



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuijun@fcsc.com

## 1-2 月经济企稳回升趋势明显

2023 年 3 月 16 日

### 摘要:

- 1-2 月工业增加值同比实际增长 2.4%，较去年 12 月回升 1.1 个百分点。而从工业企业产销率看，2023 年 1-2 月为 95.8%，较去年 12 月回落 1.9 个百分点；而出口交货值同比增速为-4.9%，较去年 12 月回升 3.5 个百分点。虽然出口仍有压力，但要好于预期。
- 1-2 月固定资产投资同比增速为 5.5%，较去年回升 0.4 个百分点。其中，基建投资同比增速 9.0%，较去年回落 0.4 个百分点；而制造业投资同比增速为 8.1%，较去年低 1 个百分点；而房地产投资同比增速为-5.7%，较去年回升 4.3 个百分点。基建投资的意外回落主要是由于去年的高基数。
- 房地产投资的表现超出预期。1-2 月房屋新开工同比增速为-9.4%，较去年大幅回升 30 个百分点；竣工面积同比增速为 8%，较去年大幅回升 23 个百分点；而房屋销售面积同比增速为-3.6%，较去年回升 20.7 个百分点。从高频数据看，2023 年 3 月前两周 30 个大中城市商品房成交面积同比分别为 22.5%和 31.6%，继续保持着较高的增速。
- 零售的复苏得益于房地产的复苏与疫情的好转，但与 2021 年相比仍处于较低水平。从就业情况看，2 月城镇调查失业率为 5.6%，较 1 月回升 0.1 个百分点，比疫情前略高；其中，16-24 岁人口的城镇调查失业率，2 月为 18.1%，较 1 月回升 0.8 个百分点，连续两个月回升，仍远高于疫情前水平。汽车消费的大幅度滑坡，更提醒我们应关注消费后劲不足问题。
- 因此，1-2 月的经济企稳回升具有复苏的性质，仍需要将扩大内需当作目前经济工作的重点。目前，今年政府工作报告已经明确积极的财政政策要提力增效，而 2 月 M2 同比增速为 12.9%，也创出了 16 年 5 月以来的新高；但 M2 与社融、M1 同比增速之差，反映出工业总体仍处于供过于求状态，企业和居民信心仍需进一步提振。

## 一、1-2 月内需筑底反弹带动经济企稳回升

从 2023 年 1-2 月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表 1 所示），由于受到春节因素的影响，1 月生产和零售大幅反弹，而 2 月投资表现最佳；从同比数据看，1-2 月工业增加值同比实际增长 2.4%，较去年 12 月回升 1.1 个百分点；1-2 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.5%，较去年 12 月大幅回升 5.3 个百分点；固定资产投资中，1-2 月基建投资同比增速 9.0%，较去年回落 0.4 个百分点；而制造业投资 1-2 月同比增速为 8.1%，较去年低 1 个百分点；而房地产投资 1-2 月同比增速为-5.7%，较去年回升 4.3 个百分点。从总体上看，1-2 月固定资产投资同比增速为 5.5%，较去年回升 0.4 个百分点；1-2 月经济数据呈现内需企稳反弹之势，而零售是内需回升的主要力量。

表 1 今年 1-2 月生产、零售、投资和进出口数据一览表

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	23 年	22 年		23 年		22 年
	1-2 月	12 月	11 月	2 月	1 月	12 月
工业增加值 (实际)	2.4	1.3	2.2	0.12	0.26	0.06
社会消费品零售总额 (名义)	3.5	-1.8	-5.9	-0.02	0.61	-0.07
固定资产投资 (累计)	5.5	5.1	5.3	0.72	0.22	1.59
其中：房地产	-5.7	-10.0	-9.8			
基建 (不含电力)	9.0	9.4	8.9			
制造业	8.1	9.1	9.3			
进出口增速 (美元)						
其中：出口增速	-6.8	-9.9	-8.7			
进口增速	-10.2	-7.5	-10.6			
贸易顺差 (亿美元)	1169	780	692			

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

而从工业企业产销率看，2023 年 1-2 月为 95.8%，较去年 12 月回落 1.9 个百分点；而出口交货值同比增速为-4.9%，较去年 12 月回升 3.5 个百分点（图 1 所示）。可见，工业企业产销率的回落，显示生产的回升幅度也较大，工业生产

在总体上供过于求的局面没有改变。结合 2 月 PPI 同比增速-2.4%，已经连续七个月为负；2 月 CPI 同比为 1.0，较 2 月回落 1.1 个百分点。2022 年四季度，全国工业产能利用率为 75.7%，较去年同期下降 1.7 个百分点，较上季度回升 0.1 个百分点；其中，制造业产能利用率为 75.8%，较去年同期下降 1.4 个百分点，较上季度回落 0.1 个百分点。总体上看，2022 年全国工业产能利用率为 75.6%，较上年下降 1.9 个百分点。

**图 1 工业企业产销率和 PPI 数据显示工业生产总体上仍供过于求**



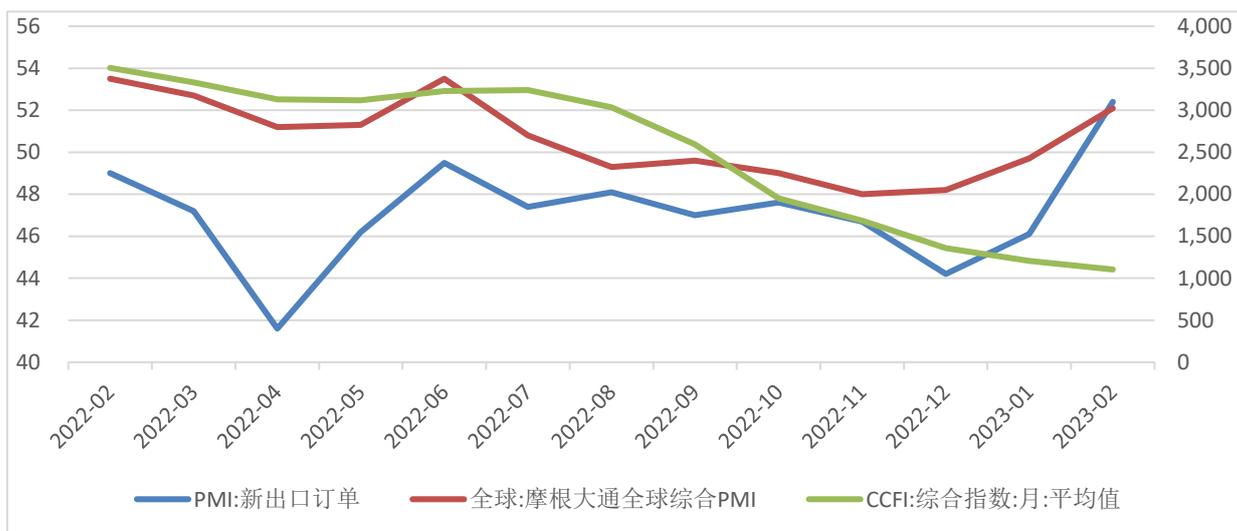
资料来源: WIND 第一创业整理

工业企业出口交货值同比增速的回升，与出口增速的回升相一致。1-2 月出口同比增长-6.8%，较去年 12 月回升 3.1 个百分点。从外需的先行指数看，2023 年 2 月 PMI 出口指数为 52.4%，是 2021 年 5 月以来首次回到 50% 以上的扩张区间，并创下近十年来的最高值；摩根大通全球综合 PMI 2023 年年 2 月为 52.1%，2022 年 8 月以来首次回到 50% 以上；但中国出口集装箱运价指数 (CCFI)，2023 年 2 月为 1103.7，较 2023 年 1 月为 1206 下跌 8.5% (如图 2 所示)。以上数据表明，由于全球经济有企稳迹象，外需的回落低于预期；虽然国内出口仍有压力，但要好于预期。

而就一个大国经济而言，净出口不仅受世界经济的影响，而且受国内经济的影响更大。从 2007 年以来的经验看，净出口走弱对应着内需的转强，这是因为自

次贷危机以来，中国的经济周期明显领先于世界经济，世界经济走弱时国内经济刚好转强。从支出法 GDP 来看，2019-2021 年，净出口对 GDP 的拉动分别达到 0.75、0.57 和 1.69 个百分点，2021 年也应在 1 个百分点以上。但从今年的情况看，外需对 GDP 的拉动大概率将转为负值，在这样的背景下，内需的转强就显得极为关键了。但从 1-2 月的情况看，内需虽然已经企稳，但进一步走强仍明显受到有效需求不足的影响。

**图 2 1-2 月 PMI 相关数据显示外需有企稳的迹象**



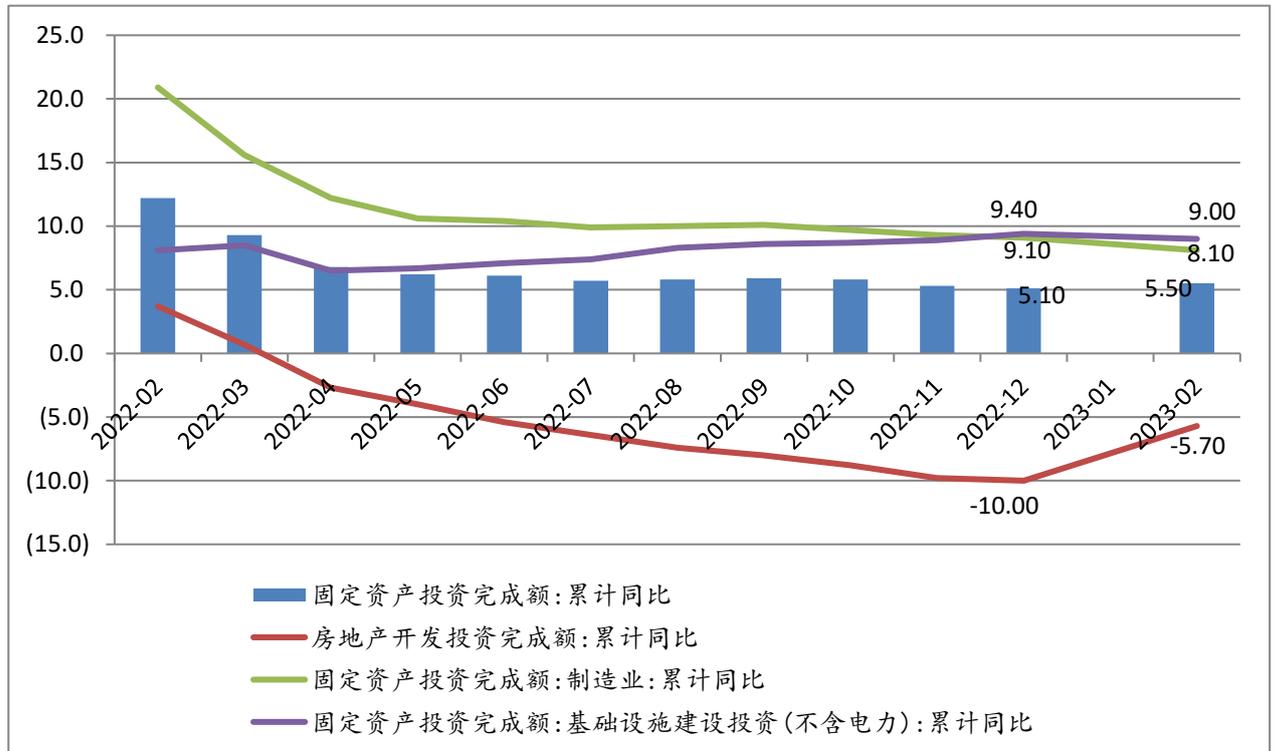
资料来源：WIND 第一创业整理

## 二、1-2 月房地产投资反弹但基建和制造业投资表现欠佳

2023 年 1-2 月全年固定资产投资（不含农户）53577 亿元，同比增速为 5.5%。而从分项结构看，制造业占比约为 30.7%，基建（不含电力）占比约为 27.3%，房地产占比约为 17.5%，三者约占全部固定资产投资的四分之三。

首先，基建投资的表现低于预期。图 3 所示，基建（不含电力）投资的同比增速从 2022 年 1-12 月的 9.4% 回落到 2023 年 1-2 月的 9.1%，回落 0.3 个百分点；基建投资的回落主要是由于去年的高基数。今年政府工作报告中，已经明确积极的财政政策要加力提效，财政赤字率从去年的 2.8% 提高到今年的 3%，专项债规模从去年的 3.65 万亿提高至 3.8 万亿，全国一般公共预算支出安排 27.5 万亿，同比增长 5.6%。目前主要的难点在于地方财政收支情况较为紧张，地方债务负担较重，如果解决不好容易影响到基建投资保持在高水平。好在房地产投资回升幅度较大，抵消了基建和制造业投资的回落。从民间投资看，1-2 月的投资增速为 0.8%，也略低于去年 0.9% 的水平，远低于前年 7% 的水平。由于民间投资占整个固定资产投资的 54%，因而民间投资的逐步回落应引起高度关注。

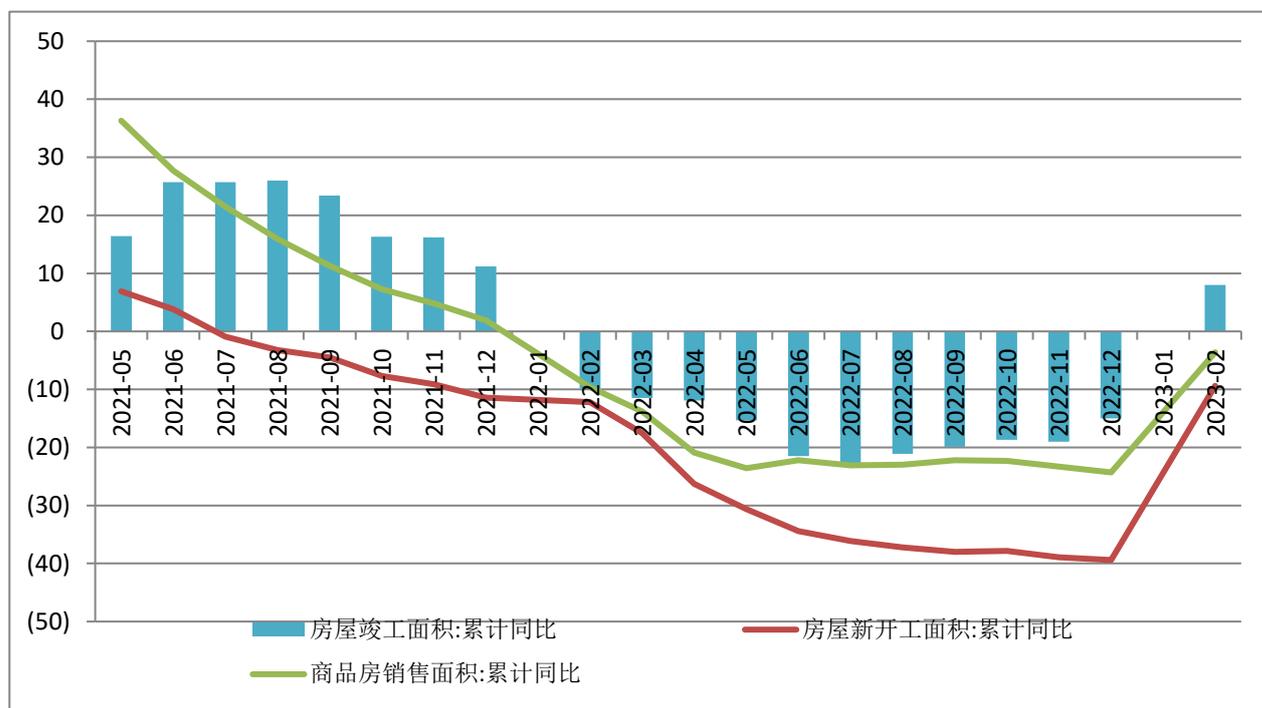
图3 1-2月房地产投资的回升抵消了基建和制造业投资的下滑



资料来源: WIND 第一创业整理

其次，制造业投资的积极性也不高。影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，工业企业主营业务收入利润率从2021年的6.8%下降到2022年的6.1%；而从资金成本看，由于PPI同比自2022年3月8.3%下滑到2023年2月的-1.4%，回落9.7个百分点；而同期金融机构人民币贷款加权平均利率只从2021年底4.76%下滑到2022年底的4.14%。以金融机构一般性贷款加权平均利润减去PPI同比来代表企业的实际资金成本，仍会快速上升。考虑到以上两点因素，制造业投资同比增速的下滑，明显受到投资边际效益快速下降的影响，制造业投资积极性正在快速消退。

最后，房地产投资的表现超出预期。图4所示，1-2月房屋新开工同比增速为-9.4%，较去年大幅回升30个百分点；房屋施工面积同比增速为-4.4%，较去年回升2.8个百分点；竣工面积同比增速为8%，较去年大幅回升23个百分点。而1-2月的房屋销售面积同比增速为-3.6%，较去年回升20.7个百分点；从高频数据看，2023年3月前两周30个大中城市商品房成交面积同比分别为22.5%和31.6%，继续保持着较高的增速；2月国房景气指数为94.67，连续两个月从去年12月94.36的底部回升，说明房地产经营状况的好转是可持续的。

**图4 1-2月与房地产相关的各项数据全面回升**


资料来源：WIND 第一创业整理

从房地产资金来源看，1-2月房地产开发资金来源同比增速为-15.2%，较去年回升10.7个百分点；其中，国内贷款同比增速为-15%，较去年回升10.4个百分点；其它资金来源同比增速为-13.4%，较去年同期回升16.6个百分点。金融机构个人贷款的加权平均利率从2021年底的5.63%下降到2022年底的4.26%，下调137个BP，而同期金融机构人民币贷款的加权平均利率只下调了52个BP。不少二三线城市为刺激房地产销售，将房贷利率下调至4%以下。从2月信贷情况看，无论是问题还是结构都有较大幅度的改善（表2所示），2月金融机构新增人民币贷款1.81万亿元，较去年同期多增5800亿元。居民同比多增5450亿元，而其中，中长期贷款同比多增1322亿元，虽然不多但这是21年底以来首次转为正值，由于居民中长期主要投资于房产，因而无疑对房地产销售的好转具有重大的正面作用。而居民短期同比多增4129亿元，创出多年新高，这对零售的好转也具有重大意义。

**表2 2月金融机构人民币贷款结构有较大幅度的改善**

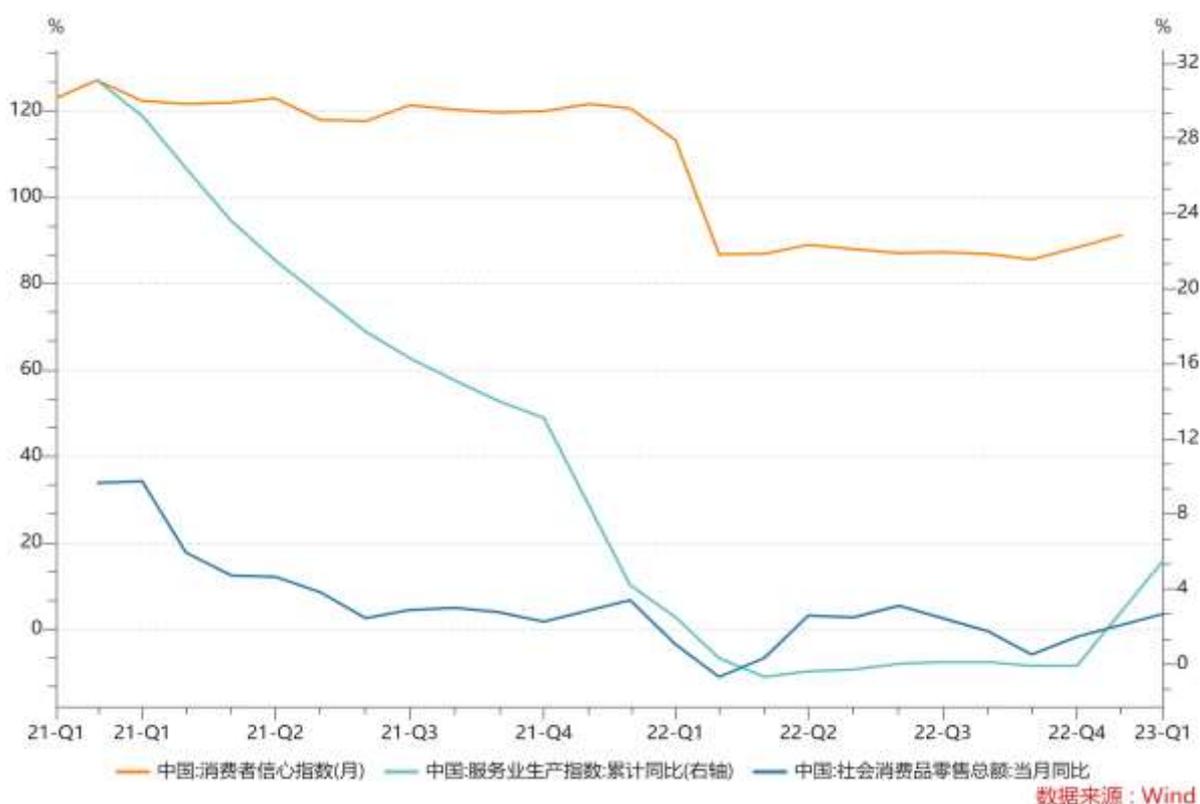
同比多增	总量	居民	短期	中长期	企业	短期	中长期	票据	非银
22年2月	5800	5450	4129	1322	3700	1674	6048	-4041	-1617
22年1月	9200	-5858	-665	-5193	13200	5000	14000	-5915	832
21年12月	2700	-1963	-270	-1693	6017	638	8717	-2941	-564

资料来源：WIND 第一创业整理

### 三、消费受益于疫情后的恢复和房地产的好转

首先，零售的复苏仍处于较低水平。如图 5 所示，1-2 月社会消费品零售总额名义同比增长 3.5%，虽较去年底有较大幅度回升，但与 21 年相比仍处于较低水平；而从消费者信心指数看，去年 12 月为 91.2，虽较 11 月大幅回升 2.9，但也处于历史较低水平。1-2 月的服务业生产指数同比为 5.5%，较去年 12 月回升 5.6 个百分点，但与 2021 年的水平仍有差距。

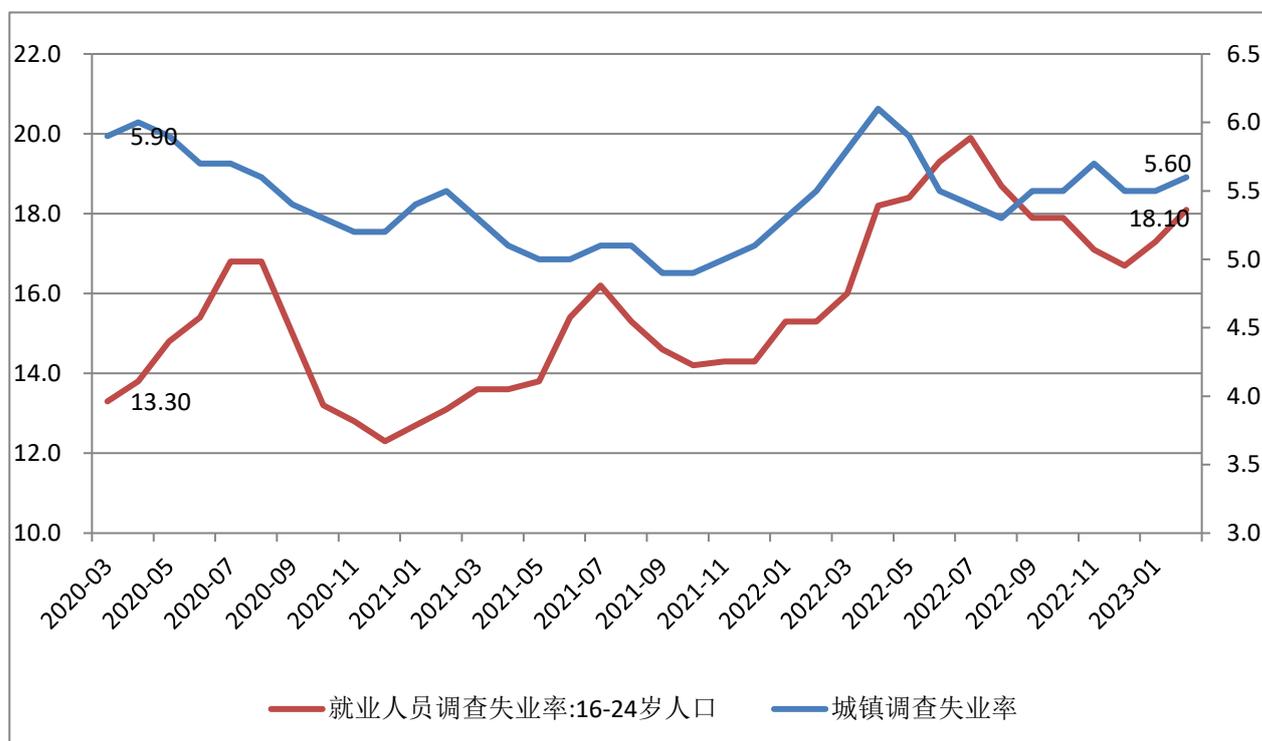
图 5 1-2 月零售的企稳回升从总体上看仍是低水平的复苏



资料来源: WIND 第一创业整理

其次，就业状况仍无明显好转。从就业情况看（如图 6 所示），2 月城镇调查失业率为 5.6%，较 1 月回升 0.1 个百分点，比疫情前略高；但其中，16-24 岁人口的城镇调查失业率，2 月为 18.1%，较 1 月回升 0.8 个百分点，连续两个月回升，仍远高于疫情前水平（2020 年 1 月为 12.5%）。可见，由于新冠疫情的持续影响，中小企业经营困难，我国目前年青人的就业状况出现明显恶化；由于年青人的消费倾向远高于平均水平，导致整体消费信心不足，显然，年青人城镇调查失业率的上升会恶化城镇居民的收入预期和消费能力，对消费信心的恢复很不利。因此，只有解决城镇居民的就业问题，才能从根本上解决消费后劲不足问题。

图6 2月城镇调查失业率较1月回升0.1个百分点

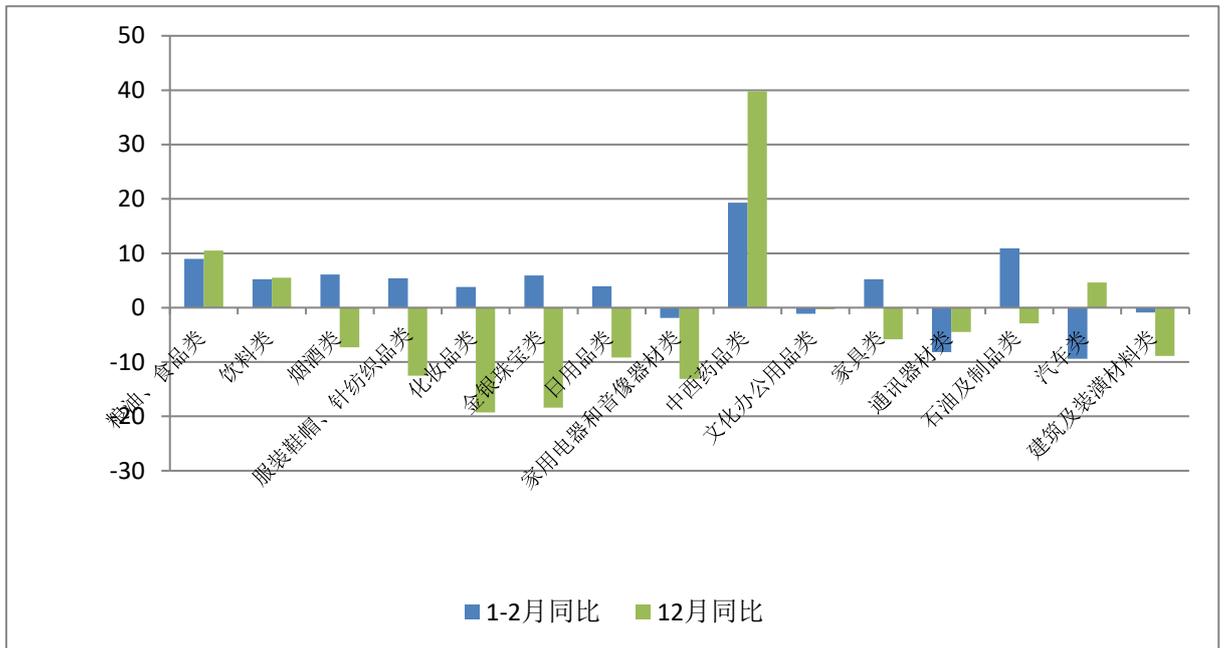


资料来源：WIND 第一创业整理

最后，从行业上可以看出零售回升的恢复性质。如图7所示，与去年12月相比，1-2月零售回升幅度较大的行业包括：金银珠宝类上升24.3个百分点，化妆品类上升23.1个百分点，服装鞋帽、针纺织品类上升17.9个百分点，石油及制品类上升13.8个百分点，烟酒类上升13.4个百分点，日用品类上各项13.1个百分点，家用电器和音像器材类上升11.2个百分点，家具类11个百分点，建筑和装潢类上升8个百分点；最后三个行业显然与房地产业的好转有关。而下降幅度较大的行业包括两个：中西药类下滑20.5个百分点，汽车类下滑14个百分点。显然，零售的好转也得益于疫情好于预期，没有重新爆发，而汽车的下滑更值得注意，近期众多厂家打起价格战，则是典型的在供过于求的背景下的去库存行为。

总之，1-2月的经济企稳回升具有复苏的性质，仍需要将扩大内需当作目前经济工作的重点。从货币政策看，2月M2同比增速为12.9%，创出了16年5月以来的新高；但M2与社融同比增速之差2月则在3%，是历史次高（1月3.2%为历史最高），反映资金也处于供过于求的状态；而M2与M1同比之差为7.1%，也处于历史高位，反映出企业经营活动的不活跃。因此，目前仍需要提振居民和企业、特别民营企业的信心，信心对内需的影响是显而易见的。

图7 1-2月各行业社会消费品零售总额名义增速的变化



资料来源：WIND 第一创业整理

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135