

宏观

证券研究报告

2023年03月02日

经济修复的斜率

从本轮疫后修复节奏和强度上看，整体呈现建筑业>服务业>制造业的格局。

建筑业中基建强于市政强于房建，但高频数据显示目前项目施工强度还有待进一步提高。预计今年基建等对上游拉动力度会超过去年。

在线下消费场景修复后，线下服务业快速回暖。但在经历了过去三年疫情后，关注供给端不足带来的潜在通胀压力。

国内强大的供应链体系保障了中国在全球的竞争力。今年出口或再次超预期。

风险提示：国内出口潜在风险超预期，海外经济下行压力引发国内经济复苏不及预期，关注地产风险，关注后续疫情演变带来的风险

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

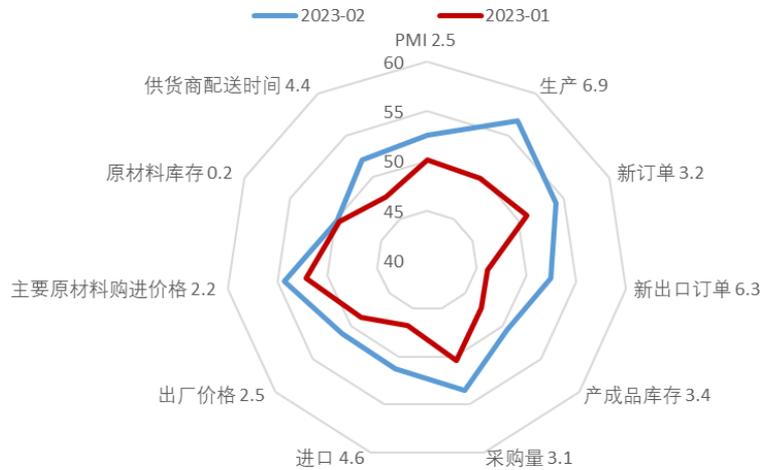
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：进一步宽松的概率或在下降-2022 年四季度货币政策执行报告解读》2023-02-26
- 2 《宏观报告：算算今年的财政空间-2023 年财政政策展望》2023-02-22
- 3 《宏观报告：宏观-今年出口或将再超预期》2023-02-22

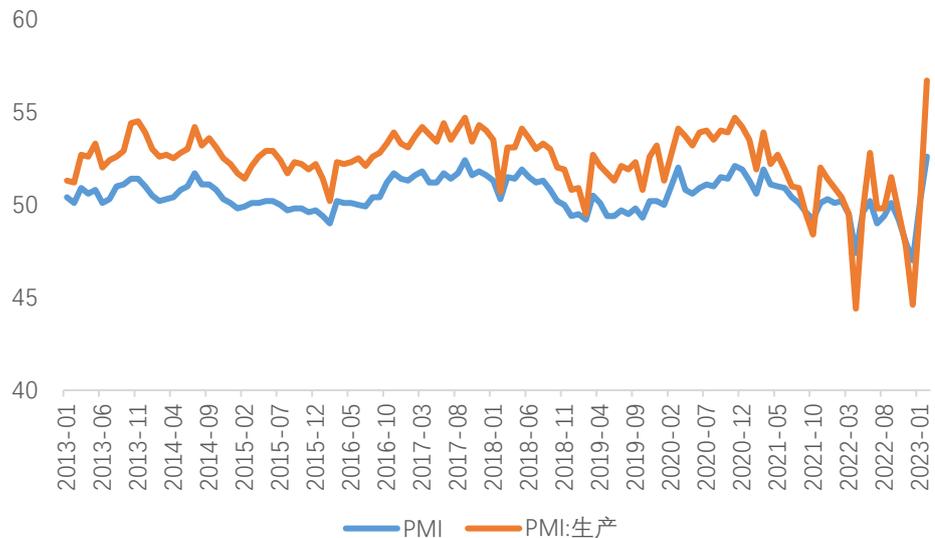
2 月国内经济继续全面修复，即使有供应商配货时间拖累（逆指数），2 月制造业 PMI 依旧大幅上行 2.5 个百分点至 52.6%，创近 10 年以来的新高。综合 PMI 上行 3.5 个百分点至 56.4%，也创下 2017 年以来新高。

图 1：制造业 PMI 分项数据一览（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：制造业 PMI 创近 10 年新高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从本轮疫后修复节奏和强度上看，整体呈现建筑业>服务业>制造业的格局。

2 月建筑业 PMI 高位走高，上行 3.8 个百分点至 60.2%。今年建筑业复产复工进度先慢后快，百年建筑网调研数据显示前两轮调查（截止 2 月 7 日）全国施工项目劳务到位率和开工率分别为 43.3%和 38.4%，分别低于去年农历同期 16.9 个百分点和 12.6 个百分点。元宵节后复产复工速度才开始加快，截止 2 月 21 日，劳务到位率和开工率分别为 83.9%和 86.1%，反超去年农历同期水平。

具体施工项目上，基建的劳务到位率>市政>房建。第四轮调查中基建劳务到位率达到了 86.5%，高于市政的 85.9%和房建的 81.1%。基建施工强一是部分地区要求重点项目过年不停工¹，且部分项目在去年未受疫情影响，年初存在赶工现象。二是财政年初继续发力，资金端有一定保障，如 2023 年 1-2 月 wind 口径新发专项债达 8269 亿元，仅略低于去年

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/-POgEtBuspEB3rIRmtXXIQ>

同期。

但从水泥熟料产能利用率、砂石产能利用率、石油沥青开工率等上游指标上来看，建筑项目实际施工强度或依旧偏低。其中房建是主要拖累，受去年房企资金紧张，项目付款进度偏慢等影响，年初整体市场信心依旧偏弱，房建施工强度目前有待加速。

好消息是近期房地产销售市场明显回暖，30大中城市成交面积（MA7）超过50万平方米/天，关注后续房地产销售回暖是否具有可持续性，并能否进一步带动投资企稳。另外，目前基建施工偏慢或与部分新开工项目尚未到施工节点有关，预计两会过后基建施工强度或会提高。

图 3：制造业 PMI 创近 10 年新高（单位：%）

	制造业（第三轮）	建筑业（第三轮）	服务业（第三轮）	制造业（第二轮）	建筑业（第二轮）	服务业（第二轮）	制造业（第一轮）	建筑业（第一轮）	服务业（第一轮）
T-2	49.2	58.2	47.0	50.2	57.6	50.5	50.2	56.7	53.0
T-1	48.0	55.4	45.1	49.5	58.1	46.7	50.0	59.7	53.1
T	47.0	54.4	39.4	47.4	52.7	40.0	35.7	26.6	30.1
T+1	50.1	56.4	54.0	49.6	52.2	47.1	52.0	55.1	51.8
T+2	52.6	60.2	55.6	50.2	56.6	54.3	50.8	59.7	52.1

资料来源：wind，天风证券研究所（注：这里的第三轮是指 2022 年末开始的疫情，第二轮是指 2022 年 3 月开始的上海疫情，第一轮是 2020 年初的武汉疫情；T 期为 PMI 最低点，分别为 2020 年 2 月、2022 年 4 月和 2022 年 12 月）

图 4：建筑业复产复工进度（2023 年 2 月 21 日）（单位：%）

区域	总开工率	较上期	较去年	劳务到位率	较上期	较去年	砂石产能利用率	环比上周
华东	92.9	10.4	7.5	89.3	16.5	4.6	31.5	5.5
华南	83.0	6.9	-3.4	84.6	13.9	-0.3	23.9	7.1
华中	90.8	7.2	11.8	86.6	9.9	6.3	16.0	3.4
西南	85.1	14.1	12.1	84.2	28.4	4.0	15.1	3.7
西北	58.7	8.0	-3.4	51.5	13.9	-6.7	7.5	0.2
华北	63.6	10.1	14.9	66.3	6.8	9.5	8.6	1.4
东北	21.4	7.1	-19.5	31.4	18.6	-17.7		
全国	86.1	9.6	5.7	83.9	15.7	2.8	22.2	4.5

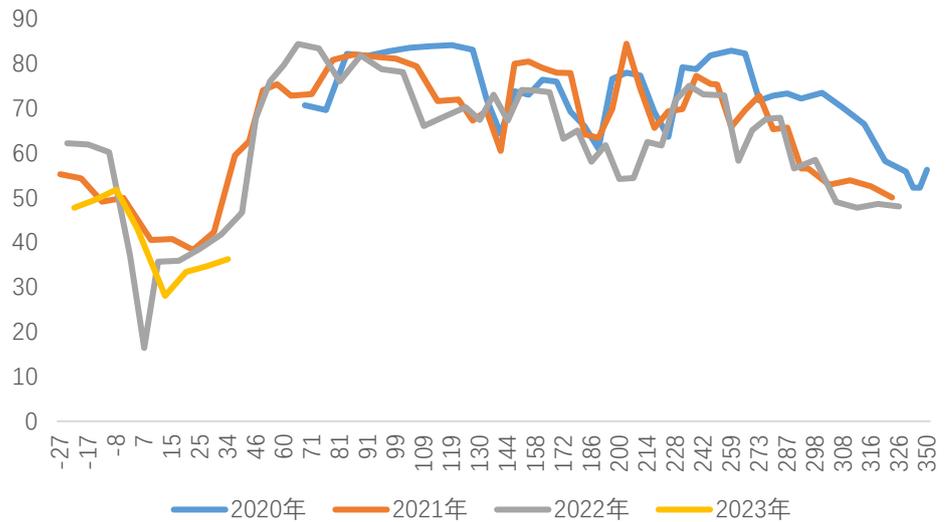
资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

图 5：基建、房建和市政行业的复产复工进度（单位：%）

指标	项目	第四轮（2.21）	第三轮（2.14）	第二轮（2.7）	第一轮（1.31）
开复工率	基建	87.3	76.6	42.1	13.3
	房建	84.1	77.1	39.2	8.2
	市政	88.2	75.4	32.2	11.2
劳务到位率	基建	86.5	74.0	47.9	16.3
	房建	81.1	61.5	40.6	13.6
	市政	85.9	72.9	42.3	14.5

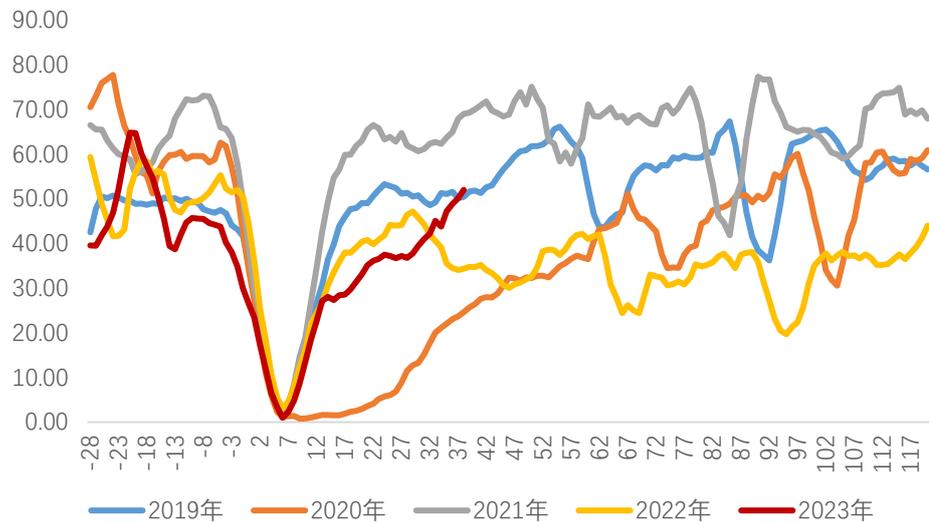
资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

图 6：水泥熟料产能利用率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（0期为春节）

图 7：30 大中城市商品房成交面积（7 天移动平均）（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所（0期为春节）

除建筑业外，本轮疫情之后，服务业修复或更具韧性。

2 月疫情结束叠加政策优化推动线下消费场景快速修复。在消费场景修复后，疫后资产负债表受损较轻，且持有较多超额储蓄的中高收入人群消费意愿快速回升，对应于餐饮、旅游出行等行业的回暖（详见《超额储蓄能否转化成超额消费》，2022.12.31）。如统计局表示，2 月道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等 8 个行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间。

同时，疫情的不确定性减弱叠加产需双双好转驱动服务业市场预期维持高位，2 月服务业业务活动预期指数继续上行 0.5 个百分点为 64.8%。

需要额外关注的是服务业价格指数的上涨，在产需双双回暖时，服务业销售价格指数上升 2.9 个百分点为 50.4%。

2020 年以来，疫情带来的不确定性对线下服务业形成明显冲击，如餐饮收入在 2020 年和 2022 年两年负增，为 -16.6%和 -6.3%。这导致部分线下服务企业开始退出市场或缩小规模，比如 2021 年住宿业设施总数相比于 2019 年下滑的 40.1%，客房数量下滑 24.7%。连锁经营协会 2022 年对 58 家企业，6.1 万余家门店的调查数据显示有近 4 成连锁餐饮企业的净利润下滑超过 50%，超 5 成企业的关店数量高于开店数量。

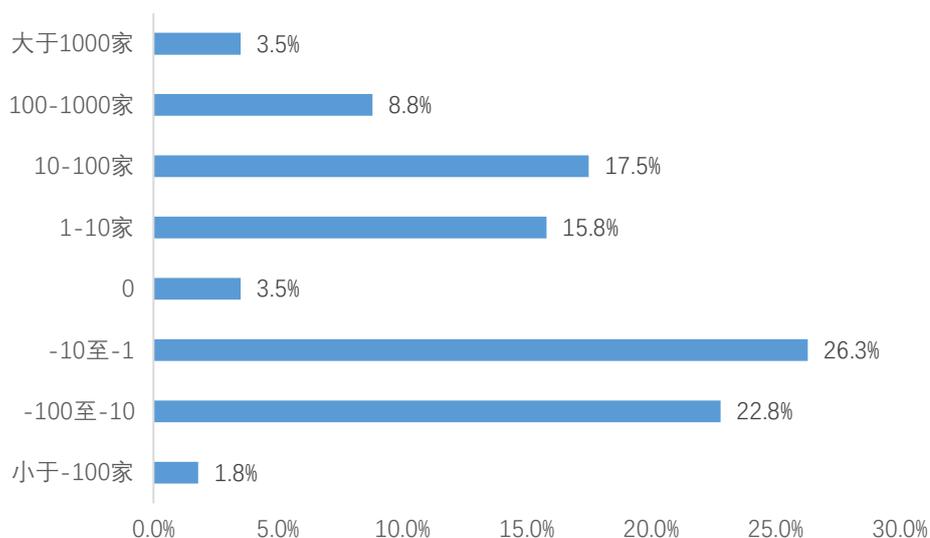
考虑到今年第一轮消费修复会更偏向服务业消费，在需求回升弹性高而供给相对不足的情况下，后续线下服务业价格走势值得关注。

图 8：地铁出行人数超往年同期（单位：万人次）



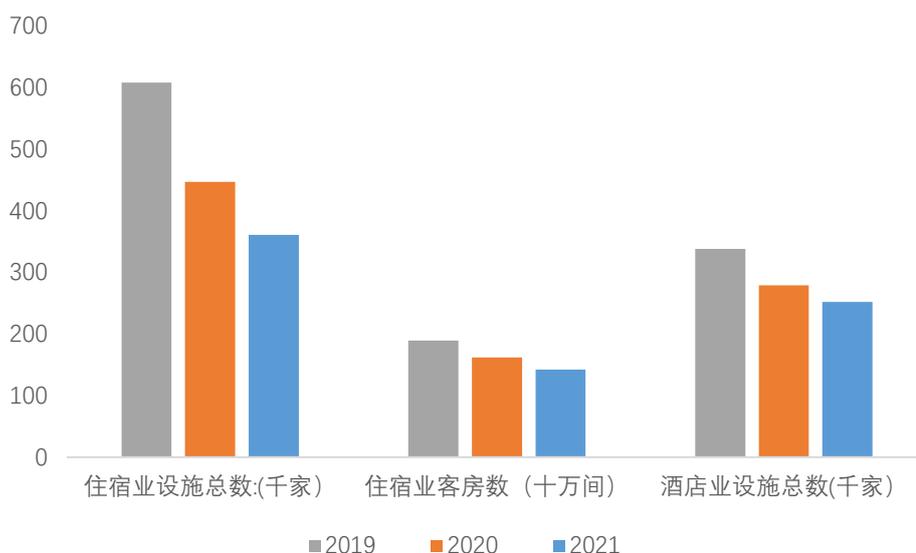
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2022 年净开店门店数分布



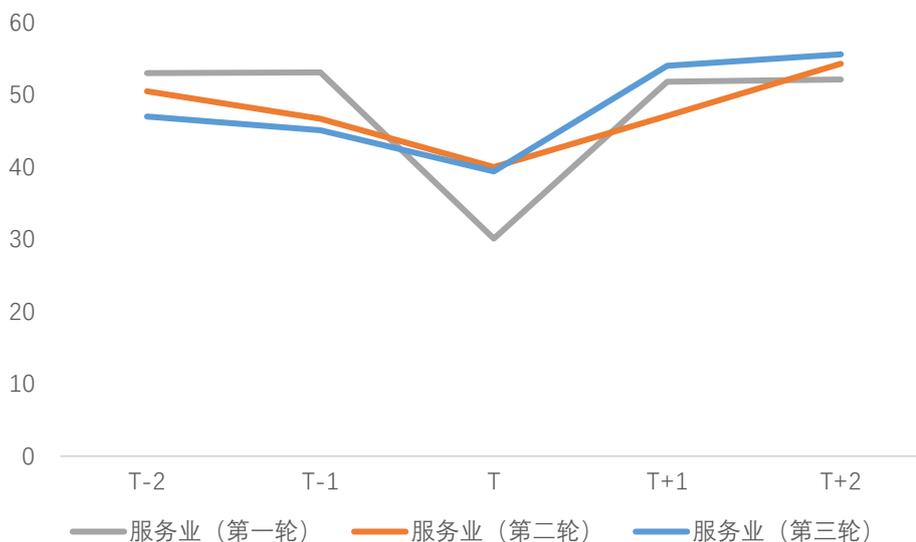
资料来源：中国连锁经营协会，天风证券研究所（注：数据为样本调查，共涉及 6.1 万余家门店）

图 10：住宿行业设施数量明显下滑



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 服务业修复 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 这里的第三轮是指 2022 年末开始的疫情, 第二轮是指 2022 年 3 月开始的上海疫情, 第一轮是 2020 年初的武汉疫情; T 期为 PMI 最低点, 分别为 2020 年 2 月、2022 年 4 月和 2022 年 12 月)

除此之外, 2 月 PMI 数据中值得关注的细节是出口新订单指数的大幅回升, 2 月出口新订单指数上行 6.3 个百分点至 52.4%, 创下过去 10 年新高, 也是 2021 年 5 月之后出口新订单首次重回荣枯线水平之上。

除春节带来出口季节性因素外, 出口新订单大幅好转在一定程度上表明今年出口并不悲观。2 月 PMI 数据快速反弹的背后是中国强大的供应链优势, 在假期结束后, 从业人员快速重返就业岗位 (2 月 PMI 从业人员上行 2.5 个百分点为 50.2%) 叠加物流成本下滑、效率提高 (反映物流成本高的企业比重为 32.3%, 较上月下降 3.6 个百分点²), 国内制造业企业生产快速扩张 (制造业 PMI 生产指数上行 6.9 个百分点至 56.7%)。这就保障了中国产品特别是效率优先类商品在全球的竞争力。在国内生产有保障后, 企业开始主动接单。

考虑到今年美国居民消费端的强韧性以及中国的供应链优势, 我们依旧认为今年出口或像过去三年一样, 再次超预期 (详情《今年出口或将再超预期》, 2023.2.22)。

² <https://mp.weixin.qq.com/s/W7FKawzWGP-PZ118repjVA>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com