

## 2023年一季度经济增长数据评论

## 中国经济复苏的引擎与掣肘

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



## 事项:

4月18日,国家统计局发布2023年一季度及3月中国经济增长数据。

## 平安观点:

- 当前中国经济复苏仍然具有典型的疫后修复特征,与防疫放开相关的服务业成为拉动经济增长的关键力量,但经济全面复苏的基础尚不够稳固。这主要体现在:工业生产和投资的稳步复苏中,开始显现出若干不利迹象;房地产销售好转和新开工意愿提升均不稳固;居民收入信心虽明显改善,但可支配收入增长仍然未见起色,提升居民消费仍任重道远。市场对中国经济增长预期可适度上修,但还需密切跟踪关键结构性指标。
- 1、第三产业对中国经济的带动作用突出。第三产业的加速增长主要受三方面因素驱动:1)防疫政策放开后接触性、聚集型服务业补偿性增长;2)交通运输业增长加快;3)数字经济的带动作用显著增强。
- 2、装备制造和原材料行业带动工业生产稳步回暖。不过,工业经济增长面临不少不利因素,对工业增加值增长的持续性形成一定威胁:1)工业产销率和产能利用率仍处低位;2)制造业“生产热、投资冷”,其中值得关注的是高技术制造业的生产、投资均显著下滑;3)采矿业工业增加值大幅下滑;4)出口交货值负增长小幅加深,与3月出口数据的靓丽表现存在出入。
- 3、房地产投资的复苏仍不稳固。当前房地产投资修复以“保交楼”为主要特征,房企新开工意愿依然不强。造成这一状况的原因主要在于:1)房地产销售以二手房为更强,房地产库存仍在积累,从而对新开工的带动作用有限;2)不同层级城市新房销售的恢复存在明显分化,对房地产销售的整体带动作用还不强;3)房地产开发资金来源虽普遍改善,但民企与国企之间可能还存在较大差距。
- 4、居民可支配收入增长仍有待提速。3月就业形势显著改善,特别是农民工就业恢复较快。随着经济复苏和就业好转,居民收入信心明显改善,但一季度居民可支配收入增速仍然未见起色。不过,对此不必太过担心,居民收入改善本就是经济景气改善的滞后指标,只是提醒我们注意,当前消费复苏仍有很大疫后修复的成分(比如3月增长最快的限额以上消费品类,多为去年同期增速最差的品类),消费增长的动能还需进一步夯实。

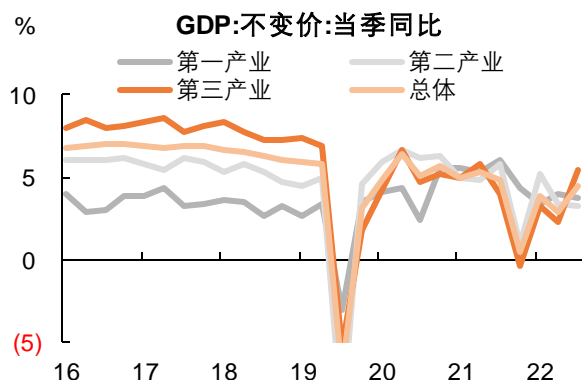
2023年一季度中国不变价GDP增长4.5%，显著强于市场预期，显示中国经济开局良好。我们认为，当前中国经济复苏仍然具有典型的疫后修复特征，与防疫放开相关的服务业成为拉动经济增长的关键力量，但经济全面复苏的基础尚不够稳固。这主要体现在：工业生产和投资的稳步复苏中，开始显现出若干不利迹象；房地产投资的修复仍主要受益于保交楼政策，房地产销售好转和新开工意愿提升均不稳固；居民收入信心虽明显改善，但可支配收入增长仍然未见起色，扩大居民消费仍任重道远。市场对中国经济增长预期可适度上修，但还密切跟踪关键结构性指标。

## 一、第三产业对GDP的带动作用突出

2023年一季度，一、二、三次产业不变价GDP分别增长3.7%（去年四季度为4%）、3.3%（去年四季度为3.4%）、5.4%（去年四季度为2.3%），对总体GDP的拉动分别为0.15、1.29、3.06个百分点。第三产业加速增长主要受三方面因素驱动：

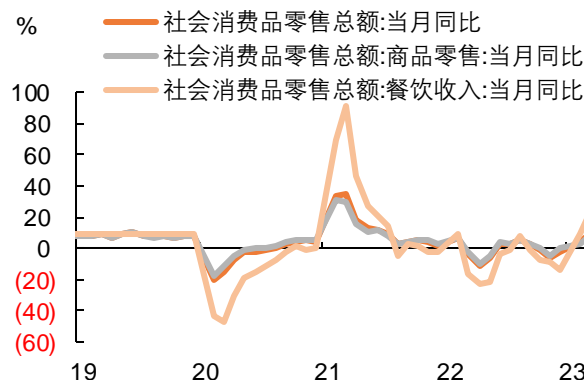
- 1) 防疫政策放开后接触性、聚集型服务业补偿性增长。得益于居民外出就餐、旅游出行明显增多，一季度住宿和餐饮业增加值同比达到13.6%，去年四季度为下降5.8%，且从3月服务业生产指数来看，其增速比1-2月进一步加快；批发和零售业增加值同比增长5.5%，也比去年四季度加快5.2个百分点。3月社会消费品零售总额中，餐饮收入增长26.3%，较1-2月的9.2%同样大幅加快。
- 2) 交通运输业增长加快。同样得益于人流物流恢复，一季度交通运输、仓储和邮政业增加值同比增长4.8%，比去年四季度的-3.9%也有明显恢复。
- 3) 数字经济带动作用显著增强。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长11.2%，明显快于全部服务业增速。随着平台经济监管态度逐步明晰，ChatGPT掀起数字经济投资热潮，AI应用空间打开，一季度高技术服务业的产值和投资均显著抬升。1-3月高技术服务业固定资产投资同比增长17.8%，较1-2月抬升5.5个百分点。

图表1 2023年一季度第三产业带动GDP增速上行



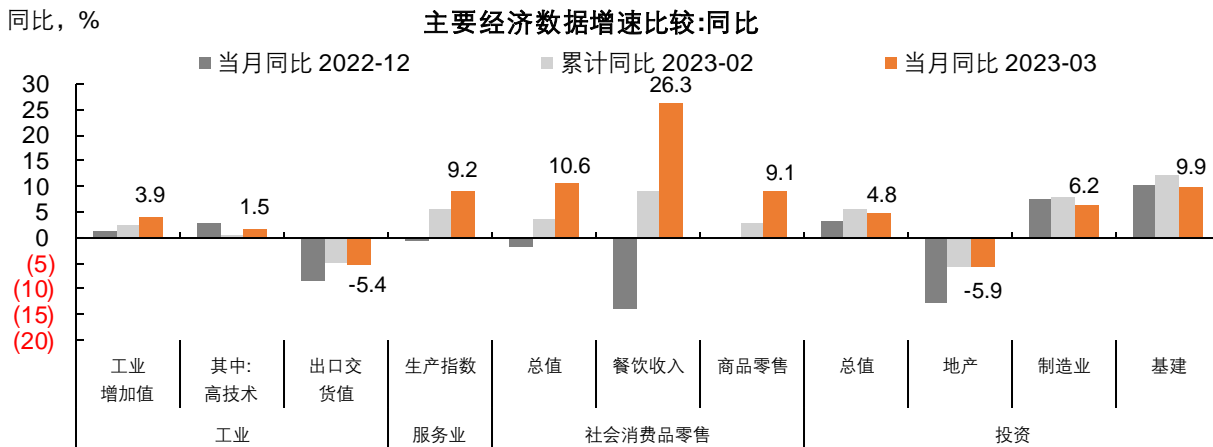
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 3月社会消费品零售总额中的餐饮收入增速拉升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年3月中国主要经济增长数据比较



资料来源: wind, 平安证券研究所

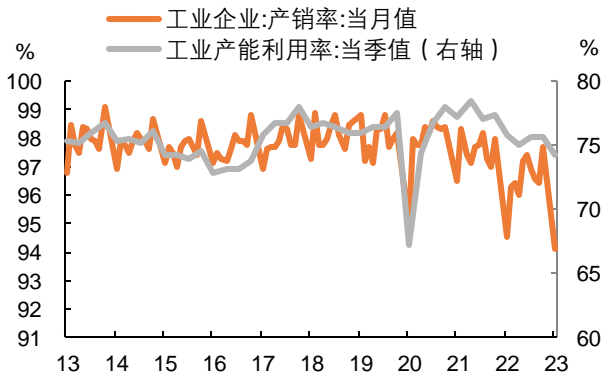
## 二、 装备制造和原材料行业带动工业生产稳步回暖

3月工业增加值同比增长3.9%，较1-2月的2.4%也有明显回暖。从已公布分行业数据来看，3月工业增加值回升主要受到装备制造行业和原材料行业的拉动。装备制造行业中，3月汽车制造业、通用和装备制造业、TMT、电气制造业的同比相比1-2月抬升幅度最大；原材料行业中，3月金属制品、橡胶塑料、非金属矿物的同比较1-2月显著抬升，十种有色金属、水泥、钢材产量同比也升至高位。国家统计局介绍数据显示，一季度装备制造业增加值同比增长4.3%，高于规上工业1.3个百分点；原材料制造业增加值同比增长4.7%，高于规上工业1.7个百分点。

不过，工业经济增长面临不少不利因素，对工业增加值增长的持续性形成一定威胁：

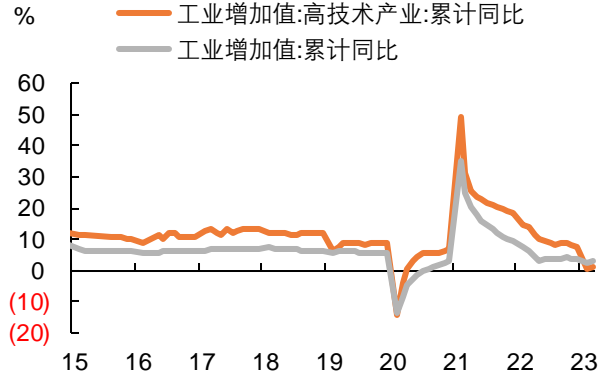
- 1) 工业产销率和产能利用率处于低位。一季度工业产能利用率下降至74.3%，比2020年二季度水平还略低；3月规模以上工业企业产销率为94.1%，比去年同期的低谷进一步下降。
- 2) 制造业“生产热、投资冷”。1-3月制造业固定资产投资同比下降1.9个百分点至6.2%。尽管装备制造和原材料行业的生产形势向好，但从已公布的分行业固定资产投资数据来看，1-3月金属制品、通用和专用设备、汽车制造、TMT行业的固定资产投资增速均较1-2月有所下降。
- 3) 高技术制造业的生产、投资均显著下滑。1-3月高技术产业工业增加值同比降至0.9%，为2011年以来首次低于工业增加值总体；高技术制造业固定资产投资同比降至15.2%，相比去年12月显著降低了7个百分点。3月高技术产品对中国出口的拖累达到3.1个百分点，外围环境对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响值得警惕。
- 4) 采矿业工业增加值大幅下滑。3月采矿业增加值同比仅为0.9%，相比1-2月的4.7%降幅较大。其作为原材料行业的上游，可能体现了原材料行业的减产预期。
- 5) 出口交货值负增长小幅加深，与3月出口数据的靓丽表现存在出入。对我国出口景气度超预期的判断还需时间考验。

图表4 2023 一季度工业产销率和产能利用率处于低位



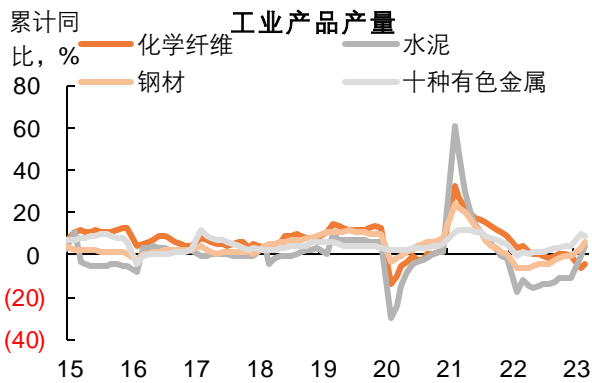
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 3月高技术制造业的生产投资均显著下滑



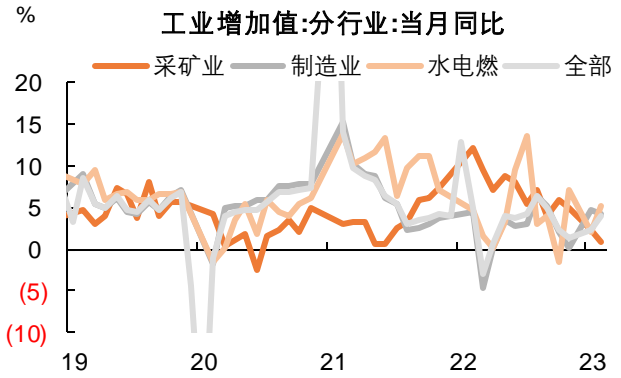
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 3月水泥、钢材、有色金属产量增速均处高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 3月采矿业对工业增加值的支撑减弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图8 已公布的分行业工业增加值和固定资产投资增速变化情况

	3月工业 增加值增	相比上月 增速变化	3月固定资 产投资增速	相比上月 增速变化
医药制造业	-8.3	-5.2	-1.9	-1.3
农副食品加工业	-4.9	-5.2	10.1	-3.1
煤炭开采和洗选业	0.7	-4.3		
石油和天然气开采业	2.2	-2		
食品制造业	2.5	-1.2	5.8	0.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.6	-1.1	-7.9	-1.3
化学原料及化学制品制造业	7.1	-0.7	19.2	2
酒、饮料和精制茶制造业	-1	-0.7		
黑色金属冶炼及压延加工业	6	0.1		
有色金属冶炼及压延加工业	7	0.3	10.8	-5.4
纺织业	-3.1	0.4	-4.3	6.7
电气机械及器材制造业	16.9	3	43.1	9.4
电力、热力的生产和供应业	5.3	3		
非金属矿物制品业	3.8	3.1		
专用设备制造业	7.3	3.4	10.6	-1.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2	3.8	14.5	-2.8
橡胶和塑料制品业	1.7	5.2		
金属制品业	4.8	5.6	2.2	-5.2
通用设备制造业	4.6	5.9	7.6	-2.9
汽车制造业	13.5	14.5	19	-4.8

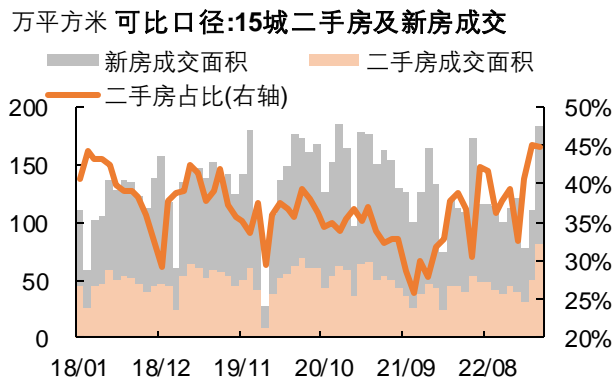
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、 房地产投资的复苏仍不稳固

3月房地产投资当月同比收缩5.9%，相比1-2月小幅回落0.2个百分点。其中，房地产竣工面积增速蹿升，创2021年下半年以来新高，商品房销售增速小幅抬升，但新开工和施工面积增速显著回落。这意味着，当前房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，房企新开工意愿依然不强。我们认为，造成这一状况的原因主要在于：

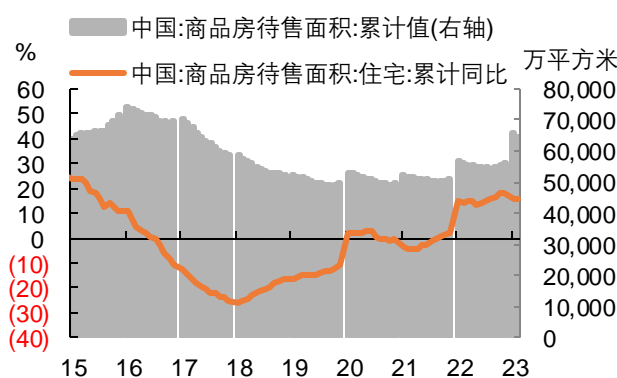
- 1) 房地产销售以二手房为更强，房地产库存仍在积累，从而对新开工的带动作用有限。从我们统计的15个样本城市看，3月二手房日均销售面积同比增速高达77.2%。1-3月住宅商品房待售面积累计同比增速保持在15.5%高位，房地产库存增长的势头并未得到扭转。

图9 去年以来，二手房销售占比显著提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

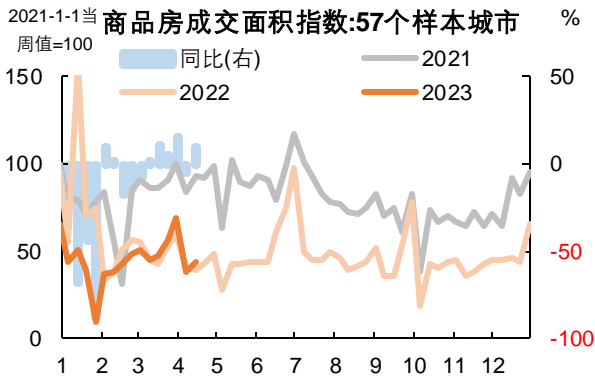
图10 一季度商品房待售面积进一步攀升



资料来源: wind, 平安证券研究所

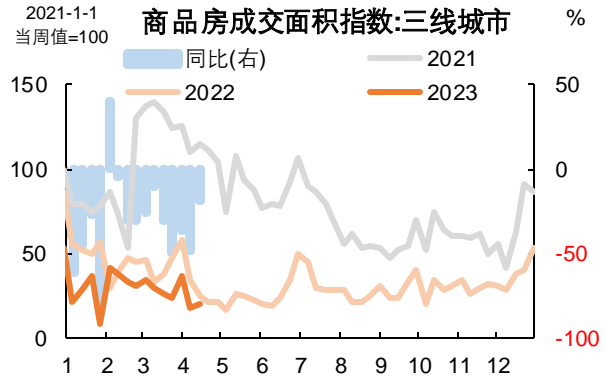
2) 不同层级城市新房销售的恢复存在明显分化,对房地产销售的整体带动作用还不强。从我们统计的57个样本城市高频数据看,3月一线、新一线城市新房销售强于去年同期,也略高于历史同期均值;但二线、三线城市商品房销售低于去年及历史同期均值;四五线城市相比历史同期均值仍有较大差距。57个样本加总显示的房地产销售改善程度不强。

图表11 4月前两周数据看,新房“银四”弱于“金三”



资料来源:wind, 平安证券研究所

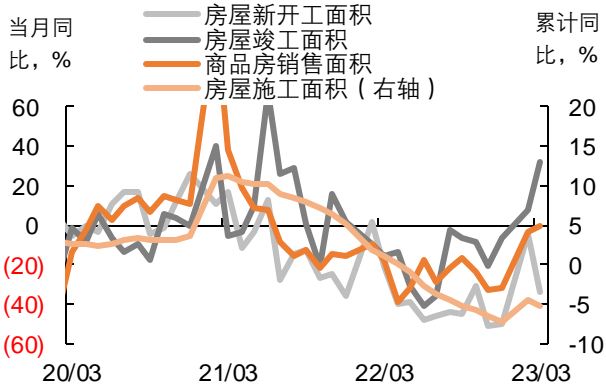
图表12 三线城市商品房销售面积未有明显起色



资料来源:wind, 平安证券研究所;注:包括赣州、莆田、芜湖、舟山、肇庆、盐城、清远、江门、柳州、扬州、宿迁、南充等

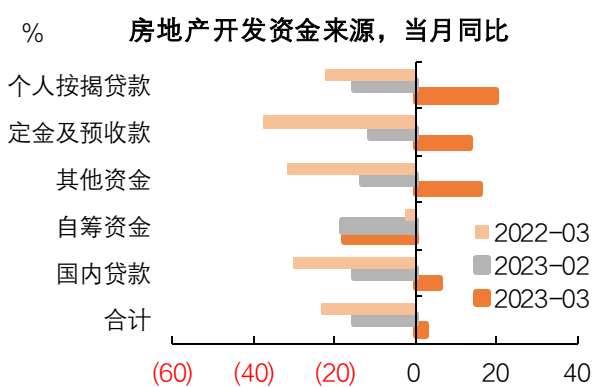
3) 房地产开发资金来源虽普遍改善,但民企与国企之间可能还存在较大差距。3月地产开发投资资金来源当月同比由负转正,个人按揭贷款、定金及预收款和其它资金来源增速分别达到19.9%、13.5%和15.6%,国内贷款同比也达到6%,但自筹资金跌幅仍有17.4%,意味着房企融资渠道尚未完全打开。根据国家统计局介绍数据,一季度房地产开发民间投资下降13.8%,较房地产开发投资完成额低8个百分点,意味着民营房企的信心恢复仍有待加强。

图表13 3月房地产销售与竣工延续改善势头



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 3月房地产开发资金来源普遍改善

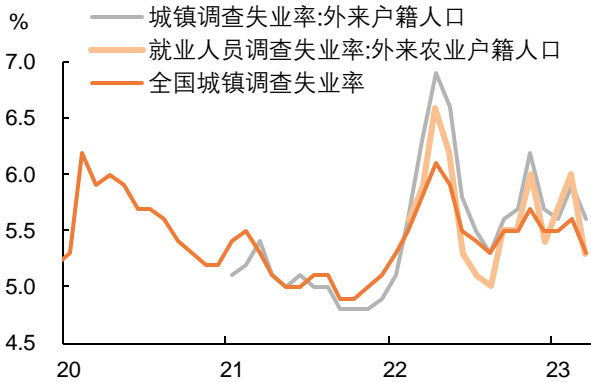


资料来源:wind, 平安证券研究所

## 四、居民可支配收入增长仍有待提速

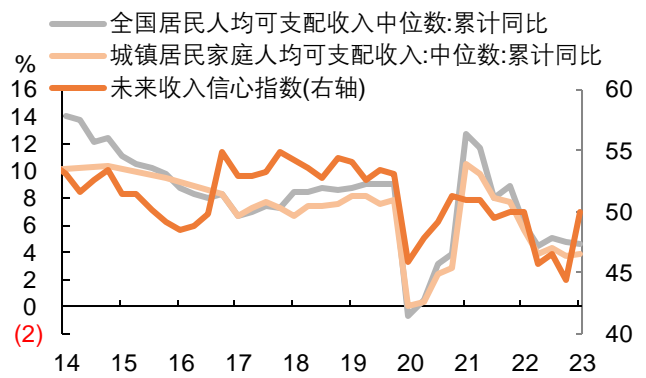
3月就业形势显著改善,农民工就业恢复较快。3月城镇调查失业率5.3%,比2月份下降0.3个百分点。春节后更多农民工外出务工,一季度外出务工农民工人数同比增2.3%,百度迁徙指数持续高于2021年及2022年同期水平。3月服务业加速复苏,对农民工就业的吸纳能力较强(从事第三产业的农民工占比过半),带动外来农业户籍人口城镇调查失业率较2月下行0.7个百分点,是城镇调查失业率走低的重要支撑力量。

图表15 3月城镇调查失业率显著下行



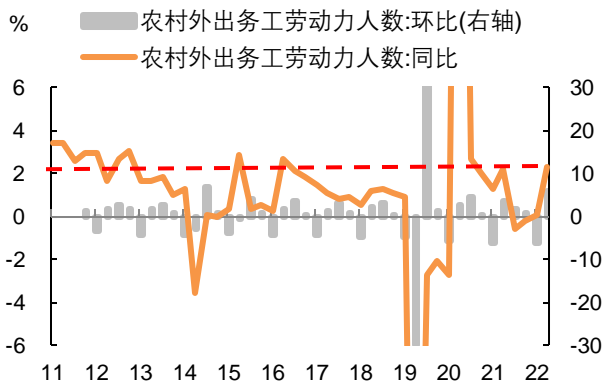
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 居民收入信心改善,但收入增长尚未见起色



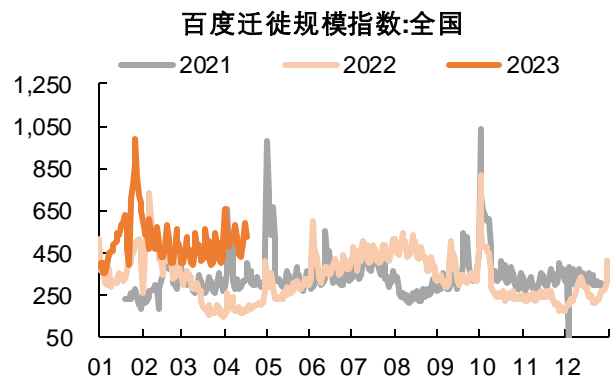
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 一季度外出务工农民工人数同比增长2.3%



资料来源: Wind,平安证券研究所

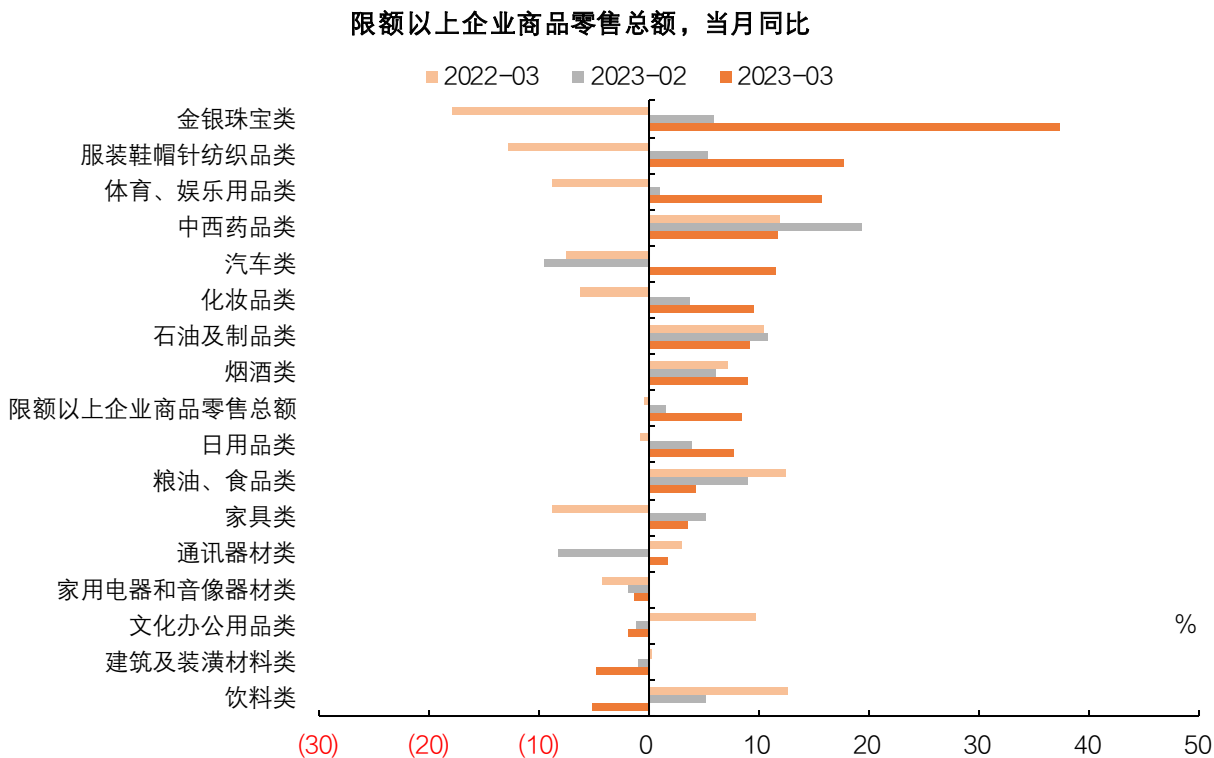
图表18 春节后百度迁徙指数持续高于21-22年同期



资料来源: Wind,平安证券研究所

随着经济复苏和就业好转,居民收入信心明显改善,但一季度可支配收入增速尚未见起色,扩大居民消费仍需政策呵护。今年一季度人民银行城镇储户问卷调查中的“未来收入信心指数”从去年四季度低点大幅回升至49.9,已接近进入扩张区间。但一季度全国居民人均可支配收入的中位数同比增长4.6%,比去年四季度还略微下降了0.1个百分点。不过对此不必太过担心,居民收入改善本就是经济景气改善的滞后指标,只是提醒我们注意,当前消费复苏仍有很大疫后修复的成分(比如3月增长最快的限额以上消费品类,多为去年同期增速最差的品类),消费增长的动能还需进一步夯实。

图表19 3月增长最快的限额以上消费品类，多为去年同期增速最差的品类



资料来源: wind, 平安证券研究所



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033