



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《投资、就业、消费的复苏链条顺序  
修复；海外有波动，不改趋势》 -  
2023.03.12

2023年1-2月经济数据点评

## 投资带动经济开门红初现，看好未来政策持续发力

### ● 核心观点

2023年前两个月的数据已经公布，观察数据，我们获得以下五点启示。第一，生产扩张慢于需求，消费拖累大，关注库存累积可能的影响。第二，房地产市场尚处调整阶段，仍需政策支持。第三，消费链条恢复偏慢，关键在于稳就业。第四，制造业投资关注两因素驱动。第五，政策靠前发力支撑基建投资。最后，向前看，房地产市场复苏有基础有政策。MLF 增量续作，LPR 有望下调。从宏观角度，我们持续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好新能源(主要是氢能)、数字经济、军工领域的机会。对于固收领域，由于3月是财政支出的大月，央行可能加大流动性投放，意味着可能也有做多的机会。

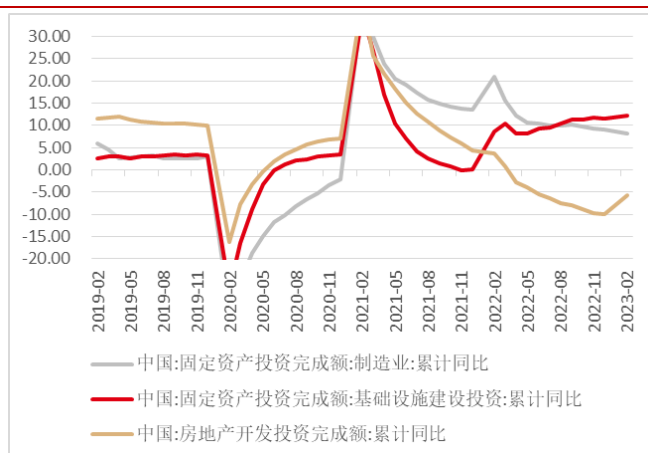
### ● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

2023 年前两个月的数据已经公布，观察数据，我们获得以下五点启示。

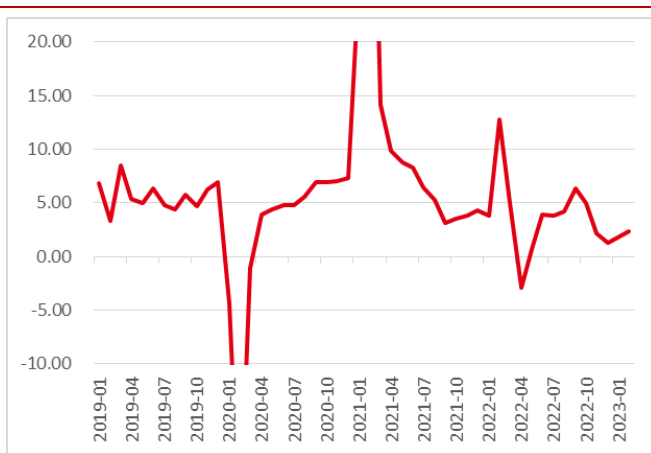
**第一，生产扩张慢于需求，消费拖累大，关注库存累积可能的影响。**1-2 月份的数据呈现出明显的需求端超市场预期，而生产端略弱的现象。拆分数据可以发现，工业生产的拖累在于消费链条相关的制造业减速，而投资带动的制造业生产则在加速；同时，生产端稳增长期间累积的库存需要时间消化，亦可能拖累了工业生产扩张。具体来看，1-2 月工业增加值同比 2.4%，分板块看，采矿业、制造业、公用事业同比分别为 4.7%、2.1%、2.4%，采矿业、公用事业减速，制造业加速。细分行业看，食品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、专用设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业**明显加速**，化学原料和化学制品制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业**减速**。加速的行业主要集中在投资相关的中上游部分，而减速行业则与消费相关性较高。相应的 1-2 月水泥产量同比降幅大幅收敛至-0.6%，钢材产量同比转正至 3.6%，智能手机产量同比-14%降幅仍然偏大，集成电路降幅扩大至-17%。2022 年的稳增长在生产端重点发力，今年 2 月 PMI 中产成品库存分项升至 50.6%，为 2012 年 3 月以来最高，可能就是部分源于前期生产端稳增长工具单兵突进。这部分累积的库存需要时间消化，可能是工业生产扩张慢于需求的重要原因。

图表1：基建、房地产和制造业投资 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

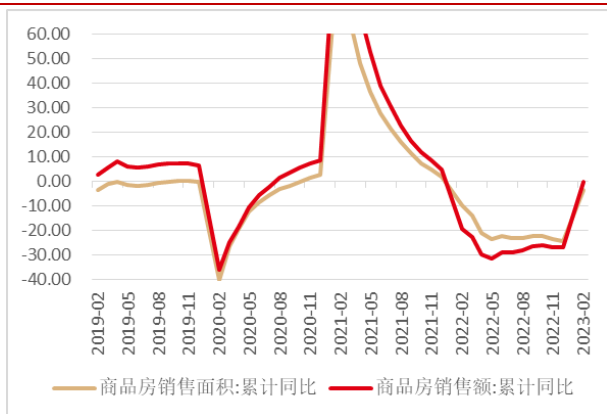
图表2：工业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

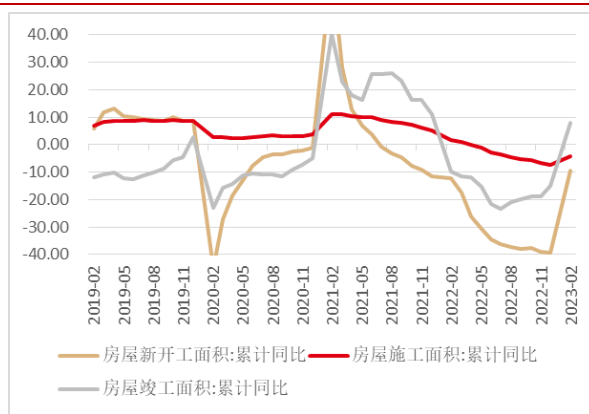
第二，房地产市场尚处调整阶段，仍需政策支持。如同高频数据显示的一样，开年商品房市场的确出现了止跌，1-2月商品房销售面积、销售额同比分别为-3.6%、-0.1%，对比去年12月同比-31.5%、-27.7%显著改善，即使考虑去年房地产市场下行形成的低基数影响，计算两年平均增速以剔除基数影响，1-2月商品房销售面积、销售额两年平均增速分别为-6.6%、-9.7%，较2021年12月-15.6%、-17.8%亦明显改善。虽然商品房销售的改善十分明显，但在房企施工端数据则没有那么乐观。表观数据来看，1-2月房屋新开工、施工、竣工面积同比亦显著改善，但基数影响大，同样看两年平均增速，1-2月新开工、施工、竣工两年平均增速为-10.8%、-1.4%、-1.3%，对比2021年12月同比增速-11.4%、5.2%、11.2%，房企施工端实际仍偏冷，这与微观调研的感受是一致的。同时，房企融资依然偏紧，1-2月房地产开发资金来源同比-15.2%，降幅仍大；土地市场则在核心城市集中供地优质地块的带动下，点状回暖。实际上，3月以来30大中城市商品房成交面积同比增速较2月放缓，即使是最前端的商品房销售当前来看仍有不确定性。对比来看，2022年6月，在上海疫情影响消退同时放宽落户条件，广州限购松动等政策的影响下，商品房销售降幅一度出现收窄，但次月降幅再度扩大。因此目前还不能给出房地产已趋势性回暖的判断。统计局国民经济综合统计司司长付凌晖表示，目前房地产市场还是处在调整阶段。整体来看，伴随我国对于新冠病毒实施“乙类乙管”，居民出行恢复，房地产市场支持政策供需双向发力，商品房销售市场最先止跌；但是房企融资开闸集中在优质房企，全行业融资环境仍然紧张，房企投资仍在低位徘徊。因此为了“确保”房地产市场平稳发展，政策仍需持续发力。

图表3：商品房销售面积和金额增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：新开工、施工、竣工面积增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**第三，消费链条恢复偏慢，关键在于稳就业。**1-2月社会消费品零售额累计同比3.5%，由负转正，疫情对居民出行的压制逐步消除，居民消费向疫情前靠拢，但距离疫情前8%的增长中枢仍有距离。分板块看，商品零售、餐饮收入同比分别为2.9%、9.2%，商品零售仍低于疫情前7.9%的增速，而餐饮收入则接近疫情前9%左右的水平。商品零售中，汽车销售是重要拖累，同比下降9.4%。今年春节偏早，部分购车行为提前至去年12月，同时2022年中出台的减征部分乘用车车辆购置税政策，以及自2010年起已实施13年的国家新能源汽车购置补贴政策，已在2022年12月31日到期，均对当前的汽车销售形成透支。另外拖累消费恢复的部分主要是通讯器材、药品零售，其他品类零售额普遍较去年末改善。再与疫情前比较，与2019年末增速差距较大、恢复偏慢的品类主要是日用品、化妆品、家电、建筑装潢、通讯器材等，集中在可选品，反映居民消费能力有待提振，同时家电、建筑装潢与房地产市场直接相关，亦说明房地产市场的平稳发展对于提振消费至关重要。国家发展改革委副主任李春临在“权威部门话开局”系列主题新闻发布会提到，消费能力来自于就业、来自于收入，所以一定要创新就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，多渠道增加城乡居民收入，做好基本消费品保供稳价工作。2月全国城镇调查失业率为5.6%，环比上升0.1个百分点，超出今年政府工作报告中5.5%的目标值，虽然投资实现了开门红，但目前体现在劳动力市场还不明显，同时今年城镇新增就业目标增加到1200万人，稳就业、扩消费压力仍然不小，需要稳增长政策加力。

**第四，制造业投资关注两因素驱动。**1-2月房地产、基建、制造业投资同比分别为-5.7%、12.18%、8.1%（去年12月当月同比-12.9%、10.1%、7.8%），对比基建投资两位数增长，房地产投资降幅收窄，制造业投资增速维持平稳。未来要提振制造业投资，一方面是推动终端需求扩张，自下而上拉动相关设备、原材料相关行业投资的扩张；另一方面，经济结构转型驱动的传统产业升级改造、新兴产业加快发展，也是推动制造业投资的重要动力。2018年，制造业投资同比提高至9.5%，既受到2016年以后经济复苏的拉动，也有政策助力设备更新改造的影响。为进一步扩大优惠范围，引导企业加大设备、器具投资力度，提高企业创新创业积极性，2018年4月25日国务院常务会议就曾决定，自2018年1月1日至2020年12月31日，将固定资产一次性税前扣除优惠政策范围由企业新购进

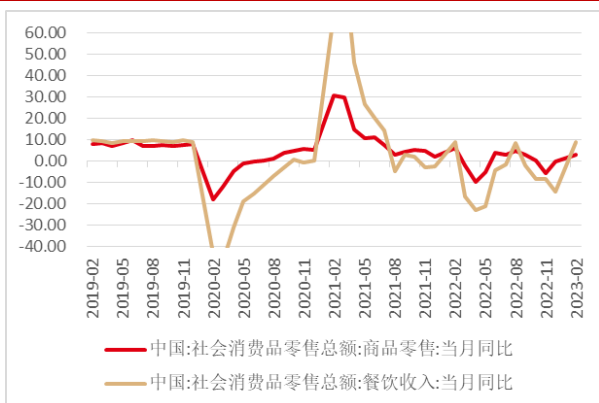
的单位价值不超过 100 万元的研发仪器、设备扩大至企业新购进的单位价值 500 万元以下设备、器具。鉴于此，当前制造业投资宜在传统经济复苏带动的中上游领域，以及新兴产业方向寻找，重点关注新能源的氢能方向、数字经济等方面。

**第五，政策靠前发力支撑基建投资。**前两个月，地方政府专项债发行发行近 9000 亿，约占今年地方政府专项债新增限额的 23%，与 2022 年前两个月 24% 接近，体现政策靠前发力的倾向。同时 1-2 月企业中长期贷款合计新增 4.6 万亿，亦为基建投资提供了可观的资金支撑。1-2 月财政存款合计增长 1.14 万亿，为未来财政政策继续发力积蓄了空间。上半年基建投资有望维持较高增长，**方向上，建议关注城市更新改造、新型城镇化方向。**

**最后，向前看，房地产市场复苏有基础有政策。**我们继续强调房地产市场是经济开门红持续性和复苏成色的核心，未来房地产市场将继续向健康发展靠拢，既有基本面支撑，又有政策必要性。首先，市场只关注居民超额储蓄向消费转化的程度，却忽略了对房地产市场的影响。2020 年下半年到 2021 年上半年期间，70 大中城市二手住宅价格指数再次出现了明显的上涨，而在此之前居民储蓄存款增速自 2018 年开始出现明显的上行，可以说，居民储蓄存量是这段时期房地产市场上行的重要支撑，而其上行的时间则与当时疫情的消退时间重合。同时，结合居民收入结构来看，超额储蓄向高端消费品的转化相对更容易，而一定程度上住宅的购买决策与高端消费品具有相似性，那么超额储蓄向商品房市场的转化可能也更容易发生。因此，**考虑 2022 年居民储蓄存款再次形成超额增长，同时当前疫情的影响已基本消退，房地产市场具有回归健康发展轨道的基础。**其次，如前所述，房地产市场当前处于复苏初期，同时消费链条在供需两端均偏弱，需要稳增长政策支持。统计局国民经济综合统计司司长付凌晖表示，从国内来看，目前经济仍然处在初步恢复阶段，一些长期积累的结构性问题比较突出，稳定经济运行、促进经济运行整体好转还需付出艰苦努力。……**扩大内需方面，政策会持续加力。**去年中央经济工作会议明确提出，今年要把扩大内需，特别是把扩大消费摆在优先位置。可以说明确了未来一段时间政策将继续加力的方向。此前，国务院总理李强在记者会提到，**要实现 5% 左右的增长，并不轻松，需要倍加努力。**因此，从年内时长维度观察，政策的取向是稳增长。

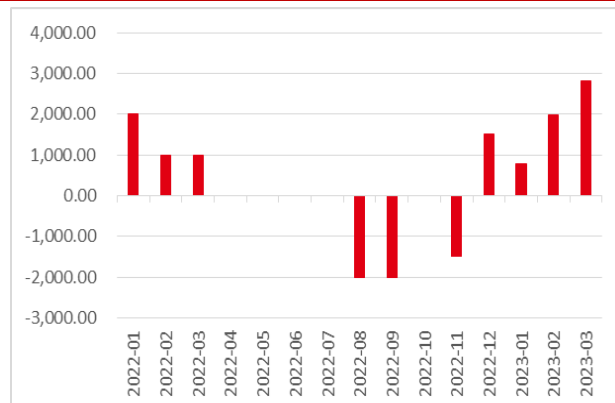
**MLF 增量续作，LPR 有望下调。**3月央行投放 MLF 4810 亿，到期量 2000 亿，净投放 2810 亿，为连续第四个月增量续作，四个月合计净投放 7090 亿元。此前央行于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿元，加总后已释放中长期资金超 1.2 万亿元，考虑对于商业银行成本的节约效应，有望达到 LPR 最小调整步长。政策加力稳增长可能将体现为 3 月 LPR 利率的下调。

图表5：商品零售、餐饮收入增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：央行 MLF 操作 (亿元)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上，2023 年经济开门红初现，我们一直强调的投资率先发力得到验证。基建、房地产产业链供需均呈现较好扩张。但是房地产市场仍处于调整阶段，而消费距离疫情前的增长中枢亦有明显距离，政策需要持续加力扩大内需，稳增长，3 月 LPR 有望下调。从宏观角度，我们持续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好新能源（主要是氢能）、数字经济、军工领域的机会。对于固收领域，由于 3 月是财政支出的大月，央行可能加大流动性投放，意味着可能也有做多的机会。

风险提示：

国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048