

宏观政策创新、产业升级主线

全年宏观经济形势展望和政策研判

目录

数据：1季度经济缓步修复。服务先行，消费、工业、就业偏缓，出口、信贷效果市场存分歧

政策：政治局会议展望。调研转换、政策中性、强化结构，要点在构建现代化产业体系

策略：资产配置策略。股市，结构转型大年；债市相对平稳；商品中性；人民币汇率升值

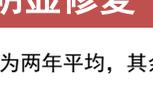
- **一季度经济复苏但不牢固。** 在一季度GDP增速实现4.5%之后，市场基本均认为全年GDP增速能够显著高于政府工作报告定调的“5%左右”目标。当前经济在局部领域还存在结构性难题需要攻克，特别是民营企业投资、年轻人就业、局部消费、房地产开发等指标还相对低迷运行。
- **下一阶段政策预期：**稳增长政策基本延续，关注结构上亮点。预计总体稳增长政策不转向，也无明显加码。大兴调研推出务实管用结构性创新政策。（1）央行政策方面：预计总量货币工具不变化，结构性货币工具有保有压，房地产领域政策将更加精准。（2）财政政策。基本维持现有预算、专项债支持，新增产业结构性税费优惠，促进地方盘活存量资产，优化基础设施投资基金。（3）促消费。预计将推进新能源汽车、绿色家电等大件商品消费，鼓励发展文旅、大型消费主题活动，完善消费基础设施。预计近期出台关于恢复和扩大消费的政策文件。（4）产业政策。预计将重点支持新能源汽车、储能、人工智能算法芯片、卫星网络、铁路航空运输设备、有色金属加工、建筑机械等。持续做强做优做大数字经济。
- **展望资本市场：**战略性新兴产业、“中特估”方向
- **风险提示：**地缘政治风险；海外货币紧缩风险；居民消费修复乏力风险；疫情反复风险。

I、经济指标实现弱企稳：名义数据修复，盈利指标波折

一季度经济指标总体达标，可助力明显超额完成GDP目标

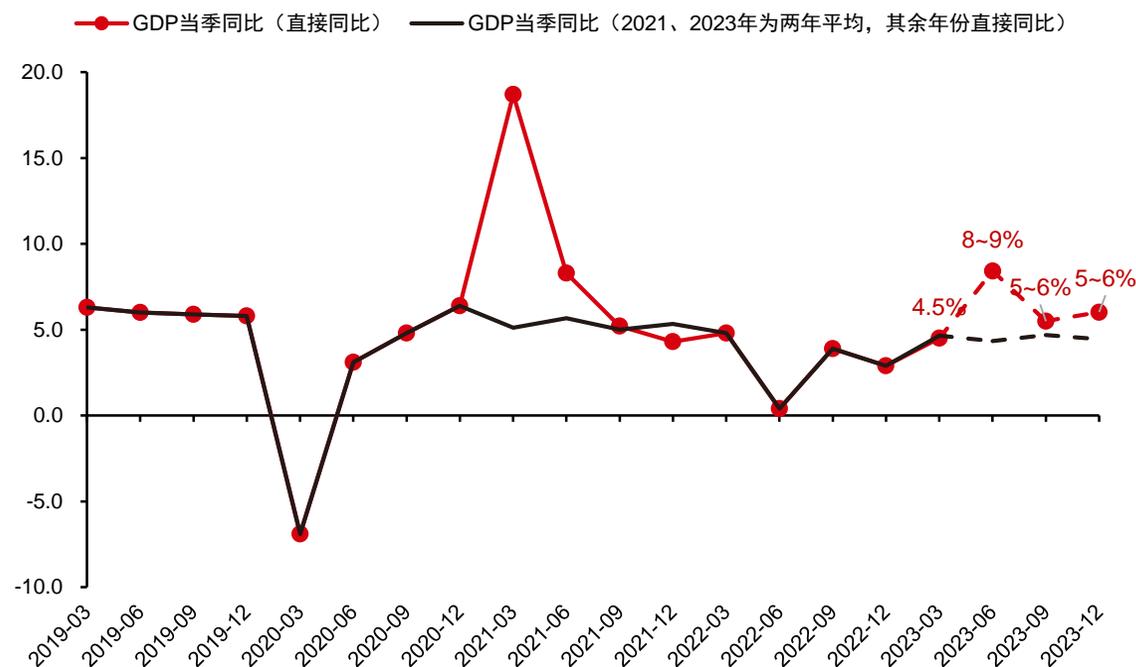
- 1季度GDP增速4.5%，市场预期4.0%（Wind券商一致预期），高频拟合4.7%（Wind腾景AI拟合）。
 - 国债期货、人民币汇率反映
- 二季度我们预计增长8~9%，三、四季度各增长5~6%，经济实现平稳修复。

2022年5月为经济底部，当前经济平稳向好

指标	2019年	2020-2022年 3年平均	2022年 上半年	2022年 下半年	2023年 1-3月	时序图
GDP	6.0	4.5	2.5	3.4	4.5	
工业增加值	5.7	5.3	3.4	3.8	3.0	
服务业生产指数	6.9	4.2	-0.4	0.2	6.7	
投资	5.4	4.3	6.1	4.3	5.1	
制造业	3.1	6.6	10.4	8.2	7.0	
基建	3.3	4.9	9.3	13.4	10.8	
房地产	9.9	0.2	-5.4	-14.4	-5.8	
消费	8.0	2.6	-0.7	0.2	5.8	
出口	0.5	12.8	13.9	1.4	0.5	

资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）。图示各指标的同比增速（或上/下半年同比增速）。注*：2023年1-2月GDP增速为我们预测的拟合1-2月GDP值（实际统计局不统计），2022年下半年的工业增加值、服务业生产指数为月度增速平均值，投资及其分项的下半年增速为我们测算。

预期2023年各季度GDP均表现明显修复

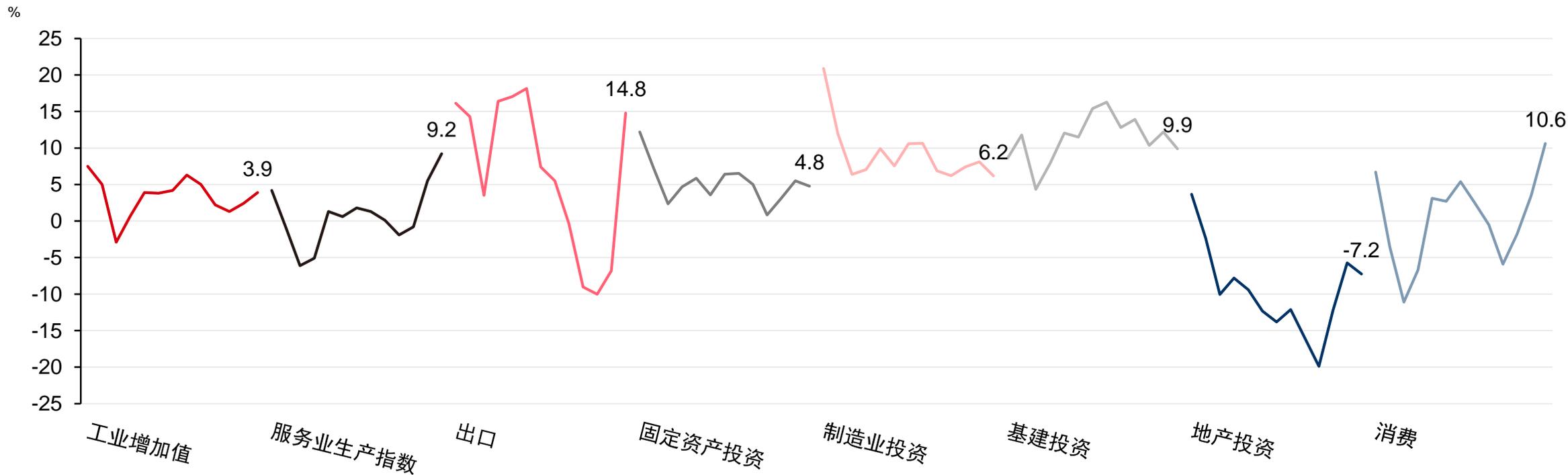


资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：图示历年GDP名义值，2023年Q2-Q4数据为预测值。

主要指标总体修复、结构问题犹存

- 经济亮点领域在于服务业、出口以及部分消费领域
- 投资增速表现总体合意
- 存在较多改善空间的领域是工业、就业和地产

主要经济指标运行略分化（2020—2022.3，单月同比）

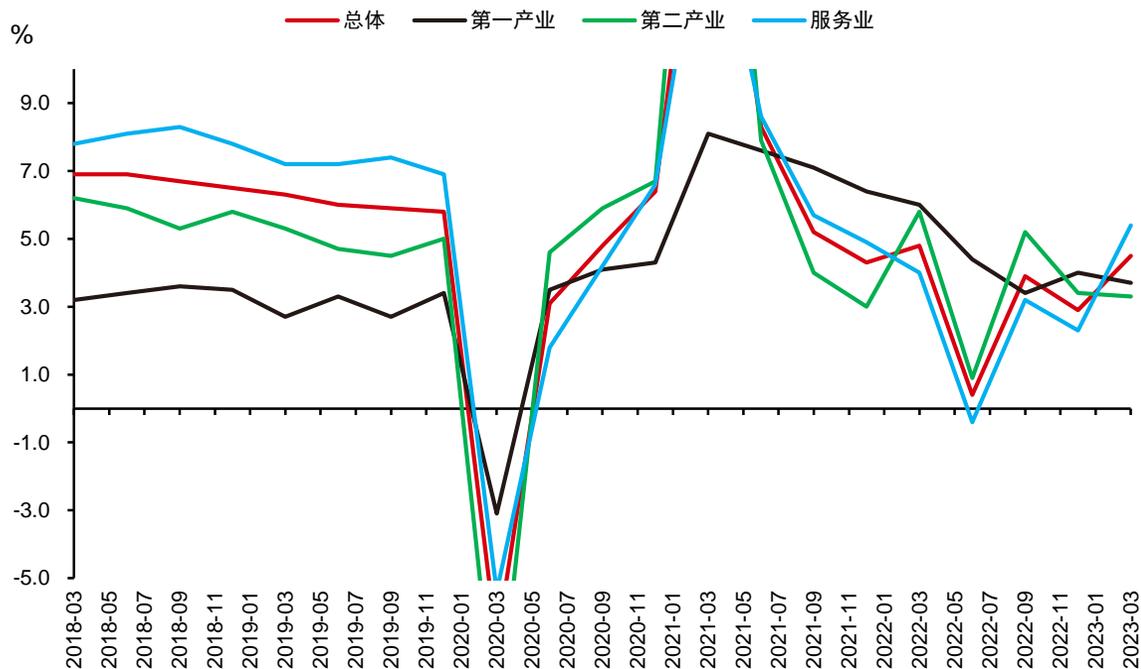


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：图示均为单月同比增速，投资单月增速为中信证券研究部测算，出口按美元计价。工业增加值、出口使用1-2月合并的同比增速。

一、服务业快速修复

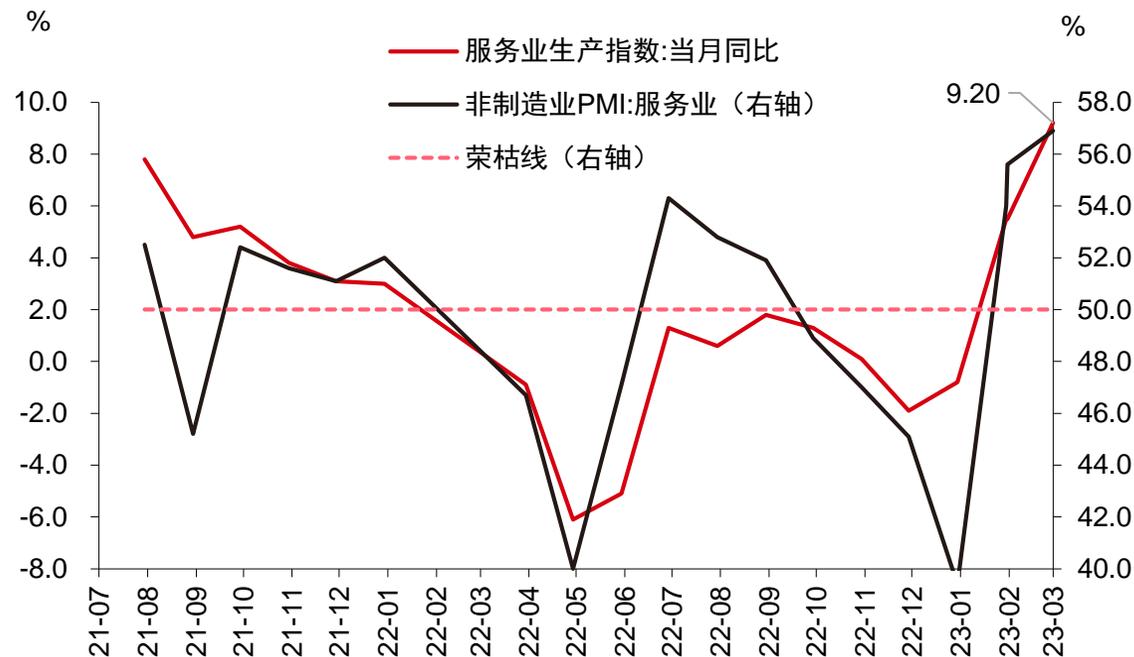
- 服务业修复较快，现代服务业、接触性聚集性服务业增长均较快。
- 一季度，服务业GDP同比增长5.4%，比上季度加快3.1个百分点。特别是，住宿餐饮、信息软件技术、金融、租赁商务、批发零售业分别同比增长13.6%、11.2%、6.9%、6.0%、5.5%。
- 3月，全国服务业生产指数同比增长9.2%，前值1-2月份为5.5%。

三次产业GDP增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部。

服务业生产指数

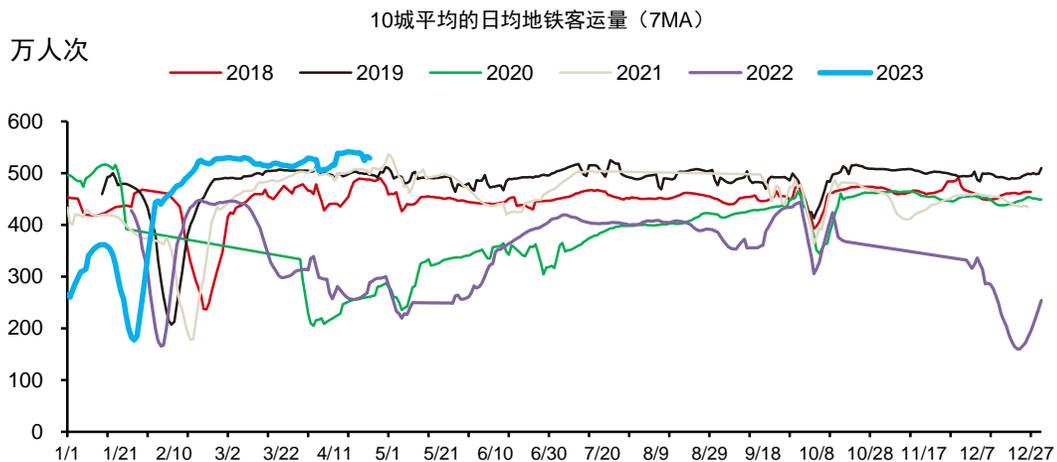


资料来源: Wind, 中信证券研究部。

✈️ □ 交通出行创造更多接触场景

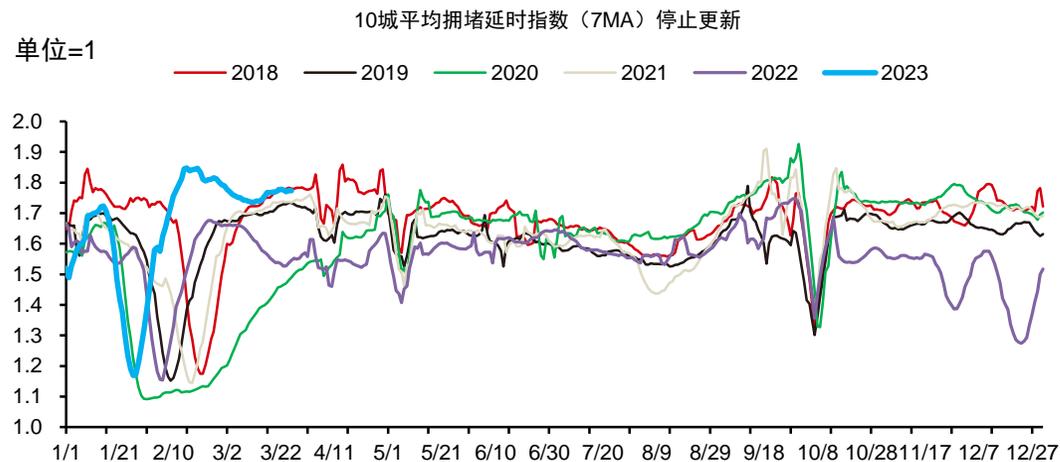
——近期高频指标走势佐证经济逐渐修复，内生动能增强

城市地铁客运量反映城市活跃度较高



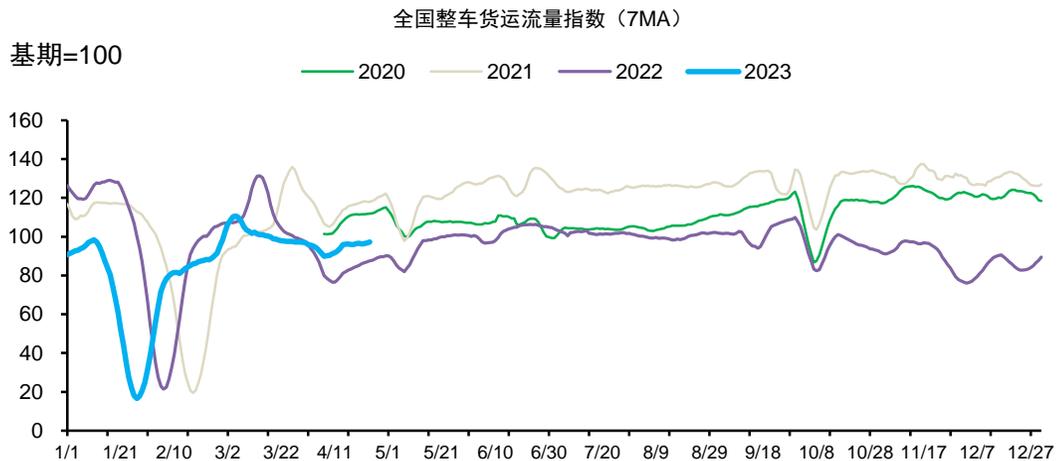
数据来源: Wind, 中信证券研究部

拥堵指数处于高位



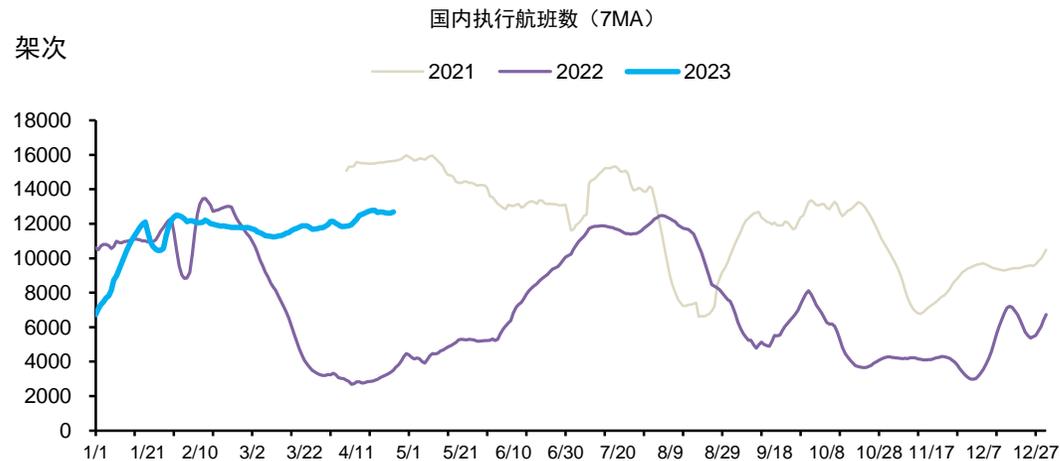
数据来源: Wind, 中信证券研究部。2023-03-26 (停更)

整车货运物流指数提升



数据来源: Wind, G7, 中信证券研究部

国内执行航班延续景气

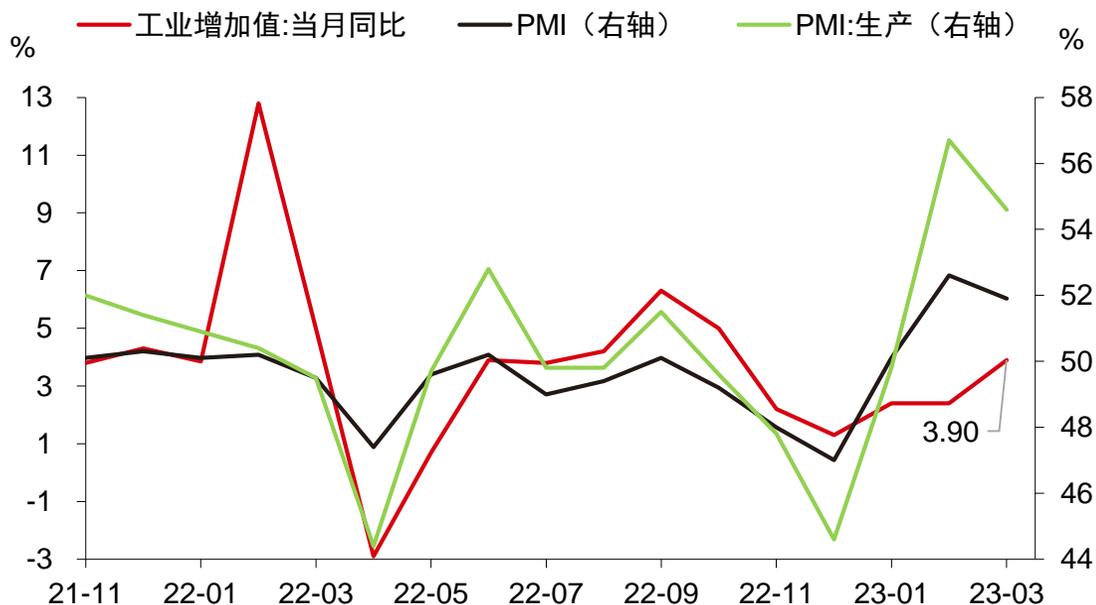


数据来源: Wind, 中信证券研究部

二、工业情况相对总体情况略弱

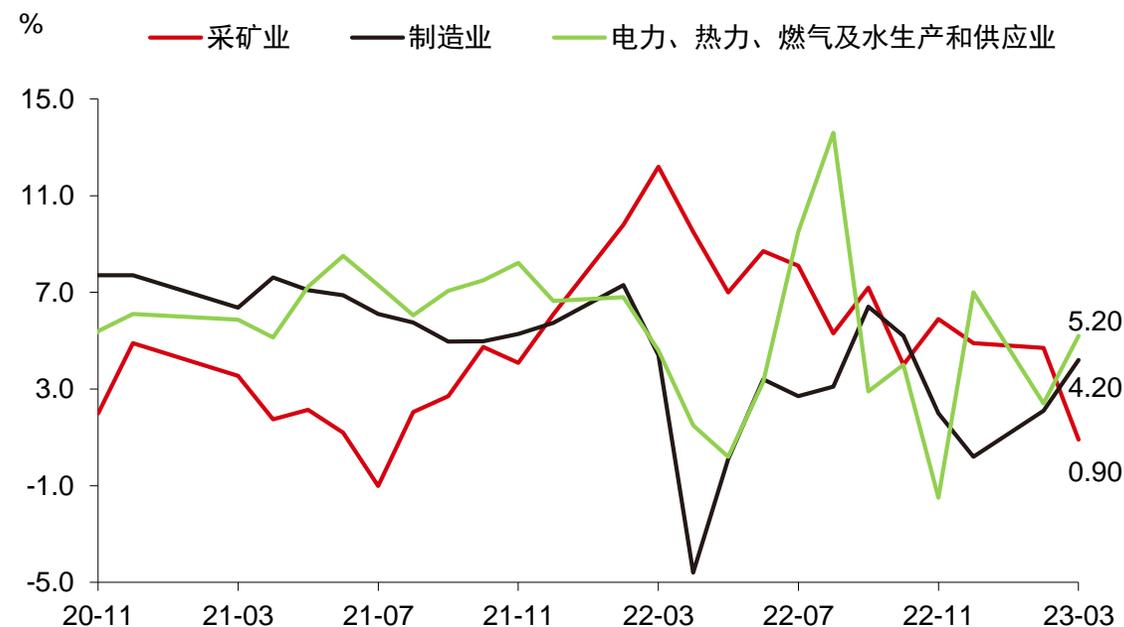
- 3月份，工业增加值同比增长3.9%，低于Wind一致预期的4.2%，3月的两年平均增速为4.4%，低于1-2月的两年平均（4.9%），可见工业增长略为乏力。
- 分三大门类看，3月采矿业增加值同比增长0.9%，制造业增长4.2%，电热燃水产供业增长5.2%，采矿业增长相对迟缓。分产品看，3月，太阳能电池、新能源汽车产量分别同比增长69.7%、33.3%，较1-2月的40.8%、16.3%回升。

3月工业增加值增速继续回升



数据来源: Wind, 中信证券研究部

3月制造业及电热燃水生产和供应业增速较上月有所回升



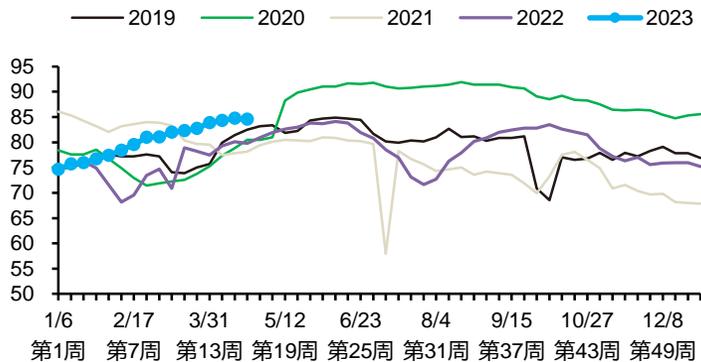
数据来源: Wind, 中信证券研究部

工业结构有一定分化

——近期高频指标走势

高炉开工高位 (%)

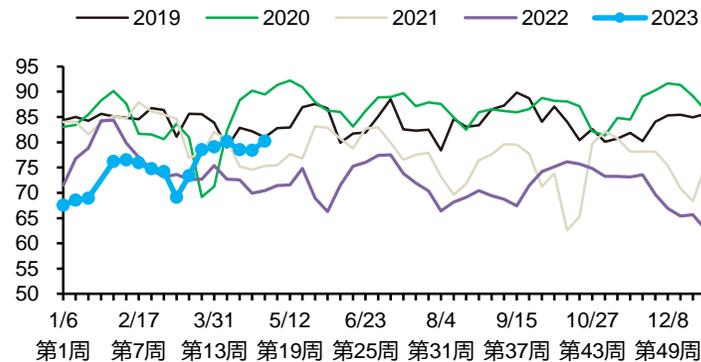
高炉开工率 (247家, 周五)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

PTA开工率改善 (%)

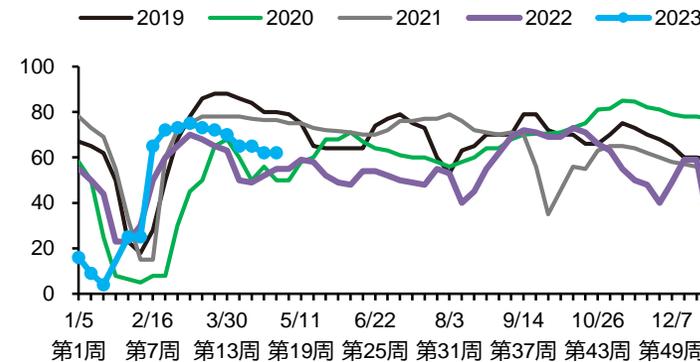
PTA开工率 (周五)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

织造聚酯开工率回落 (%)

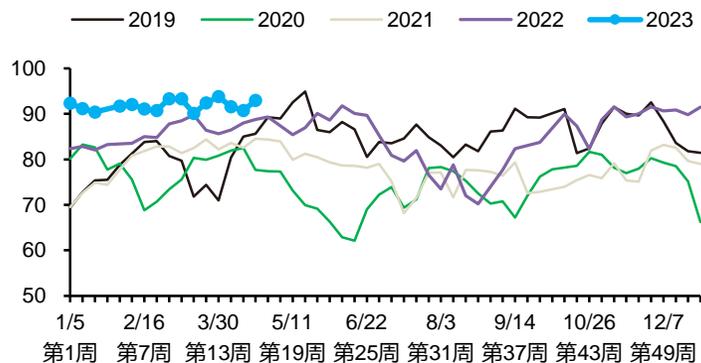
织造 (聚酯) 开工率 (周四)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

纯碱开工较高 (%)

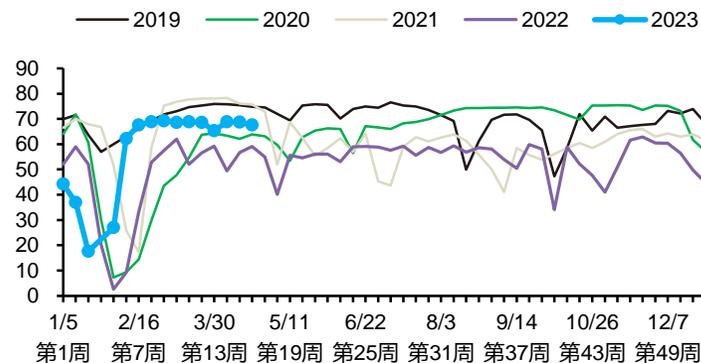
纯碱开工率: (周四)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

汽车开工稳定 (%)

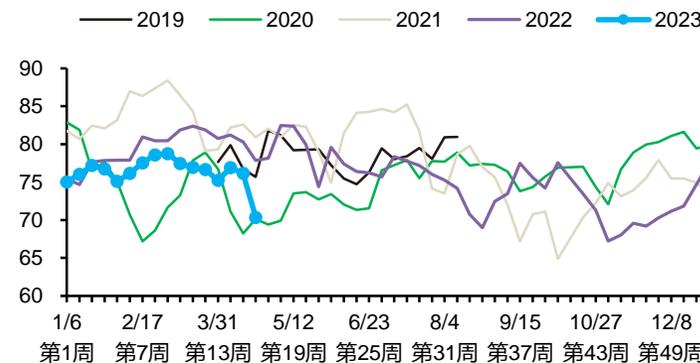
汽车全钢胎开工率 (周四)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

PVC开工率走弱 (%)

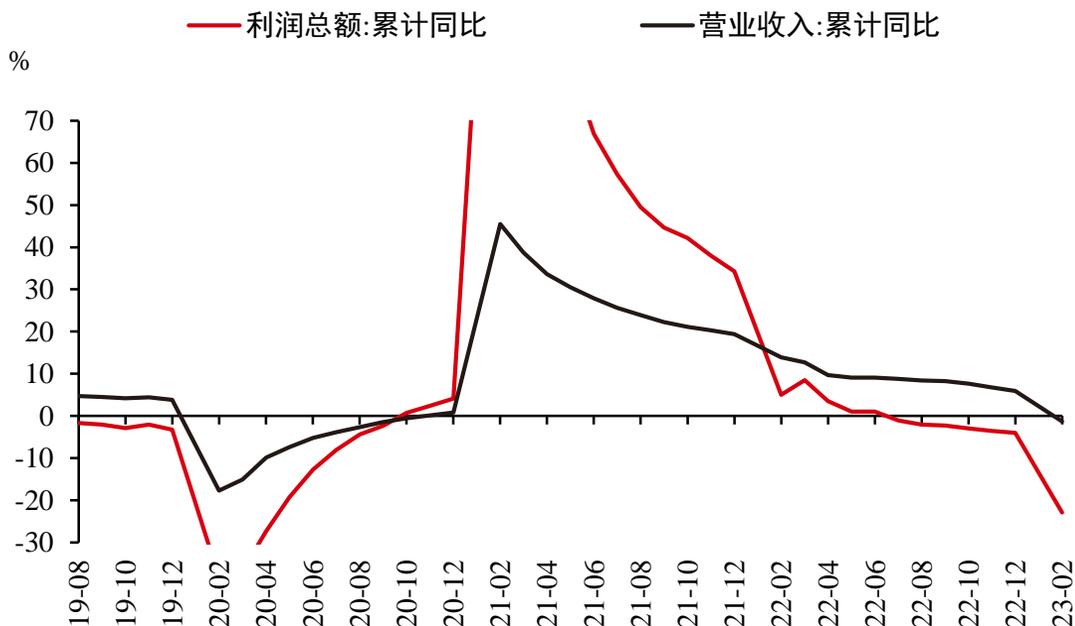
聚氯乙烯PVC开工率 (周五)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

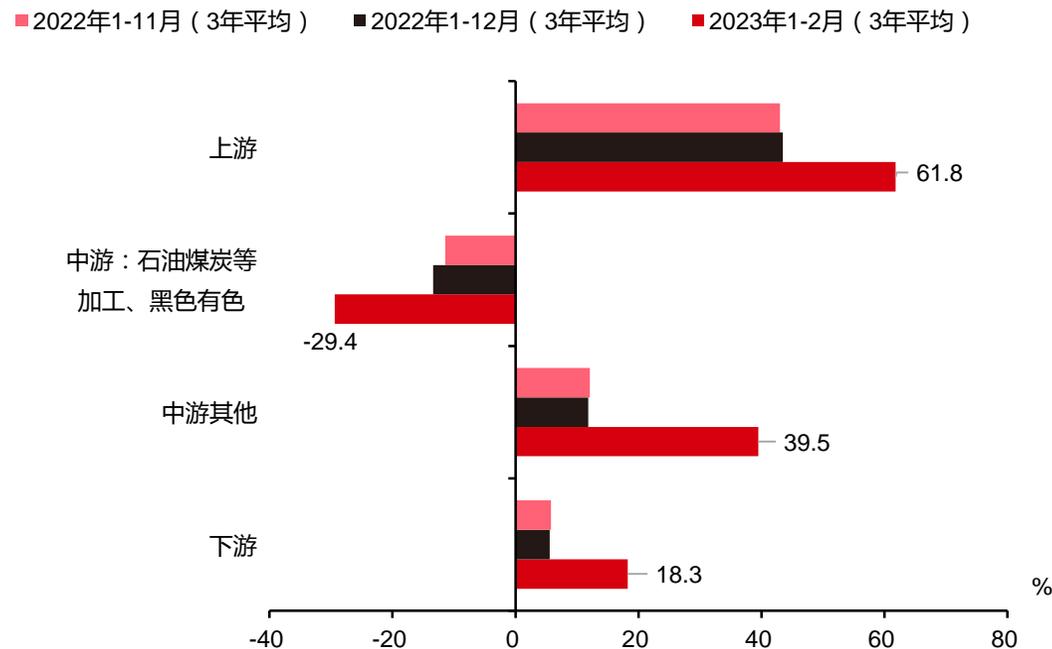
- 3月27日发布工业企业利润数据，2023年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%（较前值下降18.9个百分点）
- 1-2月，实现营业收入19.30万亿元，同比下降1.3%。营业收入利润率为4.60%，同比下降1.29个百分点。

工企利润总额和营业收入增速明显下滑



数据来源：Wind，中信证券研究部

中游行业是工业企业利润的主要拖累项 (%)

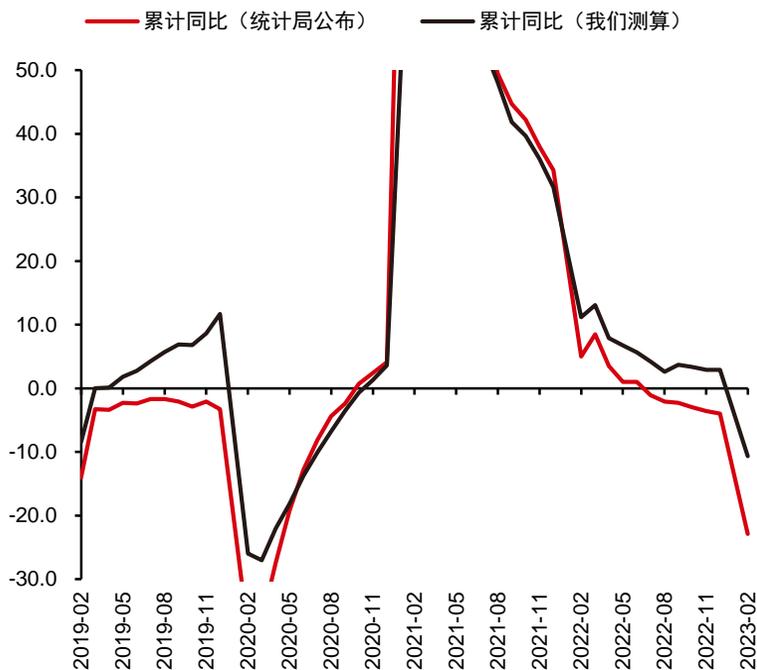


数据来源：Wind，中信证券研究部。图示各行业工企利润同比增速。

工业企业利润指标虽低，但可能略低估工业景气

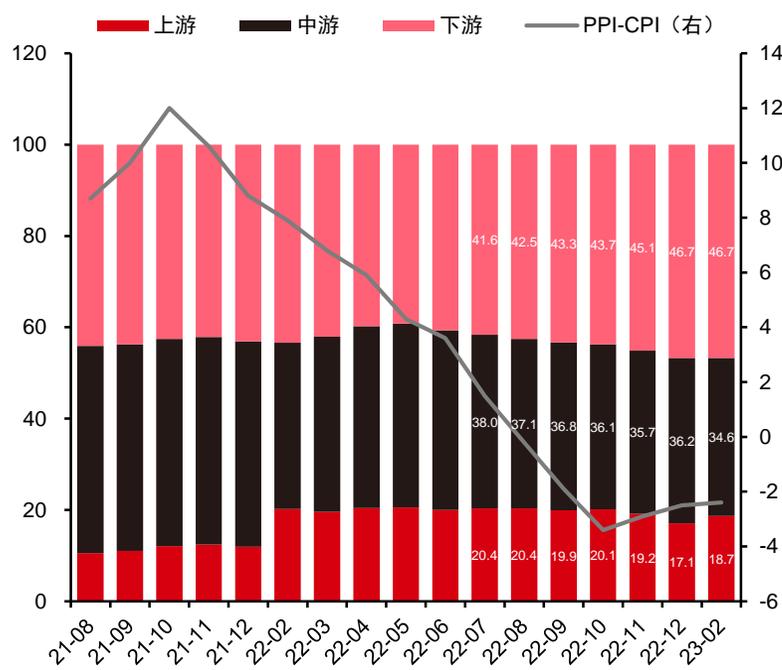
- 我们测算的2022年测算的利润增速高于实际的利润增速，原因可能在于2022年营业外利润下行较多。我们测算的2023年（截至2月）利润增速高于实际的利润增速，部分原因在于“企业税金及附加”项，即1-2月政府减税降费力度同比略有回落。
- 分行业看，1-2月，利润整体同比减少2700亿元，主要是化学原料化学制品（-650亿）、计算机通信（-580亿）、石油煤炭燃料（-360亿）、黑色金属冶炼（-300亿）、汽车制造业（-300亿）。
- 分省看，主要贡献来源浙江（-360亿）、江苏（-300亿）、山东（-270亿）、广东（-270亿）、辽宁（-260亿）。
 - 1季度，国内增值税增长12.2%，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。

工企利润同比增速实际值和测算值（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部。注：红线为公布值；黑线为我们测算值

工业企业利润占比情况，中游占比下行（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部

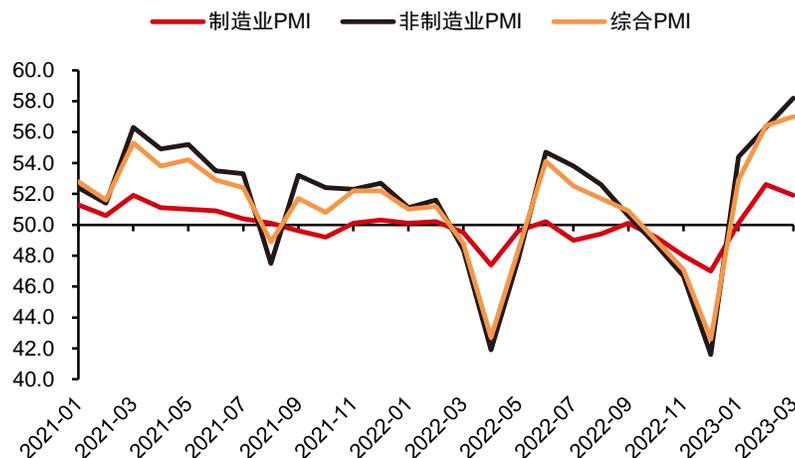
利润测算

一、营业收入
减去：营业成本
减去：营业税金及附加
减去：销售、管理、财务费用
加：投资收益
二、营业利润
加：营业外收入
减：营业外支出
三、利润总额（含所得税）

PMI 指标显示后续预期向好

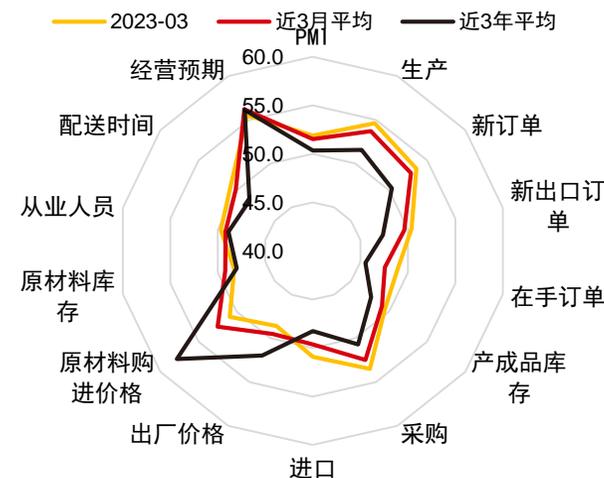
- PMI较1-2月平均值提升
 - PMI是季调指标，3月有“负调项”
- 服务业弹性大于工业
- 大型（央国企）企业持续领先中、小企业
- 分项指标运行良好
- 非制造业商务活动指数的构造方法不同于制造业

非制造业PMI表现较强



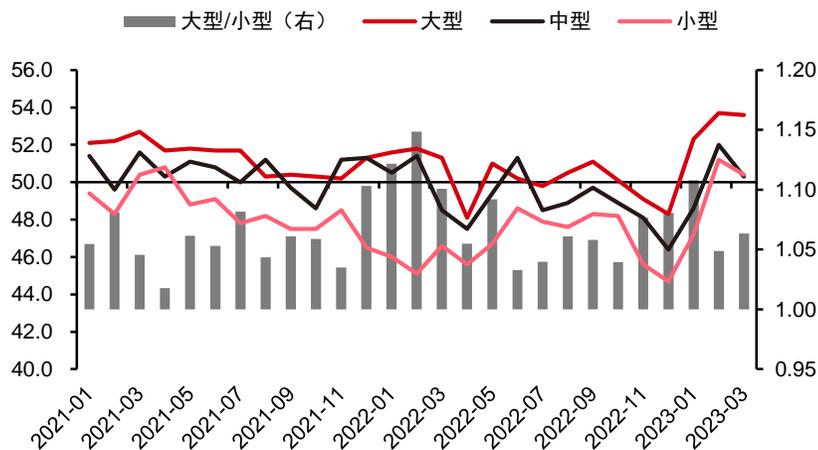
数据来源：Wind，中信证券研究部

制造业分项指标基本都好于可比历史值



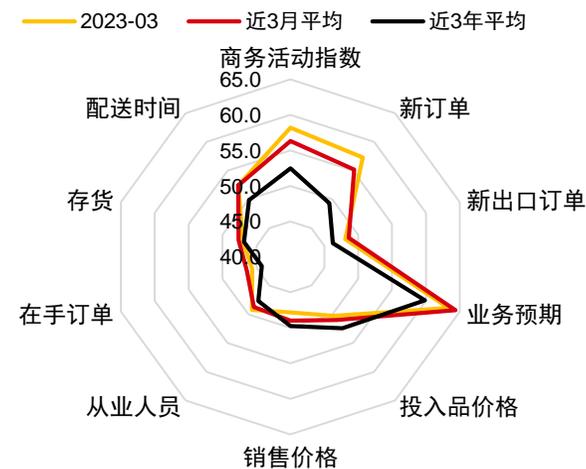
数据来源：Wind，中信证券研究部

大企业PMI持续景气



数据来源：Wind，中信证券研究部

非制造业高景气

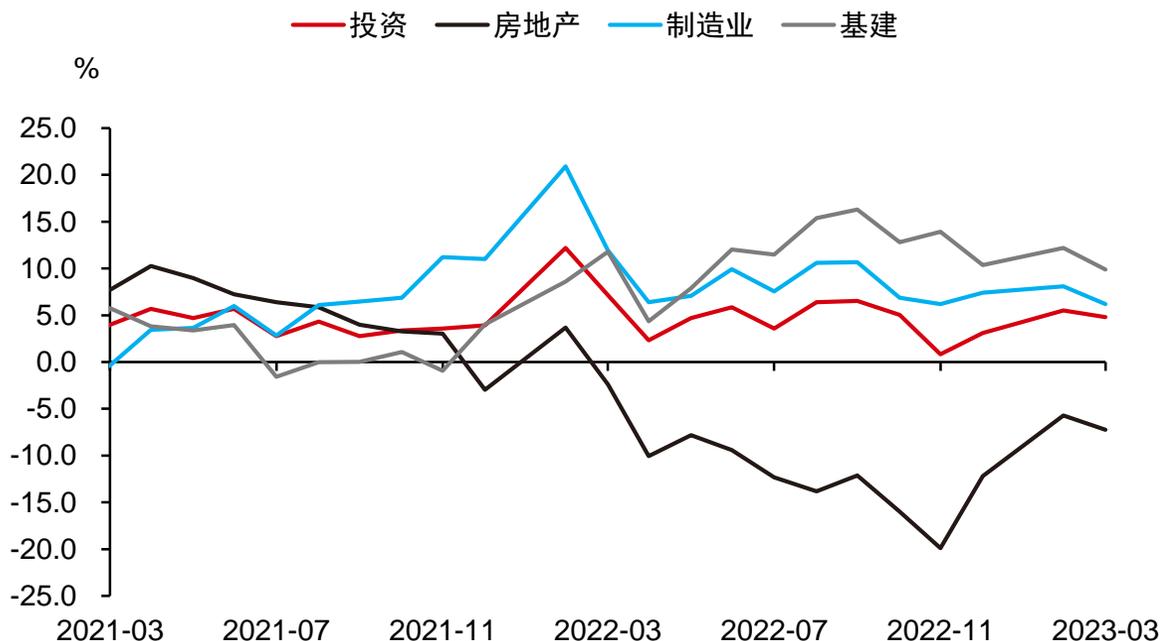


数据来源：Wind，中信证券研究部

三、基建投资保持高增速，专项债发行稳步增长

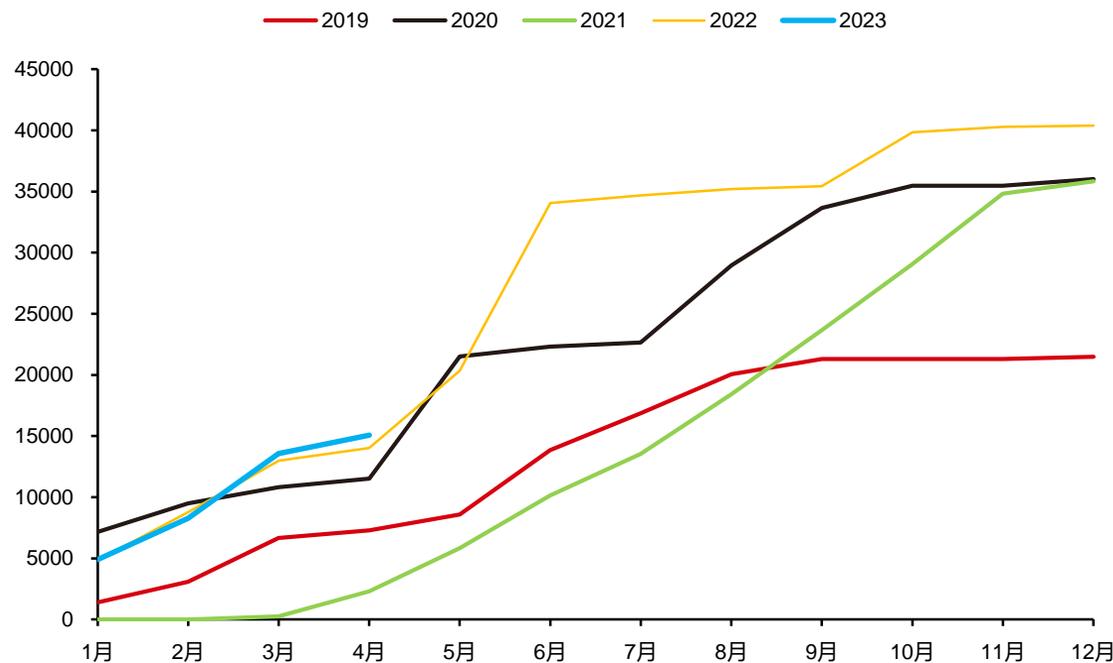
- 3月单月投资增速4.8%，前值1-2月为5.5%。分结构看，3月房地产、制造业、基建（广义）的投资增速分别为-7.2%、6.2%、9.9%，前值分别为-5.7%、8.1%、12.2%，可见投资各分项均出现不同程度回落。
- 基建投资增速略回落，但仍保持较高水平。事实上，电热燃水产供、铁路运输、道路运输、水利等领域投资增速相对较快，1-3月分别录得22.3%、17.6%、8.5%、10.3%。3月建筑业PMI高达66%。由于财务支出法、竣工验收滞后等因素，可能未充分体现在投资和GDP中。后续这些积极因素会逐渐体现在往后的投资和GDP中。
- 1季度，新增专项债合计1.3万亿元（截至4/23，1.5万亿元，占比40%），体现财力前置特点，对基建形成有力支撑。

投资及各分项增速



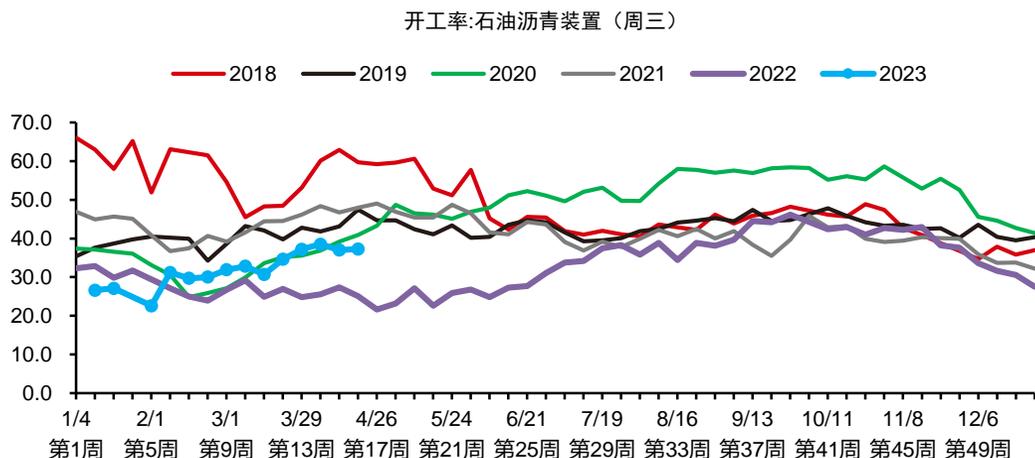
数据来源：Wind，中信证券研究部

地方新增专项债发行额情况（截至2023-04-23，亿元）



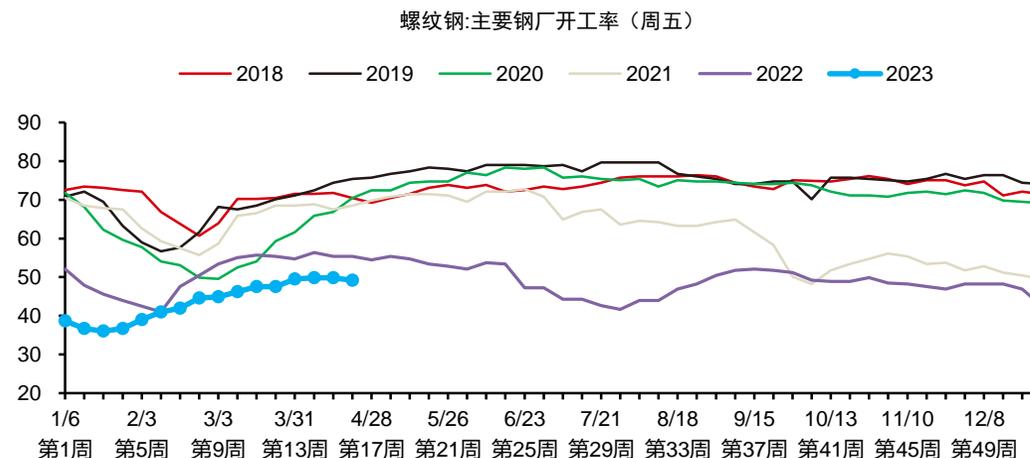
数据来源：Wind，中信证券研究部

反映道路施工的石油沥青开工率同比改善 (%)



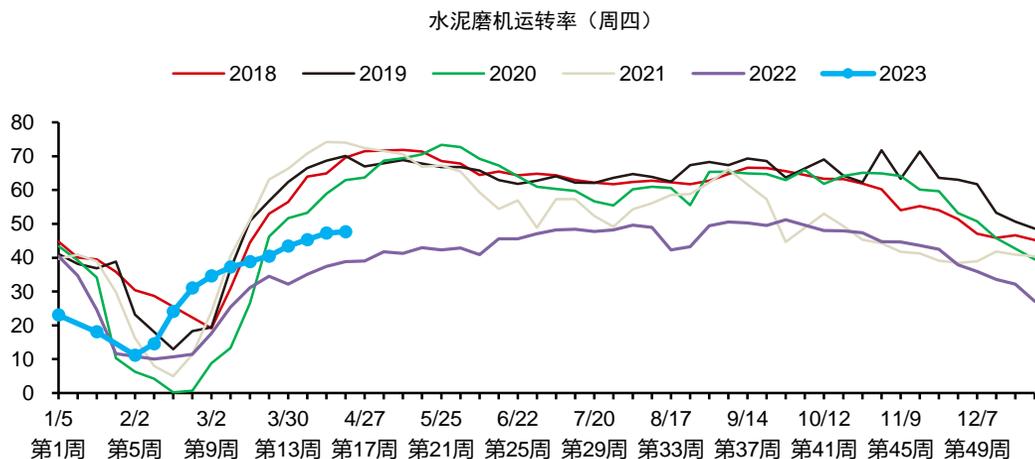
数据来源: Wind, 中信证券研究部

钢厂开工率改善但低于历史水平 (%)



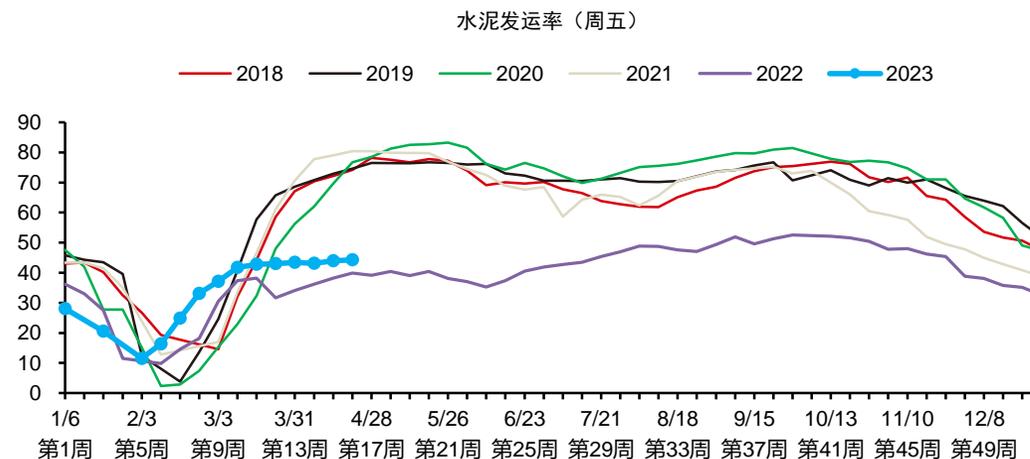
数据来源: Wind, 中信证券研究部

水泥磨机运转率提升 (%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

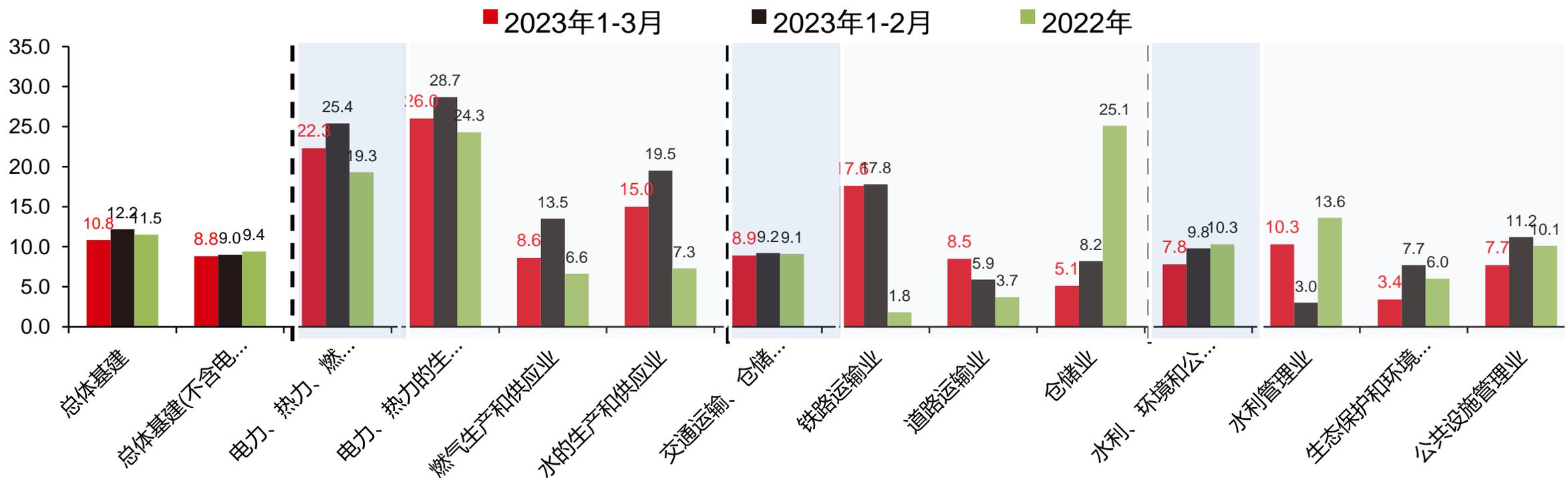
水泥发运率提升 (%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

- 电热产供、铁路运输、道路运输、水利等领域投资增速相对较快。
- “一带一路”十周年，可能对基建板块产生催化

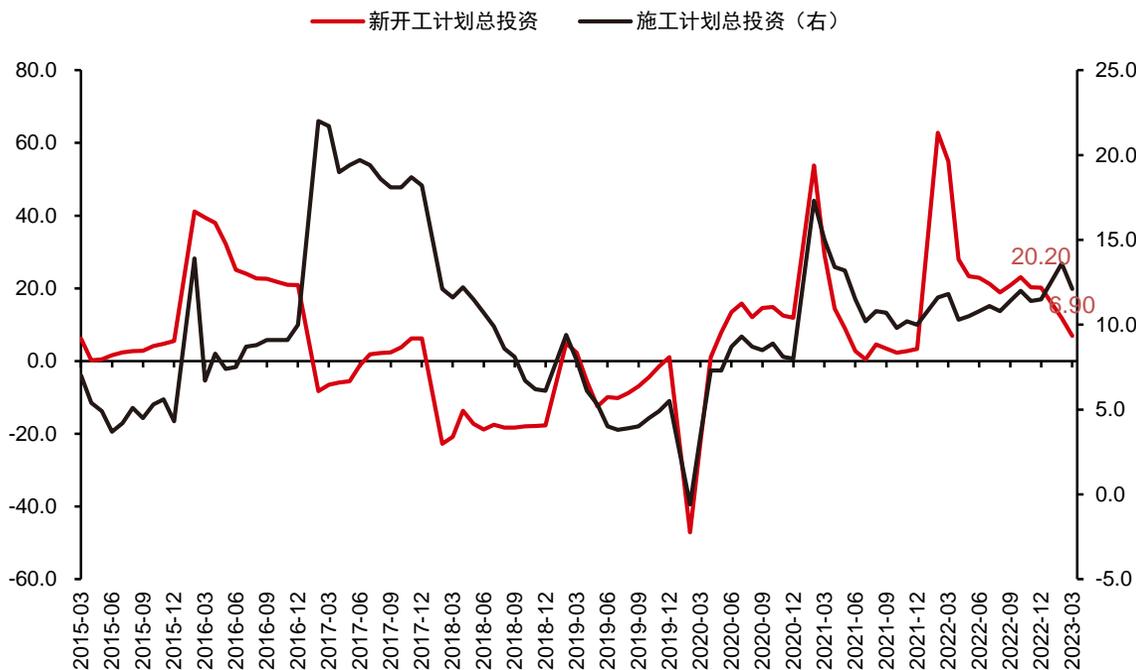
基建分领域投资同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

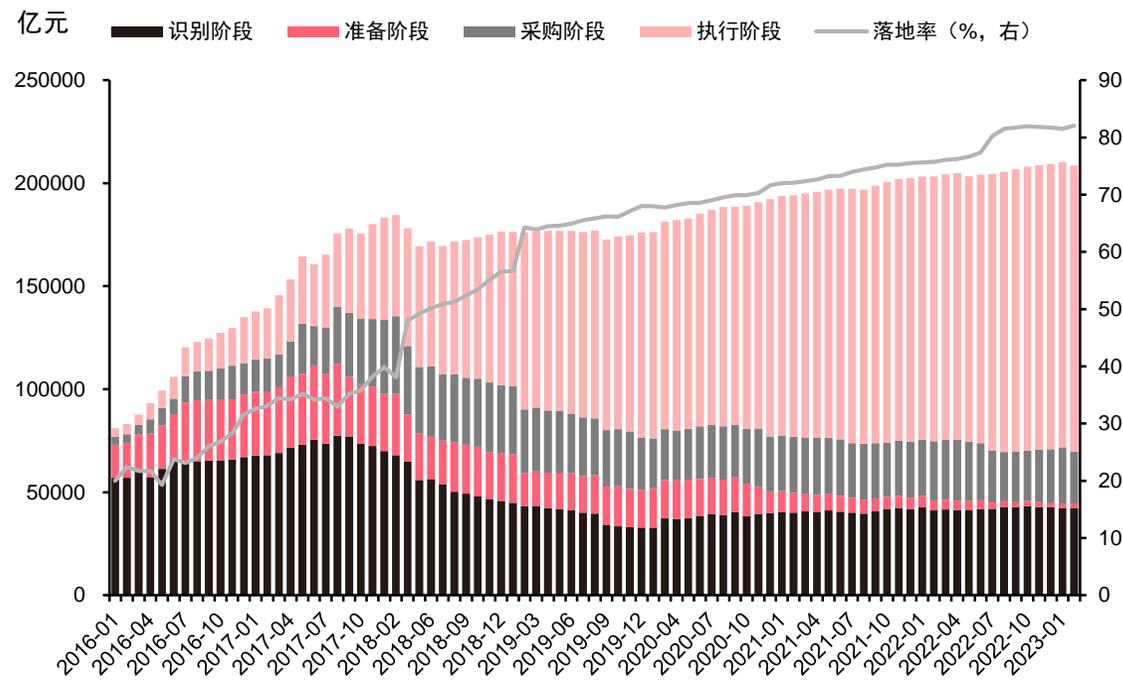
- 2023年一季度，国家发改委审批核准固定资产投资项目42个，总投资2803亿元，其中审批35个，核准7个，主要集中在高技术、能源、水利等行业。其中，3月份审批固定资产投资项目7个，总投资104亿元，主要集中在高技术等行业。
- 2022年一季度，国家发改委共审批核准固定资产投资项目32个，总投资5200亿元，其中审批24个，核准8个，主要集中在交通、水利、能源、高技术等行业。
- 1-3月固定资产投资本年新开工项目计划投资额同比增长6.9%，施工项目计划总投资额同比增长12.1%。

新开工项目计划总投资累计同比增速有所下行 (%)



数据来源：Wind，中信证券研究部

PPP项目执行落地率提升



数据来源：Wind，中信证券研究部

- 发改委预计，“十四五”期间大数据中心投资还将以每年超过20%的速度增长，累计带动各方面投资将超过3万亿元。

强化中小城市信息基础网络建设

- 加快5G和宽带网络建设,深入实施中西部中小城市基础网络完善工程,提升云网融合水平,打造更多千兆城市。

完善全国一体化大数据中心体系

- 继续实施“东数西算”工程,加快国家算力枢纽和国家数据中心集群建设,统筹推进绿色供给站、网络试验线、算力调度网、数据要素场、安全防护盾等建设,加快构建全国一体、绿色高效的算力网络体系。

推广建设5G行业融合应用基础设施

- 深入实施5G扬帆计划,更好利用5G等新一代信息技术改善民生,服务经济转型,加快智慧医疗、智能养老、智能交通、智慧能源等融合基础设施建设。加快5G在智慧港口、智慧矿山、智慧工厂等领域的规模化推广。

提升重点区域创新基础设施水平

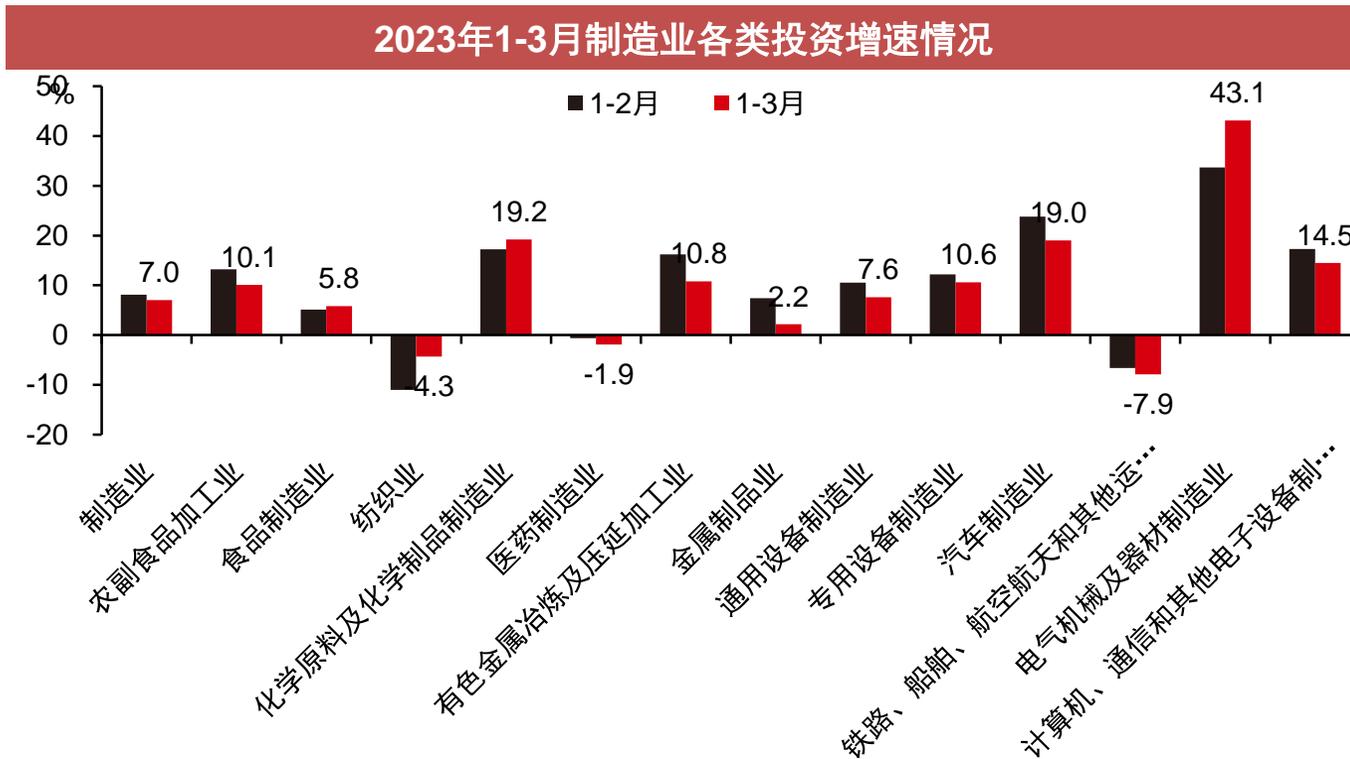
- 统筹推进国际科技创新中心、区域科技创新中心建设,支持建设一批战略导向型、前瞻引领型、应用支撑型、民生改善型重大科技基础设施,布局建设一批国家技术创新中心、产业创新中心、工程研究中心、企业技术中心。

引导支持加大新型基础设施领域建设投资

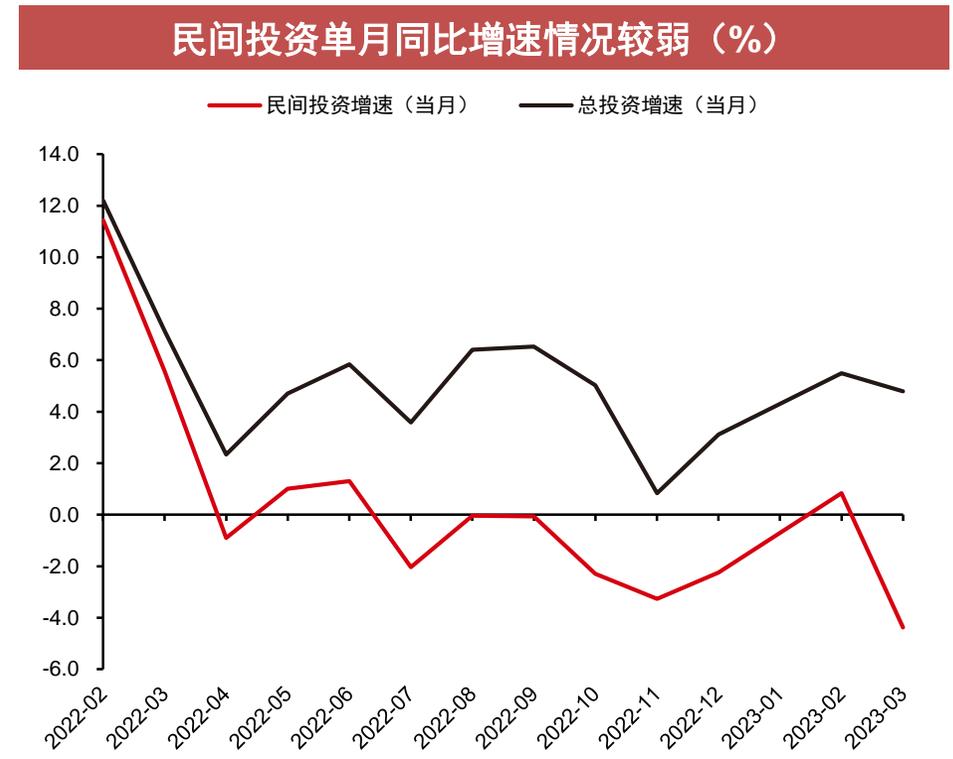
- 强化新型基础设施建设项目储备,加大中央预算内资金、地方政府专项债券、政策性贷款的支持力度,用好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等新型融资工具,引导企业加大5G、大数据、工业互联网、人工智能等新型基础设施建设投入。

五、制造业投资

- 我们测算3月制造业投资增速为6.2%，前值8.1%。这与工业增加值相对低于预期一致，反映传统制造业转型、部分制造业外迁以及国际定价商品价格下行、工业累库等因素。
- 细分行业上，1季度电气机械（43.1%）、化学原料制品（19.2%）、汽车制造（19.0%）、计算机通信（14.5%）等行业增长较快。1季度高技术制造业投资增速依旧较高（15.2%），其中电子通信设备、医疗仪器设备投资分别增长20.7%、19.9%。



数据来源：Wind，中信证券研究部

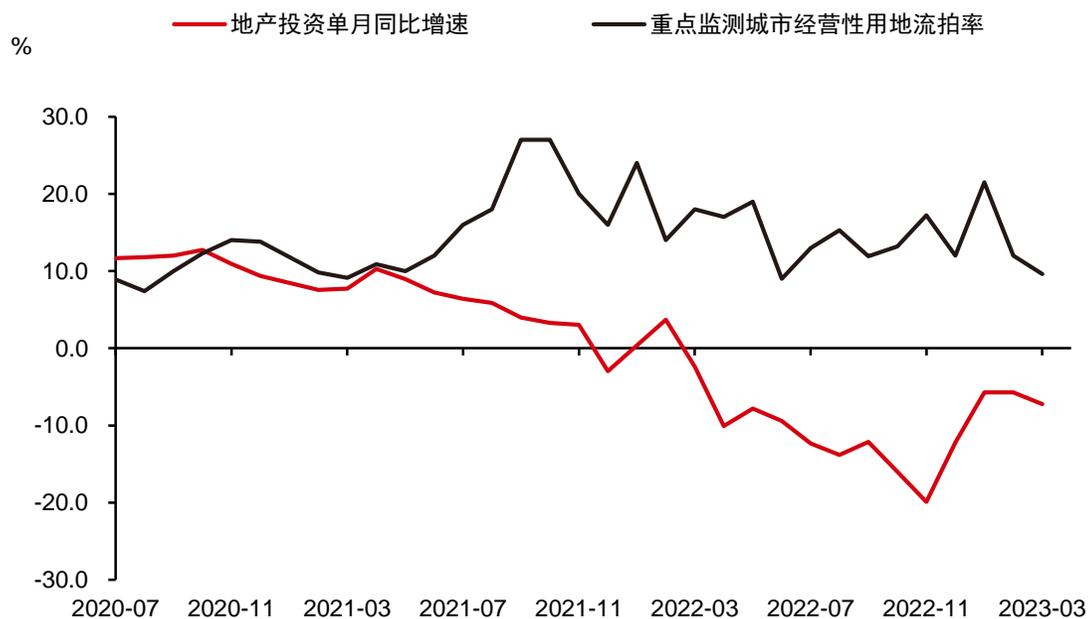


数据来源：Wind，中信证券研究部测算

六、房地产投资降幅略有扩大

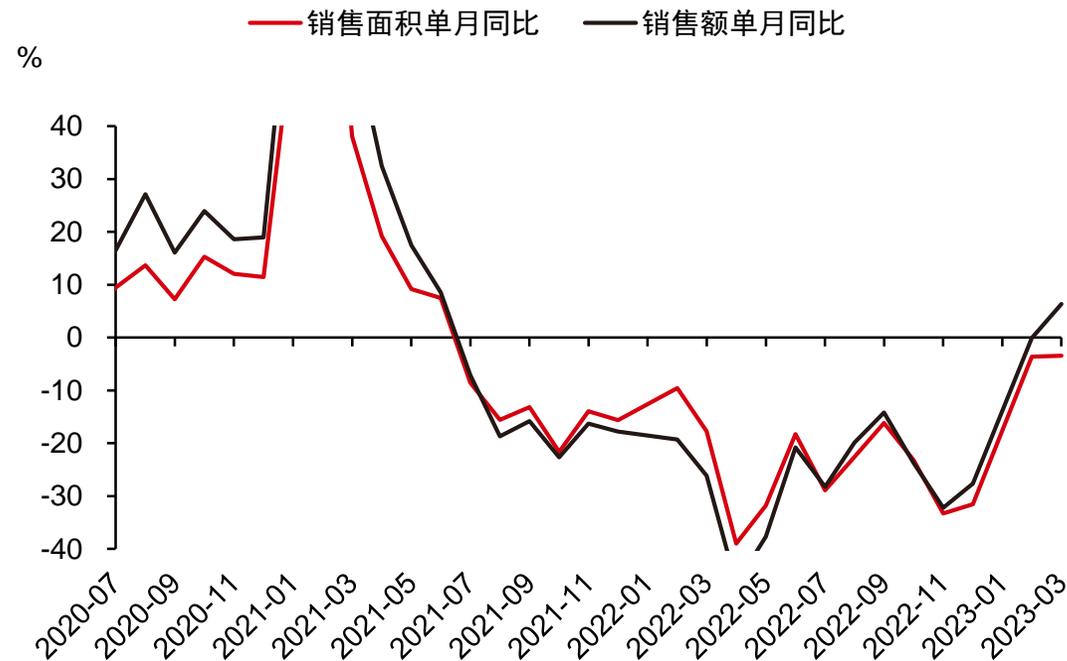
- 我们测算3月房地产投资同比下降7.2%，前值1-2月下降5.7%。
- 地产销售额转正。3月地产销售额、销售面积分别同比增长6.3%、-3.5%，我们测算房屋平均售价同比提升约10%。

地产投资增速同比降幅扩大



数据来源：Wind，中信证券研究部

房地产销售额增速转正

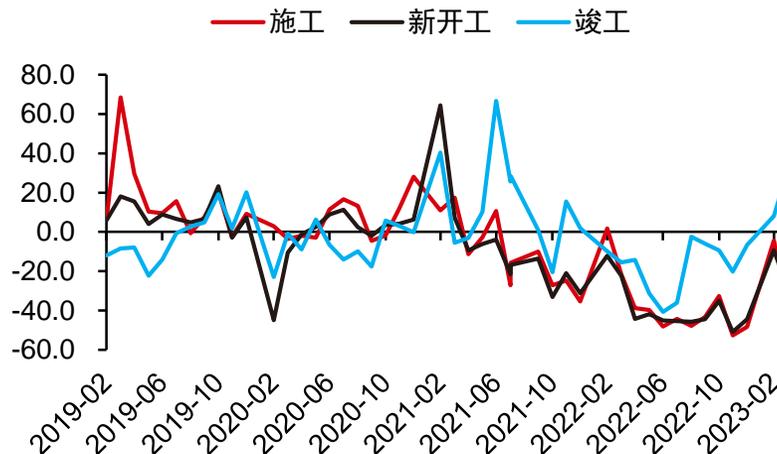


数据来源：Wind，中信证券研究部

六、房地产开发端表现偏弱

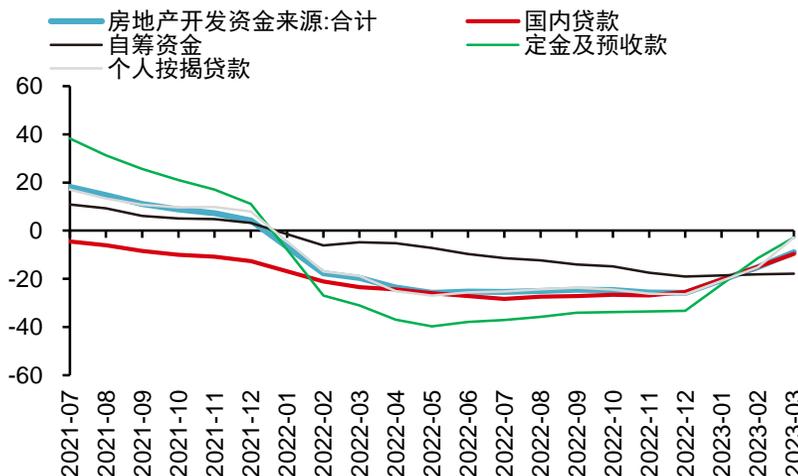
- 房地产竣工明显放量。3月地产竣工面积同比增长32%，保交楼进展加快。
- 房企融资总体改善。1-3月房企开发资金来源下降9.0%，前值1-2月为-15.2%，其中国内贷款、定金预收款、个人按揭贷同比下降-9.6%、-2.8%、-2.9%，均表现为降幅收窄，居民部分改善更快。
- 不过，房地产领域还有一些结构性的不利因素，例如，房屋新开工、施工面积降幅扩大，3月分别降低29%、34%，3月百城土地成交总价款同比降低25.5%。房地产新发展模式构建过程中还需警惕尾部风险。

房地产竣工大幅增长，施工、新开工降幅扩大（%）



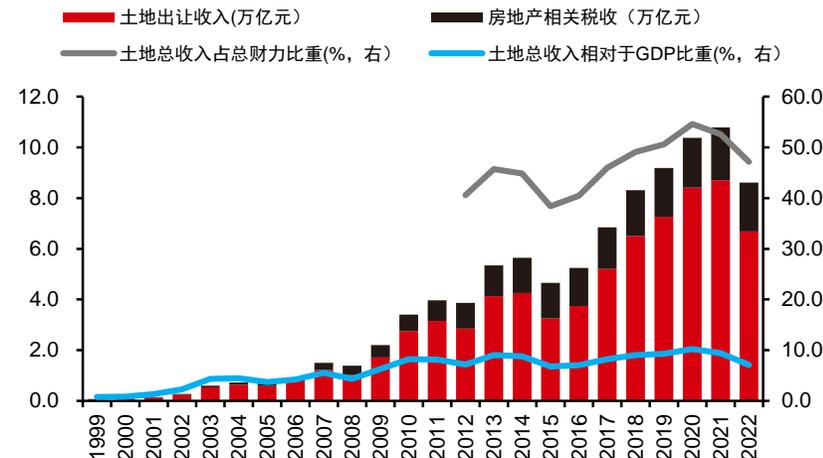
数据来源：Wind，中信证券研究部。注：图示个指标累计同比增速

房地产开发资金来源改善（累计，%）



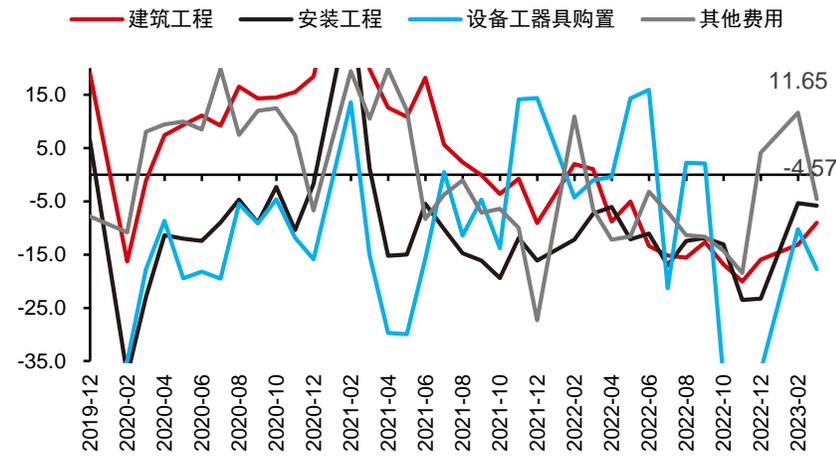
数据来源：Wind，中信证券研究部

土地财政退坡



数据来源：Wind，中信证券研究部

房地产土地购置费再次下行（单月，%）

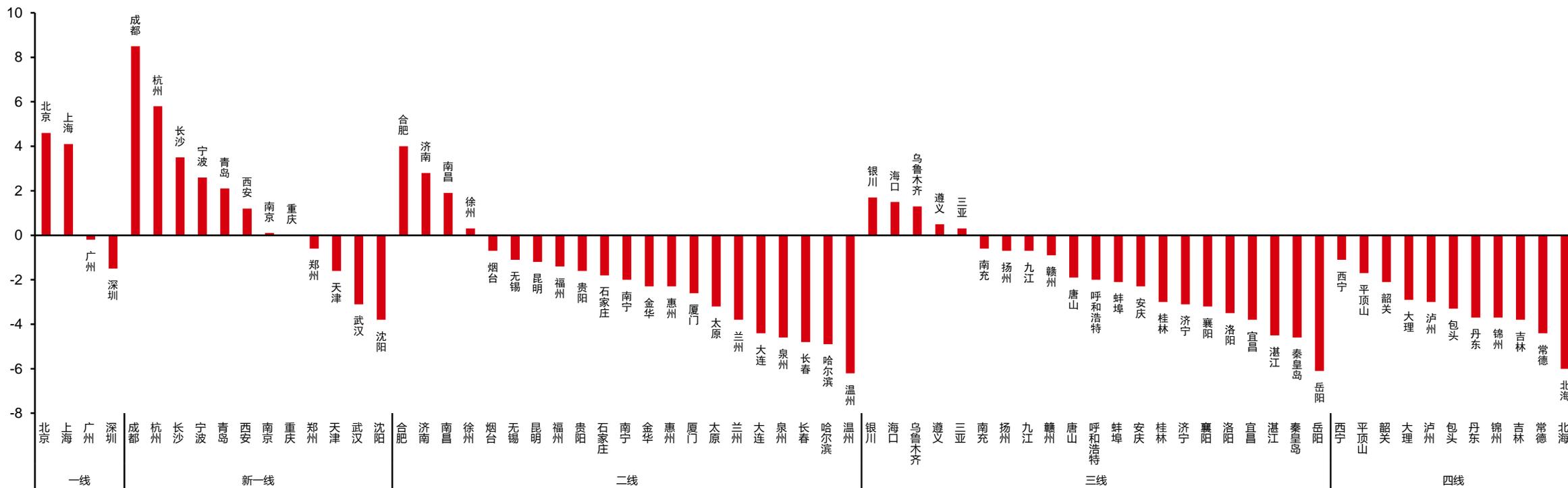


数据来源：Wind，中信证券研究部

六、房地产价格

- 区域分化：一线、新一线多数上涨，四线几无上涨
- 央行：“既管冷又管热”，既支持房地产市场面临较大困难的城市，用足用好政策工具箱，又要求房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策
- 截至3月末，96城符合下调贷款利率条件，其中83城下调、12个城市取消

3月70城新房价同比增速（%）



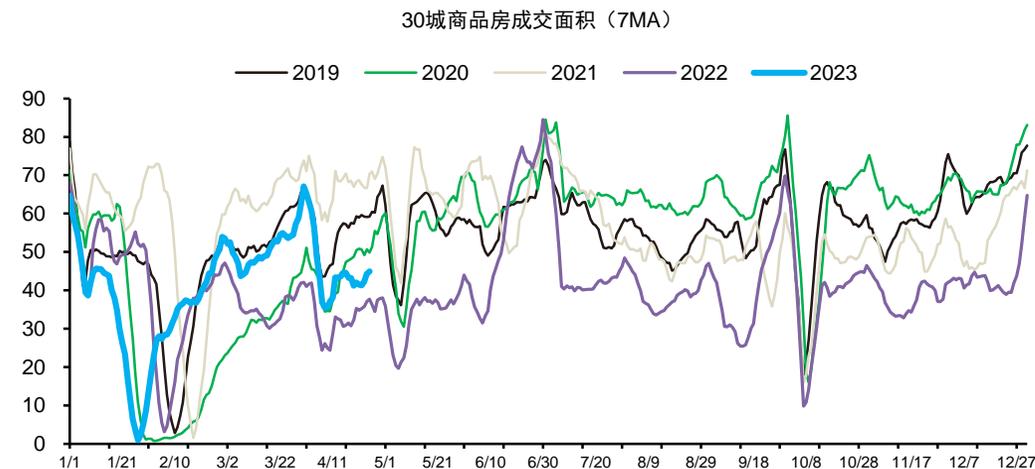
数据来源：Wind，中信证券研究部

□ □ 房地产：是否有持续性？

——近期高频指标走势

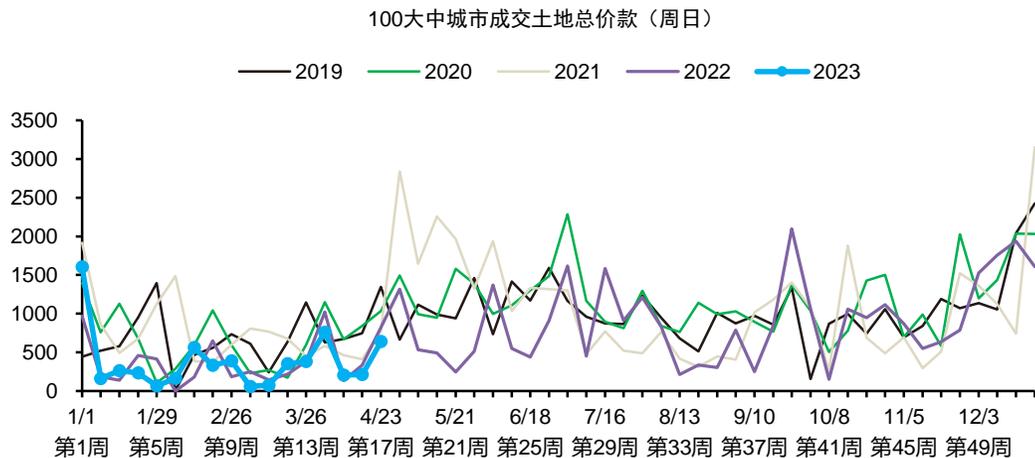
- ◆ 房地产成交活跃，拿地依旧低迷
- ◆ 二手房挂牌价改善
 - ◆ 倒房降房贷利率
- ◆ 拿地的隐忧
 - ◆ 严格城投国企拿地，但地方实际如此操作

商品房成交面积近期回落（万平方米）



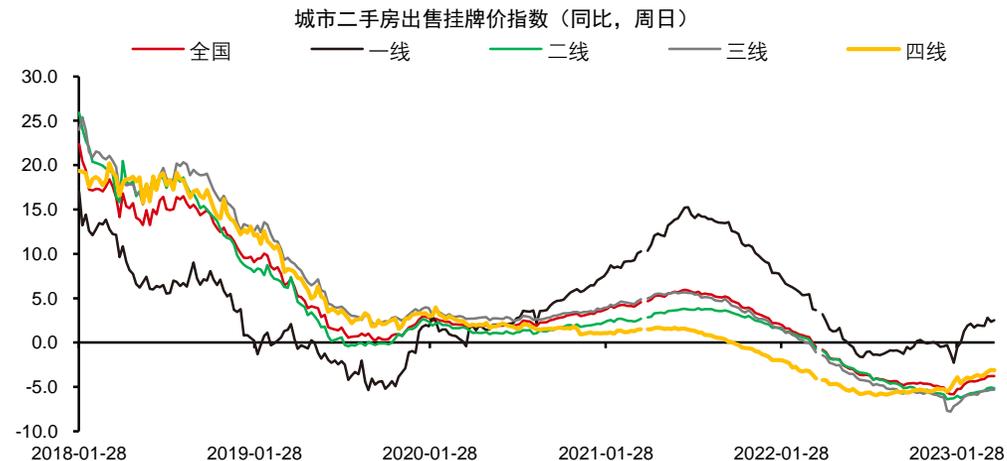
数据来源：Wind，中信证券研究部

百城土地成交款运行行情（亿元）



数据来源：Wind，中信证券研究部

二手房挂牌价运行行情（同比，%）

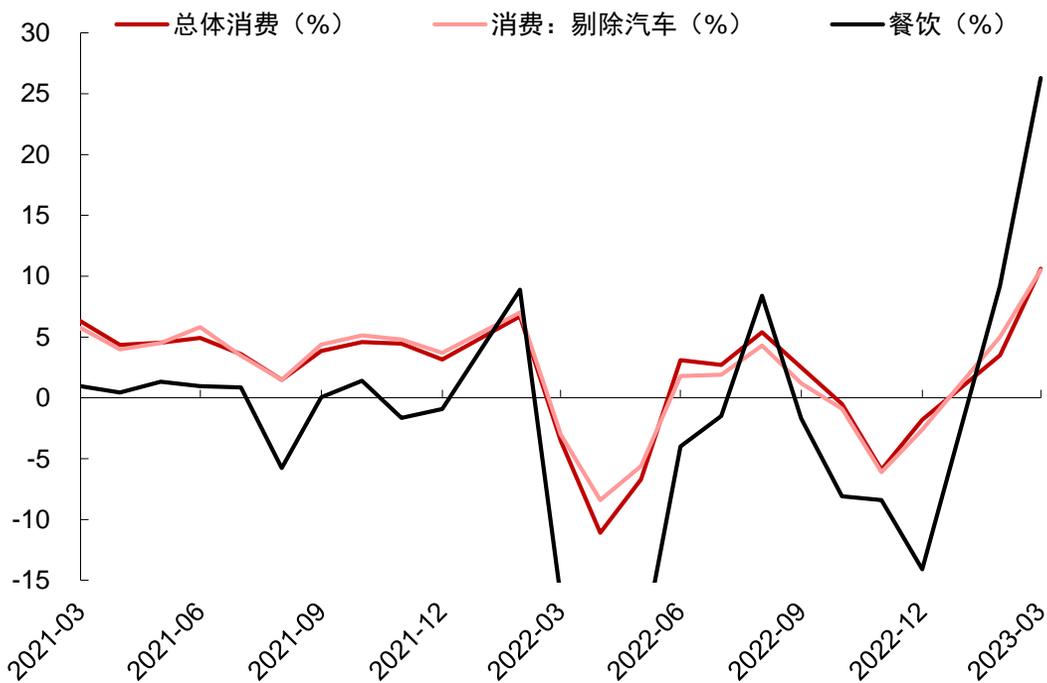


数据来源：Wind，中信证券研究部

七、消费回复但还有上修空间

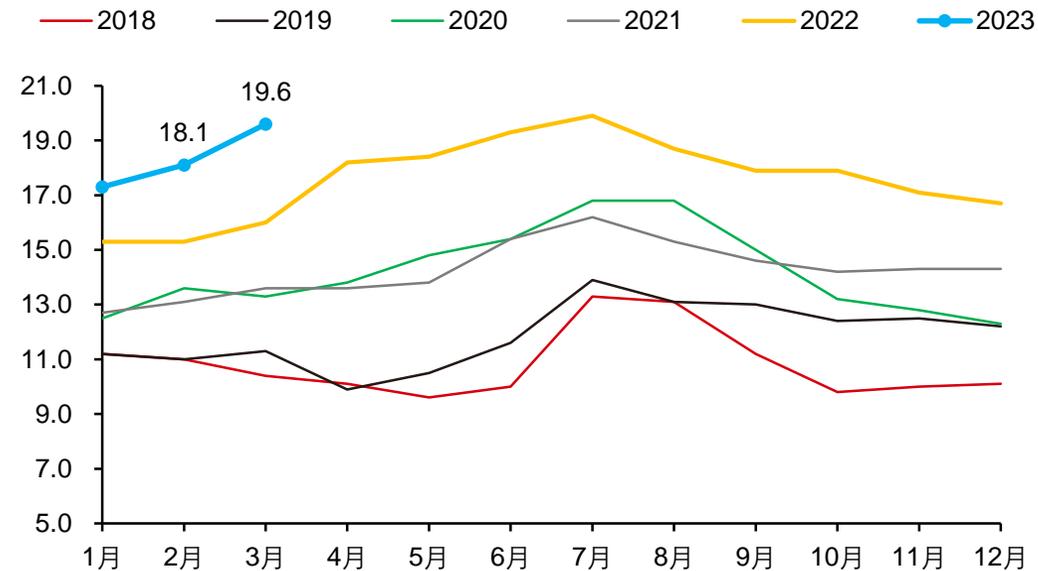
- 消费两年平均增速并未提升，3月消费直接同比增长10.6%，但两年平均增长3.3%（低于1-2月的5.1%）
- 调查失业率降低至5.3%，但16-24岁的年轻人口失业率进一步走高到19.6%

总体消费增速10.6%



数据来源: Wind, 中信证券研究部

16-24岁人口失业率曲线处于较高水平 (19.6%, 前值18.1%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/305220141341012012>