

宏观经济点评

证券研究报告

2023年3月经济数据点评

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

内生动能增强，经济可以更“乐观”些

事件：

4月18日，国家统计局公布数据显示，一季度GDP同比4.5%、前值2.9%。3月，规模以上工业增加值同比3.9%、前值2.4%；社会消费品零售总额同比10.6%、前值3.5%；固定资产投资同比5.1%、前值5.5%。

场景持续修复、经济内生动能增强，经济可以更加“乐观”一些

场景恢复提振下、经济活动增强，企业消费加快修复。一季度，受场景持续修复推动、第三产业GDP表现明显好于第二产业，增长5.4%、较去年四季度提升3.1个百分点。服务类消费表现亮眼、推动整体消费中枢回升，3月社零同比10.6%、远好于预期的7.2%，两年复合3.3%、也与1-2月的3.5%大体相当；居民消费支出中，医疗保健、教育文化娱乐、居住和其他用品及服务增长较快。值得关注的是，一季度社零5.8%、快于居民消费支出的5.4%，指向企业等社会集团消费的改善更快，场景进一步恢复后、企业消费的修复弹性可能被低估。

企业消费改善背后，中游装备制造依然保持高景气度、支撑内需韧性凸显。年初以来，制造业增加值延续修复态势，3月当月同比增长4.2%，中游装备制造业增速明显快于整体，电气机械、汽车分别增长16.9%和13.5%。与此同时，景气赛道的资本开支也延续过去两年的热度，支撑中游装备制造投资保持高增。

经济进入正循环、居民收入改善，内生动能更加稳固。尽管结构分化明显、不平衡特征突出，但居民收入的修复已经启动。一季度居民收入同比5.1%，高于中位数的4.6%和去年四季度的4.2%，指向中低收入人群修复慢于整体。企业修复率先带动资本收入和营业收入的增长，居民收入主要由工资构成、修复更为滞后。

经济可以更“乐观”些，复苏之路已经开启、内生动能增强。经济核心驱动包括，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，场景恢复带来社会集团消费修复和居民收入滞后改善，及新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲。

常规跟踪：第三产业支撑GDP高增、社零超预期增长，就业和收入改善但结构分化

GDP超预期增长、第三产业贡献较大，工业增加值延续回升。一季度GDP增长4.5%、两年复合同比4.6%，好于市场平均预期的4.0%，较去年四季度提升1.6个百分点；第二产业小幅回落，第三产业大幅回升。工业生产延续修复，装备制造亮眼，3月工业增加值当月同比3.9%、较1-2月提升1.5个百分点；中游装备制造业增速明显高于整体。基建保持韧性、中游装备亮眼、地产延续企稳，出行相关消费带动社零高增。3月，投资增速同比4.8%、1-2月小幅下行0.7个百分点，其中，基建投资同比9.9%、较1-2月回落2.3个百分点，主因能源相关投资放缓，而交通类投资韧性较强；制造业投资同比6.2%，较1-2月回落1.9个百分点，但中游装备制造依然保持较快增长。房地产投资同比-7.2%、略低于1-2月的-5.7%，其中，竣工同比32%、较1-2月提升24个百分点；新开工同比-29%、拖累依然较大；商品房销售面积同比-3.5%、略好于1-2月的-3.6%，30大中城数据显示低能级城市地产销售相对偏弱。社零超预期增长，出行相关消费表现较好。分行业看，汽车对社零的拖累明显减弱，3月当月同比增长11.5%、由负转正，较1-2月回升20.9个百分点；体育娱乐用品、纺织品、通讯器材等产品边际改善也较明显。

就业和收入均改善，结构性特征突出。城镇居民收入修复加快、农村居民收入增速延续回落。居民消费支出同比5.4%、由负转正。分行业看，医疗保健、教育文化娱乐、居住和其他用品及服务保持较快支出增速。城镇调查失业率季节性下降，但结构性压力增大。3月，城镇调查失业率5.3%、与2021年同期水平相当，较1-2月回落0.3个百分点；但青年群体就业压力仍大，16-24岁人口失业率抬升1.5个百分点至19.6%、创历史同期新高。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、场景持续修复、经济内生动能增强，经济可以更加乐观一些.....	3
2、常规跟踪：第三产业支撑 GDP 高增、社零超预期增长，就业和收入改善但结构分化.....	4
风险提示.....	8

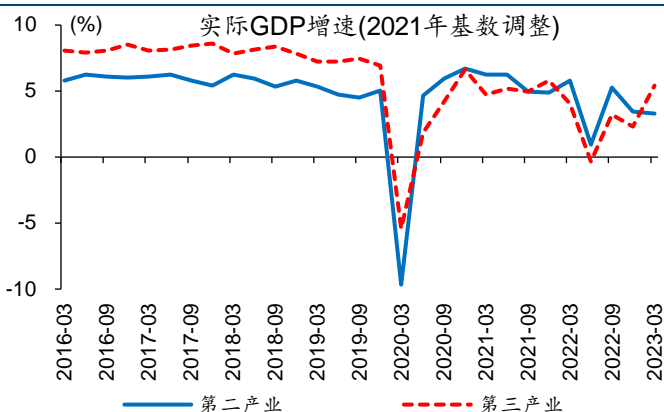
图表目录

图表 1：一季度第三产业 GDP 增长快于第二产业.....	3
图表 2：消费修复大超预期.....	3
图表 3：居民消费支出中服务消费占比超 4 成.....	3
图表 4：社会集团商品消费修复更快.....	3
图表 5：制造业增加值延续修复.....	4
图表 6：中游装备制造投资保持高增.....	4
图表 7：居民收入的修复已经开始.....	4
图表 8：财产净收入修复相对较快.....	4
图表 9：一季度 GDP 超预期回升.....	5
图表 10：服务业生产指数继续攀升.....	5
图表 11：电热燃水和制造业生产同比回升.....	5
图表 12：中游装备制造生产改善较快.....	5
图表 13：固定资产投资有所回落.....	5
图表 14：水利环境、电燃水等投资拖累较大.....	5
图表 15：制造业投资小幅回落.....	6
图表 16：中游装备制造保持较快投资增速.....	6
图表 17：竣工大幅回升、销售延续回暖.....	6
图表 18：30 大中城市商品房成交.....	6
图表 19：一线城市商品房成交较 2019 年基本持平.....	6
图表 20：三线城市商品房成交显著低于 2019 年.....	6
图表 21：3 月社零消费超预期大增.....	7
图表 22：珠宝、汽车等消费较 1-2 月明显改善.....	7
图表 23：一季度居民收入改善.....	7
图表 24：居民支出改善快于收入.....	7
图表 25：餐饮收入表现相对亮眼.....	8
图表 26：基本生活类商品消费增长较快.....	8
图表 27：城镇调查失业率季节性下行.....	8
图表 28：年轻人失业率高位攀升.....	8

1、场景持续修复、经济内生动能增强，经济可以更加乐观一些

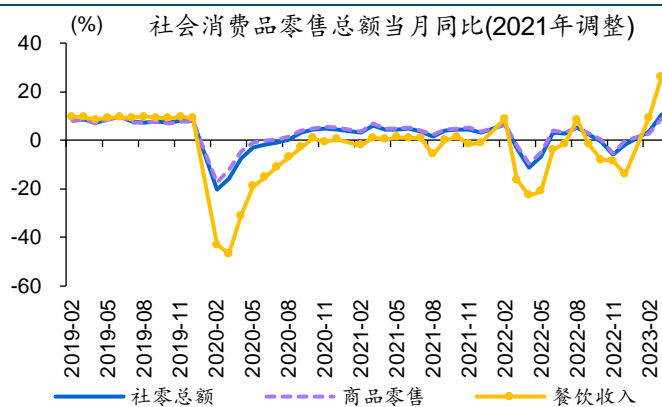
场景恢复提振下、经济活动增强，企业消费加快修复。一季度，受场景持续修复推动、第三产业 GDP 表现明显好于第二产业，增长 5.4%、较去年四季度提升 3.1 个百分点。服务类消费表现亮眼、推动整体消费中枢回升，3 月社零同比 10.6%、远好于预期的 7.2%，两年复合 3.3%、也与 1-2 月的 3.5% 大体相当；居民消费支出中，医疗保健、教育文化娱乐、居住和其他用品及服务增长较快。值得关注的是，一季度社零 5.8%、快于居民消费支出的 5.4%，指向企业等社会集团消费的改善更快，场景进一步恢复后、企业消费的修复弹性可能被低估。

图表1：一季度第三产业 GDP 增长快于第二产业



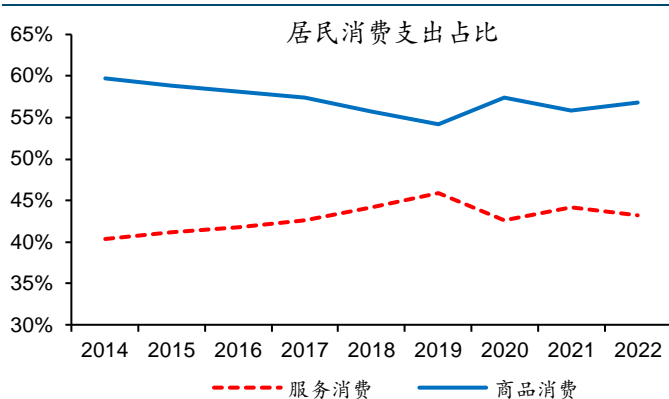
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：消费修复大超预期



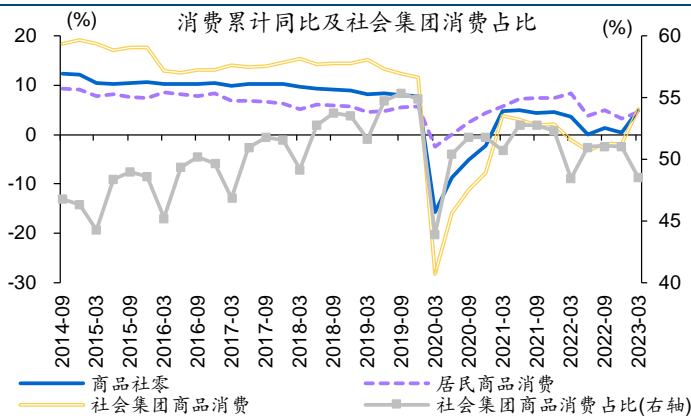
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：居民消费支出中服务消费占比超4成



来源：Wind、国金证券研究所

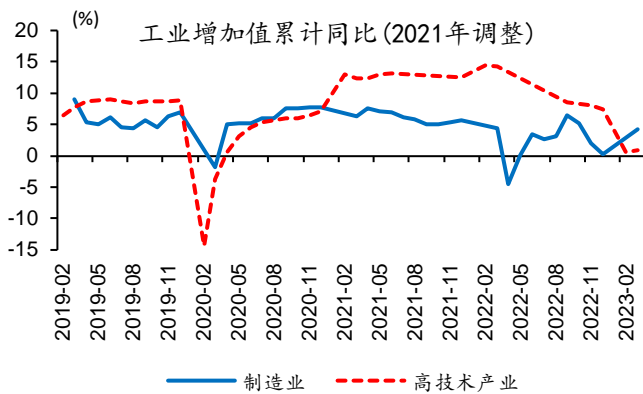
图表4：社会集团商品消费修复更快



来源：Wind、国金证券研究所

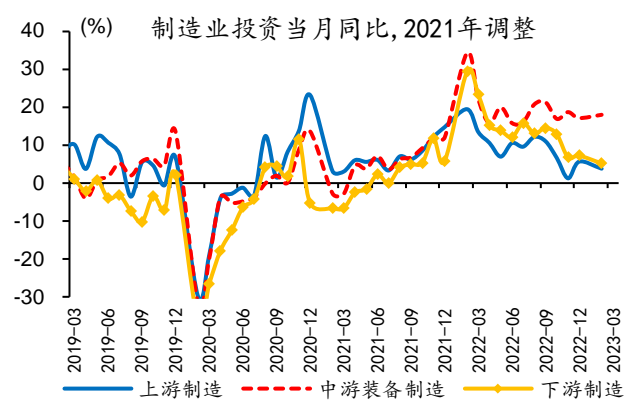
企业消费改善背后，中游装备制造依然保持高景气度、支撑内需韧性凸显。年初以来，制造业增加值延续修复态势，3 月当月同比增长 4.2%，中游装备制造业增速明显快于整体，电气机械、汽车分别增长 16.9% 和 13.5%。与此同时，景气赛道的资本开支也延续过去两年的热度，支撑中游装备制造投资保持高增。

图表 5：制造业增加值延续修复



来源：Wind、国金证券研究所

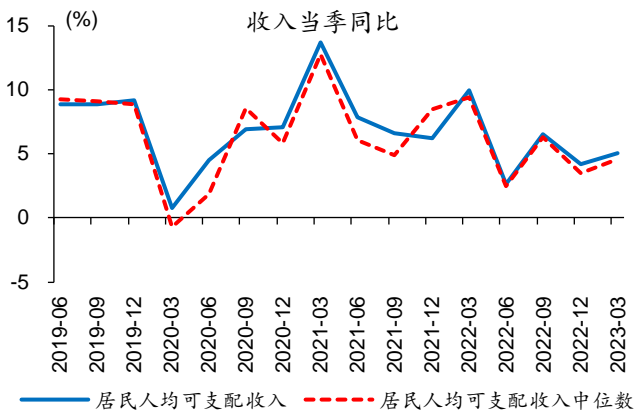
图表 6：中游装备制造投资保持高增



来源：Wind、国金证券研究所

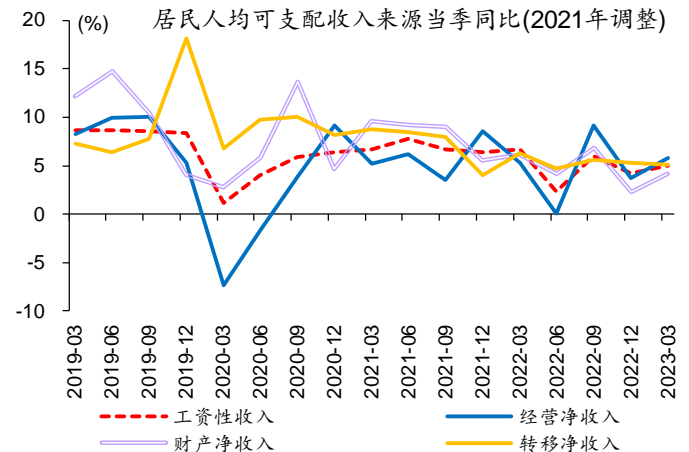
经济进入正循环、居民收入改善，内生动能更加稳固。尽管结构分化明显、不平衡特征突出，但居民收入的修复已经启动。一季度居民收入同比 5.1%，高于中位数的 4.6% 和去年四季度的 4.2%，指向中低收入人群修复慢于整体。企业修复率先带动资本收入和营业收入的增长，居民收入主要由工资构成，修复更为滞后。分项看，财产净收入、经营净收入和工资性收入分别提升 1.9、2.1、0.7 个百分点至 4.1%、5.8% 和 5%。

图表 7：居民收入的修复已经开始



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：财产净收入修复相对较快



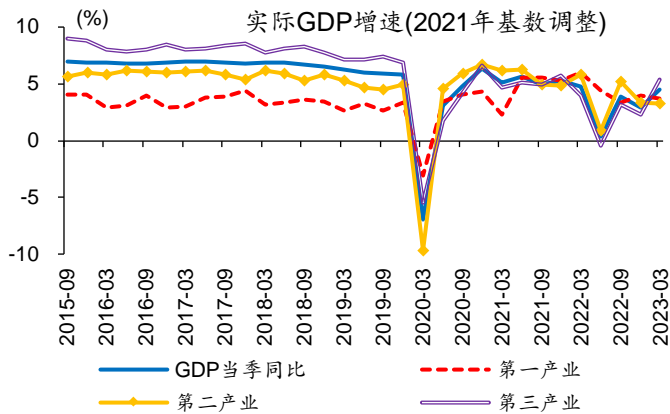
来源：Wind、国金证券研究所

重申观点，经济可以更“乐观”些，复苏之路已经开启、内生动能增强。经济核心驱动包括，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，场景恢复带来社会集团消费修复和居民收入滞后改善，及新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲。

2、常规跟踪：第三产业支撑 GDP 高增、社零超预期增长，就业和收入改善但结构分化

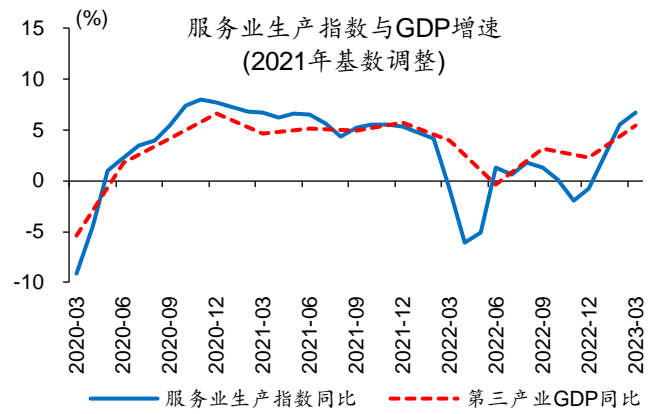
GDP 超预期、服务业加快修复。一季度 GDP 增长 4.5%、两年复合同比 4.6%，好于市场平均预期的 4.0%，较去年四季度提升 1.6 个百分点。第一和第二产业小幅回落，第三产业大幅回升。第三产业高增背后是服务业的高景气，1-3 月服务业生产指数继续攀升，累计同比 6.7%、较 1-2 月提升 1.2 个百分点。

图表 9: 一季度 GDP 超预期回升



来源: Wind、国金证券研究所

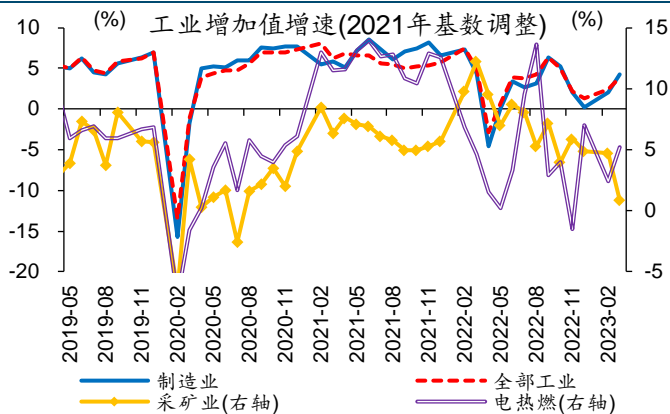
图表 10: 服务业生产指数继续攀升



来源: Wind、国金证券研究所

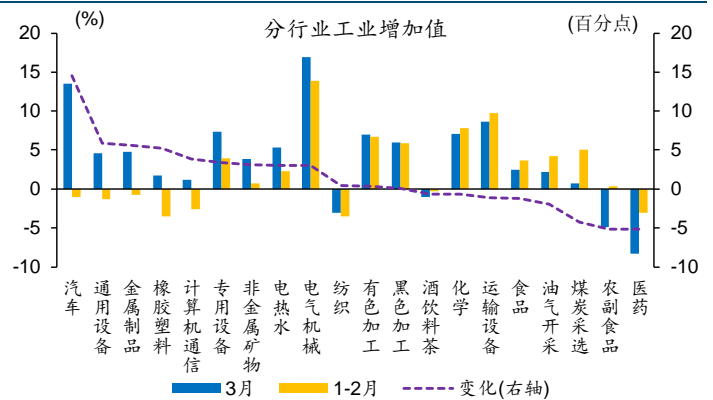
工业生产延续修复, 装备制造亮眼。3 月, 工业增加值当月同比 3.9%、较 1-2 月提升 1.5 个百分点。其中, 电热燃水和制造业同比回升、分别提升 2.8 和 2.1 个百分点至 5.2% 和 4.2%, 采矿业同比回落 3.8 个百分点至 0.9%。主要行业中, 电气机械、汽车实现两位数增长, 运输设备、专用设备、有色等行业保持较快增长。

图表 11: 电热燃水和制造业生产同比回升



来源: Wind、国金证券研究所

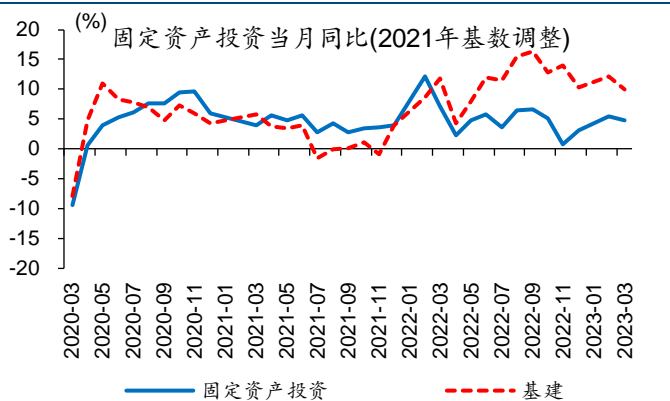
图表 12: 中游装备制造生产改善较快



来源: Wind、国金证券研究所

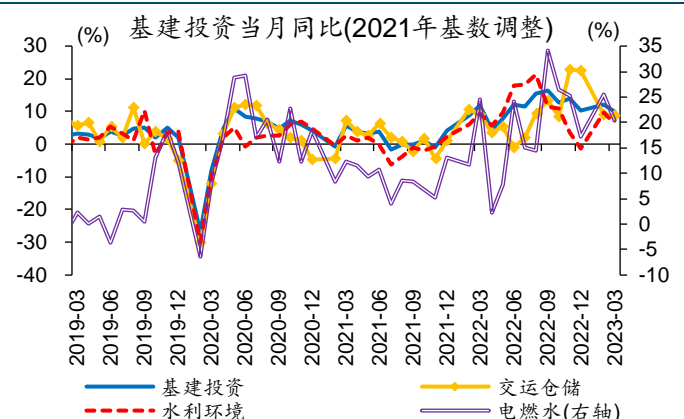
固定资产投资回落, 但基建增速仍然较高。3 月, 固定资产投资同比增长 4.8%、较 1-2 月回落 0.7 个百分点。其中, 基建投资回落 2.3 个百分点至 9.9%, 两年复合增长 10.8%、仍保持较高增速; 分项来看, 水利环境和电燃水对基建投资的拖累较大、分别回落 3.3 个、5 个百分点至 6.5%、20.4%, 交运仓储的韧性较强、回落 0.5 个百分点至 8.7%。

图表 13: 固定资产投资有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

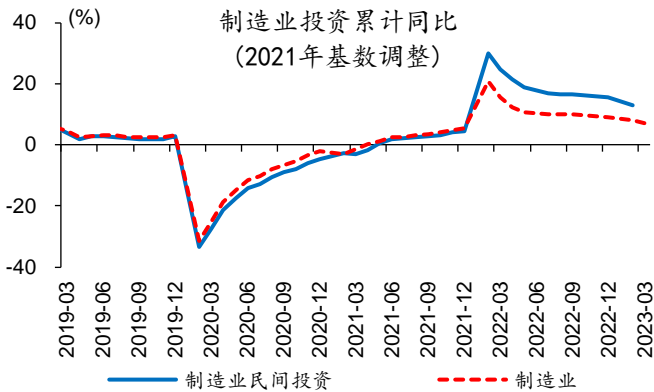
图表 14: 水利环境、电燃水等投资拖累较大



来源: Wind、国金证券研究所

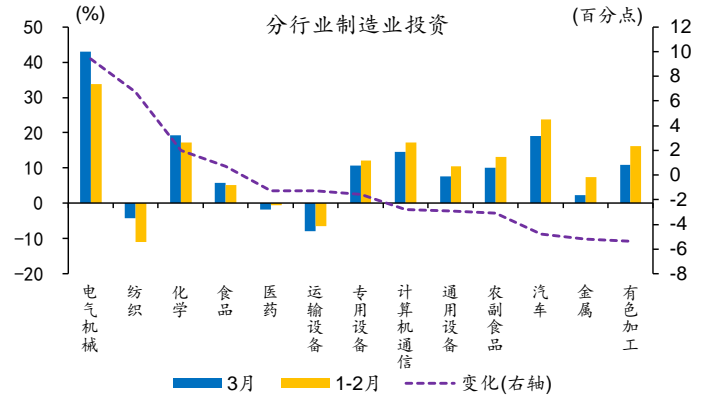
基数影响下制造业投资回落，但中游装备制造投资韧性较强。3月，制造业投资同比6.2%，较1-2月回落1.9个百分点，主要系去年基数影响、两年复合增速达9%。其中，中游装备制造依然保持较快增长，专用设备、计算机通信、汽车等行业继续保持两位数以上增速；电气机械业投资增速较1-2月进一步提升9.4个百分点至43.1%。

图表 15: 制造业投资小幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

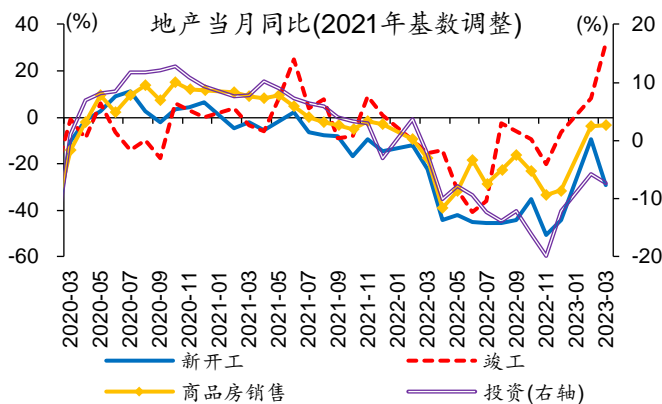
图表 16: 中游装备制造保持较快投资增速



来源: Wind、国金证券研究所

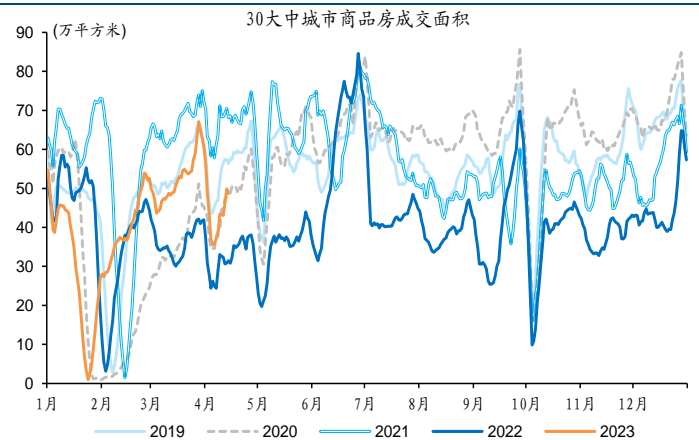
竣工加快支撑地产投资，地产销售总体小幅改善、结构分化。3月，房地产投资同比-7.2%、略低于1-2月的-5.7%，其中，竣工同比32%、较1-2月提升24个百分点；新开工拖累依然较大，同比-29%、较1-2月回落20个百分点；商品房销售面积同比-3.5%、略好于1-2月的-3.6%，30大中城数据显示一线和部分二线城市销售亮眼，而低能级城市地产销售相对偏弱。

图表 17: 竣工大幅回升、销售延续回暖



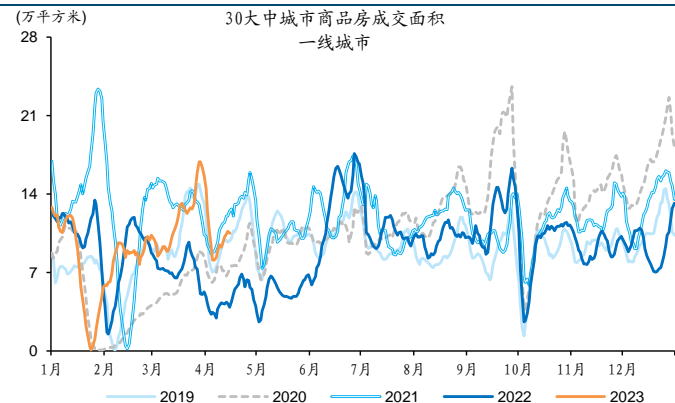
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 30大中城市商品房成交



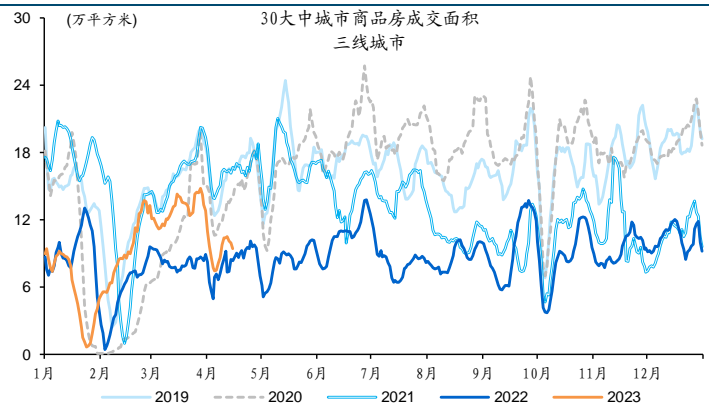
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 一线城市商品房成交较 2019 年基本持平



来源: Wind、国金证券研究所

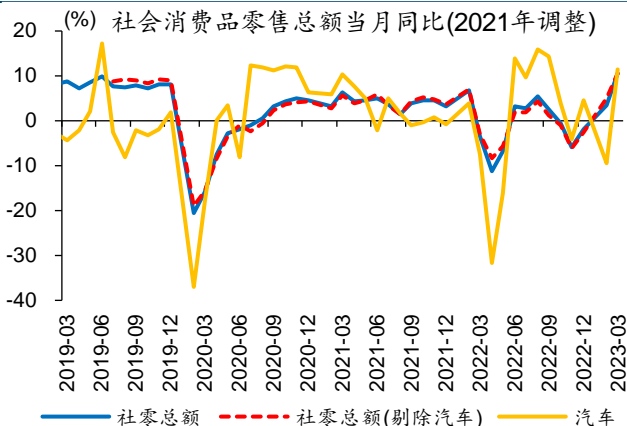
图表 20: 三线城市商品房成交显著低于 2019 年



来源: Wind、国金证券研究所

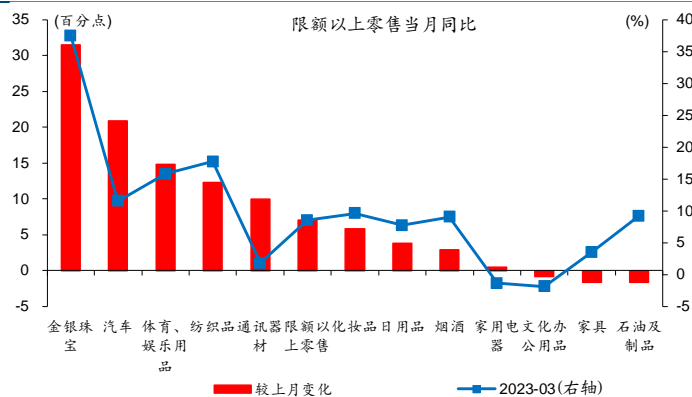
社零超预期增长，出行相关消费表现较好。3月社零大幅超预期，出行相关消费明显改善。分行业看，汽车对社零的拖累明显减弱，3月当月同比增长11.5%、由负转正，较1-2月回升20.9个百分点；体育娱乐用品、纺织品、通讯器材等产品边际改善也较明显。此外，受贵金属行情影响，金银珠宝类消费改善超过30个百分点。

图表 21: 3月社零消费超预期大增



来源: Wind、国金证券研究所

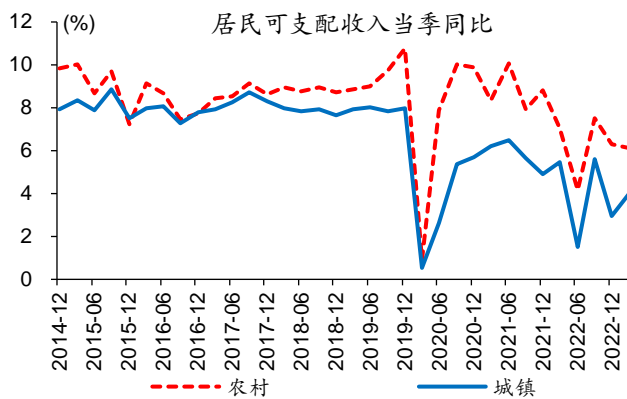
图表 22: 珠宝、汽车等消费较1-2月明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

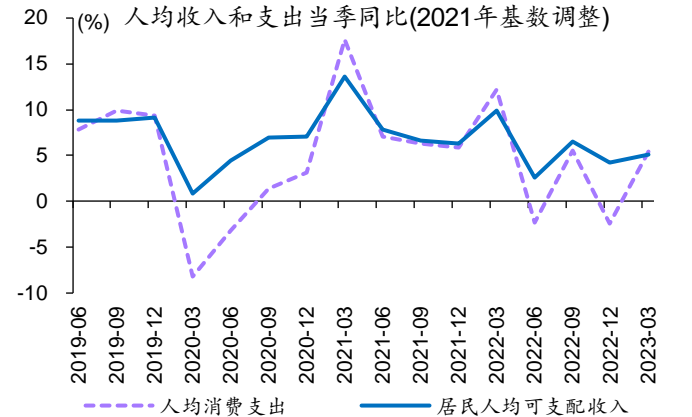
居民收入和支出均改善，但结构性特征突出。城镇居民收入修复加快、一季度同比4%，较去年四季度提升1.1个百分点；农村收入增速延续回落，小幅下行0.2个百分点至6.1%。居民消费支出同比5.4%，较去年四季度回升7.8个百分点、由负转正。分行业看，医疗保健、教育文化娱乐、居住和其他用品及服务保持较快支出增速。

图表 23: 一季度居民收入改善



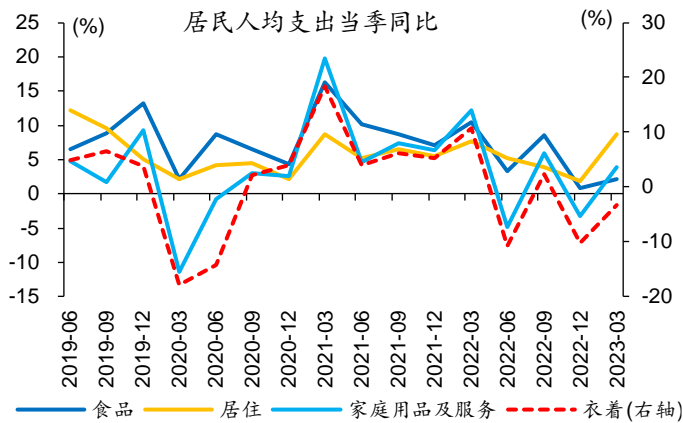
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 居民支出改善快于收入

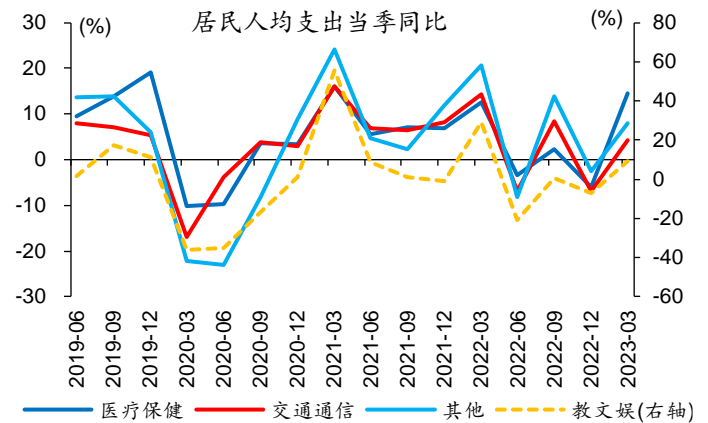


来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 餐饮收入表现相对亮眼

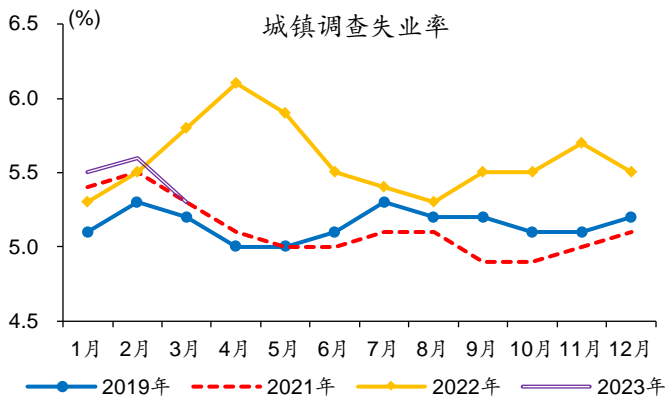


图表 26: 基本生活类商品消费增长较快

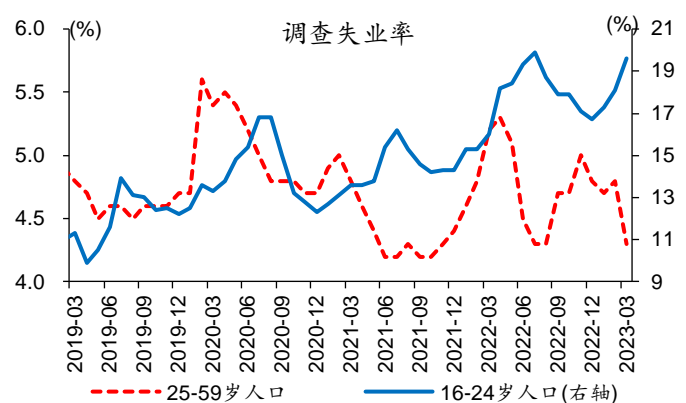


城镇调查失业率季节性下降, 但结构性压力增大。3 月, 城镇调查失业率 5.3%、与 2021 年同期水平相当, 较 1-2 月回落 0.3 个百分点; 但青年群体就业压力仍大, 16-24 岁人口失业率抬升 1.5 个百分点至 19.6%、创历史同期新高; 25-59 岁人口调查失业率持续回落, 3 月录得 4.3%、处于历史同期低位水平。

图表 27: 城镇调查失业率季节性下行



图表 28: 年轻人失业率高位攀升



风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402