

2023年1-2月经济数据点

宏观经济点评

证券研究报告

评

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

内需的修复，才刚刚开始

事件：

3月15日，国家统计局公布数据显示，1-2月，规模以上工业增加值同比2.4%，前值1.3%；社会消费品零售总额同比3.5%，前值-1.8%；固定资产投资同比5.5%，前值5.1%。

内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些

1-2月经济数据表现亮眼，需求好于生产、需求指标普遍好于预期，透露的经济线索，与我们前期反复提示的逻辑类似，稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复。内需的修复才刚刚开始，不必担忧修复的持续性、对经济可以更加“乐观”些。

逻辑一：稳增长力度不低、持续性有保障，作为稳增长重要抓手的基建投资、韧性有望延续。1-2月，基建投资同比12.2%、高于去年12月的10.4%，与专项债发行靠前、投向基建比重上升等表征类似，皆指向稳增长靠前发力。从最新财政预算来看，政策“加力”力度不低，广义财政预算支出增速5.9%、高于去年实际增速的3.1%，基建、科技等领域支出加快；作为预算内重要补充，“准财政”或继续对基建等项目提供资金支持。

逻辑二：政策“加持”和高景气领域，推动制造业投资继续高增。1-2月，制造业投资同比8.1%、高于去年12月的7.4%，民间投资表现更为强劲、同比16.6%；其中，中游制造表现亮眼，计算机通信、专用设备、汽车等增长加快，电气机械、通用设备等保持高增。制造业投资持续强势，一方面与政策加大“引导”产业投入紧密相关，另一方面，缘于新能源、数字转型等战略新兴产业持续高景气，已开启新时代“朱格拉”周期。

逻辑三：消费修复已然加快，企业和居民消费有望推动社零回升至疫情前。1-2月，社零同3.5%、时隔3个月首次转正，其中餐饮收入和商品零售同比分别为9.2%和2.9%，主要得益于场景恢复带来的相关消费增长，1月以居民出行消费为主、2月以来商务活动等社会集团消费增多，后者贡献超一半的社零、对社零拖累显著。社会集团消费受场景恢复提振更为明显，当下消费增长的重要驱动；伴随企业经营活动好转，居民收入改善或进一步支持消费修复。

常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费

工业和服务业均加快增长，后者回升更为显著。1-2月工业增加值同比增长2.4%、高于去年12月的1.3%，尽管低于市场平均预期，但在1月人员缺勤影响较大的情况下，前2个月实现较快增长已不容易，领先和高频指标显示3月生产在进一步加快；服务业生产指数同比增长5.5%、高于去年12月的-0.1%，其中住宿餐饮、商务活动均在明显改善。

投资加快增长，三大投资均回升，地产竣工表现突出、后续变化值得关注。1-2月，投资同比5.5%、高于去年12月的3.1%，其中房地产投资同比-5.7%、两年复合同比-1.1%，降幅明显收窄，其中竣工表现尤为亮眼；商品房销售面积同比-3.6%、高于前值的-31.5%。地产竣工、销售边际改善，与高频指标指向类似，但改善程度更好，可能部分缘于统计样本差异，存活下来纳入统计房企表现相对更好；保交楼推进进度、地产销售变化，后续仍需紧密跟踪。

消费复苏有所加快，线下活动恢复对就业和收入的提振或滞后显现。1-2月，社会消费品零售总额同比增长3.5%，明显好于去年12月的-1.8%。其中，餐饮收入表现亮眼，同比增长9.2%。分行业看，饮料、服装、日用品等生活类商品消费修复相对较快。城镇调查失业率季节性回升，但结构性压力仍然突出。2月，全国城镇调查失业率5.6%、较去年同期上升0.1个百分点。其中，16-24岁人口调查失业率18.1%、创历史同期新高，较去年12月上升0.6个百分点。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些	3
2、常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费.....	5
风险提示.....	8

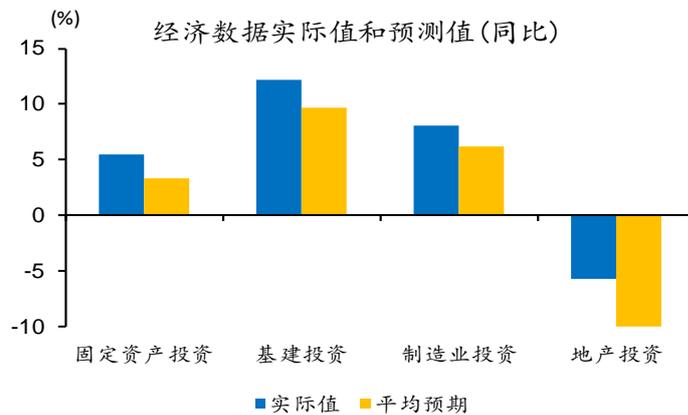
图表目录

图表 1： 内需超预期修复，投资表现亮眼.....	3
图表 2： 1-2 月稳增长加力，基建投资增速提升.....	3
图表 3： 相比往年，专项债更多投向基建领域.....	3
图表 4： 广义财政口径下，支出增速较去年提升.....	4
图表 5： 预算内基建类支出增速上行.....	4
图表 6： 制造业投资增速已连续三月上行.....	4
图表 7： 中游装备制造投资保持高增速.....	4
图表 8： 重大项目计划投资规模加速扩大.....	4
图表 9： 重大项目主要投向产业发展领域.....	4
图表 10： 社会零售消费有所恢复.....	5
图表 11： 社会集团商品消费占比超过 50%.....	5
图表 12： 商务出行意愿快速回暖.....	5
图表 13： 国内航班执行架次高位徘徊.....	5
图表 14： 制造业增加值回升带动生产回暖.....	6
图表 15： 中上游行业生产恢复较快.....	6
图表 16： 服务业生产指数明显抬升.....	6
图表 17： 服务业商务活动预期保持高位.....	6
图表 18： 固定资产投资超预期修复.....	7
图表 19： 房地产投资和销售面积明显回升.....	7
图表 20： 新开工和竣工面积回升较快.....	7
图表 21： 餐饮收入表现相对亮眼.....	7
图表 22： 基本生活类商品消费增长较快.....	7
图表 23： 城镇调查失业率季节性上行.....	8
图表 24： 年轻人失业率仍处于高位.....	8

1、内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些

内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些。1-2月经济数据表现亮眼，需求好于生产、需求指标普遍好于预期，透露的经济线索，与我们前期反复提示的逻辑类似，稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复。内需的修复才刚刚开始，不必担忧修复的持续性、对经济可以更加“乐观”些。

图表1：内需超预期修复，投资表现亮眼

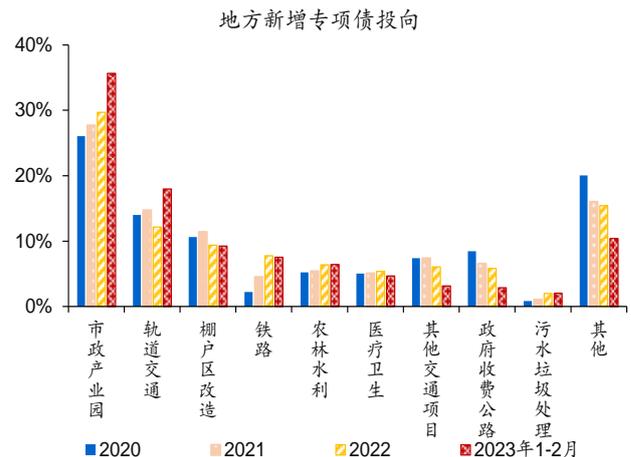
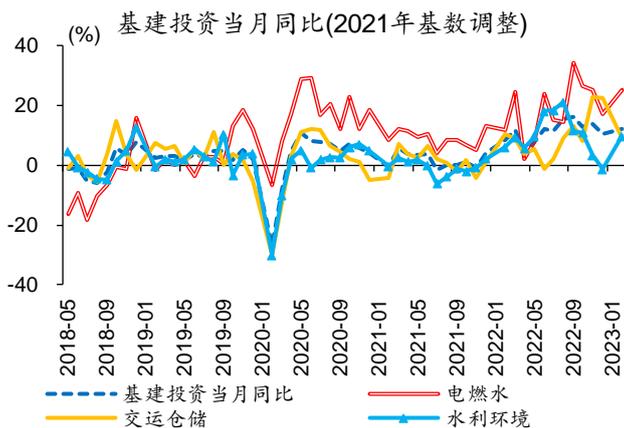


来源：Wind、国金证券研究所

逻辑一： 稳增长的力度不低、持续性有保障，作为稳增长重要抓手的基建投资、韧性有望延续。1-2月，基建投资同比12.2%、高于去年12月的10.4%，与专项债发行靠前、投向基建比重上升等表征类似，皆指向稳增长靠前发力。从最新财政预算来看，政策“加力”力度不低，广义财政预算支出增速5.9%、高于去年实际增速的3.1%，基建、科技等领域支出加快；作为预算内重要补充，“准财政”或继续对基建等项目提供资金支持。（详见《经济可以更“乐观”些，来自财政的“加力”》）

图表2：1-2月稳增长加力，基建投资增速提升

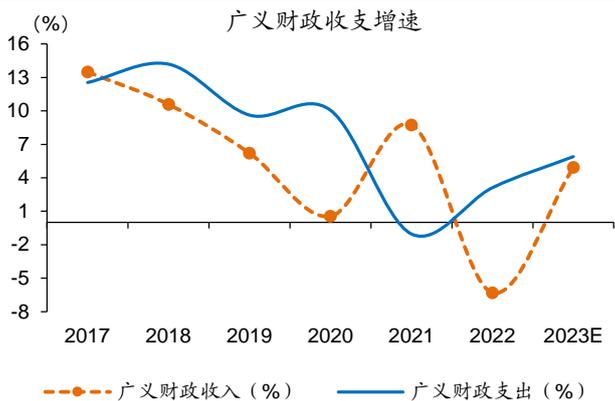
图表3：相比往年，专项债更多投向基建领域



来源：中国债券信息网、国金证券研究所

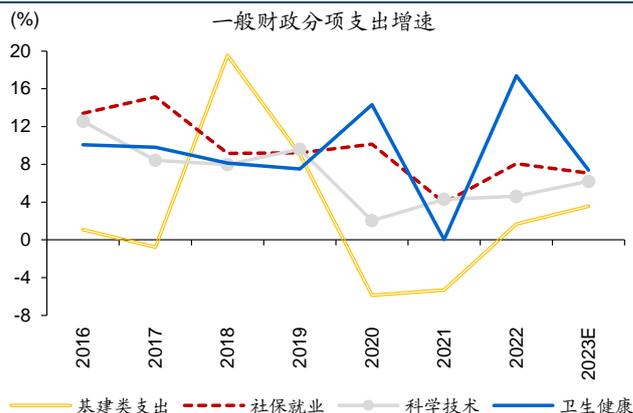
来源：Wind、国金证券研究所

图表4: 广义财政口径下, 支出增速较去年提升



来源: 财政部、国金证券研究所

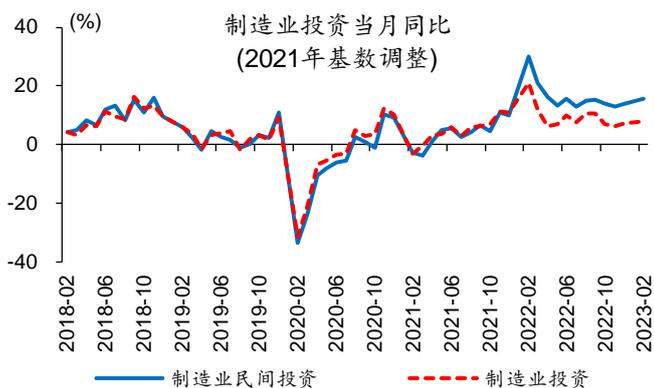
图表5: 预算内基建类支出增速上行



来源: 财政部、国金证券研究所

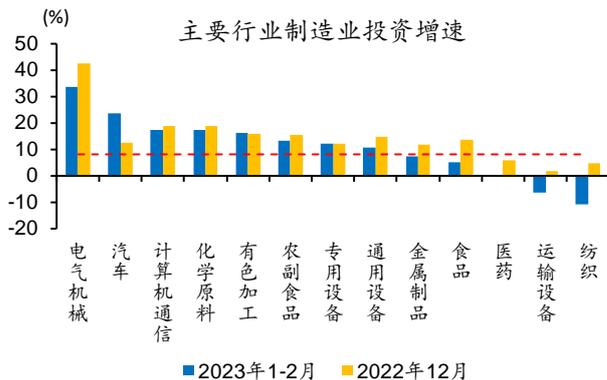
逻辑二: 政策“加持”和高景气领域, 推动制造业投资继续高增。1-2月, 制造业投资同比8.1%、高于去年12月的7.4%, 民间投资表现更为强劲、同比16.6%; 其中, 中游制造表现亮眼, 计算机通信、专用设备、汽车等增长加快, 电气机械、通用设备等保持高增。制造业投资持续强势, 一方面与政策加大“引导”产业投入紧密相关, 另一方面, 缘于新能源、数字转型等战略新兴产业持续高景气, 已开启新时代“朱格拉”周期。(详见《新时代“朱格拉周期”: 产业政策源动力》)

图表6: 制造业投资增速已连续三月上行



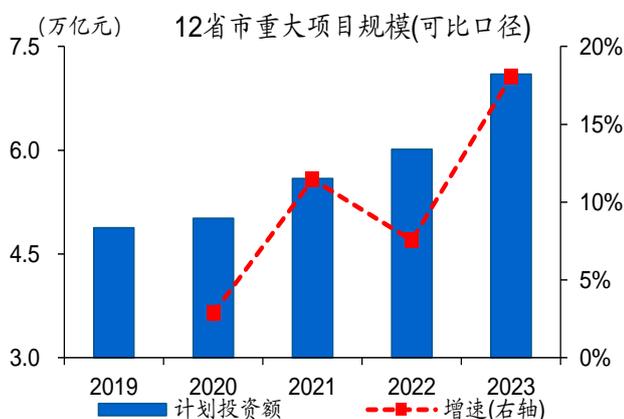
来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

图表7: 中游装备制造投资保持高增速



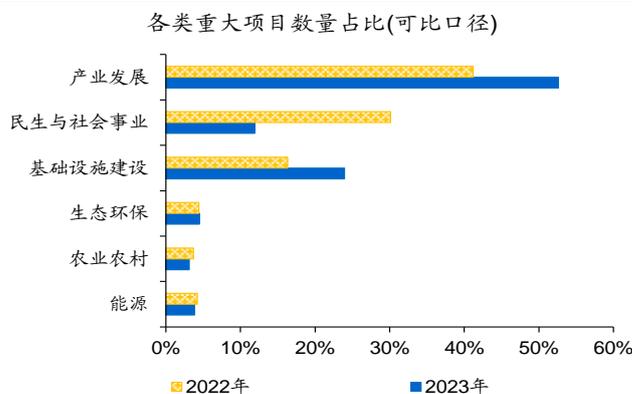
来源: 各地政府网站, 国金证券研究所、国金证券研究所

图表8: 重大项目计划投资规模加速扩大



来源: Wind、国金证券研究所

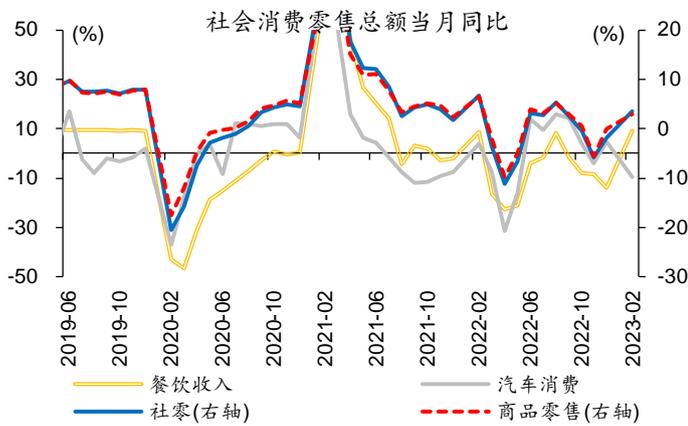
图表9: 重大项目主要投向产业发展领域



来源: Wind、国金证券研究所

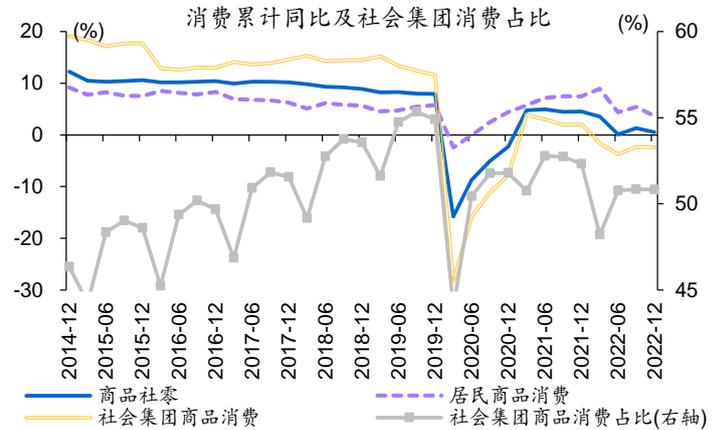
逻辑三：消费修复已然加快，企业和居民消费有望推动社零回升至疫情前。1-2月，社零同3.5%、时隔3个月首次转正，其中餐饮收入和商品零售同比分别为9.2%和2.9%，主要得益于场景恢复带来的相关消费增长，1月以居民出行消费为主、2月以来商务活动等社会集团消费增多，后者贡献超一半的社零、对社零拖累显著。社会集团消费受场景恢复提振更为明显，当下消费增长的重要驱动；伴随企业经营活动好转，居民收入改善或进一步支持消费修复。（详见《疫后消费修复的三大误区》）

图表10：社会零售消费有所恢复



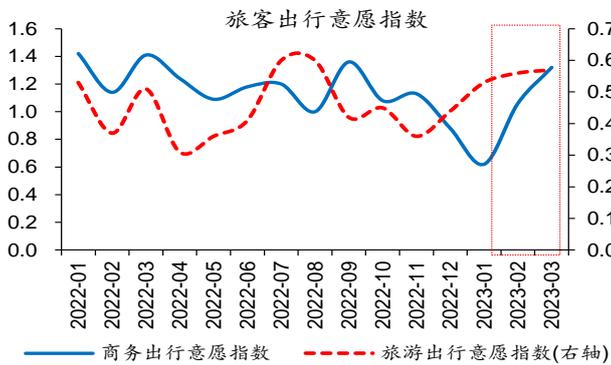
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表11：社会集团商品消费占比超过50%



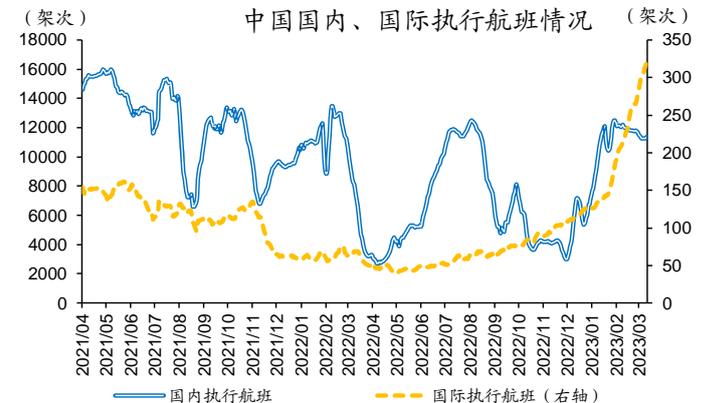
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：商务出行意愿快速回暖



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表13：国内航班执行架次高位徘徊

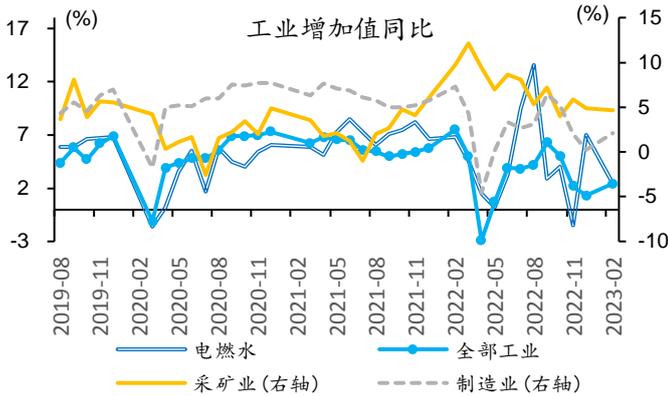


来源：Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费

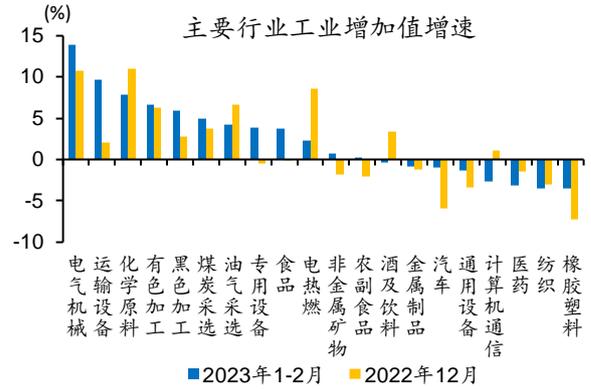
工业生产继续修复，制造业边际改善加快。1-2月工业增加值同比增长2.4%，高于去年12月的1.3%，但低于市场预期的3%，在1月人员缺勤影响较大的情况下，前2个月实现较快增长已不容易，领先和高频指标显示3月生产在进一步加快。其中，制造业增加值同比增长2.1%、较上月提升1.9个百分点，电热燃水同比2.4%，较上月大幅回落4.6个百分点。主要行业中，上游的化学原料、有色加工、黑色加工及中游的电气机械、运输设备、专用设备等行业生产情况较好。

图表14: 制造业增加值回升带动生产回暖



来源: Wind、国金证券研究所

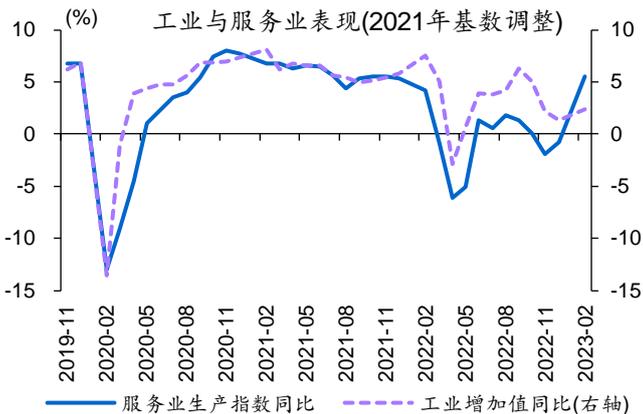
图表15: 中上游行业生产恢复较快



来源: Wind、国金证券研究所

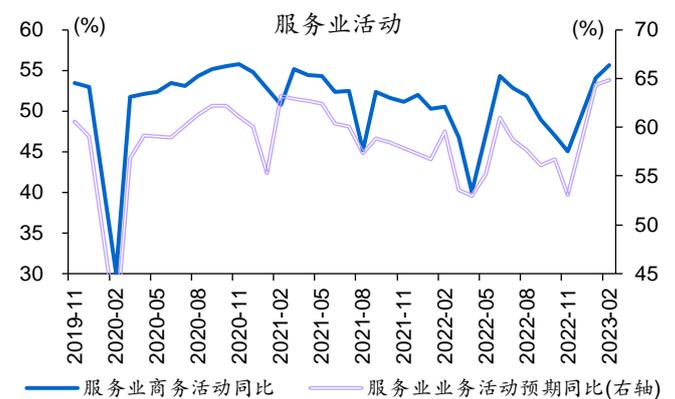
服务业修复快于工业，住宿和餐饮业修复较快。1-2月，服务业生产指数同比增长5.5%，两年平均4.8%，回升较为明显。其中，住宿和餐饮业生产指数增长11.6%，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长9.3%。与此同时，服务业商务活动预期保持高位，1-2月录得64.8%，比上月上升0.5个百分点，或指示后续服务业将加快修复。

图表16: 服务业生产指数明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

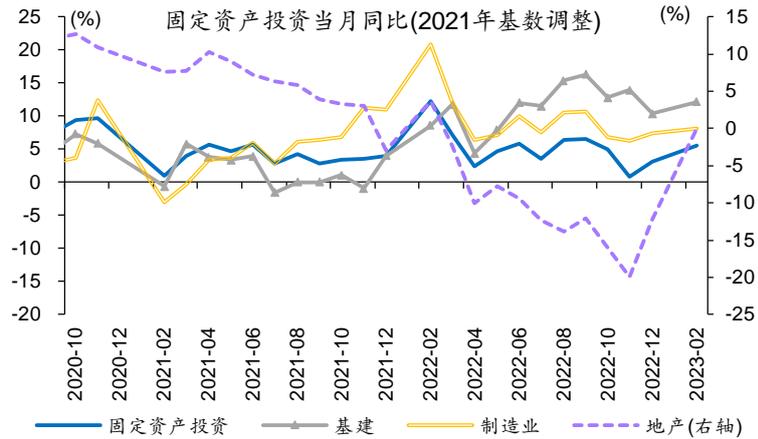
图表17: 服务业商务活动预期保持高位



来源: Wind、国金证券研究所

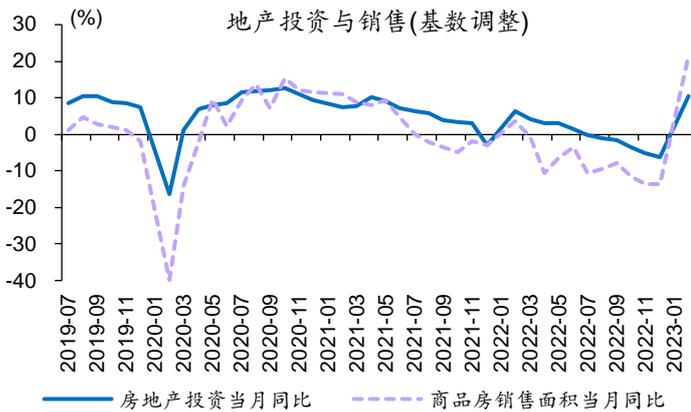
固定资产投资增长凸显韧性，房地产表现亮眼。1-2月，固定资产投资同比增长5.5%，三大投资分项均明显改善，其中房地产投资降幅明显收窄。1-2月房地产投资同比增长-5.7%，两年复合增速-1.1%，新开工和竣工都有所加快。其中，新开工同比增长-9.4%、两年复合增速-4%，竣工同比增长8%、两年复合增速-1.3%。从销售情况看，商品房销售面积同比增长-3.6%，两年复合增速-6.6%。地产竣工、销售边际改善，与高频指标指向类似，但改善程度更好，可能部分缘于统计样本差异，存活下来纳入统计房企表现相对更好；保交楼推进进度、地产销售变化，后续仍需紧密跟踪。

图表18: 固定资产投资超预期修复



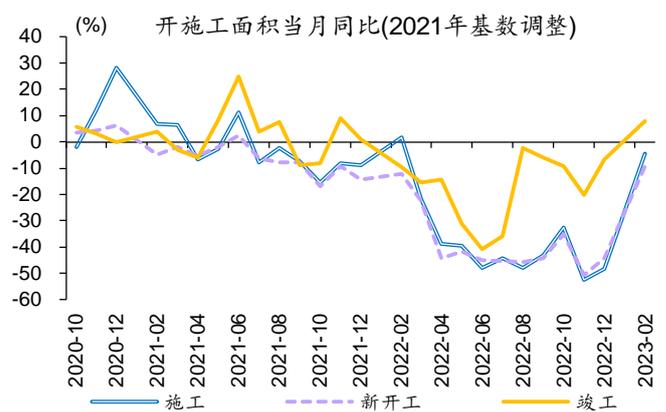
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 房地产投资和销售面积明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

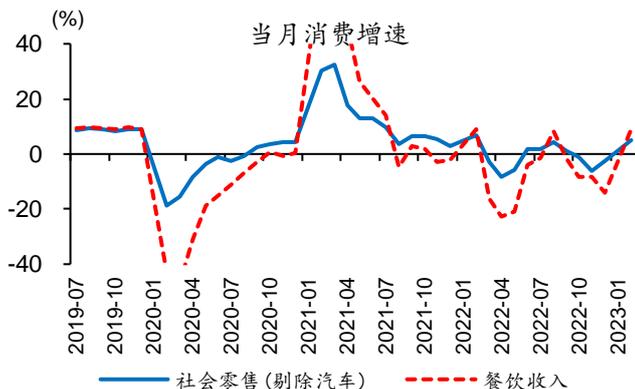
图表20: 新开工和竣工面积回升较快



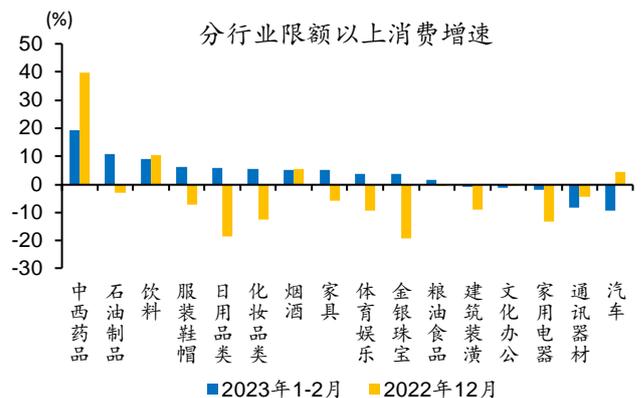
来源: Wind、国金证券研究所

消费复苏有所加快, 线下活动恢复对就业和收入的提振或滞后显现。1-2月, 社会消费品零售总额同比增长3.5%, 明显好于去年12月的-1.8%。其中, 商品消费同比增长2.9%、高于上月的-0.1%, 餐饮收入表现亮眼, 同比增长9.2%。分行业看, 饮料、服装、日用品等生活类商品消费修复相对较快, 通讯器材、汽车等出行类商品恢复较慢。

图表21: 餐饮收入表现相对亮眼



图表22: 基本生活类商品消费增长较快



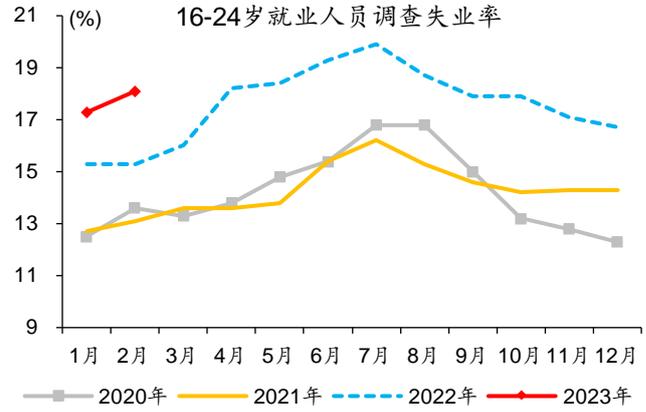
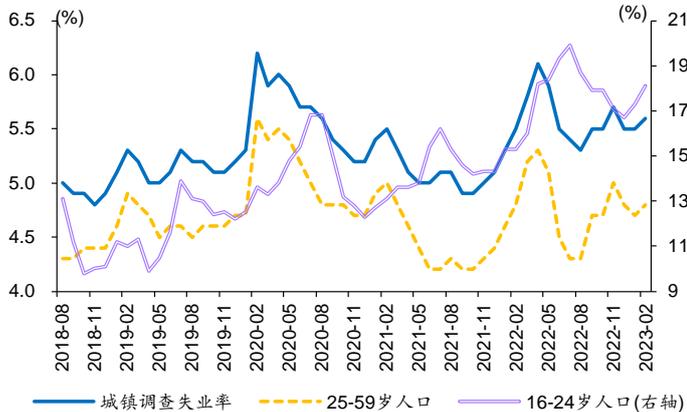
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

城镇调查失业率季节性回升,但结构性压力仍然突出。2月,全国城镇调查失业率5.6%、较去年同期上升0.1个百分点。其中,16-24岁人口调查失业率18.1%、创历史同期新高,较去年12月上升0.6个百分点。25-59岁人口调查失业率近期波动下行,2月录得4.8%,持平于去年同期值。

图表23: 城镇调查失业率季节性上行

图表24: 年轻人失业率仍处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点:经济可以更加“乐观”些,内需增长为主,核心驱动包括:新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲,稳增长“加力”带来的基建投资韧性,疫后修复带来的消费增长等。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地,资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复,对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402