

# 宏观深度

## 我们如何描绘国内需求？

居民边际消费倾向增加消费复苏的确定性。年内基建投资的确定性仍然较强。2022 年“主动去库存”与“被动累库存”并存，地产投资修复受到阻滞。

“弱现实、强预期”成为市场情绪的主流思维。在防疫优化纠偏、稳增长发力的政策背景下，市场对经济复苏满怀期待，但这一过程并非一蹴而就，消费、地产修复的确定性，基建能否维持强发力等问题或将是一季度乃至上半年市场的重要关注点。

■ 春节旅游表现已能佐证居民消费意愿有所复苏。我们用今年春节人均出游支出同比增速减去 2022 年人均可支配收入同比增速，增速差实现 1.01%，自 2014 年以来首次转正，即旅游支出的同比增速 2014 年以来首次超过前一年收入的同比增速，一定程度可以反映出，在疫情防控的持续压抑下，居民在可支配收入弱势的前提下，仍有出行、消费意愿。

2022 年年底以来，国内疫情防控政策逐步优化，去年同期的较低基数叠加居民消费本身具备天然复苏条件，若 2023 年居民边际消费倾向恢复至 0.8 以上（2021 年高于 0.9），年内居民消费支出增速有望修复至 6-7% 水平。

■ 基建投资年内仍有较强的确定性。首先，2023 年各地政府工作报告仍用了较大篇幅强调基建投资。对于基建投资中占比较高的交通、城市基础设施领域各省市政府工作报告中均有提及；其中，“交通强国”在 3 个省的政府工作报告中明确提及，而“城市更新”在 7 个省的政府工作报告中明确提及。

其次，地方政府土地收入温和回升，有望为年内基建投资贡献资金增量；专项债、准财政工具将继续对政府性基金预算支出做出较强支撑。

此外，2023 年地方重大项目规划继续向道路、城市设施倾斜，这一项目规划特点同样显示出基建对 2023 年扩内需的重要作用。

■ 2022 年“主动去库存”与“被动累库存”并存，地产投资修复受到阻滞。从广义角度看，地产行业整体处于主动去库存阶段。截至 2022 年（自 1999 年以来有统计），我国商品房住宅累计面积 241780.58 万平方米，较 2021 年下降 9.88%，已是连续第二年下降。究其原因，2022 年商品房住宅新开工、销售较 2021 年分别下降 39.79% 和 26.77%，当年新开工下降幅度大于销售是库存下降的主要原因，行业处于主动去库存阶段。

而从现房角度看，房地产行业存在一定的“被动累库存迹象”。着眼行业待售面积指标，截至 2022 年 12 月，销售面积、竣工面积分别下降 26.77% 和 15.00%，待售房屋增速在没有竣工推升的情况下，仍处于 18.39% 的相对较高水平，现房领域存在被动积累库存的状况，或同样对地产投资修复形成一定阻滞。

■ 风险提示：地缘政治的不确定性加强；美国通胀韧性超预期。

### 相关研究报告

《2 月 PMI 数据点评》20230301

《3 月金股组合》20230228

《大类资产交易周报》20230226

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、如何把握居民的消费预期？ .....           | 4  |
| 1.1 居民出行消费意愿较快恢复 .....         | 4  |
| 1.2 居民边际消费倾向增加消费复苏的确定性 .....   | 5  |
| 二、投资修复：先基建后地产 .....            | 7  |
| 2.1 新型产业是制造业投资的重要抓手 .....      | 7  |
| 2.2 年内基建投资的确定性仍然较强 .....       | 9  |
| 2.3 地产修复方向确定，但投资修复节奏或有滞后 ..... | 15 |
| 三、结论 .....                     | 17 |
| 风险提示 .....                     | 18 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1. 消费性服务业景气度明显回升.....              | 4  |
| 图表 2. 餐饮、旅游服务业景气度明显回升.....            | 4  |
| 图表 3. 春节期间旅游数据人数明显回升.....             | 4  |
| 图表 4. 春节期间人均旅游支出数据明显改善.....           | 4  |
| 图表 5. 居民出行消费意愿为近年最高.....              | 5  |
| 图表 6. 就业预期与消费意愿高度相关.....              | 5  |
| 图表 7. 收入预期与消费意愿高度相关.....              | 5  |
| 图表 8. 居民边际消费倾向因疫情触底.....              | 6  |
| 图表 9. 新兴制造业贷款难度回落.....                | 7  |
| 图表 10. 新兴制造业对投资的拉动作用明确凸显.....         | 7  |
| 图表 11. 2022 年 12 月以来，政策对新兴制造业的扶持..... | 8  |
| 图表 12. 2023 年各省政府工作报告中基建投资相关表述.....   | 9  |
| 续 图表 12. 2023 年各省政府工作报告中基建投资相关表述..... | 10 |
| 续 图表 12. 2023 年各省政府工作报告中基建投资相关表述..... | 11 |
| 续 图表 12. 2023 年各省政府工作报告中基建投资相关表述..... | 12 |
| 图表 13. 公共财政预算支出对基建的支撑加强.....          | 13 |
| 图表 14. 各省专项债限额下达情况.....               | 14 |
| 图表 15. PSL 2022 年下半年明显回升.....         | 14 |
| 图表 16. 2022 年土地收入增速明显下降.....          | 14 |
| 图表 17. 部分省份基建投资交通项目数量变化（个）.....       | 15 |
| 图表 18. 部分省份基建投资其他项目数量变化（个）.....       | 15 |
| 图表 19. 房价上涨的城市增多.....                 | 15 |
| 图表 20. 房价下降的城市减少.....                 | 15 |
| 图表 21. 地产行业整体处于“主动去库存”.....           | 16 |
| 图表 22. 现房存在“被动累库存”状况.....             | 16 |

“弱现实、强预期”成为市场情绪的主流思维。在防疫优化纠偏、稳增长发力的政策背景下，市场对经济复苏满怀期待，但这一过程并非一蹴而就，消费、地产修复的确定性与节奏，基建能否维持强发力等问题或将是一季度乃至上半年市场的重要关注点。

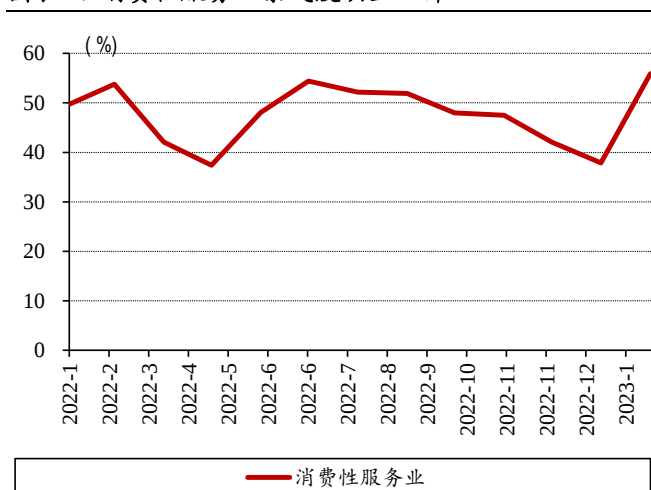
2 月是宏观经济数据的空窗期，投资、消费数据均缺位，且居民消费预期难以衡量。为合理研究国内需求，为内需的确定性提供一些增量逻辑，我们借鉴了经典经济模型总需求曲线中“边际消费倾向”概念对国内居民的消费预期进行阐释；并遵循既有逻辑，对地产、基建投资做出剖析，以期能为投资者提供国内需求的全景图。

## 一、如何把握居民的消费预期？

### 1.1 居民出行消费意愿较快恢复

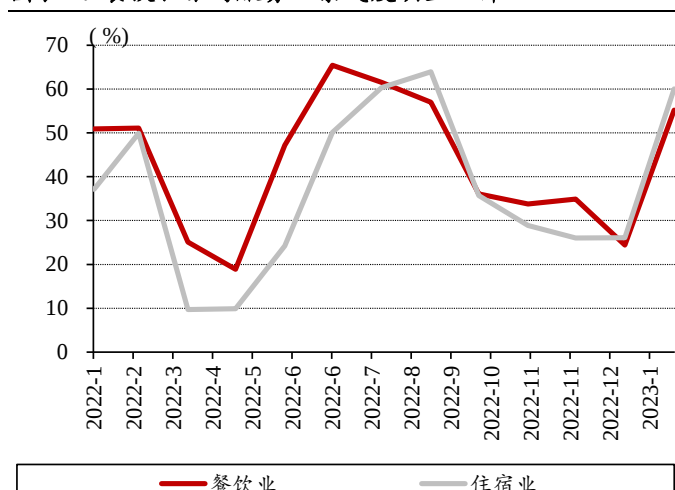
春节旅游表现已能佐证居民消费意愿有所复苏。首先，疫情政策优化后，居民出行意愿恢复较快。2023 年 1 月，非制造业 PMI 数据中，服务性消费业、餐饮、旅游行业商务活动表现明显回暖，当月分别实现 55.9%、55.2% 和 60.0%，分别较 2022 年 12 月上升 18.0、30.8 和 33.9 个百分点。1 月线下消费热情较快恢复。

图表 1. 消费性服务业景气度明显回升



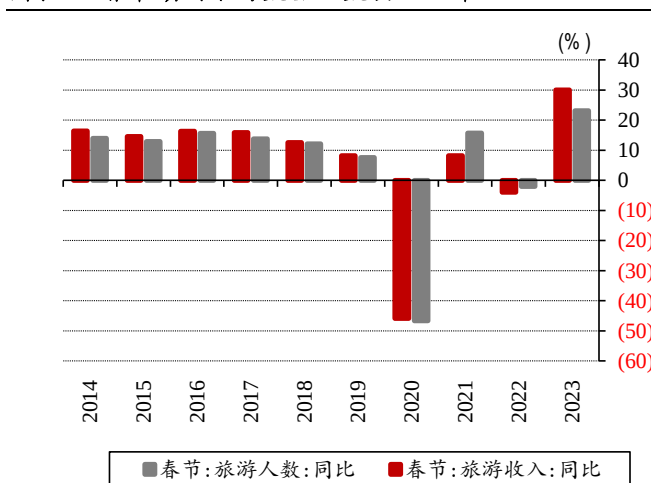
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 餐饮、旅游服务业景气度明显回升



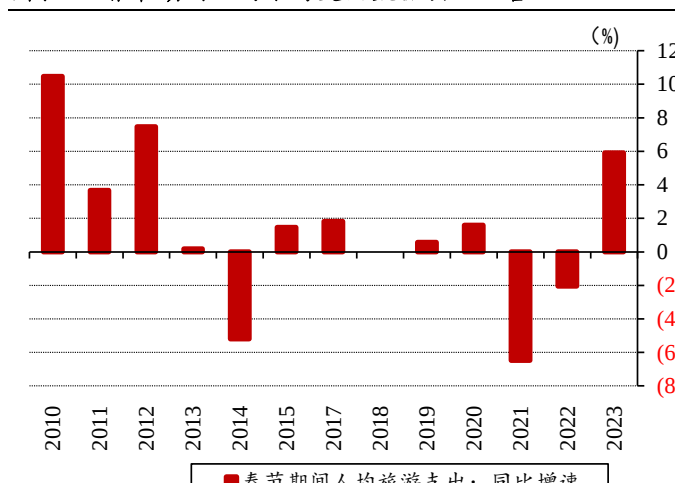
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 春节期间旅游数据人数明显回升



资料来源：Wind，中银证券

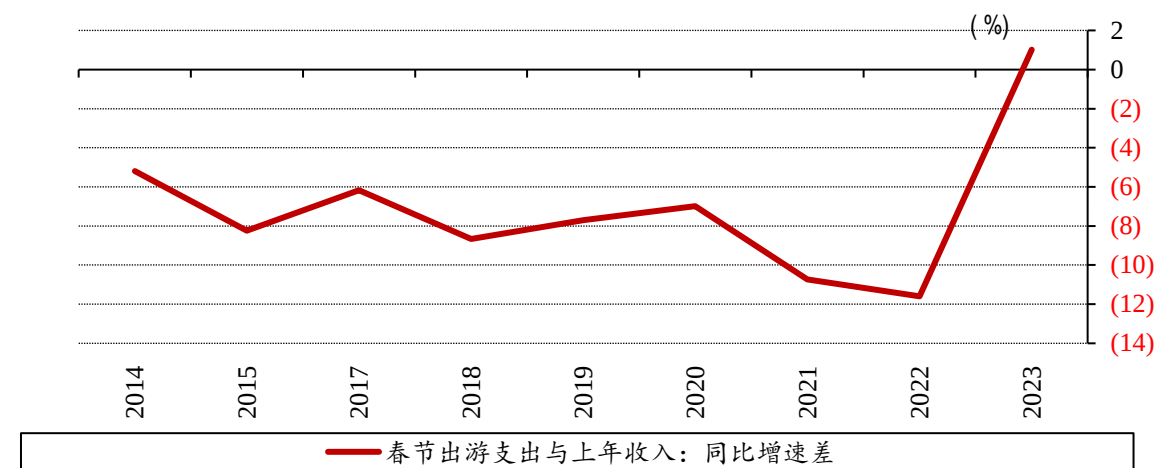
图表 4. 春节期间人均旅游支出数据明显改善



资料来源：Wind，中银证券

其次，为观测当前居民消费的复苏热情，我们用 2023 年春节人均出游支出同比增速减去 2022 年人均可支配收入同比增速，增速差实现 1.01%，自 2014 年以来首次转正，即旅游支出的同比增速 2014 年以来首次超过前一年收入的同比增速，一定程度可以反映出，在疫情防控的持续压抑下，居民在可支配收入弱势的前提下，出行、消费意愿依然明显提升。

图表 5. 居民出行消费意愿为近年最高



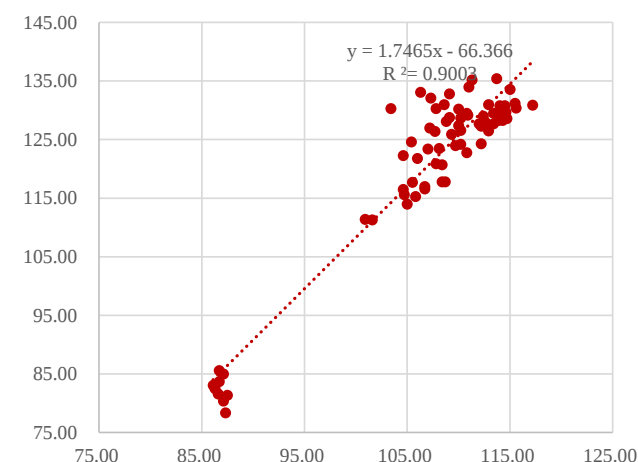
资料来源：Wind，中银证券

## 1.2 居民边际消费倾向增加消费复苏的确定性

在我们此前消费的专题深度中，我们强调过消费是收入、就业的后变量。我们基于国家统计局公布的消费者信心指数，对消费者意愿指数与就业、收入预期指数做回归分析，可得图 6-7 两个散点图的 R 均在 0.9 以上，线性趋势线的拟合效果较好，较为明确的显示出消费意愿与就业、收入预期的正相关关系。

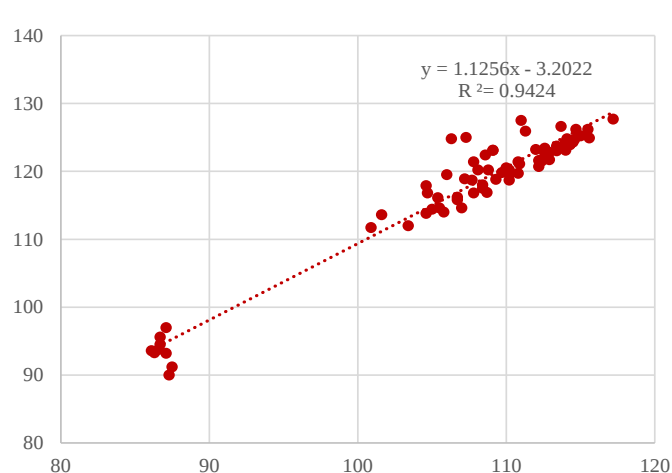
2022 年 4 月以来，受疫情防控压力影响，消费者信心、预期等各项指数持续位于 80 左右低位。尽管在经济复苏的过程中，收入、就业的向上趋势较为确定，但预期的实质改善或仍需一段时间；仅用 PMI 数据等环比数据描绘年内消费的确定性略显不足，因而需要更多的佐证。

图表 6. 就业预期与消费意愿高度相关



资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 收入预期与消费意愿高度相关

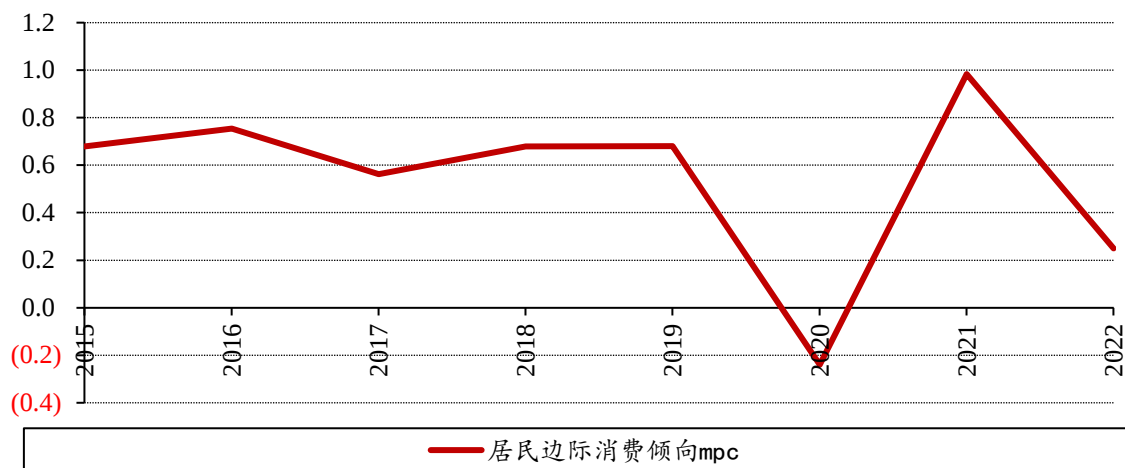


资料来源：Wind，中银证券

为进一步把握年内居民消费复苏的确定性，我们引入总需求曲线模型中的 mpc 指标，即边际消费倾向。边际消费倾向主要测算消费与收入之间的弹性，一定程度上能够代表居民的消费意愿。边际消费倾向回升是年内的助力消费复苏的重要因素之一。

2023 年居民边际消费倾向复苏，支撑消费确定性。疫情对居民边际消费倾向的冲击明显，2020 年、2022 年疫情防控形势严峻，当年居民边际消费倾向受到冲击较为严重，分别为-0.24 和 0.25。2022 年年底以来，国内疫情防控政策逐步优化，去年同期的较低基数叠加居民消费本身具备天然复苏条件，若 2023 年居民边际消费倾向恢复至 0.8 以上（2021 年高于 0.9），年内居民人均消费支出增速有望修复至 6-7%水平，远高于 2022 年 1.8%的名义增速水平。

图表 8. 居民边际消费倾向因疫情触底



资料来源：Wind，中银证券

## 二、投资修复：先基建后地产

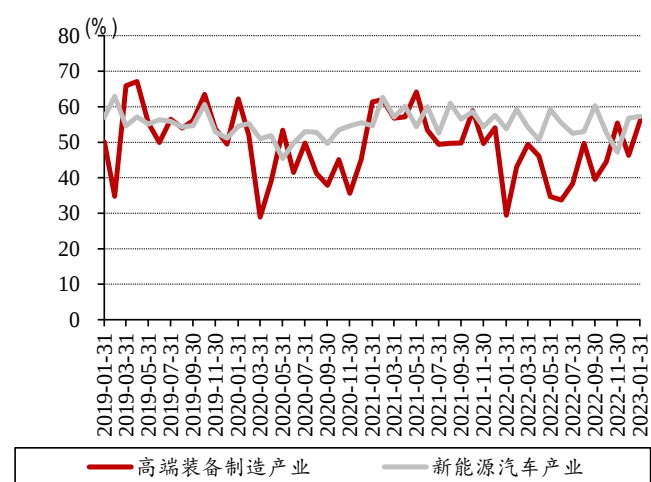
### 2.1 新型产业是制造业投资的重要抓手

着眼制造业投资结构，2021 年以来，制造业投资发展“换锚”，新兴制造业的整体拉动作用明显抬升，2022 年新兴制造业共计为制造业投资贡献了 6.42 个百分点的正增速，其中，电气机械和计算机、通信和其他电子设备制造业分别贡献正拉动 3.66 和 2.04 个百分点。

产业升级预计仍将对制造业投资形成较明显的支撑。政策支持方面，2022 年 12 月以来，政策继续加大对新兴制造业的倾斜，布局建设新兴制造业等表述被明确记录在《“十四五”扩大内需战略实施方案》、《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》等扩内需政策文件中，新兴制造业有望继续拉动年内制造业投资增速。

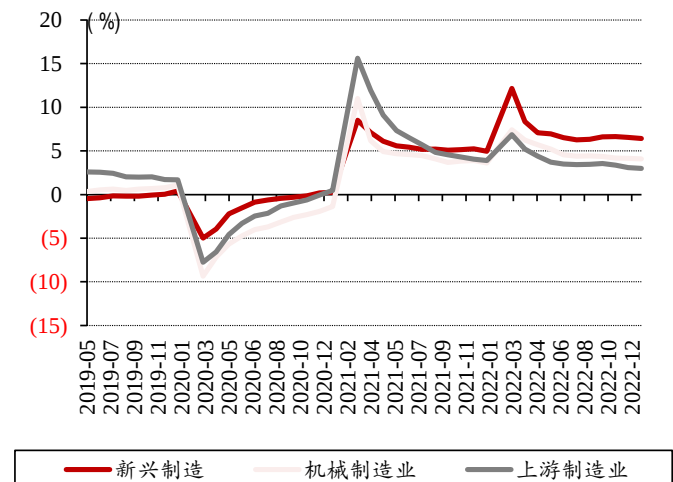
金融支持方面，近年来，金融机构持续引导金融机构对高技术制造业扶持。2022 年 7 月，银保监会正式印发《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，强调银行机构要围绕先进制造业、战略性新兴产业、传统产业转型升级等重点领域，加大金融支持力度，创新金融产品和服务。2023 年以来，随着防疫政策的优化调整，1 月已有几项新兴产业贷款难易度指数回升至 50% 以上，新兴产业贷款难度明显下降，金融支持政策收效良好。

图表 9. 新兴制造业贷款难度回落



资料来源：中采咨询，中银证券

图表 10. 新兴制造业对投资的拉动作用明确凸显



资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 2022 年 12 月以来，政策对新兴制造业的扶持

| 政策名称                                    | 主要内容                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《“十四五”扩大内需战略实施方案》                       | 围绕新一代信息技术、生物技术、新材料、新能源、高端装备、新能源汽车、绿色环保、海洋装备等关键领域，5G、集成电路、人工智能等产业链核心环节，推进国家战略性新兴产业集群发展工程，实施先进制造业集群发展专项行动，培育一批集群标杆，探索在集群中试点建设一批创新和公共服务综合体。                         |
| 《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》               | 在智能制造、节能降碳、绿色建造、新能源、智慧城市等重点领域，大力培育贴近业务需求的行业性、产业化数据商，鼓励多种所有制数据商共同发展、平等竞争。                                                                                         |
| 《十四五现代物流发展规划》                           | 移动互联网、大数据、云计算、物联网等新技术在物流领域广泛应用，网络货运、数字仓库、无接触配送等“互联网+”高效物流新模式新业态不断涌现。自动分拣系统、无人仓、无人码头、无人配送车、物流机器人、智能快件箱等技术装备加快应用，高铁快运动车组、大型货运无人机、无人驾驶卡车等起步发展，快递电子运单、铁路货运票据电子化得到普及。 |
| 《关于支持国家级经济技术开发区创新提升更好发挥示范作用若干措施》        | 鼓励对国家级经开区实施重大引资项目建设用地予以支持，通过创新产业用地分类、鼓励土地混合使用、提高产业用地容积率上限、预留产业发展空间资源等措施，满足引进高端制造业外资项目用地需求。鼓励国家级经开区内制造业企业应用人工智能、大数据、工业云等新技术，以工业互联网平台为依托，开展智能制造，提升数字化、网络化、智能化发展水平。 |
| 《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》               | 加快物联网、工业互联网、卫星互联网、千兆光网建设，构建全国一体化大数据中心体系，布局建设大数据中心国家枢纽节点，推动人工智能、云计算等广泛、深度应用，促进“云、网、端”资源要素相互融合、智能配置。                                                               |
| 《浙江省加快新能源汽车产业发展行动方案》                    | 着力打造国内领先的新能源汽车应用示范区、具有国际竞争力的新能源汽车智造高地和有影响力的新能源汽车产业生态引领区。                                                                                                         |
| 《河南省制造业绿色低碳高质量发展三年行动计划（2023—2025 年）》    | 以新一代信息技术、高端装备、新材料、现代医药、智能网联及新能源汽车、新能源、节能环保为重点，建链延链补链强链，提升产业基础能力，培育绿色低碳产品供给体系。加快开辟氢能及储能、量子信息、类脑智能、前沿新材料、碳捕集与封存等未来产业新赛道，壮大绿色低碳产业规模，提升产业绿色化水平。                      |
| 《关于推动能源电子产业发展的指导意见》                     | 把促进新能源发展放在更加突出的位置，积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源，推动能源电子产业链供应链上下游协同发展，形成动态平衡的良性产业生态。推动能源电子重点领域深度融合，提升新能源生产、存储、输配和终端应用能力。推动能源绿色低碳转型，促进清洁能源与节能降碳增效、绿色能源消费等高效协同。            |
| 《关于促进数据安全产业发展的指导意见》                     | 加快数据安全技术与人工智能、大数据、区块链等新兴技术的交叉融合创新，赋能提升数据安全态势感知、风险研判等能力水平。加强第五代和第六代移动通信、工业互联网、物联网、车联网等领域的数据安全需求分析，推动专用数据安全产品创新研发、融合应用。支持数据安全产品云化改造，提升集约化、弹性化服务能力。                 |
| 《关于进一步完善市场导向的绿色技术创新体系实施方案（2023—2025 年）》 | 推进首台（套）重大技术装备保险补偿机制试点建设，鼓励绿色技术创新装备生产企业申报保险补偿项目的绿色技术创新体系。鼓励国有企业采购、使用绿色技术首台（套）装备，推动绿色技术首台（套）装备应用和产业化。                                                              |
| 《深圳金融支持新能源汽车产业链高质量发展的意见》                | 鼓励银行业金融机构为优势新能源汽车整车企业提供综合金融服务，加大对技术改造、研发投入、提产扩容的信贷支持力度，提升中长期贷款占比，助力新能源汽车智能化、高端化进程，打造具有国际影响力的中高端品牌，培育更多掌握产业链话语权的世界级领军企业。                                          |
| 《宁夏“十四五”新型储能发展实施方案》                     | 电源侧新型储能重点发展方向为建立“新能源+储能”机制。根据电力系统运行需求，结合国家沙漠戈壁荒漠大型风电光伏基地及区内新能源项目开发建设，布局一批新型储能电站，构建电源出力特性与负荷特性匹配的友好型电源集群，保障新能源高效消纳利用，提升新能源并网友好性和容量支撑能力。                           |
| 《智能检测装备产业发展                             | 强化检测技术与新一代信息技术深度融合，加强检测数据互联互通，提高智能检测装备性能、效能和价                                                                                                                    |

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\\_52744](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52744)

