

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

经济边际改善

——2023 年 1-2 月经济数据点评兼论利率影响

2023 年 3 月 15 日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **1-2 月国内经济边际改善。**2023 年 1-2 月的工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额同比增速的 wind 一致预期分别为 3.0%、3.3%、2.9%，而实际增速分别为 2.4%、5.5%、3.5%。经济边际改善明显，但强预期并未兑现。
- **多因素支撑消费，未来仍有恢复空间。**1-2 月社零同比增长 3.5%（前值 -1.8%），wind 一致预期为 2.9%。一是随着疫情对消费场景的限制消除，接触型消费、服务消费回升比较明显。二是就业情况相对稳定有利于消费活力的回升。三是消费和服务的供给逐渐恢复。四是随着地产销售跌幅的趋缓，地产链条相关消费出现了好转。五是各地积极出台相关政策，促进消费增长。
- **房地产投资跌幅收窄，整体还处于调整阶段。**1-2 月房地产开发投资完成额累计增速 -5.7%（前值 -10.0%），当月跌幅收窄至 -5.73%（前值 -12.21%）。销售方面，市场销售降幅明显收窄。到位资金方面，1-2 月房地产开发资金来源累计跌幅从 12 月的 -25.9% 收窄至 -15.2%。开工施工方面，房企主要还是以加快竣工为主，竣工面积增长 8.0%，开工和施工面积还在回落。
- **基建投资保持强势，制造业韧性仍存。**1-2 月基建增速为 9.0%，去年全年是 9.4%。制造业投资累计增长 8.1%，保持了较好的韧性，可能是今年预期差比较大的领域。一是需求扩大带动企业生产积极性提高。二是今年制造业的政策支持力度还会加大。包括金融方面、信贷方面对制造业的支持仍然有力，制造业中长期贷款一直保持较快增长。三是高技术制造业增速保持两位数增长，制造业升级态势比较明显。
- **工业跟随需求端的修复而加快供给。**1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.4%，上年 12 月份为增长 1.3%，回升了 1.1 个百分点。第一，需求端在快速修复，带动工业生产。第二，经济运行循环不畅的问题明显改善。第三，企业经营活力和预期有所增强。中小型企业、小微企业活力开始大于大型企业。但另一方面，在生产加快修复的背后又面临着企业库存再度攀升的担忧。
- **市场启示：经济环比修复态势有望延续，长端利率难下行。**1-2 月经济短期快速修复，大部分经济分项出现同步好转。其中部分领域的修复中期内还会延续，一是去年二季度无论是生产端还是需求端在疫情的影响下均有较低的基数；二是基建投资保持强势，制造业投资在政策力度加大下可能超预期。同时也关注到地产投资及相关消费链条、汽车消费、出口相关的制造业领域存在一定的波动。我们判断国内经济二季度大概率延续疫后修复进程，不能忽视收益率上行的风险，10 年国债收益率或难明显低于 2.85%。
- **风险提示：**疫后经济复苏不及预期；美联储加息频率和幅度超预期；全球经济衰退进程快于预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 事件回顾.....	3
2. 数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 工业增加值当月增速（%）	3
图 2： 投资及消费增速（%）	3
表 1： 分行业工业增加值当月增速（%）	3
表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%）	5
表 3： 分行业制造业投资增速（%）	6

1. 事件回顾

2023 年 1-2 月，规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%（前值 3.6%）；全国固定资产投资同比增长 5.5%（前值 5.1%），其中制造业投资同比增长 8.1%（前值 9.1%），基础设施（不含电力）投资同比增长 9.0%（前值 9.4%），全国房地产开发投资同比增长-5.7%（前值-10.0%）；社会消费品零售总额同比增长 3.5%（前值-1.8%）。

2. 数据分析

1-2 月国内经济边际改善。2023 年 1-2 月的工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额同比增速的 wind 一致预期分别为 3.0%、3.3%、2.9%，而实际增速分别为 2.4%、5.5%、3.5%。经济边际改善明显，但强预期并未兑现。

图 1：工业增加值当月增速（%）

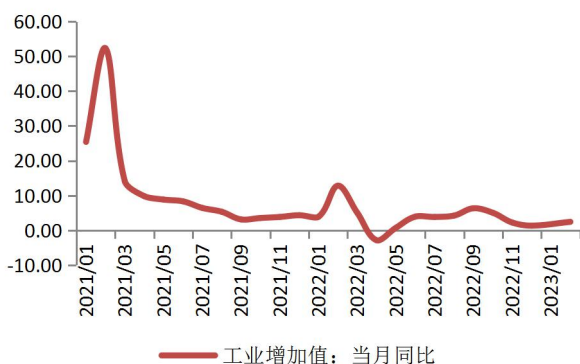
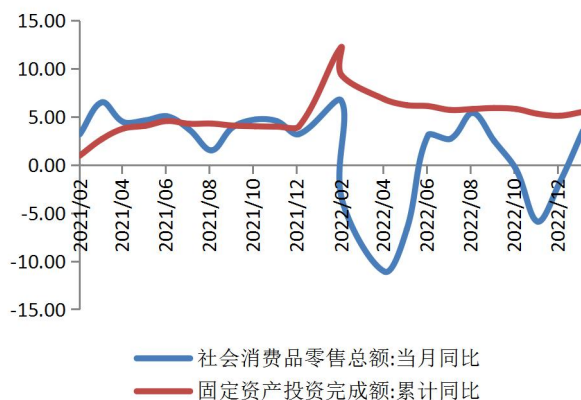


图 2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

工业跟随需求端的修复而加快供给。1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.4%，上年 12 月份为增长 1.3%，回升了 1.1 个百分点。从两年平均增速来看，1-2 月份规模以上工业增加值两年平均增长了 4.9%，回升幅度较大。第一，需求端在快速修复，带动工业生产。第二，经济运行循环不畅的问题有比较明显的改善。从交通运输的一些指标来看，前 2 个月货运量由去年 12 月份的下降转为增长，铁路、航空客运量都出现了大幅增长。第三，企业经营活力和预期有所增强。中小型企业、小微企业活力开始大于大型企业。但另一方面，我们在 2 月 PMI 点评中曾指出，在生产加快修复的背后又面临着企业库存再度攀升的担忧。

表 1：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2021.9	2021.10	2021.11	2021.12	2022.2	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	2023.2
煤炭开采和洗选业	2.76	3.28	3.69	4.26	11.10	10.40	9.10	8.60	7.90	5.00

石油和天然气开采业	2.03	2.29	2.30	2.21	6.30	5.20	5.30	5.60	5.60	4.20
农副食品加工业	2.45	2.65	2.92	3.04	6.50	1.90	1.50	1.00	0.70	0.30
食品制造业	4.38	4.60	4.71	4.81	7.40	3.50	3.20	2.60	2.30	3.70
酒、饮料和精制茶制造业	2.87	3.11	3.48	3.81	15.40	8.20	7.50	6.70	6.30	-0.30
纺织业	0.97	0.99	1.00	1.05	4.90	-2.00	-2.30	-2.50	-2.70	-3.50
化学原料及化学制品制造业	6.23	6.06	5.82	5.68	5.90	5.00	5.60	6.10	6.60	7.80
医药制造业	16.54	16.19	16.37	16.08	12.90	-4.30	-3.80	-3.70	-3.40	-3.10
橡胶和塑料制品业	4.57	4.37	4.20	4.11	2.00	-0.80	-0.80	-1.10	-1.80	-3.50
非金属矿物制品业	6.75	6.24	5.70	5.51	1.30	-2.50	-1.80	-1.40	-1.50	0.70
黑色金属冶炼及压延加工业	5.28	4.54	4.00	3.99	-2.90	-0.90	0.20	1.00	1.20	5.90
有色金属冶炼及压延加工业	3.85	3.71	3.45	3.25	4.40	4.30	4.60	5.10	5.20	6.70
金属制品业	11.69	11.55	11.28	11.02	6.80	-0.10	-0.40	-0.40	-0.40	-0.80
通用设备制造业	10.07	9.73	9.40	9.07	5.00	-1.40	-1.00	-1.00	-1.20	-1.30
专用设备制造业	10.70	10.39	10.05	9.85	8.80	4.40	4.20	4.00	3.60	3.90
汽车制造业	7.11	6.65	6.23	6.23	7.20	6.90	8.10	7.70	6.30	-1.00
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.48	4.35	4.23	4.04	4.20	3.40	3.10	2.40	2.40	9.70
电气机械及器材制造业	14.10	13.93	13.89	13.60	13.60	11.40	11.90	12.00	11.90	13.90
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.60	12.27	12.28	12.30	12.70	9.50	9.50	8.30	7.60	-2.60
电力、热力的生产和供应业	6.26	6.37	6.54	6.50	6.00	5.40	5.30	4.70	5.10	2.30

数据来源：Wind，山西证券研究所

随着一系列制约消费的因素逐渐好转，消费回升态势在增强和改善。1-2月社零同比增长3.5%（前值-1.8%），wind一致预期为2.9%。具体看，第一，1-2月商品零售多数在改善。1-2月份，限额以上单位18个商品类别中，有12类比上年12月回升，其中基本生活类和部分升级类商品销售增长较快，比如粮油食品类、金银珠宝类增速都保持较快增长。第二，实体店零售销售明显改善。1-2月份，限额以上实体店零售中，百货店零售增长5.5%，明显好于去年。与此同时，网上零售保持稳定增长。1-2月份，实物商品网上零售额同比增长5.3%。第三，1-2月份餐饮收入同比增长9.2%，由去年12月份的下降转为较大幅度的回升。

多方面因素支撑社零好转。一是随着疫情对消费场景的限制消除，接触型消费、服务消费回升比较明显。二是就业情况相对稳定有助于消费活力的回升。1-2月，全国城镇调查失业率平均值为5.6%，其中1月是5.5%，持平于去年12月，2月比1月略有上升，是5.6%，是由于季节性因素的影响。三是消费和服务的供给也在逐渐的修复。从服务业来看，1-2月份服务业生产指数同比增长5.5%，去年12月份是下降，实现了由降转增。四是随着地产销售跌幅的趋缓，地产链条相关消费出现了好转。其中家电类同比-1.9%（前值-13.1%），家具类同比5.2%（前值-5.8%），建筑及装潢类同比-0.9%，前值（-8.9%）。五是1-2月份以来，各地也在积极出台相关政策，促进消费增长。

同时也要关注汽车消费下跌是否具有持续性。1-2月汽车类社零从去年12月的上升4.6%转为下跌9.4%，主要和相关的补贴政策于去年12月到期有关。今年恢复和扩大消费摆在优先位置，“权威部门话开局”系列新闻发布会中，各部门已经在筹划今年扩大需求方面相关政策，汽车仍然是一个很重要的领域。

尽管其内生驱动因素如居民就业、收入以及消费意愿是否快速改善还存在较大疑虑，但好在去年二季度基数较低，尤其是受疫情影响较大的领域，给消费中期内的恢复提供了较大的空间。

表 2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2021.9	2021.1	2021.11	2021.12	2022.2	2022.9	2022.1	2022.11	2022.12	2023.2
粮油、食品类	8.86	9.79	11.82	10.21	7.90	8.50	8.30	3.90	10.50	9.00
饮料类	17.16	13.59	20.22	15.93	11.40	4.90	4.10	-6.20	5.50	5.20
烟酒类	18.21	15.78	13.11	14.68	13.60	-8.80	-0.70	-2.00	-7.30	6.10
服装鞋帽针纺织品类	1.55	4.25	2.04	0.71	4.80	-0.50	-7.50	-15.60	-12.50	5.40
化妆品类	9.07	13.41	21.57	5.86	7.00	-3.10	-3.70	-4.60	-19.30	3.80
金银珠宝类	17.92	15.70	15.96	5.69	19.50	1.90	-2.70	-7.00	-18.40	5.90
日用品类	5.63	7.80	8.70	14.15	10.70	5.60	-2.20	-9.10	-9.20	3.90
家用电器和音像器材类	3.03	6.23	6.02	2.26	12.70	-6.10	-14.10	-17.30	-13.10	-1.90
中西药品类	9.51	8.50	11.65	11.32	7.50	9.30	8.90	8.30	39.80	19.30
文化办公用品类	18.78	12.27	15.66	8.86	11.10	8.70	-2.10	-1.70	-0.30	-1.10
家具类	1.39	1.87	1.88	-1.36	-6.00	-7.30	-6.60	-4.00	-5.80	5.20
通讯器材类	8.58	22.86	22.02	10.68	4.80	5.80	-8.90	-17.60	-4.50	-8.20
石油及制品类	1.73	7.54	6.03	6.08	25.60	10.20	0.90	-1.60	-2.90	10.90
建筑及装潢材料类	6.93	8.35	11.10	10.68	6.20	-8.10	-8.70	-10.00	-8.90	-0.90
汽车类	-0.96	-0.44	0.87	-0.74	3.90	14.20	3.90	-4.20	4.60	-9.40

数据来源：Wind，山西证券研究所

房地产投资跌幅收窄，整体还处于调整阶段。1-2月房地产开发投资完成额累计增速-5.7%（前值-10.0%），当月跌幅收窄至-5.73%（前值-12.21%）。1-2月，在一系列政策作用下，房地产市场出现了一些积极变化。从销售层面看，市场销售降幅明显收窄。1-2月份，商品房销售面积下降了3.6%，降幅比去年全年大幅收窄。从到位资金看，1-2月房地产开发资金来源累计跌幅从12月的-25.9%收窄至-15.2%，其中来自国内贷款的部分累计跌幅收窄至-15.0%（前值-25.4%），个人按揭贷款累计同比跌幅收窄-15.3%（前值-26.5%），自筹资金

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_53283

