

经济好转，政策有待进一步发力

——1-2 月经济数据点评

2023 年 03 月 17 日

- **事件：**工业增加值累计同比增速 2.4%，环比 0.12%。固定资产投资累计同比 5.5%。社会消费品零售总额累计同比 3.5%。
- **工业生产增速回暖，制造业增速上行，采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业回落。**年后生产快速修复，铁路、船舶、航空航天等运输设备同比涨幅最快，稳增长政策效果有所显现，中游设备制造业景气度不弱，出口韧性带来的支撑延续。高技术产业增速放缓，工业机器人、集成电路产量跌幅继续加深。原煤和天然气生产增速加快，煤炭进口大幅回升，水泥和钢材增速上行。
- **服务业生产指数上行，疫情影响快速衰减，线下消费和服务快速修复。**今年春节返乡人次大幅提升。道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业景气度较高。
- **投资整体上行，房地产投资跌幅收窄，销售转好，竣工增速转正。**2 月为传统成交淡季，政策放松，前期疫情影响下累积的需求释放，销售增速上行。房企资金来源跌幅收窄，销售上行带来一定提振，但房企资金链依然承压，拿地依然谨慎，“集中供地”也影响了拿地节奏。房企新开工、施工跌幅收窄，保交房政策下，竣工增速快速转向正增。房地产投资短期压力仍大。
- **基建投资提振效果延续，制造业投资边际回落。**专项债投放节奏前置给基建形成支撑，基建投资中电力投资为重要拉动。今年专项债新增额度虽然高于 2022 年，但实际资金量低于去年。预期上半年基建增速有望维持高位，但高基数可能带来一定拖累。疫后企业经济逐步转好，但春节、疫后生产、高基数作用带来一定影响。新兴产业的产品生产增速放缓，未来仍有一定上行空间。
- **消费增速反弹，餐饮收入快速反弹转正，形成较强拉动，限额以上消费弱于社零。**消费半径的扩大，连续两年低基数作用和春节走亲访友等给上涨形成一定拉动。限额以上企业零售修复速度慢于整体，小型企业、个体工商户等得到较多修复。消费者信心指数底部小幅上行，消费者信心不足问题依然存在。餐饮、化妆品、金银珠宝等可选消费提振最为显著，房地产下游消费好转，政策优惠退出形成提前消费的影响下，汽车消费转弱。
- **春节和疫情共同作用下，就业走弱。**失业率上行至 5.6%。从年龄结构来看，16-24 岁年轻和相对廉价的劳动力失业率攀升。随春节效应逐步减弱，线下消费继续修复，应届生春招逐步开启，预期就业将有所上行。
- **经济整体转好，但仍需政策刺激。**海外经济仍有较大不确定性，我国居民消费信心不足问题较为明显，居民就业依然承压，部分结构性问题有待政策进一步发力。
- **风险因素：**疫情再袭导致消费修复受阻，房地产销售不及预期，海外衰退超预期带动出口下滑。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

通胀整体回落，短期仍将保持温和
 出口表现韧性，未来依然承压
 生产消费快速回温，经济动能有所提振

正文目录

事件.....	3
1 工业生产增速回暖，生产仍有修复空间.....	3
2 投资：基建提振效果延续，房地产投资转好.....	5
2.1 房地产投资跌幅收窄，销售数据转好.....	5
2.2 基建投资增速高位上行，电力投资拉动作用较大.....	7
2.3 制造业投资增速放缓，“新经济”景气度边际回调.....	7
3 消费反弹，线下接触型服务快速上行.....	8
4 就业走弱，春节和疫情共同作用.....	9
5 风险提示.....	10
图表 1: 制造业增速保持上行 (%).....	3
图表 2: 煤炭产量增长，水泥、钢材、有色回暖 (%).....	3
图表 3: 出口交货值年后跌幅收窄(亿元, %).....	4
图表 4: 中游制造业增速有所回暖 (%).....	4
图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比 (%).....	4
图表 6: 服务业随疫情过峰后快速上行 (%).....	5
图表 7: 服务业活动预期指数持续上行 (%).....	5
图表 8: 房屋竣工增速转正，新开工增速上行 (%).....	6
图表 9: 商品房销售回升 (%).....	6
图表 10: 资金来源增速上行 (%).....	6
图表 11: 百城土地购置面积 2 月回暖 (%).....	6
图表 12: 基建增速上行，不含电力小幅回落 (%).....	7
图表 13: 电力、热力及水的生产供应业上行最快(%).....	7
图表 14: 制造业投资增速回落 (%).....	7
图表 15: 企业经营状况指数转好 (%).....	7
图表 16: 房地产下游行业增速整体上行 (%).....	8
图表 17: 消费者信心指数底部上行.....	8
图表 18: 消费分项同比增速表现 (%).....	9
图表 19: 年轻劳动力失业率上行较快 (%).....	9
图表 20: 失业率再度上行 (%).....	9

事件

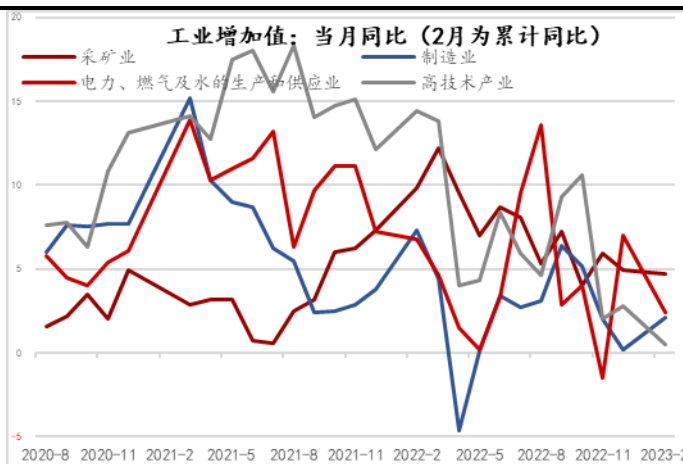
2023年1-2月，工业增加值累计同比增速2.4%，2022年12月为1.3%，2月环比增速0.12%。固定资产投资累计同比增速为5.5%，去年12月为5.1%，其中制造业投资由9.1%回落为8.1%。基建由11.52%上行至12.18%，房地产投资由-10%收窄为-5.7%，商品房销售面积同比-3.6%。社会消费品零售总额累计同比增速3.5%，去年12月为-1.8%。全国城镇调查失业率为5.6%，去年12月为5.5%。

1 工业生产增速回暖，生产仍有修复空间

工业生产增速上行，年后生产端快速修复。1-2月，工业增加值累计同比增速为2.4%，市场预期3%，较2022年12月的1.3%上行1.1个百分点，1、2月环比增速分别为0.26%、0.12%。发电量由去年12月的3%回落为0.7%，其中火电、水电增速转为负增，风电、太阳能发电的增速上涨。

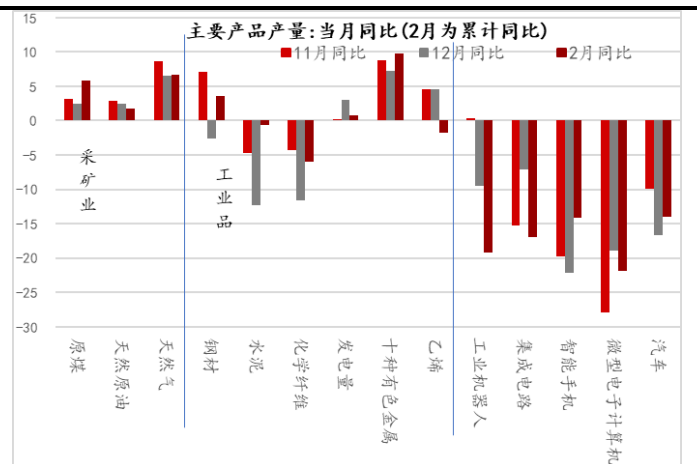
生产端增速逐步回温，未来仍有进一步上行的动能。制造业增速上行，采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业回落。原煤和天然气生产增速加快，原油加工业有所提速，煤炭进口大幅回升，天然气进口跌幅收窄，水泥和钢材增速上行。分大类看，1-2月，采矿业同比较2022年12月的4.9%小幅回落为4.7%，原煤产量同比增速5.8%，较去年12月份加快3.4个百分点，进口煤炭数量同比较12月下降0.1个百分点，但仍保持70.8%的高速增长，除了低基数的影响外，我国注重今年稳增长、能源安全，且煤炭价格由高点回落，进口显著提升。制造业工业增加值同比由2022年12月的0.2%上行至2.1%；高技术产业同比由去年12月的2.8%回落为0.5%。工业机器人、集成电路产量跌幅继续加深，汽车产量跌幅收窄，受到去年二季度封控政策影响，汽车产业链在低基数作用下，二季度增速有望显著抬升。电力、燃气及水的生产和供应业同比由7.0%回落至2.4%。

图表1: 制造业增速保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

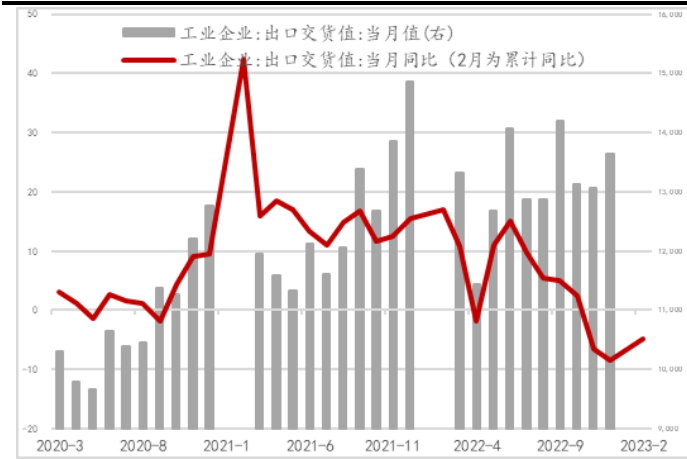
图表2: 煤炭产量增长, 水泥、钢材、有色回暖 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

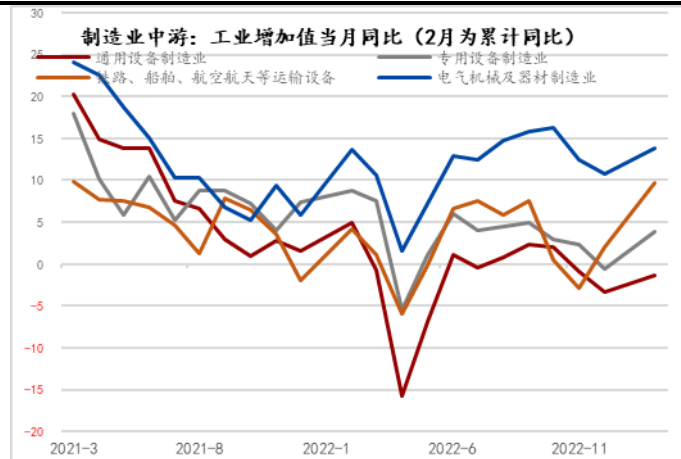
制造业增速修复上行，中下游行业表现边际回暖。1-2月累计增速对比2022年12月当月同比来看，大多行业增速上行，铁路、船舶、航空航天等运输设备同比涨幅最快，稳增长政策效果有所显现，下游汽车制造业跌幅收窄，计算机、通信等电子设备制造业由涨转跌。中游设备制造业景气度依然不弱，电气机械及器材制造业持续上行，专用设备由跌转涨，通用设备跌幅收窄。

图表3: 出口交货值年后跌幅收窄(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 中游制造业增速有所回暖(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

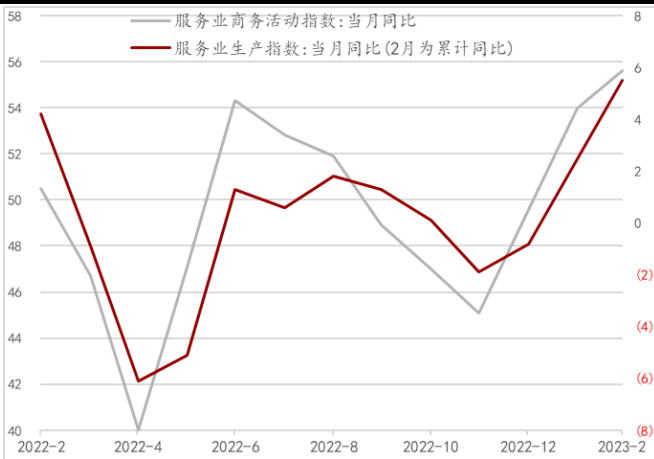
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比(%)

制造业具体行业	累计同比(%)				当月同比(%)	
	2023年2月	2022年12月	2月-12月累计同比	2022年2月	2022年12月	2月-12月当月同比
上游 化学原料和化学制品制造业	7.80	6.60	1.20	5.90	11.00	-3.20
上游 橡胶和塑料制品业	3.50	-1.80	5.30	2.00	-7.30	3.80
上游 非金属矿物制品业	0.70	-1.50	2.20	1.30	-1.80	2.50
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	5.90	1.20	4.70	-2.90	2.80	3.10
上游 有色金属冶炼及压延加工业	6.70	5.20	1.50	4.40	6.30	0.40
上游 金属制品业	-0.80	-0.40	-0.40	6.80	-1.20	0.40
中游 通用设备制造业	-1.30	-1.20	-0.10	5.00	-3.40	2.10
中游 专用设备制造业	3.90	3.60	0.30	8.80	-0.50	4.40
中游 电气机械及器材制造业	13.90	11.90	2.00	13.60	10.80	3.10
中游 农副食品加工业	0.30	0.70	-0.40	6.50	-2.00	2.30
中游 纺织业	-3.50	-2.70	-0.80	4.90	-3.00	-0.50
下游 食品制造业	3.70	2.30	1.40	7.40	-0.10	3.80
下游 医药制造业	-3.10	-3.40	0.30	12.90	-1.40	-1.70
下游 汽车制造业	-1.00	6.30	-7.30	7.20	-5.90	4.90
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.60	7.60	-10.20	12.70	1.10	-3.70
下游 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.70	2.40	7.30	4.20	2.00	7.70

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数回暖, 疫情影响快速衰减, 线下消费和服务快速上行, 但仍未完全修复。服务业生产指数2月累计同比由去年全年的-0.1%上行为5.5%, 服务业商务活动指数1、2月当月同比分别为54%、55.6%, 今年春节返乡人次大幅提升。道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间。疫情影响减弱, 服务业活动预期指数较1月快速反弹后, 2月继续上行。随着消费逐步好转, 春节、疫情扰动的减弱, 线下服务有望继续修复。

图表6: 服务业随疫情过峰后快速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

本月工业生产转好, 疫情快速过峰, 春节后复工复产速度较快, 不同行业仍有分化, 服务业表现明显好转。上游煤炭进口旺盛, 有望保障未来生产对能源的需求, 工业品生产边际回暖, 设备制造、铁路运输等上涨, 但制造业中高技术产业增速放缓。3月随着天气回暖, 疫情影响减弱, 稳增长政策助力下, 生产有望进一步修复。当前需求端依然偏弱, 海外加息周期给经济带来了一定损伤, 海外需求走弱, 或部分拖累我国制造业出口。

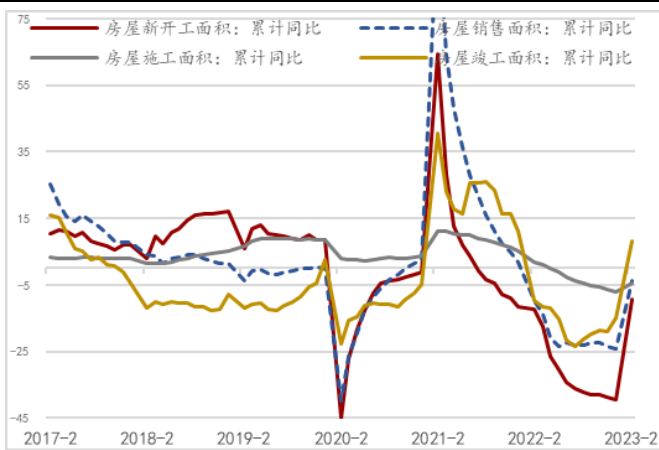
2 投资: 基建提振效果延续, 房地产投资转好

固投整体增速保持上行, 基建增速高位继续上行, 电力拉动较强, 房地产投资跌幅显著收窄, 制造业投资增速。2023年2月, 固定资产投资累计同比增速5.5%, 前值5.1%, 其中, 房地产开发投资累计同比增速上行4.3个百分点至-5.7%; 基建累计同比增速上行0.66个百分点至12.18%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.4个百分点至9%; 制造业累计同比增速回落1个百分点至8.1%。民间固定资产投资回落0.1个百分点至0.8%, 第二产业固投同比增速小幅下降, 第三产业、第一产业固投增速反弹上行。分地区来看, 东北地区固投上行速度最快, 中部地区固投增速下滑幅度较大。

2.1 房地产投资跌幅收窄, 销售数据转好

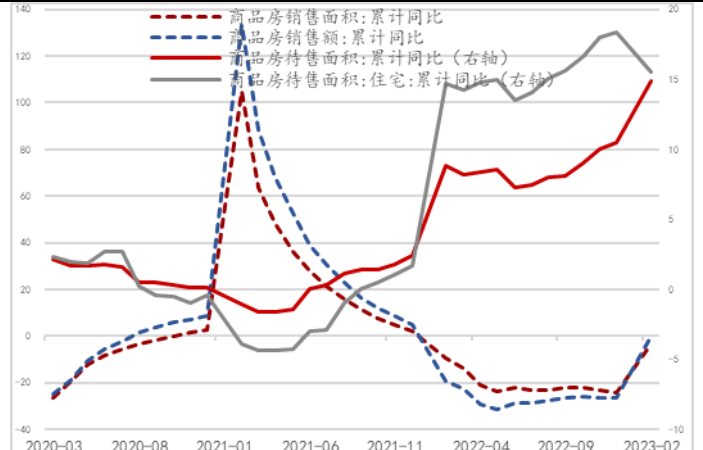
房地产投资跌幅收窄, 竣工增率先转为正增, 销售边际好转, 住宅销售为去库存主力。房地产投资跌幅由-10%收窄至-5.7%。细分项来看, 新开工由-39.4%上行为-9.4%, 施工累计同比也由-7.2%上行为-4.4%, 竣工增速转为正增, 低基数作用带来一定影响。保交房措施持续推进, 房屋竣工增率先转正, 金融16条等政策陆续出台, 支持优质民营企业发展, 房地产企业资金链边际改善, 未来随着房企加速回款, 市场信心边际好转, 叠加低基数作用, 施工有望提速转向正增长。2月为传统的销售淡季, 商品房销售跌幅显著收窄, 房屋销售面积由去年全年的-24.3%上行为-3.6%, 商品房销售额从-26.7%上行为-0.1%, 房地产销售价量齐升。商品房待售面积增速上行, 库存整体有所累计, 住宅类待售面积累计同比增速下行。

图表8: 房屋竣工增速转正, 新开工增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 商品房销售回升 (%)

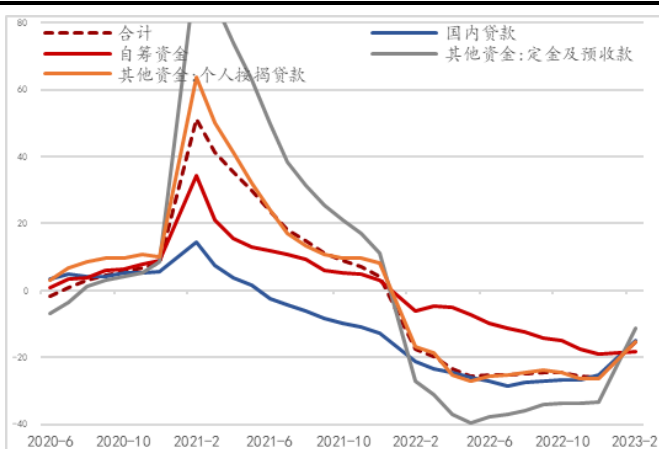


资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源跌幅收窄, 销售、融资端政策提振仍需时间消化。房地产开发资金来源增速由2022年12月的-25.9%上行至-15.2%, 其中, 定金及预收款跌幅收窄速度最快, 其次是个按揭贷款, 可见年后房地产销售边际回暖形成一定拉动, 房企自筹资金上行幅度最缓。多地购房利率已经进入“3时代”, 各地“因城施策”下, 不同城市陆续推行了房贷、公积金、首付比例、落户放宽等多方面优惠政策, 来提振当地房地产销售, 但三四线城市依然面临供求双方信心不足的压力, 一二线城市销售回暖为成交主力。

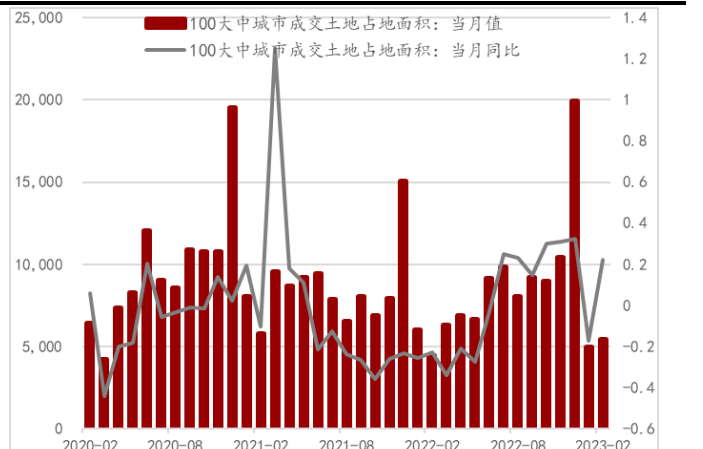
百城土地成交面积同比小幅上升, 房企拿地依然谨慎。2月百城土地成交面积累计同比为-0.37%, 1月土地成交增速显著回落, 二月有所抬升, 部分受到春节错位影响, 但从累计同比来看, 较去年同期依然有所回落, 资金链条依然承压的背景下, 房企拿地偏谨慎。

图表10: 资金来源增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 百城土地购置面积2月回暖 (%)



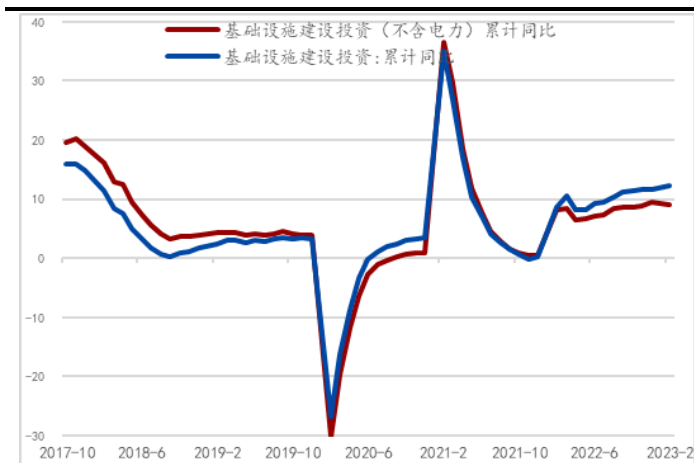
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 基建投资增速高位上行，电力投资拉动作用较大

基建投资高位继续上行，电力投资为重要拉动。基建投资累计同比增速由2022年12月的11.52%上行至12.18%，而不含电力的基建投资累计增速由9.4%回落为9%。今年地方政府新增专项债增加至3.8万亿元，虽然2022年为3.65万亿元，但2021年四季度部分资金结转到实际发力后延至2022年，整体实际资金量高于2023年。今年专项债发行、落地节奏整体前置，预期上半年基建增速有望维持高位，但高基数作用可能基建增速带来一定拖累。

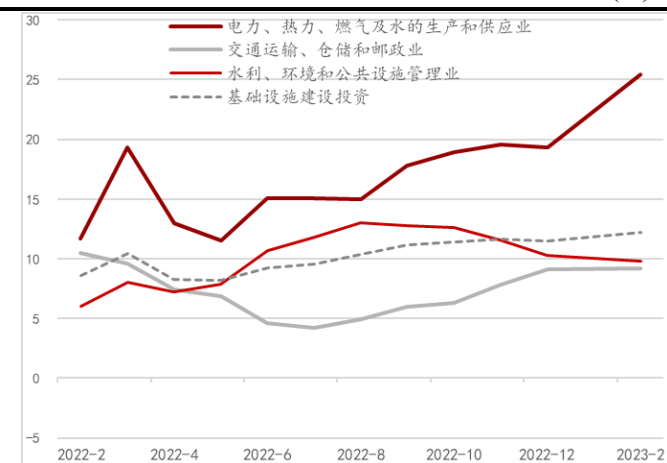
电力、热力及水的生产供应业投资增速亮眼。从固投分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速由19.3%上行至25.4%，交通运输、仓储和邮政业由9.1%小幅上行至9.2%，水利、环境和公共设施管理业由10.3%回落至9.8%，各分项走势分化。微观数据上看，基建拉动下，水泥、钢材、有色等基建消耗商品产量同比上行。

图表12: 基建增速上行，不含电力小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 电力、热力及水的生产供应业上行最快 (%)

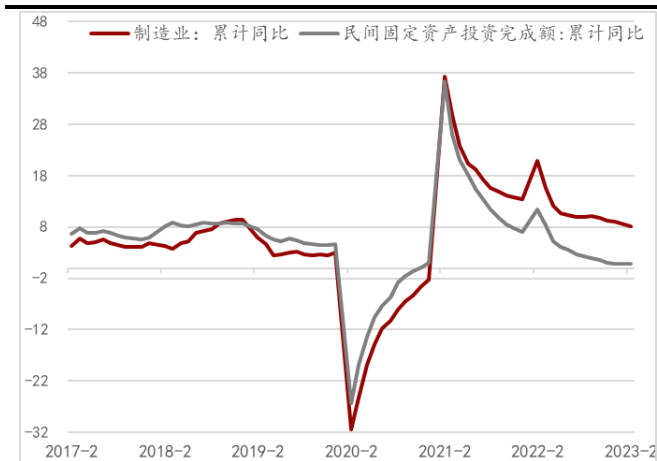


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 制造业投资增速放缓，“新经济”景气度边际回调

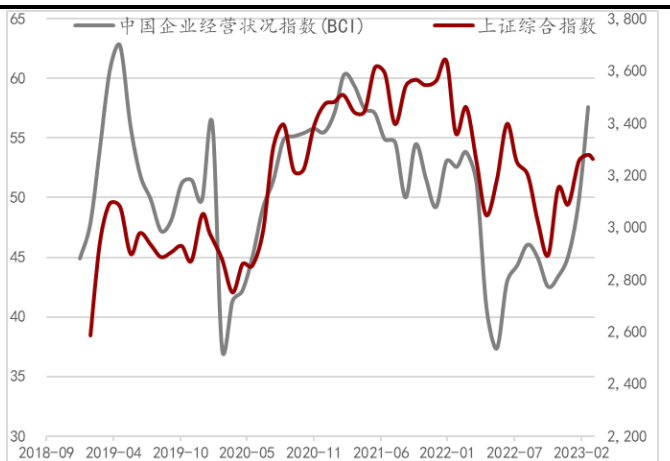
制造业投资本月增速放缓，高技术产业回落幅度较大。制造业投资由2022年全年的9.1%回落为8.1%，民间固定资产投资累计增速由0.9%小幅回落为0.8%，高技术产业累计增速由18.9%下行至15.1%，由高位回落。疫后企业经营逐步转好，但春节、疫后生产、高基数作用仍带来一定影响。新兴产业的产品生产增速有所放缓，未来仍有一定上行空间。

图表14: 制造业投资增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数转好 (%)

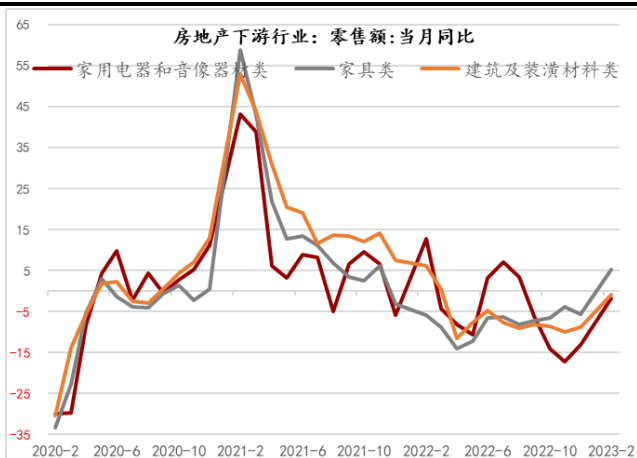


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 消费反弹，线下接触型服务快速上行

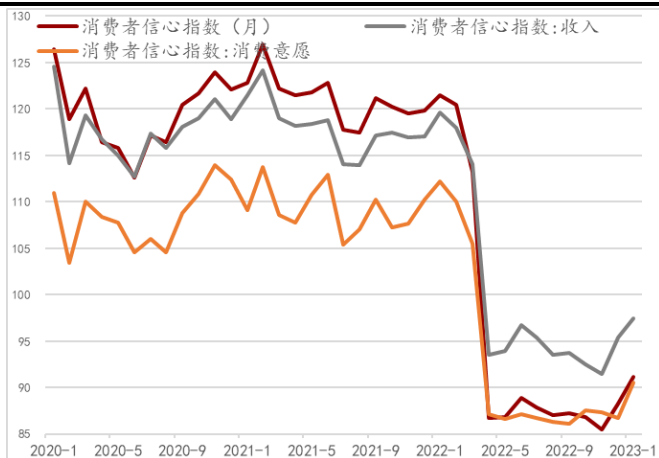
消费增速反弹，餐饮收入快速反弹转正，形成较强拉动，限额以上消费弱于社零。消费半径的扩大，连续两年低基数作用和春节走亲访友等给上涨形成一定拉动。2023年前两个月，社会消费品零售总额同比增速由去年12月的-1.8%上行为3.5%，市场预期2.9%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由去年12月的-2.6%上涨为5%，餐饮收入同比由-14.1%大幅上行为9.2%。限额以上企业零售同比由上月的-1.3%上涨为2.1%，修复速度慢于整体，小型企业、个体工商户等得到较多修复。消费者信心指数底部小幅上行，消费者信心不足问题依然存在。

图表16: 房地产下游行业增速整体上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 消费者信心指数底部上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

分项来看，餐饮、化妆品、金银珠宝等可选消费提振最为显著，房地产下游消费好转，汽车消费转弱。本月餐饮、化妆品、金银珠宝类增速明显上行，随着出行、线下消费场景的逐步修复，并且春节走亲访友的拉动下，烟酒类消费显著反弹，石油及制品消费抬升，服装鞋帽类也明显上行。房地产竣工增速转正，房地产下游的家电、家具和建筑装潢增速也有所上行。美联储加息放缓，美元指数高位回落，黄金价格上涨，金银珠宝类消费也明显增长。餐饮消费回暖表现超出预期，疫情影响显著减弱，随着居民信心的逐步修复，线下餐饮等店铺的开张，3月或将持续上行。必选消费的食品饮料、粮食食品增速回落，随着疫情快速过峰，囤药需求下行，中西药品类增速明显回落，未来有望继续下行。汽车销量承压，去年底传统燃油车购置税优惠政策以及新能源补贴退出形成提前消费的影响，我国汽车消费恢复还相对滞后，Tesla降价导致“鲑鱼效应”，我国众多车企加入“车价补贴大战”，部分车企旧车型价格有所调降，市场对汽车未来价格调整处于观望状态，短期给市场带来一定压力。

图表18: 消费分项同比增速表现 (%)

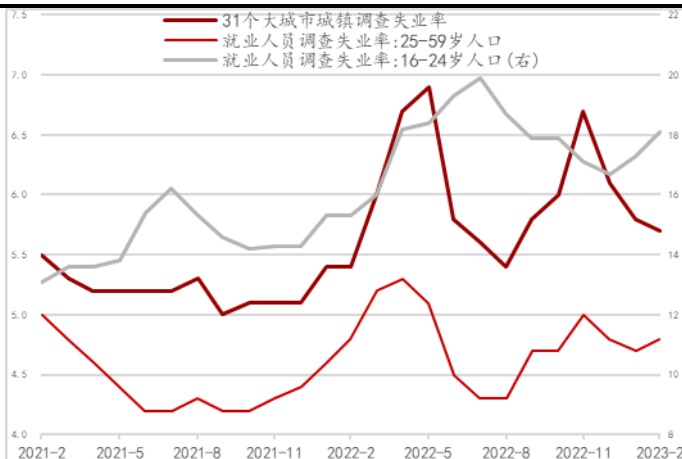
按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2023年2月	2022年12月	2022年2月	2021年2月	较上月变动	
粮油、食品类	9	10.5	7.9	10.9	↓	-1.5 必选消费
饮料类	5.2	5.5	11.4	36.9	↓	-0.3 必选消费
烟酒类	6.1	-7.3	13.6	43.9	↑	13.4 必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	5.4	-12.5	4.8	47.6	↑	17.9 必选消费
日用品类	3.9	-9.2	10.7	34.6	↑	13.1 必选消费
中西药品类	19.3	39.8	7.5	16.9	↓	-20.5 必选消费
餐饮	9.2	-14.1	8.9	68.9	↑	23.3 可选消费
化妆品类	3.8	-19.3	7	40.7	↑	23.1 可选消费
金银珠宝类	5.9	-18.4	19.5	98.7	↑	24.3 可选消费
文化办公用品类	-1.1	-0.3	11.1	38.3	↓	-0.8 可选消费
通讯器材类	-8.2	-4.5	4.8	53.1	↓	-3.7 可选消费
石油及制品类	10.9	-2.9	25.6	21.9	↑	13.8 可选消费
汽车类	-9.4	4.6	3.9	77.6	↓	-14 可选消费
家用电器和音像器材类	-1.9	-13.1	12.7	43.2	↑	11.2 可选消费(地产相关)
家具类	5.2	-5.8	-6	58.7	↑	11 可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-0.9	-8.9	6.2	52.8	↑	8 可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	3.5	-1.8	6.7	33.8	↑	5.3 整体
限额以上企业消费品零售总额	2.1	-1.3	9.1	43.9	↑	3.4 整体
除汽车以外社零	5	-2.6	7	30.4	↑	7.6 整体
社零: 实际当月同比	0	-3.73	4.9	34.3	↑	3.73 整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 就业走弱, 春节和疫情共同作用

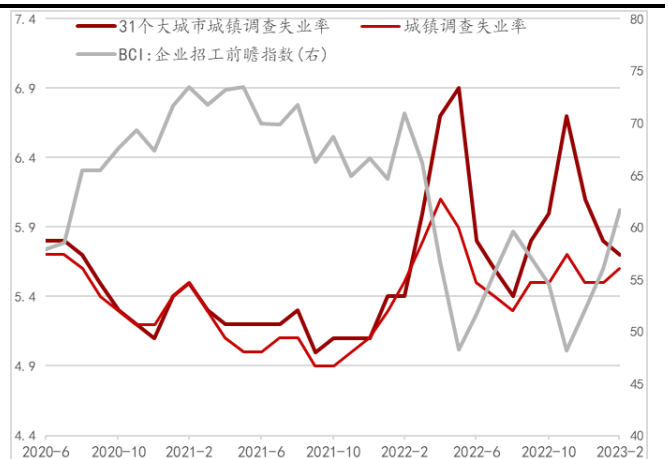
失业率上行, 部分受季节、疫情因素影响。失业率由年底的5.5%上行至5.6%, 31个大城市失业率由5.8%降至5.7%, 部分受到春节、疫情影响。从年龄结构来看, 25-59岁失业率小幅上行, 16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率攀升, 应届生就业季节性冷清影响。随春节效应逐步减弱, 线下消费继续修复, 应届生春招逐步开启, 预期就业将有所上行, 企业招工问题将逐步缓和。

图表19: 年轻劳动力失业率上行较快 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 失业率再度上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 风险提示

疫情再袭导致消费修复受阻，房地产销售不及预期，海外衰退超预期带动出口下滑。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场