



宏观专题

消费与地产修复，稳增长力度会减小吗？

1-2月经济金融数据前瞻

投资要点：

- **核心观点：**1-2月国内需求修复较快，消费快速复苏，房地产市场也出现回暖信号。但内需恢复较快，经济增长压力小于去年底的判断，部分领域的稳增长政策刺激诉求可能减小。去年底中央经济工作会议时，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大，但经过1-2月超预期修复后，内需压力显著减小，部分面向国内需求的稳增长政策诉求可能减小，如加大规模发放消费券、下调5年期LPR利率等。3月5日发布的政府工作报告也代表着今年的稳增长政策将“温和发力”而非“强刺激”。政府工作报告指出，2023年经济增长目标设定为“5%左右”，赤字率提高0.2个百分点到3%左右、专项债略增至3.8万亿，处于市场预期的相对保守区间，大幅降低了稳增长政策“强刺激”的概率。
- **经济数据前瞻：****(1) 工业：**春运大规模增长，今年节后劳动力返岗偏慢。从先导指数来看，2月制造业PMI虽然超预期增长，但不可忽视春节所带来的季节性增长。2013年以来，春节后一个月PMI指数和PMI生产指数的环比均值分别为1.2%和2.2%（仅考虑春节假期不跨月的年份）。从发电和货运数据来看，今年1-2月相比去年仍有缺口。我们预计1-2月工业增加值增速为3%左右。
- **(2) 消费：**今年1-2月合并来看，百城拥堵指数较去年同期增长3.3%左右，并且人员流动的反弹幅度超过了2020年一季度。从具体品类看，经过去年减征汽车购置税的消费透支后，汽车消费下降可能拖累社零增速。我们预期今年1-2月社零增速为3%左右。
- **(3) 投资：**①相比去年同期，今年1-2月基建投资并未明显提速。一方面，1-2月专项债发行规模略低于去年同期。今年1-2月累计发行专项债8269亿，比去年同期少500亿左右。另一方面，节后开工建筑项目偏慢，人员到岗相对滞后。资金和到岗劳动力两方面表现均不强。预计1-2月广义基建增速可能为11%左右。②房贷利率持续下调，市场出现回暖信号。今年1-2月，尽管30大中城市新房销售仍比去年同期低13.3%，但是11城二手房成交已经比去年1-2月高出40.8%。对于房地产投资而言，房企资金面持续好转将带动投资改善，今年1月房地产开发贷款新增超过3700亿，同比多增2200亿。我们预计1-2月房地产投资增速为-10%左右，降幅较去年四季度有所收窄。③1-2月，制造业企业投资意愿继续随着经营预期而改善。过去三年由于需求不足，部分消费制造业企业产能收缩，今年面临国

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

内需复苏，消费制造业投资扩产已是蓄势待发。加上设备更新再贷款、贴息等政策支持，制造业投资仍将有中高速增长。我们预计 1-2 月制造业投资增速为 6% 左右。

- **(4) 外贸：**1-2 月外贸仍不乐观。一是全球经济虽有韧性，但仍处于较低区间；二是其他出口导向国家的 1-2 月出口也在下降；三是中国出口集装箱运价继续下降。出口 PMI 在 2 月回升，部分反映了海外经济韧性，但仍不足以说明短期出口将反弹。我们预计 1-2 月出口增速为 -9% 左右，较 12 月 -9.9% 的降幅略有收窄。
- **(5) 通胀：**① 2 月食品价格延续前期趋势，猪肉价格下降、蔬菜水果价格上升。非食品价格方面，消费复苏带来的服务价格上涨，成为推升非食品 CPI 的主导因素。整体来看，我们预计 12 月 CPI 同比为 1.7% 左右，环比为 0.05% 左右。② 2 月 PMI 出厂价格指数环比回升 2.5 个点，达到 51.2%。我们预计 PPI 同比 -1.3%，环比增长 0.1% 左右，去年同期高基数是拖累同比增速的主要原因。
- **(6) 金融：**货币政策推动贷款投放既要“总量适度”，又要“节奏平稳”。① 从贷款投放跟踪指标观测，2 月份贷款投放或延续 1 月份以来的同比多增态势。预计 2023 年 2 月金融机构口径贷款新增 1.43 万亿，较 2022 年同期同比多增大约 2000 亿元，对应增速小幅回升至 11.33%；预计 2023 年一季度新增贷款 8.8-9.0 万亿，较 2022 年同期同比多增约 5000 亿元。② 预计 2023 年 2 月份社会融资规模新增 2.0 万亿左右，对应社融存量同比增速环比抬升至 9.90%。
- **风险提示：** 疫情扰动风险；房地产下行程度和长度超预期；外需快速回落，出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：节后复工偏慢，去年基数偏高	5
2. 消费：社零同比增速可能达到 3%左右	7
3. 投资：1-2 月开工偏慢	8
3.1. 基建：没有明显提速	8
3.2. 房地产：市场回暖信号已出现，但投资降幅仍较大	9
3.3. 制造业：投资前瞻指数随着经营预期改善	11
4. 外贸：出口增速预计-9%左右	11
5. 通胀：服务 CPI 环比继续增长	12
6. 金融：新增信贷或继续同比多增	13
7. 风险提示	14

图表目录

图 1: 节后劳务到位率显著慢于往年.....	6
图 2: 春节后一个月 PMI 的环比变动.....	6
图 3: 南方八省发电耗煤量.....	6
图 4: 整车货运物流指数.....	6
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬).....	6
图 6: 汽车半钢胎开工率.....	6
图 7: 社零加权的百城拥堵指数.....	7
图 8: 汽车零售仍然是拖累.....	7
图 9: 人口加权的百城拥堵指数已经超过往年.....	8
图 10: 水泥发运率:全国:当周值.....	9
图 11: 开工率:石油沥青装置.....	9
图 12: 1-2 月 30 城商品房销售同比扔下降 (万平方米).....	10
图 13: 但 11 城二手房销售已经超过去年 (万平方米).....	10
图 14: 去年 12 月房地产开发到位资金中, 贷款降幅已大幅收窄.....	11
图 15: 投资前瞻指数随着企业经营预期开始反弹.....	11
图 16: 全球 PMI 在 2 月有所反弹.....	12
图 17: 韩国越南 1-2 月出口增速仍在下降.....	12
图 18: 出口集装箱运价指数继续回落.....	12
图 19: 猪价下降、蔬菜水果价格上升的格局延续.....	13
图 20: 生产资料价格指数近几个月维持稳定.....	13
图 21: 2023 年 1-2 月份票据利率与 CD 利差持续走阔.....	14
图 22: 2023 年 2 月份政府债券融资同比多增.....	14
表 1: 12 月经济金融数据前瞻.....	4

今年 1-2 月的宏观经济处于两条趋势线的交点，一条是疫后复苏的趋势线，另一条是春运后复工复产的趋势线。尽管大规模春运之后劳动力返岗偏慢，但供给侧并不会成为主要扰动因素，当前经济的主线仍然是国内需求的修复，其中核心是消费和房地产的修复。

元旦后消费快速复苏，但目前仍在第一阶段，未来上升空间来自于居民收入和预期的修复。1 月消费修复无疑是最快速的，从元旦到春节，旅游出游人数从 2019 年同期的 42.8% 恢复至 88.6%，修复幅度与 2020 年清明到中秋国庆基本一致¹，但耗时只有 20 天左右。今年的消费修复有两个阶段，第一阶段是 1 月初开始，疫情过峰后，人员流动恢复正常，消费场景打开，会释放此前受到疫情压抑的消费需求。第一阶段消费修复的上限会受到居民收入制约，过去三年经过多轮疫情冲击后，居民收入和预期的修复仍待时日。下半年可能开始进入第二阶段，居民收入和预期随着经济复苏而改善，会再次带来一轮消费增速的提升。

一线城市的房地产市场率先回暖，但对不同能级城市来说，市场复苏更可能是“K 型”分化的。一线城市房地产市场率先出现回暖信号，1 月一线城市二手房价环比增长 0.4%，重新回到正增长，北京、深圳 2 月二手房成交面积分别达到 22 年 3 月、21 年 7 月以来最高。从历史来看，一线城市回暖领先二三线城市半年左右。如 2014 年市场底部时，各级城市二手房价环比回升的时点依次为：一线（10 月）> 二线（次年 4 月）> 三线（次年 6 月）。但当前环境下，市场复苏仍然是“K 型”分化的，三线及以下城市的改善未必能到来，仍可期待的是一二线城市继续回暖，带动房地产投资在下半年逐渐企稳。

但内需恢复较快后，部分领域的稳增长政策刺激诉求可能减小。去年底中央经济工作会议时，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大，但经过 1-2 月超预期修复后，内需压力显著减小，部分面向国内需求的稳增长政策诉求可能减小，如加大规模发放消费券、下调 5 年期 LPR 利率等。**3 月 5 日发布的政府工作报告也代表着今年的稳增长政策将“温和发力”而非“强刺激”。**政府工作报告指出，2023 年经济增长目标设定为“5% 左右”，赤字率提高 0.2 个百分点到 3% 左右、专项债略增至 3.8 万亿，处于市场预期的相对保守区间，大幅降低了稳增长政策“强刺激”的概率。

表 1：1-2 月经济金融数据前瞻

	23M2	23M1	22M12E	22M11	22M10	22M9	22M8
GDP: 当季(%)	--	--	2.9	--	--	3.9	--
GDP: 累计 (%)			3.0			3.0	
CPI(%)	1.7	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5
PPI(%)	-1.3	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3
工业增加值(%)	3.0		1.3	2.2	5.0	6.3	4.2
固定资产投资: 累计(%)	3.5		5.1	5.3	5.8	5.9	5.9
基建	11.0		11.5	11.7	11.4	11.2	10.4
房地产	-10.0		-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4
制造业	6.0		9.1	9.3	9.7	10.1	10
社会消费品零售(%)	3.0		-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4
进口(%)	-7.0		-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.3
出口(%)	-9.0		-9.9	-8.7	-0.3	5.7	7.1
人民币贷款: 新增(亿元)	14300	49000	14000	12100	6152	24700	12500
社会融资规模: 新增(亿元)	20000	59840	13058	19900	9079	35300	24300

资料来源：Wind，德邦研究所测算

¹ 1 月 28 日报告《春节对 2023 消费复苏有何指示意义？》

1. 工业生产：节后复工偏慢，去年基数偏高

春运大规模增长，节后劳动力返岗偏慢。今年春运规模达到 15.95 亿人次，是 2020 年春运以来最高水平，较 2022 年增长 50.5%²。人员大规模返乡后，返岗开工必然会受到影响。根据百年建筑网调研，正月初十、十七、二十四，劳务到位率均低于前两年同期，直到二月初一才略超去年同期 2.8 个点（图 1）。

2 月制造业 PMI 虽然超预期增长，但不可忽视春节所带来的季节性增长。2013 年以来，春节后一个月 PMI 指数和 PMI 生产指数的环比均值分别为 1.2% 和 2.2%（仅考虑春节假期不跨月的年份）。因此，今年 2 月制造业 PMI 指数和 PMI 生产指数分别有约一半和三分之一来自春节后的季节性增长。

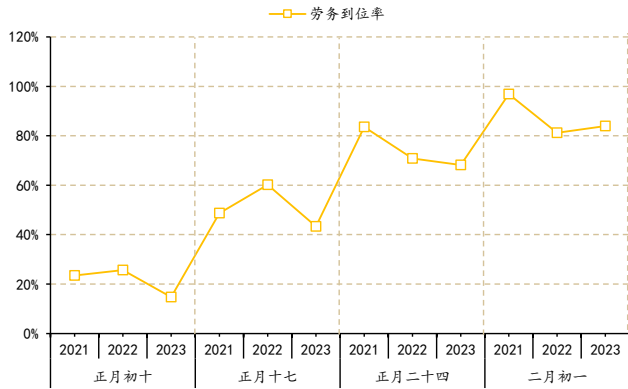
发电耗煤和货运相比去年仍有缺口。合并来看，1-2 月的南方八省电厂日均耗煤量相比去年仍有 1.1% 的缺口；货运缺口更大，1-2 月整车物流指数日均值为 74.6，较去年同期有 19.8% 的缺口。考虑到货运指标自去年以来一直有缺口，拉长时间来看，1-2 月缺口已收窄至 2022 年 6-7 月水平。

从重点行业来看，汽车半钢胎开工率由于春节前置，在节后就开始显著高于去年；粗钢产量则从 2 月中旬开始超过去年同期。

由于去年 1-2 月工业增加值增速达到 7.5%，基数较高，今年受复工偏慢的影响，1-2 月工业增加值可能为 3% 左右。

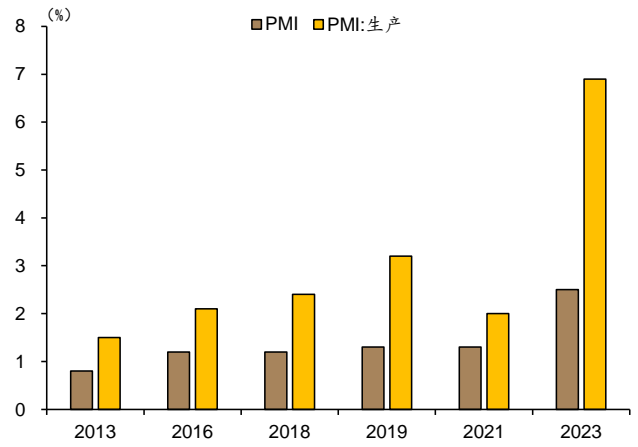
² https://mp.weixin.qq.com/s/LtNF-_o4ua14apMc4ghXVA

图 1: 节后劳务到位率显著慢于往年



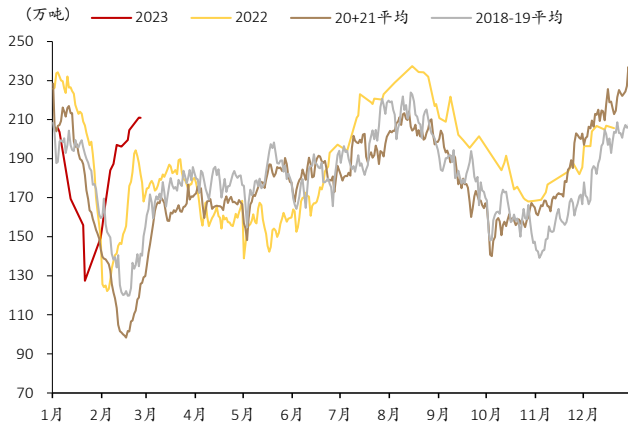
资料来源: 百年建筑网, 德邦研究所

图 2: 春节后一个月 PMI 的环比变动



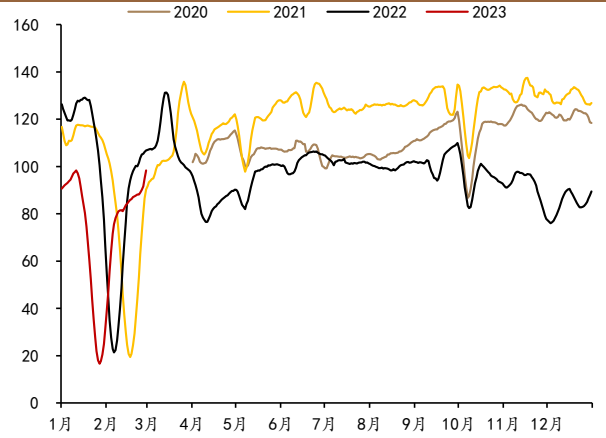
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 南方八省发电耗煤量



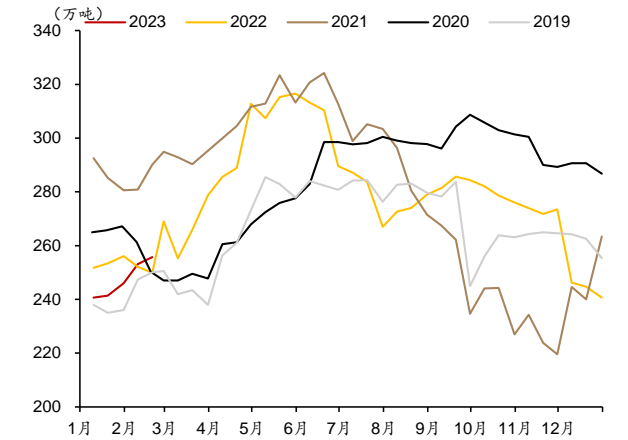
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 整车货运物流指数



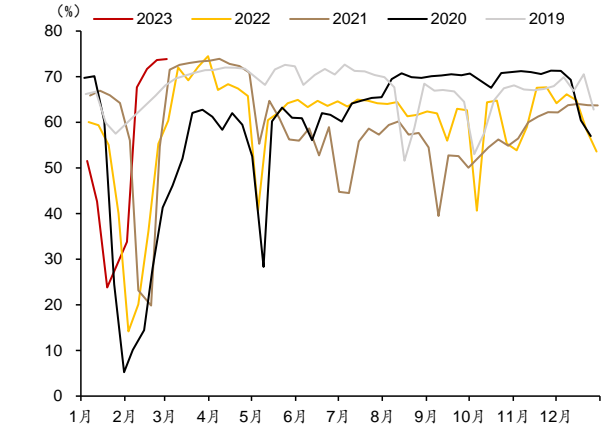
资料来源: G7, 德邦研究所

图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 汽车半钢胎开工率



资料来源: Wind, 德邦研究所

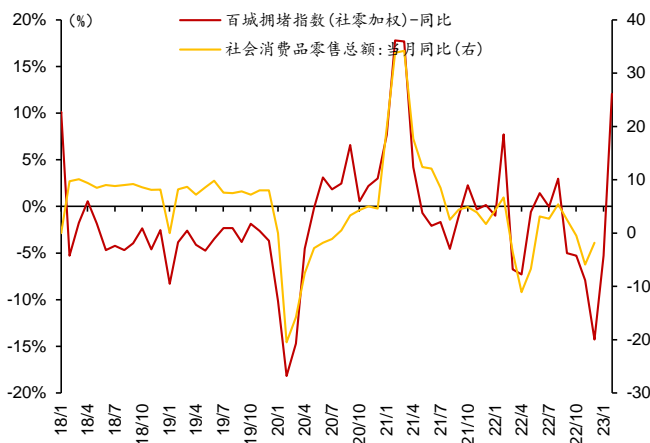
2. 消费：社零同比增速可能达到 3%左右

人员流动反弹幅度超过 2020 年一季度。服务消费增速预计会显著快于商品增速，体现在社零当中，即为餐饮收入增速>商品零售增速。我们发现，代表居民消费场景的百城拥堵指数同比增速与社零增速的变动基本一致。今年 1-2 月合并来看，百城拥堵指数较去年同期增长 3.3%左右。并且人员流动的反弹幅度超过了 2020 年一季度，按同比增速的变动来看，今年 2 月的拥堵指数同比增速比 1 月高 17 个百分点左右，1 月比去年 12 月高 9 个百分点左右；而 2020 年 4 月和 3 月分别比前月高 10 和 3 个百分点左右。

分品类看，汽车消费下降可能拖累社零增速。经过去年减征汽车购置税的消费透支后，今年汽车零售明显偏弱。乘联会周度数据显示，今年 1-2 月汽车日均零售为 4.3 万辆左右，而去年同期为 5.3 万辆，下降 18.9%。

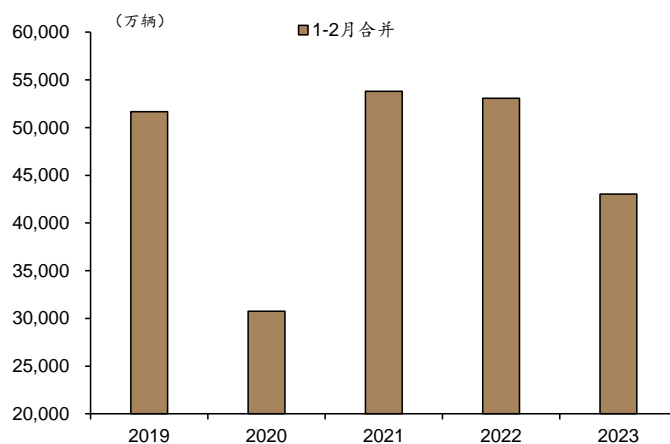
考虑到去年 1-2 月消费增速基数较高，社零同比增速为 6.7%，三年平均增速为 4.3%，今年 1-2 月社零增速预计为 3%左右。

图 7：社零加权的百城拥堵指数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：汽车零售仍然是拖累



资料来源：Wind，德邦研究所

注：各年份 1-2 月汽车零售周度数据日均值，截至 2 月 20 日左右

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52948



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn