

# 经济呈向上修复趋势，但需关注风险

2023年1-2月份经济数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

## □ 投资要点：

◆ 总的来看，目前经济处于温和修复通道，疫情影响消退、积压需求释放令消费较快回升。基本生活类商品销售继续改善，部分升级类商品销售有所上涨。

◆ 同时，市场对于房地产的信心也逐步改善，投资端、开发端及销售端均有明显好转。其中，竣工面积受到“保交楼”政策持续推进的作用，持续大幅反弹，同时，从去年四季度开始，地产政策“三箭齐发”，融资环境改善叠加疫后经济修复预期向好，地产支持政策成效逐步显现，房企开工意愿有所恢复，新开工显著改善。

◆ 固定资产投资方面，基建投资和制造业投资均保持较强韧性。在经济以“稳增长”的基调下，政策对于基建和制造业的支持力度较强，加上专项债前置，基建和制造业投资均保持较高韧性。不过值得注意的是，随着专项债发行完毕，以及经济修复进程的推进，对于基建的支持力度将逐步减弱，叠加去年高基数影响，基建投资或将逐渐显现回落势头。

◆ 规模以上工业增加值延续修复趋势。在疫情影响减弱后，生产生活逐步恢复常态，制造业出现一定程度改善，对于规模以上工业增加值具有支撑作用。不过当前需求不及预期强劲，以至于制造业修复力度相对偏缓。

◆ 但值得注意的是，就业市场偏弱一方面显示出，当前的需求复苏尚未带动企业扩张意愿的明显修复，和生产端修复偏慢相印证；另一方面，收入到消费的修复路径传导可能慢于市场预期，当前修复主要为前期积压需求释放。因此，还需要关注未来消费和地产修复的力度和持续性

◆ **风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断**

## 事件：

2023年3月15日，国家统计局公布了2023年1-2月份的经济数据：

1-2月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长2.4%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），较上月回升1.1个百分点。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.12%。

1-2月份，全国服务业生产指数同比由负转正，增长5.5%（2022年12月份为下降0.8%），两年平均增长4.8%。

1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，较上月继续回升5.3个百分点，两年平均增长5.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额70409亿元，增长5.0%。从环比看，2月份社会消费品零售总额比上月下降0.02%。

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%。从环比看，2月份固定资产投资（不含农户）比上月增长0.72%。

对此，我们的点评如下：

### 1. 消费较快复苏，但持续性有隐忧

随着疫情影响逐步消散，居民线下消费场景逐步恢复，积压需求有所释放，使得1-2月消费表现明显超预期。1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，较2022年12月出现明显回升，回升5.3个百分点。1-2月份，全国网上零售额20544亿元，同比增长6.2%。

**以服务业为主的线下消费场景明显改善。**餐饮业出现超预期修复，1-2月限额以上餐饮收入同比增速一改此前疲弱的态势，出现明显反弹，增长9.2%，且反弹力度明显强于社会消费品零售总额（社零同比增长3.5%），体现出线下消费场景有所修复。

1-2月消费数据继续修复，改善主要来自于三个方面：**一、疫情扰动明显改善，居民生活恢复正常。**基本生活类商品销售较快增长，必选消费需求继续改善，如服装鞋帽针纺织品类商品零售额同比增长5.4%。此外居民活动半径明显扩大，对于部分升级类商品需求增多，1-2月限额以上单位金银珠宝类、化妆品类商品零售额分别增长5.9%、3.8%；**二、春节因素对于消费具有一定拉动作用。**随着疫情防控放松，春节假期返乡、出行人数明显增多，拜年需求也有所提升，带动部分消费品需求也出现明显回升，其中限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类消费出现上涨，同比分别增长9.0%、5.2%、6.1%；**三、地产改善带动相关消费回暖。**从2022年12月开始，在“保交楼”政策的推动下，地产竣工面积出现明显改善。叠加疫情积压需求释放，与地产相关的部分可选消费需求有所回暖，家具类消费同比由负转正，增长5.2%。

图 1：消费继续改善（%）



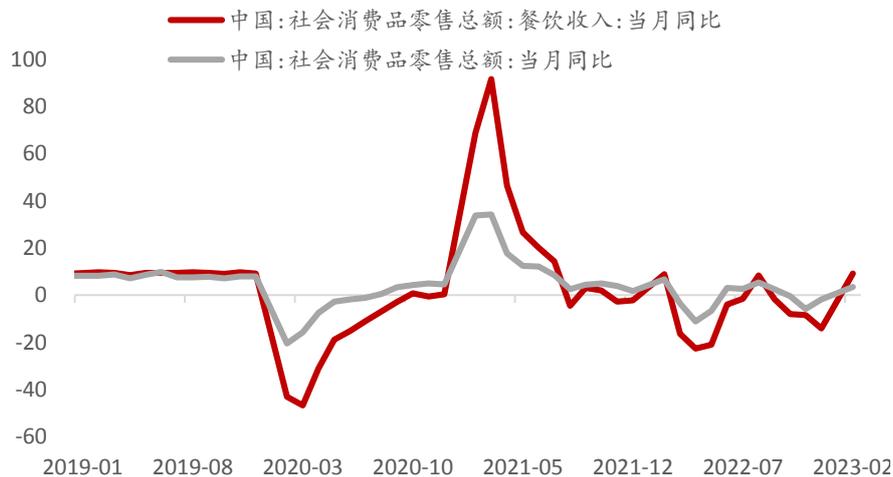
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：必选消费明显回升，可选消费有所改善（%）

	2022年12月份增速	2023年1-2月份增速	2023年1-2月份增速较2022年12月份变化
<b>必选消费</b>			
粮油、食品类	10.5	9.0	-1.5
饮料类	5.5	5.2	-0.3
烟酒类	-7.3	6.1	13.4
服装鞋帽针纺织品类	-12.5	5.4	17.9
日用品类	-9.2	3.9	13.1
中西医药品类	39.8	19.9	-20.5
<b>可选消费（地产相关）</b>			
家用电器和音像器材类	-13.1	-1.9	11.2
家具类	-5.8	5.2	11.0
建筑及装潢材料类	-8.9	-0.9	8.0
<b>可选消费（非地产相关）</b>			
化妆品类	-19.3	3.8	23.1
金银珠宝类	-18.4	5.9	24.3
文化办公用品类	-0.3	-1.1	-0.8
通讯器材类	-4.5	-8.2	-3.7
石油及制品类	-2.9	10.9	13.8
汽车类	4.6	-9.4	-14.0

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：以服务业为代表的线下消费场景快速修复（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

值得注意的是，虽然消费有所回升，但失业率有所抬升，复苏的可持续性存在隐忧。1-2月全国城镇调查失业率平均值为5.6%（1月和2月分别为5.5%和5.6%），较2022年12月上升0.1个百分点。同时，失业率水平也高于去年同期，2022年1月和2月全国城镇调查失业率分别为5.3%和5.5%。此外，31个大城市城镇调查失业率为5.7%，较去年同期增长0.3个百分点。体现出就业市场复苏进程偏缓，结合CPI情况来看，市场需求及企业扩张预期并没有预期中的强劲，或与企业对疫后积压需求释放后，需求能否持续提升存在担忧有关。目前仍处于去库存阶段，企业扩张意愿相对谨慎，使得劳动力市场需求相对偏弱，失业率的上升或意味着未来“就业-收入-消费”的传导路径将慢于市场预期，成为后续消费的一大隐忧。

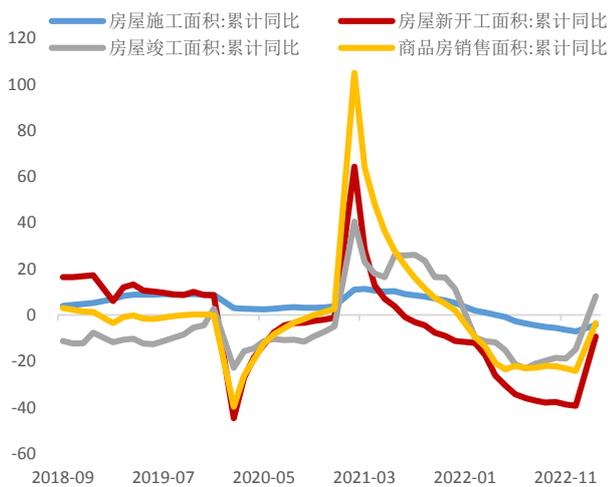
## 2. 房地产行业大超预期，整体呈修复态势

1-2月房地产无论是从开发投资端，还是销售端均出现明显改善。1—2月份，全国房地产开发投资13669亿元，同比下降5.7%（前值-10%），降幅较2022年12月明显收窄。根据分项来看，房地产新开工、施工和竣工面积均出现不同程度改善。其中，房地产新开工和竣工面积反弹力度较大，累计同比分别为-9.4%（前值-39.4%）和8.0%（前值-15%）。

竣工面积的持续大幅反弹主要是受到“保交楼”政策持续推进的作用。同时，从去年四季度开始，地产政策“三箭齐发”，融资环境改善叠加疫后经济修复预期向好，地产支持政策成效逐步显现，房企开工意愿有所恢复，地产新开工显著改善。

**居民购房意愿修复，地产销售大幅回暖，关注后续地产复苏持续性。**1-2月份，商品房销售面积15133万平方米，同比下降3.6%，较2022年12月收窄20.7%，其中住宅销售面积下降0.6%。商品房销售额15449亿元，下降0.1%，较2022年12月收窄26.6%，其中住宅销售额增长3.5%。不过根据高频数据来看，进入3月地产销售出现回落迹象，1月和2月的改善可能更多来自于积压需求释放因素。仍需重点关注未来地产回暖的持续性，特别是三四线城市的房地产市场能否企稳回升。

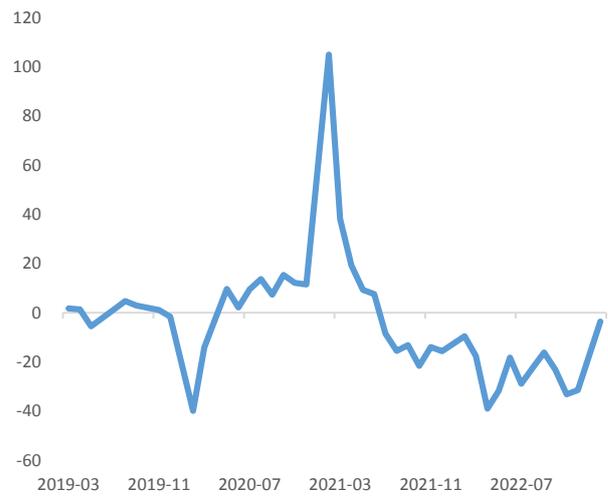
图4：房地产表现大幅回暖（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

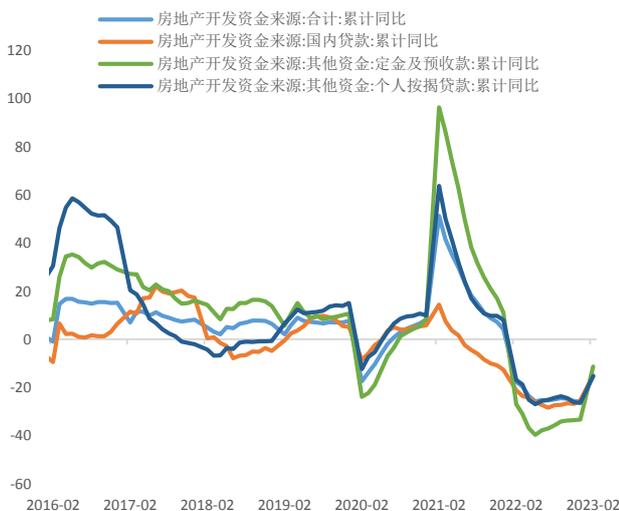
注：2021年2月份数据为1-2月份两年平均增速，2021年3-11月份的数据均为两年平均增速

图5：商品房销售面积当月同比显著反弹（%）



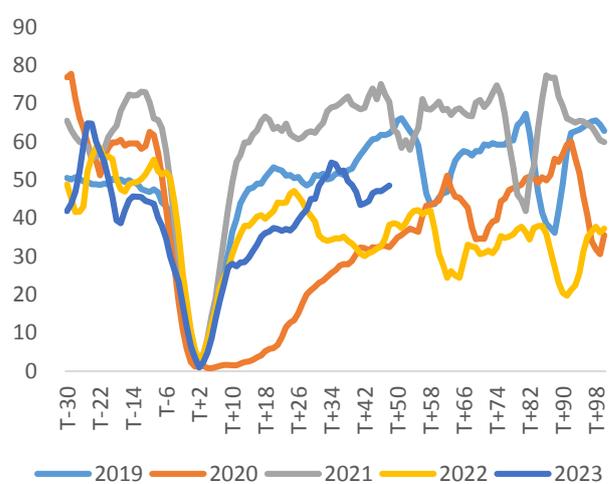
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图6：房地产开发资金有所回升（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图7：30大中城市：商品房成交面积：（7DMA）（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：T代表春节日期

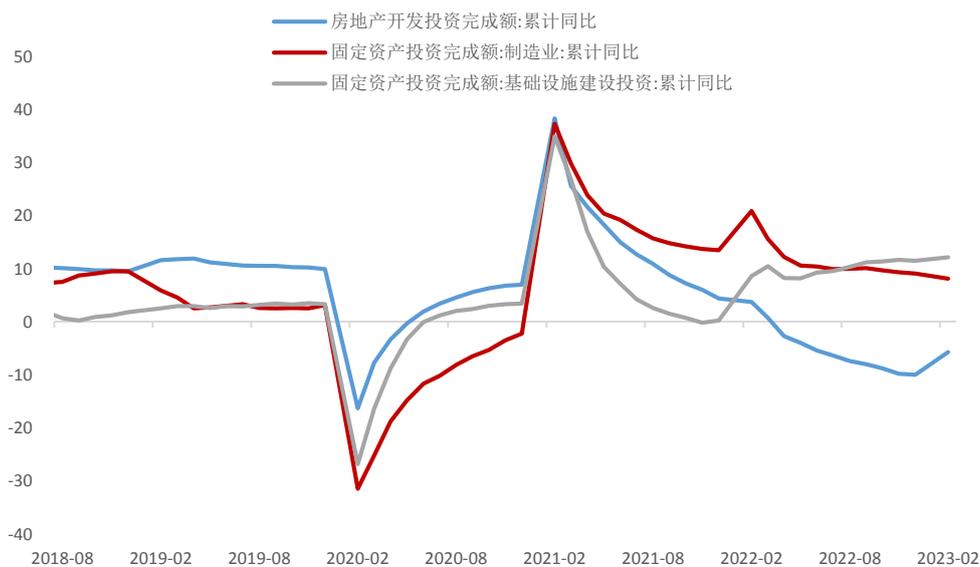
### 3. 基建、制造业投资支撑下固定资产投资延续高增长

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%，较 2022 年 12 月份增长 0.4 个百分点。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.72%。其中基础设施投资（不含电力）保持高位，同比增长 9%（前值 9.4%）；制造业投资增速保持韧性，同比增长 8.1%（前值 9.1%）。

短期内，基建投资仍作为稳增长主要抓手，对于经济具有较强支撑。在经济以“稳增长”的基调下，政策对于基建的支持力度较强，加上专项债前置，基建保持较高韧性，1-2 月水利管理业投资增长 3.0%，公共设施管理业投资增长 11.2%，道路运输业投资增长 5.9%，铁路运输业投资增长 17.8%。往后看，上半年由于经济仍在修复阶段，基建仍将作为支撑经济的重要抓手，但到了下半年，经济修复进程持续推进，叠加专项债发行，基建投资将显现回落势头。

政策支持下，制造业投资保持韧性。政策对于制造业的支持力度持续加大，叠加 1 月和 2 月企业中长期贷款明显增多，包括制造业、普惠小微和部分领域设备更新改造贷款的规模明显增加，带动制造业投资维持高位。高技术制造业投资延续高增长，1-2 月同比增长 16.2%，增速较制造业投资高 8.1 个百分点，其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 21.3%，电子及通信设备制造业投资增长 20.5%。后续制造业仍将保持一定韧性，支撑经济向上修复。

图 8：基建仍处高位，地产投资显著改善（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### 4. 规模以上工业增加值延续修复态势，但生产偏弱

1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），较上月回升 1.1 个百分点。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%

分三大门类看，1-2 月份，采矿业增加值同比增长 4.7%，较上月减少 0.2 个百分点；制造业增长 2.1%，较上月增加 1.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.4%，较上月回落 4.6 个百分点。

制造业有所改善，对于规模以上工业增加值形成一定支撑。疫情影响减弱后，生产生活逐步恢复常态，制造业出现一定程度改善，但修复力度相对偏缓。同时，此前表现亮眼的高技术制造业增速再度回落，1-2 月增长 0.5%，较 2022 年 12 月回落 2.3 个百分点，对

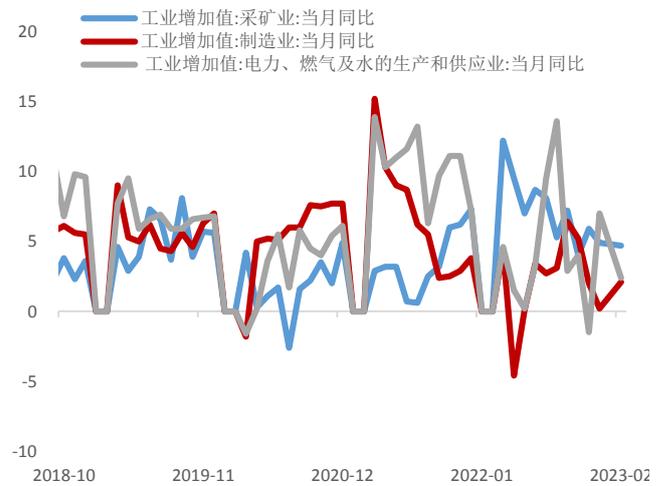
于制造业的支撑作用明显减弱。

图 9：规模以上工业增加值呈改善趋势（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：制造业有所改善（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：T 代表春节日期

## 5. 总结：经济温和修复，但需保持相对谨慎

总的来看，目前经济处于温和修复通道，疫情影响消退、积压需求释放令消费较快回升。此外，市场对于房地产的信心也逐步改善，投资端、开发端及销售端均有明显好转。基建和制造业投资也保持在高位，支撑经济向上修复。

但是就业市场偏弱一方面显示出，当前的需求复苏尚未带动企业扩张意愿的明显修复，和生产端修复偏慢相印证；另一方面，收入到消费的修复路径传导可能慢于市场预期，当前修复主要为前期积压需求释放。因此，还需要关注未来消费和地产修复的力度和持续性。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。