



宏观点评

证券分析师

芦哲
资格编号: S0120521070001
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁
资格编号: S0120122070060
邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

经济的“短板”可能不短

1-2月经济数据点评

投资要点:

- **核心观点:** 此前市场认为, 2023年中国经济增长的两大“短板”是出口下行和房地产市场不确定性。从当前形势来看, 这两项“短板”可能都会好于预期。出口方面, 全球出口订单已连续两月回升; 房地产方面, 1-2月商品住宅销售额同比增长3.5%, 结束了持续近18个月的下降趋势, 地产投资降幅也大幅收窄至-5.7%。未来几个月, 宏观层面需要观察两条线索, 一是需求侧三个核心变量的演变: 消费修复幅度、地产何时回升、出口下行程度; 二是经济压力减小, 后续稳增长政策力度可能发生变化。
- **需求的恢复好于工业生产。** 1-2月工业增加值同比2.4%, 社零同比3.5%, 二者的Wind一致预期分别为3.0%/2.9%, 消费需求超预期, 工业生产不及预期。今年春节后劳动力返岗偏慢, 拖累1-2月工业生产, 但对此不必担忧, 2月中下旬以来复产复工已经明显加快, 百年建筑网调研数据显示农历二月初一(2.20)劳务到位率开始超过去年同期。生产暂弱不会构成核心矛盾, 经济的主线仍然是需求复苏。
- **服务的生产和消费好于商品。** 1-2月服务业生产指数同比5.5%, 远高于工业增加值, 两年平均增速(4.85%)基本与工业增加值持平(4.92%); 代表服务消费的餐饮收入同比增长9.2%, 亦大幅领先商品零售2.9%的增速。12月底疫情快速过峰后, 居民出行逐步恢复正常, 12月/1月/2月百城拥堵指数同比增速分别为-14.3%/-5.3%/12.1%。出行显著修复后, 服务业的生产和消费复苏快于商品生产和消费, 这也将是今年经济复苏的主线之一。
- **消费:(1)限额以下零售好于限额以上。** 限额以上零售同比增速仅1.5%, 自从2022年8月以来, 首次低于整体零售, 限额以下的中小规模零售商复苏情况好于大零售商。**(2)必选消费仍有韧性, 但可选消费和地产后周期修复更快。** 必选消费中, 粮油食品同比增长9%, 中西药品增长19.3%。但从修复程度来看, 此前跌幅较大的可选消费和地产后周期的修复遥遥领先。可选消费品中, 修复幅度从大到小依次是: 金银珠宝(同比增速比12月高24.3个点, 后面表示相同含义)>化妆品(23.1)>服装鞋帽(17.9)>烟酒(13.4)>日用品(13.1)>; 地产后周期方面: 家电(11.2)>家具(11.0)>建筑装潢材料(8.0)。**(3)出行修复带动石油消费, 但汽车预计是今年消费的拖累项目。** 石油消费一般而言受价格主导, 但1-2月国际油价基本稳定, 石油消费同比却大幅增长10.9%, 主要由于出行恢复的带动, 量胜于价。另外, 去年底税费优惠政策退出后, 汽车成为今年消费最大的拖累项目。1-2月汽车同比-9.4%, 剔除汽车后, 社零增速将从3.5%提高至5%。
- **固定资产投资方面, 房地产投资表现亮眼, 地产复苏可能会提前到来。(1)房地产方面,** 1-2月, 商品房销售面积同比-3.6%, 销售额与去年同期基本持平, 同比增速-0.1%。更积极的信号是商品住宅销售额开始正增长, 1-2月同比3.5%, 自2021年7月以来连续下降了近18个月, 终于迎来增长。在销售回暖的带动下, 开发投资增速也明显好转, 房地产开发投资同比增速为-5.7%, 按当月增速来看, 是去年3月以来最小降幅, 并且是在去年1-2月相对高基数下(3.7%)实现的降幅收窄。其中, 新开工面积同比-9.4%, 是自2021年7月以来最低降幅; 竣工同比8%, 也是2021年底以来最高增速, “保交楼”取得明显进展。若趋势延续, 最快二季度房地产投资可能就会迎来当月正增长。**(2)基建和制造业投资相比去年12月增速亦有改善,** 但随着经济增长压力减小, 基建托底的必要性下降, 今年基建投资增速预计将低于去年。制造业投资更多是结构性机会, 外需导向型的制造业投资可

能乏善可陈，但面向内需的消费制造业可能会大力投资扩产，以补足需求复苏下的供给缺口。

- **风险提示：**稳增长政策不及预期；房地产市场复苏不可持续；出口下行超预期。

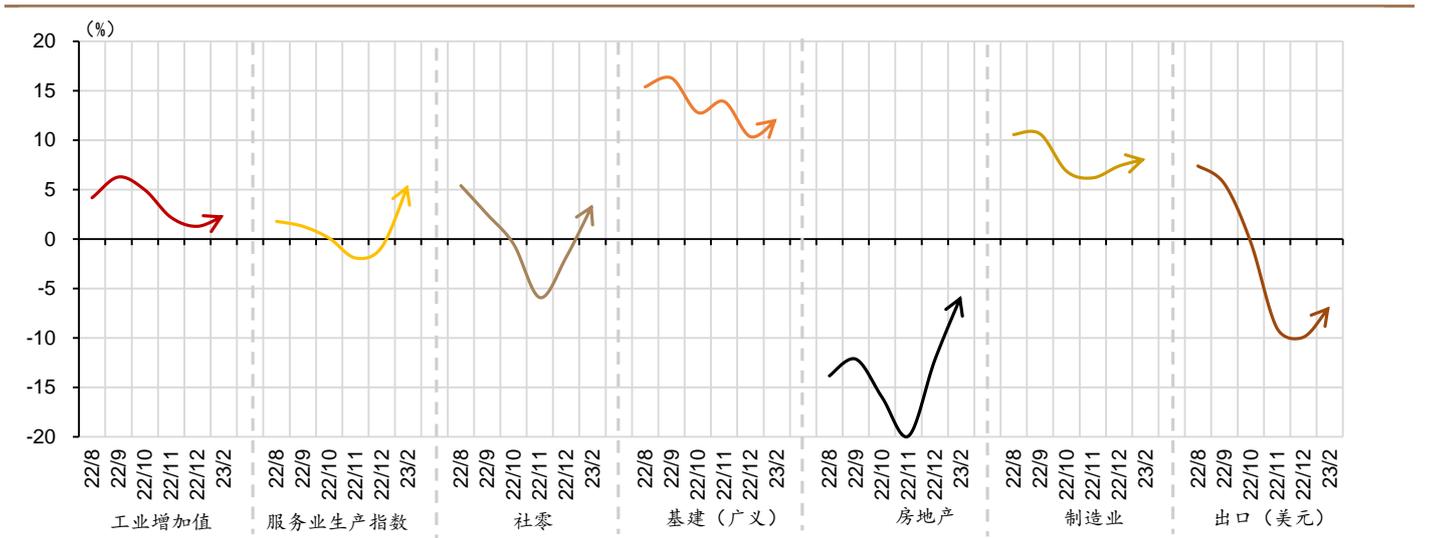
表 1: 1-2 月经济数据概览

指标 (当月同比, %)		比上期	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
GDP	当季			2.9			3.9	
	累计			3.0			3.0	
生产	工业增加值	1.1	2.4	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2
	服务业生产指数	6.3	5.5	-0.8	-1.9	0.1	1.3	1.8
	社会消费品零售	5.3	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4
需求	固定资产投资	2.3	5.5	3.2	0.7	4.3	6.7	6.6
	基建 (广义)	1.8	12.2	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4
	房地产	6.5	-5.7	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8
	制造业	0.7	8.1	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6
	出口 (美元)	3.1	-6.8	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4
	进口 (美元)	-2.7	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0
指标 (当月同比, %)		比上期	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
通胀	CPI	-1.1	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8
	PPI	-0.6	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9
就业	城镇调查失业率	0.1	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5
	其中: 16-24岁	0.8	18.1	17.3	16.7	17.1	17.9	17.9

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 上半部分的生产 and 需求数据为 1-2 月合并, 下半部分通胀和就业为单月数据

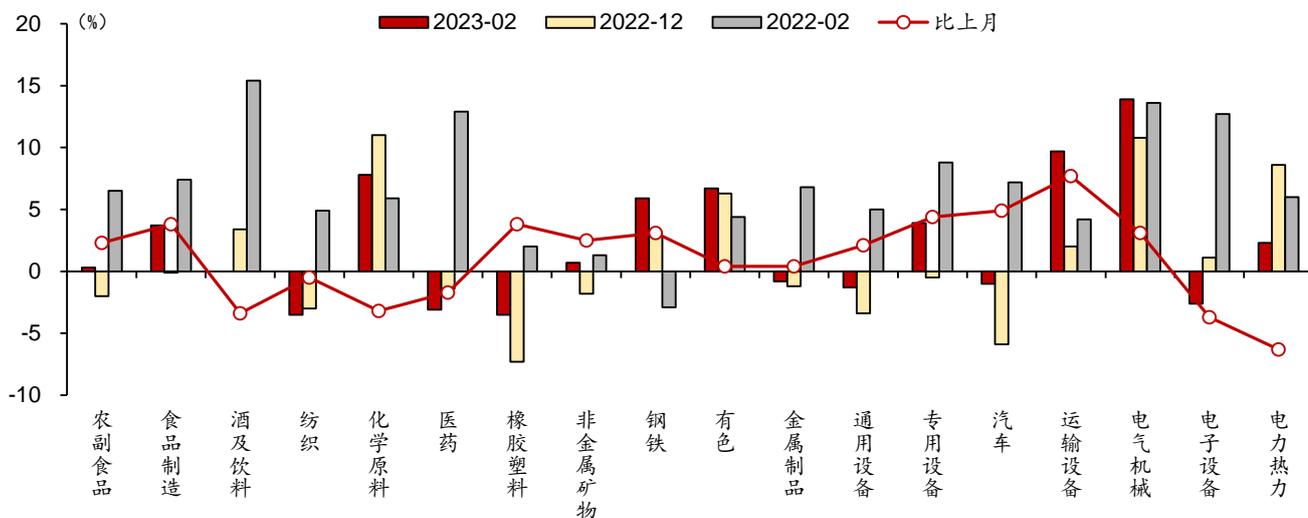
图 1: 主要经济指标均明显复苏



资料来源: Wind, 德邦研究所

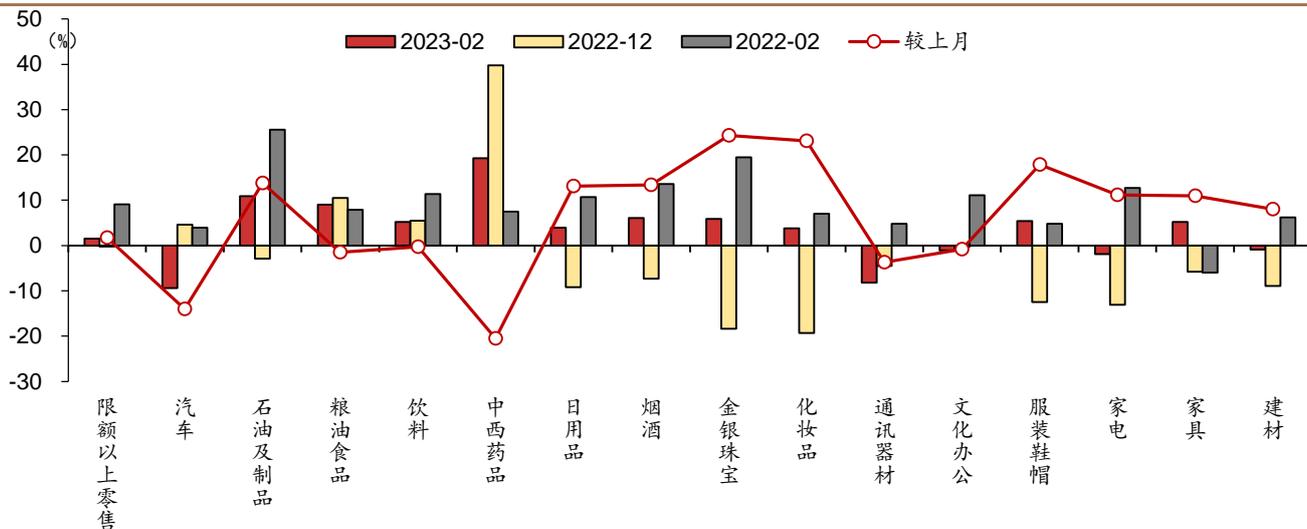
注: 均为当月同比, 其中 1-2 月合并发布

图 2：规模以上工业增加值同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：限额以上商品零售同比增速



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_53288



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn