

供需两端持续修复

—宏观深度报告

所属部门：总量研究部

报告类别：策略研究报告

报告时间：2023 年 4 月 26 日

分析师：陈雳

执业证书：S1100517060001

联系方式：chenli@cczq.com

分析师：崔裕

执业证书：S1100120080004

联系方式：cuiyu@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 川财宏观观点：供需两端持续修复

消费的提振在需求端仍有较大发力空间，消费对经济增长的贡献将大幅提高。消费是经济增长的稳定器和压舱石，也是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎。随着消费市场复苏、消费活动的恢复，有利于推动服务业的整体复苏，同时销售端的恢复也将促进制造业利润修复与投资回升，进一步带动失业率的下降与人均收入的上升，从而促进社会整体预期好转，推动我国经济良性循环发展，保障我国经济的稳定良好运行。

强化居民消费意愿，降低居民储蓄率的核心在于，降低经济不确定性，通过稳增长、促收入相关政策手段，推动经济复苏，使经济保持稳健增长，降低失业率，提升各行各业景气度，重点为受疫情影响较大的行业纾困，进一步增加居民收入，将有利于带动居民信心修复，促进居民储蓄意愿降低，消费潜力逐步释放。

稳健的货币政策精准发力。一方面运用传统型货币政策，保持市场流动性整体合理充裕，稳固市场信心，另一方面，更加注重结构性货币政策工具的运用，继续有针对性地加大对制造业、绿色行业、“两新一重”等新动能领域的信贷支持，信贷资源继续向重点领域和薄弱环节倾斜，巩固经济运行回升势头。

积极的财政政策提质增效。我国政府债务水平以及宏观杠杆水平仍处在良好状态，2023 年继续推行积极的财政政策具有可靠的基础和条件，专项债、税收政策、政府采购等仍有可为。一方面今年专项债额度将会保持宏观杠杆率稳定；另一方面，今年推动经济好转复苏仍需要专项债发力，专项债的发行会兼顾到稳增长和防风险的协调。除了地方政府专项债之外，政策性、金融性开发工具的运用也对基建投资起到重要拉动。

今年 GDP 增长目标定在了 5% 左右，这一目标既释放了我国经济基本面向上修复的信心，也考虑到了今年我国经济运行中的潜在挑战。从最近公布的经济数据来看，国内经济稳步复苏态势进一步明确；流动性方面，预计今年全年国内宏观流动性将保持合理充裕，相对宽松的货币政策也为 A 股提供流动性基础，工业企业利润也有望进一步恢复。

❖ 风险提示：宏观经济不及预期，出现严重信用事件，政策变化不及预期。

正文目录

一、前瞻数据表现：经济景气水平回升	4
二、一季度经济增长超出市场预期	4
二、生产指标：工业企业生产预期总体改善	5
三、消费增速恢复较快	7
四、固定资产投资仍处于弱修复	8
五、PPI 同比增速继续回落	9
六、CPI 同比增速温和回升	10
七、新增社融超出市场预期	11
八、后续宏观形势展望	12
风险提示	14

图表目录

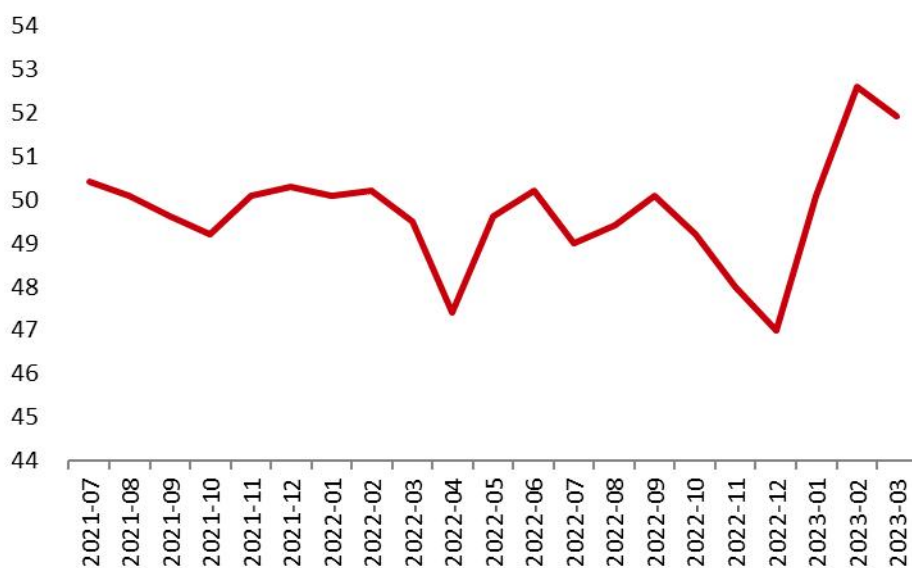
图 1. 制造业 PMI 高于临界点	4
图 2. 一季度经济增速超出市场预期	5
图 3. 工业增加值增速出现放缓	6
图 4. 工业增加值环比增速	6
图 5. 高技术产业增速	6
图 6. 消费较快恢复	7
图 7. 我国社零同比增速回升空间大	7
图 8. 行业固定资产投资累计同比增速	8
图 9. 房地产行业部分指标累计同比增速	8
图 10. 地方政府专项债额度	9
图 11. PPI 同比增速持续回落	10
图 12. 上游原材料价格有所回调	10
图 13. 黑色、有色金属价格环比回升	10
图 14. CPI 同比增速温和回升	11
图 15. 食品项涨幅较高	11
图 16. 新增社融大幅超出市场预期	12
图 17. M2-M1 剪刀差扩大	12

一、前瞻数据表现：经济景气水平回升

制造业生产经营活动稳固恢复。3 月份制造业 PMI 为 51.9%，较上月下降 0.7 个百分点，高于临界点，我国经济景气水平明显回升。当前市场主体活力、居民消费潜力和产业升级动力持续释放，工业经济稳步回升态势保持不变，制造业为宏观经济复苏提供动力，为稳定经济大盘打下坚实基础。宽松稳健的货币政策更加精准有力，在各项存量和增量政策大力支持下，多举措助力稳增长。我国政府债务水平以及宏观杠杆水平仍处在良好状态，2023 年继续推行积极的财政政策具有可靠的基础和条件，专项债、税收政策、政府采购等仍有可为，经济恢复信心充足。

从不同企业规模来看，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.6%、50.3%和 50.4%，低于 2 月 0.1、1.7 和 0.8 个百分点，比 2 月相比有不同程度回落，但均连续两个月位于景气区间。结构性货币政策加大对制造业、民营小微企业的支持力度，在一系列促进工业经济平稳增长等政策措施的大力支持下，中小企业受抑制的产需将会逐步恢复。

图 1. 制造业 PMI 高于临界点



资料来源：iFinD，川财证券研究所

二、一季度经济增长超出市场预期

一季度经济增速超出市场预期。一季度 GDP 同比增长 4.5%，预期 4%，去年四季度增速为 2.9%。今年以来，我国多措并举支持实体经济发展，一方面稳健的货币政策精准有力，充分发挥货币政策总量调节和结构调节的双重功能，既保持流动性合理充裕又有效调整经济结构。另一方面积极的财政政策提质增效，进一步完善税费支持政策，持续优化营

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

商环境，着力纾解企业困难，为中小微企业生产注入活力。我国坚定实施扩大内需战略，强化居民消费意愿，通过稳增长、促收入相关政策手段，降低失业率，提升各行各业景气度。

图 2. 一季度经济增速超出市场预期



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

展望二季度及全年，虽然外贸将持续受到外需走弱影响，但我国经济韧性强、潜力大、活力足的基本面没有改变，“稳增长、扩内需”政策持续发力，国内消费市场持续复苏，基建投资保持旺盛，国内宏观经济将继续保持稳步修复态势，全年 GDP 实现 5% 增速目标确定性较强。

三、生产指标：工业企业生产预期总体改善

一季度全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%。今年我国 GDP 增长目标定在了 5% 左右，这一目标既释放了经济基本面向上修复的信心，也考虑到了今年我国经济运行中存在的潜在挑战。展望后续来看，稳增长战略持续发力，并且多项金融扶持政策能够进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度，能够明显地起到助企纾困的效果，创造更加适宜的融资环境，稳定中小微企业经营预期，最终帮助企业渡过难关。



图 3. 工业增加值增速出现放缓



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

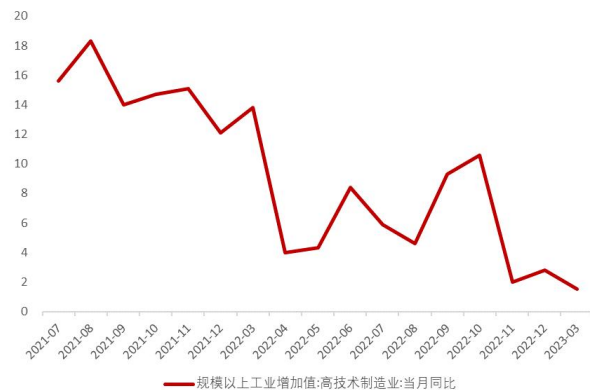
3 月份, 工业增加值同比增速从上月的 2.4% 上升到 3.9%, 去年的低基数是工业增加值修复增速出现放缓, 去年的低基数此次增速大幅增长的一个重要原因, 如果采用两年的平均增速来看, 今年 3 月工业增加值的同比增速低于 2 月份。

图 4. 工业增加值环比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 5. 高技术产业增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

展望后续来看, 稳增长战略仍需持续发力, 多措并举稳增长, 并且多项金融扶持政策能够进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的

支持力度，能够明显地起到助企纾困的效果，创造更加适宜的融资环境，稳定中小微企业经营预期，最终帮助企业渡过难关。

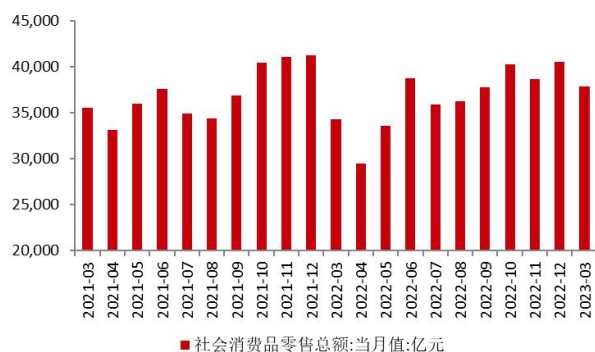
四、消费增速恢复较快

一季度社会消费品零售总额 11.49 万亿元，比上年增长 5.8%。进入 2023 年，消费对经济增长的贡献将大幅提高，作为经济增长的持久动力，在传统消费基础上，顺应消费升级趋势，培育新型消费，扩大服务型消费供给，满足居民个性化消费需求。

当前疫情影响减退，居民生产生活进入正常轨道，今年消费市场有望整体回暖，消费升级趋势将持续。一方面，消费需求修复，行业复苏将是今年消费市场的主要趋势之一，疫情期间受到影响较大的餐饮、旅游、住宿消费，随着防控政策的优化，消费场景恢复，相关行业预计将实现良好复苏。另一方面，消费升级持续，消费者需求日趋多元化，将不断催化行业新业态、新模式的出现。

随着我国消费市场整体实现初步复苏，消费活动恢复，被压制了三年的旅游需求迎来集中释放，今年以来春节、清明等节假日旅游出游人数同比实现高增，旅游业实现较快复苏。整体来看，五一假期旅游业将延续快速恢复趋势，旅游人次预计实现较快增长，旅游消费实现较快修复，旅游、酒店、交通运输相关行业预计在小长假催化下实现进一步复苏。

图 6. 消费较快恢复



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 7. 我国社零同比增速回升空间大



资料来源：iFind，川财证券研究所

通过合理的激励政策，叠加经济复苏和消费场景修复，将有助于疫后降低防御性存款，增加居民消费支出，释放消费潜力。一方面要加大对居民消费需求的扶持力度，推动个人消费贷款合理投放，因地制宜增加消费券发放等，针对汽车、家电、住房等大宗消费出台阶段性的定向支持政策。发放消费券乘数效应明显，带动消费成倍增长，已成为了提振消费信心、助力复工复产、促进经济回暖的重要方式。另一方面，在传统消费基础上，顺应消费升级趋势，培育新型消费，扩大服务型消费供给，满足居民个性化消费需求。

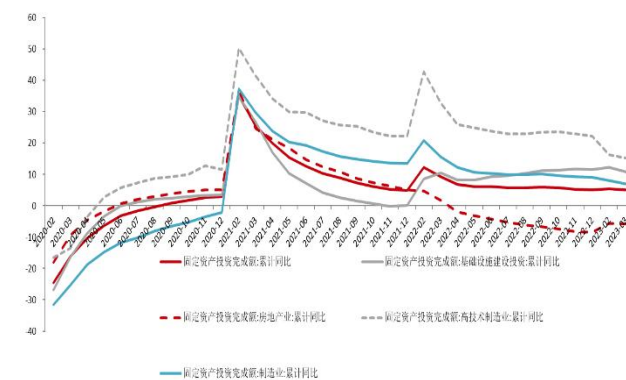
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

求。展望全年，我国经济韧性较强，居民消费潜力较大，随着我国经济较快复苏，叠加“稳增长，促消费”政策进一步发力释放消费潜力，消费相关行业将进一步回暖。

五、固定资产投资仍处于弱修复

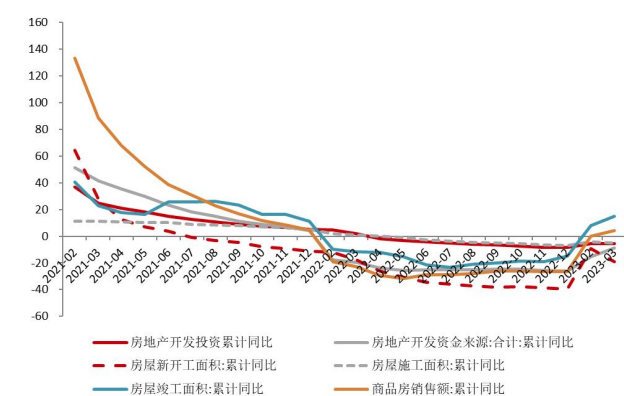
固定资产投资稳固增长，高技术产业投资快速增长。分领域看，一季度基础设施投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，房地产开发投资下降 5.8%。当前我国经济工作仍以稳增长为主，基建投资持续发力，专项债补短板效果显著，拉动经济平稳增长。2023 年基建投资和制造业投资仍将继续担起稳增长、促增长重任。数字化和智能化、碳中和与绿色发展是我国制造业产业转型升级的重点方向，高端制造业的转型升级将会带来大量设备更新和改造需求。

图 8. 行业固定资产投资累计同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

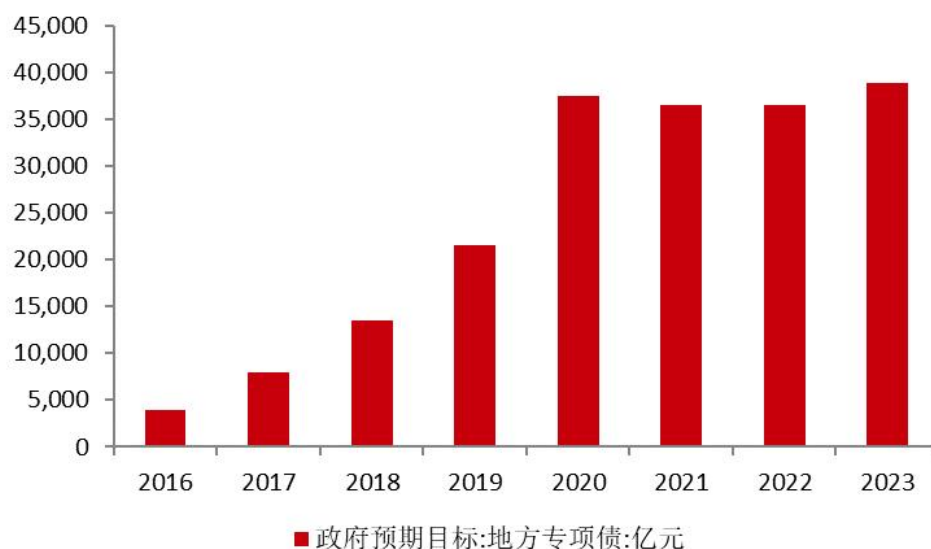
图 9. 房地产行业部分指标累计同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

截至 4 月 25 日，今年以来，已发行新增专项债 15352.28 亿元，整体高于去年同期，占全年专项债新增限额的 40.4%。这也说明了今年财政前置的积极信号，专项债是形成实物工作量的重要推动力。

图 10. 地方政府专项债额度

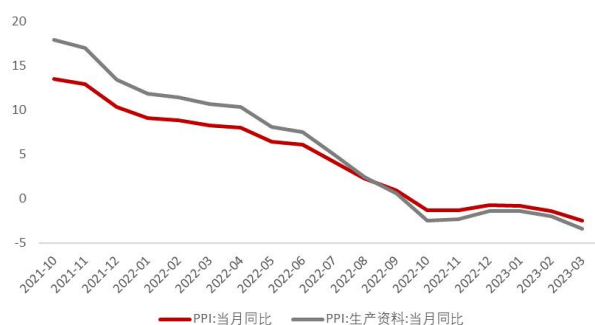


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

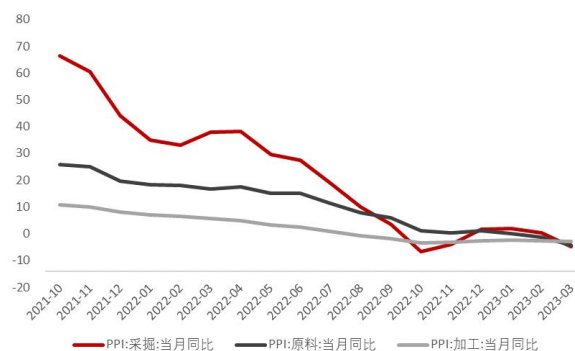
六、PPI 同比增速继续回落

3 月 PPI 同比下降 2.5%，主要受上年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。环比来看，3 月 PPI 受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行影响较大，输入性因素推动国内石油、有色金属相关行业价格下行，其中石油和天然气开采业价格下降 0.9%；而煤炭价格方面，当前国仍然需要加大对大宗商品保供稳价政策的力度，加速释放产能保障能源供应，同时增加能源战略储备，维持国内市场供需结构平衡，保证大宗商品尤其是煤炭价格在合理区间运行，煤炭生产稳定。再加上气温回升采暖用煤需求减少，因此 3 月煤炭开采和洗选业价格下降 1.2%。

后市方面，随着国内经济的复苏、需求回暖，CPI 有望温和回升，但出现持续通胀的概率较低；PPI 方面，随着国内需求的逐步回暖叠加政策发力，有望对商品需求构成一定支撑，后市 PPI 有望逐步回暖。

图 11. PPI 同比增速持续回落


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 12. 上游原材料价格有所回调


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 13. 黑色、有色金属价格环比回升

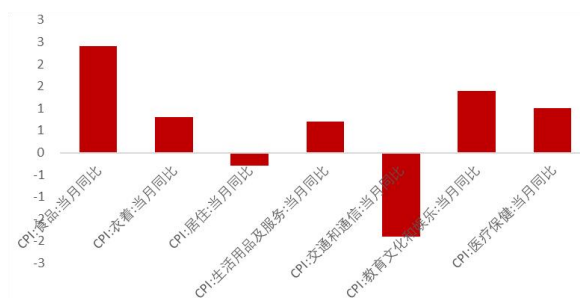

资料来源：iFinD，川财证券研究所

七、CPI 同比增速温和回升

CPI 环比下降，同比上涨。3 月份，天气回暖，蔬菜大量上市，供应充足，价格大幅回落，环比下降 7.2%，降幅较上月扩大 2.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。猪肉方面，一方面消费需求较冬季出现回落，另一方面存栏充裕，猪肉供给充足，受此影响猪肉价格下降 4.2%，降幅收窄 7.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。总体来看，3 月食品价格下降 1.4%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。而非食品中，商务、旅游等出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格分别上涨 3.5% 和 2.9%。伴随车企促销活动，汽车价格也出现回落，燃油小汽车价格环比下降 1.9%。

图 14. CPI 同比增速温和回升


资料来源: iFind, 川财证券研究所

图 15. 食品项涨幅较高


资料来源: iFind, 川财证券研究所

八、新增社融超出市场预期

从总量看，3 月新增社融 5.38 万亿元，同比多增 7079 亿元；3 月末社融存量增速达到 10%，较上月回升 0.1 个百分点，社融规模明显好于市场预期，充分展现出在稳增长政策持续发力下，实体经济融资需求大幅回升，推动社融走强，经济复苏信心充足。

分结构来看，一季度人民币贷款增加 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元，企业部门的信贷需求强于居民部门。一季度居民短期贷款新增 1.71 万亿元，其中，短期贷款增加 7653 亿元，中长期贷款增加 9442 亿元。消费需求修复将是今年市场的主要趋势，居民消费需求在这个春天得以释放。另外，当前稳地产政策频出，在房地产政策边际改善带动下，居民改善型住房需求得到了支持，居民购房需求有望逐步回暖。一季度企业贷款增加 8.99 万亿元，其中，短期贷款增加 3.17 万亿元，中长期贷款增加 6.68 万亿元，票据融资减少 9803 亿元。一季度企业中长期贷款需求大幅改善，政策支持和基建发力都是重要影响因素。而票据融资大幅减少，说明实体融资需求稳增长政策的助力出现了明显修复，信贷结构迎来了改善。

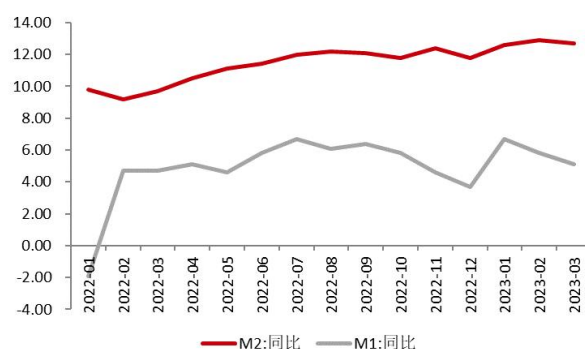
直接融资方面，一季度政府债券净融资新增 1.83 万亿元，同比多增 2470 亿元，今年财政靠前发力，地方政府债券发行节奏前置，政府债融资总体平稳。一季度企业债券净融资 8480 亿元，同比少增 4718 亿元，在政策带动下，今年企业定增融资增加，债券融资相对较弱。

图 16. 新增社融大幅超出市场预期



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 17. M2-M1 剪刀差扩大



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

M1、M2 均维持较高增速。3 月 M2 同比增速 12.7%，增速分别比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点，企业的经营和投资活动显著改善。3 月 M1 同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点，可能与企业持有活期存款有关，随着企业经营不断复苏，企业现金流增加。

九、后续宏观形势展望

消费的提振在需求端仍有较大发力空间，消费对经济增长的贡献将大幅提高。消费是经济增长的稳定器和压舱石，也是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎。随着消费市场复苏、消费活动的恢复，有利于推动服务业的整体复苏，同时销售端的恢复也将促进制造业利润修复与投资回升，进一步带动失业率的下降与人均收入的上升，从而促进社会整体预期好转，推动我国经济良性循环发展，保障我国经济的稳定良好运行。强化居民消费意愿，降低居民储蓄率的核心在于，降低经济不确定性，通过稳增长、促收入相关政策手段，推动经济复苏，使经济保持稳健增长，降低失业率，提升各行各业景气度，重点为受疫情影响较大的行业纾困，进一步增加居民收入，将有利于带动居民信心修复，促进居民储蓄意愿降低，消费潜力逐步释放。

稳健的货币政策精准发力，一方面运用传统型货币政策，保持市场流动性整体合理充裕，稳固市场信心，另一方面，更加注重结构性货币政策工具的运用，继续有针对性地加大对制造业、绿色行业、“两新一重”等新动能领域的信贷支持，信贷资源继续向重点领域和薄弱环节倾斜，巩固经济运行回升势头。我国政府债务水平以及宏观杠杆水平仍处在良好状态，2023 年继续推行积极的财政政策具有可靠的基础和条件，专项债、税收政策、政府采购等仍有可为。一方面今年专项债额度将会保持宏观杠杆率稳定；另一方面，今年推动经济好转复苏仍需要专项债发力，专项债的发行会兼顾到稳增长和防风险的协调。除了地方政府专项债之外，政策性、金融性开发工具的运用也对基建投资起到重要拉动。

今年 GDP 增长目标定在了 5% 左右，这一目标既释放了我国经济基本面向上修复的信心，也考虑到了今年我国经济运行中的潜在挑战。从最近公布的经济数据来看，国内经济稳步复苏态势进一步明确；流动性方面，预计今年全年国内宏观流动性将保持合理充裕，相对宽松的货币政策也为 A 股提供流动性基础，工业企业利润也有望进一步恢复。

风险提示

宏观经济不及预期

出现严重信用事件

政策变化不及预期

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明