

## 开局良好，可适度上调全年 GDP 增速预期

### ——2023年3月及Q1经济数据点评

#### 核心观点

2023年Q1经济运行开局良好，经济动能明显回升。2023Q1，GDP季调环比为+2.2%，较去年Q4环比+1.6PCTS，为2011年以来历年Q1第二高，GDP不变价同比+4.5%（市场预期+4.0%），较去年Q4+1.6PCTS。

整个Q1，消费成为经济最重要的支撑项，基建投资和制造业投资因基数问题对经济的支撑力度略有下降，房地产投资对经济的拖累明显减轻，3月超预期的进出口数据之下，Q1贸易差额以人民币计同比高增40%以上，对经济亦有较强支撑。

2023年3月，社零环比为+0.15%，为除2022年外，历年3月最低值。2023年3月，社零同比+10.6%（市场预期+7.2%），较上月+7.1PCTS，主因去年3月的低基数效应（去年3月社零同比-3.5%）。总体来看，3月的消费依然呈现弱复苏状态。社零环比明显弱于季节性，显示消费动能并不算强，复苏斜率走缓。3月社零的同比高增，很大部分源于去年同期基数较低，而之所以超过市场预期，更多地是因为前期市场预期过低。从统计局披露的居民收入数据增速和以“支出/收入”表征的居民消费倾向看，目前居民可支配收入增速依然较疫情前有一定差距，且居民消费倾向也弱于疫情之前，我们认为这预示着居民资产负债表受损的问题依然将在后续季度持续存在，居民消费的进一步复苏或受到一定抑制。另一方面，我们认为对未来的消费数据也无需过度悲观，从高频的100个城市交通拥堵数据以及各出行平台五一出行旅游数据看，消费复苏的趋势仍然在延续。我们维持对消费谨慎乐观的看法，由于去年第二季度的低基数，预计社零同比数据在Q2将实现增速明显上行。

2023年3月，固投同比+4.7%，较今年前2月-0.8PCTS，带动Q1固投累计同比增速录得+5.1%（市场预期+5.3%），较前2月-0.4PCTS。

2023年3月，制造业投资增速+6.2%，较前2月-1.9PCTS，带动3月固投总体增速+2.5PCTS。3月制造业投资增速的下行，主要系去年全年制造业投资处在相对高位的基数效应影响。从3月PMI看，制造业景气度修复斜率虽然不高，但制造业整体景气度仍然处在相对高位。考虑到3月企业中长期融资再次高增，结合具体子行业方面以“电动载人汽车、锂电池、太阳能电池”为代表的“新三样”产业链的高投资增速支持，预计后续制造业增速仍将保持韧性，全年有望维持+6.0%的增速中枢。

2023年3月，房地产投资增速-5.9%，较今年前2月-0.2PCTS，降幅略有扩大，带动3月固投增速-1.5PCTS。2023年3月，房地产投资同比虽然略有下滑，但房地产竣工、商品房销售及房企开发资金等数据并不差。施工端看，3月房屋施工面积同比虽然较前2月下滑较多，但主要系受到新开工面积同比较低拖累，房屋竣工面积依然实现高增，且较前2月增速上行较多。销售端看，今年3月房屋销售金额和销售面积分别实现2021年9月和2021年7月以来的首次转正。资金端看，3月房企开发资金合计值同

#### 主要数据

上证指数	3393.3312
沪深300	4162.032
深证成指	11860.3994

#### 主要指数走势图



#### 作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

#### 相关研究报告

- 对于后续经济复苏前景应保持信心和耐心 — 2023-04-16
- 出口数据逆转高增，增强经济复苏确定性 — 2023-04-14
- 新增社融达历史高位，宽货币向实体宽信用的转化率仍需提高 — 2023-04-12

比 2021 年 12 月以来首次转正，其中，3 月国内贷款同比、定金及预收款同比、按揭贷款同比分别实现 2021 年 6 月、2021 年 11 月和 2021 年 12 月以来首次转正。

3 月房地产投资当月同比虽然较前 2 月略有下滑，但房屋销售数据和房企融资数据明显改善。我们认为后续房地产能否实现持续回暖，关键在于居民购房的回暖能否持续，如居民购房持续好转，则整个房地产投资链条有望重新步入正循环。从目前的高频数据看，全国范围内各城市房屋销售分化较明显，居民购房的总体走势仍需进一步观察。我们认为，站在当前时点，虽然房地产仍然面临着居民购房回暖能否持续的不确定性，但总体的情况较去年已有明显改善，因此，对房地产投资不应过分悲观。预计 2023 年房地产开发投资增速有望回升至 0 以上，对 GDP 增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

2023 年 3 月，基建投资同比+9.9%，较今年前 2 月-2.3PCTS，因基数原因增速下降，但仍然保持高增速。今年 Q1 各地发行新增专项债券已达到 13228 亿元，已超过去年 Q1 新增专项债发行额。预计在充足的资金支持下，市政和产业园区基础设施、交通基础设施以及其他党中央、国务院确定的重点领域、重大项目建设将维持热度，Q2 基建增速虽然在去年基数影响下可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高增速，对固投形成稳定支撑。

2022 年 3 月，规模以上工业增加值同比+3.9%，弱于市场预期（+4.31%），较 1-2 月累计同比增速+1.5PCTS，环比+0.12%，与上月持平。本次工增数据与之前的 PMI 数据、金融数据、进出口数据以及房地产销售的高频数据实现了相互印证，显示我国经济复苏确定性不断升高。虽然后续出口形势和内需恢复情况还需进一步观察，但 3 月一系列高景气的经济数据已经给了市场上调全年经济增速预期的理由。同时，往后看，政策面仍有较强动机和底牌来维持经济复苏格局，我们认为市场对于后续经济复苏前景以及工业生产的上扬应保持信心和耐心。

一季度经济增速的回升，主要来自于消费的修复、房地产投资拖累作用的减轻和出口的韧性。单独 3 月数据看，消费修复斜率趋缓、进出口数据明显超预期逆转高增、房地产投资相关数据继续改善、基建和制造业投资维持韧性。往后看，虽然出口对经济的支撑力度可能减弱、消费修复速度或逐渐趋缓，但综合考虑房地产对经济的拖累作用进一步减轻、制造业投资维持韧性、基建投资继续维持高增等潜在积极因素因素，预计全年经济有望实现+6%以上增速。

## 一、开局良好，全年经济增速预期可以适当调高

2023年 Q1 经济运行开局良好，经济动能明显回升。2023Q1，GDP 季调环比为 2.2%，较去年 Q4 环比+1.6PCTS，为 2011 年以来历年 Q1 第二高，GDP 不变价同比 +4.5%（市场预期+4.0%），较去年 Q4+1.6PCTS。

生产法角度，2023 年 Q1，第一、第二产业 GDP 同比增速略有下行，对 GDP 增速的带动作用略微减弱，但居民生活恢复常态后，第三产业强势复苏，对 GDP 增速的带动作用大幅增强。2023Q1，第一、第二和第三产业 GDP 同比分别为+3.7%（去年 Q4 为+4.0%）、+3.3%（去年 Q4 为+3.4%）和+5.4%（去年 Q4 为+2.3%），分别带动 Q1GDP 增速上行 0.17、1.24 和 3.13 个百分点。

支出法角度看，从 2022 年 12 月到今年前 3 月，消费增速强势回升，出口增速明显修复，房地产投资下行明显趋缓，制造业投资和基建投资增速略有下行。

整个 Q1，消费成为经济最重要的支撑项，基建投资和制造业投资因基数问题对经济的支撑力度略有下降，房地产投资对经济的拖累明显减轻，3 月超预期的进出口数据之下，Q1 贸易差额以人民币计同比高增 40%以上，对经济亦有较强支撑。

一季度经济增速的回升，主要来自于消费的修复、房地产投资拖累作用的减轻和出口的韧性。展望全年，考虑历年 Q1GDP 占全年比例，假设今年 Q1GDP 占全年 GDP 比例为历年均值（扣除明显异常的 2020 年）的 22.1%，则全年 GDP 有望实现 7%以上增速。但这一增速实现难度较大，主要原因在于一季度经济中超预期的部分主要是消费的修复速度和进出口的相对强势，往后看，进出口在全球经济走弱之下大概率难以持续，消费在快速修复期后，后续修复速度将逐步趋缓，3 月社零环比已录得除 2022 年外的历年最低值，显示消费修复斜率明显走缓。综合来看，在进出口对经济的支撑力度减弱、消费修复速度逐渐趋缓的影响下，叠加房地产对经济的拖累作用进一步减轻、制造业投资维持韧性、基建投资继续维持高增，全年经济有望实现+6%以上增速，较年初的增速预期上行。

图1 2019 年以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.80	5.20	8.80	18.70	6.80	4.80	3.10	-4.90	5.80	5.90	6.80	6.80
第一产业	3.70	4.00	3.40	4.40	6.80	6.40	7.10	7.80	8.10	4.80	4.10	3.50	-3.10	3.40	2.70	3.80	2.70
第二产业	3.30	3.40	5.20	0.90	5.80	3.90	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.80	-8.70	5.00	4.50	4.70	5.80
工业	-	2.50	4.60	0.40	6.40	4.60	5.60	9.80	23.20	6.80	5.50	4.10	-8.50	5.00	4.20	4.70	5.20
制造业	-	2.80	4.00	-0.30	6.10	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40	6.80	4.80	-10.10	4.80	3.80	4.40	5.80
建筑业	-	7.80	7.80	3.60	1.40	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.80	7.30	7.80	18.20	4.90	5.80	4.70	5.80
第三产业	5.40	2.80	3.20	-0.40	4.00	4.90	5.70	8.80	13.90	6.80	4.20	1.80	-3.40	6.90	7.40	7.20	7.20
批发和零售业	-	0.80	1.80	-1.80	3.90	5.70	7.80	9.80	26.30	6.80	3.60	1.60	-17.50	5.80	5.50	5.90	5.70
交通运输、仓储和邮政业	-	3.90	2.60	-3.50	2.10	6.80	8.80	15.50	36.10	8.80	4.80	2.80	-18.60	5.70	6.90	6.80	6.80
住宿和餐饮业	-	-5.80	2.80	-5.30	-0.30	5.80	6.80	18.80	45.10	-0.80	-8.70	-1.70	-39.50	5.80	5.90	5.80	5.20
金融业	-	5.90	5.50	5.90	5.10	4.70	3.20	3.80	4.60	5.90	6.80	6.80	4.90	6.80	6.50	7.10	6.50
房地产业	-	-1.20	-1.20	-1.00	-2.00	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.60	2.40	-1.60	2.10	3.90	2.10	2.20
信息传输、软件和信息技术服务业	-	10.00	7.90	7.80	10.80	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.80	14.60	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁和商务服务业	-	5.80	5.40	-3.30	5.10	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-4.20	-3.30	-4.70	10.00	8.70	7.80	8.50
其他行业	-	5.70	4.40	-0.20	4.90	5.50	5.80	6.80	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10	7.40	6.80	6.50

资料来源：wind，中航证券研究所

**图2 2019年以来GDP生产法计各项目各季度对实际GDP增速的拉动作用 (%)**

	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	4.50	2.90	3.90	0.40	1.80	1.30	3.20	3.30	18.70	5.40	4.80	1.10	-6.90	1.80	5.90	5.00	6.30
第一产业	0.17	0.41	0.29	0.28	0.27	0.64	0.60	0.49	0.40	0.43	0.36	0.22	-0.13	0.35	0.24	0.21	0.12
第二产业	1.24	1.29	1.94	0.35	2.15	1.15	1.51	1.10	8.79	2.63	2.29	1.87	-3.75	1.98	1.77	1.93	2.07
工业	-	0.76	1.41	0.13	2.09	1.40	1.71	1.05	7.80	2.16	1.77	1.40	-2.90	1.60	1.37	1.62	1.79
制造业	-	0.60	1.04	0.08	1.70	1.20	1.58	1.21	7.32	2.01	1.71	1.34	-2.92	1.32	1.05	1.30	1.55
建筑业	-	0.54	0.54	0.26	0.06	-0.26	0.21	0.05	0.98	0.45	0.50	0.48	-0.87	0.38	0.40	0.33	0.28
第三产业	3.13	1.19	1.73	-0.22	2.33	2.52	3.07	4.67	9.50	3.36	2.21	0.96	-3.08	3.48	3.83	3.78	4.08
批发和零售业	-	0.03	0.16	-0.17	0.38	0.55	0.70	0.89	2.40	0.67	0.35	0.16	-1.82	0.52	0.54	0.58	0.60
交通运输、仓储和邮政业	-	-0.16	0.11	-0.15	0.09	0.26	0.37	0.64	1.35	0.36	0.20	0.10	-0.61	0.26	0.32	0.31	0.31
住宿和餐饮业	-	-0.10	0.05	-0.08	0.00	0.10	0.11	0.24	0.57	-0.01	-0.16	-0.37	-0.76	0.10	0.11	0.10	0.10
金融业	-	0.41	0.44	0.47	0.46	0.33	0.26	0.27	0.47	0.41	0.52	0.47	0.43	0.45	0.50	0.55	0.57
房地产业	-	-0.46	-0.28	-0.51	-0.15	-0.31	-0.22	0.40	1.45	0.28	0.27	0.14	-0.47	0.13	0.23	0.13	0.14
信息传输、软件和信息技术服务业	-	0.37	0.30	0.34	0.50	0.40	0.57	0.79	0.96	0.85	0.81	0.77	0.71	0.67	0.74	0.89	1.00
租赁和商务服务业	-	0.20	0.18	-0.10	0.17	0.34	0.33	0.32	0.46	0.15	-0.13	-0.16	-0.22	0.30	0.26	0.22	0.27
其他行业	-	0.86	0.72	-0.03	0.88	0.82	0.94	1.10	1.83	0.62	0.32	0.17	-0.34	0.99	1.10	0.99	1.09

资料来源：wind，中航证券研究所

**图3 月度经济数据情况**

	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	10.6%	3.5%	-1.8%	-1.9%	-0.5%	2.5%	5.4%	2.7%	3.1%	-1.7%	-11.1%	-3.5%
社零-商品零售(当月同比)	9.1%	2.9%	-0.1%	-1.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-1.0%	-9.7%	-2.1%
社零-餐饮(当月同比)	26.3%	9.2%	-1.1%	-2.4%	-1.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-1.0%	-21.1%	-22.7%	-16.4%
固投(累计同比)	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.3%	5.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.2%	6.8%	9.3%
制造业投资(累计同比)	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资(累计同比)	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资(累计同比)	-1.8%	-5.7%	-10.0%	-8.8%	-8.8%	-8.0%	-4.4%	-4.4%	-4.4%	-4.0%	-1.7%	0.7%
固投(当月同比)	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.8%	6.5%	3.5%	5.3%	4.5%	1.3%	6.7%
制造业投资(当月同比)	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资(当月同比)	9.3%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资(当月同比)	-1.9%	-5.7%	-12.7%	-11.9%	-16.1%	-12.1%	-16.8%	-12.1%	-8.6%	-7.7%	-10.1%	-2.4%
出口金额(美元, 当月同比)	14.8%	16.8%	18.9%	18.7%	-0.3%	5.9%	7.2%	18.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额(美元, 当月同比)	-1.4%	-10.2%	-1.5%	-10.6%	-0.7%	0.8%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值(当月同比)	3.3%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.3%	3.9%	0.7%	-1.9%	5.0%
服务业生产指数(当月同比)	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.8%	0.6%	1.3%	-1.1%	-1.1%	-0.9%
制造业PMI	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

资料来源：wind，中航证券研究所

## 二、3月消费复苏动能不强，但因基数效应实现同比高增，高频数据显示对未来消费数据无需悲观

2023年3月，社零环比为+0.15%，为除2022年外，历年3月最低值，显示进入3月后，消费修复的速度有所趋缓。2023年3月，社零同比+10.6%（市场预期+7.2%），较前2月+7.1PCTS。虽然3月社零环比趋缓，但一方面前2月消费已经恢复到较高水平，另一方面受去年3月的低基数效应影响（去年3月社零同比-3.5%），3月社零同比仍然实现高增。

分大类看，3月商品零售同比+9.1%（前2月+2.9%）、餐饮收入同比+26.3%（前2月+9.2%），限额以上社零同比+10.1%（前2月+2.1%）。从限额以上商品零售的具体商品类别角度，2023年3月：汽车类表现最为突出，同比增速由前2月的-9.4%上升到3月的+11.5%，对3月限额以上商品零售增速的带动达到+3.32PCTS；石油制品类虽然3月仍带动限额以上商品零售增速上行+1.35PCTS，但因为油价同比的回落，



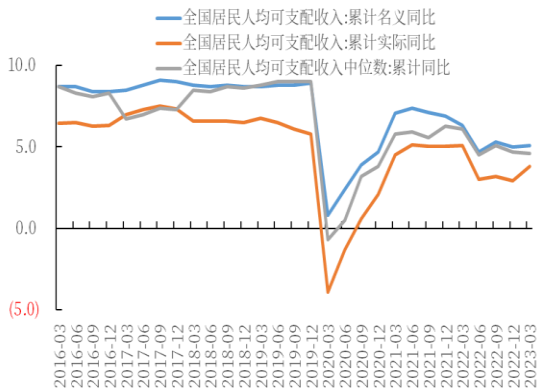
自身的增速和对限额以上商品零售增速的带动均有所回落；除汽车和石油制品外（二者是3月限额以上商品零售中占比最大的两项），3月，服装类和金银珠宝类销售额增速较前2月明显提升，对限额以上商品零售的同比的带动作用增大明显；与房地产销售相关的家用电器、家具及建筑装饰材料类销售出现分化，3月分别出现降幅收窄、涨幅回落和降幅加深。

总体来看，3月的消费依然呈现弱复苏状态。社零环比明显弱于季节性，显示消费动能并不算强，复苏斜率走缓。3月社零的同比高增，很大部分源于去年同期基数较低，而之所以超过市场预期，更多地是因为前期市场预期过低。从统计局披露的居民收入增速数据和以“支出/收入”表征的居民消费倾向看，目前居民可支配收入增速依然较疫情前有一定差距，且居民消费倾向也弱于疫情之前，我们认为这预示着居民资产负债表受损的问题依然将在后续季度持续存在，居民消费的进一步复苏或受到一定抑制。

另一方面，我们认为对未来的消费数据也无需过度悲观，从高频数据看，消费复苏的趋势仍然在延续。高德交通大数据显示，今年4月1日至4月17日间，100个城市中分别有92个和70个城市拥堵指数高于2022年和2021年同期，显示全国范围内居民出行、聚集仍然较活跃，对应居民消费需求大概率依然旺盛。此外，从专业出行平台的数据看，居民出行、旅游的热情依然较高。去哪儿平台数据显示，截至4月12日，国内热门城市五一机票提前预订量已超过2019年同期，机票平均支付价格较2019年增长五成，酒店平均支付价格同比2019年增长三成。携程数据显示，从国内游情况来看，目前通过携程报名国内出游的订单量同比增长超7倍。美团、大众点评数据显示，截至4月10日，“五一”假期国内旅游订单较2019年同期增长约200%，创五年来最高。

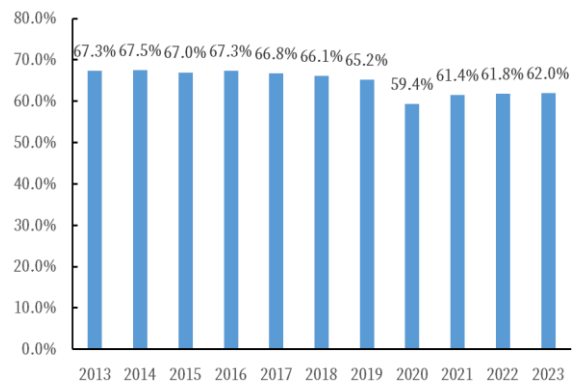
我们维持对消费谨慎乐观的看法，由于去年二季度的低基数，预计社零数据在Q2将实现增速明显上行。

图4 居民人均可支配收入同比走势 (%)



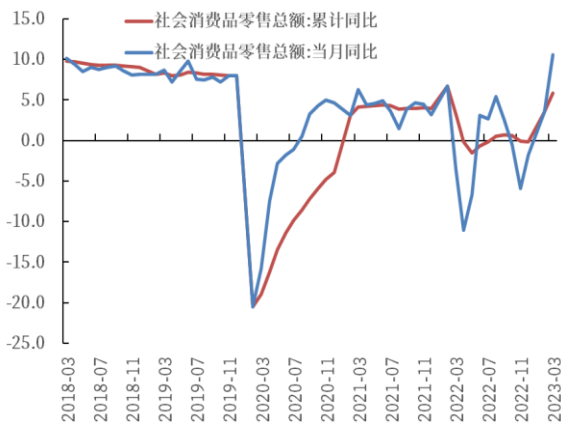
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图5 历年 Q1 居民消费倾向



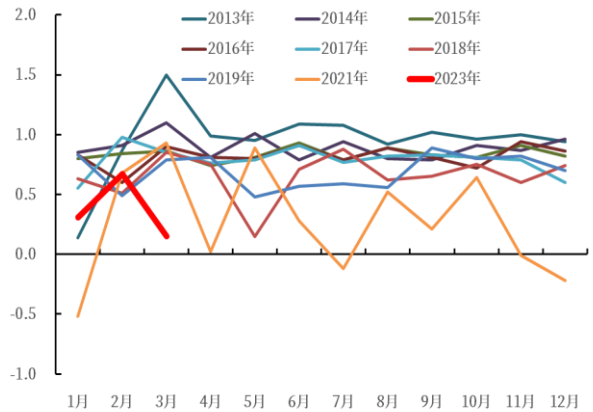
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 居民消费倾向=全国居民人均消费支出/全国居民人均可支配收入)

图6 3月社零同比强势回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图7 3月社零环比与历年3月相比不算强 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
限额以上企业商品零售总额	8.5%	1.5%	-0.2%	-5.7%	0.0%	6.6%	9.1%	7.5%	8.8%	-5.3%	-13.3%	-0.4%
汽车类	3.3%	-2.6%	1.3%	-1.0%	1.0%	3.9%	4.5%	2.8%	3.8%	-4.8%	-9.4%	-2.1%
石油及制品类	1.3%	1.4%	-0.3%	-0.2%	0.1%	1.4%	2.4%	2.1%	1.8%	1.1%	0.6%	1.4%
服装鞋帽、针、纺织品类	1.3%	0.5%	-1.1%	-1.1%	-0.7%	-0.4%	0.3%	0.0%	0.1%	-1.1%	-1.1%	-1.0%
金银珠宝类	0.5%	0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
粮油、食品类	0.5%	1.1%	1.1%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	1.2%	1.0%	1.2%
中西药品类	0.4%	0.7%	1.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
日用品类	0.3%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.0%
烟酒类	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.0%	-0.0%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.2%
化妆品类	0.2%	0.0%	-0.4%	-0.1%	-0.0%	-0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
通讯器材类	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.1%	0.1%
家具类	0.0%	0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.1%	-0.0%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.0%
文化办公用品类	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	-0.0%	-0.1%	0.2%
建筑及装潢材料类	-0.0%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%
家用电器和音像器材类	-0.0%	-0.0%	-0.1%	-1.1%	-0.8%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
饮料类	-0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%

资料来源: wind, 中航证券研究所

### 三、固投增速略有下行，房地产投资相关数据明显改善

2023年3月，固投同比+4.7%，较今年前2月-0.8PCTS，带动Q1固投累计增速录得+5.1%（市场预期+5.3%），较前2月-0.4PCTS。2023年3月，制造业投资同比+6.2%（较今年前2月-1.9PCTS），基建投资同比+9.9%（较今年前2月-2.3PCTS），房地产投资同比-5.9%（较今年前2月-0.2PCTS）。制造业和基建投资同比因去年基数原因下行，房地产投资增速仍然为负且较前2月降幅略微加深，但对固投的拖累有所降低，由前2月的1.6PCTS变为1.5PCTS。

#### (1) 制造业投资增速略有下行，预计后续保持韧性

2023年3月，制造业投资增速+6.2%，较前2月-1.9PCTS，带动3月固投总体增速+2.5PCTS。

从具体的行业看，今年Q1，已公布投资增速的13个行业中，有9个行业投资增速为正，投资增速为负的行业为纺织业、医药制造业和运输设备制造业。从Q1增速较1-2月变化角度，有7个行业投资增速涨幅下降，2个行业降幅加深，投资增速为正且较1-2月增速上行的只有电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、食品制造业。

3月制造业投资增速的下行，主要系去年全年制造业投资处在相对高位的基数效应影响。从3月PMI看，制造业景气度修复斜率虽然不高，但制造业整体景气度仍然处在相对高位。考虑到3月企业中长期融资再次高增，结合具体子行业方面以“电动载人汽车、锂电池、太阳能电池”为代表的“新三样”产业链的高投资增速支持，预计后续制造业增速仍将保持韧性，全年有望维持+6.0%的增速中枢。

#### (2) 房地产投资略有下滑，但房屋销售明显改善，房地产复苏由居民购房传导到房企投资或仍需时日

2023年3月，房地产投资增速-5.9%，较今年前2月-0.2PCTS，降幅略有扩大，带动3月固投增速-1.5PCTS。2023年3月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-3.6%、-16.7%和-17.2%，分别较今年前2月+1.0PCTS、-9.1PCTS和-0.2PCTS，占比最大的住宅投资额降幅进一步收窄。

房屋销售方面，2023年3月商品房销售额和销售面积同比分别为+8.8%和+0.1%，分别较今年前2月+8.9PCTS和+3.7PCTS，分别为2021年9月和2021年7月以来首次转正，回暖趋势明显。房地产施工方面，2023年3月房屋施工面积同比-34.1%（较前2月-29.7PCTS），其中新开工面积同比-29.1%（较前2月-19.7PCTS）、竣工面积同比+32.0%（较前2月+24.0PCTS）。房地产开发资金方面，2023年3月房企开发到位资金同比+2.8%（较前2月+17.9PCTS），其中国内贷款同比+6.0%（较前2月+21.0PCTS）、自筹资金-17.4%（较前2月+0.8PCTS）、定金及预收款同比+13.5%（较前2月+24.9PCTS）、个人按揭贷款+19.9%（较前2月+35.2PCTS）。

2023年3月，房地产投资同比虽然略有下滑，但房地产施工、商品房销售及房企



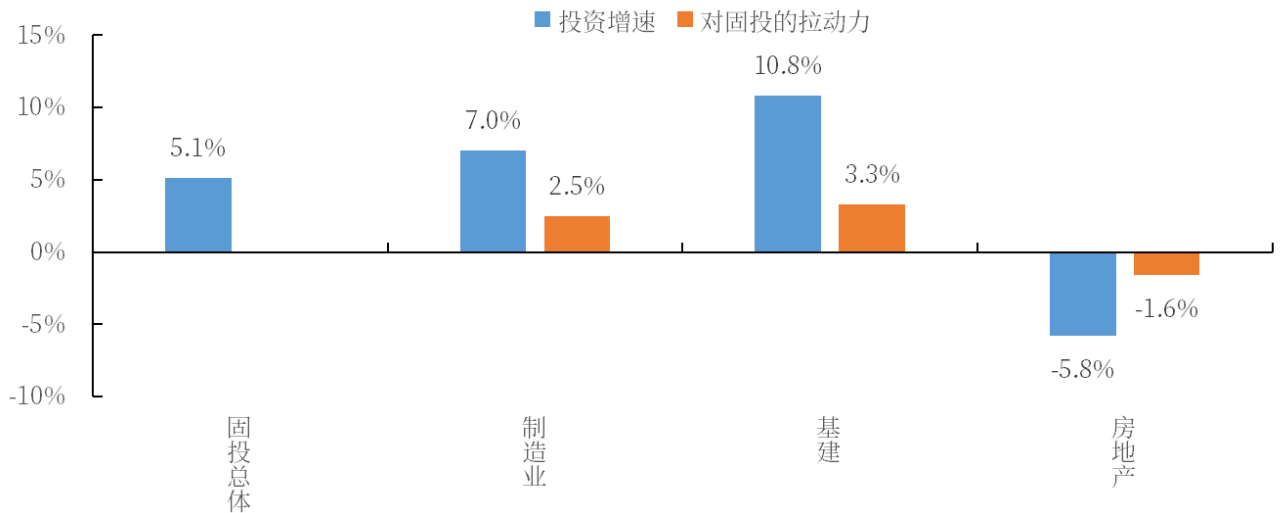
开发资金等数据并不差。施工端看，3月房屋施工面积同比虽然较前2月下月较多，但主要系受到新开工面积同比较低拖累，房屋竣工面积依然实现高增，且较前2月增速上行较多。当前时点，保交房处在优先位置，房企整体处在集中精力处理手头项目的过程中，因此出现新开工面积和竣工面积的增速差异。销售端看，今年3月房屋销售金额和销售面积分别实现2021年9月和2021年7月以来的首次转正，反映出在进一步落实的因城施策政策下，居民购房意愿回升明显。资金端看，房企开发资金合计值同比2021年12月以来首次转正，其中，国内贷款同比、定金及预收款同比、按揭贷款同比分别实现2021年6月、2021年11月和2021年12月以来首次转正，反映出在房屋销售改善叠加房企融资支持政策影响下，房企融资情况明显改善。

3月房地产投资当月同比虽然较前2月略有下滑，但房屋销售数据和房企融资数据明显改善。我们认为后续房地产能否实现持续回暖，关键在于居民购房的回暖能否持续，如居民购房持续好转，则整个房地产投资链条有望重新步入正循环。从目前的高频数据看，全国范围内各城市房屋销售分化较明显，居民购房的总体走势仍需进一步观察。我们统计的数据显示，4月上旬，一线城市除深圳外，商品房销售面积同比均实现较大幅度增长，11个二线城市中，销售面积较去年同期增长和下降的分别有6个和5个，27个三线城市中，销售面积较去年同期增长和下降的分别有15个和12个。总体上我们认为，站在当前时点，虽然房地产仍然面临着居民购房回暖能否持续的不确定性，但总体的情况较去年已有明显改善，因此，对房地产投资不应过分悲观。预计2023年房地产开发投资增速有望回升至0以上，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

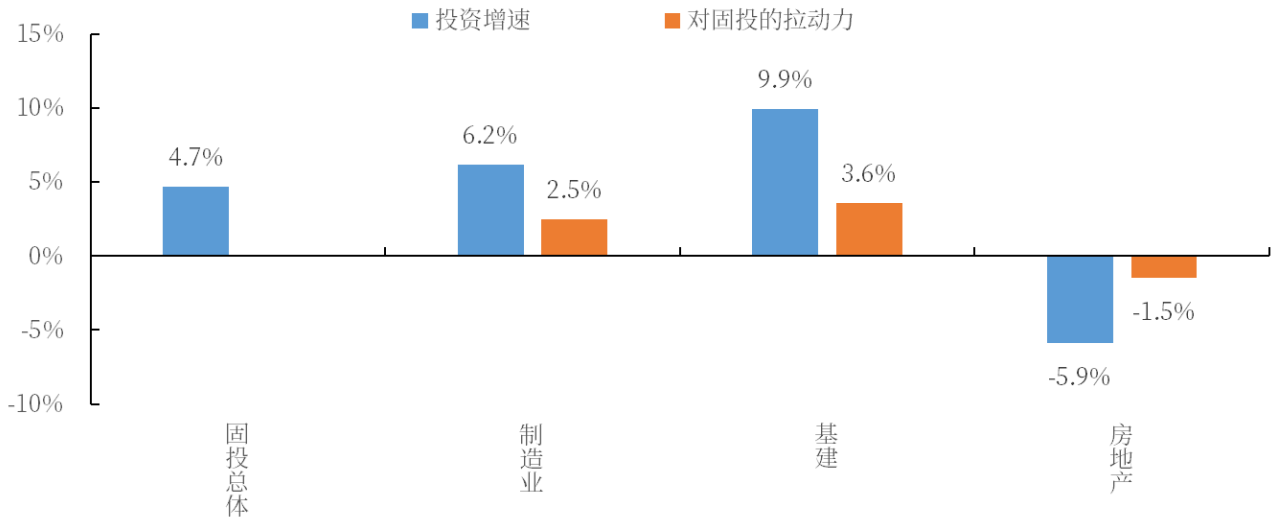
### (3) 基建投资增速略降，但仍保持相对高增速

2023年3月，基建投资同比+9.9%，较今年前2月-2.3PCTS，因基数原因增速下降，但仍然保持高增速。2023年财政依然保持靠前发力态势，对基建形成支撑。今年Q1各地发行新增专项债券已达到13228亿元，已超过去年Q1新增专项债发行额。预计在充足的资金支持下，市政和产业园区基础设施、交通基础设施以及其他重点领域、重大项目建设将持续维持热度，Q2基建增速虽然在去年基数影响下可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高增速，对固投形成稳定支撑。

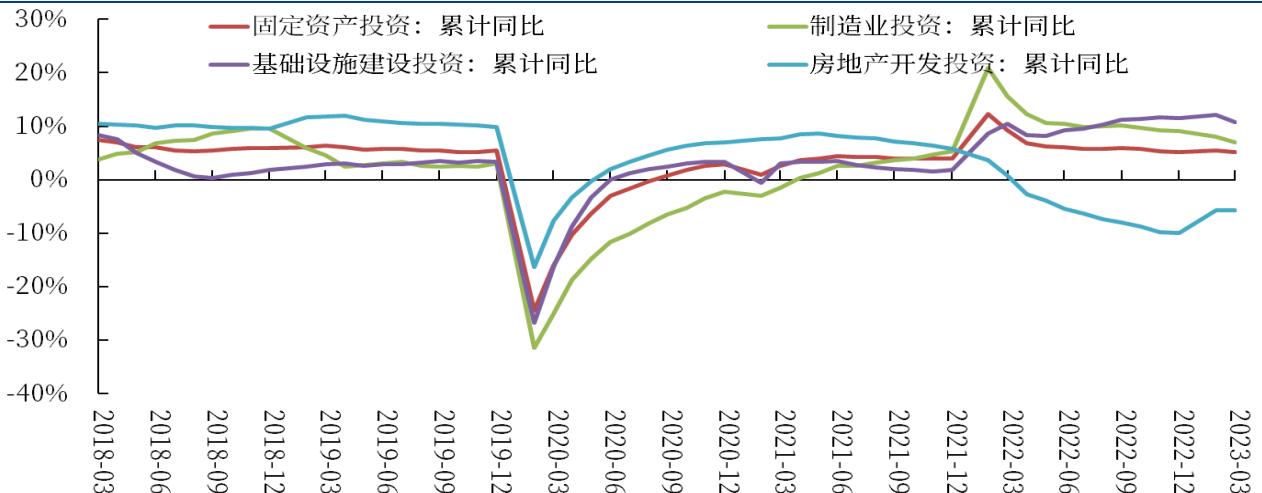


**图9 2023年Q1固投及主要分项投资增速及拉动力**


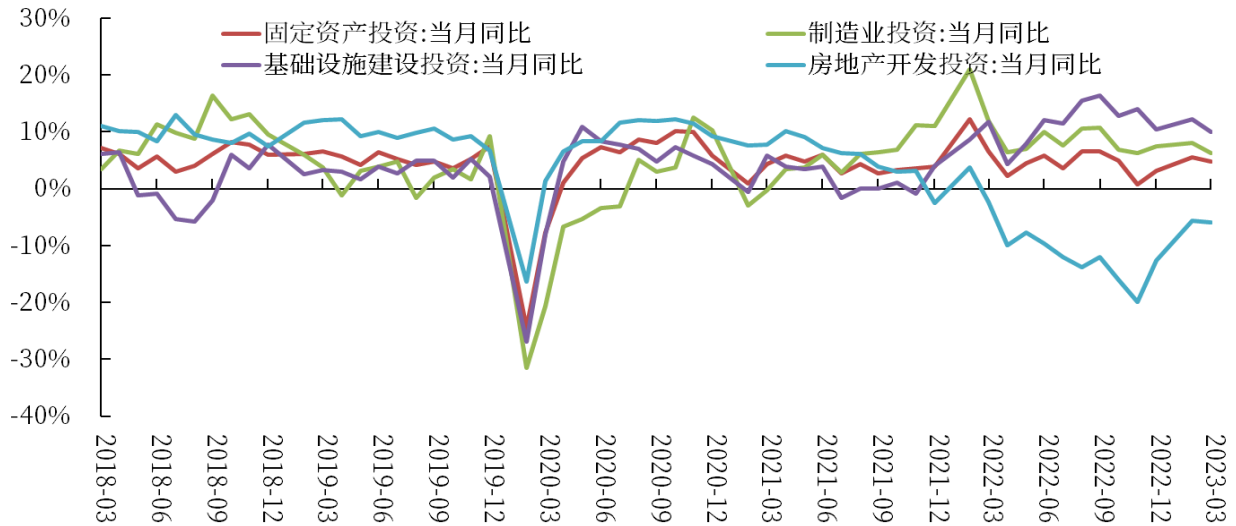
资料来源：wind，中航证券研究所

**图10 2023年3月固投及主要分项投资增速及拉动力**


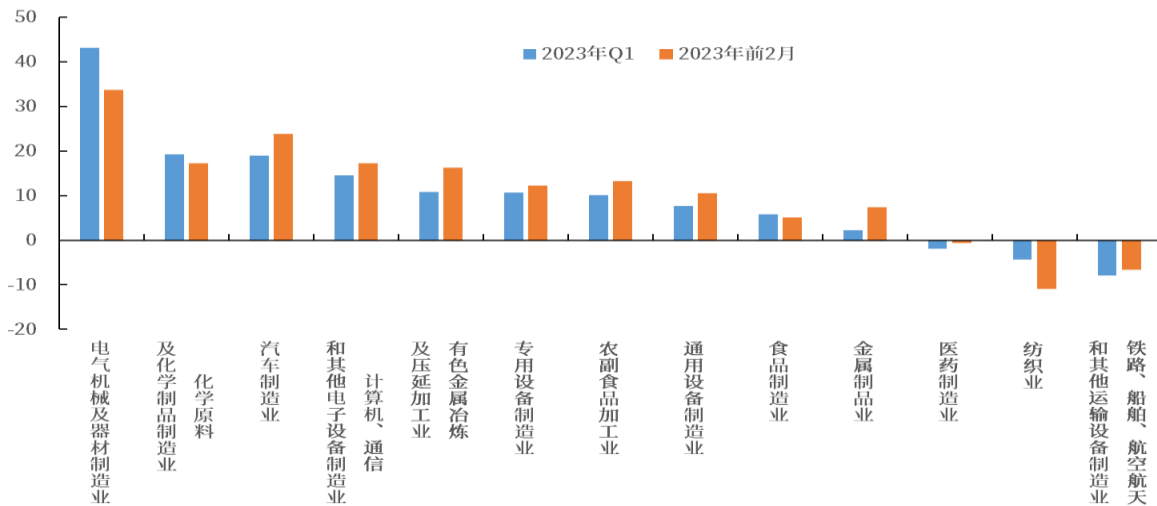
资料来源：wind，中航证券研究所

**图11 固投及主要分项累计同比走势 (%)**


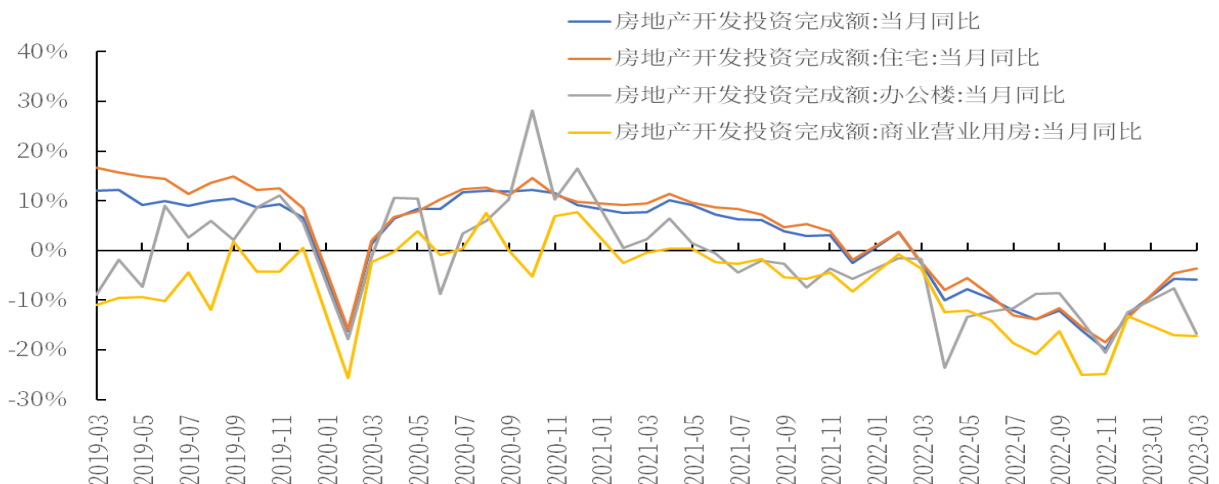
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

**图12 固投及主要分项当月同比走势 (%)**


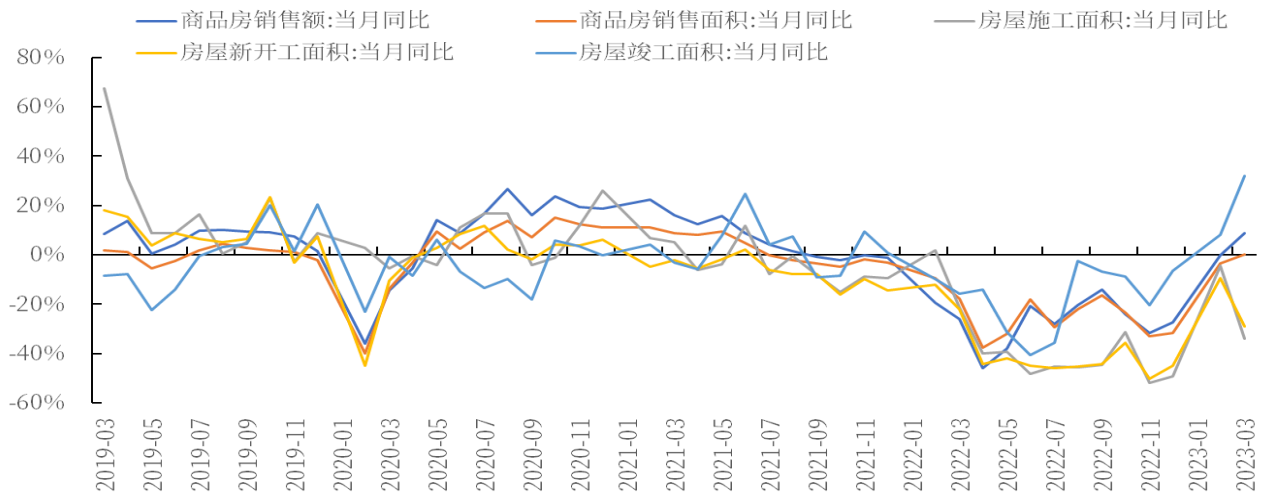
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

**图13 制造业分行业累计投资增速 (%)**


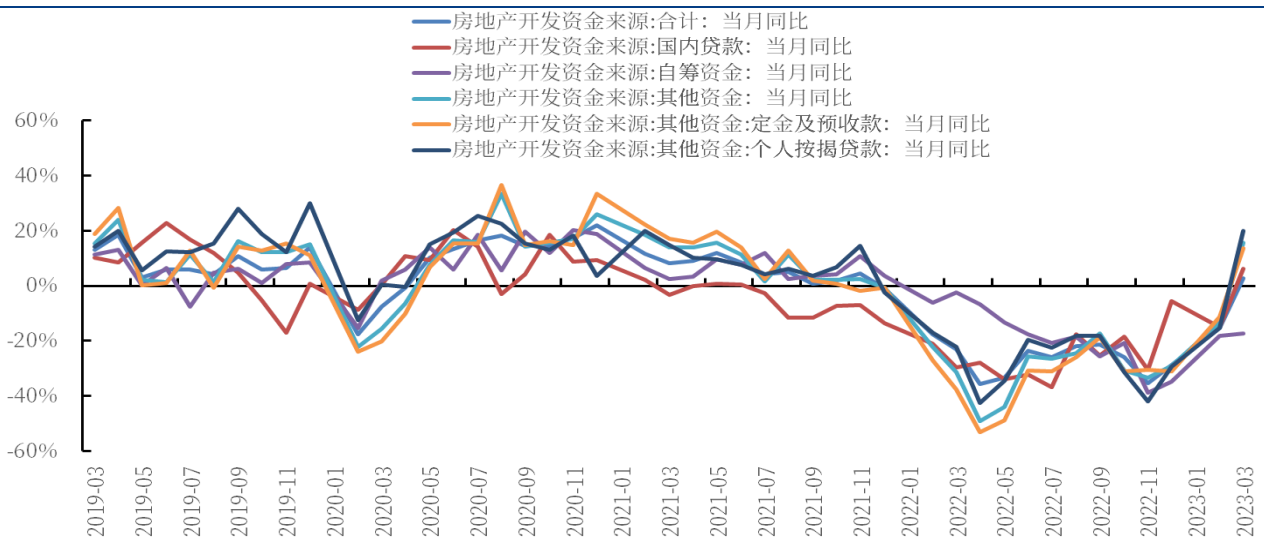
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图14 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

**图15 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

**图16 房地产开发资金到位情况走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

## 四、2023年3月工业生产稳步恢复，“新三样”产业链支撑制造业高景气度

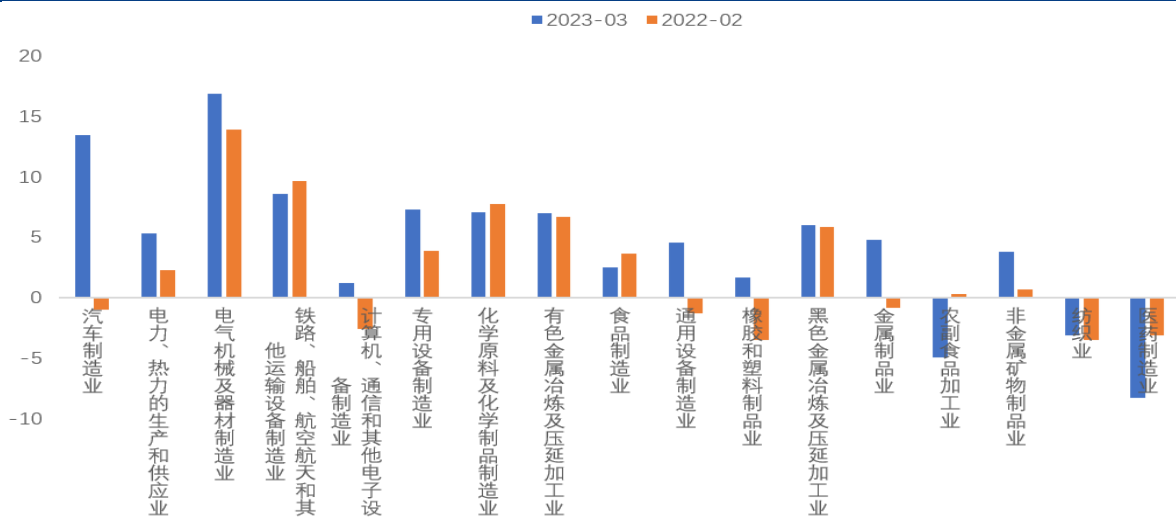
2022年3月，规模以上工业增加值同比+3.9%，弱于市场预期（+4.31%），较1-2月累计同比增速+1.5PCTS，环比+0.12%，与上月持平。工业生产稳步恢复，分三大门类看，采矿业增加值同比+0.9%（较1-2月累计同比增速下降3.8PCTS），制造业+4.2%（较1-2月累计同比增速上升2.1PCTS），公用事业同比+5.2%（较1-2月累计同比增速上升+2.8PCTS）。

3月工增数据虽然略弱于市场预期，工业生产恢复仍维持较高的节奏，制造业景气度保持高位。从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，有14个子行业同比增速录得正值，仅有农副食品加工业（-4.9%）、纺织业（-3.1%）和医药制

制造业 (-8.3%) 同比增速为负。增加值同比增速为正的 14 个行业中，电气机械及器材制造业 (+16.9%)、汽车制造业 (+13.5%)、运输设备制造业 (+8.6%)、专用设备制造业 (+7.3%)、化学原料及化学制品制造业 (+7.1%)、有色金属冶炼及压延加工业 (+7.0%) 均实现 5PCTS 以上的同比增速。其中汽车制造业较 2 月取得了较大幅度的改善(+14.5PCTS)，对应统计局公布太阳能电池、新能源汽车产量分别增长 53.2%、22.5%。

本次公布的规模以上工业增加值数据确认了我国工业生产正处于稳步修复乃至发展的进程中。3 月的工增数据与之前的 PMI 数据、金融数据、进出口数据以及房地产销售的高频数据实现了相互印证，显示我国经济复苏确定性不断升高。从出口数据和工业运行数据来看，目前我国制造业已经实现了以“电动载人汽车、锂电池、太阳能电池”为代表的“新三样”产业链的融合，并取代之前的劳动密集型产品，成为新的工业生产支柱。从需求端来看，一方面海外发达经济体衰退节奏不及预期，另一方面欧美等发达经济体对外需的拉动正持续减弱，取而代之的是以东盟、俄罗斯、拉丁美洲和非洲的新兴经济体带来的需求上升。在一带一路政策的带领下，我国与东盟的贸易对出口形成了坚实的支撑。我国与东盟国家及 RCEP 成员国的合作愈发深入，各国企业在东盟投资设厂带动了其对于我国原材料、配套机械产品等需求的大幅增长，形成了产业链供应链的融合式发展。虽然后续出口形势和内需恢复情况还需进一步观察，但 3 月系列高景气的经济数据已经给了市场上调全年经济增速期望的理由。往后看，政策面仍有较强动机和底牌来维持经济复苏格局，我们认为市场对于后续经济复苏前景以及工业生产的上扬应保持信心。

图17 多数工业子行业增加值同比增速较 12 月有所回升 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637