，高频数据显示场景类消费较疫情前仍有较大差距。

中短期来看，随着跨境航班执行架次加速修复，居民出行半径仍在扩大；另一方面，服务行业的供给修复也在进一步释放。

我们认为场景消费后续大概率仍持续修复，只不过修复节奏有所放缓。

汽车市场零售回暖，汽车价格虽然有所下行但销售量符合预期。

汽车消费方面，2 月乘用车零售市场回暖至 139 万辆，同比增长 10.4%，环比增长 7.5%。

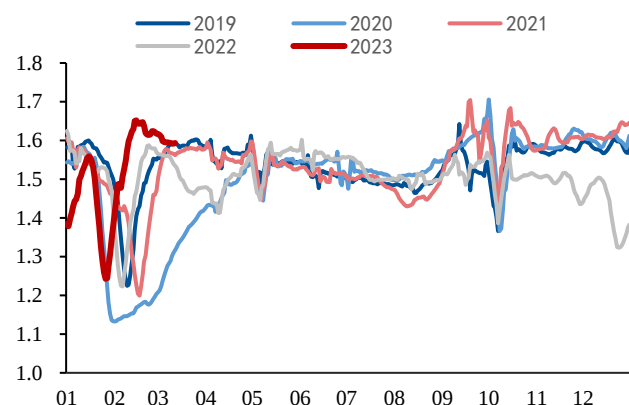
最新一期（2 月 20 日-2 月 28 日）的乘联会汽车销售数据显示，全国乘用车市场日均零售 70493 辆，已经超出往年农历同期水平，环比上周增长 85.6%。

我们认为，后续车展等线下活动加速聚拢人气，叠加各省市密集出台的购车补贴等优惠政策，汽车仍将维持一定销售量。

节后至今，一般耐用品消费维持韧性。

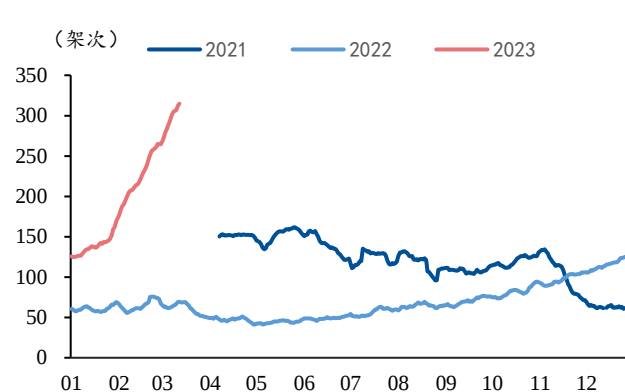
增值税发票数据显示，春节期间一般耐用品消费已经颇为强劲。轻纺城布料成交数据显示，最新（3/10）轻纺城布料日度成交数据周环比增长 2.8%，同比增长 40.5%，一定程度持续验证，以服装为代表的一般耐用品消费修复仍在持续。

图 1：百城拥堵延时指数季节性回落

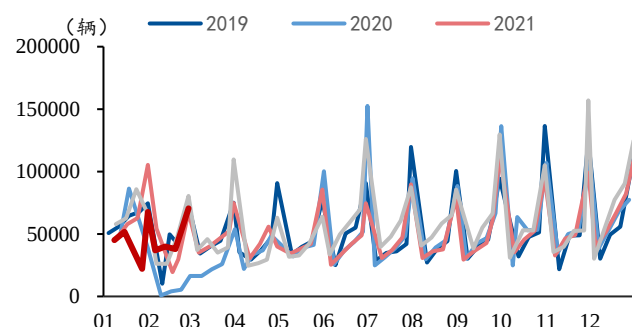


资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：国际航班执飞架次攀升，居民出行半径扩大



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：乘用车周度日均销量出现回暖迹象


资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：轻纺城布料日度成交量（米）


资料来源：wind，民生证券研究院

2 节后楼市成交延续既定路径持续修复

近一周一手房销量环比季节性回落，环比跌幅上二三线城市强于一线城市。

剔除错位影响之后，2月30城地产销售同比转正，较去年同期销售增长32%。其中一线城市同比增长9.8%，二线城市同比增长27.9%，三线城市同比增长79.5%。

最新一期（3月6日-3月10日）30大中城市房地产成交面积环比回落14.9%，一线城市周度回落10.4%，二线城市回落16.4%，三线城市回落15.1%，高能级城市新房成交仍延续韧性。

值得注意，最新一期（3月6日-3月10日）一手房销售量环比下降属于正常季节性现象。

二手房市场热度不减，九大代表城市日度成交量超出2021年农历同期水平。

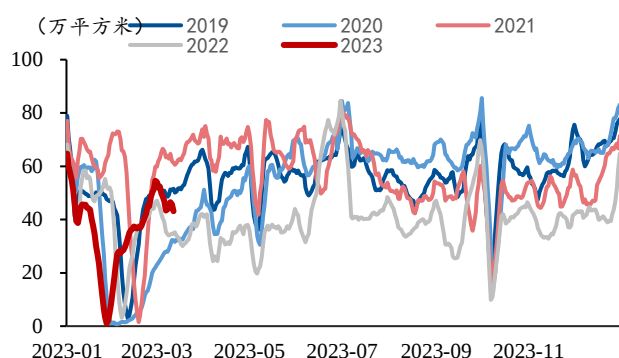
九大代表城市二手房平均日度成交数据仍延续量增，最新一期（3月6日-3月10日）成交量环比增加3.8%，平均成交量持续超过2021年农历同期水平。

数据样本中，我们选取了金华、衢州、江门、东莞等二三线城市二手房价进行追踪，最新一期（3月6日-3月10日），金华二手房价格环比增3.6%，江门二手房价格环比增0.9%，东莞二手房价格环比增1.05%，整体初步呈现止跌企稳的迹象。

我们维持此轮地产修复路径判断，即高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市的一手房。

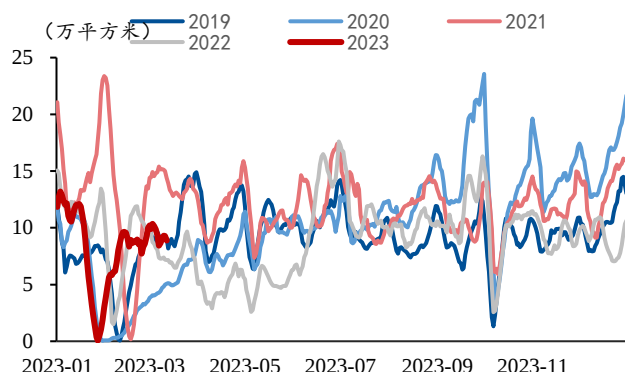
当前数据显示，市场或已进入第二阶段，即二手房成交止跌放量，地产回暖持续性难被证伪。

图 5：30 城房地产成交量环比周度走低



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：一线城市新房成交维持韧性



资料来源：wind，民生证券研究院

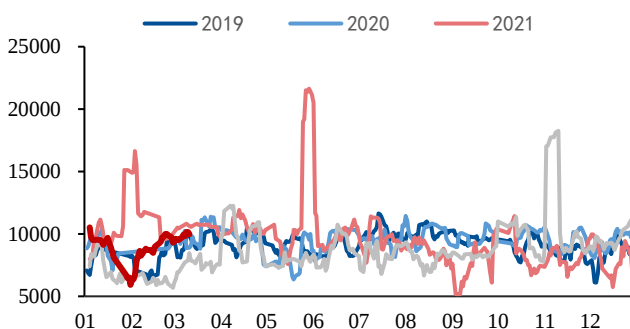
图 7：九大代表城市二手房成交热度持续



资料来源：wind，民生证券研究院

注：九大代表城市分别选取：北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、东莞、佛山

图 8：金华二手房成交价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 工业复工平稳兑现，建筑业景气抬升

节后第三周起，劳务陆续返工，资金到位，工程项目实物工作转化效率提速，建筑产业链表现颇为亮眼。

高频数据上，沿海六大电厂日均耗煤量超出往年同期水平，映射工业生产开工率普遍抬升。

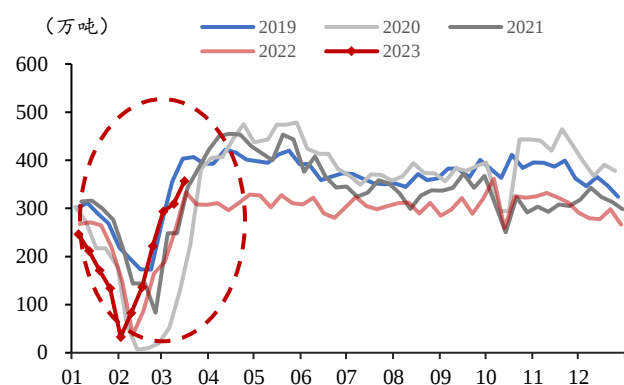
剔除基数效应，下游开工率修复弹性暂强于中游，节奏上汽车和下游化工品开工复工进度更快。

最新一期数据（3月6日-3月10日）最显著的边际变化是，相较于前期或有“打卡型”复工，工程项目实物工作量的转化效率出现提速迹象。沥青装置开工率

抬升，螺纹表观消费扩张，水泥库容比下行，这些高频指标均可验证。

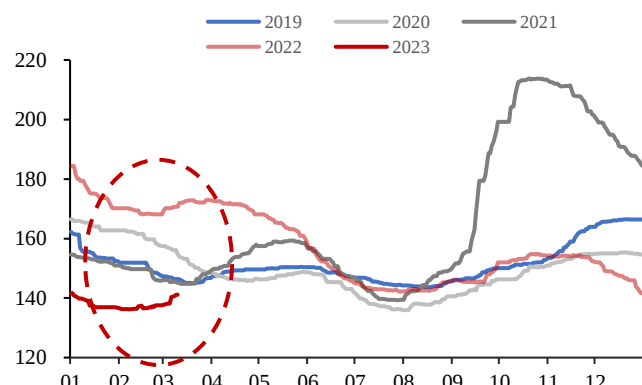
在此背景下，近期建筑生产链工业品（螺纹钢、玻璃、水泥等）价格表现颇为强势。

图 9：螺纹表观需求超过往年同期水平



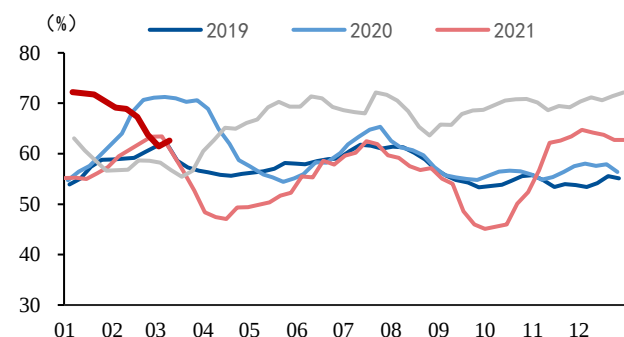
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：水泥指数抬升



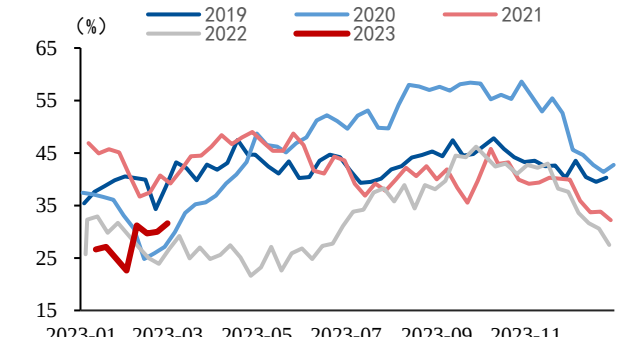
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：水泥库容比回落至常态区间



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：石油沥青装置开工率边际继续好转



资料来源：wind，民生证券研究院

4 本轮经济复苏的四点判断

我们依然认为今年海外需求偏弱，下半年海外需求甚至有快速收缩风险，故而我们维持全球经贸周期下行的判断。我们认为本轮经济是否进入一轮复苏，并且复苏弹性有多强，关键在于如下四点判断。

判断一，当下经济仍处于复苏路径之中，近期复苏交易降温更多缘自预期。

防疫政策优化之后，中国复苏路径非常明确，总体延续如下路径推进（按照修复弹性及节奏排序）：人员出行>场景消费>一般耐用品消费>地产销售>工业生产

及建筑业项目开工>出口外需。

春节疫情达峰，人员流动性快速释放，场景消费迅速修复至疫情前七八成左右水平。春节后人流和消费仍在修复通道中，只不过修复节奏较春节放缓，可以这样说，当前人流和场景消费进入到一个温和扩张的平台期。

春节后一般耐用品消费继续修复，目前也同样速率放缓，进入一个平台期。

春节后修复最快的是地产销售，尤其是高能级城市二手房销售，目前仍在加速放量。春节后紧跟地产销售的还有工业企业和建筑业项目开复工，目前也在快速修复过程中。

可以这样判断，最新一期数据显示经济修复已经进入第四和第五阶段，即地产销售、工业生产及建筑业项目开复工快速推进。

判断二，2023 年全球经贸周期下行，本轮国内经济复苏的关键在于内需。

2 月中国 PMI 出口新订单的景气反弹，越南和韩国 1-2 月出口数据走强，而 CCFI 和 SCFI 运价指数环比走弱，这些信息指向 2 月中国出口超预期，更多原因在于年初海外需求阶段性回温。

目前美国硅谷银行破产，直接指向美国中小银行体系目前承压，但更多反映当前美国经济难以承受如此高的美债利率。往后看，全球经贸周期下行趋势年内预计无法得到逆转，全球需求仍面临收缩风险。

故我们对今年出口增速保持谨慎，内需观察仍应摆在优先位置。

判断三，内需复苏弹性的关键看地产修复斜率。

内需观察点仍落在地产企稳这一核心问题的判断上。

一方面消费的后续动能与居民就业工资预期紧密相关，而这依赖于宏观层面

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53314

