

宏观

证券研究报告

2023 年 03 月 02 日

经济修复的斜率

从本轮疫后修复节奏和强度上看，整体呈现建筑业>服务业>制造业的格局。

建筑业中基建强于市政强于房建，但高频数据显示目前项目施工强度还有待进一步提高。预计今年基建等对上游拉动力度会超过去年。

在线下消费场景修复后，线下服务业快速回暖。但在经历了过去三年疫情后，关注供给端不足带来的潜在通胀压力。

国内强大的供应链体系保障了中国在全球的竞争力。今年出口或再次超预期。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

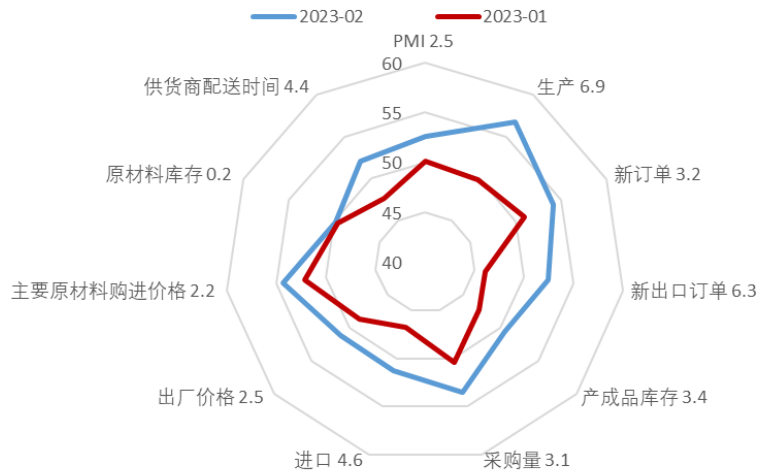
相关报告

- 1 《宏观报告：进一步宽松的概率或在下降-2022 年四季度货币政策执行报告解读》2023-02-26
- 2 《宏观报告：算算今年的财政空间-2023 年财政政策展望》2023-02-22
- 3 《宏观报告：宏观-今年出口或将再超预期》2023-02-22

风险提示：国内出口潜在风险超预期，海外经济下行压力引发国内经济复苏不及预期，关注地产风险，关注后续疫情演变带来的风险

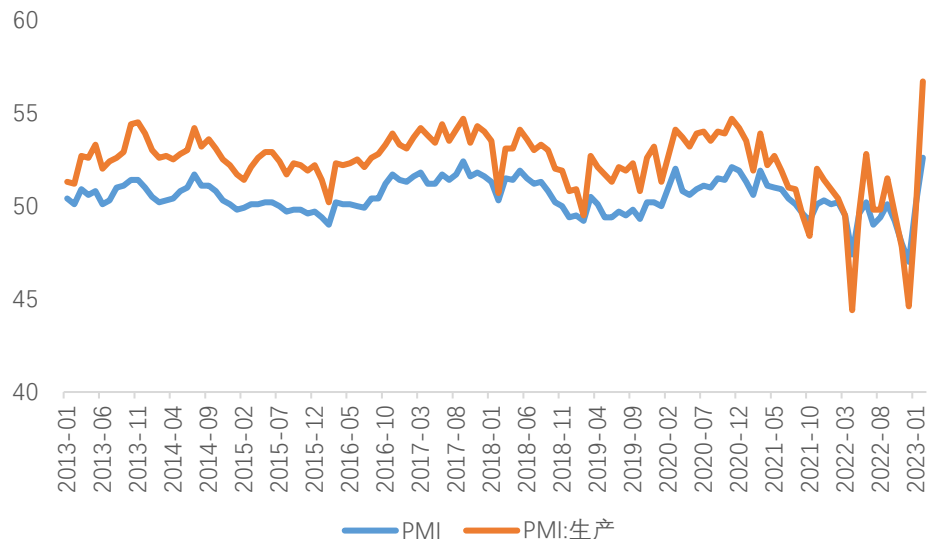
2 月国内经济继续全面修复，即使有供应商配货时间拖累（逆指数），2 月制造业 PMI 依旧大幅上行 2.5 个百分点至 52.6%，创近 10 年以来的新高。综合 PMI 上行 3.5 个百分点至 56.4%，也创下 2017 年以来新高。

图 1：制造业 PMI 分项数据一览（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：制造业 PMI 创近 10 年新高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从本轮疫后修复节奏和强度上看，整体呈现建筑业>服务业>制造业的格局。

2 月建筑业 PMI 高位走高，上行 3.8 个百分点至 60.2%。今年建筑业复产复工进度先慢后快，百年建筑网调研数据显示前两轮调查（截止 2 月 7 日）全国施工项目劳务到位率和开工率分别为 43.3%和 38.4%，分别低于去年农历同期 16.9 个百分点和 12.6 个百分点。元宵节后复产复工速度才开始加快，截止 2 月 21 日，劳务到位率和开工率分别为 83.9%和 86.1%，反超去年农历同期水平。

具体施工项目上，基建的劳务到位率>市政>房建。第四轮调查中基建劳务到位率达到了 86.5%，高于市政的 85.9%和房建的 81.1%。基建施工强一是部分地区要求重点项目过年不停工¹，且部分项目在去年未受疫情影响，年初存在赶工现象。二是财政年初继续发力，资金端有一定保障，如 2023 年 1-2 月 wind 口径新发专项债达 8269 亿元，仅略低于去年

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/-POgEtBuspEB3rlRmtXXIQ>

同期。

但从水泥熟料产能利用率、砂石产能利用率、石油沥青开工率等上游指标上来看，建筑项目实际施工强度或依旧偏低。其中房建是主要拖累，受去年房企资金紧张，项目付款进度偏慢等影响，年初整体市场信心依旧偏弱，房建施工强度目前有待加速。

好消息是近期房地产销售市场明显回暖，30大中城市成交面积（MA7）超过50万平方米/天，关注后续房地产销售回暖是否具有可持续性，并能否进一步带动投资企稳。另外，目前基建施工偏慢或与部分新开工项目尚未到施工节点有关，预计两会过后基建施工强度或会提高。

图 3：制造业 PMI 创近 10 年新高（单位：%）

	制造业（第三轮）	建筑业（第三轮）	服务业（第三轮）	制造业（第二轮）	建筑业（第二轮）	服务业（第二轮）	制造业（第一轮）	建筑业（第一轮）	服务业（第一轮）
T-2	49.2	58.2	47.0	50.2	57.6	50.5	50.2	56.7	53.0
T-1	48.0	55.4	45.1	49.5	58.1	46.7	50.0	59.7	53.1
T	47.0	54.4	39.4	47.4	52.7	40.0	35.7	26.6	30.1
T+1	50.1	56.4	54.0	49.6	52.2	47.1	52.0	55.1	51.8
T+2	52.6	60.2	55.6	50.2	56.6	54.3	50.8	59.7	52.1

资料来源：wind，天风证券研究所（注：这里的第三轮是指 2022 年末开始的疫情，第二轮是指 2022 年 3 月开始的上海疫情，第一轮是 2020 年初的武汉疫情；T 期为 PMI 最低点，分别为 2020 年 2 月、2022 年 4 月和 2022 年 12 月）

图 4：建筑业复产复工进度（2023 年 2 月 21 日）（单位：%）

区域	总开工率	较上期	较去年	劳务到位率	较上期	较去年	砂石产能利用率	环比上周
华东	92.9	10.4	7.5	89.3	16.5	4.6	31.5	5.5
华南	83.0	6.9	-3.4	84.6	13.9	-0.3	23.9	7.1
华中	90.8	7.2	11.8	86.6	9.9	6.3	16.0	3.4
西南	85.1	14.1	12.1	84.2	28.4	4.0	15.1	3.7
西北	58.7	8.0	-3.4	51.5	13.9	-6.7	7.5	0.2
华北	63.6	10.1	14.9	66.3	6.8	9.5	8.6	1.4
东北	21.4	7.1	-19.5	31.4	18.6	-17.7		
全国	86.1	9.6	5.7	83.9	15.7	2.8	22.2	4.5

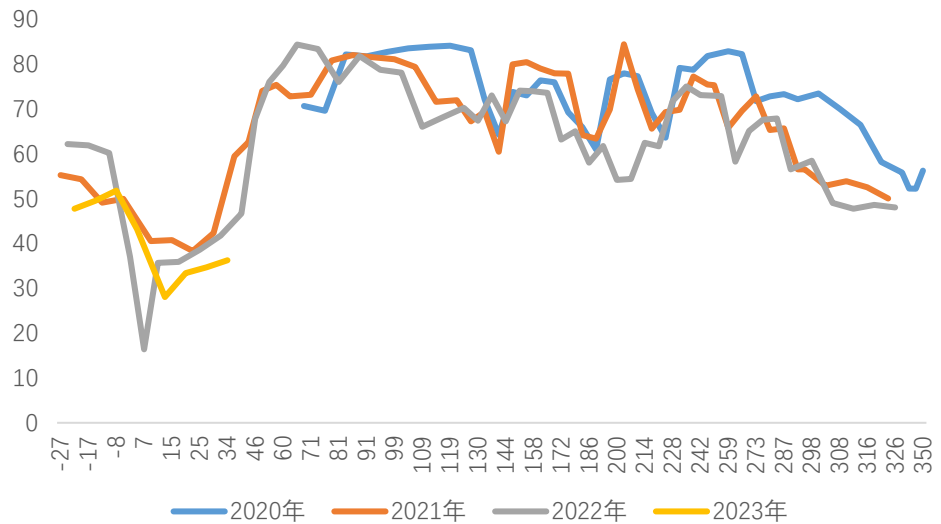
资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

图 5：基建、房建和市政行业的复产复工进度（单位：%）

指标	项目	第四轮（2.21）	第三轮（2.14）	第二轮（2.7）	第一轮（1.31）
开复工率	基建	87.3	76.6	42.1	13.3
	房建	84.1	77.1	39.2	8.2
	市政	88.2	75.4	32.2	11.2
劳务到位率	基建	86.5	74.0	47.9	16.3
	房建	81.1	61.5	40.6	13.6
	市政	85.9	72.9	42.3	14.5

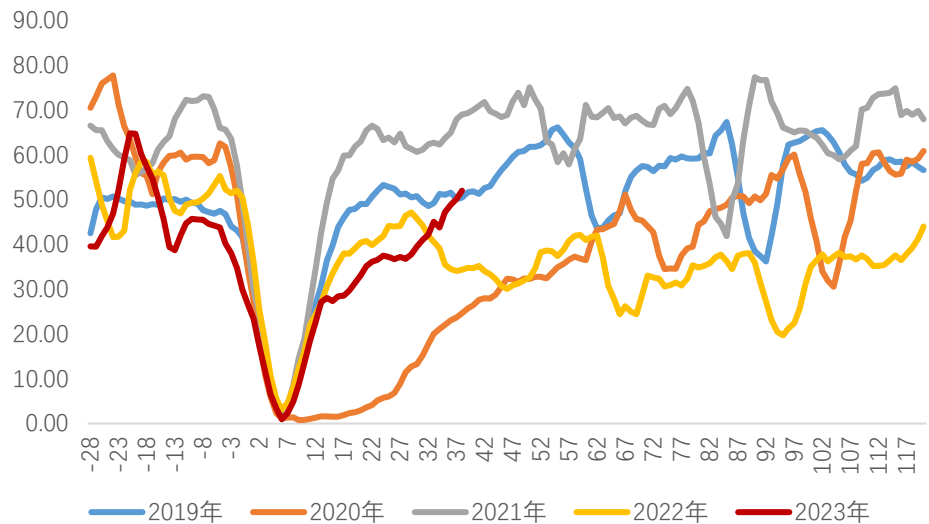
资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

图 6：水泥熟料产能利用率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（0 期为春节）

图 7：30 大中城市商品房成交面积（7 天移动平均）（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所（0 期为春节）

除建筑业外，本轮疫情之后，服务业修复或更具韧性。

2 月疫情结束叠加政策优化推动线下消费场景快速修复。在消费场景修复后，疫后资产负债表受损较轻，且持有较多超额储蓄的中高收入人群消费意愿快速回升，对应于餐饮、旅游出行等行业的回暖（详见《超额储蓄能否转化成超额消费》，2022.12.31）。如统计局表示，2 月道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等 8 个行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。

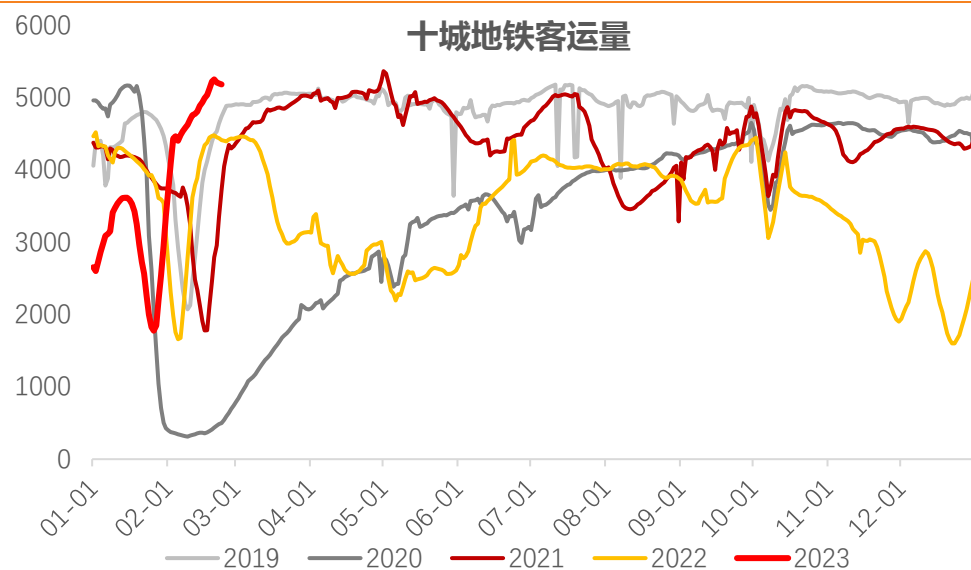
同时，疫情的不确定性减弱叠加供需双双好转驱动服务业市场预期维持高位，2 月服务业业务活动预期指数继续上行 0.5 个百分点为 64.8%。

需要额外关注的是服务业价格指数的上涨，在供需双双回暖时，服务业销售价格指数上升 2.9 个百分点为 50.4%。

2020 年以来，疫情带来的不确定性对线下服务业形成明显冲击，如餐饮收入在 2020 年和 2022 年两年负增，为 -16.6% 和 -6.3%。这导致部分线下服务业企业开始退出市场或缩小规模，比如 2021 年住宿业设施总数相比于 2019 年下滑的 40.1%，客房数量下滑 24.7%。连锁经营协会 2022 年对 58 家企业，6.1 万余家门店的调查数据显示有近 4 成连锁餐饮企业的净利润下滑超过 50%，超 5 成企业的关店数量高于开店数量。

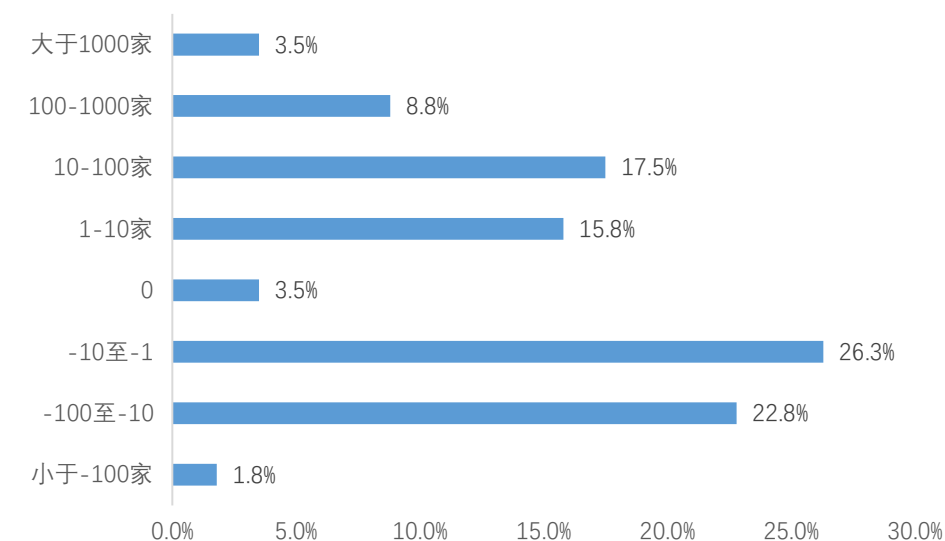
考虑到今年第一轮消费修复会更偏向服务业消费，在需求回升弹性高而供给相对不足的情况下，后续线下服务业价格走势值得关注。

图 8：地铁出行人数超往年同期（单位：万人次）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2022 年净开店门店数分布



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52747

