

## 宏观点评 20230315

# 1-2 月经济增长不需要政策刺激了吗？

2023 年 03 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《控通胀+YCC：美联储货币政策的新框架》

2023-03-15

《新总理答记者问释放了哪些施政信号？》

2023-03-13

■ 在消费复苏和投资加力的带动下，1-2 月的经济增长显著改善，我们估算对应的 GDP 增速在 3.6% 以上。由于 3 月以来以人流、房地产销售、建筑业的高频数据继续回暖，根据我们此前测算 2023 年各季度有利的基数效应，如果一季度能实现 3.6% 以上的 GDP 增速，则全年 GDP 增速有望达到 5.5%（图 1）。

■ 我们认为就整体经济而言，年内出台新的总量型刺激计划的空间有限，但是结构性问题仍然不可忽视，目前看来投资依旧是主力军，但生产的复苏意外偏弱，消费则开始受到汽车等耐用品消费的拖累（图 2）。此外，1-2 月失业率指标的反弹，尤其青年人就业的再度恶化（图 3），政策仍需要在相关的领域打好组合拳，以避免出现“不平衡、无就业增长的经济复苏”。

■ 从细项数据看，出口和去库存可能是 2023 年经济面临的两大问题。纺织、橡胶塑料等偏低端制造业已经率先感受到外需的走弱，而汽车行业去库存可能是影响 2023 年工业生产、制造业投资和消费的核心环节之一：

■ 工业：除了出口拖累，还有高基数。1 至 2 月的工业生产是不及市场预期的，同期 PMI 的反弹即使剔除季节性也要明显强于过往时期，但是工业生产季调环比（1 月 0.26%，2 月 0.12%）却明显低于历史平均水平。

尽管环比上不尽如人意，但是同比表现上算是基本达标，2023 年 1-2 月同比增速 2.4%，2022 和 2023 年两年复合年均增速超过 4.9%，基本符合 5% 的增长目标。从分项上看，表现比较突出的是电器机械和化工，黑色虽然同比表现不俗，但受去年同期低基数影响更大。相反，受到高基数影响的则是计算电子设备、医药和汽车制造等。可能更加值得担心的是纺织和橡胶塑料制造业，在外需走弱的背景下，这些偏低端的制造业确实受到了较大的影响。

■ 制造业投资：不负“信贷开门红”。1 至 2 月制造业投资同比增速进一步加速至 8.10%（2022 年 12 月为 7.4%），2022 年同期这一增速是 20.90%，不得不说依旧十分强势（两年复合实际平均增速达 10.6%）。

■ 制造业投资的亮眼表现无疑与 2023 年信贷开门红“相得益彰”，企业中长期贷款持续刷新历史同期新高，电器机械继续领跑，我们依旧认为这和国家大力支持重点项目建设相关，1 至 2 月公用事业投资同比增速达 25.4% 是能源设备的重要支撑。不过值得警惕的是出口拖累风险，例如纺织纺服等行业，以及库存压力下汽车相关投资的后续放缓。

■ 基建：开启“加速跑”模式，开年基建三大领域齐发力。一季度通常为基建开工的传统淡季，但 2023 年 1-2 月广义基建投资当月同比增速达 12.2%（去年 12 月为 10.4%），基建投资在开年之际就实现了较高增长，有望实现“淡季不淡”。1-2 月基建三大组成部分均衡发力，相较于能源基建投资以及水利和公共设施，交通仓储投资增速有所回落，这主要受道路投资增速的大幅放缓影响所致。

2023 年稳经济的重要抓手依旧是“发挥投资的关键性作用”，基建以及与基建相关的制造业投资依旧是主要的政策发力点之一。在 2023 年“扩内需”的背景之下，政策性开发性金融工具作为一大增量政策工具有望继续使用，且政府也对地方新增专项债规模进行上调，两者均对基建投资起到支撑作用，使其增速保持在 5%（实际增速）以上的概率较大。

■ 地产：投资边际超预期修复，竣工率先转正。节后仍延续供需双弱的格局，生产端方面，新开工与施工面积同比跌幅均大幅收窄，竣工面积同比由负转正，结合国房景气指数连续两月从 12 月谷底回升，指向房企预期改善，投资开工修复；需求端方面，回暖的迹象相对更快，商品房销售额同比收窄至 -0.1%（前值 -31.5%），高频数据指向 2 月以来房市消费的持续复苏，但未来的持续性仍需关注更具代表性的新房销售数据。

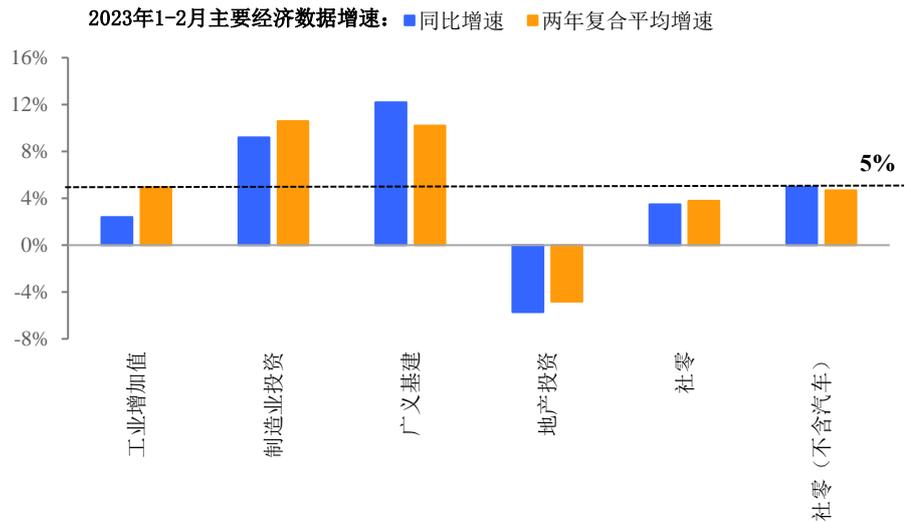
- **疫情影响消散叠加春节消费火热，1-2月社零同比增长3.5%，走出去年四季度同比萎缩区间。此次社零边际变化有两个特点：第一是由“囤货”属性转为“社交”属性**，出门、接触类消费如餐饮、烟酒、化妆品、金银珠宝分别同比增长9.2%、6.1%、3.8%和5.9%，燃油消费同比上涨10.9%反映春节出行火热，结合近期服务业景气水平回升，体现居民消费意愿明显增强；**第二是汽车销售的明显拖累**，同比下跌9.2%（前值增长4.6%），原因主要是新能源车补贴政策退坡导致销量提前至全年年底，但考虑到近期多家车企降价促销以及2月车市的回暖，可期待汽车消费后续更快修复。
- **地产链消费可能值得期待**。地产链相关消费中，家电及建筑装潢消费同比收窄，家具由负转正，考虑到竣工面积率先反弹，以及过去三年疫情对于竣工后装修速度的拖累，我们预计建筑装饰和家电家具可能是2023年消费的“意外之喜”。
- **风险提示**：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

图1：一季度经济增长改善意味着全年有望实现 5.5 左右的 GDP 增速

	同比 (%)	环比 (%)	主要考虑因素
2023Q1E	3.6	2.2	消费复苏、基建投资和制造业投资加力、地产投资拖累减少。
2023Q2E	7.8	1.5	有利的基数效应和消费持续复苏，固定资产投资平稳。
2023Q3E	5.1	1.3	消费复苏见顶，基建和制造业投资放缓，地产投资企稳。
2023Q4E	5.5	0.4	有利的基数效应和地产投资转正，但消费、基建投资、制造业投资进一步放缓。
2023E	5.5		

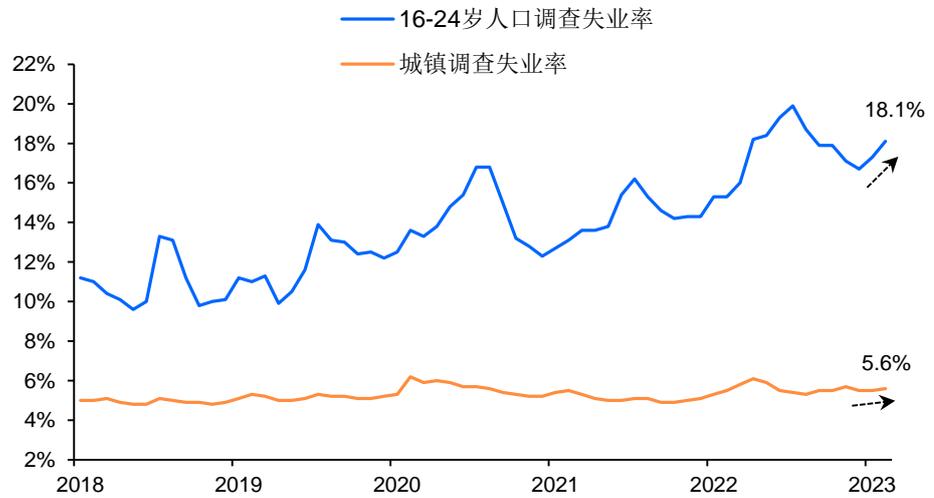
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：2023 年 1-2 月主要经济数据同比增速



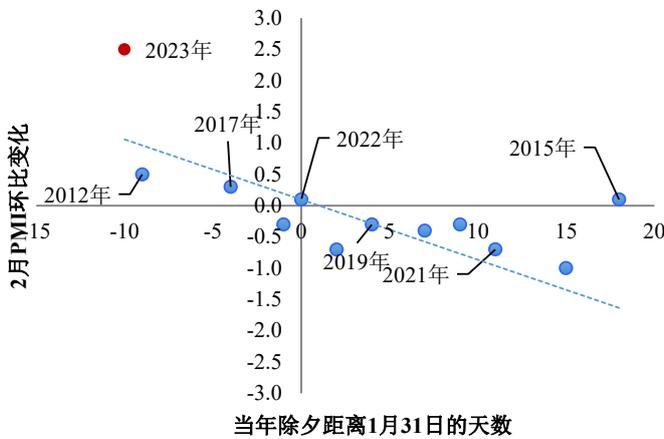
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 1-2 月的经济复苏并未伴随就业指标的改善



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

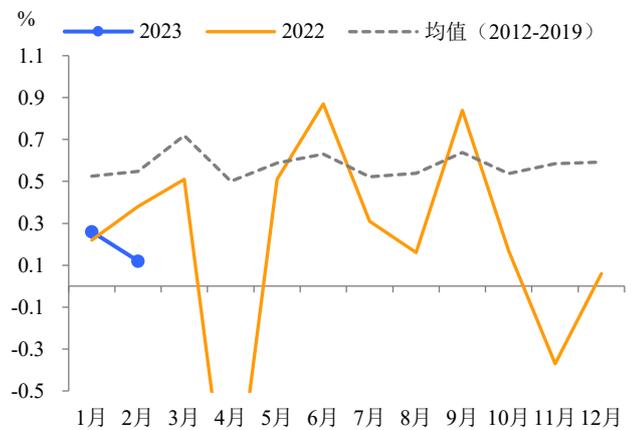
图4: 2023年2月PMI的反弹明显好于季节性



注: PMI 的单位是%。

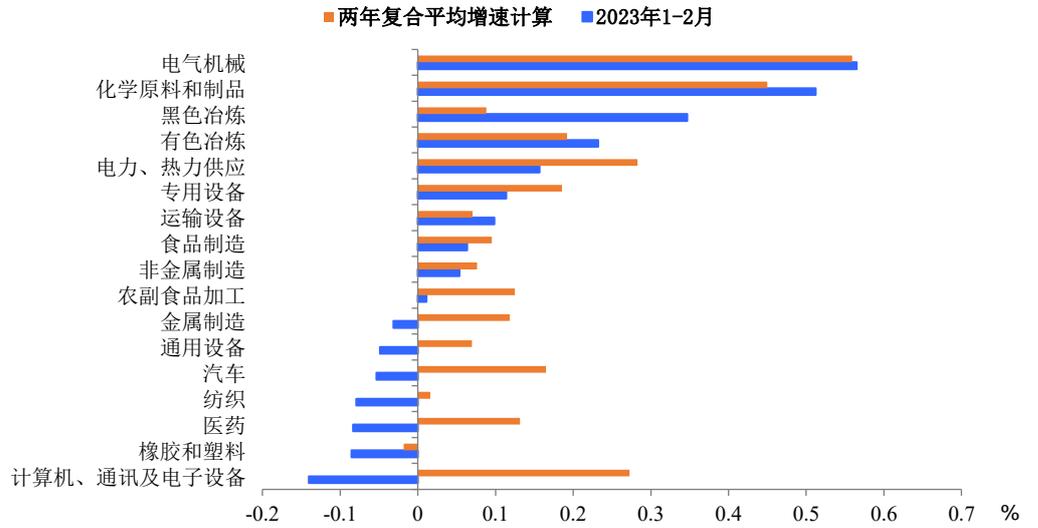
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: ...但是工业生产季调环比增速偏弱



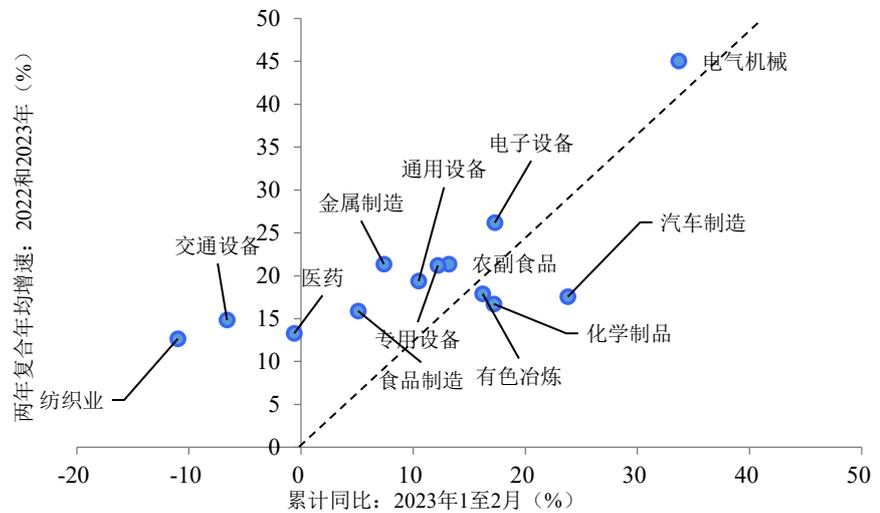
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023年1至2月主要行业对工业增加值同比的贡献



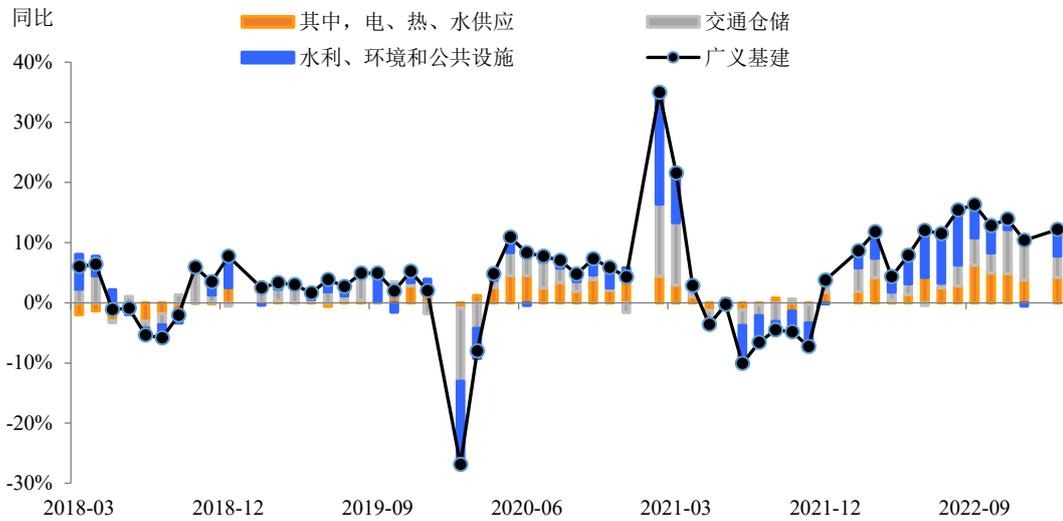
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023年1至2月部分行业制造业投资表现: 电机行业表现依旧突出



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2023年开年基建投资：三大组成部分均衡发力（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年1-2月交通仓储投资有所回落（当月同比）

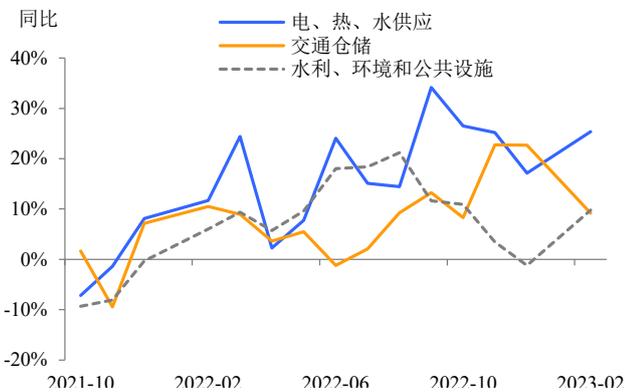
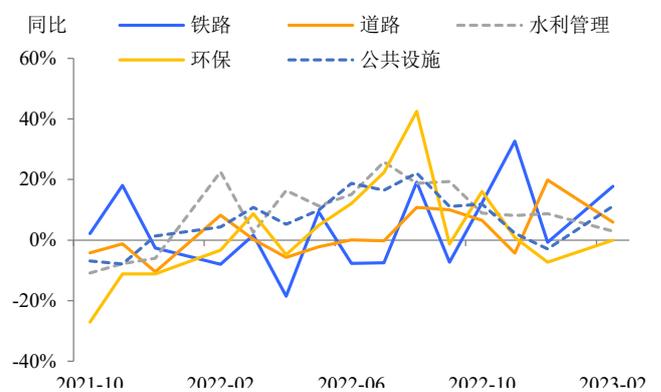


图10：2023年1-2月道路投资增速大幅放缓（当月同比）



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\\_53296](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53296)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn