



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《出口高增持续性待考验，海外勿线性预期美联储》 - 2023.04.16

3月经济数据点评

## 从财税收支数据看一季度经济变化

### ● 核心观点

一季度经济增长实现了4.5%的增速，服务业在疫情防控平稳转段后实现明显改善，数字经济快速发展，是GDP增速提高的重要支撑，工业生产的扩张则依赖于基建投资的持续较快增长。但是商品消费增长仍然平缓，房地产施工端仍然处于底部，并影响到消费链条工业生产以及民间投资。另外，税收数据似乎亦有分歧，消费税、个人所得税负增，增值税与企业所得税则受税收收入错期入库影响，不好给出明确的指引。二季度，经济本身存在低基数，在低基数助力窗口期，为下半年经济复苏积蓄更多动能至关重要，稳增长政策仍需发力，推动房地产市场健康发展，以及劳动力市场就业全面改善。综上，我们继续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全、军工领域的投资机会。

### ● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

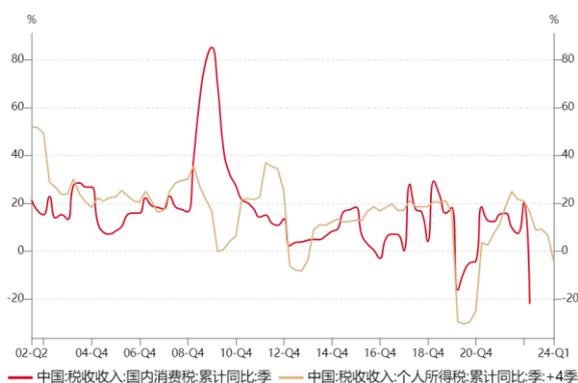
一季度经济增长实现了 4.5% 的增速，服务业在疫情防控平稳转段后实现明显改善，数字经济快速发展，是 GDP 增速提高的重要支撑，工业生产的扩张则依赖于基建投资的持续较快增长。经济增长未来的动力，在于距离正常时期差距较大的领域，缺口所在即动能所在。与 2019 年相比，居民消费支出、房地产投资的差距最为明显，在基建投资率先发力实现经济良好开局以后，二季度关注房地产施工端能否接棒，就业状况的改善程度，并惠及居民收入和消费支出的扩张。结合一季度财税收支数据和统计局生产需求数据，我们得到以下几点结论：

**第一，表观数据亮眼开局，数字经济崭露头角。**一季度 GDP 不变价同比 4.5%，较去年四季度提高 1.6 个百分点。一产、二产、三产同比分别为 3.7%、3.3%、5.4%，对于去年四季度同比增速 4.0%、3.4%、2.3%，三产加速扩张是 GDP 增速上升的主要动力。其中，住宿和餐饮业，**信息传输、软件和信息技术服务业**，金融业，租赁和商务服务业，批发和零售业增加值分别增长 13.6%、**11.2%**、6.9%、6.0%、5.5%。国家统计局国民经济综合统计司司长付凌晖提到，从（一季度服务业）结构来看，居民外出就餐、购物、旅游、住宿明显增多，带动相关服务业增长。……随着生产生活秩序逐步恢复，物流和人流显著增多。居民出行和交通运输相关行业增长加快。……**随着我国数字经济的快速发展，信息化需求不断扩大，带动了信息服务相关行业的快速增长。**……同时金融服务实体经济力度不断加大，积极满足企业合理融资需求，带动金融业增加值增长。一季度，在疫情防控平稳转段带动接触性服务业如期恢复以外，数字经济作为新经济的代表快速扩张，共同支撑 GDP 实现良好开局。

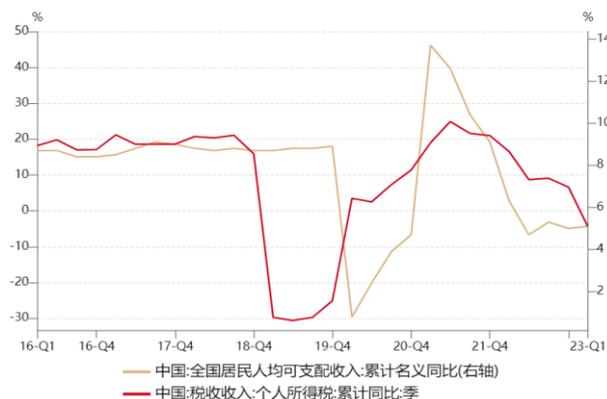
**第二，消费内部存在分化，服务业较快恢复的同时，商品消费增长相对温和。**3 月社会消费品零售额同比 10.6%，较 1-2 月加快 7.1 个百分点。去年 3 月受疫情冲击形成了低基数，剔除基数影响，3 月社会消费品零售额两年平均增速为 3.3%，较 1-2 月两年平均增速 5.1% 放缓。这个结果与消费相关的税收收入反映的情况似乎相似。历史数据来看，个人所得税的变动对消费税存在一年时间的领先性（个税征税对象，当前应集中于中等收入以上群体）。今年一季度消费税同比下降 22.2%，超过个人所得税隐含的下滑幅度。由于消费税是对特定范围消费品征税，主要涉及高档消费品，可能也指向了可选消费品的相对疲软。

——拆分结构来看，3月商品零售、餐饮收入同比增速在低基数影响下均出现跳升现象，同样剔除基数影响，3月商品、餐饮两年平均增速分别为3.3%、2.8%，1-2月为4.7%、9.1%。3月汽车零售额同比增长11.5%，剔除汽车零售同比10.5%（1-2月分别为-9.4%、4.9%）。分品类看，纺织服装、日用品、烟酒、化妆品、金银珠宝、通讯器材、汽车零售额同比增速改善，但大部分是受到低基数影响。看两年平均增速，**3月通讯器材、汽车零售两年平均增速分别为2.5%、1.6%（前值-1.9%、-3%），属于当月增速高并且有实际改观的行业。**

从全国居民收入情况观察，一季度全国居民人均可支配收入同比5.1%，较2022年全年5.0%略微抬升，并在2021年以来首次超过GDP名义增速（5.0%），但是距离2019年8.9%仍有较大差距。另外，个人所得税走势似乎有所背离。历史数据来看，居民可支配收入增长与个人所得税增长趋势基本一致，除2019年受个税改革影响出现偶然性下滑，其他时段二者基本一致，但是今年一季度个人所得税同比下降4.4%，较去年全年6.6%明显减速，与居民可支配收入趋势出现背离。当然，其中一个原因可能源于个税征收范围与居民可支配收入统计范围的差异，增收居民可能并未达到5000元的个税起征点。**一季度全国居民人均消费支出同比5.4%，其中，服务性消费支出同比增长6.2%，明显快于全部居民人均消费支出水平。**另外，根据国家税务总局发布的税收数据看，一季度住宿餐饮、文体娱乐、居民服务等接触类服务业改善明显，销售收入同比分别增长22.8%、13.7%和9.4%，较去年全年分别加快22.7个、17.6个和6.5个百分点，已经超过疫情前2019年的水平。商品零售平稳较快恢复，销售收入同比增长11.6%，较去年全年加快了3.4个百分点。均呈现出服务消费较快恢复，商品消费相对平稳的特点。

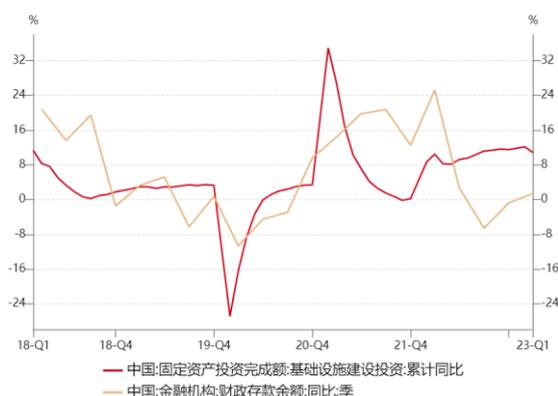
**图表1：消费税降幅超过个税隐含降幅**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表2：居民可支配收入反弹但个税负增**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**第三，投资延续基建强、房建弱格局。基建持续发力拉动投资增长。**一季度固定资产投资完成额累积同比 5.1%，较 1-2 月放缓 0.4 个百分点，因基建、制造业投资放缓，房地产投资低位平稳。基建投资的放缓主要受到高基数影响，剔除基数后，一季度两年平均增长 10.7%，较前两个月两年平均增速 10.4%略升。财政部预算司副司长李大伟提到，一季度发行用于项目建设的新增专项债券 13228 亿元，主要支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等党中央、国务院确定的重点领域、重大项目建设，对带动扩大有效投资、保持经济平稳运行发挥了重要作用。财政状况预期逐步改善，但仍需加力。历史来看，财政存款增长与基建投资的扩张密切相关。一季度，扣除特殊因素影响后，一般公共预算收入同比增长 3%，但是财政存款余额增速偏低，同比仅增长 1.41%，相对基建投资 10.82%的增速明显偏低，一季度商业银行信贷大额投放可能是重要补充。二季度，因去年同期留抵退税集中退付、基数偏低，财政收入增幅有望取得较高增幅，但在低基数因素消退后，下半年财政收入增幅可能较二季度逐步回落。要支撑基建投资平稳较快增长，需要增量工具的配合，例如是否可以发行特别国债，补充财力，为基建投资提供资金支持。

**图表3：财政存款与基建投资**


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

**图表4：一季度企业中长贷增量创新高**


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

**制造业投资关注传统产业升级和新经济。**一季度制造业投资同比增长 7%，较 1-2 月放缓 1.1 个百分点。制造业投资的扩张，一方面与经济复苏、企业盈利改善、产能扩张密切相关，另一方面，在新一轮产业变革的大环境中，传统产业升级、新经济崛起也产生了结构性机会。一季度，高技术制造业投资增长 15.2%，显著快于制造业投资整体。另外，从增值税发票企业销售收入来看，3 月份智能消费设备制造、通信设备制造同比分别增长 36.4% 和 12%，制造业采购机器设备金额同比增长 13.5%，较去年全年加快 7.1 个百分点，反映了企业扩大生产和设备升级的意愿在不断增强、提升。

**房地产市场仍处调整阶段。**3 月商品房销售面积、销售额同比分别为-3.5%、6.3% (1-2 月-3.6%、-0.1%)，虽然销售额同比转正，但因基数回落影响。剔除基数影响，3 月销售额两年平均增速为-9.9%，较前值-9.6% 降幅扩大。根据 CRIC，3 月 30 个城市新房成交规模为 2200 万平方米，环比再增 27%，与历年同期对比，略好于 2020 年和 2022 年，整体延续稳步复苏态势。但城市间分化明显，一线城市因供应显著放量，成交大幅回升，同环比涨幅 5 成。二三线城市回升幅度不及一线显著。销售端延续整体回暖，城市分化的格局。一季度新开工、施工面积累积同比分别为-19.2%、-5.2% (前值-9.4%、-4.4%)，降幅扩大；竣工面积同比升至 14.7%，较 1-2 月 8% 继续提高，基数影响大，一季度竣工面积两年平均增 0.75%，主要为存量楼盘房建复工。另外，一季度契税同比增长 2.1%，但是国有土地使用权出让收入同比下降 27%，亦反映商品房销售回温但土地市场冷淡的形势。剔除基数影响，一季度国有土地使用权出让收入两年平均增速为-27.2%，降幅仍然偏

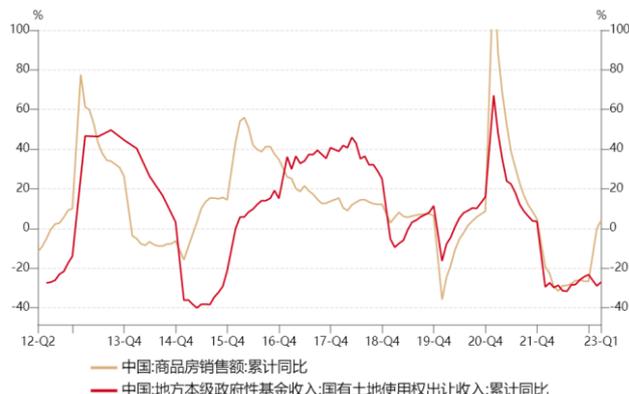
大。而施工端对于经济影响较大。一季度民间投资低迷的一个重要原因即房地产市场调整因素，一季度房地产开发民间投资下降 13.8%，下拉民间投资增速 5 个百分点。因此，房地产市场健康发展，是实现经济持续好转的重要一环，仍需政策助力，支持刚性和改善性合理住房需求。

图表5: 契税与商品房销售额一致



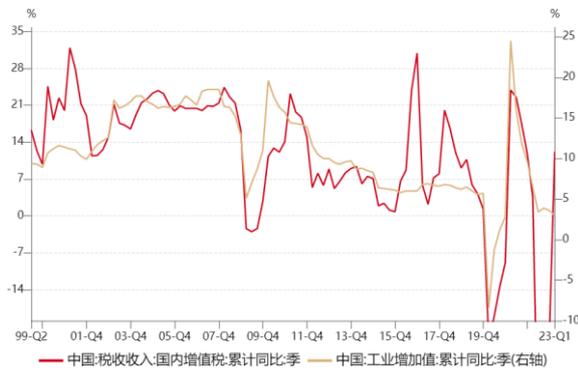
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表6: 土地出让金收入与商品房销售背离

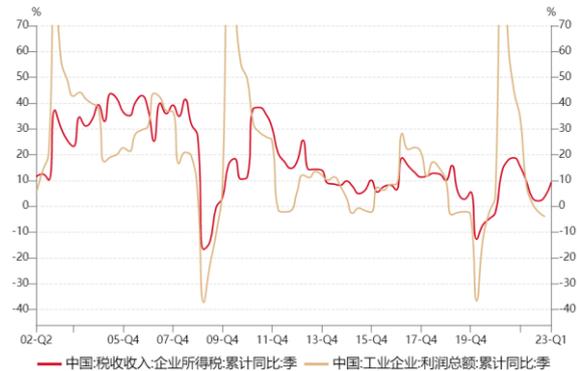


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

**第四，投资带动相关链条工业生产、就业改善，青年失业率续升，企业财税数据偶然性因素扰动大。**3 月工业增加值同比 3.9%，较前值提高 1.5 个百分点。采矿业、制造业、公用事业同比分别为 0.9%、4.2%、5.2%（前两个月为 4.7%、2.1%、2.4%），制造业及公用事业加快扩张。分行业看，橡胶塑料制品、非金属矿物制品、通用设备、专用设备制造、汽车制造、电气机械设备、计算机通信设备制造业同比增速提高较快，分别较 1-2 月提高 5.2、3.1、5.9、3.4、14.5、3.0、3.8 个百分点，另外，黑色金属、有色金属冶炼业同比增长 6.0%、7.0%，维持较快扩张。可见，上述行业大部分为投资链条相关中上游行业。而消费链条相关的下游制造业，食品制造业、酒饮料制造业、纺织业、医药制造业则延续前两个月的减速。从财税数据观察，虽然一季度国内增值税同比增长 12.2%，企业所得税同比增长 9.3%，取得较快增速。但正如财政部国库支付中心副主任薛乾亦提到，国内增值税主要受去年制造业中小微企业缓税于今年入库等因素带动，……企业所得税主要是部分税收错期入库。因此增值税和企业所得税的高增可能受偶然性因素影响较大。因此，一季度的税收数据并不足以成为生产与投资持续向好的可靠预判依据。

**图表7：国内增值税与工业增加值**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

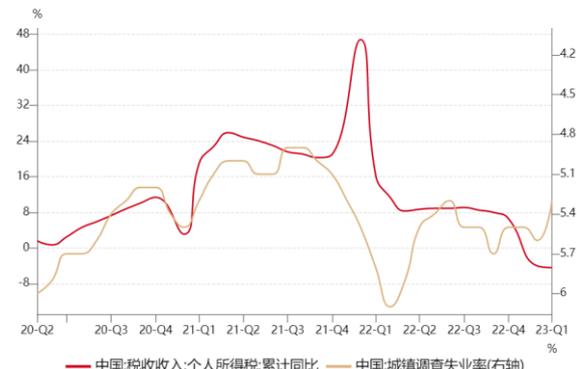
**图表8：企业所得税与企业利润**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月下降 0.3 个百分点，降幅大于季节性，反映了经济复苏带动劳动力市场改善。国家统计局国民经济综合统计司司长付凌晖亦提到，3 月份，外来农业户籍劳动力失业率 5.3%，比上月下降 0.7 个百分点。其中，农民工从业较多的建筑、批发零售等行业恢复较好，对于农民工就业带动比较明显。但是 16-24 岁劳动力调查失业率为 19.6%，较 2 月升 18.1%，升幅超过历史季节性（0.3 个百分点左右）。另外，2020 年以来，个人所得税的波动与调查失业率的波动相关性较好，而 2022 年一季度开始已出现背离，调查失业率的改善并没有带来个人所得税的显著增长，这可能与就业收入水平未达到个税免征额有关。但数据的相对分歧也可能说明，就业结构性矛盾突出，劳动力市场压力仍存。

**图表9：青年失业率上行**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表10：个人所得税与调查失业率背离**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

最后，我们继续强调，今年稳增长的重点是就业，盘眼是房地产。4月14日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议提到，要着力破解结构性就业矛盾，采取务实管用措施稳定制造业、外贸企业等就业规模，……要强化宏观政策、产业政策等支持，通过扩大有效需求、提振市场信心、稳定企业经营带动更多就业，推动就业增长与经济发展互促共进。对比2019年水平，消费扩张速度仍有具有较大差异，自然成为下一阶段经济复苏的重要动能。消费的增长，关键在于收入，因此，在一季度实现经济复苏后，劳动力市场能否实现积极响应，尤其是就业结构性矛盾能否化解，对于未来消费增长、经济持续复苏具有重要影响。

一季度GDP取得了亮眼增长，但是商品消费增长仍然平缓，房地产施工端仍然处于底部，并影响到消费链条工业生产以及民间投资。另外，税收数据似乎亦有分歧，消费税、个人所得税负增，增值税与企业所得税则受税收收入错期入库影响，不好给出明确的指引。二季度，经济本身存在低基数，在低基数助力窗口期，为下半年经济复苏积蓄更多动能至关重要，稳增长政策仍需发力，推动房地产市场健康发展，以及劳动力市场就业全面改善。

综上，我们继续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全、军工领域的投资机会。

#### 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048