

宏观点评 20230315

1-2 月经济增长不需要政策刺激了吗？

2023 年 03 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《控通胀+YCC：美联储货币政策的新框架》

2023-03-15

《新总理答记者问释放了哪些施政信号？》

2023-03-13

■ 在消费复苏和投资加力的带动下，1-2 月的经济增长显著改善，我们估算对应的 GDP 增速在 3.6% 以上。由于 3 月以来以人流、房地产销售、建筑业的高频数据继续回暖，根据我们此前测算 2023 年各季度有利的基数效应，如果一季度能实现 3.6% 以上的 GDP 增速，则全年 GDP 增速有望达到 5.5%（图 1）。

■ 我们认为就整体经济而言，年内出台新的总量型刺激计划的空间有限，但是结构性问题仍然不可忽视，目前看来投资依旧是主力军，但生产的复苏意外偏弱，消费则开始受到汽车等耐用品消费的拖累（图 2）。此外，1-2 月失业率指标的反弹，尤其青年人就业的再度恶化（图 3），政策仍需要在相关的领域打好组合拳，以避免出现“不平衡、无就业增长的经济复苏”。

■ 从细项数据看，出口和去库存可能是 2023 年经济面临的两大问题。纺织、橡胶塑料等偏低端制造业已经率先感受到外需的走弱，而汽车行业去库存可能是影响 2023 年工业生产、制造业投资和消费的核心环节之一：

■ 工业：除了出口拖累，还有高基数。1 至 2 月的工业生产是不及市场预期的，同期 PMI 的反弹即使剔除季节性也要明显强于过往时期，但是工业生产季调环比（1 月 0.26%，2 月 0.12%）却明显低于历史平均水平。

尽管环比上不尽如人意，但是同比表现上算是基本达标，2023 年 1-2 月同比增速 2.4%，2022 和 2023 年两年复合年均增速超过 4.9%，基本符合 5% 的增长目标。从分项上看，表现比较突出的是电器机械和化工，黑色虽然同比表现不俗，但受去年同期低基数影响更大。相反，受到高基数影响的则是计算电子设备、医药和汽车制造等。可能更加值得担心的是纺织和橡胶塑料制造业，在外需走弱的背景下，这些偏低端的制造业确实受到了较大的影响。

■ 制造业投资：不负“信贷开门红”。1 至 2 月制造业投资同比增速进一步加速至 8.10%（2022 年 12 月为 7.4%），2022 年同期这一增速是 20.90%，不得不说依旧十分强势（两年复合实际平均增速达 10.6%）。

■ 制造业投资的亮眼表现无疑与 2023 年信贷开门红“相得益彰”，企业中长期贷款持续刷新历史同期新高，电器机械继续领跑，我们依旧认为这和国家大力支持重点项目建设相关，1 至 2 月公用事业投资同比增速达 25.4% 是能源设备的重要支撑。不过值得警惕的是出口拖累风险，例如纺织纺服等行业，以及库存压力下汽车相关投资的后续放缓。

■ 基建：开启“加速跑”模式，开年基建三大领域齐发力。一季度通常为基建开工的传统淡季，但 2023 年 1-2 月广义基建投资当月同比增速达 12.2%（去年 12 月为 10.4%），基建投资在开年之际就实现了较高增长，有望实现“淡季不淡”。1-2 月基建三大组成部分均衡发力，相较于能源基建投资以及水利和公共设施，交通仓储投资增速有所回落，这主要受道路投资增速的大幅放缓影响所致。

2023 年稳经济的重要抓手依旧是“发挥投资的关键性作用”，基建以及与基建相关的制造业投资依旧是主要的政策发力点之一。在 2023 年“扩内需”的背景之下，政策性开发性金融工具作为一大增量政策工具有望继续使用，且政府也对地方新增专项债规模进行上调，两者均对基建投资起到支撑作用，使其增速保持在 5%（实际增速）以上的概率较大。

■ 地产：投资边际超预期修复，竣工率先转正。节后仍延续供需双弱的格局，生产端方面，新开工与施工面积同比跌幅均大幅收窄，竣工面积同比由负转正，结合国房景气指数连续两月从 12 月谷底回升，指向房企预期改善，投资开工修复；需求端方面，回暖的迹象相对更快，商品房销售额同比收窄至 -0.1%（前值 -31.5%），高频数据指向 2 月以来房市消费的持续复苏，但未来的持续性仍需关注更具代表性的新房销售数据。

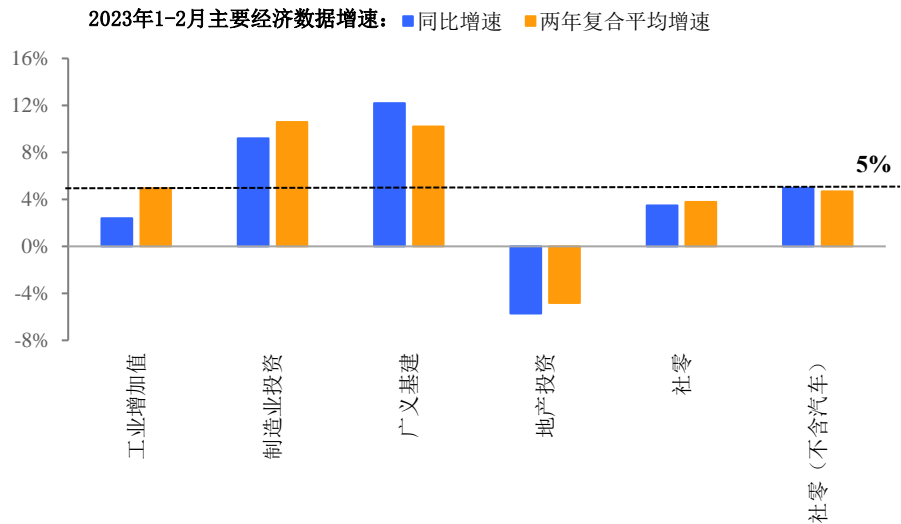
- **疫情影响消散叠加春节消费火热，1-2月社零同比增长3.5%，走出去年四季度同比萎缩区间。此次社零边际变化有两个特点：第一是由“囤货”属性转为“社交”属性**，出门、接触类消费如餐饮、烟酒、化妆品、金银珠宝分别同比增长9.2%、6.1%、3.8%和5.9%，燃油消费同比上涨10.9%反映春节出行火热，结合近期服务业景气水平回升，体现居民消费意愿明显增强；**第二是汽车销售的明显拖累**，同比下跌9.2%（前值增长4.6%），原因主要是新能源车补贴政策退坡导致销量提前至全年年底，但考虑到近期多家车企降价促销以及2月车市的回暖，可期待汽车消费后续更快修复。
- **地产链消费可能值得期待**。地产链相关消费中，家电及建筑装潢消费同比收窄，家具由负转正，考虑到竣工面积率先反弹，以及过去三年疫情对于竣工后装修速度的拖累，我们预计建筑装饰和家电家具可能是2023年消费的“意外之喜”。
- **风险提示**：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

图1：一季度经济增长改善意味着全年有望实现 5.5 左右的 GDP 增速

	同比 (%)	环比 (%)	主要考虑因素
2023Q1E	3.6	2.2	消费复苏、基建投资和制造业投资加力、地产投资拖累减少。
2023Q2E	7.8	1.5	有利的基数效应和消费持续复苏，固定资产投资平稳。
2023Q3E	5.1	1.3	消费复苏见顶，基建和制造业投资放缓，地产投资企稳。
2023Q4E	5.5	0.4	有利的基数效应和地产投资转正，但消费、基建投资、制造业投资进一步放缓。
2023E	5.5		

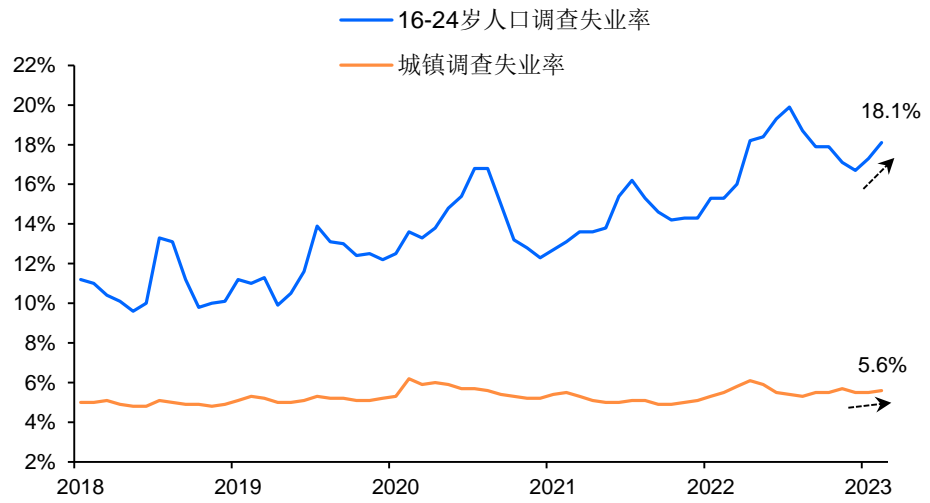
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：2023 年 1-2 月主要经济数据同比增速



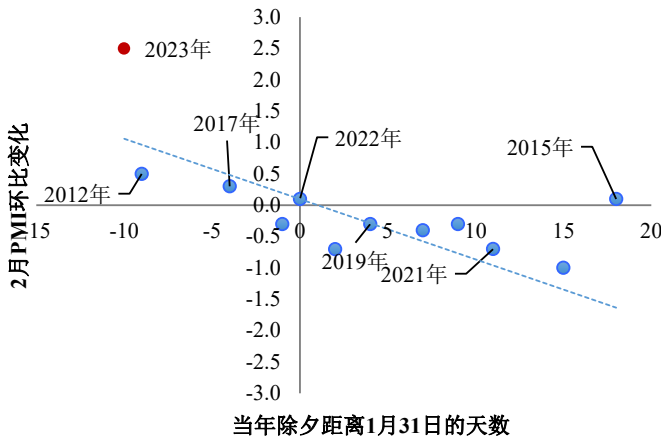
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 1-2 月的经济复苏并未伴随就业指标的改善



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

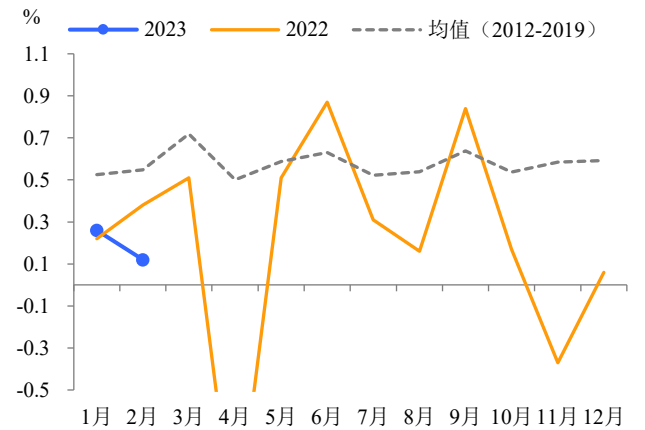
图4: 2023年2月PMI的反弹明显好于季节性



注: PMI 的单位是%。

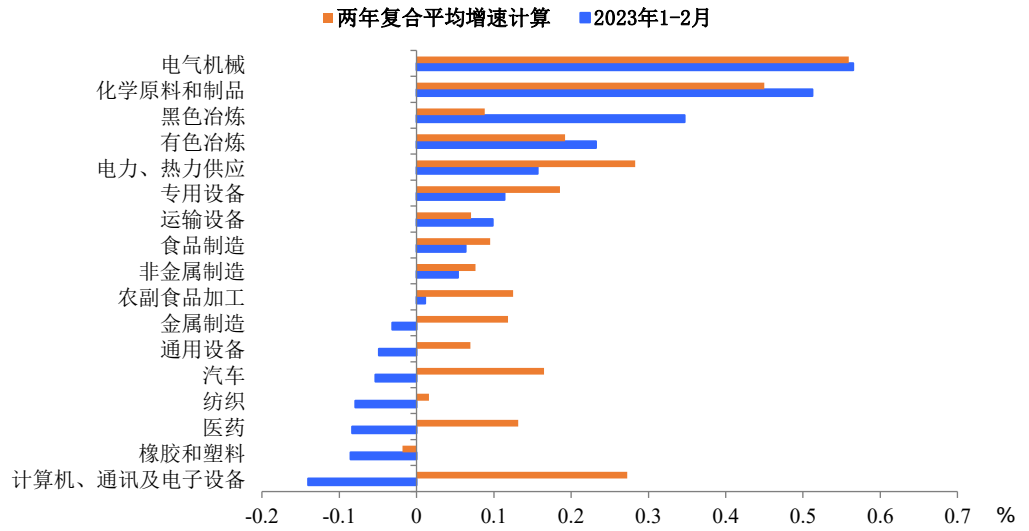
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: ...但是工业生产季调环比增速偏弱



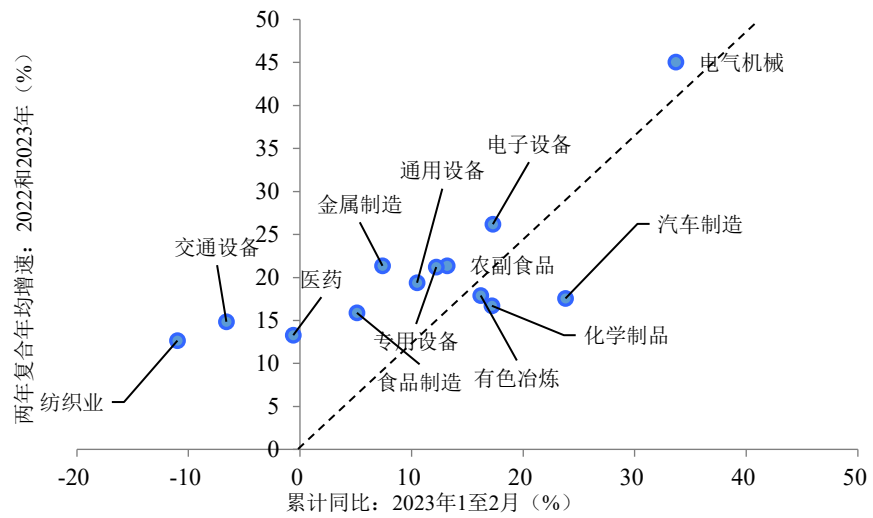
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023年1至2月主要行业对工业增加值同比的贡献



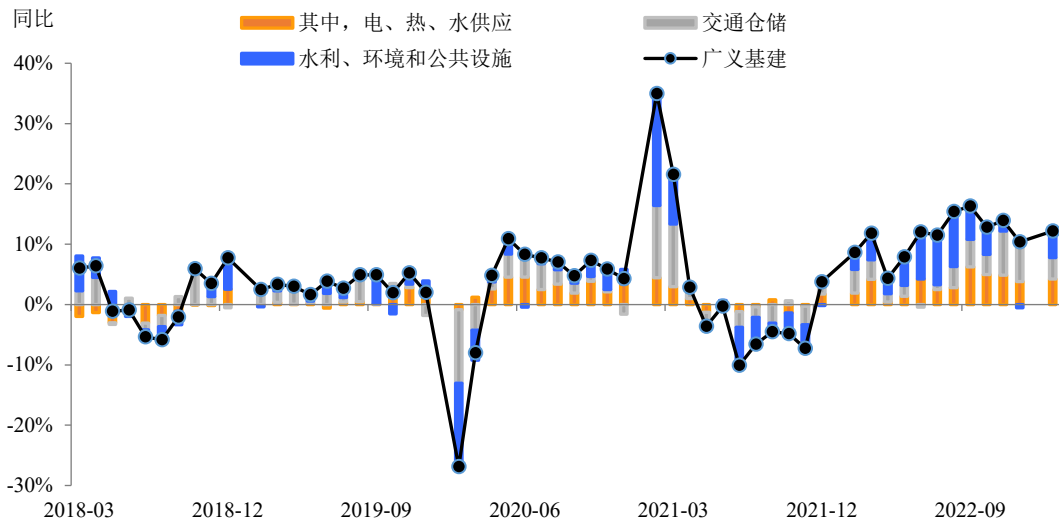
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023年1至2月部分行业制造业投资表现: 电机行业表现依旧突出



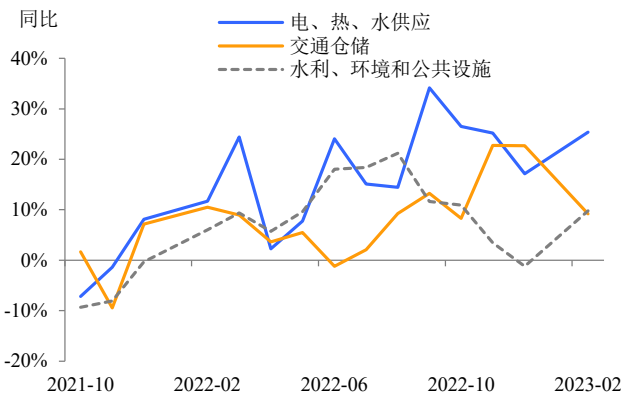
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2023年开年基建投资：三大组成部分均衡发力（当月同比）



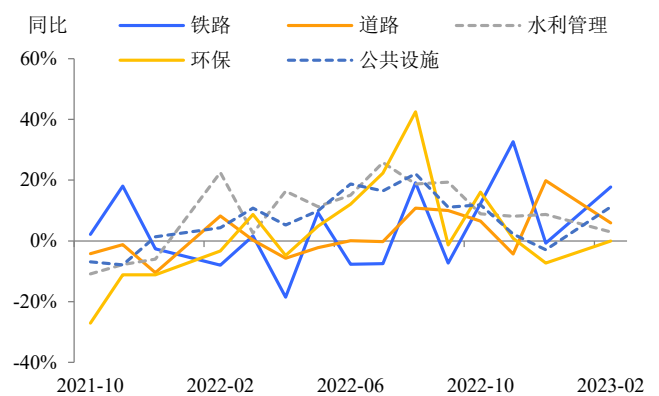
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年1-2月交通仓储投资有所回落（当月同比）



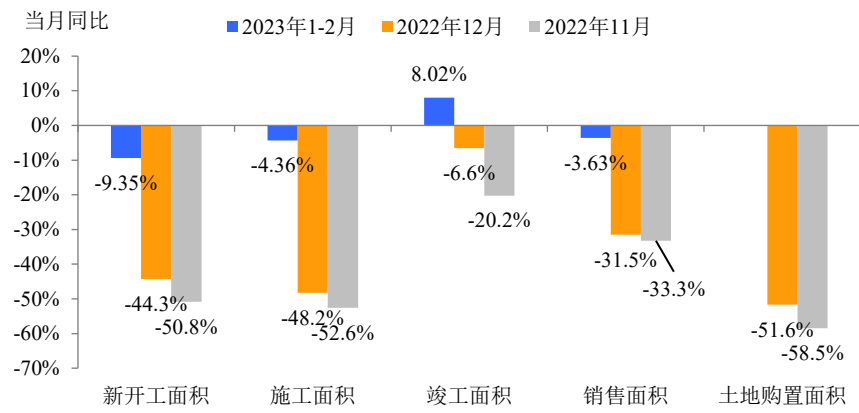
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023年1-2月道路投资增速大幅放缓（当月同比）



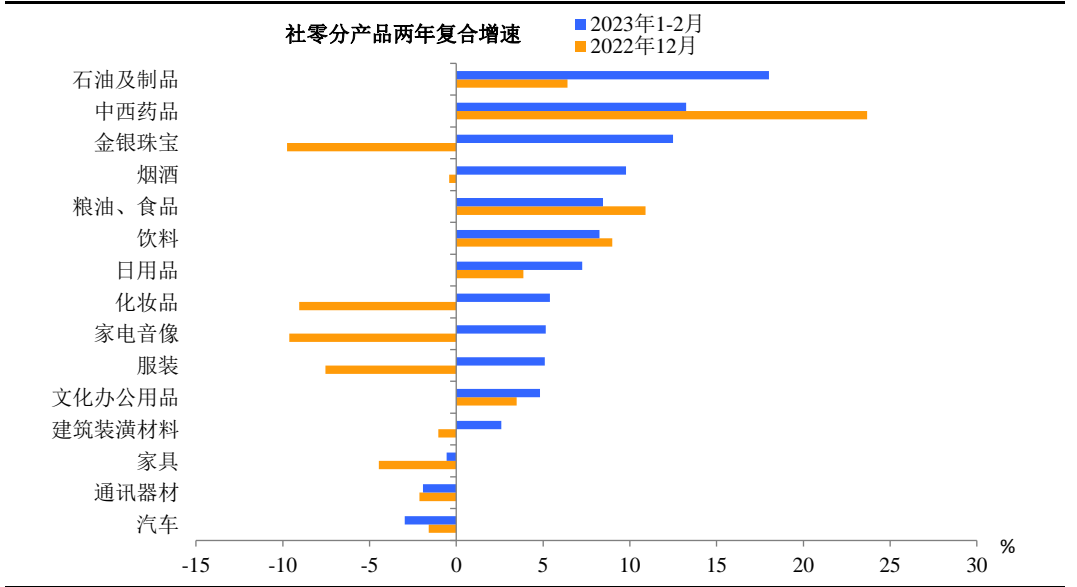
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 地产供需两端均有复苏迹象



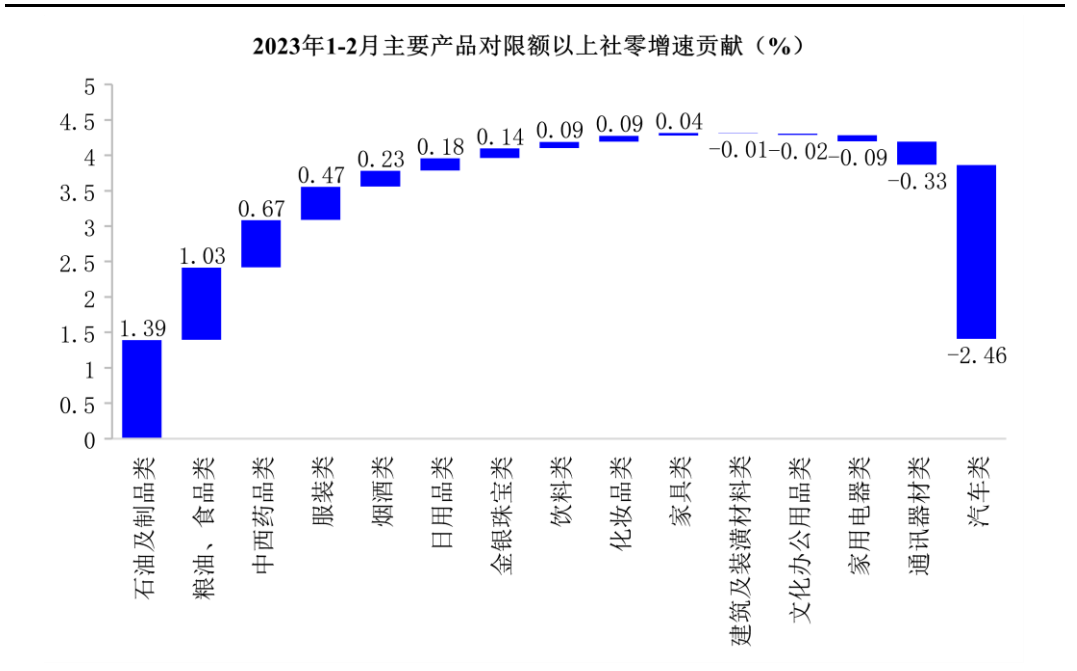
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 社交出行类消费修复, 汽车为拖累项



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 分项对社零贡献情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

