

宏观点评 20230418

4.5%! “强复苏”打破“弱现实”？

2023年04月18日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **一季度 GDP 超预期，是否意味着围绕着中国经济复苏的疑问将烟消云散？**我们并不质疑当前经济运行的整体好转，但在一季度在工业、投资、消费靓丽的数据之下，复苏在结构上仍存在一定的不均衡，比如：

■ **复苏背后的“三无问题”——通胀、就业和工业企业利润均不及预期。**在服务业消费加速复苏的情况下，第一季度服务业 CPI 也仅录得 0.8%；3 月城镇失业率虽然有所下降，但 16-24 岁青年失业率继续攀升超过 19.6%（图 1）；从工业企业利润看，1 至 2 月利润率较 2022 年下跌了 2 个百分点。

这一方面无疑反映出我们仍处于复苏早期，通胀和就业的表现会相对滞后，但另一方面可能更加值得注意的本轮复苏的特殊之处，**服务业的显著复苏+制造业的主动去库存**，这与 2020 年和 2022 年的疫后经济反弹有明显的不同（图 2），而从 3 月工业生产和出口数据看，**制造业能否稳住的关键边际变量还是在出口。**

■ **一季度中小企业发展指数虽有所回升，但仍显著低于疫情前水平，并且在 3 月再度回落（图 3），表明当前中小企业的运行状况改善有限。**

■ **一季度民间固定资产投资尚未触底，并且与整体固定资产投资的增速缺口进一步拉大（图 4），反映出当前民营企业的投资的意愿仍然不足。**

■ **由此可见，虽然给力的一季度 GDP 足以确保全年增速目标的实现，但对中国经济的预期，仍需要解决上述经济复苏中的不均衡问题，这也是为什么我们预期在 4 月政治局会议后会有更多利好民营经济和重视出口的政策出台。**

■ **工业：动能偏弱，降价去库的压力仍在，出口将是关键。**3 月工业制造业同比回升至 3.9%，但是从第一季度看同比 3%，弱于 GDP4.5% 的增速，无疑是经济的拖累；从环比看，0.12% 的增速与 2 月持平，弱于以往 3 月加速的特点；而在经济复苏的大背景下，产能利用率继续下滑。根据利润指标的前瞻性来看，本轮企业去库的过程在第二季度都不会结束，**关键在于需求的反弹（主要来自于基建和出口）是否能有效对冲生产端的“俯冲”动能，这是第二季度较大的不确定性。**

从具体行业上，3 月汽车增速大幅反弹，去年 3 月吉林省封控存在一定低基数影响，但较为有限；新能源车大幅上量是重要推动（同比增速超过 30%）。这意味着当前汽车行业相关的刺激政策出台的可能性并不大。电气机械继续保持韧性，这与 3 月机电出口和能源基建表现强势相符。

■ **民间投资意愿不足拖累制造业投资回升。**3 月当月制造业投资同比由 1-2 月的 8.1% 下滑至 6.2%；而同期制造业增加值增速却由 2.1% 回升至 4.2%。从行业来看，制造业投资增速改善仅限于电气机械及器材、化学原料及化学制品、纺织、食品制造业等少数行业。**我们认为当前在制造业景气尚未恶化的背景下，拖累制造业投资增速的主要是民间投资意愿的不足：民间制造业投资增速已经连续 12 个月下滑。如果不解决这一问题，年内制造业投资增速很可能回落至 5% 以下。**

■ **基建：一季度经济的压舱石。**一季度通常为基建开工的传统淡季，但今年在多项政策的支持下，一批补短板、强功能、利长远、惠民生的重大项目得以有效实施，**使一季度广义基建投资增速录得 10.8%（去年四季度为 12.3%），实现“淡季不淡”。**3 月延续了 1-2 月电热水、交通运输、公共设施三者均衡发力的态势，不过**三大组成部分的投资增速均有回落**，其中交通仓储下滑幅度更缓，这主要受道路投资增速由降转升的影响。

2023 年“扩基建”是稳经济的重要抓手之一，作为增量政策工具的政策性开发性金融工具有望继续使用，弥补项目本金的不足，同时配合地方专项债撬动更多民间资本的参与，使更多实物工作量落地。**通过金融**

相关研究

《信贷适度靠前发力已经结束了？-周度高频数据跟踪》

2023-04-17

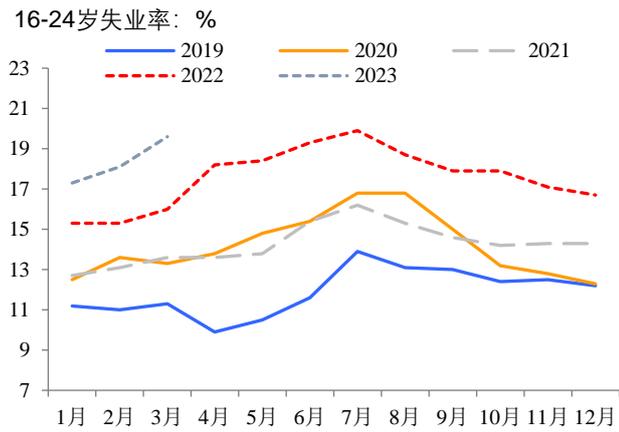
《出口大超预期的“幕后推手”》

2023-04-13

对基建的支持，2023年基建投资增速有望保持在5%（实际增速）以上。

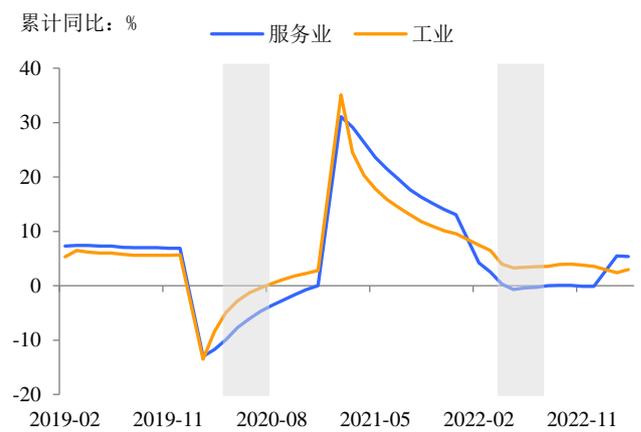
- **地产：亮眼的竣工，未见起色的开工。**销售端表现相对亮眼，一季度住宅销售额与面积同比均转正，3月商品房销售面积接近2019年的水平，结合早先居民超预期的中长贷数据来看，前期积压的购房需求正在集中释放。不过需求的景气尚未传导至开工端，3月开工、施工面积同比跌幅较1-2月扩大，供给端困境体现在两点：一是进入2023年以来竣工同比的回正更多的是依靠保交楼相关政策的推行，考虑到央行现阶段保交楼贷款支持计划实施期至3月末，未来竣工支撑存疑；二是投资难觅起色，房企业绩虽边际好转但仍较疫前偏低，土地交易量磨底，3月螺纹钢与水泥表需先强后弱。**修复动能难以积蓄，整体地产投资还不算乐观；近期房价回暖，央行动态调整机制下部分城市存在房贷利率上调的风险，可能扰动后续销售修复。**
- **消费：汽车缺席的“出行”反弹。**出行相关消费改善显著，珠宝、服装、娱乐用品同比增长持续高增，背后一方面是服务业PMI扩张与拥堵高频指数显示3月出行场景的释放，另一方面是去年同期疫情封控导致的低基数。汽车拖累收窄，一季度零售额同比增速录得-2.3%，降价促销影响3月燃油汽车CPI同比下降4.5%，近期国六老款车型的清库存压力可支撑销量。石油及制品零售额同比增长9.2%，考虑到3月汽油零售价格同比下降10%左右，量的涨幅可能更加显著。地产链受竣工拉动效果有限，家电与装潢3月同比转负。向后看，本轮复苏的旅游出行热潮还将持续，这一点从央行调查的结果可见一斑。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 青年人失业率继续上升



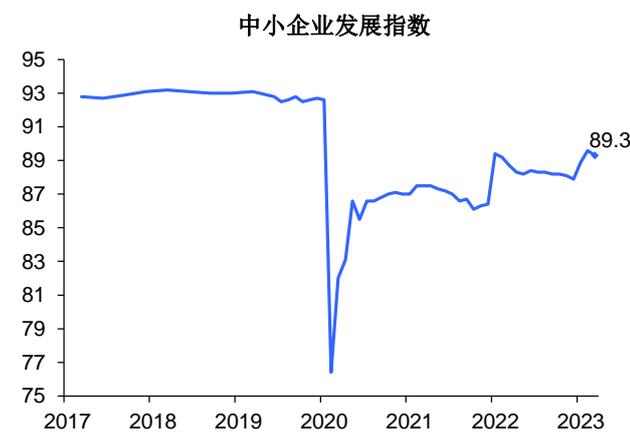
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 本轮经济复苏的特殊之处是服务业更强



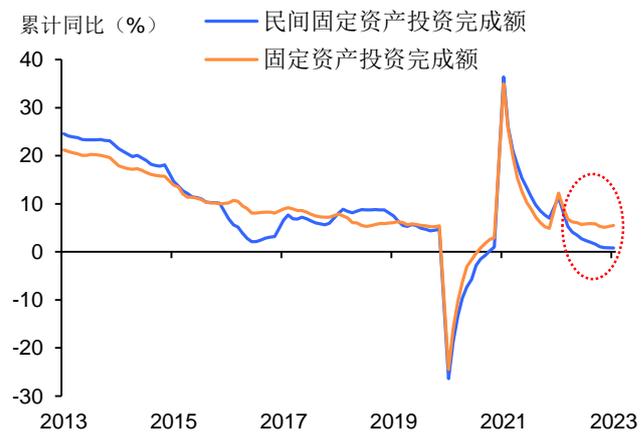
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 3月反映中小企业经济运行状况的指数再度回落



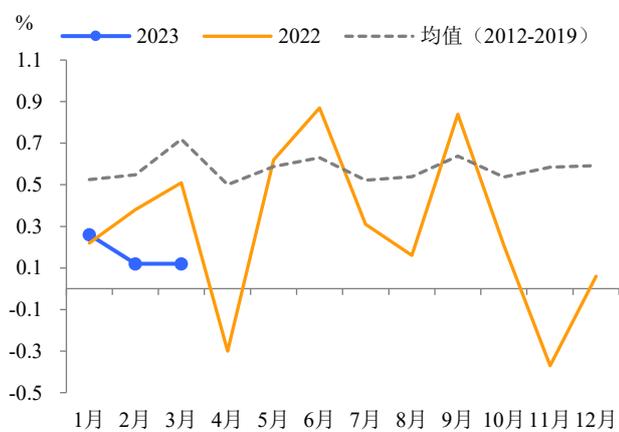
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 民间投资与整体固定资产投资的增速缺口在拉大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 工业增加值季调环比: 3月往往会加速



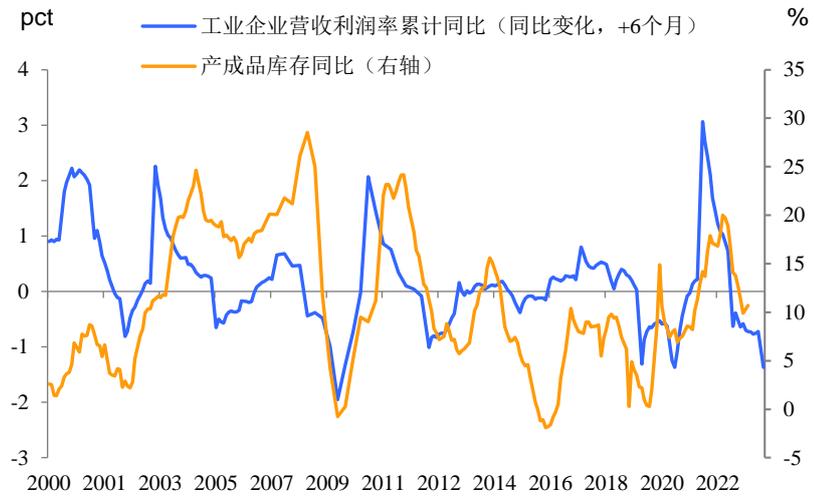
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 经济复苏背景下工业产能利用率继续下滑



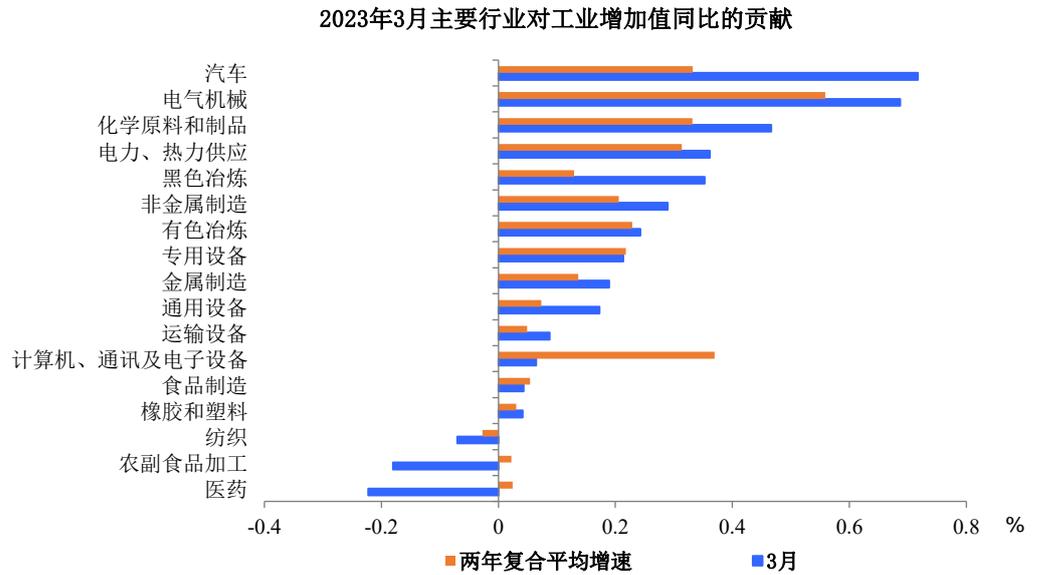
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：工业企业去库存的过程还没有结束



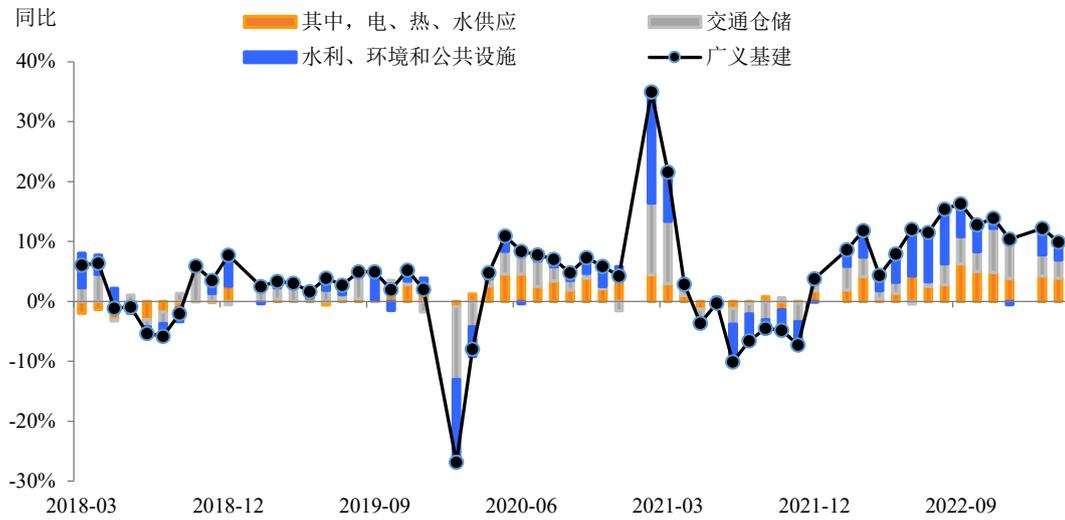
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023年3月各主要行业同比和两年复合年均同比贡献情况



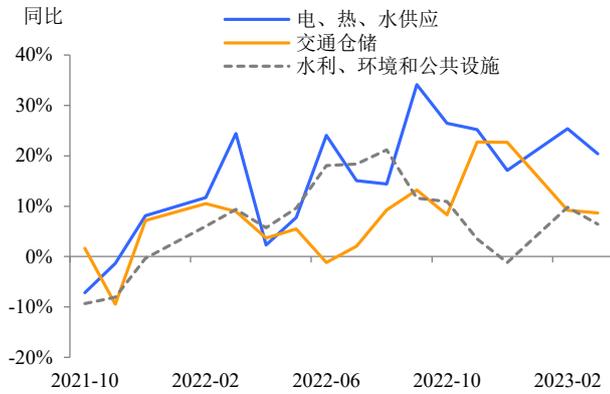
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年一季度基建投资三大组成部分均衡发力（当月同比）



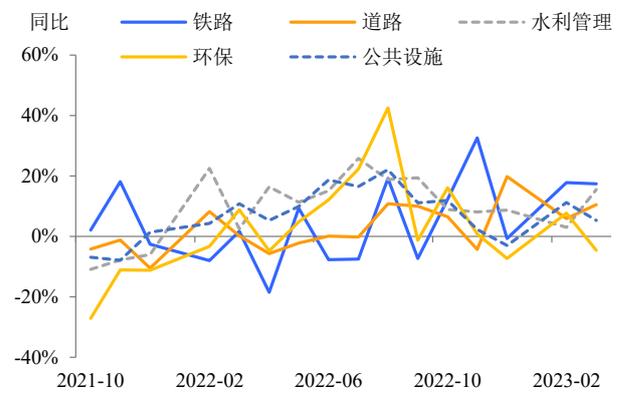
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2023年3月交通仓储投资回落幅度较缓(当月同比)



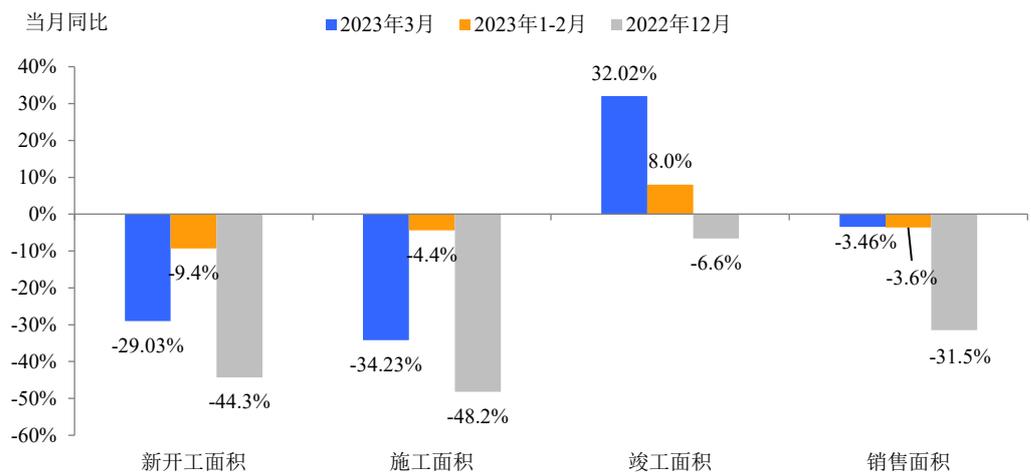
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023年3月道路投资增速改降为升(当月同比)



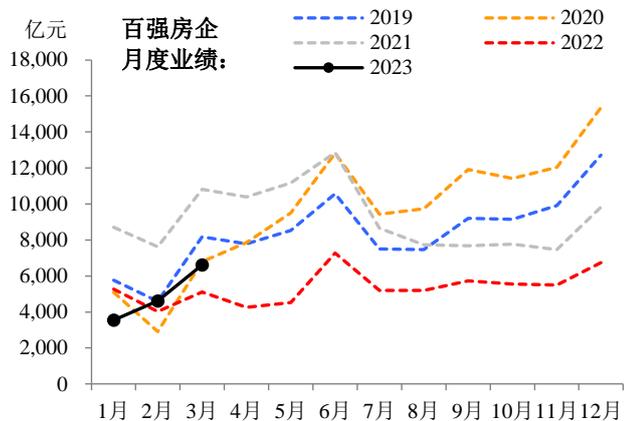
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 地产供给端修复尚未积蓄动能



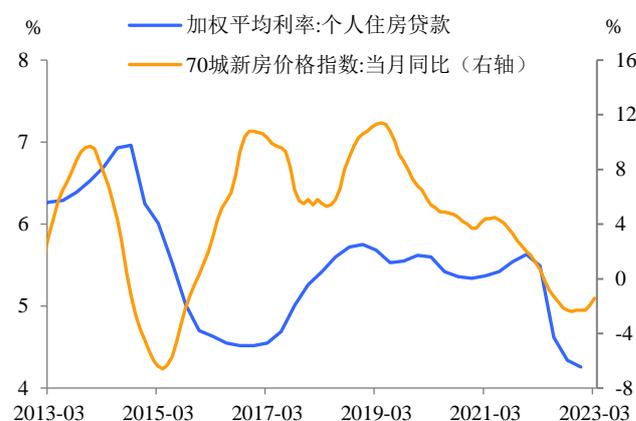
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 房企业绩改善程度有限



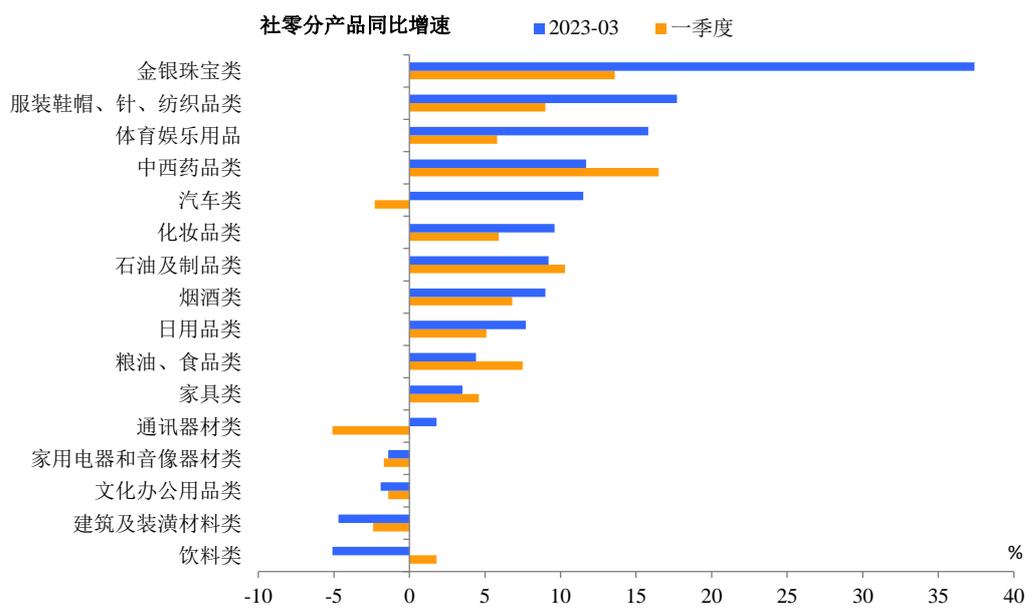
数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图14: 未来存在房贷利率上行风险



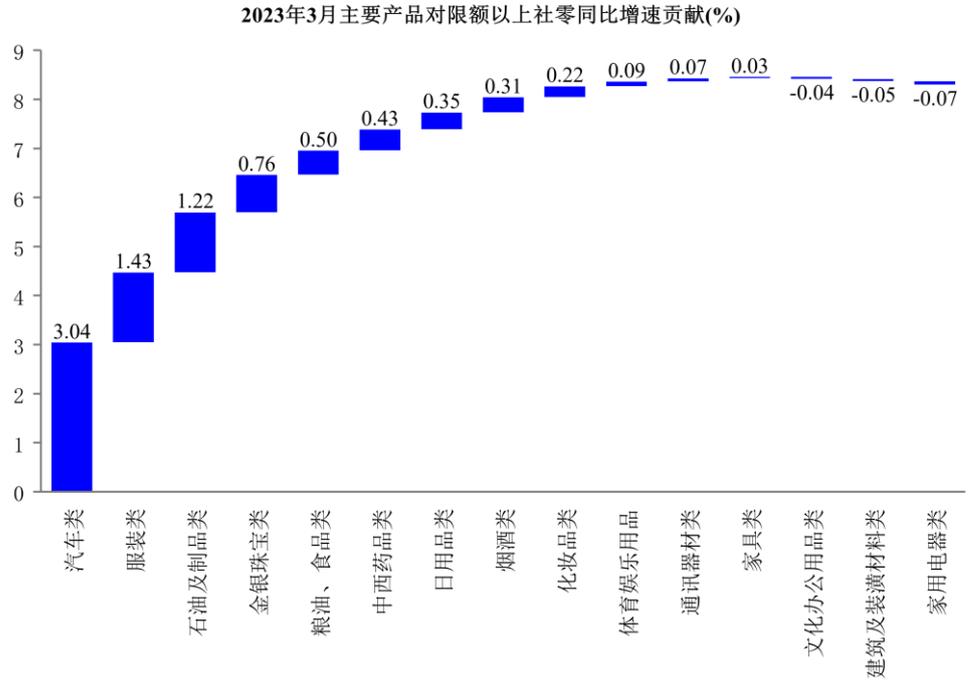
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 3月社零同比增速: 出行消费亮眼



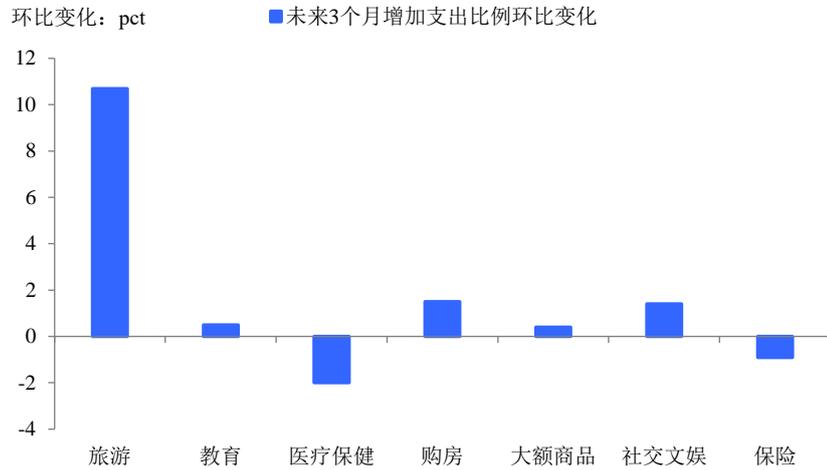
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 3月社零同比增速贡献: 汽车拖累收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 第一季度央行问卷调查: 旅游是未来3个月的最大的“风口”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

