

## 3月经济喜忧参半，需求恢复需要时间和政策支持

### 2023年3月经济数据分析

#### 核心内容：

- **1季度经济回升，第三产业推动经济上行** 2023年1季度经济增速总体上行，处于持续恢复的阶段。第三产业和服务业在1季度有明显的修复，对经济的贡献度上行，这是疫情逐步退却后经济的正常修复。
- **3月份整体经济运行喜忧参半** 3月份经济恢复仍然是偏缓的，国内居民信心恢复偏缓，居民资产负债表修复需要时间，整体消费的恢复并非一帆风顺。投资方面政府仍然在承托，房地产底部震荡，仍然在出清过程中。
- **制造业恢复，采矿业下滑，生产需要下游需求配合** 1季度工业生产处于继续恢复的状态。3月份现阶段工业仍然处于去库存的状态，制造业恢复速度更快，采矿业下滑。工业生产受到出口带动更大，3月份有出口行业订单积累的影响。
- **3月份生产春高峰，出口推动和对下游需求恢复预期推动生产** 出口产业(电气机械、通用设备)、中间品行业(黑色、有色、化学原料和制品)、汽车行业、部分下游行业的生产回升。
- **生产未来恢复有压力** 生产会逐步恢复，低基数与经济的逐步回升会推动生产恢复正常。但压力仍然存在，出口需要持续观察，汽车持续性可能有限，房地产刚刚走出底部。
- **3月份社会零售品消费喜忧参半，其同比大幅上行，环比走低** 从两年平均增速来看，汽车、石油制品、通讯器材消费走高，持续性待观察，房地产相关消费仍然疲软，医药消费持续回落。3月份餐饮消费回落，对应了食品消费的上行，居民收入增速的缓慢回升使得居民支出更加谨慎。现阶段来看，居民消费品零售增速的上行仍然是缓慢而曲折的，居民收入恢复需要时间，需要观察五一出行和消费恢复情况，居民收入恢复需要时间。于2022年低基数的因素，2季度消费增速可能在16.8%左右，全年消费增速会在9%以上。
- **房地产投资重新震荡** 房地产投资3月份下滑速度略有加快，商品房新开工和施工面积再次回落，商品房竣工大幅上行，商品房销售继续好转。房地产行业的支持政策延续，房地产行业仍然处于出清过程，房地产行业自身扭转需要时间，房地行业可能在底部震荡。2023年房地产行业仍需观察，制造业和基建投资逐步下行，整体固定资产投资可能在3%~4%左右运行。
- **2季度预计经济继续上行** 社会消费品零售的增长没有结束，投资方面基建仍然起到承托作用。2季度基数作用下经济实际增速可能达到7.8%左右。政策层对消费的支持加强，可能会出台消费让利政策。1季度天量的信贷和社融投放也有助于经济恢复。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

## 一、1 季度经济好转，未来持续修复

2023 年 1 季度经济增速总体上行，处于持续恢复的阶段。第三产业和服务业在 1 季度有明显的修复，对经济的贡献度上行，这是疫情逐步退却后经济的正常修复。疫情后的经济恢复仍然是偏缓的，国内居民信心恢复偏缓，居民资产负债表修复需要时间，整体消费的恢复并非一帆风顺。投资方面政府仍然在承托，房地产底部震荡，仍然在出清过程中。

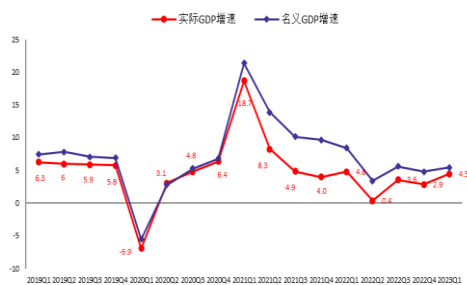
从供给层面来看，1 季度工业生产处于继续恢复的状态。现阶段工业仍然处于去库存的状态，制造业恢复速度更快，采矿业下滑。工业生产受到出口带动更大，出口行业有订单积累的影响，但出口交货值仍然较低，未来有一定压力。3 月份是生产春高峰，中间品行业、汽车行业、部分下游行业的生产回升，但持续性待观察。

从需求方面来看，1 季度消费整体处于恢复状态，从 3 月份的情况来看，消费的恢复仍然比较波折。居民个人支出继续上行，但是个人可支配收入恢复速度较慢，影响了消费的继续回升。房地产处于出清过程中，1 季度继续回落，3 月份商品房新开工和施工再次下滑，商品房销售仍然小幅回升。制造业投资高位回落，未来回落可能持续。基建投资仍然受到政策和资金的支持，投资增速处于高位。

1 季度 GDP 增速 4.5%，略高于市场预期，第三产业的恢复支持了经济的回升。2 季度预计经济继续上行，社会消费品零售的增长没有结束，投资方面基建仍然起到承托作用。2 季度基数作用下经济同比增速可能达到 7.8% 左右。政策层对消费的支持加强，可能会出台消费让利政策。1 季度天量的信贷和社融投放也有助于经济恢复。

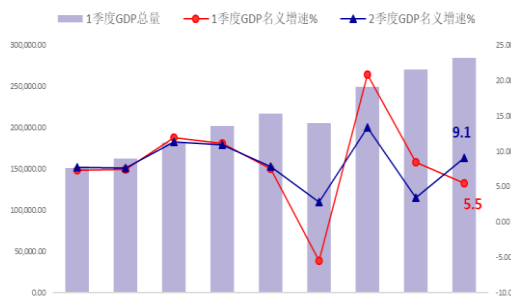
2023 年 1 季度 GDP 增长 284,997 亿元，同比增长 4.5%，名义增长 5.5%。1 季度，规模以上工业增加值增长 3.0%，社会零售品消费增长 5.8%，房地产投资下降 5.8%，基建投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，全社会消费总额上行了 3.3%。从数据中可以看到，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资处于高位，制造业投资略有回落。2 季度来看，房地产和消费继续回升，基建投资保持相对平稳，工业生产也持续恢复。

图 1：1 季度 GDP 实际增长 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：1 季度 GDP 名义增长率 (%)

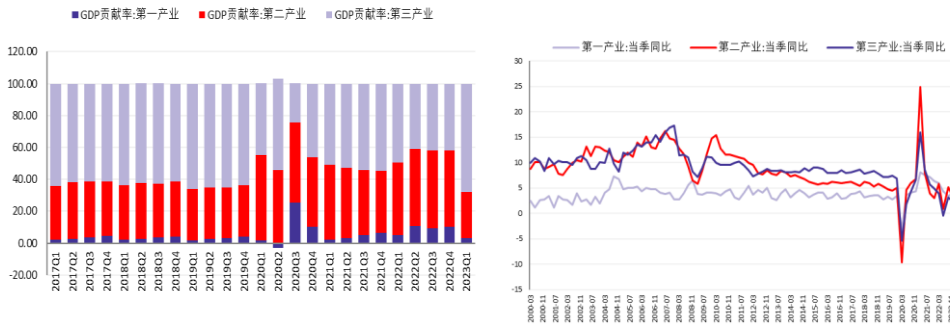


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从各部门对 GDP 的贡献来看，第三产业对 GDP 的贡献上行。第三产业的恢复比较迅速，房地产虽然低迷，但交通、旅游、餐饮、住宿均有回升。

图 3：三产对 GDP 的贡献 (%)

图 4：三产的增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、制造业恢复正常，等待下游需求上行

1 季度工业生产逐步恢复，但环比显示工业生产仍然稍弱。从行业来看，下游行业表现稍弱，中游行业恢复更快。出口产业链方面电气机械仍然较为强势，但计算机电子稍弱。2023 年生产会逐步恢复，低基数与经济的逐步回升会推动生产恢复正常。但压力仍然存在，出口需要持续观察，汽车持续性可能有限，房地产刚刚走出底部。全年生产预计在 5.0% 以上运行。

2023 年 1 季度规模以上工业增加值同比增长 3.0%。3 月份规模以上工业增加值实际增长 3.9%，比上月增长 1.5 个百分点。工业增加值 3 月份环比增长 0.12%，仍然处于较低水平。3 月份采矿业增速大幅回落，制造业平稳增长，水电燃气生产回升。

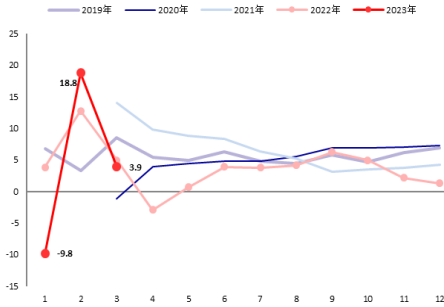
我国工业生产处于持续恢复阶段，制造业生产恢复至正常水平，但采矿业大幅回落，但从环比上看工业恢复较为缓慢：(1) 采矿业生产大幅回落，采矿业生产增速录得 0.9%，基数原因使得采矿业同比增速回落；其中煤炭洗选业生产增速 0.7%；(2) 公用事业生产回升，3 月份发电量增速回升至 5.12%，中间品生产上行带来用电量的走高；(3) 主要行业生产回升；16 个制造业行业中有 13 个行业生产回升，3 个行业生产下行。3 月份外贸相关行业恢复较好，电气机械及器材制造业生产快速上行。我国内需也在恢复，汽车制造业大幅走高，黑色和有色金属制造业同时上行，化学原料和化学制品业生产上行。下游行业恢复稍有缓慢，计算机通讯行业生产至 1.2%，农副食品生产下行 4.9%，纺织业下行 3.1%。

工业生产在 1 季度逐步恢复正常，但是增速仍然相对缓慢。汽车的刺激效应在 2023 年褪色，汽车产量下降 5.1%，3 月份汽车产量回升，但其回升幅度需要后续需求端的好转。3 月制造业行业继续上行，3 月属于全年生产高峰，其上行幅度低于预期。后续工业生产有望上行，首先，生产环比仍然处于低位，2 季度继续上行。其次，基数在 2023 年会处于较低的水平，从而带来生产增速的回升。最后，房地产行业的低峰可能已经过去，未来对工业会有正向贡献。

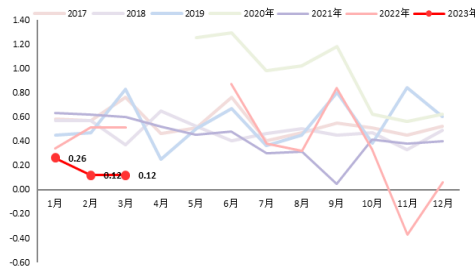
总体来看，2023 年的工业生产仍然面临一定的压力。房地产、汽车、出口是工业生产的保障。现阶段看出口需要持续观察，汽车再次受到政策支持，但持续性待观察，房地产底部震荡。2023 年预计生产增速在 5.0% 左右。

图 5: 工业增加值同比增长小幅上行 (%)

图 6: 工业增加值环比增速 (%)



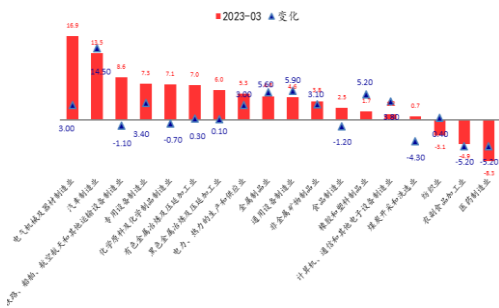
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



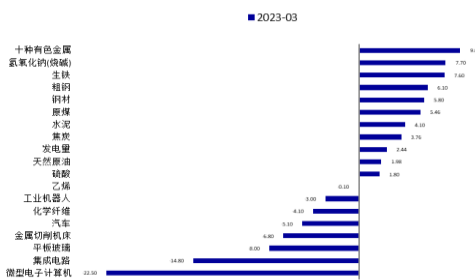
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图7: 主要行业生产当月同比增速 (%)

图8: 1季度主要工业品产量变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、社会零售喜忧参半，汽车、手机增长需观察持续性

3月份社会零售品消费喜忧参半，其同比大幅上行，这是基数的影响。3月份环比走低，并且从两年平均增速来看，汽车、石油制品、通讯器材消费走高，持续性待观察，房地产相关消费仍然疲软，医药消费持续回落。3月份餐饮消费回落，对应了食品消费的上行，居民收入增速的缓慢回升使得居民支出更加谨慎。现阶段来看，居民消费品零售增速的上行仍然是缓慢而曲折的，居民收入恢复需要时间，需要观察五一出行和消费恢复情况，居民收入恢复需要时间。于2022年低基数的因素，2季度消费增速可能在16.8%左右，全年消费增速会在9%以上。

2023年3月份社会零售总额37,855亿元，增长速度为10.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额33591亿元，增长10.5%。1季度社会零售总额增长5.8%，去除汽车增长6.8%。

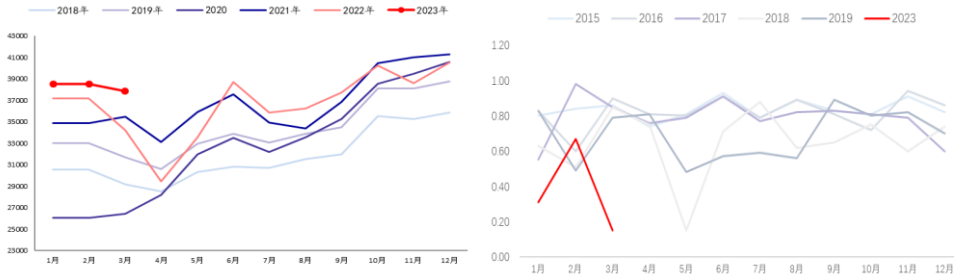
3月份全社会从疫情封控中恢复，3月份社会消费品零售总额比1-2月份稍有回落。从两年平均水平来看，3月平均消费增速3.3%，低于1-2月份的5.3%。其中3月份商品零售增长3.4%，低于1-2月份的4.7%，餐饮消费2.8%，低于上月的9.5%。

3月份消费品零售总额季调环比增长0.15%，低于历史平均水平。3月份餐饮行业的增速大幅回落，春节效应逐步消退。商品消费也有小幅的走低，居民消费恢复仍然需要时间。

图9: 2023年3月消费额小幅回落 (亿)

图10: 3月份消费环比下行 (%)





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2023年1季度居民人均可支配收入和消费性支出均出现回升,但收入回升的速度较慢。1季度城镇居民收入上行4.0%,比2022年回升0.1个百分点,居民消费增速4.8%,回升4.5个百分点。居民消费增速比2022年快速回升,居民消费在逐步恢复,但是居民收入制约了居民消费的恢复。

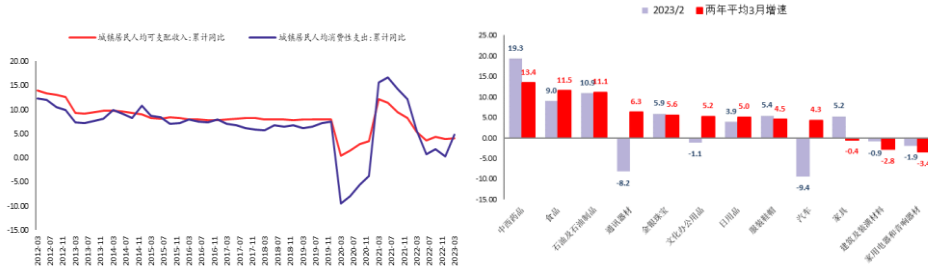
1季度各行业消费表现并不相同,通讯器材、汽车、建筑装潢、家用电器、文化用品消费仍然负增长,其他行业有不同程度的恢复。

3月份从两年平均增速来看:(1)药品消费增速高位回落,新冠疫情后对医药和医疗用品需求逐步减弱;(2)石油制品消费消费回升。3月份出行量仍然上行,交通拥堵指数超过往年;(3)汽车消费大幅上行有1-2月份积累的消费需求,也有政策上的支持,也有汽车降价会带来汽车消费的前置;通讯器材消费回升,与1-2月份需求累积相关;汽车和手机消费3月份反转,需要观察其持续的力度;(4)居民食品消费增速回升,消费增速3月份增长11.5%,对应了餐饮消费的下行;(5)房地产相关消费回落,房地产销售的传导仍然需要时间。

现阶段来看,居民消费品零售增速的上行仍然是缓慢而曲折的,居民收入恢复需要时间。2季度居民消费需要观察五一出行以及618商品消费情况,预计消费仍然缓慢回升。由于2022年低基数的因素,全年消费增速会在9%以上。

图 11: 1 季度城镇居民人均收入和支出 (%)

图 12: 3 月份行业消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 四、投资略有回落, 房地产仍需政策支持

2023年1-3月份固定资产投资增速小幅回落,其中制造业和基建投资增速高位回落,房地产投资增速再次下滑。制造业投资仍然处于高位,政策鼓励设备更新类效果仍然延续。基建投资受益于政府投资保持高位。房地产投资3月份下滑速度略有加快,商品房新开工和施工面积再次回落,商品房竣工大幅上行,商品房销售继续好转。房地产行业的支持政策延续,房地

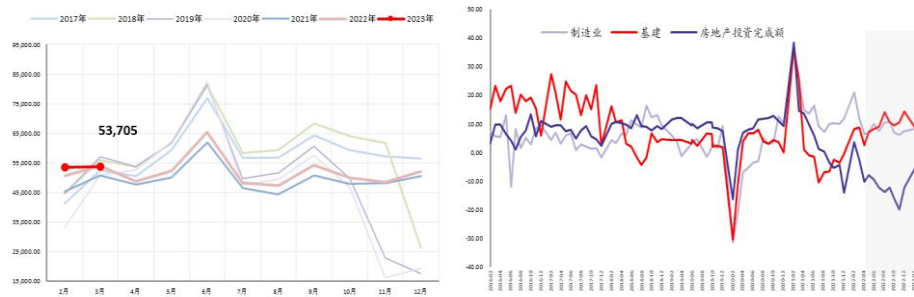
产行业仍然处于出清过程，房地产行业自身扭转需要时间，房地产行业可能在底部震荡。2023年房地产行业仍需观察，制造业和基建投资逐步下行，整体固定资产投资可能在3%~4%左右运行。

2023年1-3月份，固定资产投资额107,282亿元，同比增长5.1%，低于市场预期。民间固定资产投资58,532亿元，同比增长0.6%。从环比看，3月份固定资产投资增长-0.25%。1-3月份固定资产投资增速回落，房地产、基建和制造业投资均小幅回落。

制造业投资3月份继续高位回落，制造业投资额2.17万亿，增速7.0%，制造业投资比例上行至35.6%。基建投资高位小幅下行，3月份基建投资增加额1.62万亿，基建投资增速录得8.8%，基建投资受到政府政策支持。房地产投资再次下滑，3月投资额1.23万亿，当月投资增速-7.2%，房地产投资仍然底部震荡。

图 13: 固定资产投资额 (%)

图 14: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

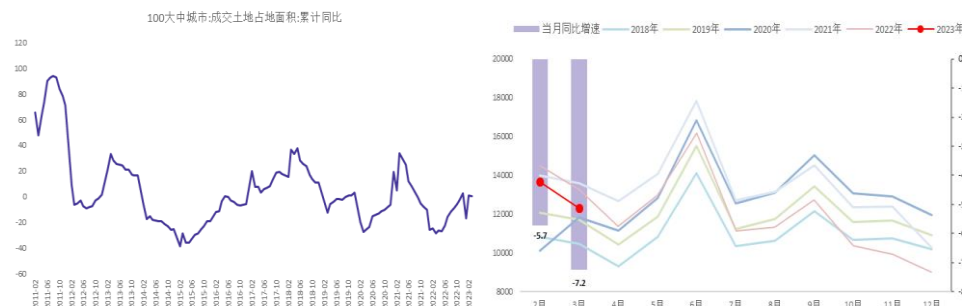
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 1、房地产行业底部震荡

2023年1-3月份房地产投资额25,974亿元，比去年同期下降了5.8%。房地产单月投资负增长，1-3月房地产投资下滑速度稍有扩大。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业持续宽松，对刚需和改善性需求居住继续支持，对于保交楼继续支持。但房地产行业仍然在底部区域，可以预见，如果房地产行业继续下滑，政策红利会持续释放。

图 15: 100 大中城市土地成交 (%)

图 16: 1-3 月份房地产投资额 (亿元)



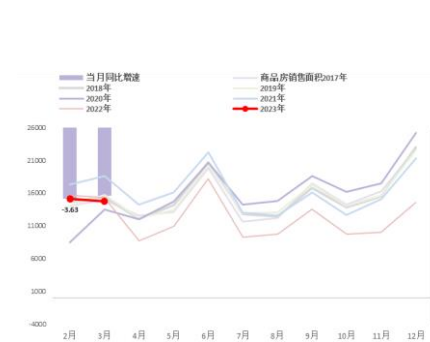
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工和施工再次下滑，竣工继续回升。1-3月份，新增房地产新开工面积2.41亿平方米，比去年同期的2.98亿平方米下滑19.2%；施工面积比去年同期回落5.2%至76.4亿平方米。竣工面积1.94亿平方米，上行14.7%。房地产新开工下跌幅度加大，开发商更需要资金予以支持。从土地流转来看，1-3月份100大中城市土地成交面积增速0.7%，比上月下滑0.67个百分点，房地产开发商拿地小幅增长，房地产一级市场稍有好转。

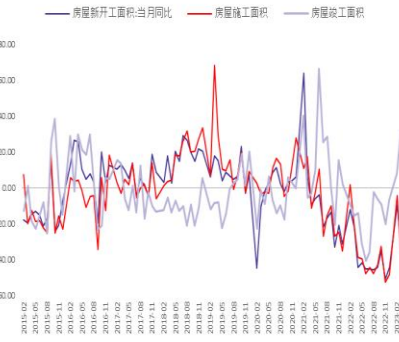
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额继续回升。3月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-3.4%和6.34%，商品房销售价格上行，可能以改善型为主。

图 17: 1-3 月商品房销售面积 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 房屋竣工面积回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

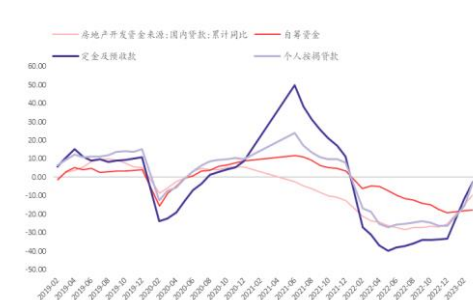
房地产行业到位资金情况依然不理想，开发商自筹资金回落，定金预付款和个人按揭贷款上行。1-3月份房地产到位资金增速-9.0%，其中来自国内贷款的资金增速为-9.6%，来自定金及预收款资金增速-2.8%，来自个人按揭贷款资金增速-2.9%。1-3月份国内信贷占比14.4%，比上月下降2.0个百分点。开发商自筹资金占比下跌0.4个百分点至29.3%。应付账款额度仍然较大，开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大，今年以来政策对房地产的放松速度偏缓，央行仍然延续既有政策，保护刚需和保交楼。房地产商的红线限制仍然存在，房地产自身的金融监管限制仍然存在，开发商的资金仍然紧绷。商品房销售继续回升，但回升速度偏缓，房地产政策需要给与持续的支持。

2023年开年房地产销售回升，房地产开工仍然不理想，房地产开发商资金仍然负增长，压力较大。政策以保交楼为主，房地产竣工面积快速上行。房地产市场在底部震荡，4月份高频数据显示房地产销售有所回落，房地产行业未来的回升仍然需要观察。

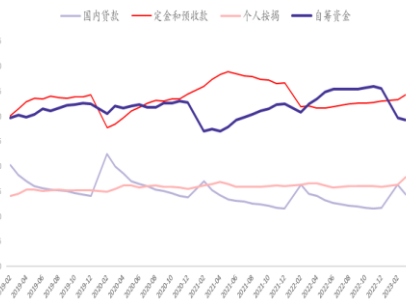
2023年预计房地产投资13.5万亿，房地产开发面积在12.5亿平方米，投资增速小幅回正。

图 19: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

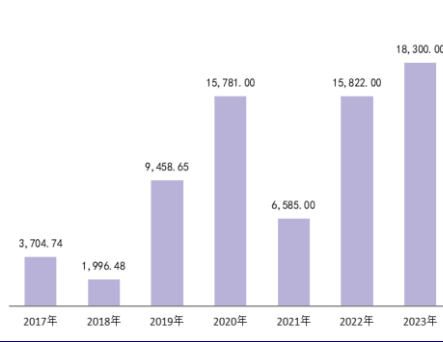
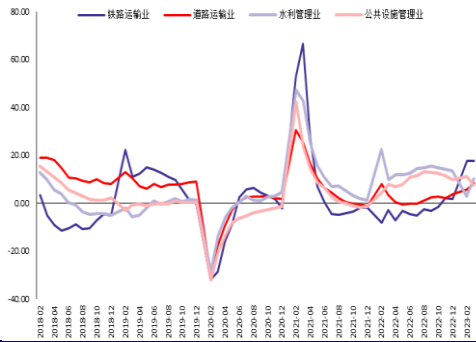
## 2、基础设施投资高位，政策大力支持

基础设施投资速度1-3月录得8.8%。基础设施投资额增长高位略有回落，地方政府专项债提前下发，这是政府政策推进带来的。2023年的建设专项债提前下发，基建投资增速仍然保持较快，基建的政策效果在逐步释放。

从行业来看，铁路建设快速上行，基数较低带来了增速的回升，道路运输和水利的建设也较快。2023年基建投资预计稳定在8%以上。

图 21: 基础设施投资各行业增速 (%)

图 22: 1-3 月份政府债券融资额度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

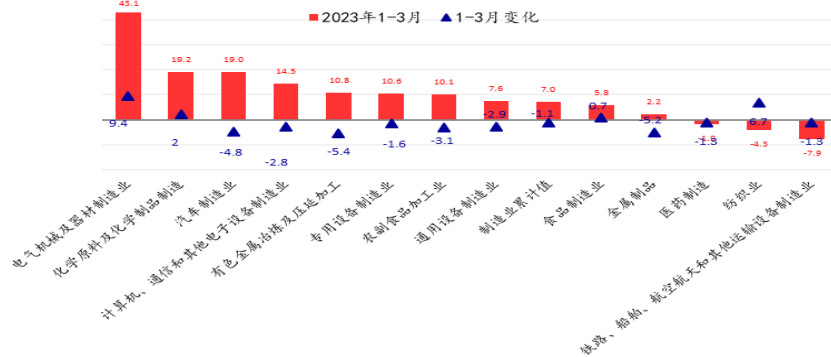
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3、制造业投资继续高位平稳, 但潜力减弱

制造业投资高位平稳, 对于工业企业设备更新政策依然在承托制造业投资。1-3 月份制造业投资增速 7.0%, 比上月下行 1.8 个百分点。电气机械及器材制造业投资再次上行, 1-3 月投资增速达到 43.1%、计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品、有色金属冶炼上升速度依然较快, 这些行业主要以出口带动为主。汽车制造业在 1-3 月份投资增速依然走高, 达到了 19.0%。下游的纺织业、航空航天、医药类投资回落。

2023 年 PPI 逐步回落, 行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响回落, 预计制造业增速回落至 4% 左右的水平。

图 23: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)