

经济复苏的快与慢

2023年一季度及3月份经济数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆ 2023年一季度，随着疫情防控政策优化，疫情的影响也逐步消退，国内经济进入向上修复阶段，受到“三驾马车”的共同拉动作用，经济总量超预期。但需要关注的是，结构上仍存隐忧。

◆ 一、服务业表现强劲，消费同比走强，但环比回落，复苏的斜率有所放缓。同时，由于目前全国居民人均可支配收入的改善偏弱，居民消费意愿复苏仍有较大空间。

◆ 二、3月份生产延续弱复苏态势。在需求和利润均偏弱的背景下，企业扩产意愿偏弱，且有部分企业开始“降本增效”。后续就业压力不容忽视，尤其是青年就业压力较大。

◆ 三、固定资产投资保持韧性仍是因为政策拉动作用下，基建和制造业投资延续高增长走势。但内生驱动力相对偏弱，民间投资增速持续下滑，民营企业信心仍存改善空间。

◆ 四、地产复苏力度有所回落，房地产新开工、施工面积再度大幅回落；竣工面积继续上行，不过考虑到地产开工周期因素影响，持续性可能不足，地产改善可持续性仍需观察。

◆ 后续宏观政策在总量上或将逐渐转向稳健，更注重对企业去库存、就业、民营企业信心等复苏相对薄弱环境的结构性支持。

◆ **风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断**

事件：

2023年4月18日，国家统计局公布了2023年一季度及3月份的经济数据：

初步核算，一季度国内生产总值284997亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%。

一季度，全国规模以上工业增加值同比增长3.0%，比上年四季度加快0.3个百分点。3月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%，比1-2月份加快1.5个百分点；环比增长0.12%。

一季度，服务业增加值同比增长5.4%，比2022年四季度加快3.1个百分点。3月份，全国服务业生产指数同比增长9.2%，比1-2月份加快3.7个百分点；服务业商务活动指数为56.9%，业务活动预期指数为63.2%，整体上看，服务业复苏力度较强。

一季度，社会消费品零售总额114922亿元，同比增长5.8%，去年四季度为下降2.7%。3月份，社会消费品零售总额同比增长10.6%，比1-2月份加快7.1个百分点；环比增长0.15%。

一季度，全国固定资产投资（不含农户）107282亿元，同比增长5.1%，与上年全年持平。分领域看，基础设施投资增长8.8%，制造业投资增长7.0%，房地产开发投资下降5.8%。从环比看，3月份固定资产投资（不含农户）环比下降0.25%。

一季度，货物进出口总额98877亿元，同比增长4.8%。其中，出口56484亿元，增长8.4%；进口42393亿元，增长0.2%。3月份，进出口总额37094亿元，同比增长15.5%。其中，出口21552亿元，增长23.4%；进口15542亿元，增长6.1%。

对此，我们的点评如下：

1. 2023年一季度经济总量略超预期

2023年一季度，随着疫情防控政策优化，疫情的影响也逐步消退，国内经济进入向上修复阶段，中国2023年一季度GDP同比增速有所回温，达4.5%，较2022年四季度环比增长2.2%。分产业看，第一产业增加值11575亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值107947亿元，增长3.3%；第三产业增加值165475亿元，增长5.4%。

经济总量的超预期是受到“三驾马车”的共同拉动。2023年一季度消费、投资和出口的总量均有所改善，其中社会消费品零售总额同比增长5.8%，较去年四季度上涨6个百分点；全国固定资产投资同比增长5.1%，与去年四季度持平，仍保持较高增速；一季度，货物出口增长8.4%，其中3月份出口增长23.4%。

虽然经济总量超预期，但是结构上仍有待改善。

图 1：国内 GDP 增速同比 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

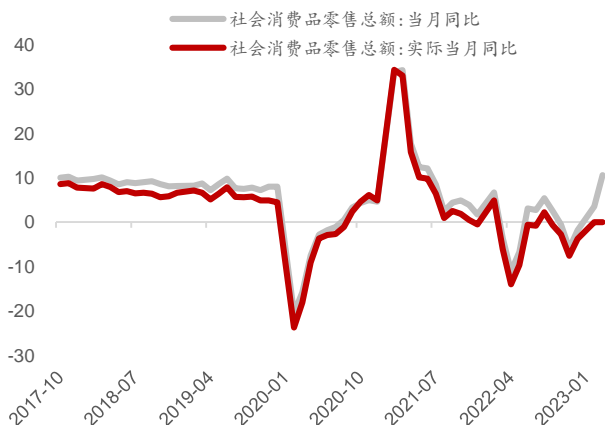
2. 服务业表现强劲，消费复苏环比有所放缓

2023 年一季度，社会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 104094 亿元，增长 6.8%。3 月份，社会消费品零售总额 37855 亿元，同比增长 10.6% (前值 3.5%)。其中，除汽车以外的消费品零售额 33591 亿元，增长 10.5%。消费的走强主要是因为线下消费场景修复后，接触型消费明显增多，其中，餐饮收入同比增长 26.3%。此外，化妆品、金银珠宝等可选消费同比大幅上涨，分别增长 9.6% 和 37.4%。汽车消费受益于降价和低基数因素，3 月出现明显反弹，同比增速达 11.5% (前值 -9.4%)。

不过值得注意的是，从消费的环比数据来看，3 月社会消费品零售总额环比从 2 月的 0.67% 下滑至 0.15%，表明复苏的斜率有所放缓。此外，消费和收入的趋势仍存缺口，以 2015 年为基准，疫情前社零消费的趋势线走势略强于居民收入的趋势线走势，但疫情冲击后，社零消费走势转弱，当前社零消费的复苏仍明显弱于居民收入增长趋势，后续消费的复苏依然存在较大的改善空间。

从全国居民人均可支配收入的改善情况来看，当前收入改善偏慢对居民的收入预期及消费意愿仍有制约。2023 年一季度，全国居民人均可支配收入 10870 元，比上年同期名义增长 5.1%，扣除价格因素，实际增长 3.8%，低于 GDP 增速。

图 2：社会零售总额同比明显上涨 (%)



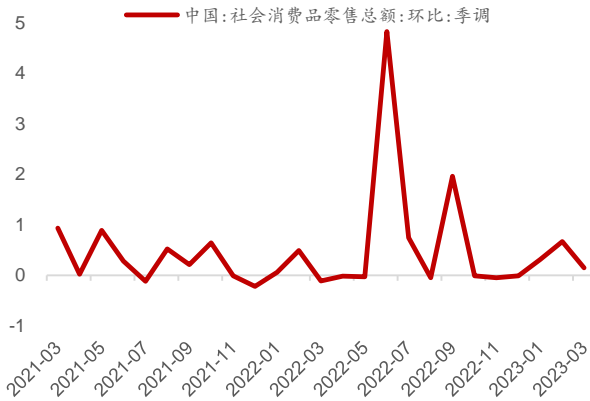
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：线下接触型消费明显修复 (%)

	2023年1-2月份增速	2023年3月份增速	2023年3月份增速较2023年1-2份变化
必选消费			
粮油、食品类	9.0	4.4	-4.6
饮料类	5.2	-5.1	-10.3
烟酒类	6.1	9.0	2.9
服装鞋帽针纺织品类	5.4	17.7	12.3
日用品类	3.9	7.7	3.8
中西药品类	19.3	11.7	-7.6
可选消费 (地产相关)			
家用电器和音像器材类	-1.9	-1.4	0.5
家具类	5.2	3.5	-1.7
建筑及装潢材料类	-0.9	-4.7	-3.8
可选消费 (非地产相关)			
化妆品类	3.8	9.6	5.8
金银珠宝类	5.9	37.4	31.5
文化办公用品类	-1.1	-1.9	-0.8
通讯器材类	-8.2	1.8	10.0
石油及制品类	10.9	9.2	-1.7
汽车类	-9.4	11.5	20.9

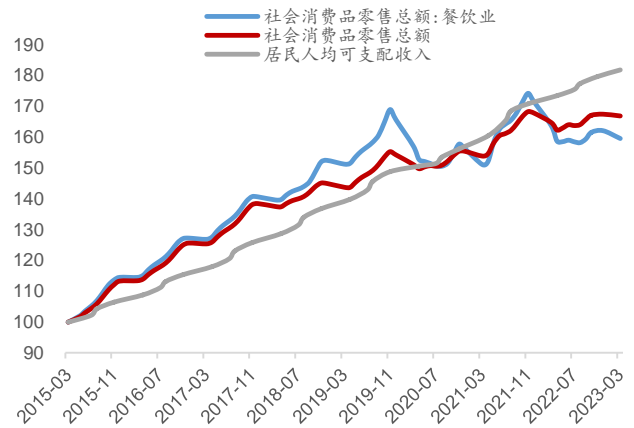
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：社会零售总额环比下滑 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：服务业修复仍有空间 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：2015 年基数为 100

3. 生产弱复苏，企业仍处去库存阶段

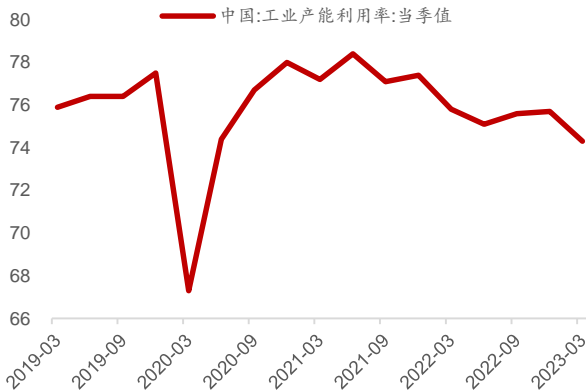
3 月份生产延续弱复苏态势。3 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），较 2023 年 1-2 月增加 1.5 个百分点，整体低于 GDP 增速。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.9%（前值 4.7%），制造业增长 4.2%（前值 2.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.2%（前值 2.4%）。其中，受益于 3 月海外需求偏强因素，汽车制造业和电器机械及器材制造业增速较高，分别增长 13.5%和 16.9%，对于工业增加值有一定支撑作用。

需要注意的是，一季度全国工业产能利用率较低，为 74.3%，比上年同期下降 1.5 个百分点，比上季度下降 1.4 个百分点，也是自 2020 年二季度疫情修复后的最低点。体现出当前企业仍在主动去库存阶段，扩产意愿较弱。而企业扩产意愿偏弱主要是受到需求偏弱，且企业在“以价换量”背景下，利润偏低。

同时，根据全国企业就业人员周平均工作时间来看，工作时间明显增加，已经达到该数据公布以来最高值，显示出企业在盈利下滑的趋势下，“降本增效”意愿较强，倾向于增加工作时长而非扩招，一定程度上减缓了就业市场的复苏节奏。

在企业扩产意愿偏弱情况下，后续就业压力将有所增加。虽然 3 月城镇调查失业率回落 0.3 个百分点至 5.3%，是自 2022 年 9 月以来首次回落至 5.5% 以下。但 16-24 岁劳动力调查失业率上行至 19.6%，再加上临近毕业季，后续就业压力不容忽视。

图 6: 工业产能利用率为疫情复苏后最低值 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 7: 平均工时有所增加 (%)



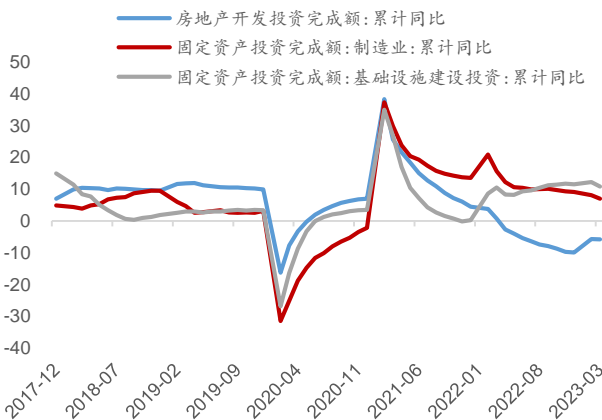
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4. 政策拉动占主导因素, 内生驱动力偏弱

1-3 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 107282 亿元, 同比增长 5.1%, 较 2023 年 1-2 月份回落 0.4 个百分点。从环比看, 3 月份固定资产投资 (不含农户) 下降 0.25%。其中基础设施投资 (不含电力) 保持高位, 同比增长 8.8% (前值 9%); 制造业投资增速小幅回落, 但仍保持韧性, 同比增长 7.0% (前值 8.1%)。总的来看, 固定资产投资保持韧性仍是因为政策拉动作用下, 基建和制造业投资延续高增长走势。

投资的内生驱动力相对偏弱。3 月国有及国有控股单位投资增速维持高增长, 为 10%, 但民间投资增速持续下滑, 仅达 0.6%, 可以看出当前在政策推动下, 国有企业投资力度较强, 但民营企业信心偏弱, 仍存改善空间。

图 8: 基建、制造业延续高增长 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 9: 国有投资为固定资产投资主要支撑项 (%)



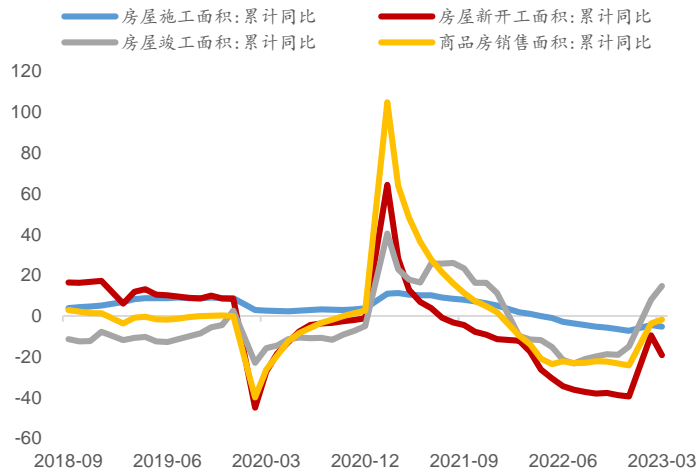
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

房地产投资方面, 地产复苏力度有所回落。1—3 月份, 全国房地产开发投资 25974 亿元, 同比下降 5.8%, 较前值回落 0.1 个百分点, 复苏力度有所回落。

根据分项来看, 房地产新开工、施工面积再度回落, 尤其是新开工面积同比下滑 9.8 个百分点至-19.2%, 施工面积下滑 0.8 个百分点至-5.2%。而竣工面积同比继续上行, 为 14.7% (前值 8%)。竣工面积的持续上涨主要是因为: 1) “保交楼” 政策持续推进的作用; 2) 地产建设周期一般是 20 个月左右, 当前竣工端的显著改善正好对应到 2020 年下半年到 2021 上半年的地产小牛市。随着 2021 年下半年的监管加强、三条红线的出台, 地产新开工快速下行, 意味着地产竣工端改善的持续性可能不足。地产销售方面, 地产销售面积同比增速继续修复, 为-1.8% (前值-3.6%)。总体来看, 当前房企开工意愿偏弱, 地

产改善可持续性仍需观察。

图 10：房屋新开工、施工面积再度转弱（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5. 总结

总的来看，一季度经济增长总量好于预期，呈“强现实”状态。但从结构上来看，一季度政策对投资拉动作用显著，民间投资信心有待进一步改善；消费及地产需求的复苏有前期积压需求释放的贡献因素，可持续性有待观察；企业端“去库-盈利-扩张”、居民端“就业-收入-消费”、地产端“销售-投资-开工”尚未进入明显改善的良性循环，内生动能复苏基础尚不牢固；且未来外需压力仍有加大风险。因此，市场预期依旧偏向于温和复苏，而非转向“强预期”。

总量强，结构仍待改善的复苏格局下，后续宏观政策在总量上或将逐渐转向稳健，更注重对企业去库存、就业、民营企业信心等复苏相对薄弱环境的结构性支持。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。