

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

黄昕（联系人） 博士

中信证券研究部 宏观研究员

2023年4月27日

# 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，结构性货币工具上有保有压，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。

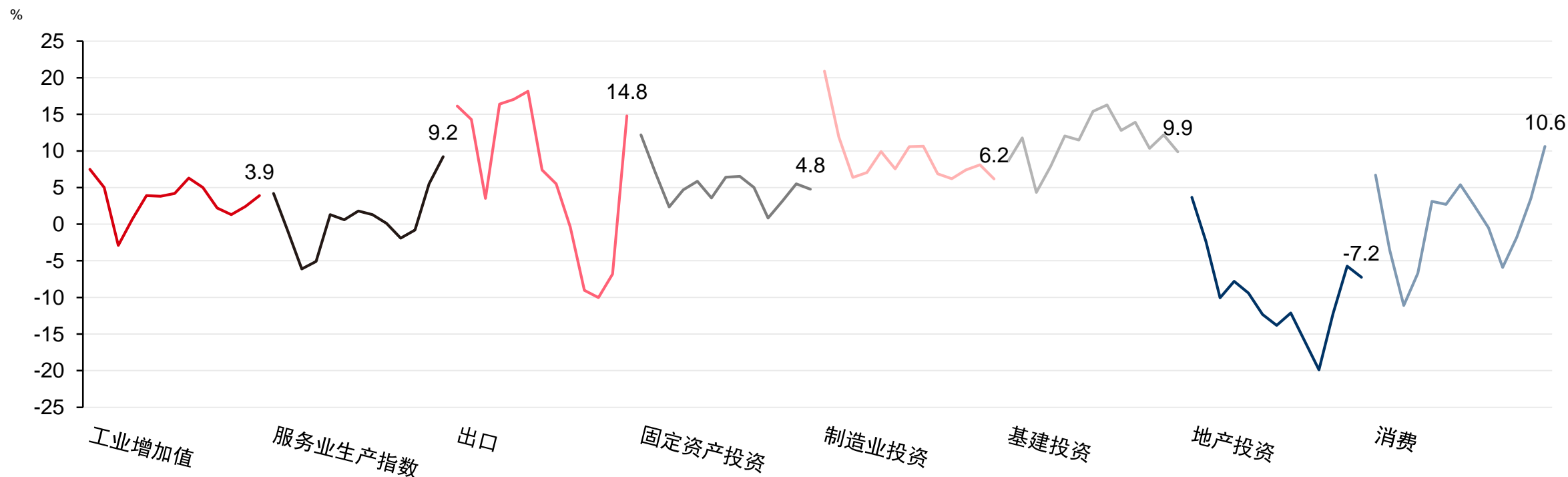


资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：图示历年GDP名义值，2023年Q2-Q4数据为预测值。

# 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）

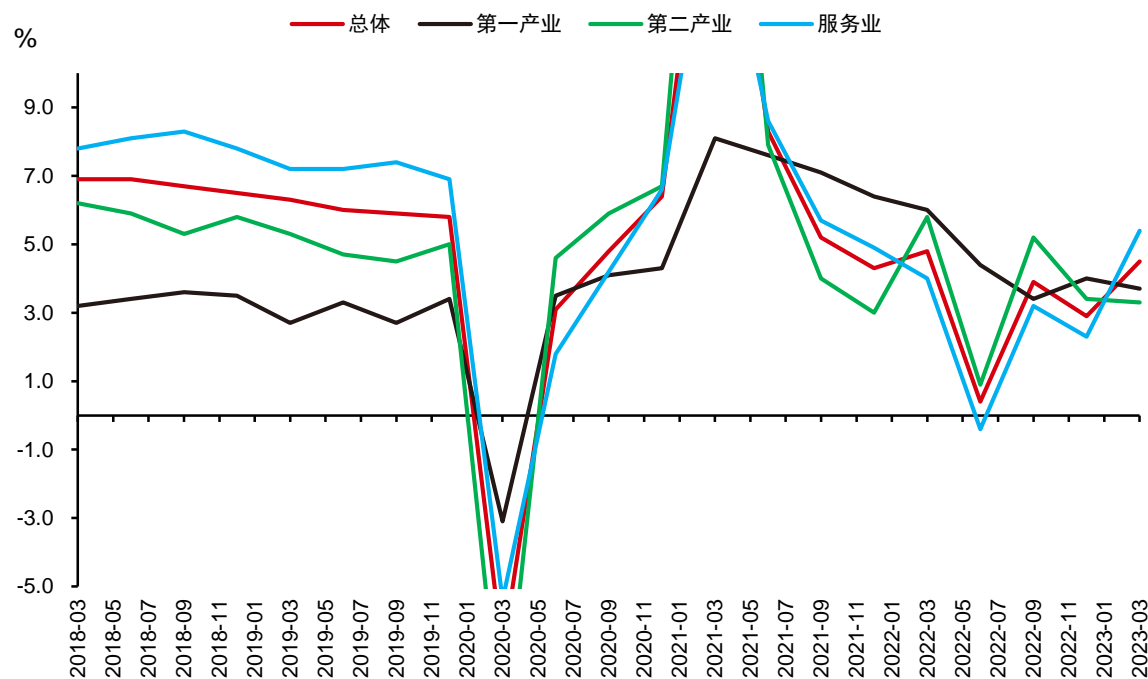


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：图示均为单月同比增速，投资单月增速为中信证券研究部测算，出口按美元计价。工业增加值、出口使用1-2月合并的同比增速。

# 一、服务业快速修复

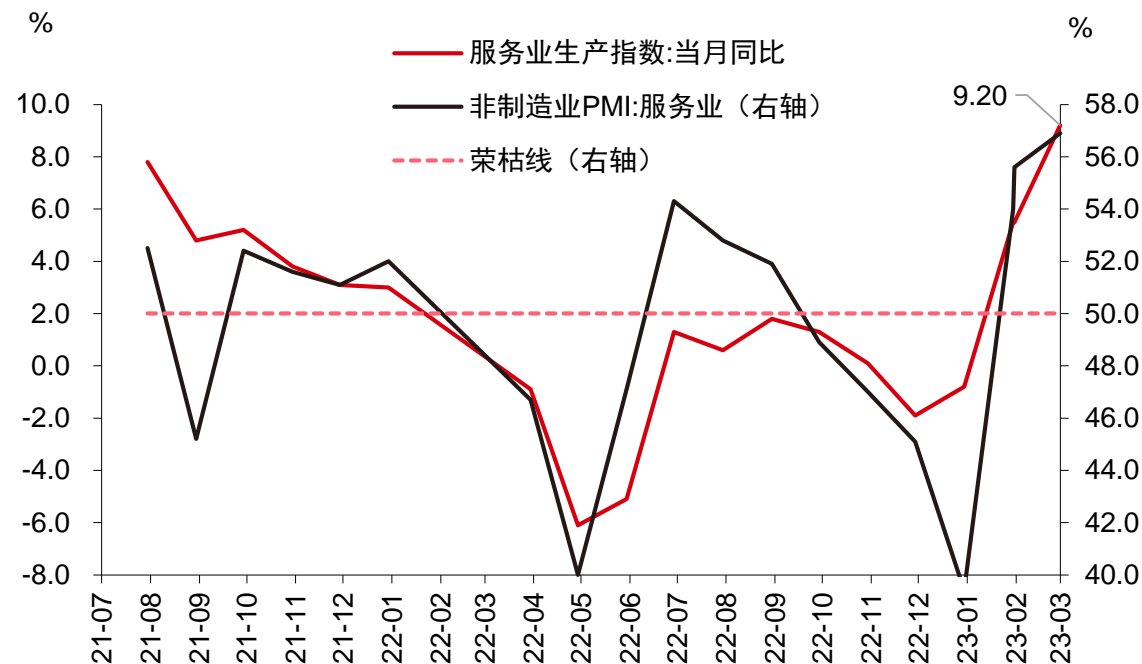
- 服务业修复较快，现代服务业、接触性聚集性服务业增长均较快。
- 一季度，服务业GDP同比增长5.4%，比上季度加快3.1个百分点。特别是，住宿餐饮、信息软件技术、金融、租赁商务、批发零售业分别同比增长13.6%、11.2%、6.9%、6.0%、5.5%。
- 3月，全国服务业生产指数同比增长9.2%，前值1-2月份为5.5%。

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

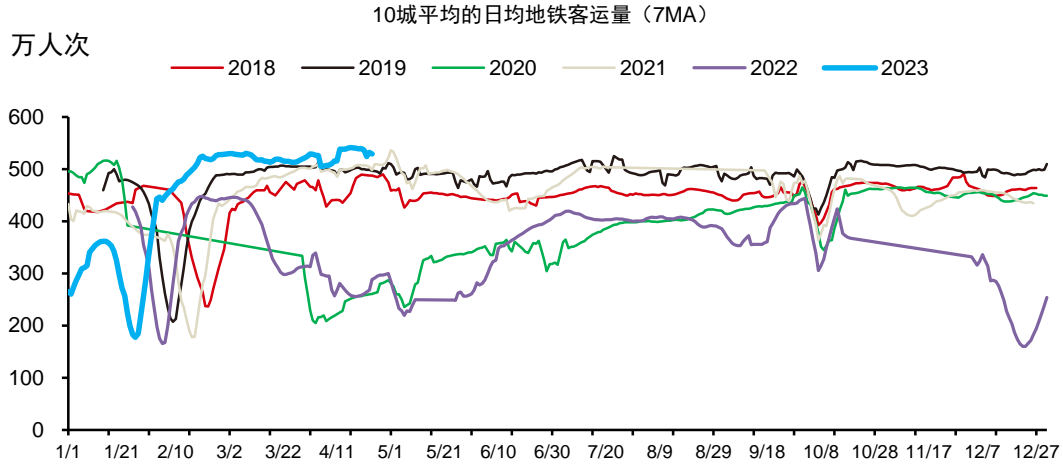


资料来源：Wind，中信证券研究部。

# ✈️ □ 交通出行创造更多接触场景

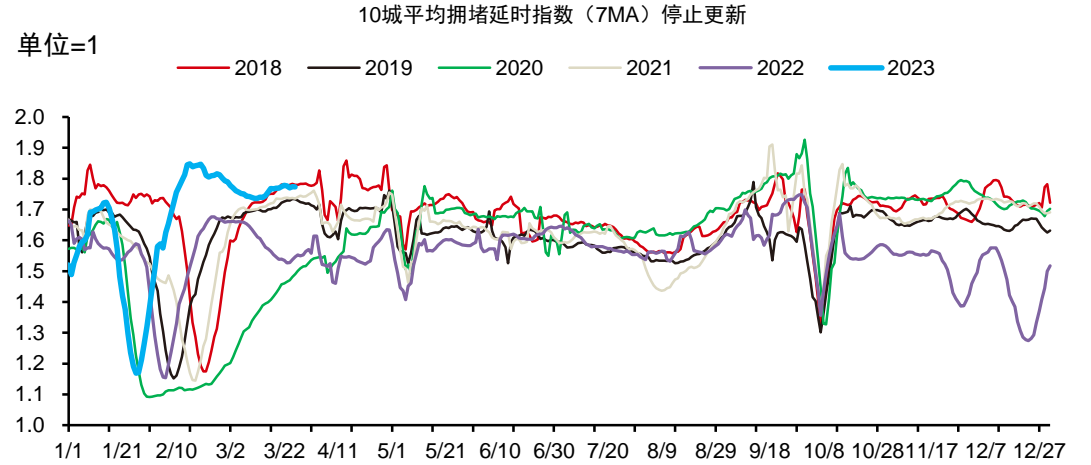
## ——近期高频指标走势佐证经济逐渐修复，内生动能增强

### 城市地铁客运量反映城市活跃度较高



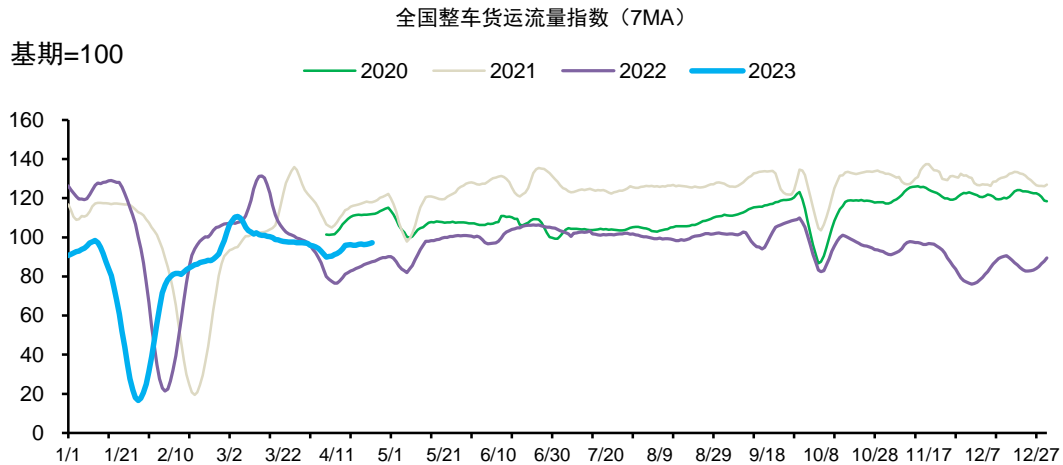
数据来源：Wind，中信证券研究部

### 拥堵指数处于高位



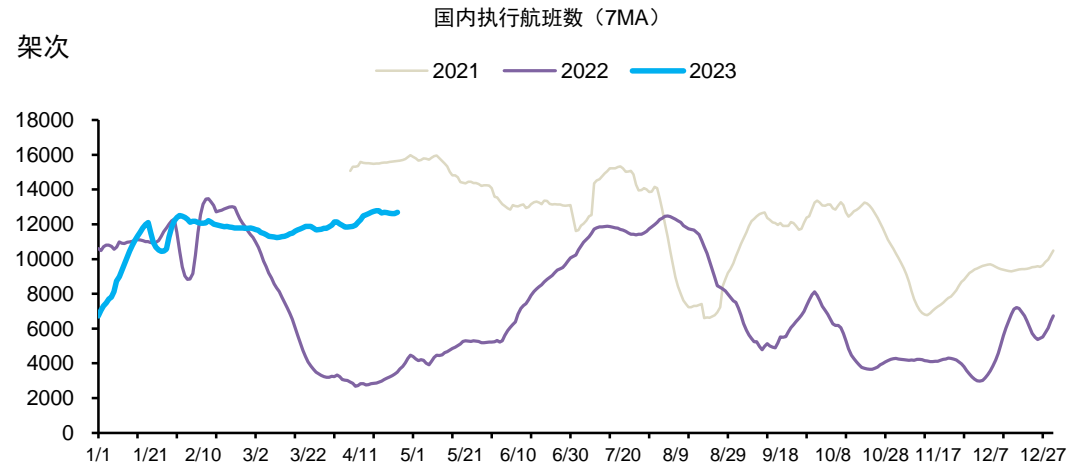
数据来源：Wind，中信证券研究部。2023-03-26（停更）

### 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



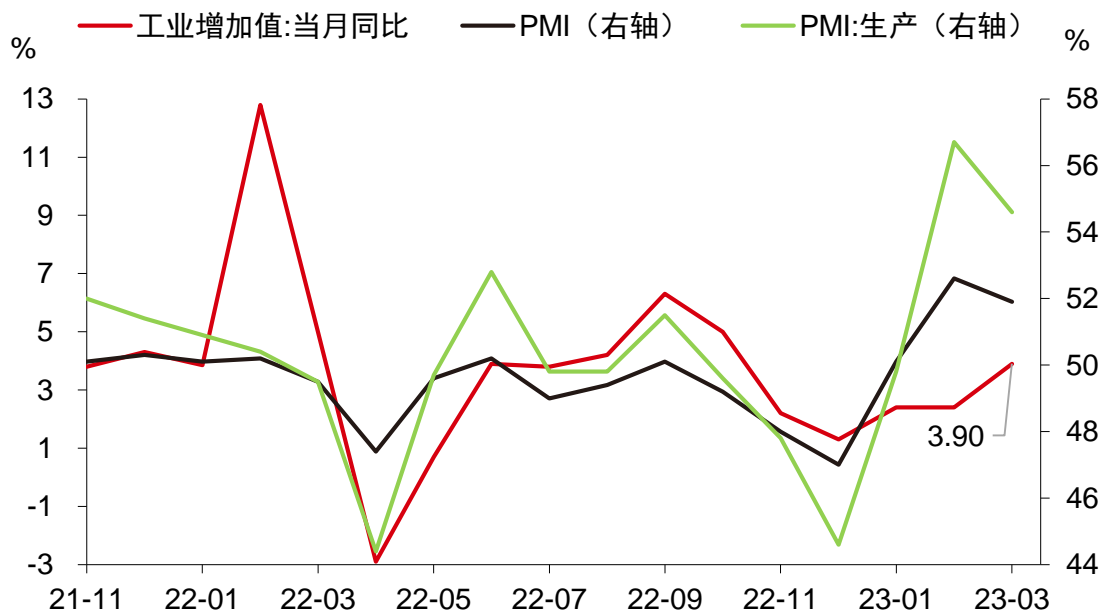
数据来源：Wind，中信证券研究部



## 二、工业情况相对总体情况略弱

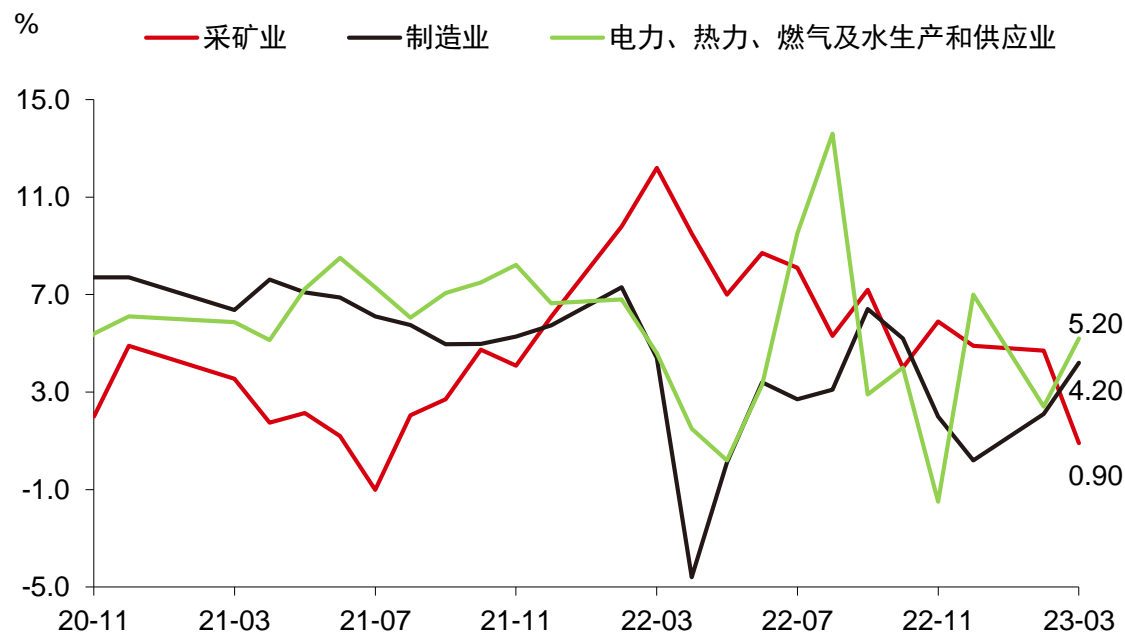
- 3月份，工业增加值同比增长3.9%，低于Wind一致预期的4.2%，3月的两年平均增速为4.4%，低于1-2月的两年平均（4.9%），可见工业增长略为乏力。
- 分三大门类看，3月采矿业增加值同比增长0.9%，制造业增长4.2%，电热燃水产供业增长5.2%，采矿业增长相对迟缓。分产品看，3月，太阳能电池、新能源汽车产量分别同比增长69.7%、33.3%，较1-2月的40.8%、16.3%回升。

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



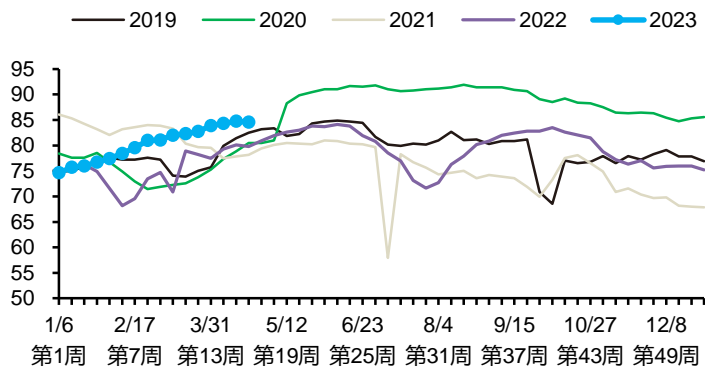
数据来源: Wind, 中信证券研究部

# 工业结构有一定分化

## ——近期高频指标走势

### 高炉开工高位 (%)

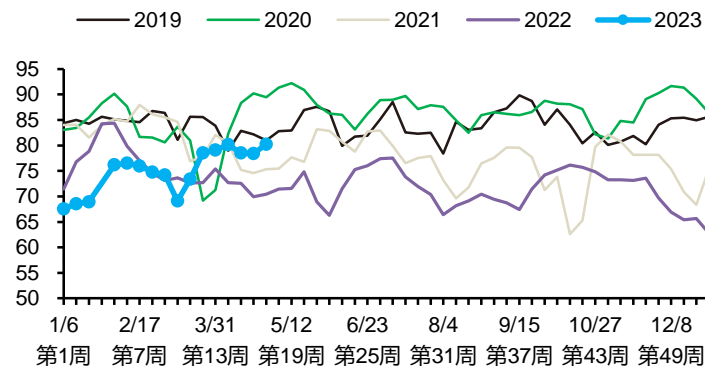
高炉开工率 (247家, 周五)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

### PTA开工率改善 (%)

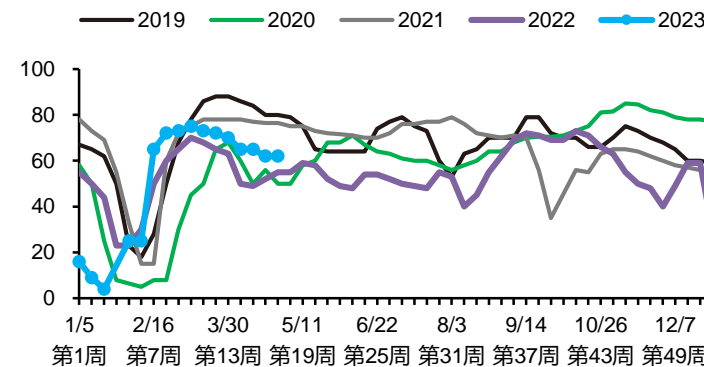
PTA开工率 (周五)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

### 织造聚酯开工率回落 (%)

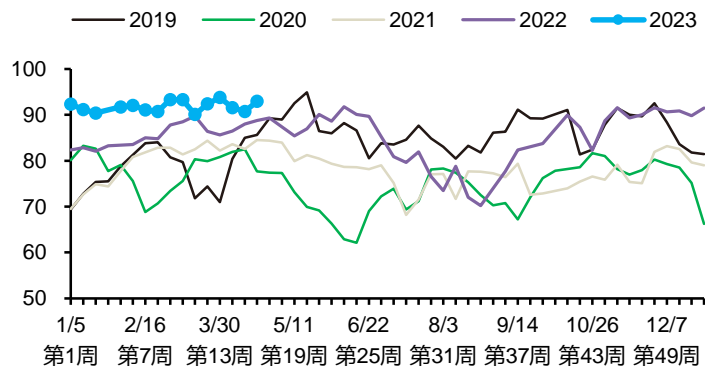
织造 (聚酯) 开工率 (周四)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

### 纯碱开工较高 (%)

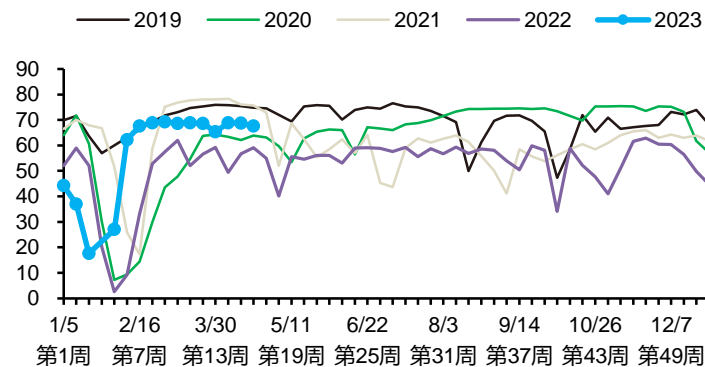
纯碱开工率: (周四)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

### 汽车开工稳定 (%)

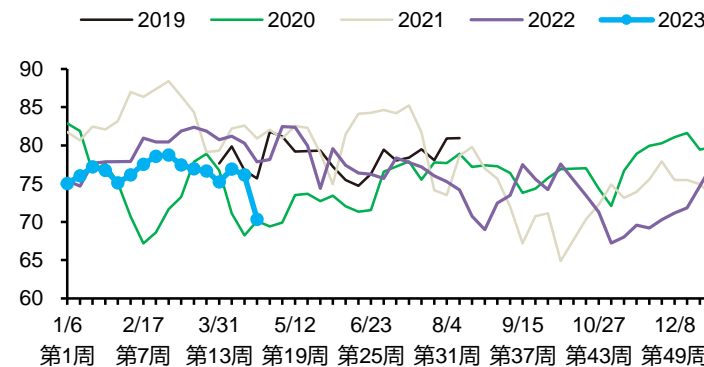
汽车全钢胎开工率 (周四)



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)

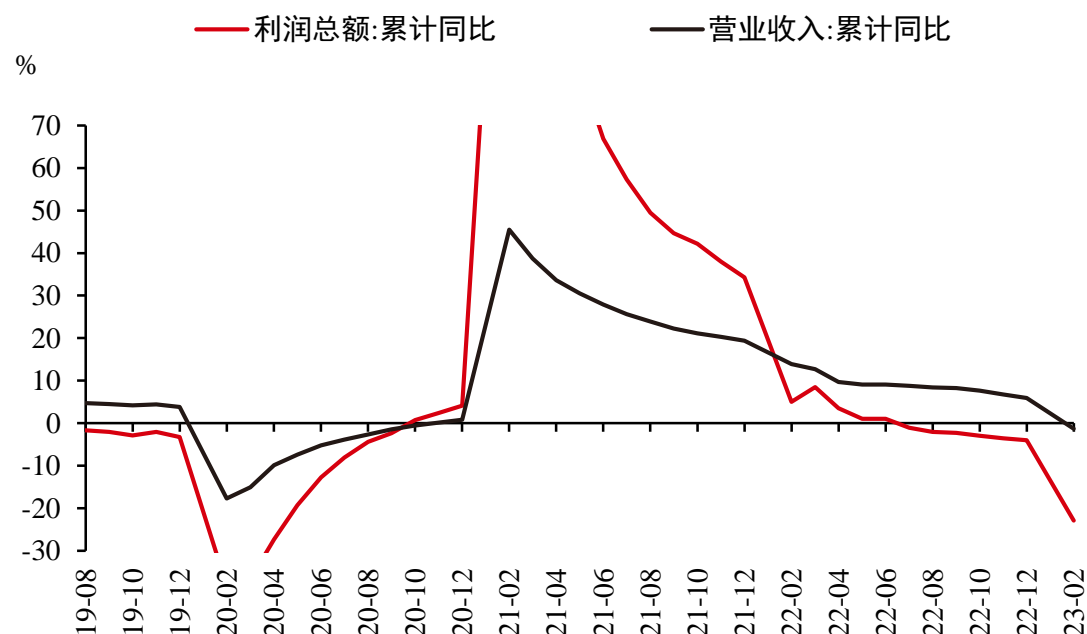


数据来源: Wind, 中信证券研究部

# 工业企业利润指标可能存在低估

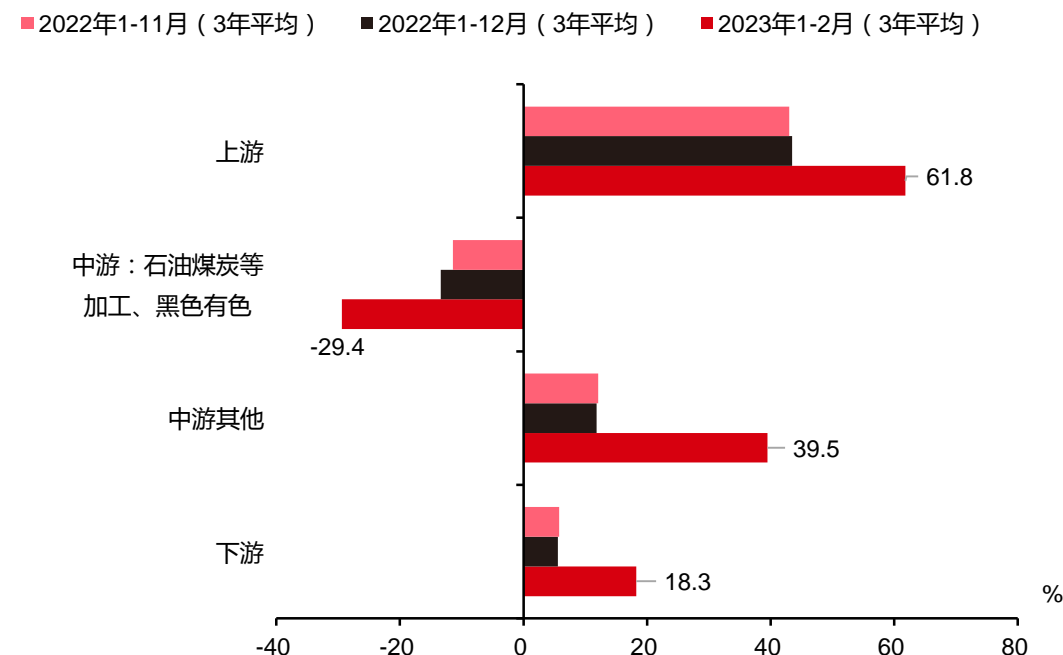
- 3月27日发布工业企业利润数据，2023年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%（较前值下降18.9个百分点）
- 1-2月，实现营业收入19.30万亿元，同比下降1.3%。营业收入利润率为4.60%，同比下降1.29个百分点。

## 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 (%)

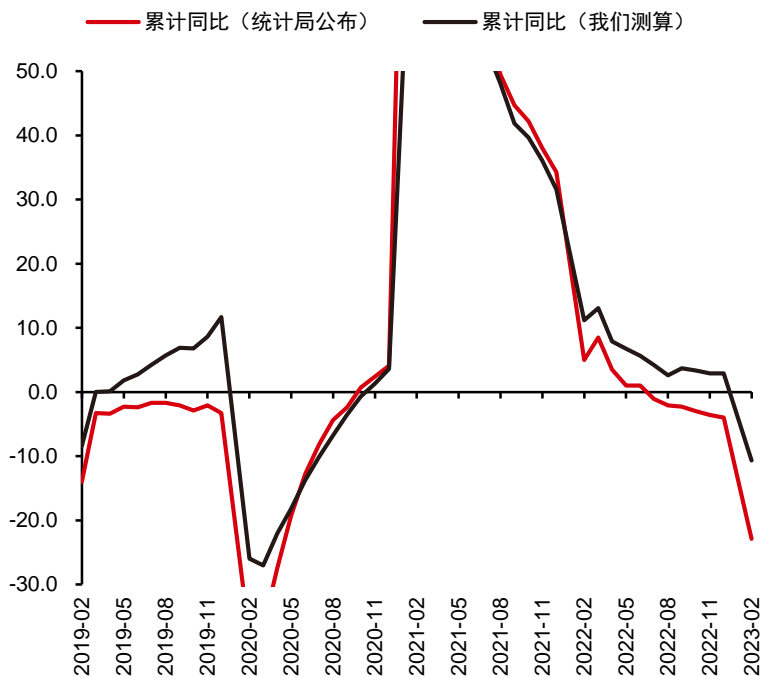


数据来源：Wind，中信证券研究部。图示各行业工企利润同比增速。

# 工业企业利润指标虽低，但可能略低估工业景气

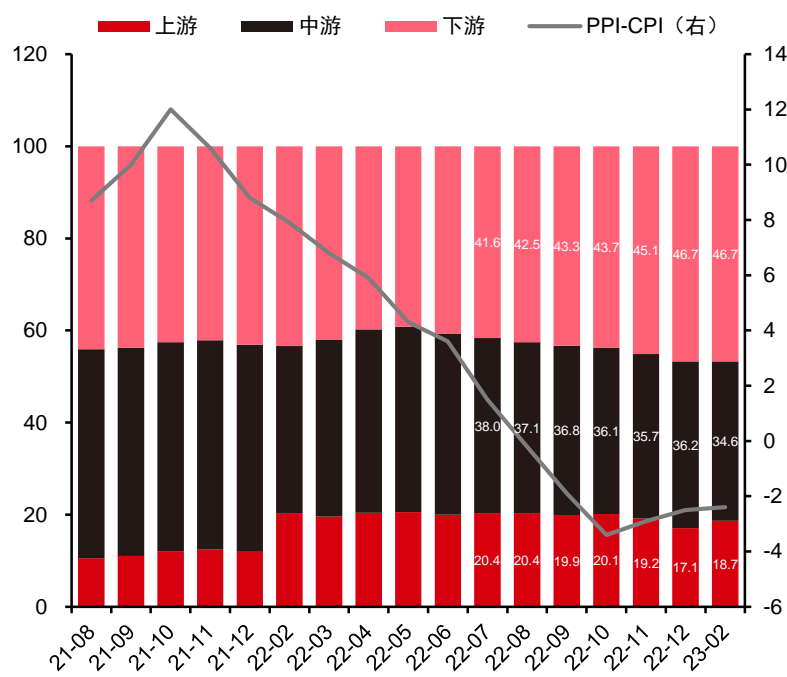
- 我们测算的2022年测算的利润增速高于实际的利润增速，原因可能在于2022年营业外利润下行较多。我们测算的2023年（截至2月）利润增速高于实际的利润增速，部分原因在于“企业税金及附加”项，即1-2月政府减税降费力度同比略有回落。
- 分行业看，1-2月，利润整体同比减少2700亿元，主要是化学原料化学制品（-650亿）、计算机通信（-580亿）、石油煤炭燃料（-360亿）、黑色金属冶炼（-300亿）、汽车制造业（-300亿）。
- 分省看，主要贡献来源浙江（-360亿）、江苏（-300亿）、山东（-270亿）、广东（-270亿）、辽宁（-260亿）。
  - 1季度，国内增值税增长12.2%，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

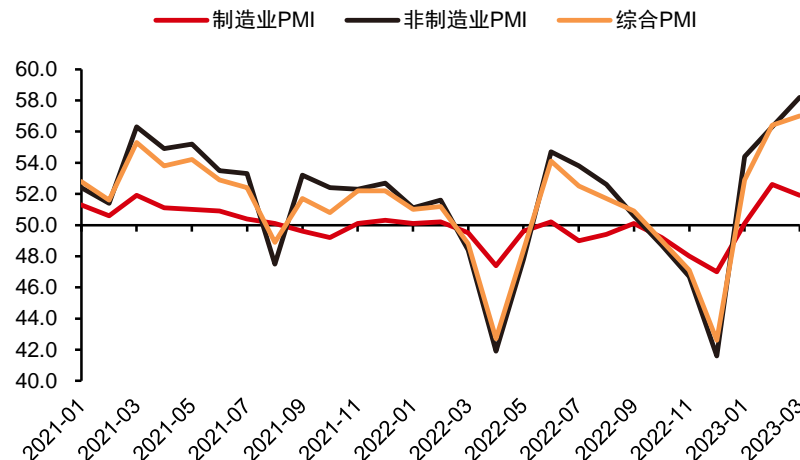
减：营业外支出

### 三、利润总额（含所得税）

# PMI 指标显示后续预期向好

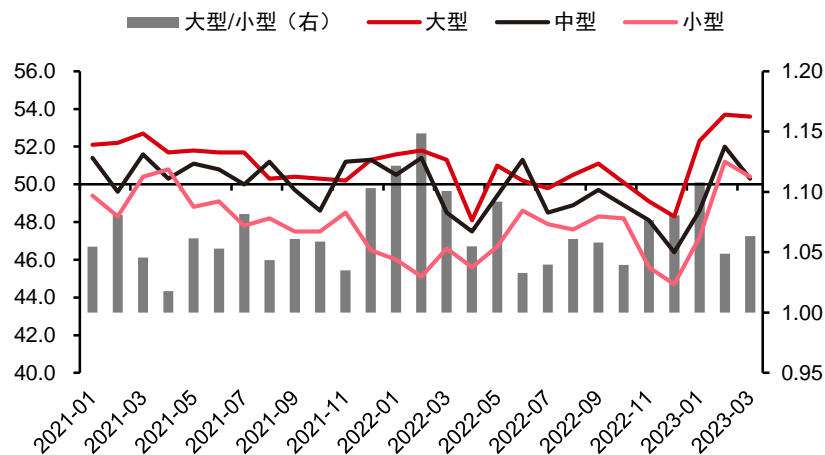
- PMI较1-2月平均值提升
  - PMI是季调指标，3月有“负调项”
- 服务业弹性大于工业
- 大型（央国企）企业持续领先中、小企业
- 分项指标运行良好
- 非制造业商务活动指数的构造方法不同于制造业

## 非制造业PMI表现较强



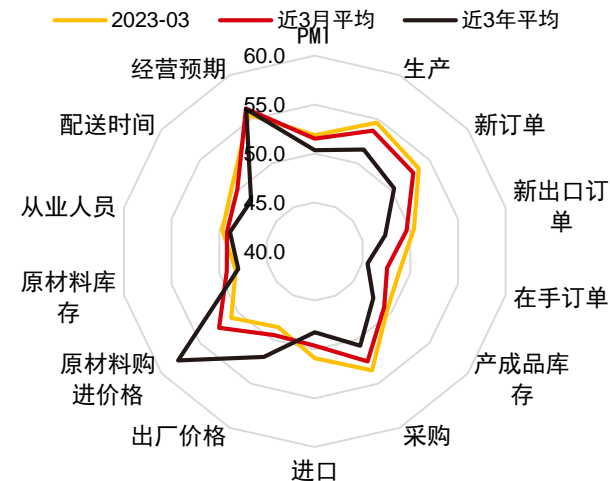
数据来源：Wind，中信证券研究部

## 大企业PMI持续景气



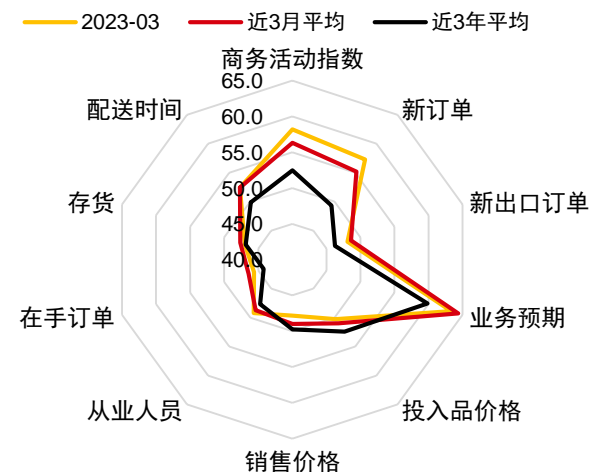
数据来源：Wind，中信证券研究部

## 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

## 非制造业高景气

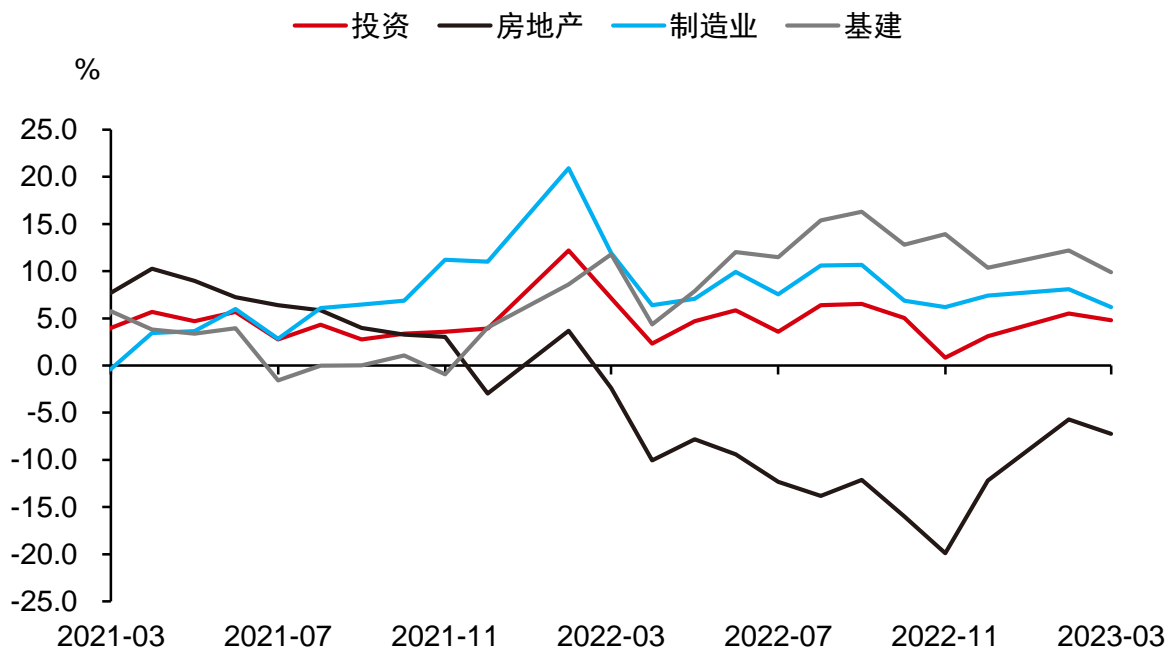


数据来源：Wind，中信证券研究部

### 三、基建投资保持高增速，专项债发行稳步增长

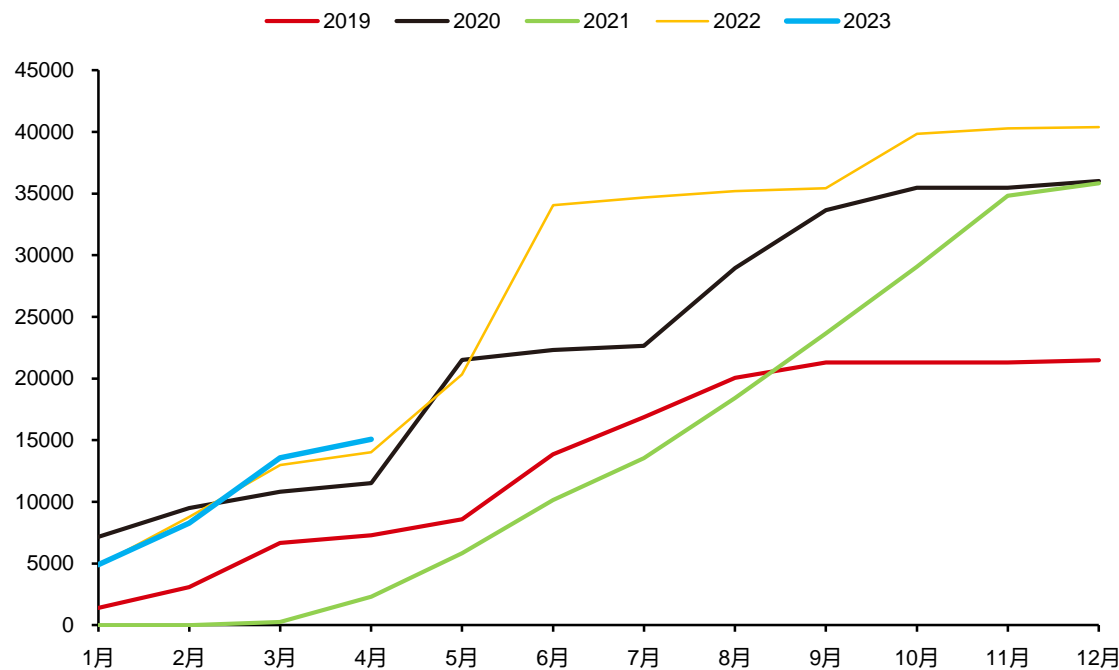
- 3月单月投资增速4.8%，前值1-2月为5.5%。分结构看，3月房地产、制造业、基建（广义）的投资增速分别为-7.2%、6.2%、9.9%，前值分别为-5.7%、8.1%、12.2%，可见投资各分项均出现不同程度回落。
- 基建投资增速略回落，但仍保持较高水平。事实上，电热燃水产供、铁路运输、道路运输、水利等领域投资增速相对较快，1-3月分别录得22.3%、17.6%、8.5%、10.3%。3月建筑业PMI高达66%。由于财务支出法、竣工验收滞后等因素，可能未充分体现在投资和GDP中。后续这些积极因素会逐渐体现在往后的投资和GDP中。
- 1季度，新增专项债合计1.3万亿元（截至4/23，1.5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



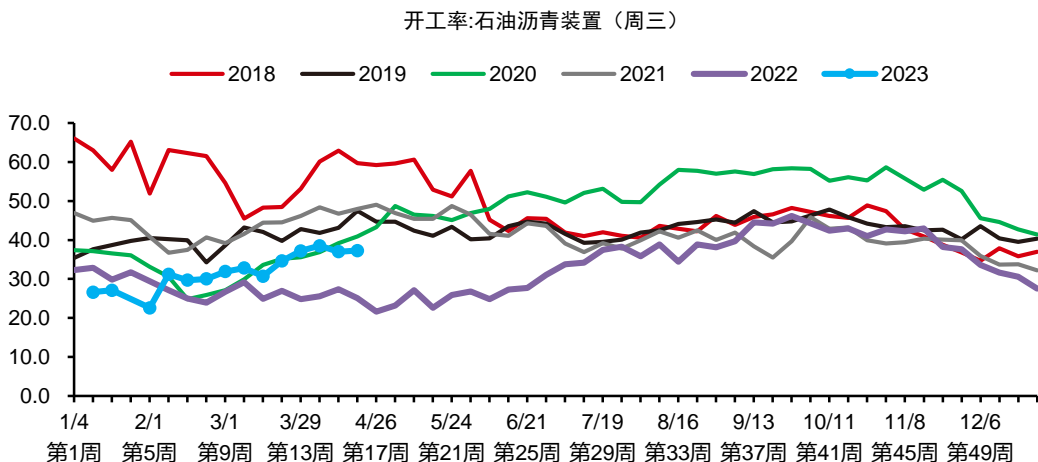
数据来源: Wind, 中信证券研究部

地方新增专项债发行额情况（截至2023-04-23，亿元）



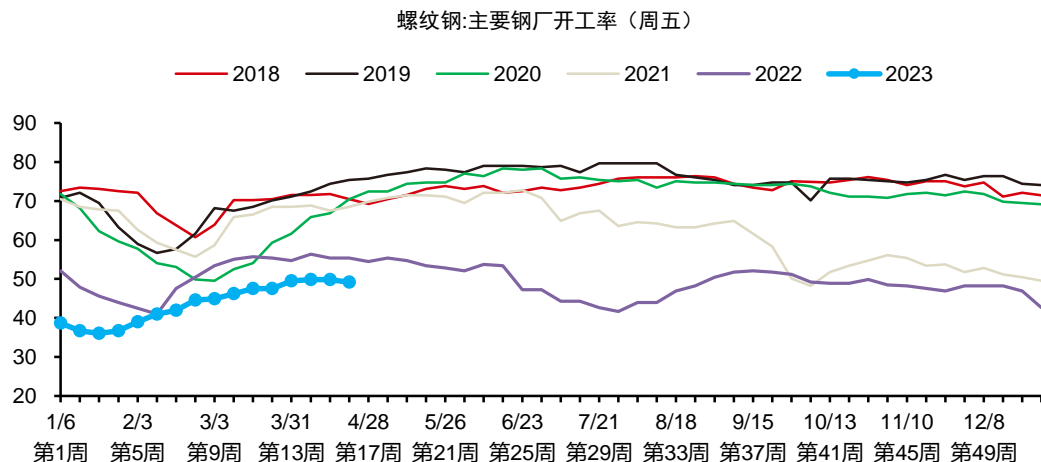
数据来源: Wind, 中信证券研究部

## 反映道路施工的石油沥青开工率同比改善（%）



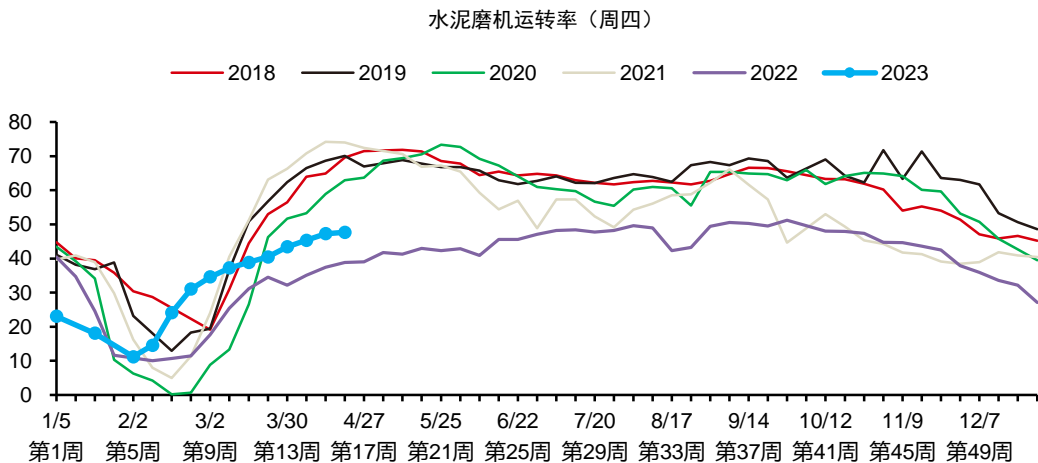
数据来源: Wind, 中信证券研究部

## 钢厂开工率改善但低于历史水平（%）



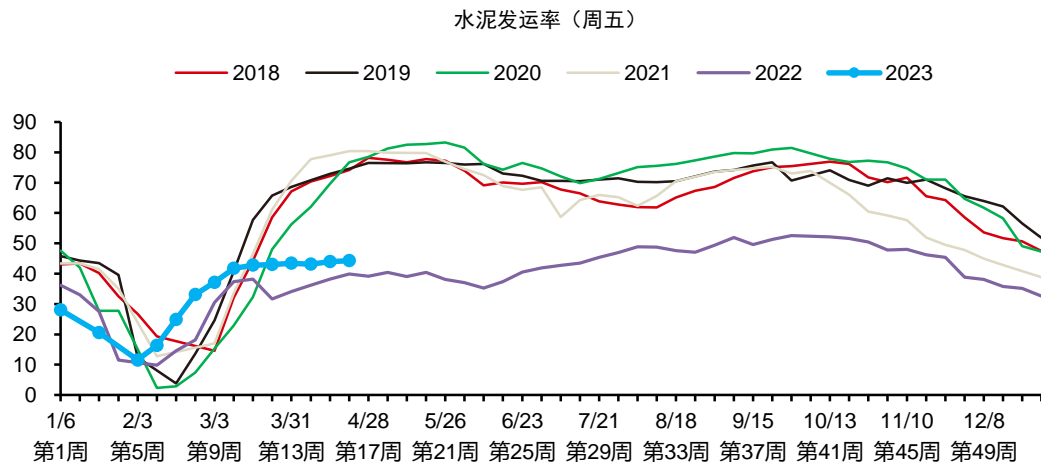
数据来源: Wind, 中信证券研究部

## 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（%）

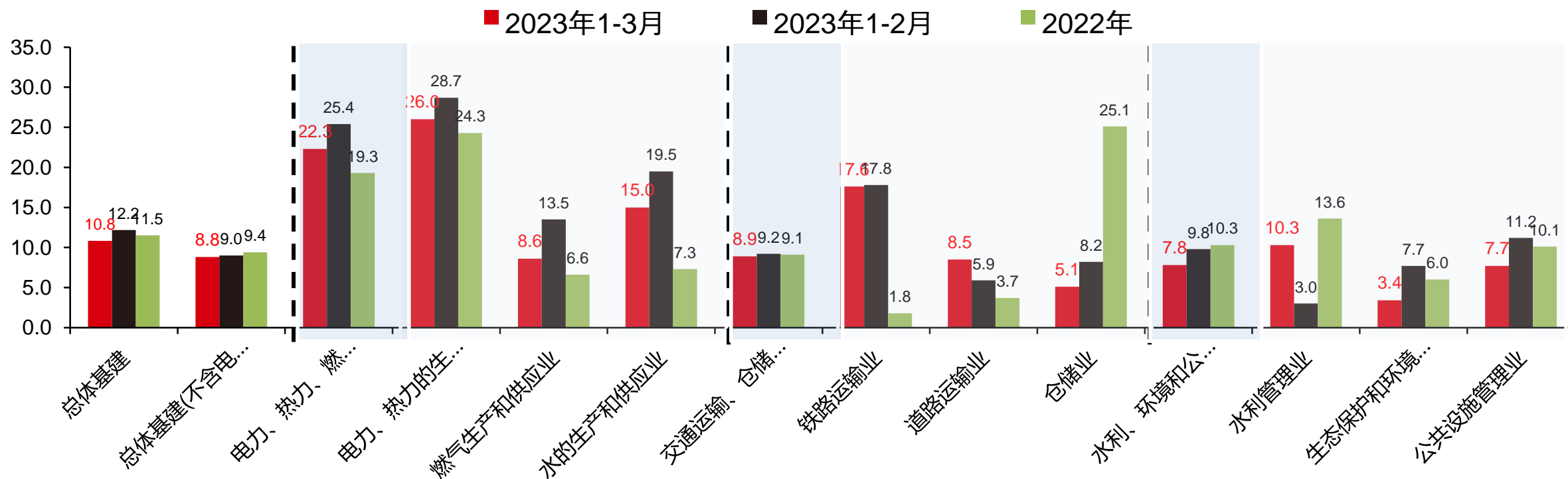


数据来源: Wind, 中信证券研究部



- 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

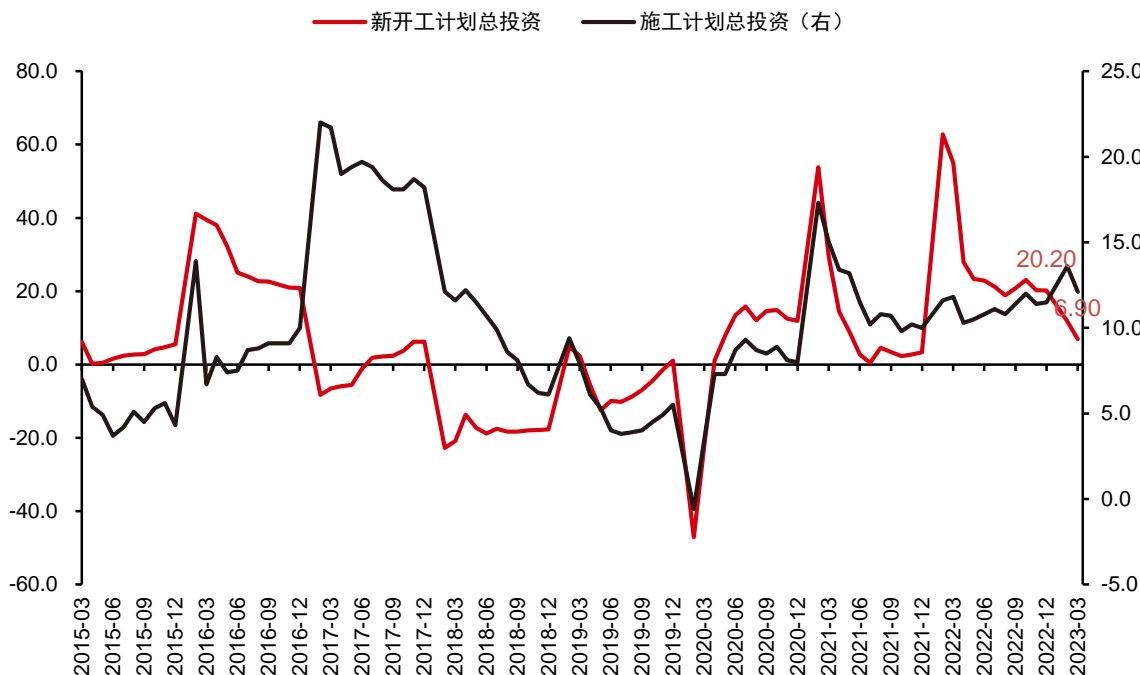
基建分领域投资同比增速（%）





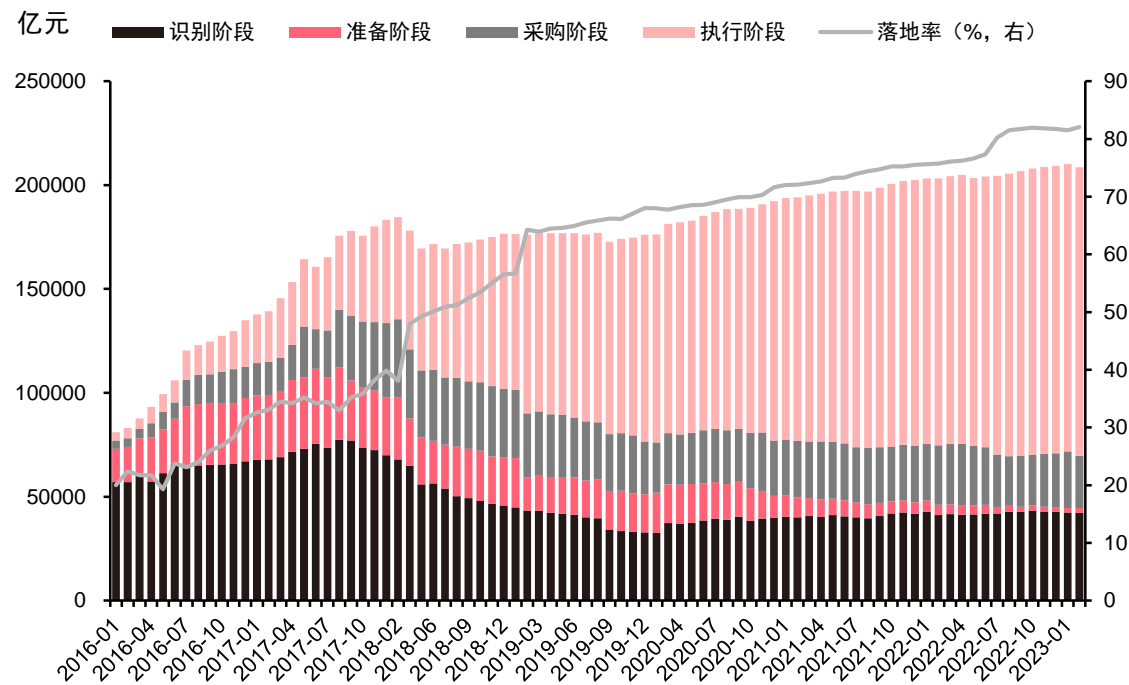
- 2023年一季度，国家发改委审批核准固定资产投资项目42个，总投资2803亿元，其中审批35个，核准7个，主要集中在高技术、能源、水利等行业。其中，3月份审批固定资产投资项目7个，总投资104亿元，主要集中在高技术等行业。
- 2022年一季度，国家发改委共审批核准固定资产投资项目32个，总投资5200亿元，其中审批24个，核准8个，主要集中在交通、水利、能源、高技术等行业。
- 1-3月固定资产投资本年新开工项目计划投资额同比增长6.9%，施工项目计划总投资额同比增长12.1%。

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。

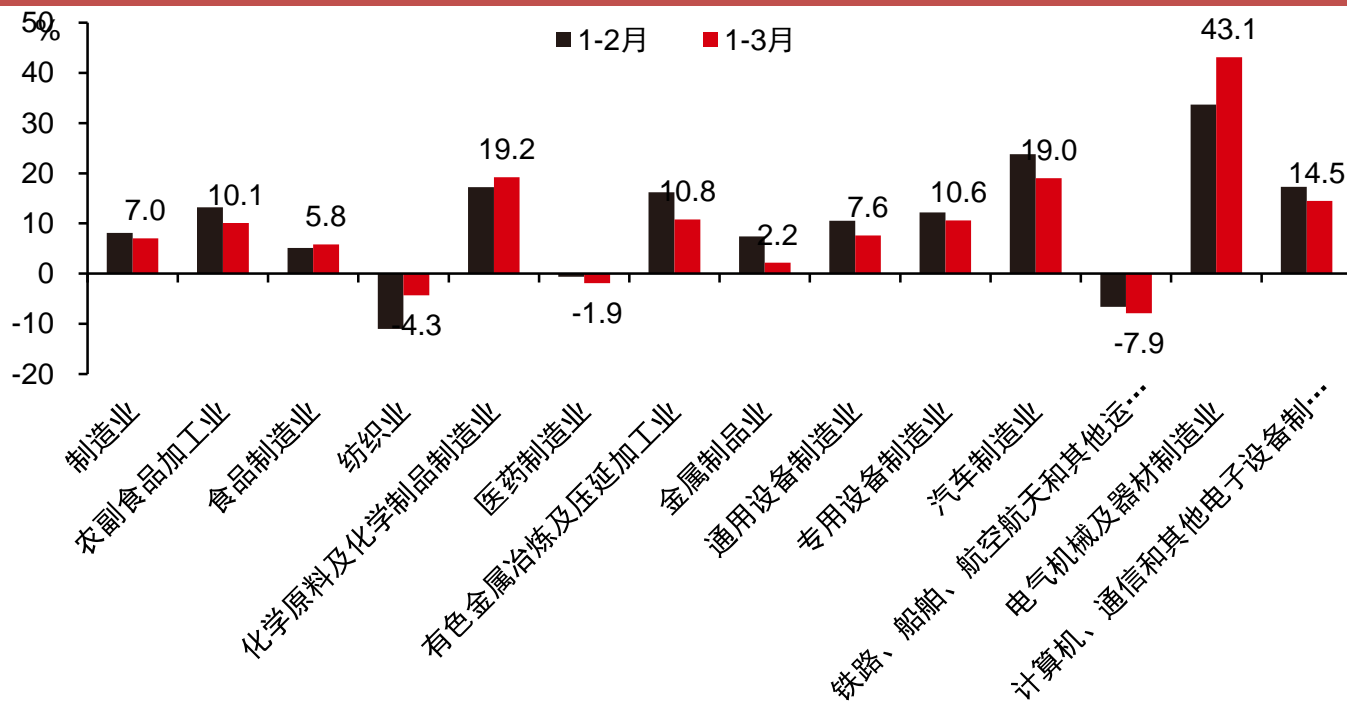
## 引导支持加大新型基础设施领域建设投资

- 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

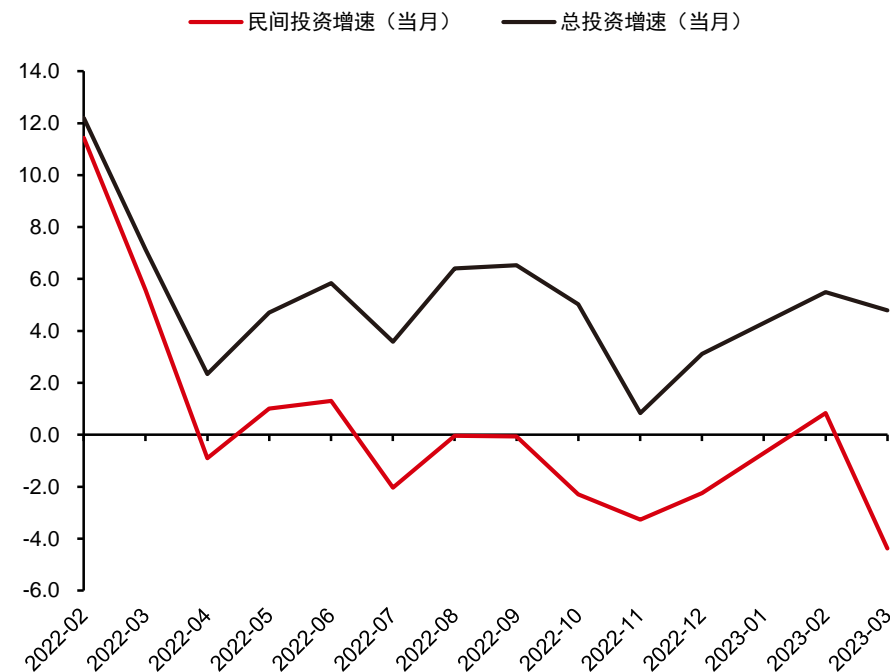
- 我们测算3月制造业投资增速为6.2%，前值8.1%。这与工业增加值相对低于预期一致，反映传统制造业转型、部分制造业外迁以及国际定价商品价格下行、工业累库等因素。
- 细分行业上，1季度电气机械（43.1%）、化学原料制品（19.2%）、汽车制造（19.0%）、计算机通信（14.5%）等行业增长较快。1季度高技术制造业投资增速依旧较高（15.2%），其中电子通信设备、医疗仪器设备投资分别增长20.7%、19.9%。

2023年1-3月制造业各类投资增速情况



数据来源：Wind，中信证券研究部

民间投资单月同比增速情况较弱（%）

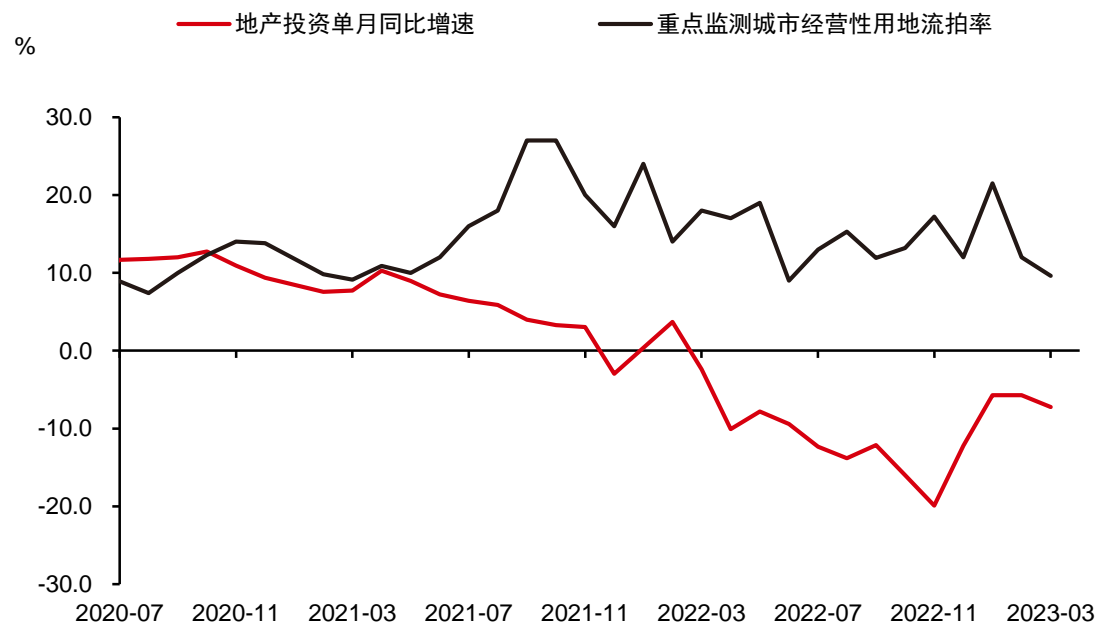


数据来源：Wind，中信证券研究部测算

## 六、房地产投资降幅略有扩大

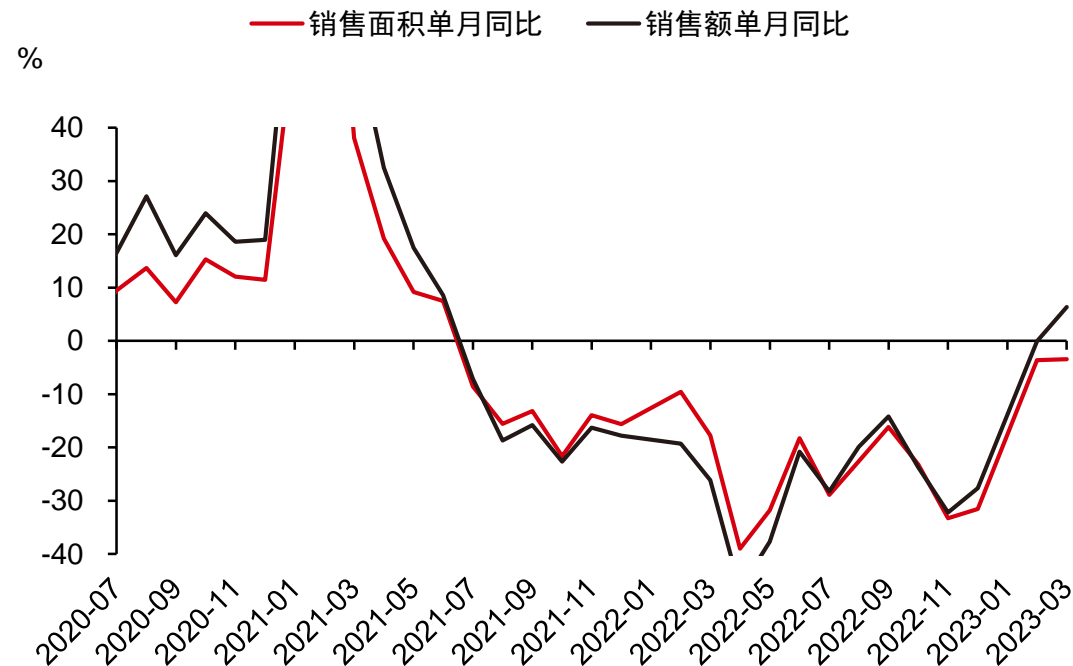
- 我们测算3月房地产投资同比下降7.2%，前值1-2月下降5.7%。
- 地产销售额转正。3月地产销售额、销售面积分别同比增长6.3%、-3.5%，我们测算房屋平均售价同比提升约10%。

### 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

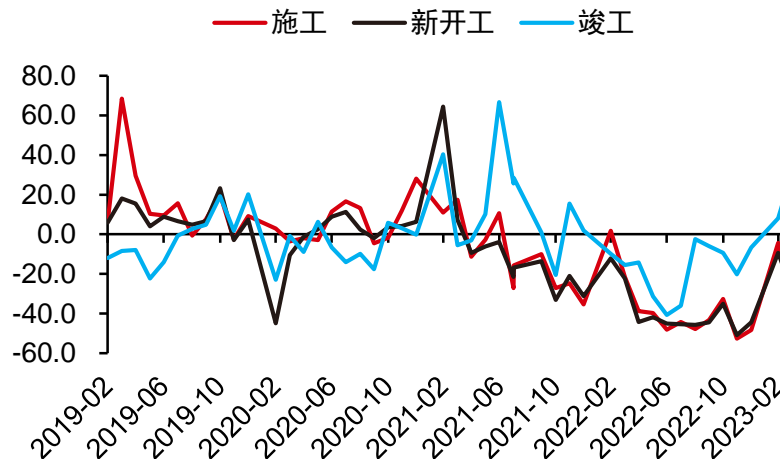


数据来源：Wind，中信证券研究部

## 六、房地产开发端表现偏弱

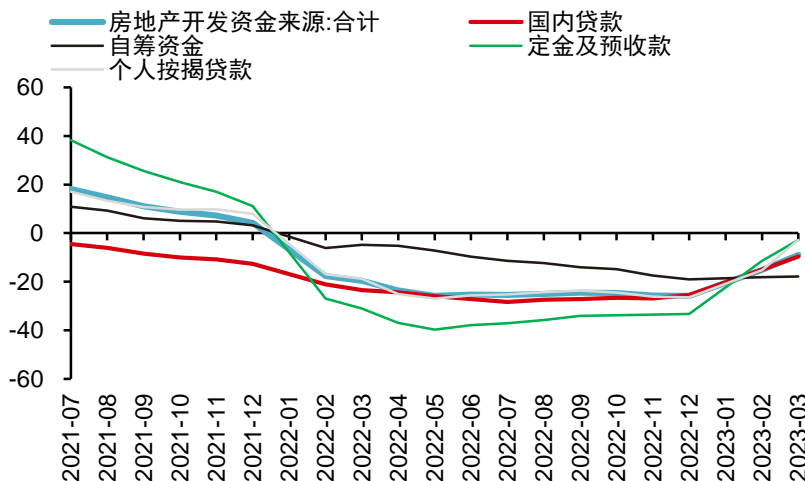
- 房地产竣工明显放量。3月地产竣工面积同比增长32%，保交楼进展加快。
- 房企融资总体改善。1-3月房企开发资金来源下降9.0%，前值1-2月为-15.2%，其中国内贷款、定金预收款、个人按揭贷同比下降-9.6%、-2.8%、-2.9%，均表现为降幅收窄，居民部分改善更快。
- 不过，房地产领域还有一些结构性的不利因素，例如，房屋新开工、施工面积降幅扩大，3月分别降低29%、34%，3月百城土地成交总价款同比降低25.5%。房地产新发展模式构建过程中还需警惕尾部风险。

房地产竣工大幅增长，施工、新开工降幅扩大（%）



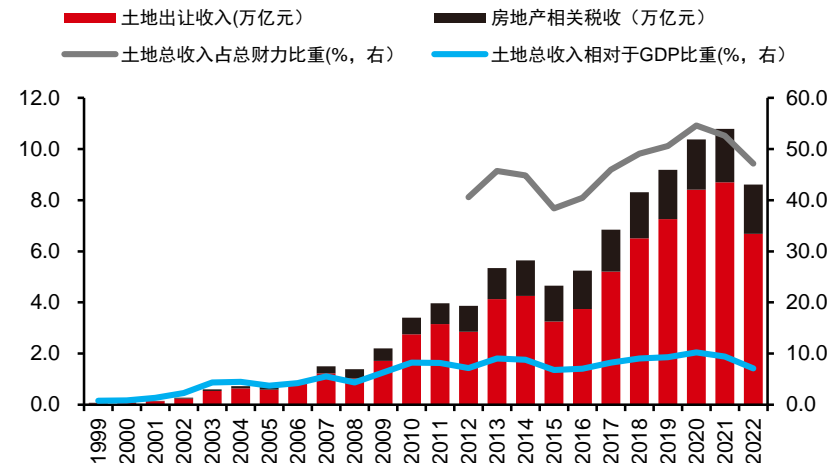
数据来源：Wind，中信证券研究部。注：图示个指标累计同比增速

房地产开发资金来源改善（累计，%）



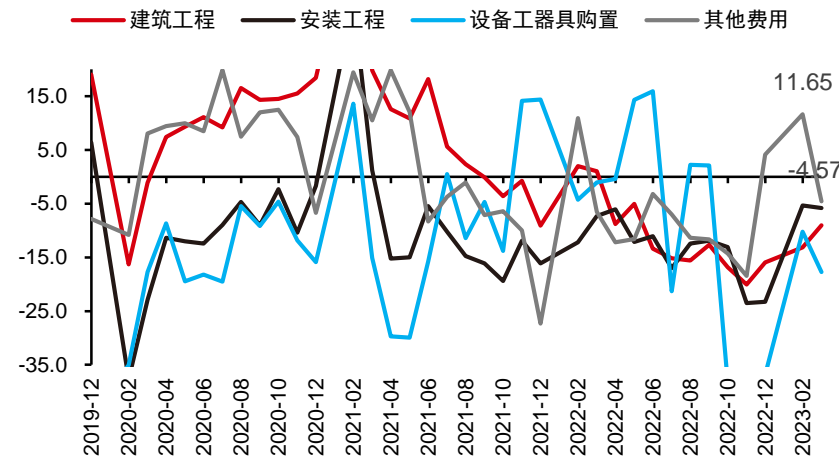
数据来源：Wind，中信证券研究部

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，%）

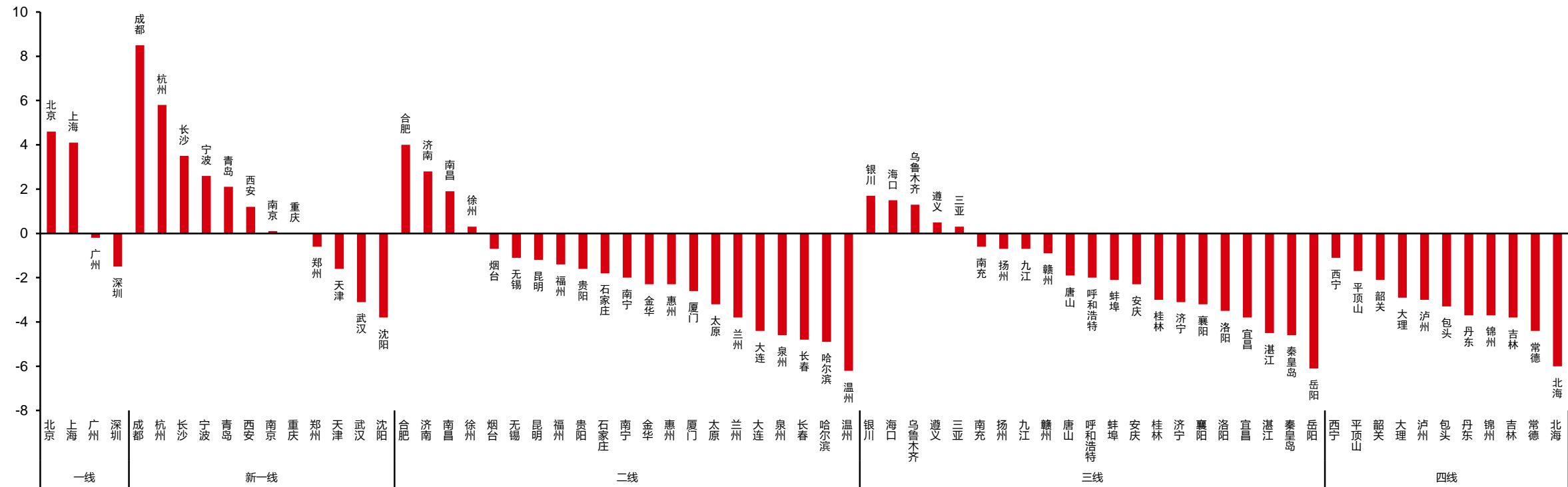


数据来源：Wind，中信证券研究部

# 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（%）



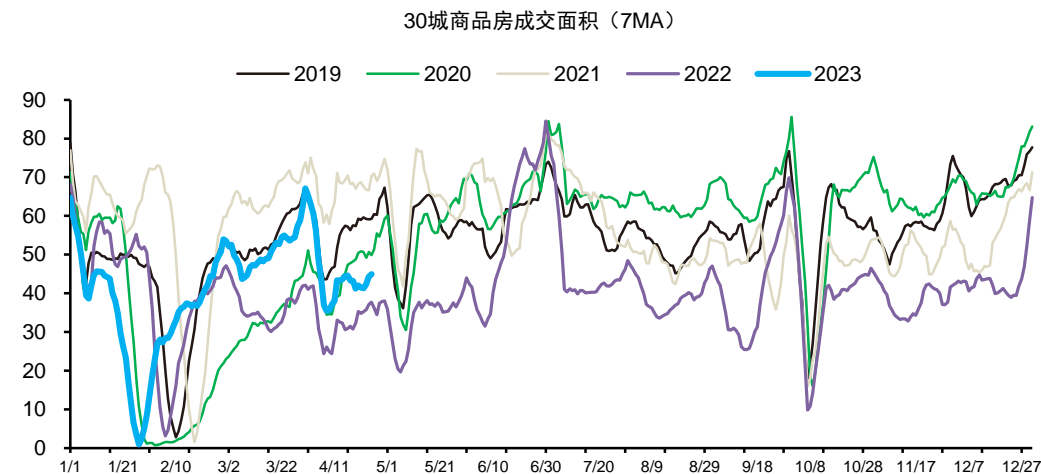
数据来源：Wind，中信证券研究部

# □ □ 房地产：是否有持续性？

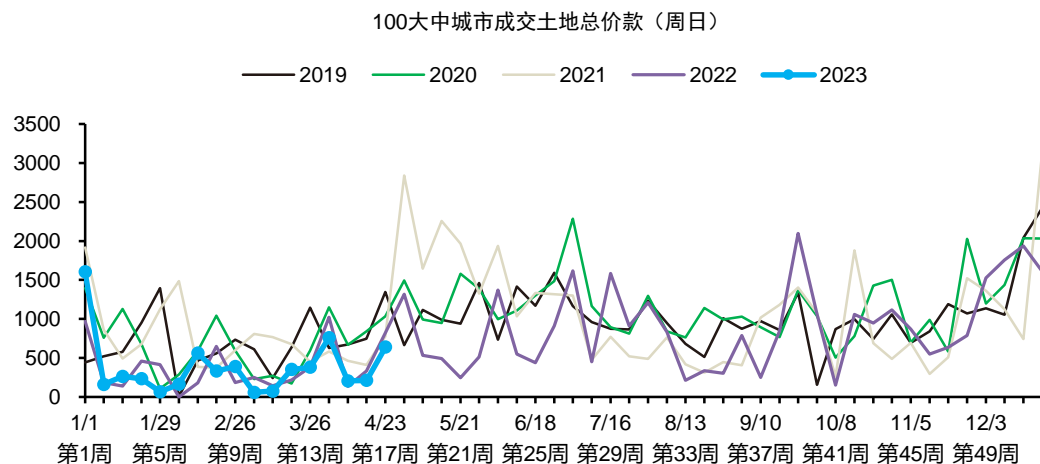
## ——近期高频指标走势

- ◆ 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

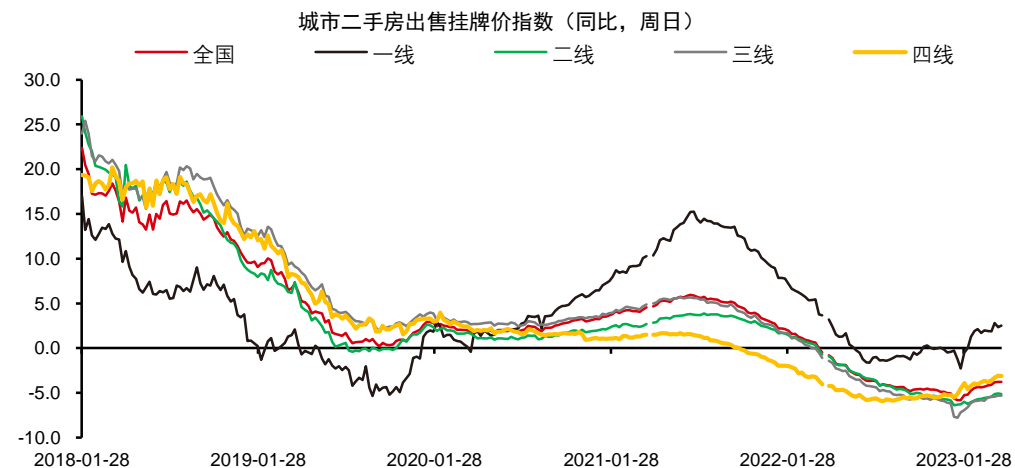
商品房成交面积近期回落（万平方米）



百城土地成交款运行情况（亿元）



二手房挂牌价运行情况（同比，%）

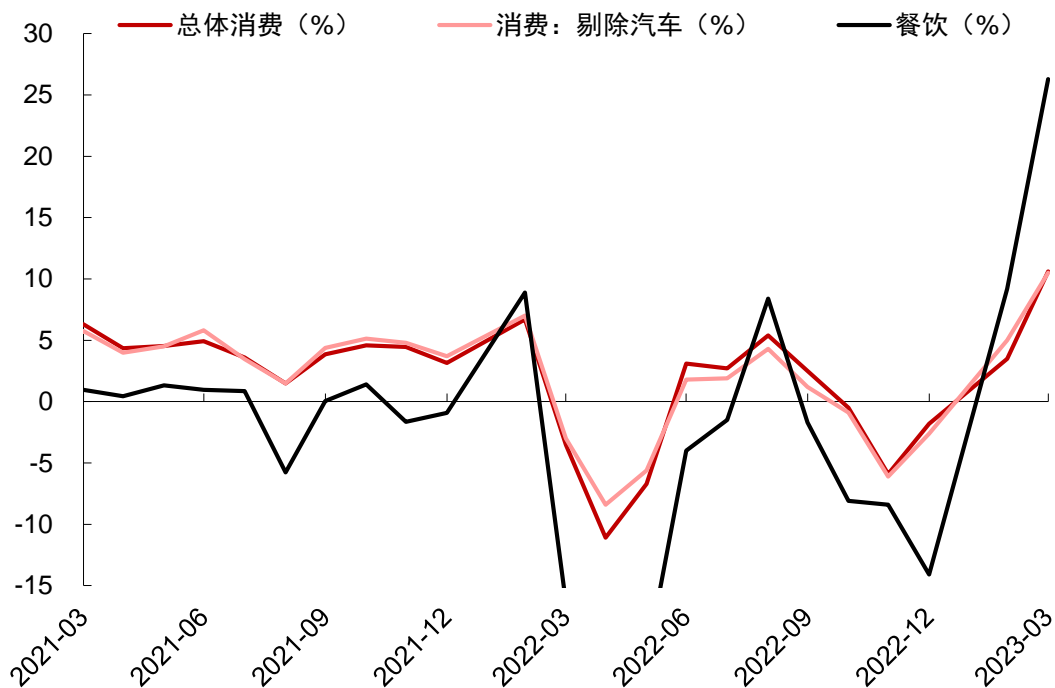




## 七、消费回复但还有上修空间

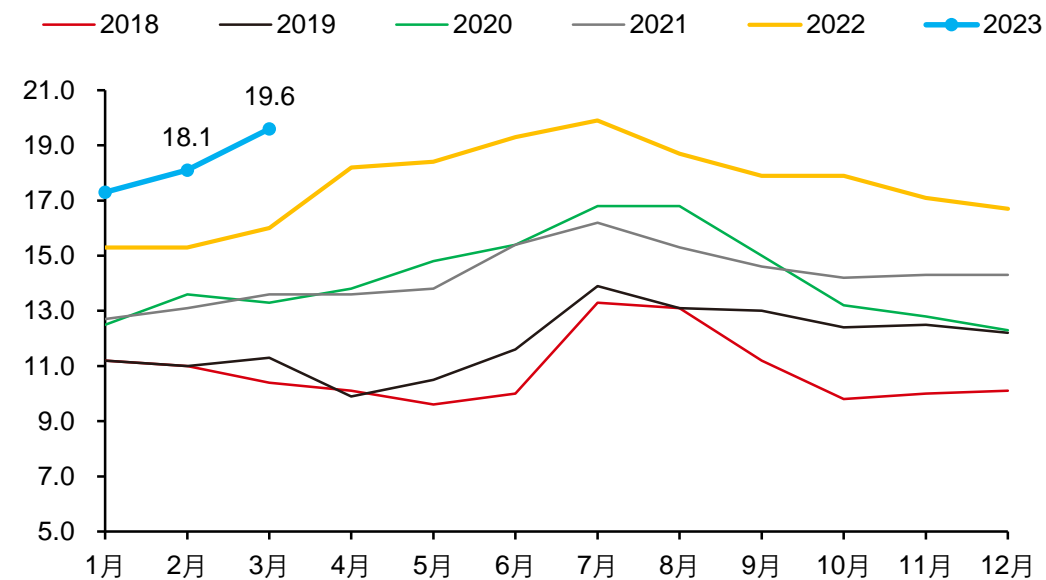
- 消费两年平均增速并未提升，3月消费直接同比增长10.6%，但两年平均增长3.3%（低于1-2月的5.1%）
- 调查失业率降低至5.3%，但16-24岁的年轻人口失业率进一步走高到19.6%

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%）



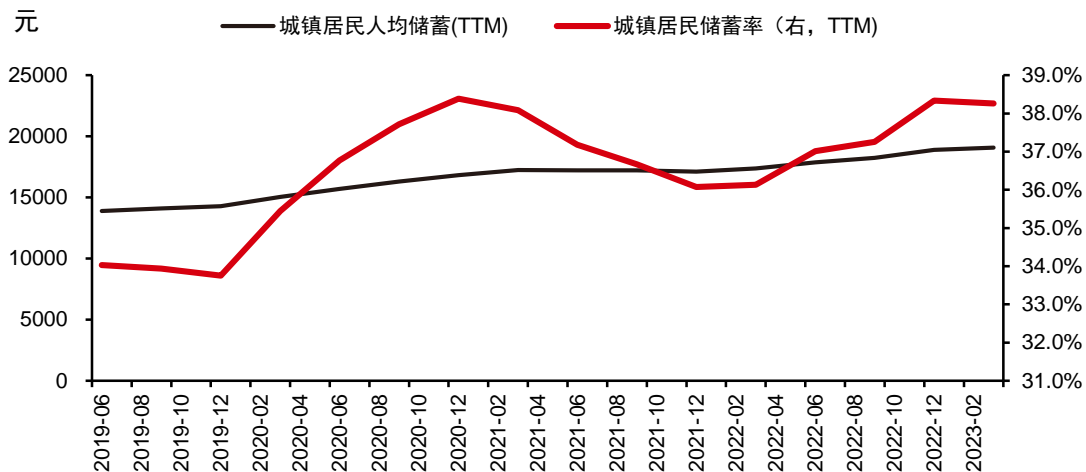
数据来源：Wind，中信证券研究部



# 消费：消费场景改善，但支出能力修复还需时间

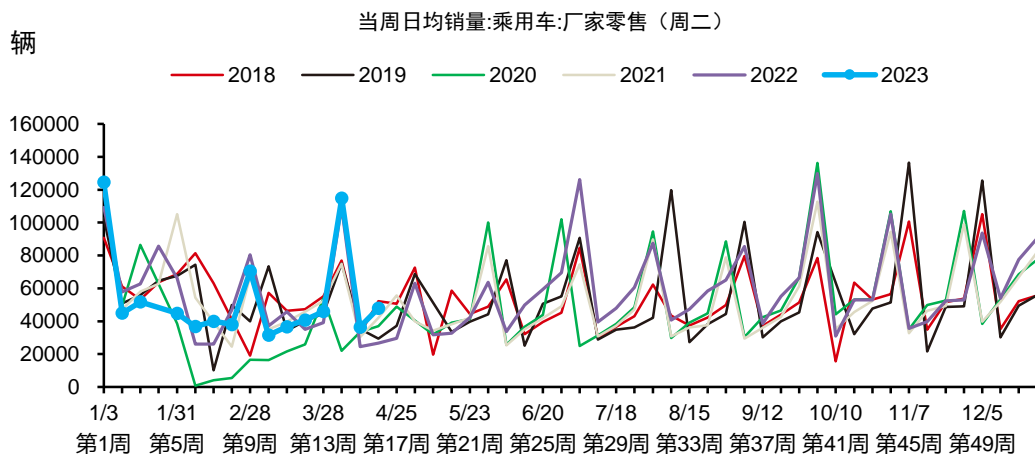
## ——近期高频指标走势

### 居民储蓄率处于高位（38.3%）



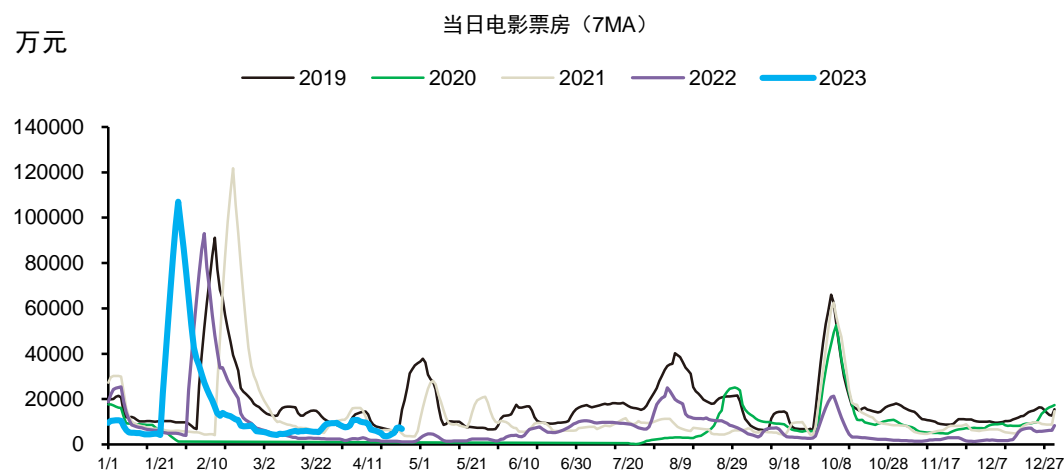
数据来源：Wind，中信证券研究部测算。Q1城镇居民收入、支出各同比增长4.0%、4.8%。

### 乘用车销量情况与历史水平接近



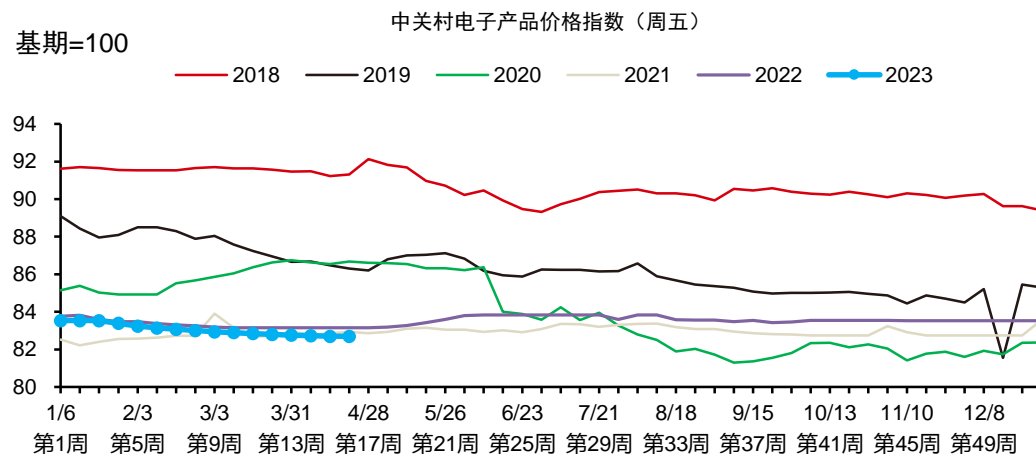
数据来源：Wind，中信证券研究部

### 电影票房运行情况



数据来源：Wind，中信证券研究部

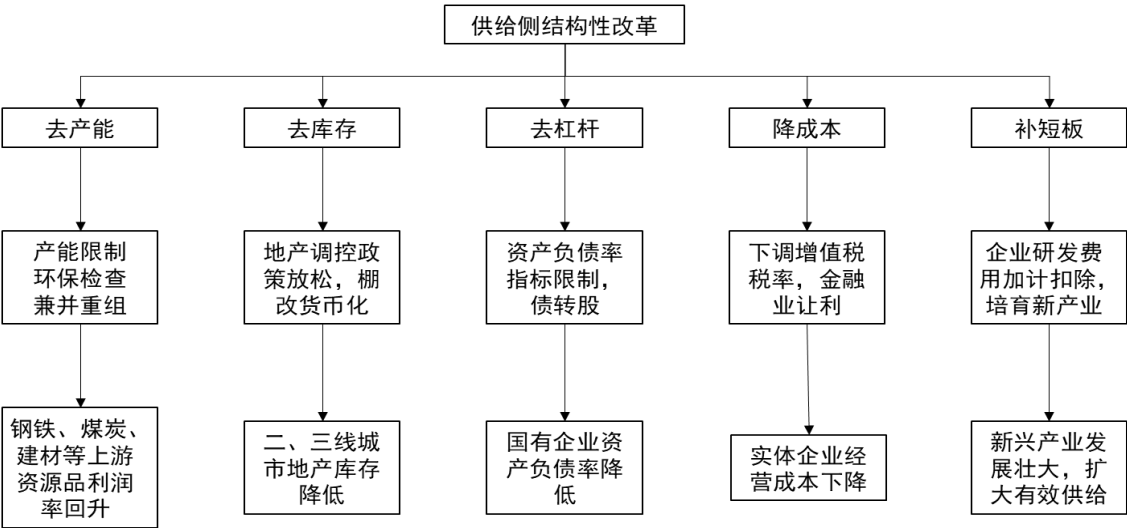
### 电子产品消费价格指数运行低迷



数据来源：Wind，中信证券研究部

- 2015-2018年是供给侧改革的第一阶段，以“三去一降一补”为抓手。其中去产能和去库存政策对国民经济和资本市场产生了非常深远的影响。
- 2019年起，供给侧结构性改革的指导思路转为“巩固、增强、提升、畅通”八字方针。
- 2021年平台经济反垄断是供给侧的突出变化。2020年12月中央经济工作会议要求强化反垄断和防止资本无序扩张。
- 2022年底中央经济工作会议把扩大内需放在重要工作的第一位。

供给侧结构性改革示意图



2022年中央经济工作会议：稳增长、稳就业、稳物价

2022年经济工作会议		
	重点工作	宏观政策
内容	1 着力扩大国内需求 把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景 通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资	1 积极的财政政策要加力提效 保持必要财政支出强度，即明年财政支出规模将保持扩大
	2 加快建设现代化产业体系 保证产业体系自主可控和安全可靠；提升国家战 略物资储备保障能力 加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、 量子计算等；大力发展数字经济	2 稳健的货币政策要精准有力 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色 发展等领域支持力度，保持流动性合理充裕
	3 切实落实“两个毫不动摇” 深化国企改革，完善中国特色国有企业现代 公司治理 支持民营经济和民营企业发展壮大	3 产业政策要发展和安全并举 推动传统产业改造升级提质增效，战略性新兴产业 培育壮大 点名发展新能源、人工智能、生物制造、绿色低 碳、量子计算等领域
	4 更大力度吸引和利用外资 加大现代服务业领域开放力度 推动加入CPTPP和RCEP	4 科技政策聚焦自立自强 不断完善新型举国体制，有力统筹教育、科技、 人才工作
	5 有效防范化解重大经济金融风险 确保房地产市场平稳发展；防范化解地方政府债 务风险	5 社会政策兜牢民生底线 就业优先政策落实落细、医疗资源加速扩容、养 老保险统筹推进

## 国家发改委：提振消费重点 做好四方面工作

### 促进消费持续恢复

抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，主要是围绕稳定大宗消费、提升服务消费、拓展农村消费等重点领域。

### 下大力气稳定汽车消费

大力推动新能源汽车下乡；加快实施公共领域车辆全面电动化先行区试点

### 推动提升消费能力

会同有关方面优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制

### 进一步优化消费条件

研究制定关于营造放心消费环境的政策文件，进一步健全标准质量管理体系，强化消费信用体系建设，完善消费争议多元化解机制、在线消费纠纷解决机制。

## 北京促消费政策

### 倡导绿色消费，提振大宗消费

大力倡导绿色消费，发放“京彩·绿色”消费券。促进汽车消费升级，延续实施新能源车置换补贴政策，加快二手车流通。

### 优化消费空间布局，促进线上线下融合

高质量实施商业消费空间布局专项规划。扩大高品质消费项目供给。加快推进“双枢纽”国际消费桥头堡建设。加快建设一刻钟便民生活圈。推动餐饮业高质量发展。培育壮大网络消费市场。

### 加快“科教医养展”资源转化，优化服务消费供给

培育数字消费新场景新生态。发展“互联网+”健康医疗。鼓励发展适宜与旅游产业融合的中医药健康产品和服务项目。

### 深化“消费+”“+消费”，促进商旅文体消费融合发展

### 创新服务营造氛围，持续优化消费环境

### 加大品牌培育引进力度，加快打造时尚消费新高地





## 上海促消费政策

### 办好全年促消费活动

全力办好第四届“五五购物节”和6大主题消费季活动。

市区联动发放文旅、体育、餐饮、零售等专项消费券

### 支持首发经济提质升级

将当年在沪新开设的高能级首店、旗舰店，以及开展具有影响力的全球首发、首秀、首展活动的国际品牌和引领性本土品牌纳入本市消费市场创新支持政策范围。

### 推动新型消费发展壮大

支持商业企业结合5G、云计算、区块链、人工智能等重点领域，加快产品研发创新，丰富应用场景。



### 打造15分钟便民生活圈

新创建3个国家级“15分钟便民生活圈”试点城市（区）。

新增30个市级“15分钟便民生活圈”试点街镇（社区）。

### 推动汽车消费提升品质

落实新能源汽车免征车辆购置税政策。

延续实施新能源车置换补贴。



### 推动绿色消费健康发展

支持大型商场创建国家绿色商场。

继续实施绿色智能家电消费补贴。

### 放大会展促进消费效应

提升第二十届上海国际汽车工业博览会、2023亚洲宠物展览会、2023中国家电及消费电子博览会等各类消费品展会的能级。

### 推动长三角促消费平台建设

办好上海农博会，做强长三角特色农产品产销对接平台。

利用长三角老品牌文化博物馆、枫泾老字号特色街等平台。

## 广州促消费政策

### 稳定汽车消费

广州市2022年5-6月额外增加3万个节能车增量指标配置额度。

7月1日印发实施了广州市加快个人领域新能源汽车推广应用的相关政策，2022年全年发放汽车消费补贴5.8亿元，2022年全年下拨汽车下乡补贴资金共计1.2亿元。

以“惠民购车悦享消费”为主题，举办汽车消费节。

### 开展“羊城欢乐购”，发放政府消费券

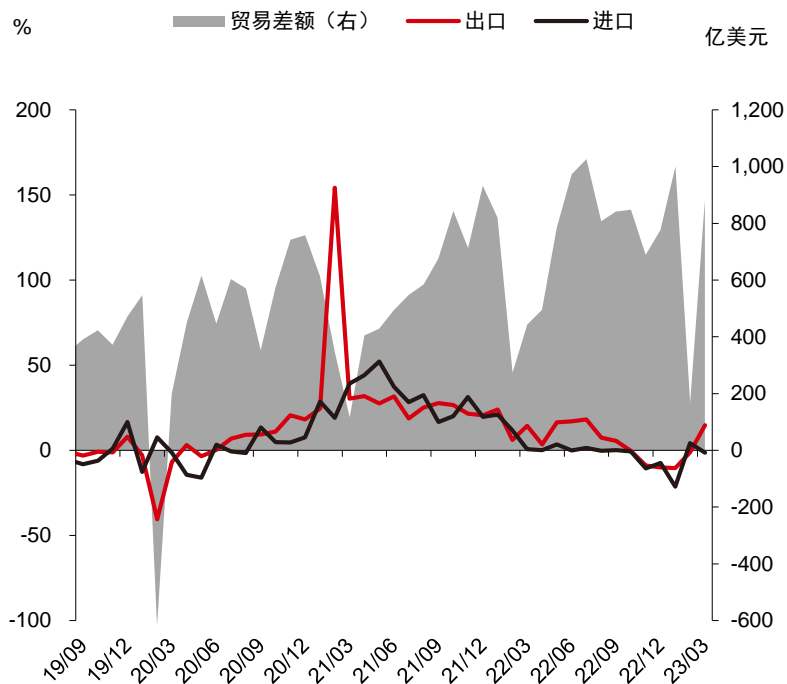
广州市印发实施了《“羊城欢乐购”政府消费券方案》，共发放政府消费券1.3亿元，吸引超过700万人次消费者、7093家企业门店参与促消费活动。

积极开展了“羊城欢乐游”“欢乐乡村游”等文体旅消费活动，发放接待游客来穗旅游奖励488万元，为664家旅行社暂退旅游服务质量保证金2.57亿元。

## 八、出口的独立曲线

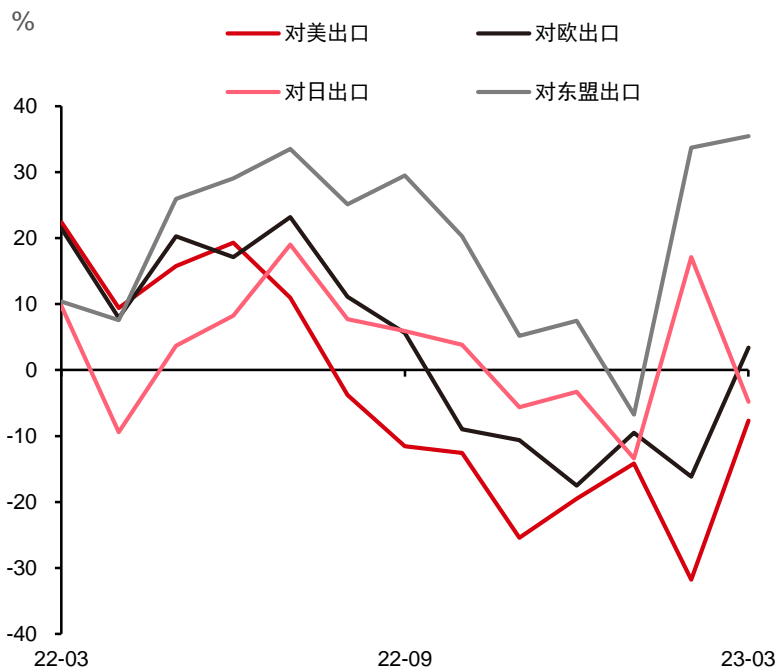
- 3月份，中国出口金额（美元口径）同比增长14.8%（Wind一致预期-5.0%），1-2月为-6.8%；进口金额（美元口径）增长-1.4%（Wind一致预期-5.2%），1-2月为-10.2%；贸易差额为881.9亿美元。
- 3月出口商品中，除一直以来表现较好的汽车及零部件和上游资源品外，箱包、鞋靴、服装、玩具等消费品增速显著回升。
- 可能的解释：国际贸易中介、存货出口、产业转移等因素。

### 3月出口增速大幅回升



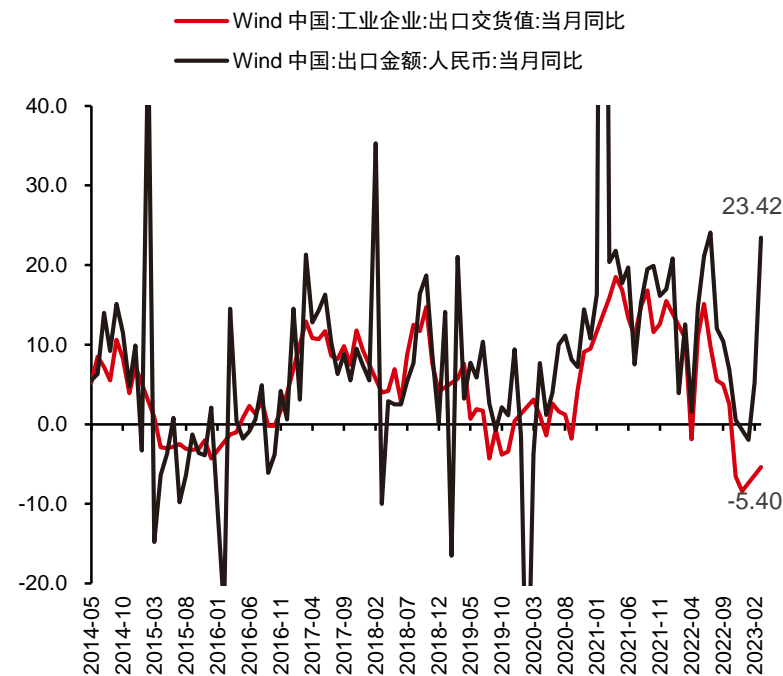
数据来源：Wind，中信证券研究部

### 3月对东盟和欧盟的出口增速均为正增长



数据来源：Wind，中信证券研究部

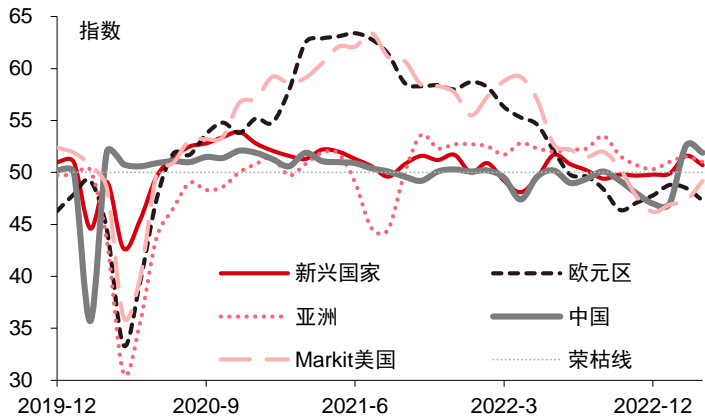
### 出口交货值增速和出口额增速背离（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部

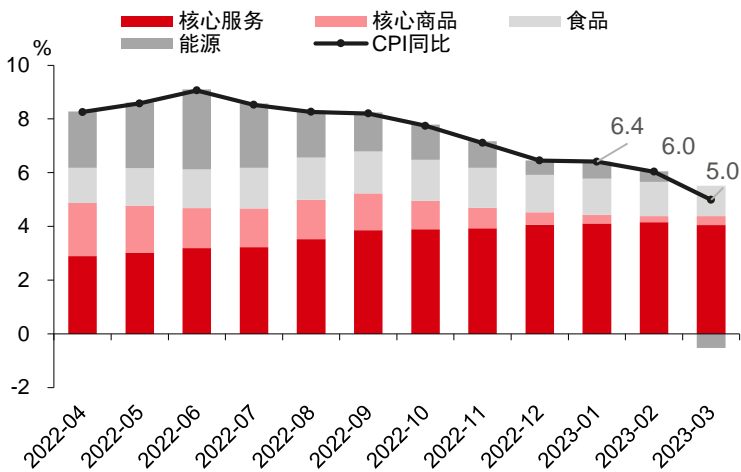
# 我国外需依旧承压，外部金融风险攀升，新发展格局亟需加快建立

全球主要地区制造业PMI情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美国通胀CPI同比分项贡献



资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部

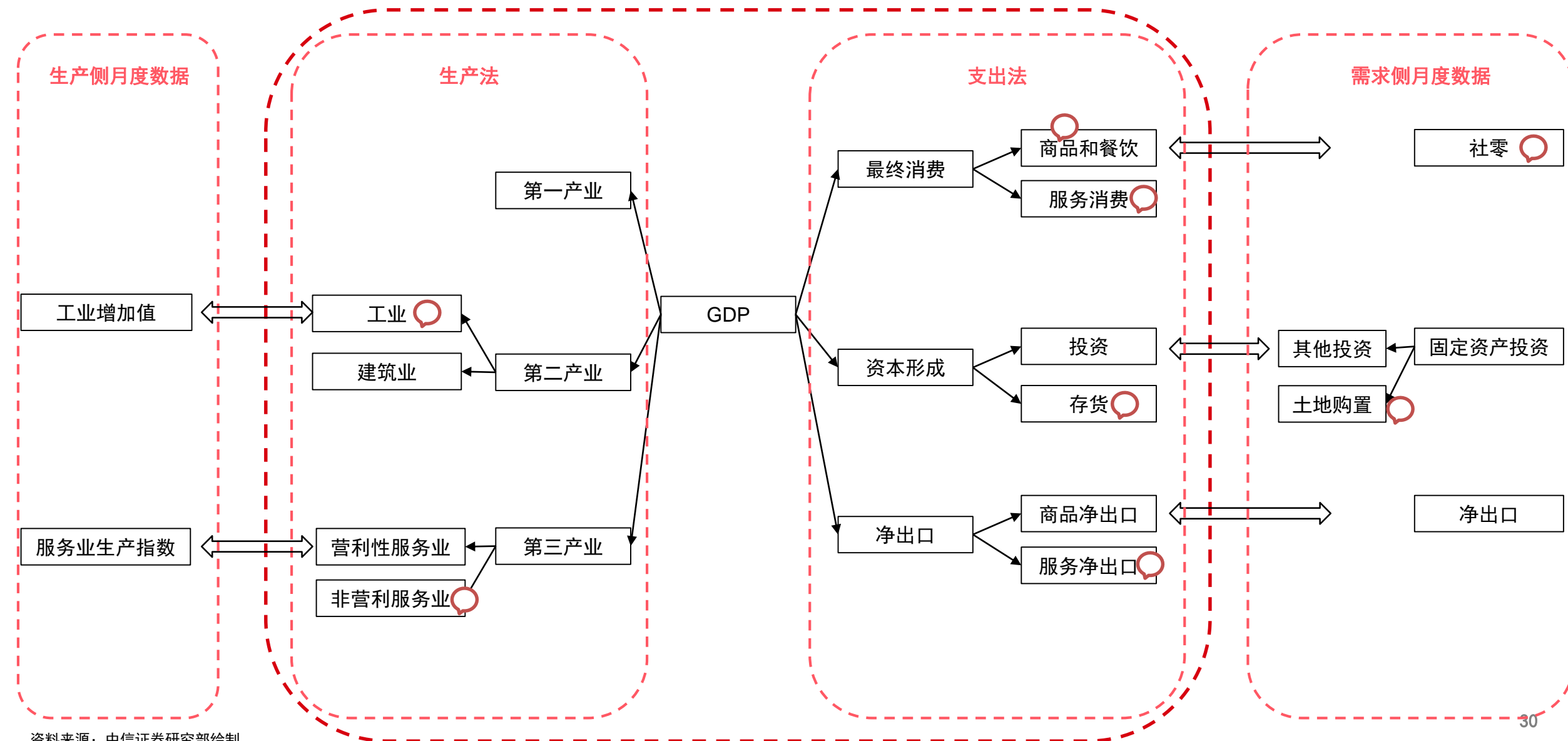
- 全球经济步入衰退。以美联储为代表的主要央行进入加息尾声。
- 3月全球制造业PMI指数再次回落，录得49.6。“中国市场复苏，新兴市场扩张，美国市场收缩，欧洲市场疲软”；3月美国PMI指数超预期滑落至46.3%，就业分项回落明显（46.9%）
- 4月美国Market PMI录得50.4%，前值49%

全球各国家或地区制造业PMI

年份		2023年				2022年												2021年											
区域	国家或地区	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	
全球及区域	全球	50	50	49	49	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53	54	54	54	54	54	55	56	56	56	55	54	54	
	欧元区	47	49	49	48	47	46	48	50	50	52	55	55	56	58	59	58	58	58	58	59	61	63	63	63	63	63	58	
	欧盟	47	48	49	48	47	46	48	49	49	52	54	56	57	58	59	58	58	58	58	61	63	63	63	62	62	58	55	
	新兴国家	51	52	50	50	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50	52	51	52	51	50	51	51	52	52	51	52	52	
	亚洲	51	52	51	50	51	52	54	52	52	52	52	53	52	53	53	53	52	54	50	45	45	49	52	52	51	50	51	
亚洲	中国大陆	52	53	49	49	49	49	50	50	49	52	48	46	48	50	49	51	50	51	50	49	50	51	52	52	51	51	52	
	日本	49	48	49	49	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	55	54	55	53	52	53	53	52	53	54	53	51	50	
	韩国	48	49	49	48	49	48	47	48	50	51	52	52	51	54	53	52	51	50	52	51	53	54	54	55	55	55	53	
	中国台湾	49	49	44	45	42	42	42	43	45	50	50	52	54	54	55	56	55	55	55	59	60	58	62	62	61	60	60	
	马来西亚	49	48	47	48	48	49	49	50	51	50	50	52	50	51	51	53	52	52	48	43	40	40	51	54	50	48	49	
	泰国	53	55	55	53	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52	50	51	51	49	48	49	50	48	51	49	47	49	
	越南	48	51	47	46	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54	53	52	52	40	40	45	44	53	55	54	52	51	
	菲律宾	53	53	54	53	53	53	53	51	51	54	54	54	53	53	50	52	52	51	51	46	50	51	50	49	52	53	53	
	缅甸	56	51	50	42	45	46	43	47	47	48	50	50	47	47	49	49	47	43	41	37	34	42	40	33	28	28	48	
	印度	56	55	55	58	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54	56	58	56	54	52	55	48	51	56	55	58	58	
	印尼	52	51	51	51	50	52	54	52	51	50	51	52	51	51	54	54	54	57	52	44	40	54	55	55	53	51	52	
欧洲	德国	45	46	47	47	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60	57	57	58	58	63	66	65	64	66	67	61	57	
	英国	48	49	47	45	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57	58	58	58	57	60	60	64	66	61	59	55	54	
	法国	47	47	51	49	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56	56	56	54	55	58	58	59	59	59	56	52		
	意大利	51	52	50	49	48	47	48	48	49	51	52	55	56	58	58	62	63	61	60	61	60	62	62	61	60	57	55	
	西班牙	51	51	48	46	46	45	49	50	49	53	54	53	54	57	56	56	57	57	58	60	59	60	59	58	57	53	49	
	俄罗斯	53	54	53	53	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52	52	52	52	50	47	48	49	52	50	51	52	51	
	土耳其	51	50	50	48	46	46	47	47	47	48	49	49	49	50	51	52	52	51	53	54	54	51	49	50	53	52	54	
	波兰	48	49	48	46	43	42	43	41	42	44	49	52	53	55	55	56	54	54	53	56	58	59	57	54	54	53	52	
	捷克	44	44	45	43	42	42	45	47	47	49	52	54	55	57	59	59	57	55	58	61	62	63	62	59	58	57	57	
	希腊	53	52	49	47	48	48	50	49	49	51	54	55	55	58	58	59	59	59	58	59	57	59	58	54	52	49	50	
	奥地利	45	47	48	47	47	47	49	49	52	51	57	58	59	58	62	59	58	61	63	62	64	67	66	65	63	58	54	
	荷兰	46	49	50	49	46	48	49	53	55	56	58	60	58	61	60	59	61	63	62	66	67	69	69	67	65	60	59	
	爱尔兰	50	51	50	49	49	51	52	51	52	53	56	55	56	58	59	58	60	62	60	63	63	64	64	61	57	52	52	
大洋洲	澳大利亚	49	51	50	50	51	53	54	54	56	56	56	59	58	57	55	58	59	58	57	52	57	59	60	60	57	57	57	
	美国	49	47	47	46	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56	58	58	58	61	61	63	62	62	61	59	59	59	
美洲	加拿大	49	52	51	49	50	49	50	49	55	57	57	56	59	57	56	57	57	58	57	57	56	57	57	57	59	55	54	
	墨西哥	51	51	49	51	51	50	50	49	49	52	51	49	49	48	46	49	49	49	49	47	50	49	48	48	46	44	43	
	巴西	47	49	48	44	44	51	51	52	54	54	54	52	52	48	48	50	50	52	54	54	57	56	54	52	53	58	57	
	哥伦比亚	52	50	49	51	47	50	53	52	50	56	54	54	52	52	52	53	53	55	54	56	53	54	48	47	54	52	50	53

资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部

# GDP的组成与月度经济数据



## II、政策：调研转换、政策中性、结构支持，构建现代产业体系

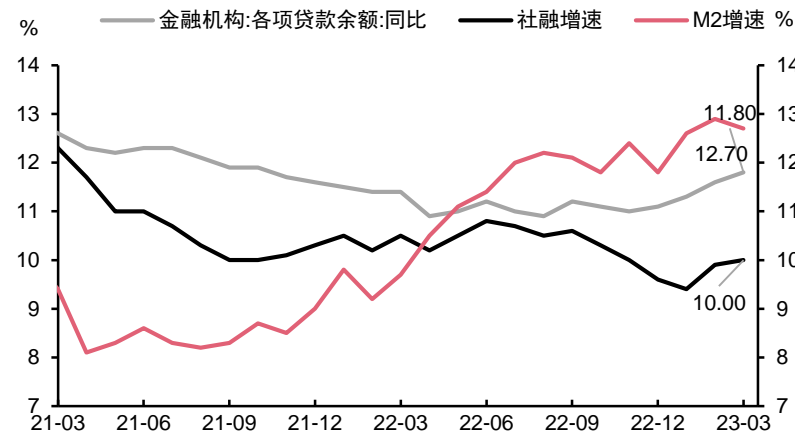
---



# 信贷社融：3月信贷继续高增，社融增速提高

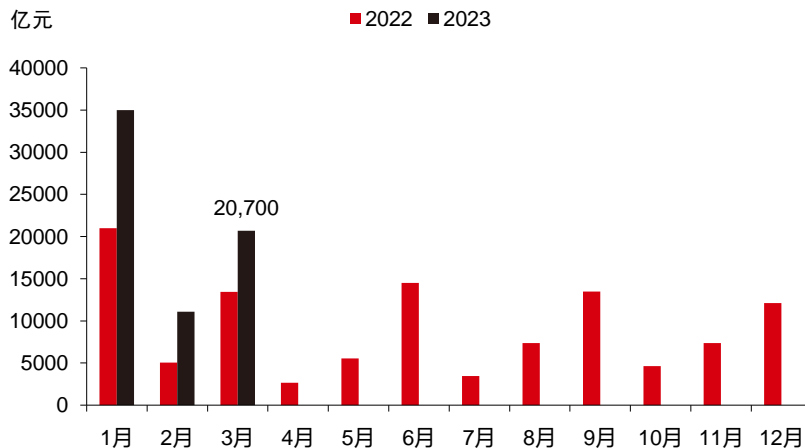
- 3月，新增信贷3.89万亿元（去年同期3.13万亿元）
- 3月，新增社会融资总额5.38万亿元（去年同期4.66万亿元）
- 3月，社融存量同比增长10.0%（上月9.9%）

## 3月社融增速回升至10.0%，M2增速为12.7%



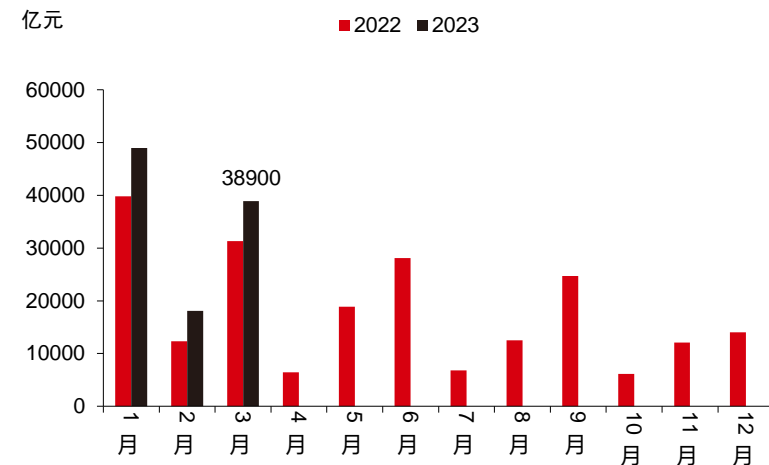
数据来源：Wind，中信证券研究部

## 3月企业中长期贷款高于去年同期



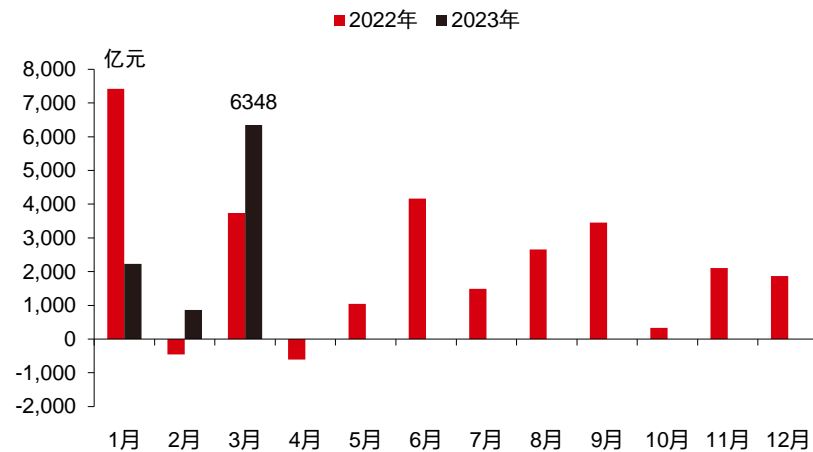
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 3月人民币贷款月净增为3.89万亿元



数据来源：Wind，中信证券研究部

## 3月居民中长期贷款高于去年同期

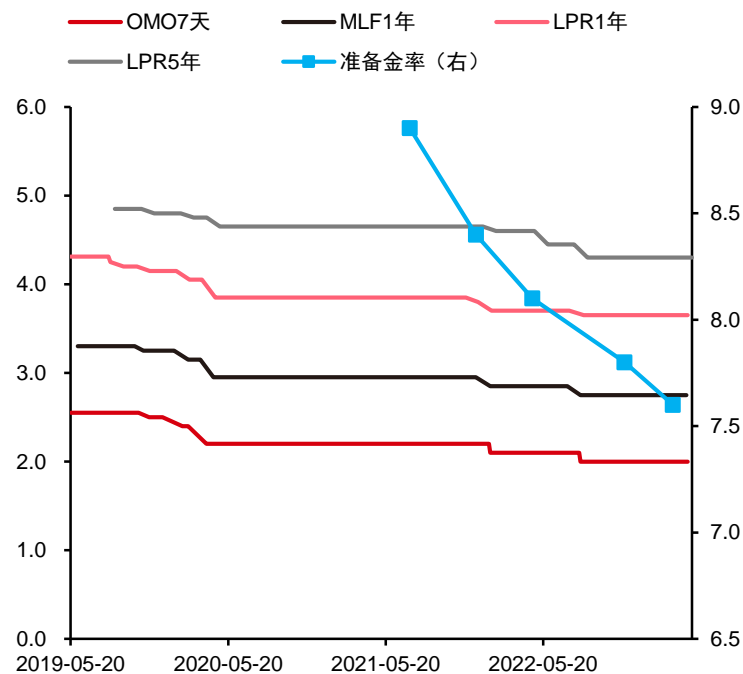


数据来源：Wind，中信证券研究部

# 年初以来货币投放发力较强

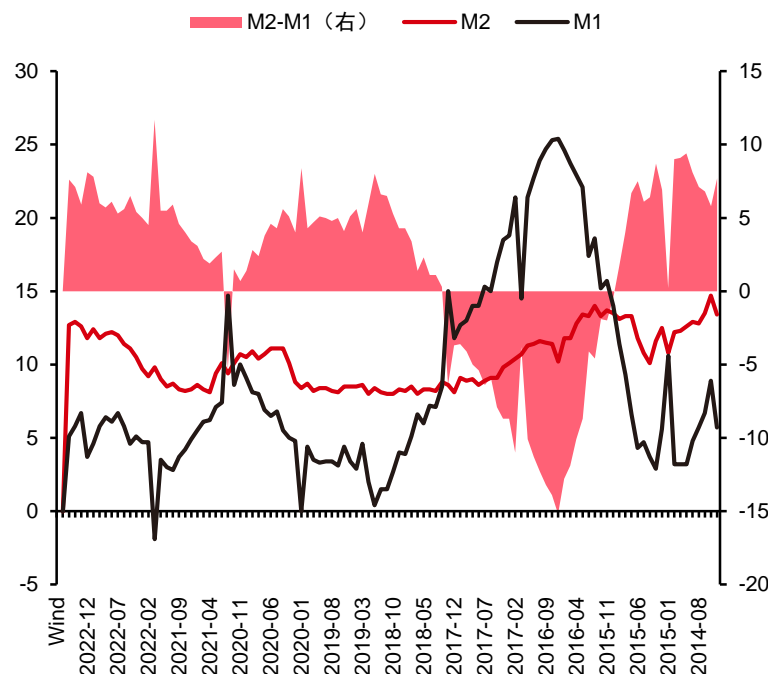
- 4月MLF投放1700亿元，到期1500亿元，净投放200亿元。MLF利率2.75%，前值(2.75%)。
- 3月份M2同比12.7%，M1 5.1%，剪刀差 7.6个百分点

## 短端利率处于较低位置 (%)



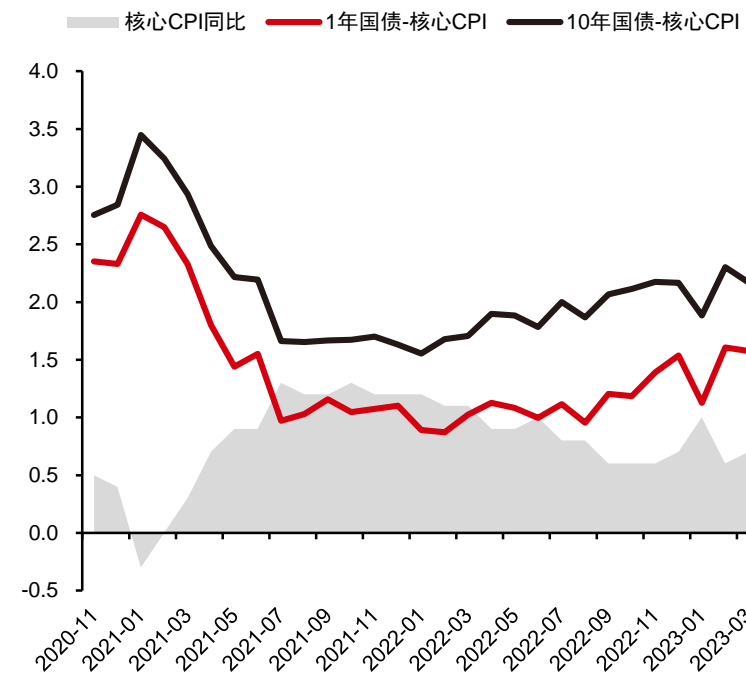
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## M2-M1增速剪刀差扩大 (%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

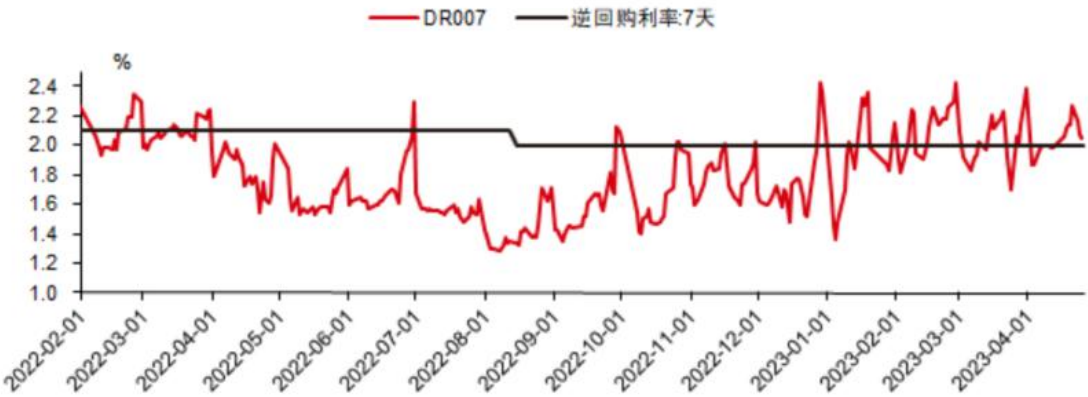
## 实际利率处于上行通道 (%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部。注: 实际利率可通过国债利率与CPI的差值进行衡量

DR007和7天逆回购利率

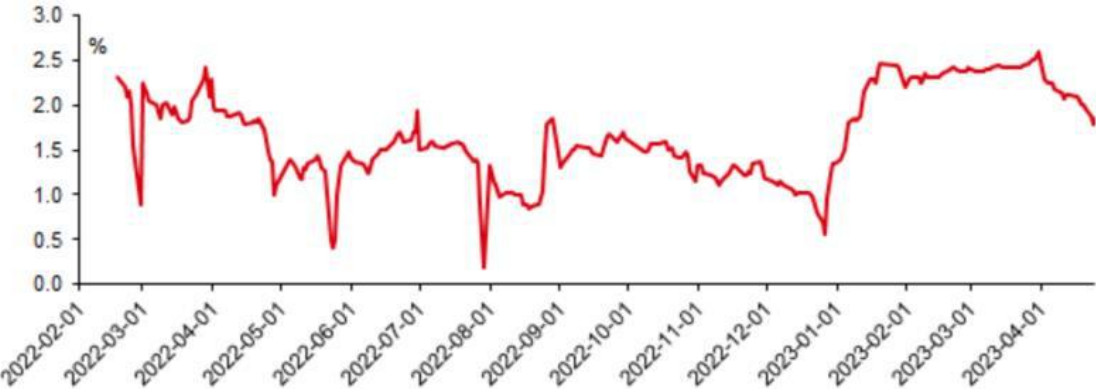
04月25日，DR007为2.04%，较前一日下行3bp



资料来源：Wind，中信证券研究部

票据转贴现利率

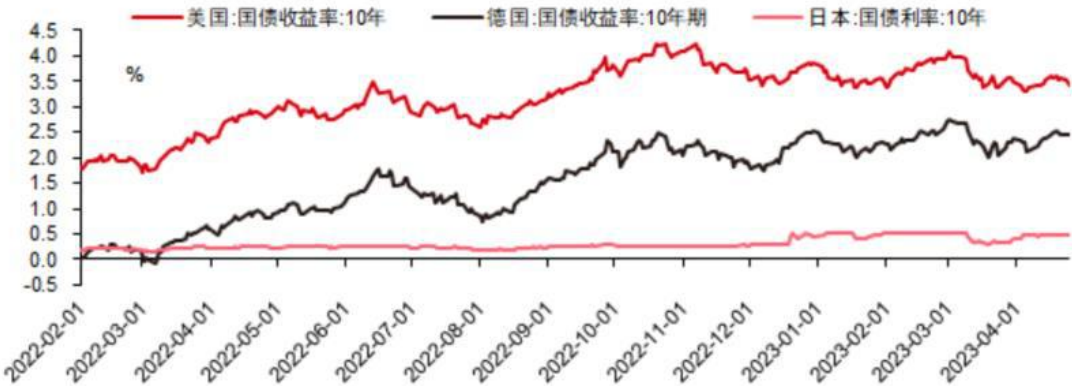
04月25日，票据利率为1.85%，较前一日上行6bp



资料来源：Wind，中信证券研究部

中美利差

04月25日，10年美债利率为3.4%，较前一日下行12bp；10年德债利率为2.45%，较前一日下行1bp；10年日债利率为0.49%，较前一日上行1bp



资料来源：Wind，中信证券研究部

汇率情况

04月25日，美元走强，人民币贬值，欧元贬值，日元升值

国际汇率	报价	涨跌幅
美元指数	101.8	0.50%
欧元兑美元	1.10	-0.65%
美元兑日元	133.7	-0.39%
英镑兑美元	1.24	-0.60%

人民币汇率	报价	涨跌幅
中间价:美元兑人民币	6.92	0.57%
离岸:美元兑人民币	6.94	0.58%
欧元兑人民币	7.60	-0.14%
100日元兑人民币	5.18	0.87%

资料来源：Wind，中信证券研究部

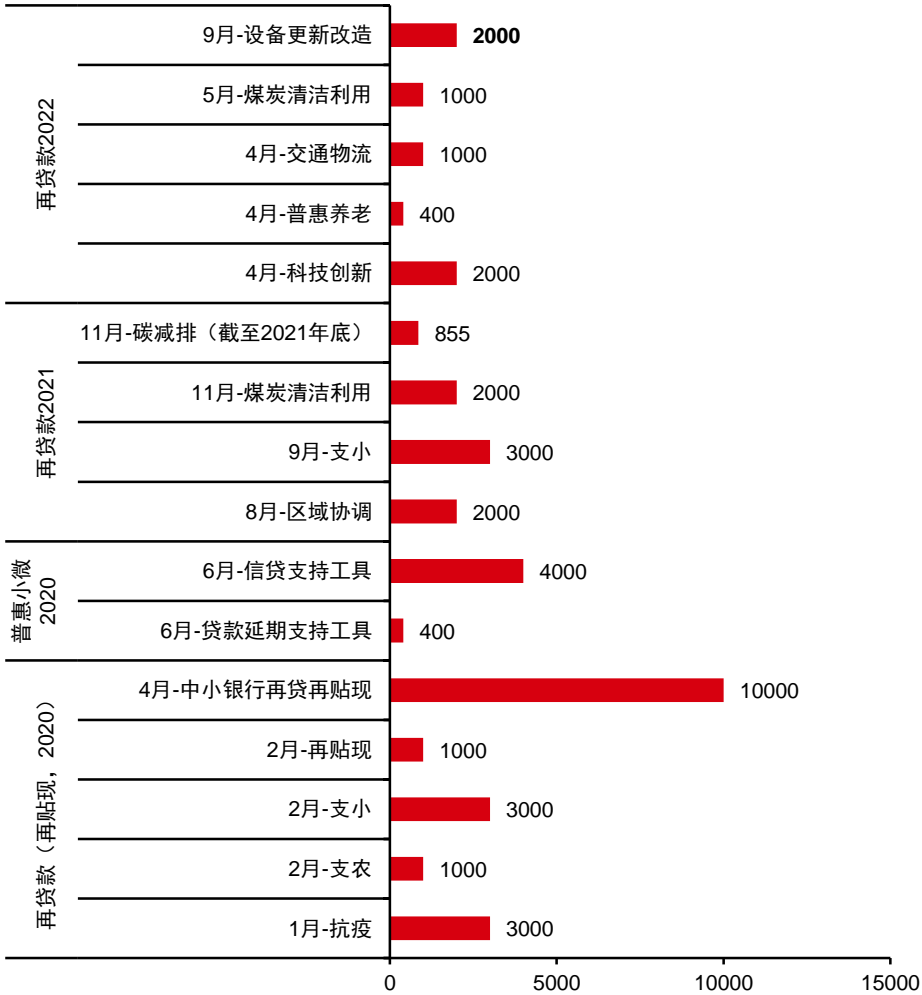
# 货币信贷政策向结构化，稳信贷发展

- 2022年末，全国支农再贷款余额为6004亿元，支小再贷款余额为14171亿元，再贴现余额为5583亿元。
- Q1末，目前这些结构性工具的余额有6.8万亿元（环比增长超3000亿元），占人民银行资产负债表规模15%左右，规模总体适度。交通物流等部分可能会逐渐退出。
- 最长使用期限可以达到3到5年，即工具机制设计“缓退坡”

结构性货币政策工具情况表  
(截至2022年6月末)

工具名称		支持领域	发放对象	利率(1年期) /激励比例	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5404
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13997
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6个月)	7000	6145
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%(激励)	400	44
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.80%		26203
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	1827
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	357
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	0
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	0
合计						53977

2020年至今推出的类再贷款工具一览(亿元)

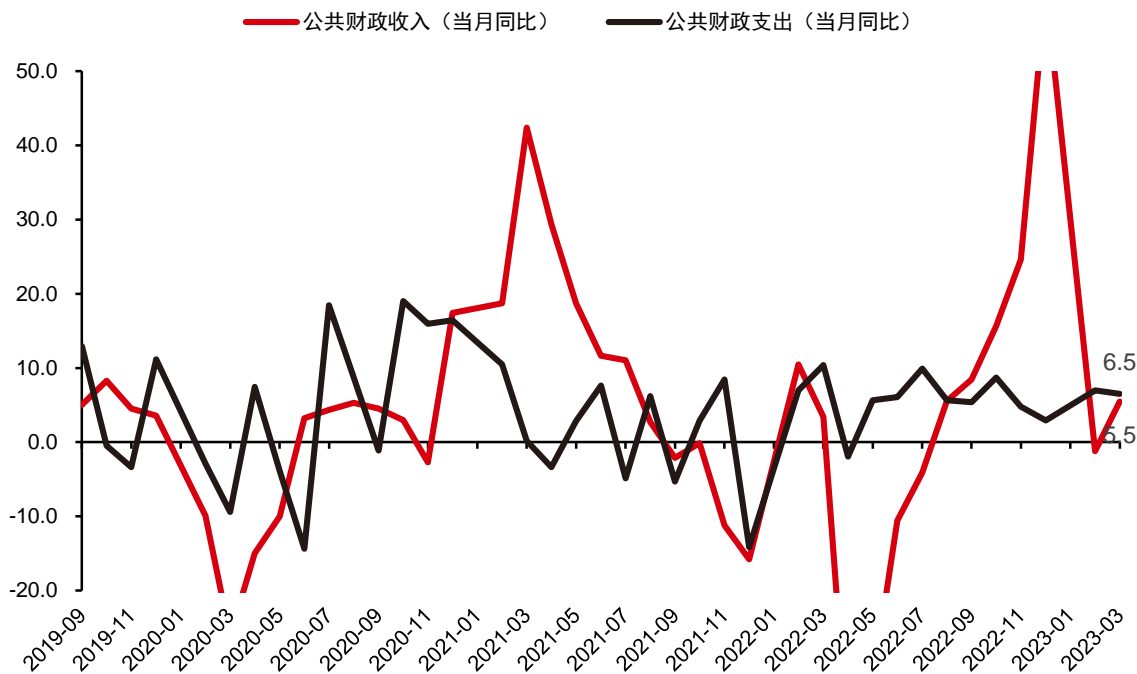


资料来源：央行（左图）；中国政府网、央行、中信证券研究部（右图）。

# 总量财政政策或边际稳慎，主要动员其他广义财政力量

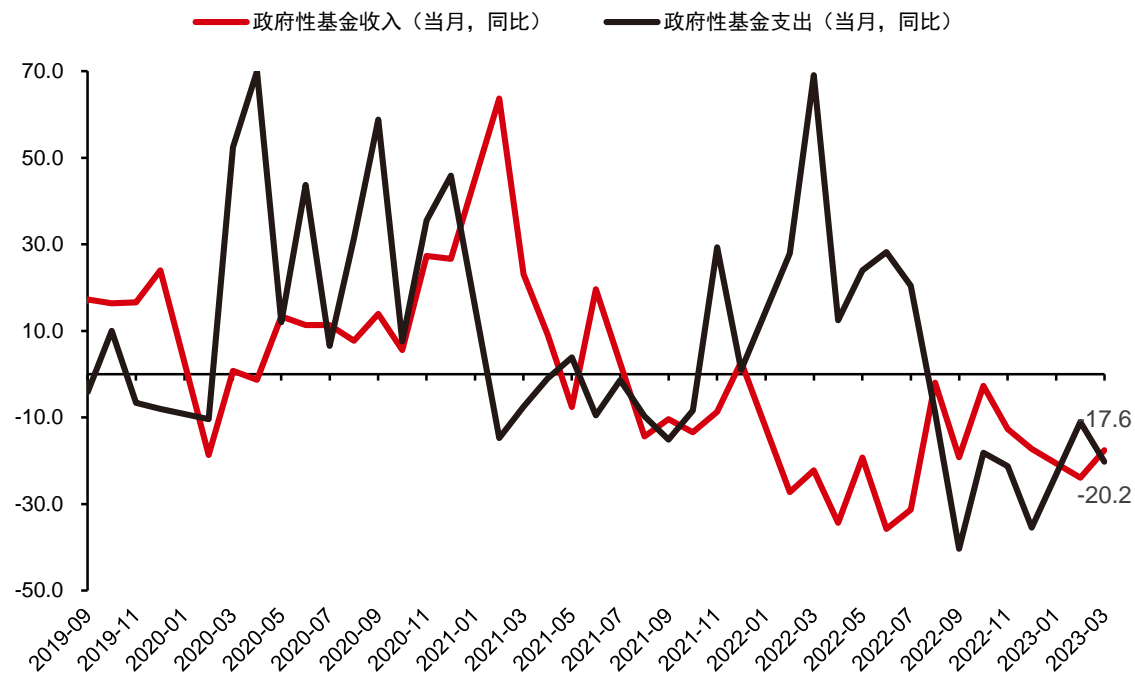
- 一季度，全国税收收入同比下降1.4%，扣除特殊因素影响后增长2%。其中，国内增值税增长12.2%，主要受去年制造业中小微企业缓税于今年入库等因素带动。企业所得税增长9.3%，主要是部分税收错期入库。全国非税收入同比增长10.9%，主要是地方多渠道盘活闲置资产带动国有资源（资产）有偿使用收入增长32.4%。
- 一季度，全国政府性基金预算收入同比下降21.8%。国有土地使用权出让收入8728亿元，同比下降27%。政府性基金预算支出同比下降15%。
- 2023年安排中央对地方转移支付100625亿元，增长3.6%。据中国财科院研究，理论上国债可成为转移铸币税工具。

公共财政收入增速改善（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

政府性基金收、支降幅仍较大（%）

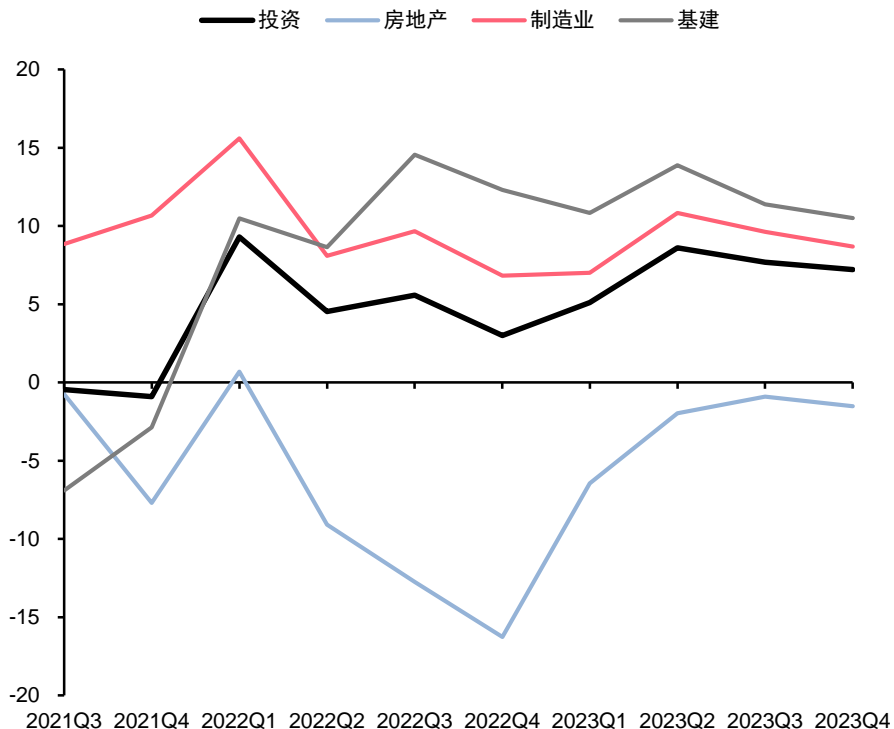


资料来源：Wind，中信证券研究部



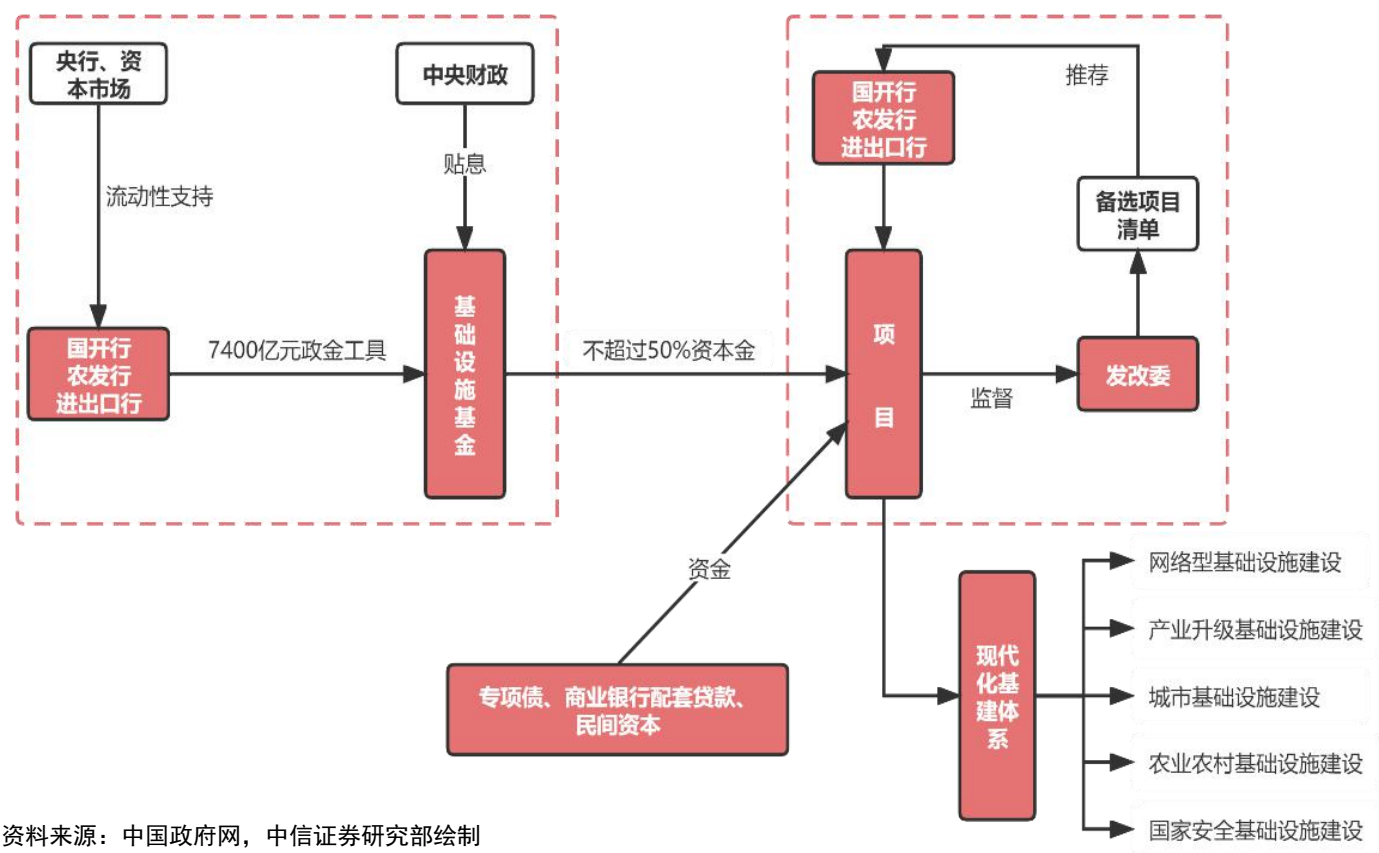
- 固定资产投资依然是稳定经济增速的压舱石和促进国内大循环的重要抓手。
- 在当前形势下，固定资产投资增速大概率高于名义GDP增速，以弥补社会需求不足。
- 预计2023年固定资产投资将呈现基建领先、制造振兴、地产降幅收窄格局，全年固定资产投资增速有望达到8%左右。制造业、基建、房地产分别约9%-10%、8%-10%、-2%-0%左右。

## 固定资产投资及分项增速预测



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测, 2Q23-4Q23为预测

## 创新财政工具支持基建



资料来源: 中国政府网, 中信证券研究部绘制

年内“稳增长”措施或略为退坡

但结构政策力度加大，市场寻找产业逻辑

---

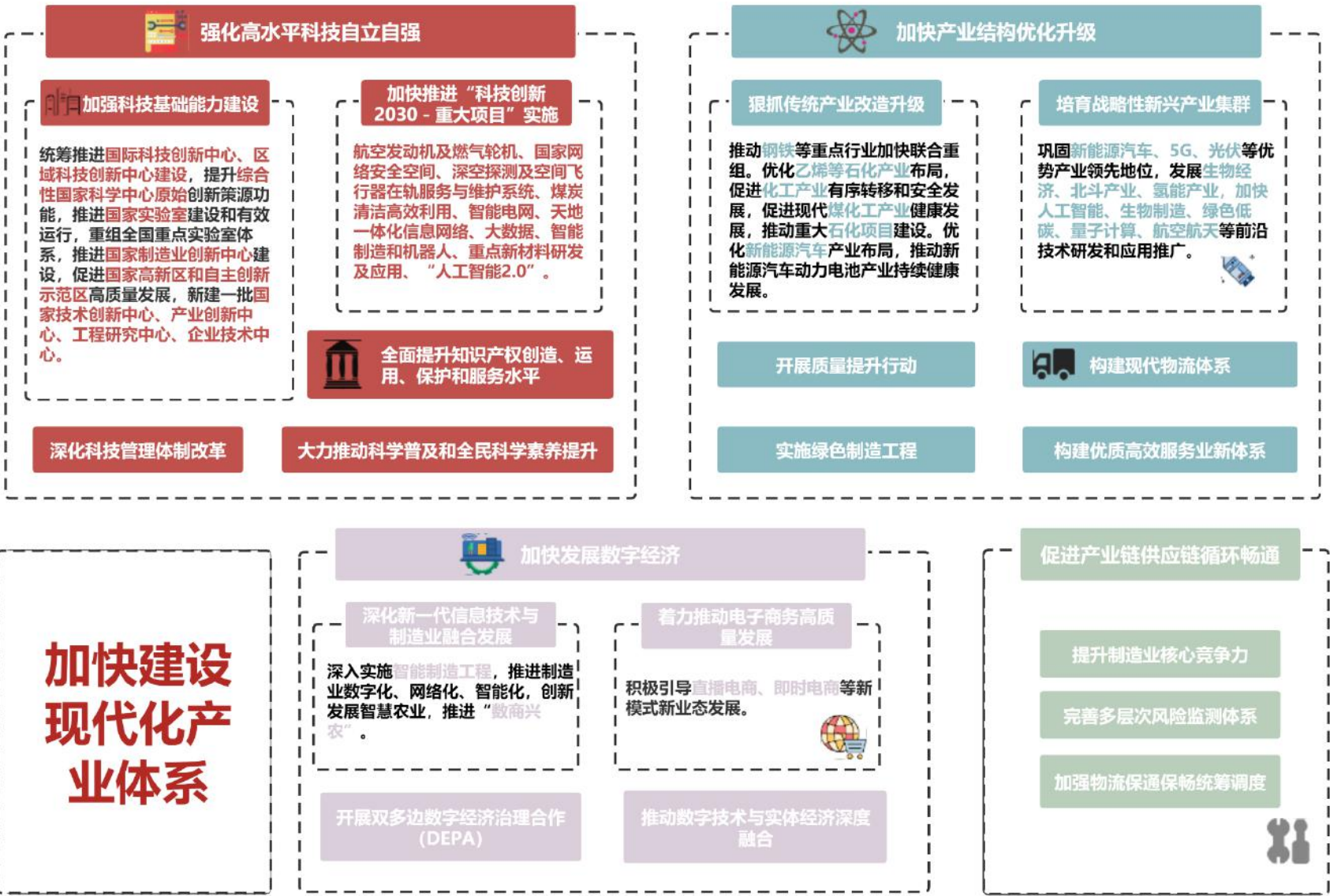
# 大兴调研之风的落足点：聚焦先进制造业、科技自立自强

- 两会后领导人调研行程观察：
- 近期领导人赴地方考察调研显示对提升科技自立自强能力、建设现代化产业体系的重点关切，可期待大兴调研之风产出更多接地气的创新政策。
- （1）4月10日至13日，总书记在广东考察，强调重点发展粤港澳大湾区，前往广汽埃安新能源汽车公司、海水养殖种子工程南方基地、乐金显示广州制造基地、徐闻港专用码头等调研。
- （2）3月21日至22日，李强总理在湖南调研并主持召开先进制造业发展座谈会，调研株洲的中车株洲电力机车、株洲硬质合金、湖南山河科技，以及长沙比亚迪汽车、中国铁建重工、蓝思科技等企业。
- （3）4月12日，李强总理在北京市调研独角兽企业发展情况，走访银河航天网络技术公司、北京海博思创科技、地平线机器人技术等公司。从领导人调研行程看，尤其关注先进制造业，包括新能源汽车、储能、人工智能算法芯片、卫星网络、铁路及航空运输设备、有色金属加工、建筑机械等。

近期主要领导人调研企业梳理				
序号	地点	日期	调研企业、项目	所属行业
1	广东	4月10—12日	乐金显示广州制造基地	液晶显示器
2			广汽埃安新能源汽车	新能源汽车
3			海水养殖种子工程南方基地	海水养殖
1	湖南	3月21日—22日	中车株洲电力机车	铁路电力机车
2			株洲硬质合金	有色金属冶炼压延加工
3			湖南山河科技	航空运输
4			比亚迪汽车	新能源汽车
5			中国铁建重工	建筑机械与重型卡车
6	北京	4月12日	蓝思科技	电子元件、电子消费
1			银河航天（北京）网络技术	卫星网络
2			北京海博思创科技	储能
3			北京地平线机器人	人工智能算法芯片



# 加快建设现代化产业体系，要求企业找准定位、契合新产业政策



- 从地方政府工作报告进行词频分析：
- 现代化、经济、人才、产业、安全、发展、能源等关键词的提法提升，每百字中出现的次数增加较大，“现代化”提出次数提升一倍多

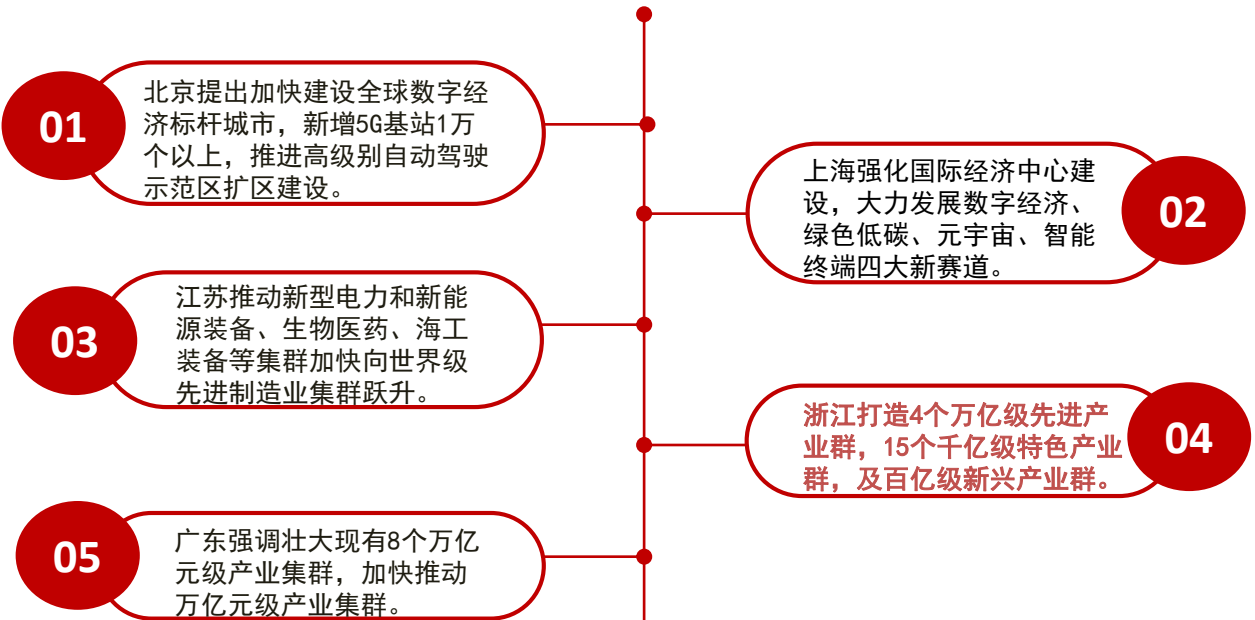
图：对各地政府工作报告的词图云（字体大小指代同比增减）



资料来源：各地政府官网，中信证券研究部。注：图内字体大小代表各词提法较去年变化情况，其中数据经过标准化处理，字越小代表提法次数增加较少或降低，字越大代表提法次数增加较多。

# 地方部署新经济，推进产业创新升级

- 各省“万亿级”产业集群
  - 内循环——比较优势分工；从“城建大而全”到“产投高精尖”
  - 推动先导产业加速壮大、重点产业创新突破、传统产业改造升级、新兴产业积厚成势、未来产业前瞻布局。
  - 各地政府工作报告前瞻探索，未来可能涌现出更多世界一流的万亿级产业集群。
  - 各省已打造或计划打造为万亿级的产业30余个。各省依托比较优势进行万亿产业特色定位，匹配该方向的标的具有更佳发展前景。从地域层面考察上市公司时，要注意分析该上市公司与当地万亿级支柱产业的关联情况。
  - 从**共同点**看，电子信息、汽车产业、新材料、智能制造、生物医药健康等行业是主要经济大省都在重点抓的行业，预期能够实现较好效果，一般来说，落后省份实现产业目标可调动资源少，难度相对更大。



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

表：各省“万亿级”产业一览

省份	万亿级产业集群	相关表述（已成为、即将或致力于成为万亿产业）
广东	电子信息、绿色石化、智能家电、先进材料、现代轻工纺织、软件信息服务、现代农业食品、汽车等8个	形成新一代电子信息、绿色石化、智能家电、先进材料、现代轻工纺织、软件与信息服务、现代农业与食品、汽车等8个万亿元级产业集群。加快推动超高清视频显示、生物医药与健康、新能源等产业成为新的万亿元级产业集群。万亿元级出口产业集群
江苏	物联网、高端装备、节能环保、新型电力（新能源）装备、生物医药和新型医疗器械，数字经济	重点打造物联网、高端装备、节能环保、新型电力（新能源）装备、生物医药和新型医疗器械等万亿级产业集群。积极发展第三代半导体、元宇宙等未来产业，力争数字经济规模突破5.5万亿元。
山东	化工、钢铁冶炼压延及深加工配送、食品行业、信息技术、装备工业、汽车、新材料产业	到2025年，化工产业产值达到2.65万亿元；到2025年，钢铁冶炼压延及深加工配送产业总产值突破1万亿元；到2025年，食品行业产值突破1万亿元；力争到2025年，信息技术产业产值达到1.4万亿元；力争到2025年，装备工业产值达到2.5万亿元；汽车产业产值超过1万亿元，山东域内汽车整车生产规模达到300万辆左右，力争保持全国前三位；力争到2025年，新材料产业产值突破1万亿元。
浙江	新一代信息技术、高端装备、现代消费与健康、绿色石化与新材料	扎实推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，大力培育“415X”先进制造业集群，打造新一代信息技术、高端装备、现代消费与健康、绿色石化与新材料等4个万亿级先进产业集群
河南	装备制造、汽车、新一代信息技术、材料产业、现代食品	2025年装备制造业规模突破1.5万亿元。力争到2025年汽车产业产值突破万亿元。加快打造万亿级新一代信息技术产业高地。力争2025年材料产业规模突破2万亿元。建设万亿级现代食品产业
四川	电子信息、食品饮料	电子信息、食品饮料产业规模迈上万亿元台阶。成都软件和信息服务、成（都）德（阳）高端能源装备、成渝地区电子信息先进制造等创建为国家先进制造业集群
湖北	汽车产业、现代化工、光电子信息、大健康	打造万亿级汽车产业集群。培育万亿级现代化工产业集群。着力培育具有国际竞争力的万亿级光电子信息、大健康产业集群。
福建	新能源电池、石化化工、现代纺织服装、先进装备制造	现代纺织服装产业最先突破万亿级，电子信息“增芯强屏”步伐加快，先进装备制造迈向智能化高端化，石油化工“两基地一专区”集聚发展。数字经济、海洋经济、绿色经济、文旅经济成为新增长极。
湖南	装备制造、原材料、消费品	农产品加工业产值突破2万亿元。湖南大力推进产业发展“万千百”工程，“十四五”再育一批万亿级产业
安徽	绿色食品、装备制造业、新一代信息技术、汽车及零部件、新材料	绿色食品产业全产业链产值突破1万亿元；深入实施二产“提质扩量增效”行动计划，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，突出招大引强、提质降本，培育形成4个万亿级产业；装备制造业营业收入向万亿元冲刺；力争到2025年，新一代信息技术、汽车及零部件、装备制造、新材料等4个产业实现大幅跨越，为万亿级产业目标奠定坚实基础。
上海	集成电路、生物医药、人工智能	工业战略性新兴产业总产值占规模以上工业总产值的比重从2017年的30.8%提高到42%左右，集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业规模达到1.4万亿元。初步形成以三大先导产业为引领、六大重点产业为支撑的新型产业体系，工业总产值迈上4万亿元新台阶。
河北	铁基材料、装备制造业	构筑“铁基材料、装备制造业”两个万亿级“双引擎”，打造“生物医药、新材料”两个千亿级“新双翼”
北京	科技服务、新一代信息技术（含软件和信息服务）、智能制造、医药健康等	培育形成新一代信息技术（含软件信息服务）、科技服务业两个万亿级产业集群，医药健康、智能装备、人工智能、节能环保、集成电路五个千亿级产业集群；力争到2025年新一代信息技术产业实现营业收入2.5万亿元，医药健康产业实现营业收入1万亿元；2025年形成4至5个万亿级产业集群。
陕西	现代能源、先进制造、文化旅游、战略性新兴产业等	加快打造现代能源、先进制造、文化旅游、战略性新兴产业等万亿级产业集群
江西	有色金属、电子信息	全力打造有色和电子信息两个万亿级产业（2020年）
重庆	智能网联新能源、电子信息制造	建设智能网联新能源汽车、电子信息制造业两大万亿级产业集群
辽宁	先进装备制造、石油化工、冶金新材料	以数字辽宁、智造强省建设为战略抓手，聚力打造先进装备制造、石油化工、冶金新材料3个万亿级产业基地，22个重点产业集群建设取得积极成效。
云南	先进制造、旅游文化、高原特色现代农业、现代物流、健康服务	云南出台《关于加快构建现代化产业体系的决定》，重点培育“五个万亿级、八个千亿级”产业
广西	林业产业	推进现代林业产业示范区建设，启动万亿林业产业三年行动
内蒙古	农畜产品生产和精深加工、新能源及装备制造、煤炭及煤基产业、金属采冶及新材料制造	通过集中推进、重点突破，使农畜产品生产及精深加工、新能源及装备制造、煤炭及煤基产业、金属采冶及新材料制造这4大支柱产业产值向万亿级迈进，尽快把绿色特色优势现代产业集群做起来。
贵州	新能源电池及材料产业	到2030年，全面建成国际化新能源动力电池及材料研发生产基地，新能源电池及材料产业成为全省支柱性产业之一，产业规模达到万亿级。
天津	战略性新兴产业	战略性新兴产业规模突破1万亿元
黑龙江	农业和农产品精深加工	
吉林	汽车产业、农产品生产加工、冰雪避暑休闲生态旅游	全力打造万亿级汽车产业，支持一汽创新发展；加快打造现代新型汽车和零部件、农产品生产及农产品和食品加工、冰雪和避暑休闲生态旅游三个万亿级大产业
海南	互联网、消费（含免税购物）、大健康和教育、旅游文化体育	海南十四五规划提出，到2035年，形成互联网、消费（含免税购物）、大健康和教育、旅游文化体育等一批万亿级产业。

资料来源：各省官网，中信证券研究部。注：按各省2022年GDP从高到低排序。以上25省，另有6省未找到准确依据。



部门/会议	日期	政策领域	具体举措
20届中央深改委第一次会议	4/21	企业科创	强化企业科技创新主体地位。对技术创新决策、研发投入、科研组织、成果转化全链条整体部署，推动企业在关键核心技术创新和重大原创技术突破中发挥作用。
		国有经济	完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理，深化国有企业改革，构建顶层统筹、权责明确、运行高效、监管有力的国有经济管理体系。
		民营经济	着力优化民营经济发展环境，破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍，引导民营企业在高质量发展中找准定位。
央行	4/20	货币政策	稳健的货币政策将精准有力。坚持以我为主、稳字当头，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适。
		结构政策	发挥好结构性货币政策工具的引导作用。结构性货币政策工具退出是平稳有序的。保持再贷款、再贴现等长期性工具的稳定性，同时实施好多项仍在实施期的阶段性工具。
		房地产	首套房贷利率政策动态调整机制“既管冷又管热”。推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
		存款利率	深化利率市场化改革，持续发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用
财政部	4/18	预算下达	中央对地方转移支付预算正按规定抓紧下达，确保资金早使用、早落地、早见效
		地方债	加快专项债券发行进度，适当提高资金使用集中度，优先支持成熟度高的项目和在建项目。
		税费优惠	综合考虑经济结构调整和助企纾困的需要，重点支持制造业高质量发展、加快实施创新驱动发展战略等。
国家发改委	4/19	消费	抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件（围绕稳定大宗消费、提升服务消费、拓展农村消费等重点领域）。下大力气稳定汽车消费，加快推进充电桩和城市停车设施建设，大力推动新能源汽车下乡。强化就业优先政策，提高城乡居民收入。
		数字经济	持续做强做优做大数字经济。加快构建“1+N”数据要素基础制度体系。适度超前布局数字基础设施，加快光纤网络扩容提速、5G商用，深入实施“东数西算”工程，加快基础设施数字化、智能化改造。
		民间投资	建立鼓励民间资本参与重大项目建设机制。鼓励民间投资参与盘活国有存量资产。鼓励民间资本通过产权交易并购重组、不良资产收购处置等方式盘活自身资产，支持符合条件的发行REITs。
国家统计局	4/18	工业生产	大力改造提升传统产业，培育壮大新兴产业。
		进出口	稳外贸政策持续显效。
		消费	增加居民收入，积极增加优质供给，把扩大消费和供给侧结构性改革有效结合起来。
		投资	注重提高投资质量，既利当前，更惠长远。
		就业	继续加大对青年特别是高校毕业生的就业帮扶，加快产业升级步伐，提供更多高质量的就业岗位。

- 一季度数据总体高于市场预期，年初稳增长政策获得了较好成效，但复苏基础还不牢固，结构性问题犹存，集中体现在青年失业、民间投资、部分消费、工企盈利、地产开发等方面。

### 青年人失业率仍走高

- 3月份，16-24岁青年人失业率19.6%，比上月上升1.5个百分点，就业结构性矛盾比较突出。

### 民间投资持续处于低位

- 一季度仅增长0.6%，特别是房地产开发民间投资下降13.8%。民间投资面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约。

### 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%），居民的大件商品消费意愿还有待进一步提升。

### 工业企业盈利低迷

- 从最新可得的1-2月数据看，规上工企利润同比下降22.9%。3月工业增加值同比增长3.9%，也略低于市场一致预期。

### 房地产开发端走弱

- 3月份，房屋新开工、施工面积降幅分别扩大至-29%、-34%，百城土地成交总价款同比降低26%。

- 预计总体稳增长政策不会出现转向，但也不会有明显加码。同时在深入调查研究基础上，还会围绕年轻人就业、中小民营企业、大件消费、房地产开发端等欠改善领域推出务实管用的创新政策。

货币发挥财政功能

财政发挥金融功能

结构化货币  
政策

铸币税

支出基金化

盘活存量资产

### 央行方面政策

- 预计总量货币工具不变化，总体信贷力度保持平稳，信贷同比增长可能略弱于一季度
- 结构性货币工具有保有压
  - 未来会逐步退出一些应对疫情的短期工具，例如交通物流专项再贷款、一些地方的支小再贷款等
  - 加大对产业升级方向的结构性货币工具支持。
- 房地产领域政策将更加精准，既保障房企发展转型，又避免局部城市房价过热。

### 财政政策

- 基本维持现有的预算支出计划、专项债支持
- 预计新增特点在于围绕制造业高质量发展、加快实施创新驱动发展战略等方面推出结构性的税费优惠等工具。
- 促进地方盘活存量资产扩大财力，以及优化完善基础设施投资基金方面
- 积极引导民间投资参与重大项目

### 促消费政策

- 预计国家发改委牵头的关于恢复和扩大消费的政策文件近期出台
- 重点推进新能源汽车、绿色家电、绿色建材等大件商品消费
- 鼓励各地大力发展文旅消费、大型消费主题活动，建设完善消费基础设施

### 产业政策

- 近期重点关注先进制造业，包括新能源汽车、储能、人工智能算法芯片、卫星网络、铁路及航空运输设备、有色金属加工、建筑机械等。
- 持续做强做优做大数字经济
  - 推动数据要素流通使用
  - 适度超前布局数字基础设施，加快千兆宽带、5G部署，深入实施“东数西算”工程。

01

## 金融领域：8项改革措施齐发力，金融行业迎来“全方位监管”新时代

- 中央金融委员会主要负责“研究审议金融领域重大政策、重大问题等”
- 中央金融工作委员会主要负责“指导金融系统党的思想建设、组织建设、作风建设、纪律建设等”
- 国家金融监督管理总局主要负责“除证券业之外的金融业监管”

## 聚焦行业 三个重点 稳步前进

02

## 科技领域：组建中央科技委员会、重组科技部，科技领域的重要性进一步提升

- 组建中央科技委员会，负责统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革，利于从国家发展全局统筹促进科技创新与促进经济社会发展的关系
- 强调要加强科学技术部推动健全“新型举国体制”的职能，这意味着我们将更加积极地调动全社会的资源和力量发展科技创新

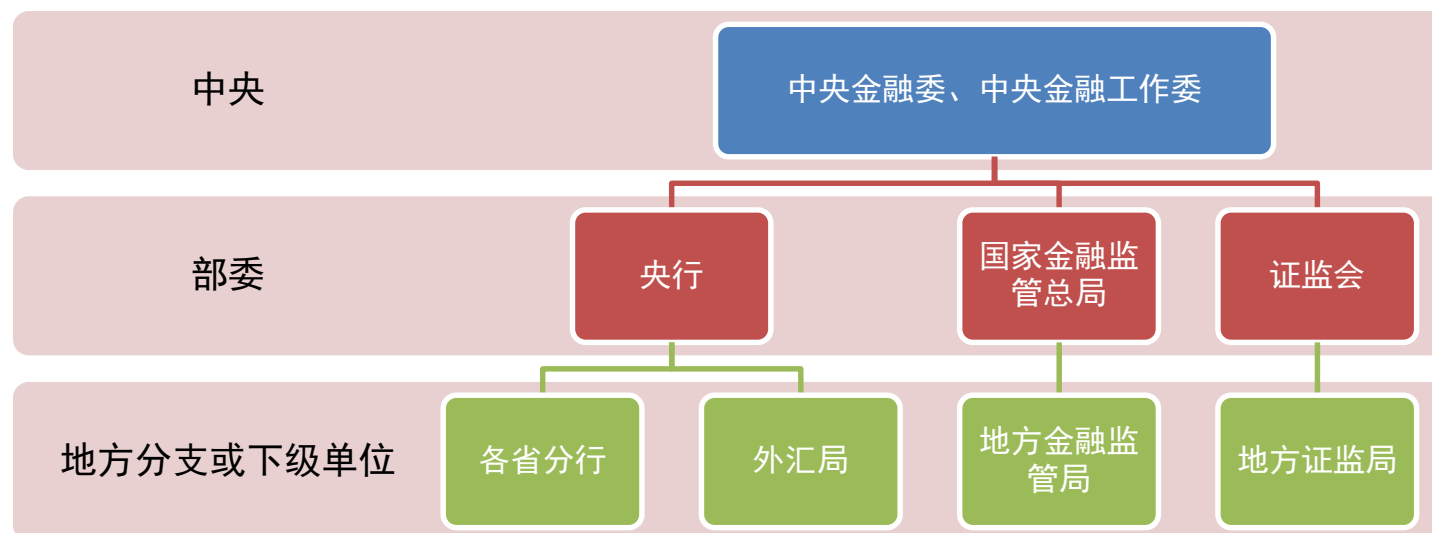
03

## 数据领域：组建国家数据局，数字经济迎来广阔发展前景

- 调整的目的在于支持发展而非强化监管
- 国家数据局的成立将为我国布局建设数字中国提供重要的体制保障，数字经济将在常态化监管下茁壮成长



- (1) 决策链条缩短，金融风险缓释。
- (2) 促进服务实体经济。
- (3) 公募高质量发展、券商服务实体经济、保险提供中长期资金。



深化金融体制改革，依法将各类金融活动全部纳入监管。

- 中央和地方间的协调
- 国际金融市场与国内市场间的风险监控
- 相关部委的协调性和统筹性。

稳妥处置地产相关风险。

- 坚持房住不炒，因城施策促进地产市场健康发展
- 有效化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。

地方政府融资平台债务风险规范管理。

- 优化债务期限结构，降低利息负担
- 完善财政转移支付，做好基层“三保”工作等。

平稳化解高风险中小金融机构风险。

- 推进中小银行补充资本，深化资本市场改革
- 督促中小金融机构回归本源和服务当地。

围绕增强产业引领力深化改革，  
更好推动现代化产业体系建设

①

更大力度布局**前瞻性战略性新兴产业**。加大新一代**信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保**等产业投资力度，在**集成电路、工业母机**等领域加快补短板强弱项，促进支撑国家算力的相关产业发展，推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级。

② 围绕提升科技创新力深化改革，  
有效发挥在新型举国体制中的重要作用

围绕提高安全支撑力深化改革，  
着力提升安全发展能力水平

③

推进**重要能源、矿产资源**国内勘探和增储上产，扩大优质**煤炭**产能，构建新型**电力**系统，提升**种子自主可控**和**海外粮源**掌控能力。加大对**通信网络**等新型基础设施建设的投入，强化对主干电网、主干管网等网络的布局，加快关键大通道和重要枢纽建设。

④ 围绕打造现代新国企深化改革，  
加快完善中国特色国有企业现代公司治理

围绕营造公平竞争市场环境深化改革，  
更大力度促进各类所有制企业共同发展

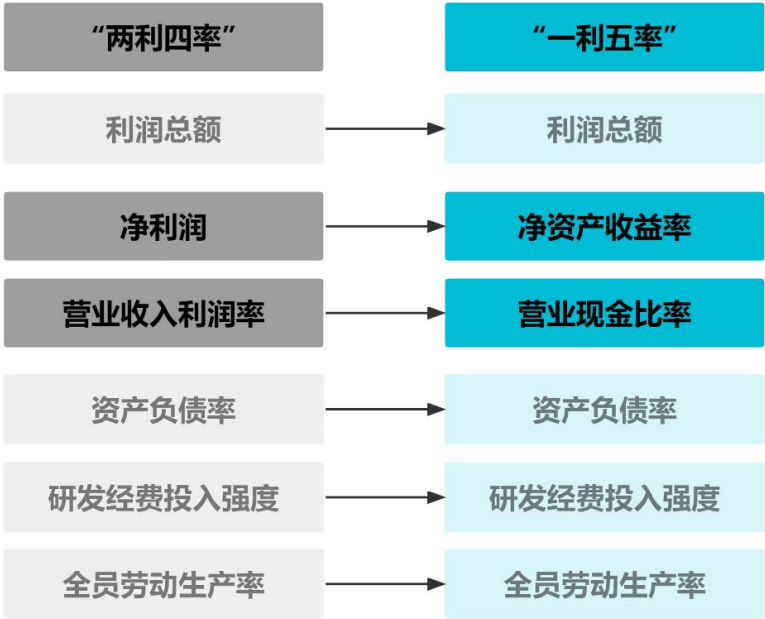
⑤

完善**公益性业务目录**，深化公益性业务分类考核，建立与公益性业务分类核算相适应的补偿机制。

2023年中央企业“一利五率”指标总体目标  
标定为“一增一稳四提升”



“一增”是指**利润总额**增速要高于国民经济增速。  
“一稳”是指**资产负债率**稳定在65%左右。  
“四提升”是指**净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率**要实现进一步提升。



- 地缘政治风险：密集站队、高技术封锁；
- 海外金融风险扩散，海外央行高利率阶段维持过长时间；
- 居民收入增速放缓，拖累消费修复；
- 疫情出现反复，冲击经济。



# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

联系人：黄昕（国内宏观经济研究员）

执业证书编号：S1010121110001

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上



## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有，保留一切权利。