

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

年初经济修复成色超预期

2023年3月16日

摘要:

在2023年的第一份经济数据中,存在着三点预期差:(1)房地产行业各项数据明显改善,(2)服务业修复斜率较为陡峭,(3)制造业投资势头强劲。

➤ **1-2月经济修复成色超预期。**伴随疫情对经济的影响逐渐减弱,社会生产生活秩序快速修复,经济运行呈现稳步回升的态势。根据我们计算的月度GDP指数,1-2月GDP同比增速约为4.3%,两年平均增速在4.9%左右。较好的开局为实现全年经济目标打下了坚实基础。

➤ **在2023年的第一份经济数据中,存在着三点预期差:**

第一,房地产行业各项数据明显改善。房地产投资1-2月累计同比下降5.9%,扭转了自2021年初以来不断下滑的趋势。“保交楼”支持政策不断落地,推动竣工面积同比增速回正,新开工、施工面积同比降幅也显著收窄。需求端来看,1-2月商品房销售面积同比下跌3.6%,去年全年为-24.3%。房地产销售展现出回暖的迹象,我们判断一是由于疫情形势好转后积压需求快速释放,二是各地因城施策,对调控政策进行优化。从高频数据来看,春节之后30大中城市商品房成交连续四周回升,但2月26日之后连续两周回落,需要关注地产销售回暖的持续性。

第二,服务业修复斜率较为陡峭。1-2月份,全国服务业生产指数同比增长5.5%,2022年12月份为下降0.8%。1-2月服务业生产指数的改善幅度要远高于工业增加值。在疫情反复的阶段,接触性服务业受到压制,1月以来餐饮链与出行链景气度迅速反弹。2023年是疫情负面影响减弱的第一年,服务业修复速度快于工业可能成为今年经济复苏的新特征。

第三,制造业投资势头强劲,保持较高增速。前期央行推出设备更新改造再贷款工具,以及监管层多次表示“支持重点领域设备更新改造”,对制造业投资延续高增发挥了重要作用。往后看,我们认为制造业投资将继续高增长,一是今年信贷开门红,1-2月企业中长贷较去年多增约2万亿元,为制造业投资提供了充足的“弹药”;二是我们提出2023年有望迎来新一轮设备更新周期,制造业投资需求或将集中释放。我们判断,2023年制造业投资将成为经济增长的主要驱动力。

➤ **总体来看,经济内生动能处于复苏通道之中,对权益市场表现或可以更加乐观一些。**一方面,目前经济运行要好于预期,另一方面,就业的结构性问题尚未得到解决,“稳增长,稳就业”的增量政策依然可期。在这种情况下,权益市场的机会或大于风险。推荐关注消费板块和与设备更新需求相关的机械板块。

➤ **风险因素:**疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目录

一、年初经济的三点预期差.....	3
二、工业生产稳步恢复.....	5
三、基建投资维持两位数增速.....	6
四、社零增速由负转正，结构分化明显.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1: 30 大中城市商品房成交面积.....	3
图 2: 1-2 月服务业修复快于工业.....	4
图 3: 各行业制造业投资增速.....	4
图 4: 工业增加值同比增速上升.....	5
图 5: 1-2 月各行业增加值同比.....	6
图 6: 螺纹钢产量.....	7
图 7: 石油沥青装置开工率.....	7
图 8: 各类消费增速.....	8

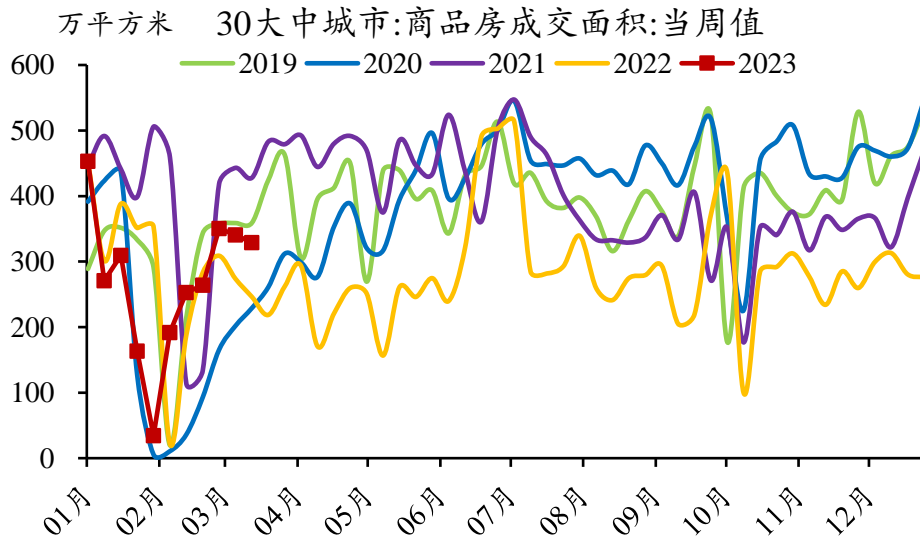
一、年初经济的三点预期差

1-2 月经济修复成色超预期。伴随疫情对经济的影响逐渐减弱，社会生产生活秩序快速修复，经济运行呈现稳步回升的态势。根据我们计算的月度 GDP 指数，1-2 月 GDP 同比增速约为 4.3%，两年平均增速在 4.9% 左右。较好的开局为实现全年经济目标打下了坚实基础。与 Wind 一致预期相比，社零同比增长 3.5%，高于预期的 2.9%，固定资产投资同比增长 5.5%，高于预期的 3.3%。而工业增加值同比增长 2.4%，低于预期的 3.0%，我们认为主因今年春节后工地员工复工到位偏慢。考虑到 2 月 21 日（农历二月初二）后，劳务到位率加速恢复，生产端无需过度担忧。整体来看，1-2 月经济运行驶入正轨，修复情况较好。

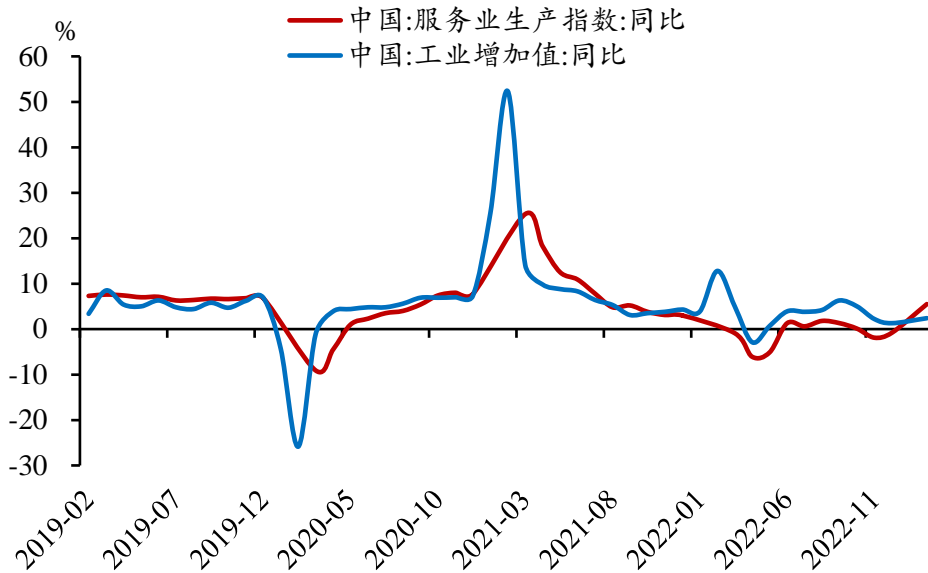
在 2023 年的第一份经济数据中，存在着三点预期差：

第一，房地产行业各项数据明显改善。房地产投资 1-2 月累计同比下降 5.9%，高于 2022 年全年的 -10.0%，扭转了自 2021 年初以来不断下滑的趋势。“保交楼”支持政策不断落地，推动竣工面积同比增速回正至 8%（2022 年全年为 -15%），新开工、施工面积同比降幅也显著收窄。需求端来看，1-2 月商品房销售面积同比下跌 3.6%，去年全年为 -24.3%。房地产销售展现出回暖的迹象，我们判断一是由于疫情形势好转后积压需求快速释放，二是各地因城施策，对调控政策进行优化，包含二孩三孩家庭允许购买多套住房、放松公积金贷款政策、发放购房补贴等。从高频数据来看，春节之后 30 大中城市商品房成交连续四周回升，但 2 月 26 日之后连续两周回落，需关注地产销售回暖的持续性。

图 1：30 大中城市商品房成交面积

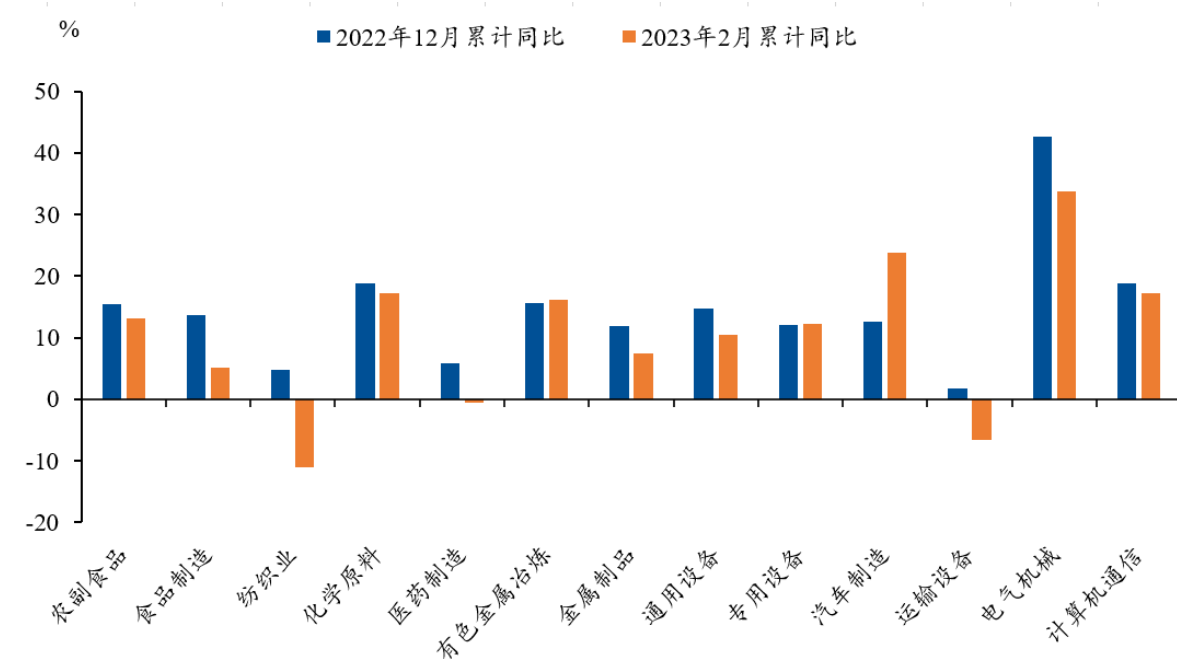


第二，服务业修复斜率较为陡峭。1-2 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.5%，2022 年 12 月份为下降 0.8%；两年平均增长 4.8%。1-2 月服务业生产指数的改善幅度要远高于工业增加值。在疫情反复的阶段，接触性服务业受到压制，1 月以来餐饮链与出行链景气度迅速反弹。餐饮收入同比增长 9.2%，较 12 月大幅提升 23.3 个百分点；11 大城市地铁客运量月均值 1-2 月同比增长 7.7%。另外，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数同比分别增长 9.3%、7.6%，为服务业行业提供强力动能。2023 年是疫情负面影响减弱的第一年，服务业修复速度快于工业可能成为今年经济复苏的新特征。

图 2：1-2 月服务业修复快于工业


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，制造业投资势头强劲，保持较高增速。在企业盈利负增长、出口退坡的大环境下，制造业投资的韧性自 2022 年下半年以来屡次受到市场的质疑。然而 1-2 月制造业投资同比增长 8.1%，再一次展现出了强韧性。前期央行推出设备更新改造再贷款工具，以及监管层多次表示“支持重点领域设备更新改造”，对制造业投资延续高增发挥了重要作用。高技术制造业投资增长较快，增速为 12.3%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 21.3%、20.5%。往后看，我们认为制造业投资将继续高增长，一是今年信贷开门红，1-2 月企业中长贷较去年多增约 2 万亿元，为制造业投资提供了充足的“弹药”；二是我们提出 2023 年有望迎来新一轮设备更新周期（详见报告《设备更新周期可能即将启动》），制造业投资需求或将集中释放。我们判断，2023 年制造业投资将成为经济增长的主要驱动力。

图 3：各行业制造业投资增速


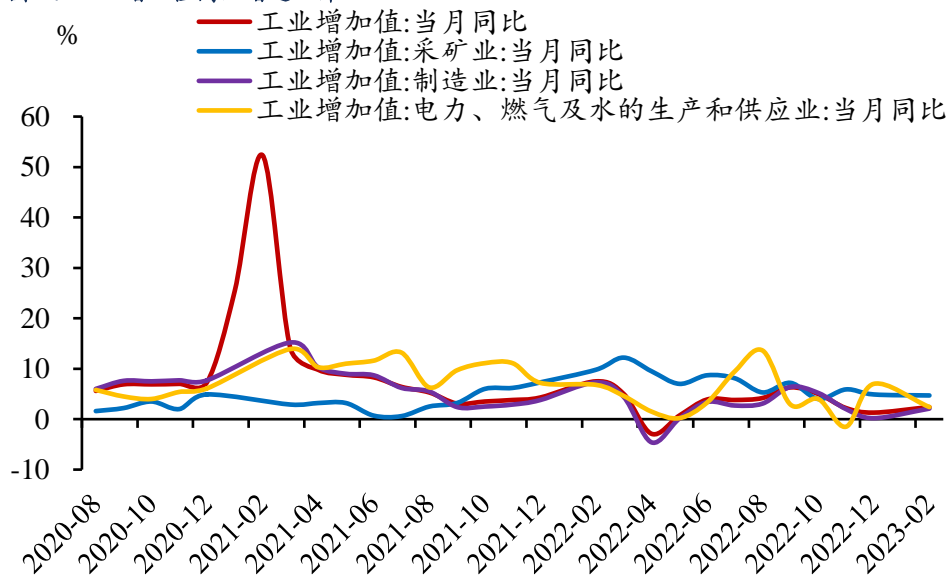
资料来源:万得, 信达证券研发中心

总体来看，经济内生动能处于复苏通道之中，对权益市场表现或可以更加乐观一些。一方面，目前经济运行要好于预期，另一方面，就业的结构性问题尚未得到解决，2月年轻群体失业率为18.1%，较去年12月上行1.4个百分点，“稳增长，稳就业”的增量政策依然可期。在这种情况下，权益市场的机会或大于风险。投资机会上，我们推荐（1）大消费板块，包含出行链、餐饮链，（2）与设备更新需求相关的机械设备板块，包含专用设备、通用设备。

二、工业生产稳步恢复

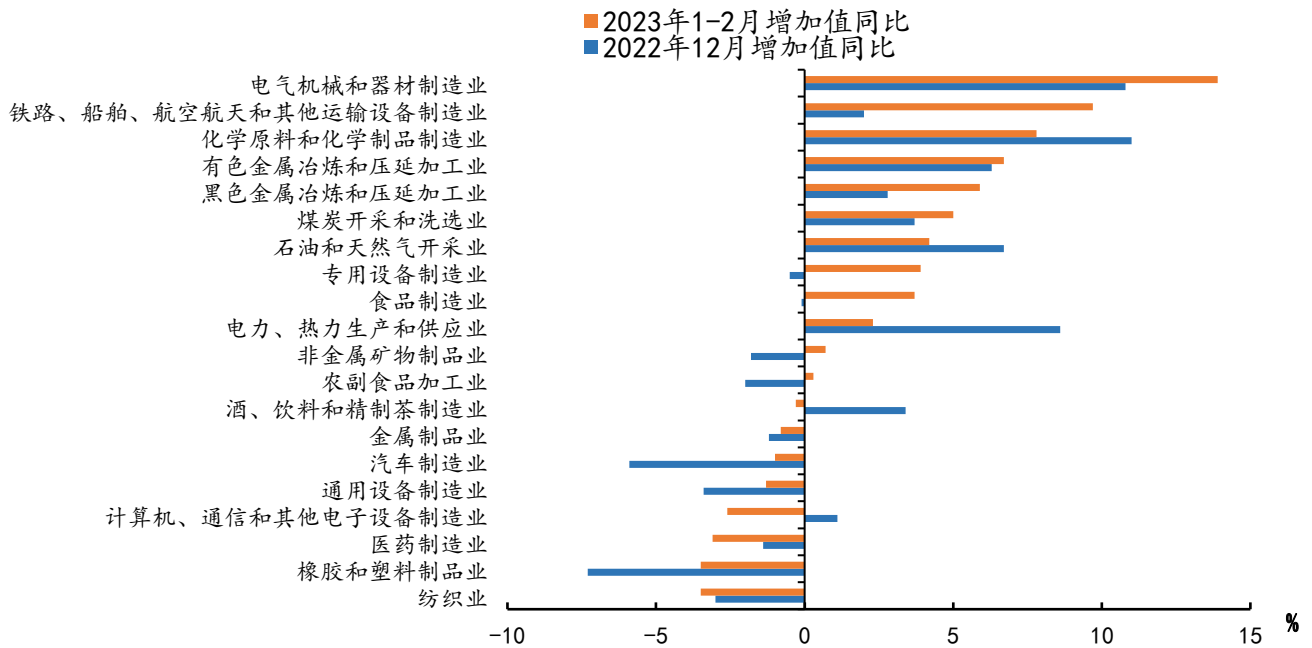
伴随疫情对供应链扰动逐渐减弱，工业增加值增速较上期提升。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，比2022年12月份加快1.1个百分点。采矿业增加值同比增长4.7%，较上期下降0.2个百分点。制造业增加值同比上升2.1%，较上期上升1.9个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%，较上期下降4.6个百分点。

图4：工业增加值同比增速上升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

受到基建投资、制造业投资等需求支撑，中上游行业工业生产增速较快；出口链形成拖累。节后各地重大项目密集开工复工推动中上游行业产能释放，化学原料、有色金属冶炼、黑色金属冶炼等行业增加值同比增速靠前。另一方面，在海外需求走弱的背景下，出口链相关行业表现不佳，比如纺织业、计算机通信、医药制造生产明显放缓。

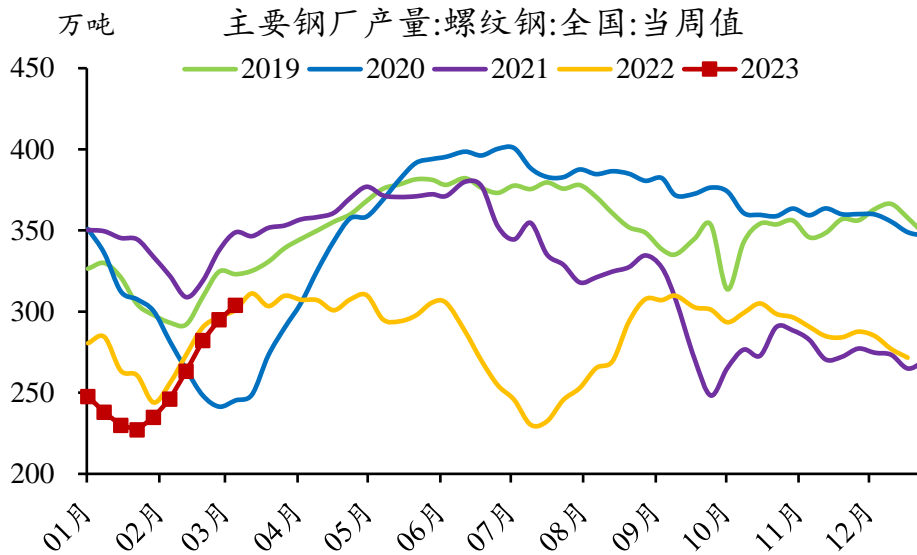
图 5：1-2 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

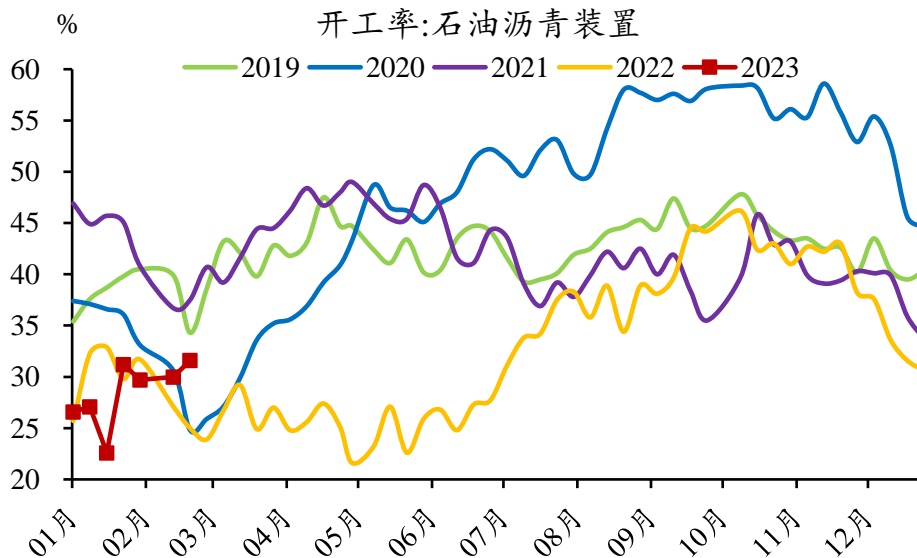
三、基建投资维持两位数增速

1-2 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 53577 亿元, 同比增长 5.5%, 比 2022 年全年加快 0.4 个百分点; 两年平均增长 8.8%。

基建投资维持韧性。1-2 月广义基建投资增长 12.2%, 2022 年 12 月为 11.5%。国家发展改革委一月表示, 今年将进一步发挥好各项投资政策“组合拳”效应, 以高效有力举措推动投资跑出“加速度”。可见今年年初基建的资金来源和项目储备均能够得到保障。一是今年发债继续前置, 新增专项债 2.19 万亿元的提前批中, 1-2 月的发行量已达到 8269.3 万元; 二是去年 8 月下旬国务院追加了 5000 多亿元专项债地方结存限额, 我们预计部分在今年年初形成实物工作量。从高频指标来看, 与基建相关的螺纹钢产量与石油沥青装置开工率在春节之后连续走高, 显示基建投资或依然是 2023 年稳经济的重要抓手。

图 6: 螺纹钢产量


资料来源:万得, 信达证券研发中心

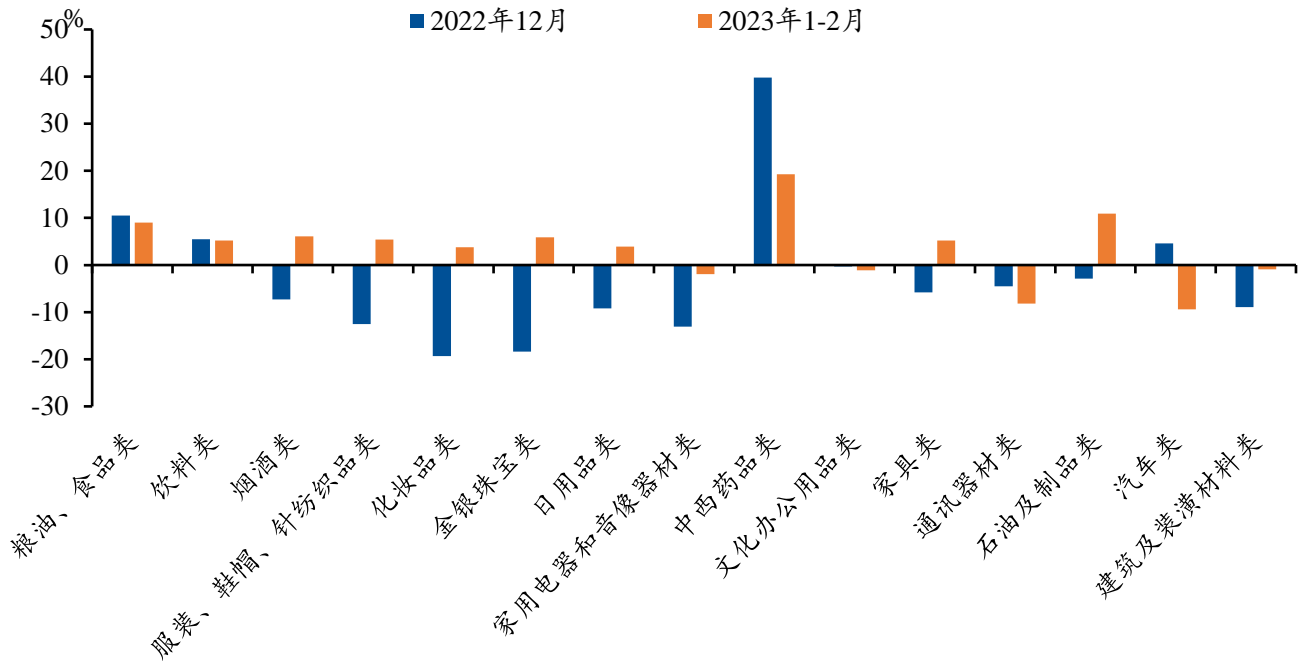
图 7: 石油沥青装置开工率


资料来源:万得, 信达证券研发中心

地产投资和制造业投资在第一部分中已做分析。

四、社零增速由负转正，结构分化明显

社零增速由负转正，如期反弹。1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，2022年12月份为下降1.8%；两年平均增长5.1%。(1)去年12月疫情防控优化之后，接触性、社交性消费企稳回升，服装、珠宝、化妆品消费同比分别增长5.4%、3.8%、5.9%，修复幅度均超过10个百分点，(2)地产后周期的家具、建筑及装潢材料及家用电器和音像器材的同比增速分别为5.2%、-0.9%和-1.9%，前值分别为-5.8%、-8.9%和-13.1%。

图 8：各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面，汽车、中西药品类消费降温。1-2月汽车消费同比下降9.4%，较前值下滑14个百分点，我们判断一是燃油车购置税减半政策和新能源汽车补贴政策在去年底到期，提前透支了一部分的购买力，二是车企价格战频发，不少消费者持观望态度。春节前各地疫情先后达峰，药品需求高位回落，1-2月中西药品类消费同比上升19.3%，增速下降20.5个百分点。

促消费政策亟须出台，且空间较大。剔除春节效应后的1-2月CPI累计同比1.5%，处于偏低水平。价格由供给和需求共同决定，考虑到国内供给端较为稳定，需求端偏弱的格局仍未显著改善。3月15日国务院新闻办公室举行新闻发布会上，国家统计局表示各部门已经在筹划今年扩大需求方面相关政策。在通胀温和的背景下，促消费政策的空间广阔。

风险因素

疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。