

经济超预期复苏

——1-2 月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产小幅回升。1-2月规模以上工业增加值低于市场预期，或因以下因素：一是去年1至2月份的高基数，二是1月中上旬疫情对生产端的扰动仍存，三是今年疫情放开，春节期间返乡人数相对较多，工业生产所需人力有所受限。采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业同比涨幅均有所回落，制造业同比涨幅扩大，反映出1-2月份相比之前，疫情对生产活跃度的扰动大幅减弱，叠加贷款优惠等稳增长政策的拉动，企业预期增强，生产经营活动渐进修复。细分项来看，主要支撑来自电气机械和器材制造业、运输设备制造业，农副食品加工业及食品制造业同比均转为正增，或受终端消费需求复苏的带动。汽车制造同比依旧为负增，车企清库存的压力仍在，但降幅有所收窄。

餐饮大幅反弹，社零同比由负转正。1-2月社会消费品零售总额同比增速由负转正，超出市场预期。具体而言，一是**餐饮收入显著回升**。此前疫情防控的场景约束以及感染面积扩大对于外出消费的限制明显缓和，此外1月份春节对居民消费也起到了正向刺激的作用，餐饮需求得以报复性释放。二是**可选消费明显复苏**。1-2月必选消费同比依旧较强，可选消费边际改善明显。一方面体现了随疫情扰动的显著走弱，社交出行类消费需求有所上行，另一方面也表明居民预期的好转以及消费意愿的抬升。三是**地产后周期消费边际好转**。或得益于房地产竣工面积的同比改善，预计随保交楼等地产供给端政策的持续显效，上述后周期类商品零售或逐步走出此前地产不振的拖累。四是**汽车消费成主要拖累**。或受到春节假期及去年底政策切换期透支汽车销量的影响。未来汽车销量有望受到车企降价促销的提振，汽车消费对整体社零的拖累或有所减轻。

房地产明显改善，固定资产投资超预期回升。制造业投资维持韧性，一方面体现了国内企业预期的好转，另一方面也说明了对于企业的融资支持提振了其加大资本开支的意愿；**基建投资支撑仍强**。1-2月基建投资累计同比虽略有回落，但仍保持在较高水平。考虑到今年国内经济增长环境较去年有所好转，类似去年进行大力度逆周期调节的必要性下降，因此今年基建投资力度大概率弱于去年，不过考虑到地方政府开年投资冲动以及既存项目的延续性，预计在地产和消费明显恢复之前，基建仍是重要抓手，未来一段时间内对于整体投资的支撑可能

依旧偏强。**房地产投资边际大幅改善。**1-2月施工、竣工及新开工面积同比增速全面好转，或受到保交楼相关政策推动以及房企融资环境改善的影响。商品房销售面积及销售金额同比降幅也明显收窄，从西南财经大学《中国家庭财富指数调研报告》来看，居民购房意愿可能出现了实质性的提升且刚需或占主导。后续房地产投资向上修复的持续性如何，可能需要对房企拿地数据做进一步跟踪。

城镇失业率季节性上行。1-2月城镇失业率均值相比去年12月略有上涨，外来农业户籍劳动力调查失业率与16-24岁人口调查失业率均偏高。失业率的小幅增长一方面可能是季节性上行，另一方面或受到疫后劳动力回流市场的影响。此前退出劳动力市场的人群重回市场，但短期内还未能及时确定工作，从而抬高了整体失业率水平。

经济逐级向上的复苏趋势进一步确定。虽然2月份以来，市场对于经济和政策前景的悲观预期愈加浓厚，但是实际上所有重要的宏观数据，PMI、社融、出口、消费、投资，全部是超出市场一致预期的。经济“开门红”的态势已经非常明显，正向反馈的第一步已经迈出。1-2月经济数据体现出的居民及企业疫后预期的改善释放出了积极信号，经济逐级向上的复苏趋势的确定性进一步增强。向后看，我们认为国内经济复苏高度及斜率的关键可能在于消费及地产两方面的内生修复，基建投资等逆周期调控手段力度或有所减弱，政策的外生刺激也将逐渐淡化。从消费和地产两方面来看，我们认为国内经济正处于加速复苏阶段。一方面，近期多项数据均表明企业预期的好转，这将带来用工需求扩大、居民就业增加、居民收入好转，从而带动消费增加，再加上我国居民资产负债表在疫情期间并未受到实质性的冲击，因此消费具有一定的改善动能和修复基础；另一方面，相关高频数据释放二手房及新房市场改善信号，居民购房意愿或已出现实质性的提升，这将同消费一起增强国内经济复苏动能。综合而言，在近期多项数据均验证前端企业投融资、政府投资、房地产有所好转的背景下，我们对终端消费的复苏也持相对乐观的态度。

风险提示：国内政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产小幅回升	5
3. 餐饮大幅反弹，社零同比由负转正	6
4. 房地产明显改善，固定资产投资超预期回升	7
5. 城镇失业率季节性上行	9
6. 对经济前景应乐观一些	10

图表目录

图表 1: 1-2 月规模以上工业增加值同比小幅回升.....	5
图表 2: 社会消费品零售总额同比由负转正.....	6
图表 3: 餐饮收入显著回升.....	7
图表 4: 可选消费明显复苏.....	7
图表 5: 汽车消费为主要拖累.....	7
图表 6: 地产后周期消费边际好转.....	7
图表 7: 固定资产投资同比超预期回升.....	8
图表 8: 施工、竣工及新开工面积普遍好转.....	9
图表 9: 居民购房意愿或已出现实质性提升.....	9
图表 10: 刚需或占购房主导.....	9
图表 11: 1-2 月城镇失业率略有上升.....	10

1. 数据

1-2 月工业增加值同比增长 2.4%，预期 3.0%（Wind，下同），前值 1.3%。

1-2 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，预期增长 2.9%，前值下降 1.8%。

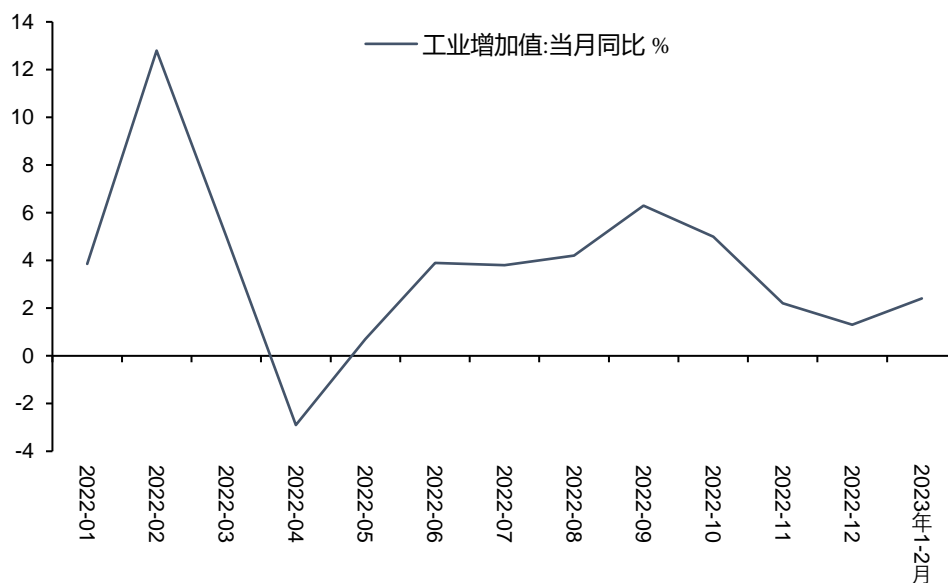
1-2 月固定资产投资累计同比增长 5.5%，预期 3.3%，前值 5.1%。

1-2 月城镇调查失业率均值为 5.6%，预期 5.4%，前值 5.5%。

2. 工业生产小幅回升

1-2 月规模以上工业增加值同比增速小幅低于市场预期，或受以下因素影响：一是去年 1 至 2 月份的高基数，二是 1 月中上旬疫情对生产端的扰动仍存，三是今年疫情放开，春节期间返乡人数相对较多，工业生产所需人力有所受限。相比去年 12 月而言，1-2 月工业增加值同比回升 1.1 个百分点至 2.4%，其中制造业增加值同比涨幅的扩大是主要驱动。

图表 1：1-2 月规模以上工业增加值同比小幅回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三大门类中，1-2 月份采矿业及增加值同比增长 4.7%，前值 4.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 2.4%，前值 7.0%。两者同比涨幅均有所回落，尤其是电力、热力、燃气及水生产和供应业因天气回暖，冬季供暖需求减弱，其同比涨幅下降近 5 个百分点，1 至 2 月火力、水力发电量同比也均由正转负。

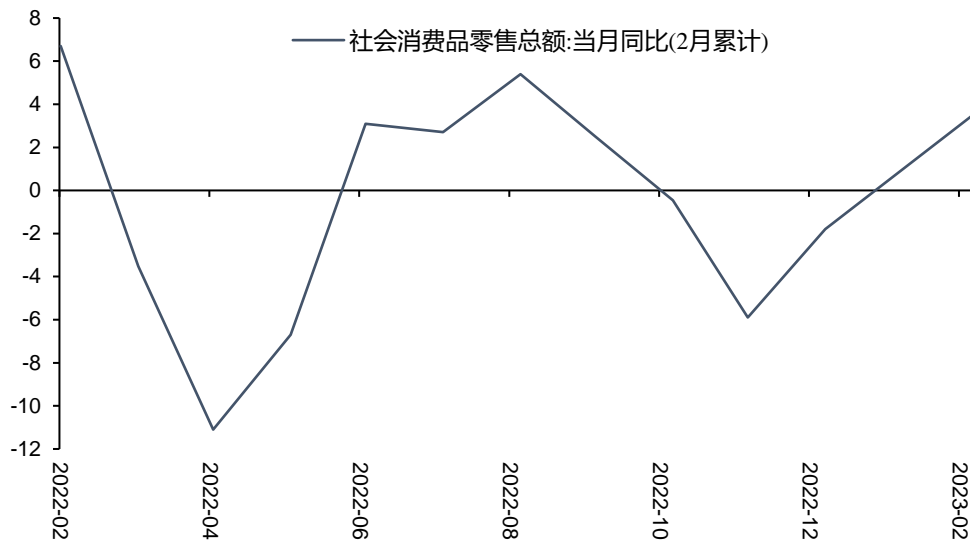
制造业同比增长 2.1%（前值 0.2%），涨幅扩大。反映出 1-2 月份相比之前，疫情对生产活跃度的扰动大幅减弱，叠加贷款优惠等稳增长政策的拉动，企业预期增强，生产经营活动渐进修复。细分项来看，1 至 2 月份制造业增加值同比加快扩张的主要支撑来自电气机械和器材制造业、运输设备制造业，同比增速分别为 13.9%（前值 10.8%）、9.7%（前值 2.0%）。农副食品加工业及食品制造业同比均转为正增，或受终端消费需求复苏的带动。汽车制造同比依

旧为负增，车企清库存的压力仍在，但降幅有所收窄，由去年 12 月 5.9% 的降幅收窄至 1.0%。

3. 餐饮大幅反弹，社零同比由负转正

1-2 月社会消费品零售总额同比增速由负转正，继续反弹 5.3 个百分点至 3.5%，超出市场预期。商品零售和餐饮收入同比均出现回升，其中餐饮收入的反弹更为明显。防疫优化下消费场景所受制约基本解除，再加上疫情迅速达峰以及 1 月份春节假期的拉动，1-2 月居民接触性消费需求得以报复性释放。

图表 2：社会消费品零售总额同比由负转正



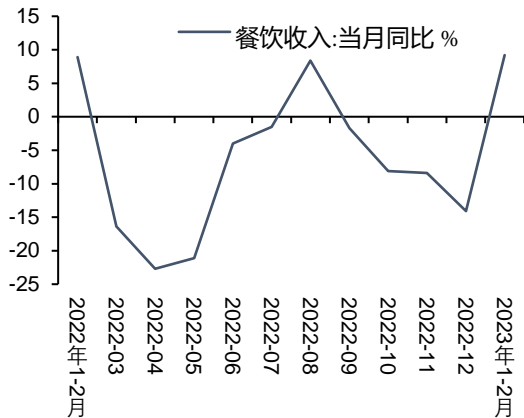
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，1-2 月社零数据呈以下特点：

一是餐饮收入显著回升。1-2 月份餐饮收入同比增速大幅回升至 9.2%，相比去年 12 月 -14.1% 反弹了 23.3 个百分点，是本月社零数据的主要支撑之一。作为接触性的消费，此前餐饮收入受疫情防控的场景约束以及感染面积扩大对于外出消费的限制，而上述制约随防疫措施优化以及今年 1 月的疫情过峰而明显缓和，此外 1 月份春节对居民消费也起到了正向刺激的作用，居民餐饮消费需求在年初的 2 个月得以报复性释放，并在去年 1-2 月份的高基数上实现了 9.2% 的同比增长。

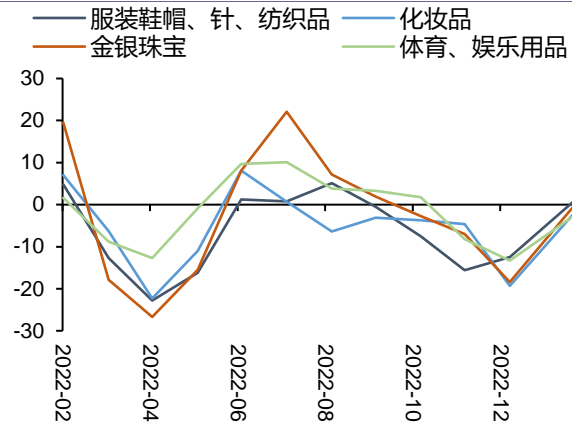
二是可选消费明显复苏。1-2 月必选消费同比依旧较强，粮油食品类、饮料类、烟酒类商品 1 至 2 月同比增速分别录得 9.0%（前值 10.5%），5.2%（前值 5.5%），6.1%（前值 -7.3%）。中医药类商品零售在去年 12 月同比大幅扩张后，1-2 月同比出现回落，但依旧保持着两位数的同比增速，相比去年 1-2 月增长 19.3%；可选消费边际改善明显。1 至 2 月份服装鞋帽、针、纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、体育、娱乐用品类商品零售同比均由负转正，分别同比增长 5.4%（前值 -12.5%）、3.8%（前值 -19.3%）、5.9%（前值 -18.4%）、1.0%（前值 -13.3%）。可选消费的修复一方面体现了随疫情扰动的显著走弱，社交出行类消费需求有所上行，另一方面也表明居民预期的好转以及消费意愿的抬升。

图表 3: 餐饮收入显著回升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 可选消费明显复苏

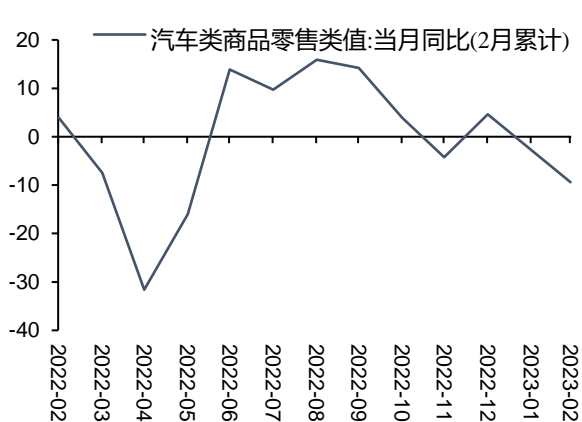


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

三是地产后周期消费边际好转。1-2月建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类商品零售同比降幅明显收窄,前者同比由-8.9%上行至-0.9%,后者同比降幅则收窄至1.9个百分点(前值为13.1个百分点)。家具类商品消费同比转正,由去年12月的-5.8%回升至5.2%。地产后周期消费的向上修复或得益于房地产竣工面积的同比改善,预计随保交楼等地产供给端政策的持续显效,上述后周期类商品零售或逐步走出此前地产不振的拖累。

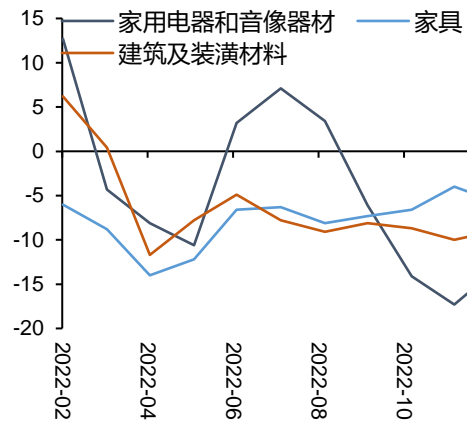
四是汽车消费成主要拖累。1-2月份社零同比增长3.5%,除汽车以外的消费品零售额同比增长5.0%,汽车类商品是年初2个月社会零售总额同比的主要拖累分项,其同比增速下降14个百分点至-9.4%,或受到春节假期及去年底政策切换透支汽车销量的影响。乘联会数据显示,2023年1-2月,国内市场累计零售267.9万辆,同比下降19.8%。从近期汽车价格战来看,未来汽车销量有望受到车企降价促销的提振,汽车消费对整体社零的拖累或有所减轻。

图表 5: 汽车消费为主要拖累



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 6: 地产后周期消费边际好转



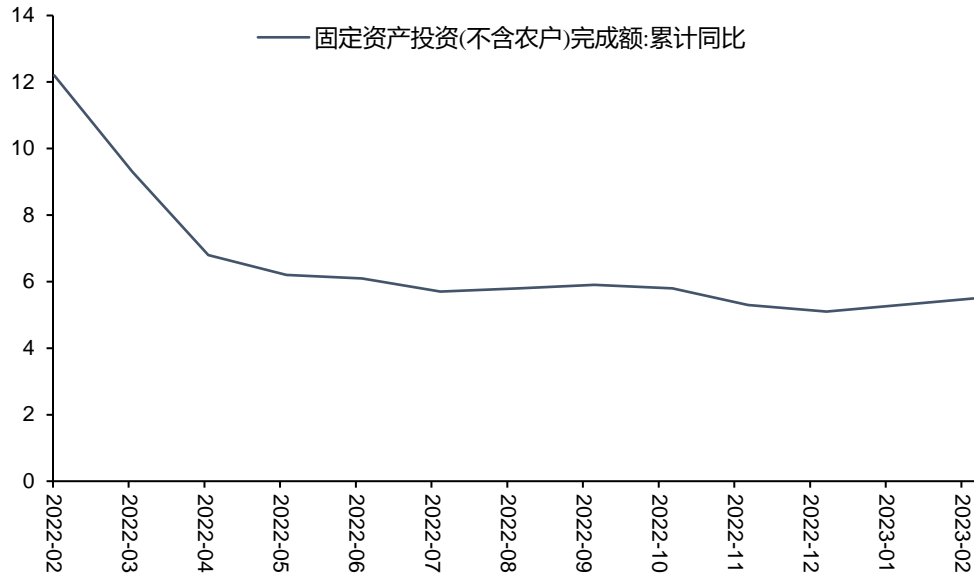
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 房地产明显改善, 固定资产投资超预期回升

1-2月固定资产投资(不含农户)累计同比增长5.5%,超出市场预期。相比去年12月固定资产投资3.1%的单月同比测算结果而言,1至2月同比增速上行了2.4个百分点。一方面房地产投资降幅明显收窄,拖累大幅减弱,推动年初固定资产投资超预期回升,另一方面基建投

资对固定资产投资的支撑仍强。

图表 7：固定资产投资同比超预期回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

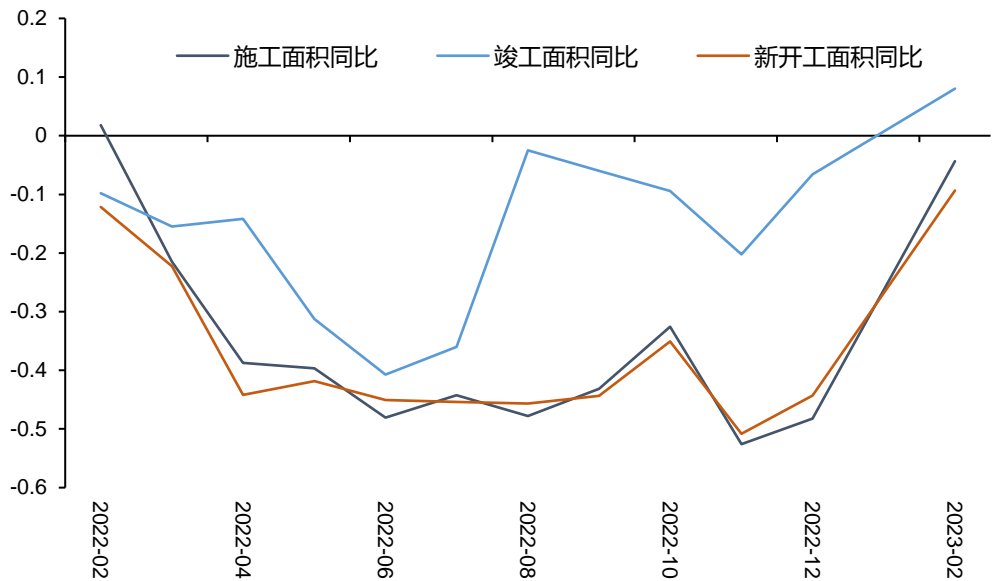
制造业投资维持韧性。1-2月制造业投资累计同比增长8.1%，相比去年1-12月累计同比而言，下降了1个百分点，较去年12月7.4%的单月同比则略有上升。制造业投资的韧性一方面体现了国内企业预期的好转，另一方面也说明了对于企业的融资支持提振了其加大资本开支的意愿。此前公布的企业生产经营活动预期指数及中长期贷款数据的改善可作印证。从PMI生产指数以及高炉开工率等高频数据来看，1-2月国内制造业企业生产活跃度总体呈向上修复的状态。

基建投资支撑仍强。1-2月基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)累计同比增长9.0%，去年全年累计同比为9.4%，去年12月单月同比则为14.3%，整体来看，1-2月基建投资累计同比虽略有回落，但仍保持在较高水平。考虑到今年国内经济增长环境较去年有所好转，类似去年进行大力度逆周期调节的必要性下降，因此今年基建投资力度大概率弱于去年。不过考虑到地方政府开年投资冲动以及既存项目的延续性，预计在地产和消费明显恢复之前，基建仍是重要抓手，未来一段时间内对于整体投资的支撑可能依旧偏强。

房地产投资边际大幅改善。1-2月房地产开发投资累计同比下降5.7%，降幅较去年全年收窄4.3个百分点，与去年12月-12.2%的单月同比相比较更是改善明显。施工、竣工及新开工面积同比增速全面好转，或受到保交楼相关政策推动以及房企融资环境改善的影响。从房地产开发企业到位资金来看，1-2月同比下降15.2%（去年全年同比下降25.9%），到位资金同比降幅的明显收敛表明房企资金紧张情况相对有所好转，继而为拿地及新开工提供了动力。

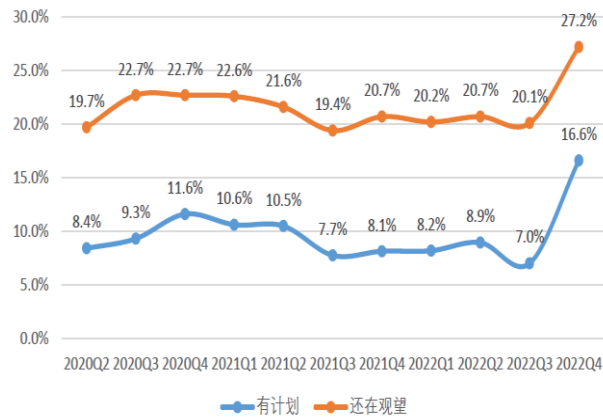
商品房销售面积及销售金额同比降幅也明显收窄，并且近期销售端的改善可能与去年政策驱动下的多次“短期脉冲”存在差异，本次居民购房意愿可能出现了实质性的提升。西南财经大学《中国家庭财富指数调研报告》显示，去年年末有计划买房或者在观望中的居民大幅增加，为过去三年中的最高比例，且购房意愿上升最多的是中低资产人群而非高资产人群，这意味着刚需可能占据主导性地位。后续房地产投资向上修复的持续性如何，可能需要对房企拿地数据做进一步跟踪。

图表 8：施工、竣工及新开工面积普遍好转



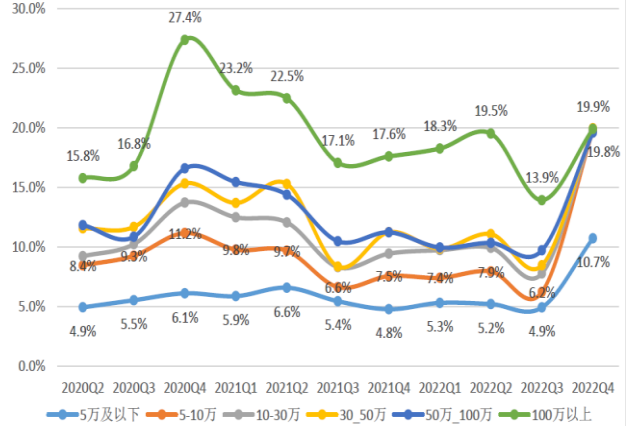
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 9：居民购房意愿或已出现实质性提升



资料来源：中国家庭财富指数调查报告，西南财经大学，太平洋证券研究院

图表 10：刚需或占购房主导

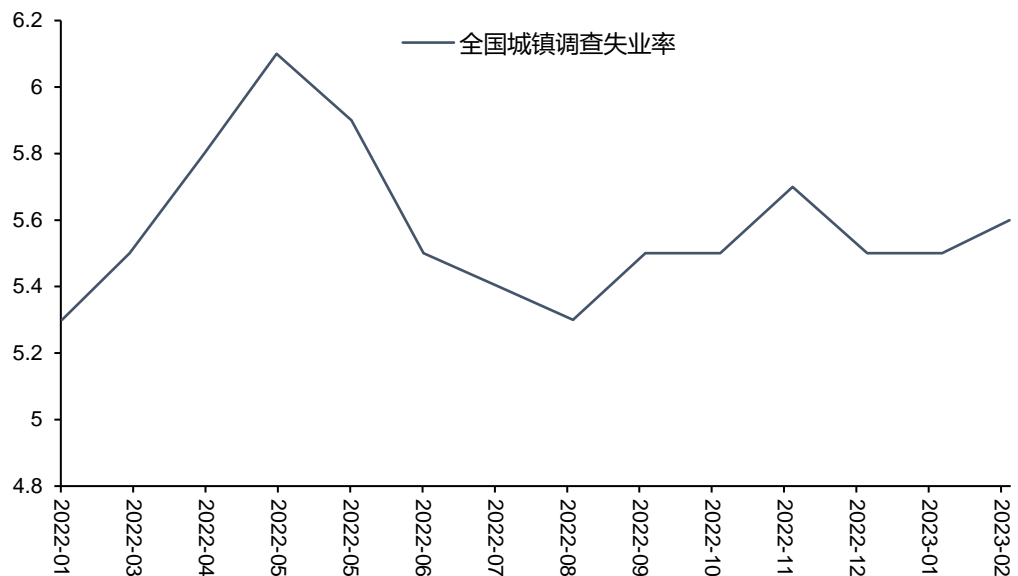


资料来源：中国家庭财富指数调查报告，西南财经大学，太平洋证券研究院

5. 城镇失业率季节性上行

1-2 月城镇失业率均值为 5.6%，相比去年 12 月略有上涨，1、2 月份分别录得 5.6%、5.5%。外来农业户籍劳动力调查失业率与 16-24 岁人口调查失业率均偏高，分别为 6.0%、18.1%。一方面可能是季节性上行，另一方面或受到疫后劳动力回流市场的影响。此前退出劳动力市场的人群重回市场，但短期内还未能及时确定工作，从而抬高了整体失业率水平。

图表 11: 1-2 月城镇失业率略有上升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

6. 对经济前景应乐观一些

虽然 2 月份以来, 市场对于经济和政策前景的悲观预期愈加浓厚, 但是实际上所有重要的宏观数据, PMI、社融、出口、消费、投资, 全部是超出市场一致预期的。经济“开门红”的态势已经非常明显, 正向反馈的第一步已经迈出。

1-2 月经济数据体现出的居民及企业疫后预期的改善释放出了积极信号, 经济向上复苏的动力进一步增强。向后看, 我们认为国内经济复苏高度及斜率的关键可能在于消费及地产两方面的内生修复, 基建投资等逆周期调控手段力度或有所减弱, 政策的外生刺激也将逐渐淡化。从消费和地产两方面来看, 我们认为国内经济正处于加速复苏阶段。一方面, 近期多项数据均表明企业预期的好转, 这将带来用工需求扩大、居民就业增加、居民收入好转, 从而带动消费增加, 再加上我国居民资产负债表在疫情期间并未受到实质性的冲击, 因此消费具有一定的改善动能和修复基础; 另一方面, 相关高频数据释放二手房及新房市场改善信号, 居民购房意愿或已出现实质性的提升, 这将同消费一起增强国内经济复苏动能。综合而言, 在近期多项数据均验证前端企业投融资、政府投资、房地产有所好转的背景下, 我们对终端消费的复苏也持相对乐观的态度。

风险提示: 国内政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。