

经济仍处复苏前期，消费支撑作用加强

——3月经济数据点评

2023年04月19日

- **事件：**2023Q1，GDP 不变价同比 4.5%，环比 2.2%。工业增加值累计同比由 2.4%上行为 3.0%，固投累计同比由 5.5%回落为 5.1%，其中制造业、基建、房地产投资分别由 8.1%、12.18%、-5.7%回落为 7.0%、10.82%、-5.8%，社零累计同比由 3.5%上行为 5.8%。
- **经济增速超出市场预期，第三产业显著修复。**随着我国疫情快速过峰，线下消费场景修复，第三产业一季度同比增速显著抬升。工业产能利用率受到春节等假期影响，季节性回落。
- **工业生产稳步恢复，制造业增速上行，采矿业边际回落。**春节后生产逐步改善，制造业中游设备制造表现出较强的韧性，上游黑色、有色、非金属矿物冶炼加工生产增速也边际好转。下游汽车制造业上行幅度最大，医药制造增速边际回落。随工业生产好转，电热气生产供应业也有所上行。
- **投资整体回落，商品房销售行情遇冷，新开工面积加速下滑。**房企资金来源持续收紧压力下，开工和拿地持续放缓，年后房地产销售持续遇冷。居民收入和购房意愿阶段性受到疫情影响，房地产投资短期尚未见底。政策持续放开，但居民信心尚未修复，未来有待更多居民按揭贷的利好释放，并给与新市民更多优惠。
- **基建投资进入上行通道，制造业投资增速回落。**专项债等资金支持下，基建有望成为投资端重要支撑项。从分项来看，电力建设的提速，仍是基建的主要推力之一。制造业部分受到疫情的干扰，阶段性回落，中小企业受到成本高企、疫情影响更大。
- **服务业生产指数显著上行，线下消费和服务持续修复。**疫情对线下消费影响减小，餐饮、旅游、商务等需求正在回温，随着五一长假的到来，服务业有望进一步上行。
- **固投增速回落，基建增速放缓，房地产新开工形成拖累。**房地产投资小幅下跌，新开工面积再度下滑，竣工继续增长，商品房销售行情止跌企稳，“价”的涨幅相对“量”更大，刚需、改善依然为当前主要引领。房企资金来源跌幅延续收窄，销售回暖形成一定拉动。“预供地”制度影响下，土地成交规模依然处于相对低位。高基数作用下，基建投资增速高位回落，但基建仍是经济增长的“压舱石”。制造业投资持续回落，高技术产业反弹上行。
- **消费显著上行，餐饮收入大幅攀升，线下消费回温形成较强拉动。**一季度，居民实际可支配收入增长，居民消费信心继续改善。可选消费整体上行，金银珠宝类增速涨幅最大，汽车降价促销带动了3月的汽车销售。房地产下游的家电、家具等增速回落，地产竣工的拉动效果尚未显现。必选消费表现
- **风险因素：**海外经济衰退幅度超预期，疫情再袭导致消费修复受阻，房地产销售不及预期。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

需求偏弱，我国会有通缩压力吗？

经济延续回温，分项有所分化

企业利润下行，新动能行业仍具亮点

正文目录

事件.....	3
1 经济增速超出市场预期，第三产业显著修复.....	3
2 工业生产稳步恢复，制造业增速上行.....	3
3 投资：基建增速放缓，房地产投资仍处低位.....	5
3.1 房地产投资小幅回落，竣工增速持续上行.....	6
3.2 高基数作用下，基建投资增速高位回落.....	7
3.3 制造业投资边际回落，高技术业仍处高位.....	7
4 消费显著提升，线下消费大幅上行.....	8
5 就业边际好转，结构问题仍存.....	9
6 风险提示.....	10
图表 1: GDP 同环比增速较 2022 年年底均有所抬升 (%).....	3
图表 2: 一季度工业产能利用率回落 (%).....	3
图表 3: 工业增加值分大类增速 (%).....	4
图表 4: 制造业上游原材料加工大多上行 (%).....	4
图表 5: 工业企业出口交货值增速(亿元, %).....	4
图表 6: 下游汽车制造业增速上行 (%).....	4
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	5
图表 8: 服务业生产指数持续上行 (%).....	5
图表 9: 服务业活动预期指数高位边际回落 (%).....	5
图表 10: 房屋新开工再度下行 (%).....	6
图表 11: 商品房销售持续回暖，库存仍处高位 (%).....	6
图表 12: 资金来源有所好转 (%).....	7
图表 13: 土地购置面积相对疲弱 (%).....	7
图表 14: 基建投资增速边际回落 (%).....	7
图表 15: 基建各分项增速均小幅回落(%).....	7
图表 16: 制造业投资增速回落 (%).....	8
图表 17: 企业经营状况指数保持向好 (%).....	8
图表 18: 居民可支配收入持续修复 (%).....	8
图表 19: 消费者信心指数持续上行.....	8
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%).....	9
图表 21: 年轻劳动力就业依然承压 (%).....	10
图表 22: 企业招工意愿持续好转 (%).....	10

事件

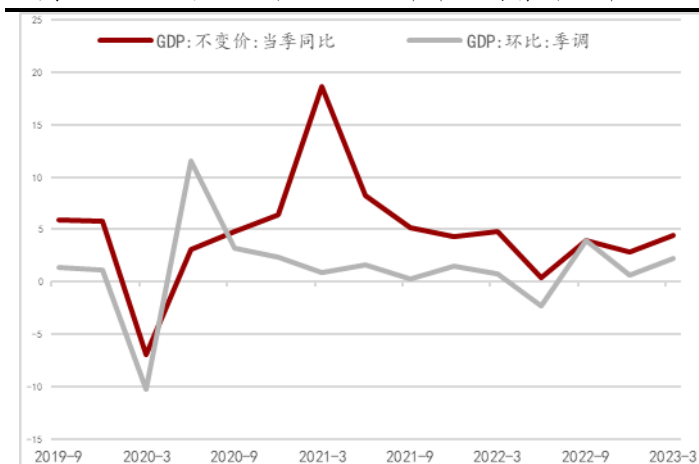
2023年一季度，GDP不变价同比增速4.5%，环比增长2.2%。工业增加值累计同比增速由2.4%上行为3.0%，环比持平于上月的0.12%。固定资产投资累计同比增速为5.1%，上月为5.5%，其中制造业和基建投资分别由8.1%、12.18%回落为7.0%、10.82%，房地产投资由-5.7%小幅回落为-5.8%。社会消费品零售总额累计同比由3.5%上行为5.8%，当月同比10.6%。

1 经济增速超出市场预期，第三产业显著修复

GDP增速高于市场预期，工业产能利用率季节性回落，第三产业同比增速抬升。初步核算，一季度GDP按不变价格计算，同比增长4.5%，市场预期为4%，2022年全年同比增速为3.0%，一季度较2022年四季度环比增长2.2%。分产业看，第一产业同比增速由去年全年的4.1%降为3.7%；第二产业同比增速由3.8%下行为3.3%；第三产业同比由去年全年的2.3%上行为5.4%。工业产能利用率受到春节等假期影响，季节性回落，由去年四季度的75.7%下降为74.3%。随着我国疫情快速过峰，线下消费场景修复，第三产业一季度同比增速显著抬升。

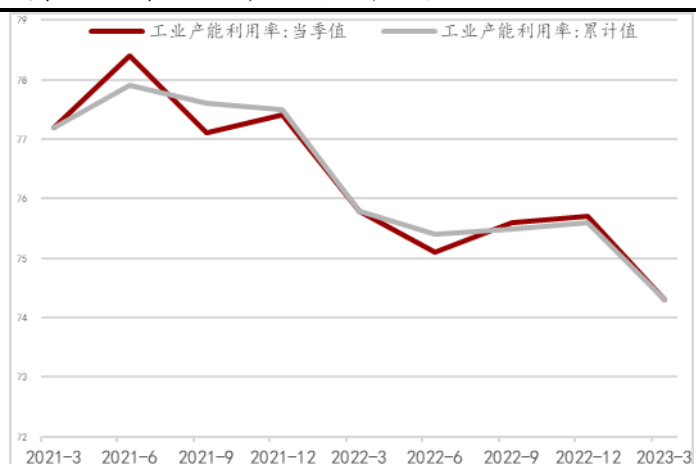
稳增长下，基建支撑经济作用延续，出口仍具韧性。一季度经济依然受到内外多重考验，外需回落压力逐步显现，但我国出口数据表现出了强韧性，给经济增速带来支撑。内需疲弱的问题依然存在，消费者信心有待进一步修复。政策持续为中小企业和科创企业让利减税降费，政策支持力度依然较大。

图表1: GDP同环比增速较2022年年底均有所抬升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 一季度工业产能利用率回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

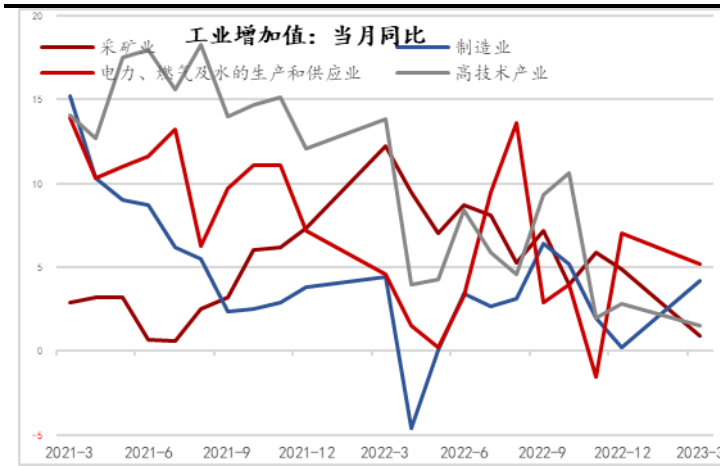
2 工业生产稳步恢复，制造业增速上行

工业生产稳步恢复，春节后生产逐步改善。2023年一季度工业增加值累计同比增速3%，较1-2月累计同比的2.4%有所回升，1-2月当月同比增速为3.9%，环比增速持平于2月的0.12%。全社会用电量同比5.9%

采矿业增速回落，分三大门类看，采矿业增加值累计增速由2月的4.7%变动为3.2%，制造业累计增速由2.1%上行至2.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业由2.4%上行

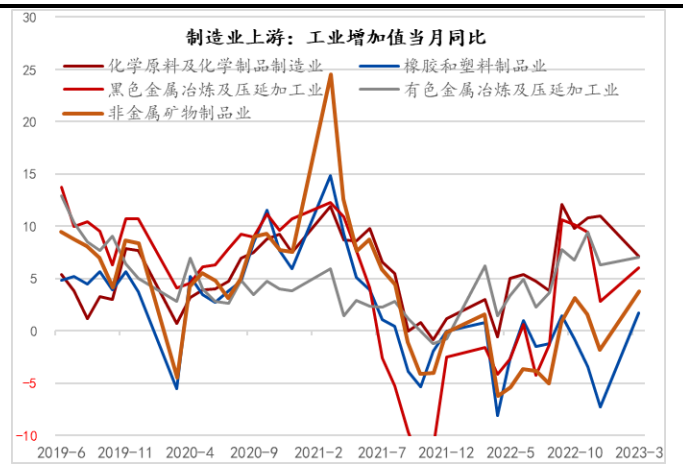
为3.3%。装备制造业增加值累计增速上行2.5个百分点至4.3%，高技术产业由1-2月的0.5%上行为0.9%。

图表3: 工业增加值分大类增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

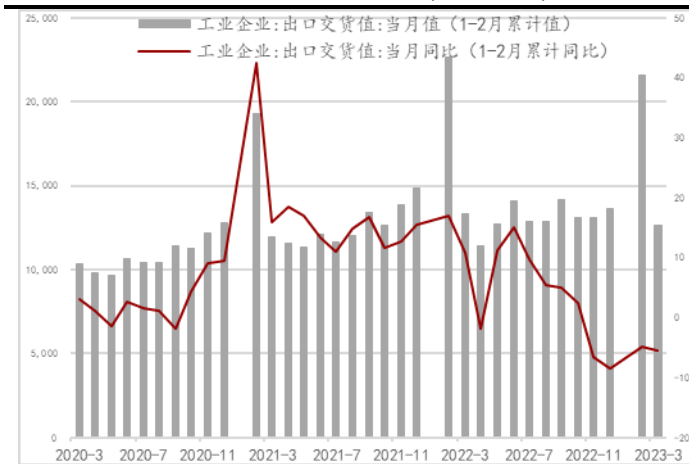
图表4: 制造业上游原材料加工大多上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

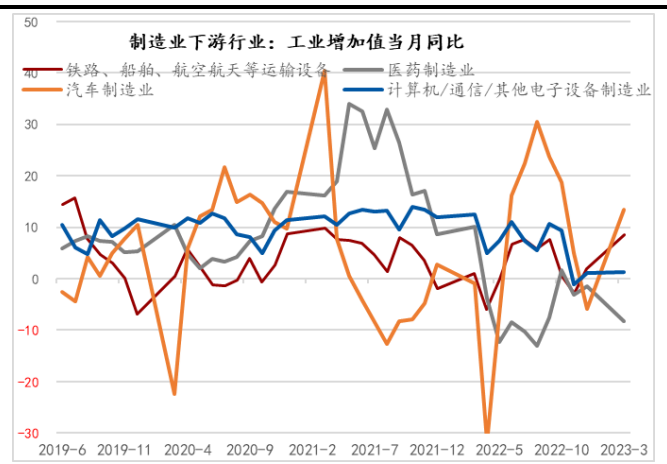
制造业增速上行，原材料加工行业大多反弹，下游部分行业好转，中游设备制造韧性持续。3月制造业细分行业增速大多上行，中游行业表现出较强的韧性，通用设备制造业增速相对较快，电气机械及器材制造业高位机械增长；上游黑色、有色、非金属矿物冶炼加工生产增速也边际好转。下游汽车制造业上行幅度最大，医药制造增速边际回落。

图表5: 工业企业出口交货值增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 下游汽车制造业增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

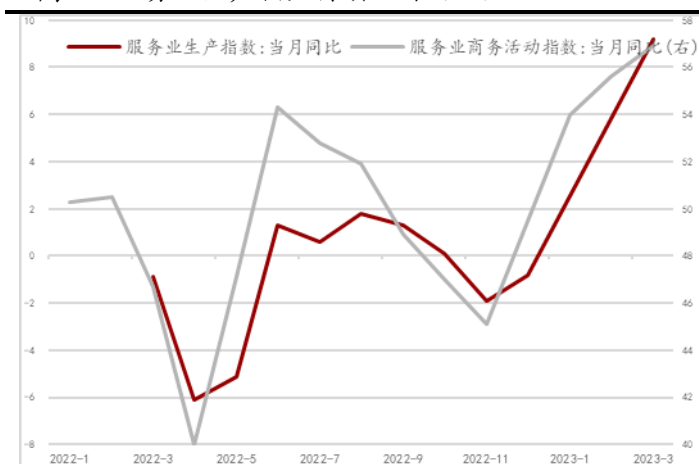
图表7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业		当月同比 (%)		累计同比 (%)			
		2023年3月	2022年3月	2023年3月	2023年2月	3月-2月累计同比	2022年3月
上游	化学原料和化学制品制造业	7.10	3.00	7.60	7.80	-0.20	4.70
上游	橡胶和塑料制品业	1.70	0.80	-1.50	-3.50	2.00	1.50
上游	非金属矿物制品业	3.80	1.60	2.00	0.70	1.30	1.40
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	6.00	-1.60	5.90	5.90	0.00	-2.40
上游	有色金属冶炼及压延加工业	7.00	6.20	6.90	6.70	0.20	5.10
上游	金属制品业	4.80	2.10	1.60	-0.80	2.40	4.90
中游	通用设备制造业	4.60	-0.70	1.10	-1.30	2.40	2.60
中游	专用设备制造业	7.30	7.60	5.50	3.90	1.60	8.20
中游	电气机械及器材制造业	6.90	10.60	15.10	13.90	1.20	12.40
中游	农副食品加工业	4.90	6.10	-1.70	0.30	-2.00	6.40
中游	纺织业	3.10	0.70	-3.20	-3.50	0.30	3.20
下游	食品制造业	2.50	3.80	3.30	3.70	-0.40	6.00
下游	医药制造业	8.30	10.10	-5.10	-3.10	-2.00	11.80
下游	汽车制造业	3.50	-1.00	4.40	-1.00	5.40	4.00
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.20	12.50	-1.10	-2.60	1.50	12.70
下游	船舶、航空航天和其他运输设备制	8.60	1.10	9.30	9.70	-0.40	2.90

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数显著上行, 线下消费和服务持续修复。服务业生产指数3月累计同比由5.5%上行至6.7%, 当月同比上行至9.2%。但服务业活动预期指数高位小幅回落, 由64.8%降为63.2%。线下服务业正逐步修复, 餐饮、旅游、商务等需求正在回温, 随着五一长假的到来, 服务业有望进一步上行。

图表8: 服务业生产指数持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数高位边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 投资: 基建增速放缓, 房地产投资仍处低位

固定资产投资增速回落, 分项均有所下行。固定资产投资累计同比增速5.1%, 前值5.5%, 房地产开发投资累计同比增速回落0.1个百分点至-5.8%; 基建累计同比增速回落1.36个百分点至10.82%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.2个百分点至8.8%; 制造业累计同比增速回落1.1个百分点至7%。民间固定资产投资回落0.2个百分

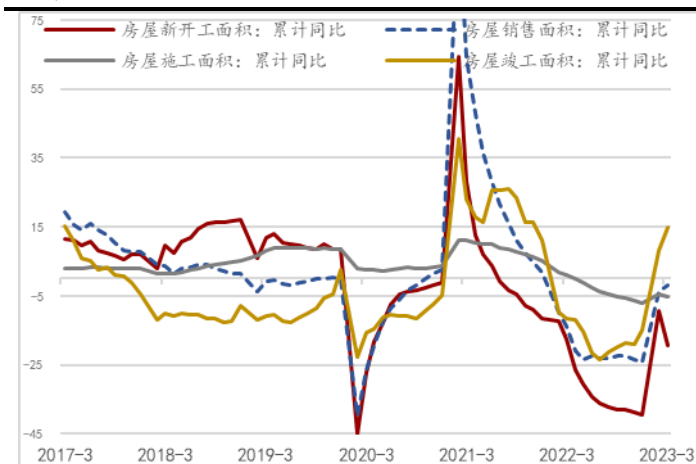
点至0.6%。东北地区固投增速大幅反弹，东部地区固投也有所增长，低基数作用带来一定影响，中部、西北部地区在高基数作用下，增速边际放缓。

3.1 房地产投资小幅回落，竣工增速持续上行

房地产投资小幅回落，新开工面积再度下滑，竣工增速继续增长。房地产投资增速由-5.7%转为回落至-5.8%。细分项来看，新开工增速再度放缓，由-9.4%回落为-19.2%，房屋施工同比增速也由-4.4%回落为-5.2%；竣工增速保持上行，由8%上行为14.7%。当前房企资金链依然偏紧，新开工增速回暖相对滞后，“保交房”政策支持下，房地产竣工增速持续上行，有助于带动房地产下游的家电、家具、装修等需求。

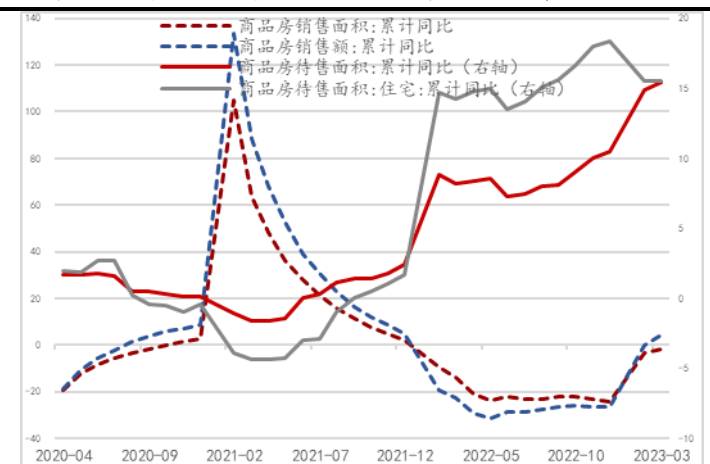
商品房销售行情止跌企稳，商品房销售情况进一步改善。商品房销售面积由-3.6%继续上行为-1.8%，商品房销售额由-0.1%转为正增4.1%，房地产销售“价”的涨幅相对“量”更大，刚需、改善依然为当前主要引领。2023年春节之后房地产市场强势反弹，部分城市项目来访、去化回升，前2月累计成交明显转好。前期购房政策持续放松，近期多个城市实施公积金“带押过户”政策，也有助于提振房地产需求。3月成交延续稳步复苏的态势，但增长动能边际放缓，一线城市供应、成交均显著回升。

图表10: 房屋新开工再度下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 商品房销售持续回暖, 库存仍处高位 (%)

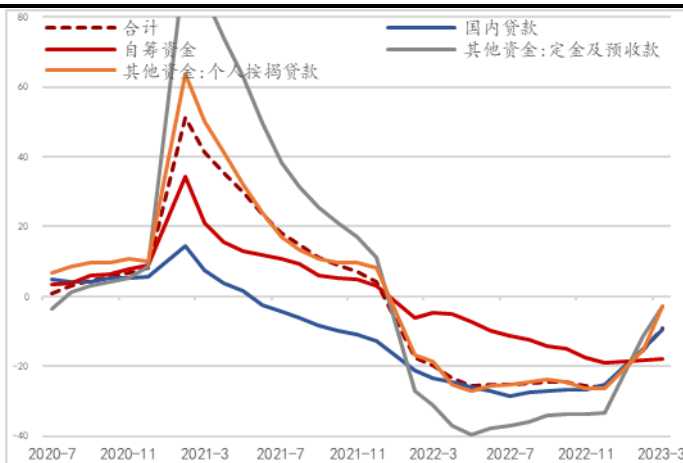


资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源跌幅延续收窄，销售回暖形成一定拉动。房地产开发资金来源增速-15.2%上行为-9.0%，其中，个人按揭贷款分项上行速度最快，和一季度居民信贷需求旺盛可以相互印证，定金及预收款、国内贷款也保持较快增长，自筹资金依然恢复较慢。地产“三支箭”政策助力优质房企恢复资金流，未来房企资金来源修复仍需时间消化。

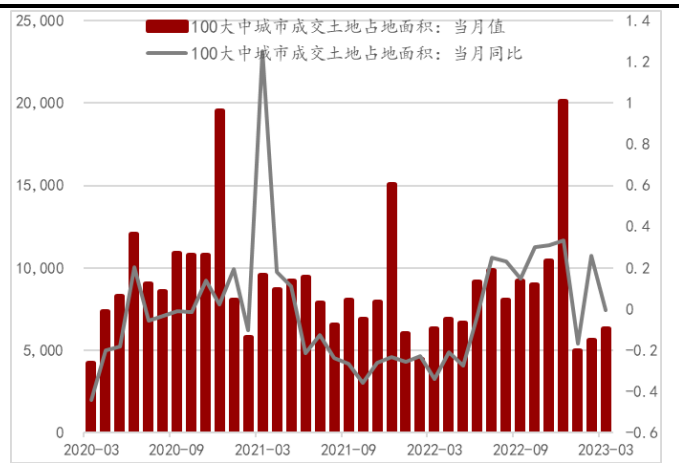
“预供地”制度影响下，土地成交规模依然处于相对低位。当前房企流动性依然偏紧，拿地依然聚焦于高能级城市。自然资源部要求“原则上提前不少于3个月公开拟出让地块的详细清单”，叠加房企资金链尚未迎来明显好转，房企拿地依然谨慎，一季度拿地整体热度一般。预期随着“预供地”政策逐步落实到位，5、6月或迎来供地、拿地的周期性回暖。

图表12: 资金来源有所好转 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 土地购置面积相对疲弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 高基数作用下，基建投资增速高位回落

基建投资高位边际回落，电力投资拉动作用边际减弱，高基数作用形成一定拖累。基建投资累计同比增速由1-2月的12.18%小幅下行至10.82%，不含电力基建累计同比增速由9%小幅降为8.8%，电力投资建设的拉动作用边际放缓。当前财政支出、专项债投放对基建的支撑作用延续，基建增速放缓并不意味着当前基建投资已经开始放缓，高基数作用给基建增速带来一定拖累。

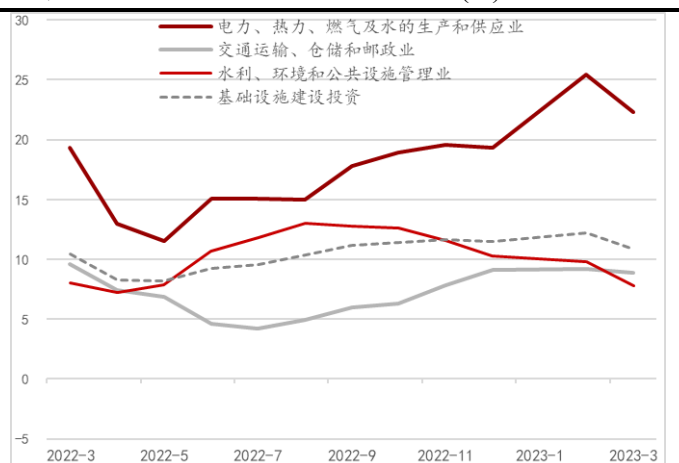
基建各分项增速均有所回落。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业保持高位领跑，高基数作用部分影响本月增速。交通运输、仓储和邮政业增速回落幅度相对最小。当前基建的托举作用延续。

图表14: 基建投资增速边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 基建各分项增速均小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 制造业投资边际回落，高技术业仍处高位

制造业投资本月持续回落，高技术产业反弹上行。制造业投资由1-2月的8.1%下行至7.0%，民间固定资产投资累计增速由0.8%回落为0.6%，高技术产业累计增速由15.1%

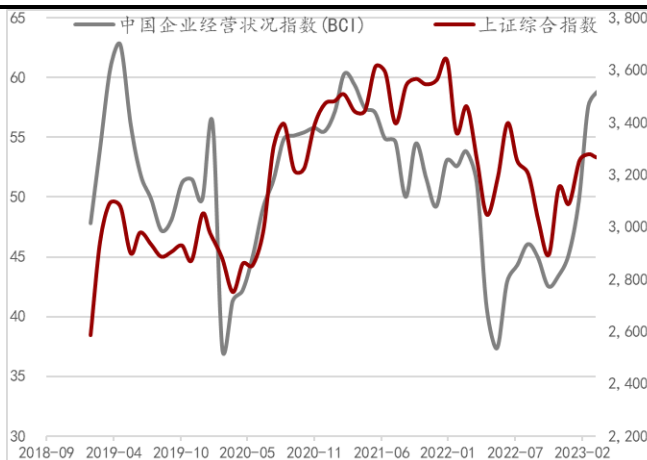
反弹上行至16%，延续处于高位。海外出口仍具韧性，对于部分制造业行业仍有支撑作用。当前我国高技术产业增速表现依然不弱，未来有望延续高位。

图表16: 制造业投资增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 企业经营状况指数保持向好 (%)



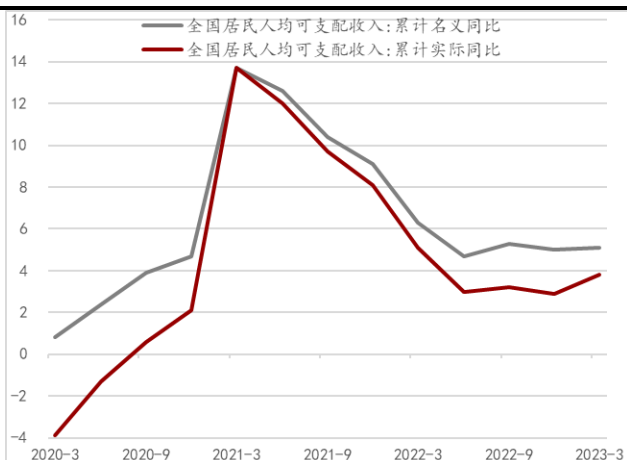
资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 消费显著提升，线下消费大幅上行

消费增速显著上行，餐饮收入大幅攀升，线下消费回温形成较强拉动。3月，社会消费品零售总额同比增速由上月的3.5%上行为10.6%，市场预期7.2%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的5%上涨为10.5%；限额以上企业零售同比由上月的2.1%上涨为10.1%；餐饮收入显著回暖，同比增速由9.2%攀升至26.3%。

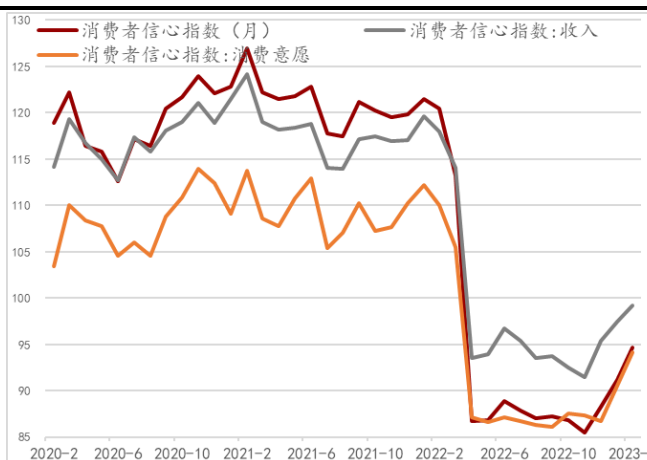
居民实际可支配收入增长，居民消费信心继续改善。居民人均名义可支配收入由去年全年的5%上行至5.1%，实际可支配收入累计同比由2.9%上行为3.8%。从数据更新到2月的居民消费信心指数来看，居民新消费信心指数在持续上行，消费意愿上行幅度大于收入上行幅度，但较前期仍有较大差距。

图表18: 居民可支配收入持续修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 消费者信心指数持续上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

可选消费整体上行，房地产下游行业消费边际回落，必选消费表现分化。细分项来看，本月金银珠宝类增速涨幅最大，国际局势变动，黄金价格持续上行，部分带动了相关

消费。其次为汽车消费，降价促销带动了3月的汽车销售。国际原油价格在3月处于阶段性低位，出行恢复下，量的涨幅部分拉动了石油及制品类的消费。随着OPEC+达成减产协定，原油价格低位反弹，我国也在4月上调了成品油价格，随着出行的进一步修复，石油及制品类增速有望维持增长。随着出行、商务场景修复，季节切换，服装类销售也在持续好转。饮料、粮油、食品类必选消费增速有所放缓。房地产下游的家电、家具等增速回落，地产竣工的拉动效果尚未显现。

图表20: 消费分项同比增速表现 (%)

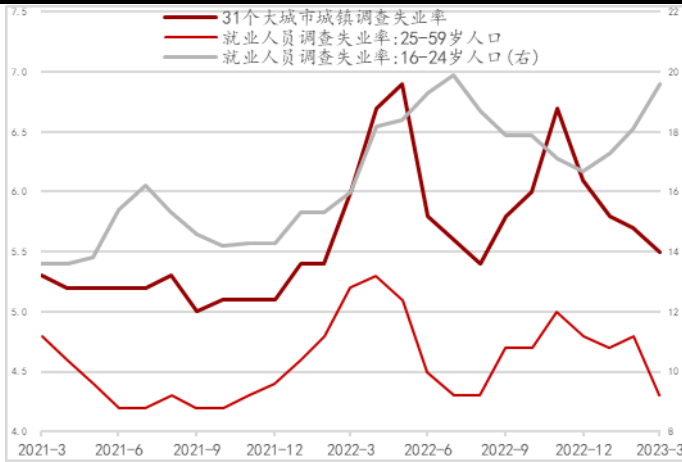
按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2023年3月	2023年2月	2022年3月	2021年3月	较上月变动	
粮油、食品类	4.4	9	12.5	8.3	↓	-4.6 必选消费
饮料类	-5.1	5.2	12.6	33.3	↓	-10.3 必选消费
烟酒类	9	6.1	7.2	47.4	↑	2.9 必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	17.7	5.4	-12.7	69.1	↑	12.3 必选消费
日用品类	7.7	3.9	-0.8	30.7	↑	3.8 必选消费
中西药品类	11.7	19.3	11.9	11.5	↓	-7.6 必选消费
餐饮	26.3	9.2	-16.38441	91.6	↑	17.1 可选消费
化妆品类	9.6	3.8	-6.3	42.5	↑	5.8 可选消费
金银珠宝类	37.4	5.9	-17.9	83.2	↑	31.5 可选消费
文化办公用品类	-1.9	-1.1	9.776122	22.2	↓	-0.8 可选消费
通讯器材类	1.8	-8.2	3.1	23.5	↑	10 可选消费
石油及制品类	9.2	10.9	10.5	26.4	↓	-1.7 可选消费
汽车类	11.5	-9.4	-7.5	48.7	↑	20.9 可选消费
家用电器和音像器材类	-1.4	-1.9	-4.3	38.9	↑	0.5 可选消费(地产)
家具类	3.5	5.2	-8.8	42.8	↓	-1.7 可选消费(地产)
建筑及装潢材料类	-4.7	-0.9	0.4	43.9	↓	-3.8 可选消费(地产)
社会消费品零售总额	10.6	3.5	-3.525412	34.2	↑	7.1 整体
限额以上企业消费品零售总额	10.1	2.1	-1.370609	38.6	↑	8 整体
除汽车以外社零	10.5	5	-3	32.5	↑	5.5 整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 就业边际好转，结构问题仍存

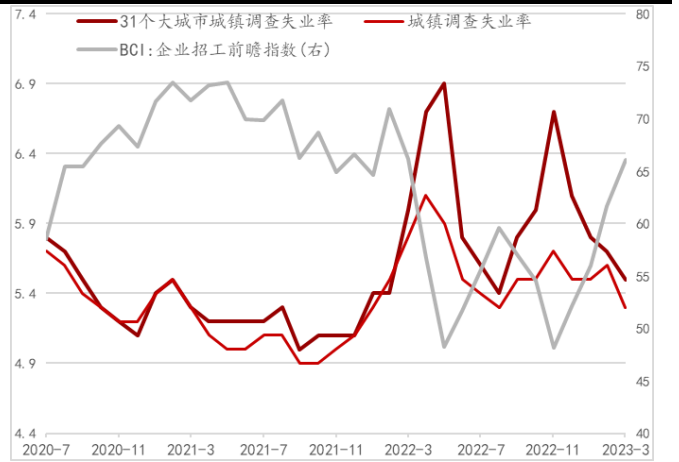
失业率边际回落，春节后并未迎来季节性缓和，疫情对大城市就业干扰较大。城镇失业率由5.6%回落至5.3%，31个大城市城镇失业率由5.7%回落至5.5%。从年龄结构来看，25-59岁失业率有所回落，16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率延续上行，应届生就业高峰尚未到来，3月企业招聘或有所延迟，未来有望逐步回落。随线下消费进一步修复，企业生产回暖，企业招工问题将逐步缓和。

图表21: 年轻劳动力就业依然承压 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 企业招工意愿持续好转 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 风险提示

海外经济衰退幅度超预期, 疫情再袭导致消费修复受阻, 房地产销售不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场