

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

年初经济修复成色超预期

2023年3月16日

摘要：

在2023年的第一份经济数据中，存在着三点预期差：（1）房地产行业各项数据明显改善，（2）服务业修复斜率较为陡峭，（3）制造业投资势头强劲。

- **1-2月经济修复成色超预期。**伴随疫情对经济的影响逐渐减弱，社会生产生活秩序快速修复，经济运行呈现稳步回升的态势。根据我们计算的月度GDP指数，1-2月GDP同比增速约为4.3%，两年平均增速在4.9%左右。较好的开局为实现全年经济目标打下了坚实基础。
- **在2023年的第一份经济数据中，存在着三点预期差：**

第一，房地产行业各项数据明显改善。房地产投资1-2月累计同比下降5.9%，扭转了自2021年初以来不断下滑的趋势。“保交楼”支持政策不断落地，推动竣工面积同比增速回正，新开工、施工面积同比降幅也显著收窄。需求端来看，1-2月商品房销售面积同比下跌3.6%，去年全年为-24.3%。房地产销售展现出回暖的迹象，我们判断一是由于疫情形势好转后积压需求快速释放，二是各地因城施策，对调控政策进行优化。从高频数据来看，春节之后30大中城市商品房成交连续四周回升，但2月26日之后连续两周回落，需要关注地产销售回暖的持续性。

第二，服务业修复斜率较为陡峭。1-2月份，全国服务业生产指数同比增长5.5%，2022年12月份为下降0.8%。1-2月服务业生产指数的改善幅度要远高于工业增加值。在疫情反复的阶段，接触性服务业受到压制，1月以来餐饮链与出行链景气度迅速反弹。2023年是疫情影响减弱的第一年，服务业修复速度快于工业可能成为今年经济复苏的新特征。

第三，制造业投资势头强劲，保持较高增速。前期央行推出设备更新改造再贷款工具，以及监管层多次表示“支持重点领域设备更新改造”，对制造业投资延续高增发挥了重要作用。往后看，我们认为制造业投资将继续高增长，一是今年信贷开门红，1-2月企业中长贷较去年多增约2万亿元，为制造业投资提供了充足的“弹药”；二是我们提出2023年有望迎来新一轮设备更新周期，制造业投资需求或将集中释放。我们判断，2023年制造业投资将成为经济增长的主要驱动力。

- **总体来看，经济内生动能处于复苏通道之中，对权益市场表现或可以更加乐观一些。**一方面，目前经济运行要好于预期，另一方面，就业的结构性问题尚未得到解决，“稳增长，稳就业”的增量政策依然可期。在这种情况下，权益市场的机会或大于风险。推荐关注消费板块和与设备更新需求相关的机械板块。
- **风险因素：**疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目 录

一、年初经济的三点预期差	3
二、工业生产稳步恢复	5
三、基建投资维持两位数增速	6
四、社零增速由负转正，结构分化明显	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：30 大中城市商品房成交面积	3
图 2：1-2 月服务业修复快于工业	4
图 3：各行业制造业投资增速	4
图 4：工业增加值同比增速上升	5
图 5：1-2 月各行业增加值同比	6
图 6：螺纹钢产量	7
图 7：石油沥青装置开工率	7
图 8：各类消费增速	8

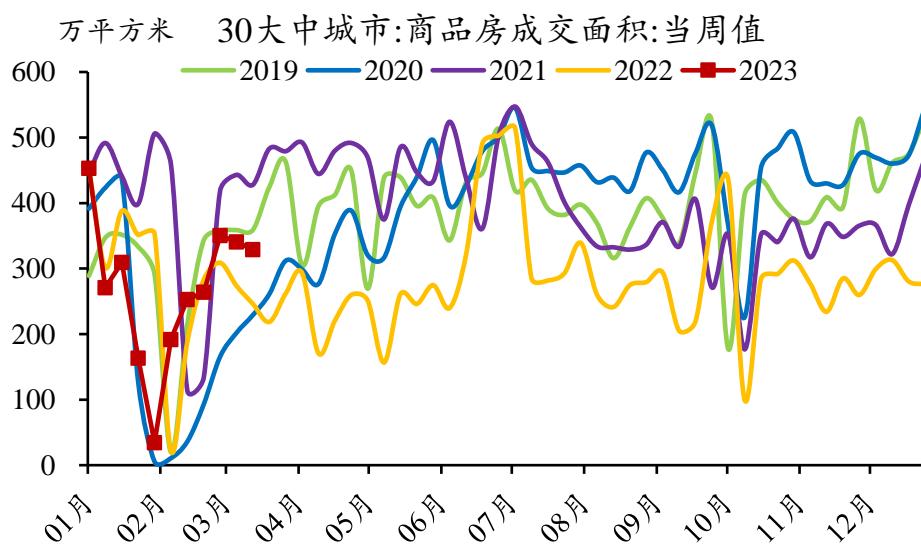
一、年初经济的三点预期差

1-2月经济修复成色超预期。伴随疫情对经济的影响逐渐减弱，社会生产生活秩序快速修复，经济运行呈现稳步回升的态势。根据我们计算的月度GDP指数，1-2月GDP同比增速约为4.3%，两年平均增速在4.9%左右。较好的开局为实现全年经济目标打下了坚实基础。与Wind一致预期相比，社零同比增长3.5%，高于预期的2.9%，固定资产投资同比增长5.5%，高于预期的3.3%。而工业增加值同比增长2.4%，低于预期的3.0%，我们认为主要因今年春节后工地员工复工到位偏慢。考虑到2月21日（农历二月初二）后，劳务到位率加速恢复，生产端无需过度担忧。整体来看，1-2月经济运行驶入正轨，修复情况较好。

在2023年的第一份经济数据中，存在着三点预期差：

第一，房地产行业各项数据明显改善。房地产投资1-2月累计同比下降5.9%，高于2022年全年的-10.0%，扭转了自2021年初以来不断下滑的趋势。“保交楼”支持政策不断落地，推动竣工面积同比增速回正至8%（2022年全年为-15%），新开工、施工面积同比降幅也显著收窄。需求端来看，1-2月商品房销售面积同比下跌3.6%，去年全年为-24.3%。房地产销售展现出回暖的迹象，我们判断一是由于疫情形势好转后积压需求快速释放，二是各地因城施策，对调控政策进行优化，包含二孩三孩家庭允许购买多套住房、放松公积金贷款政策、发放购房补贴等。从高频数据来看，春节之后30大中城市商品房成交连续四周回升，但2月26日之后连续两周回落，需要关注地产销售回暖的持续性。

图1：30大中城市商品房成交面积



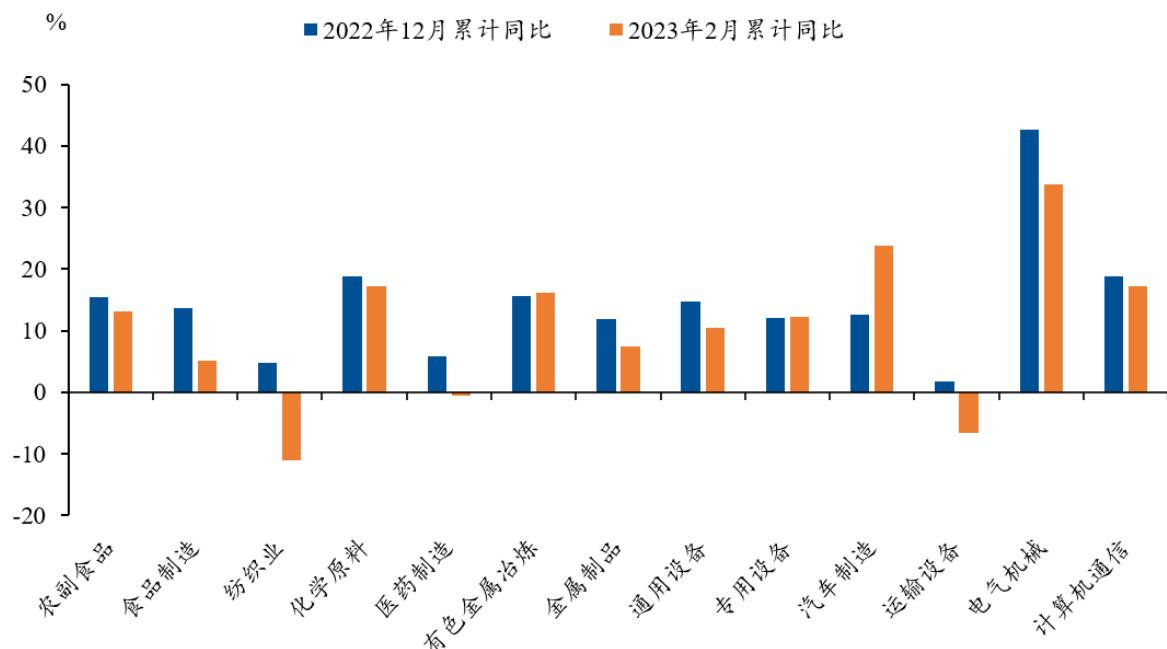
资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，服务业修复斜率较为陡峭。1-2月份，全国服务业生产指数同比增长5.5%，2022年12月份为下降0.8%；两年平均增长4.8%。1-2月服务业生产指数的改善幅度要远高于工业增加值。在疫情反复的阶段，接触性服务业受到压制，1月以来餐饮链与出行链景气度迅速反弹。餐饮收入同比增长9.2%，较12月大幅提升23.3个百分点；11大城市地铁客运量月均值1-2月同比增长7.7%。另外，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数同比分别增长9.3%、7.6%，为服务业行业提供强力动能。2023年是疫情影响减弱的第一年，服务业修复速度快于工业可能成为今年经济复苏的新特征。

图 2：1-2 月服务业修复快于工业


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，制造业投资势头强劲，保持较高增速。在企业盈利负增长、出口退坡的大环境下，制造业投资的韧性自2022年下半年以来屡次受到市场的质疑。然而1-2月制造业投资同比增长8.1%，再一次展现出了强韧性。前期央行推出设备更新改造再贷款工具，以及监管层多次表示“支持重点领域设备更新改造”，对制造业投资延续高增发挥了重要作用。高技术制造业投资增长较快，增速为12.3%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长21.3%、20.5%。往后看，我们认为制造业投资将继续高增长，一是今年信贷开门红，1-2月企业中长贷较去年多增约2万亿元，为制造业投资提供了充足的“弹药”；二是我们提出2023年有望迎来新一轮设备更新周期（详见报告《设备更新周期可能即将启动》），制造业投资需求或将集中释放。我们判断，2023年制造业投资将成为经济增长的主要驱动力。

图 3：各行业制造业投资增速


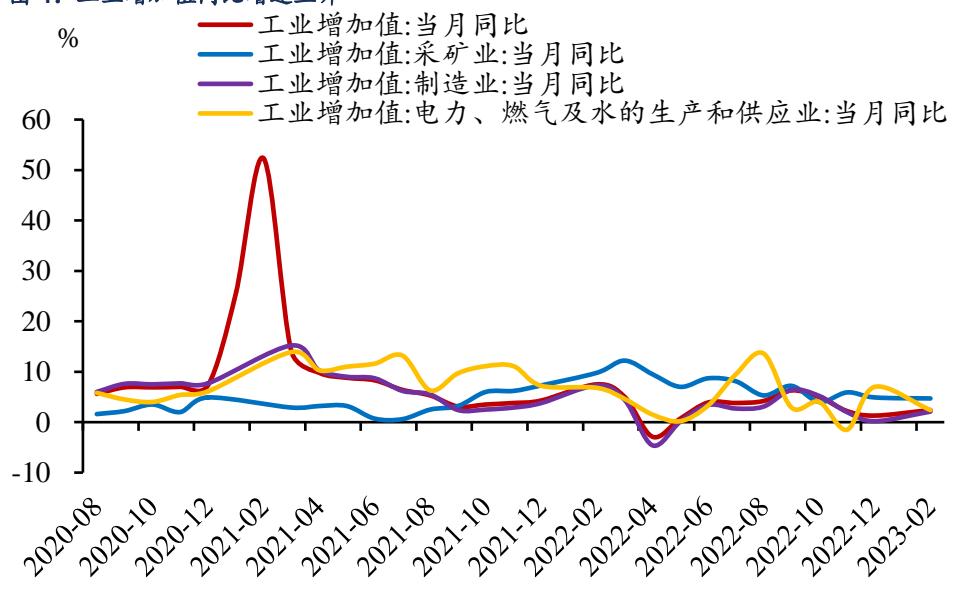
资料来源:万得, 信达证券研发中心

总体来看，经济内生动能处于复苏通道之中，对权益市场表现或可以更加乐观一些。一方面，目前经济运行要好于预期，另一方面，就业的结构性问题尚未得到解决，2月年轻群体失业率为18.1%，较去年12月上行1.4个百分点，“稳增长，稳就业”的增量政策依然可期。在这种情况下，权益市场的机会或大于风险。投资机会上，我们推荐（1）大消费板块，包含出行链、餐饮链，（2）与设备更新需求相关的机械设备板块，包含专用设备、通用设备。

二、工业生产稳步恢复

伴随疫情对供应链扰动逐渐减弱，工业增加值增速较上期提升。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，比2022年12月份加快1.1个百分点。采矿业增加值同比增长4.7%，较上期下降0.2个百分点。制造业增加值同比上升2.1%，较上期上升1.9个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%，较上期下降4.6个百分点。

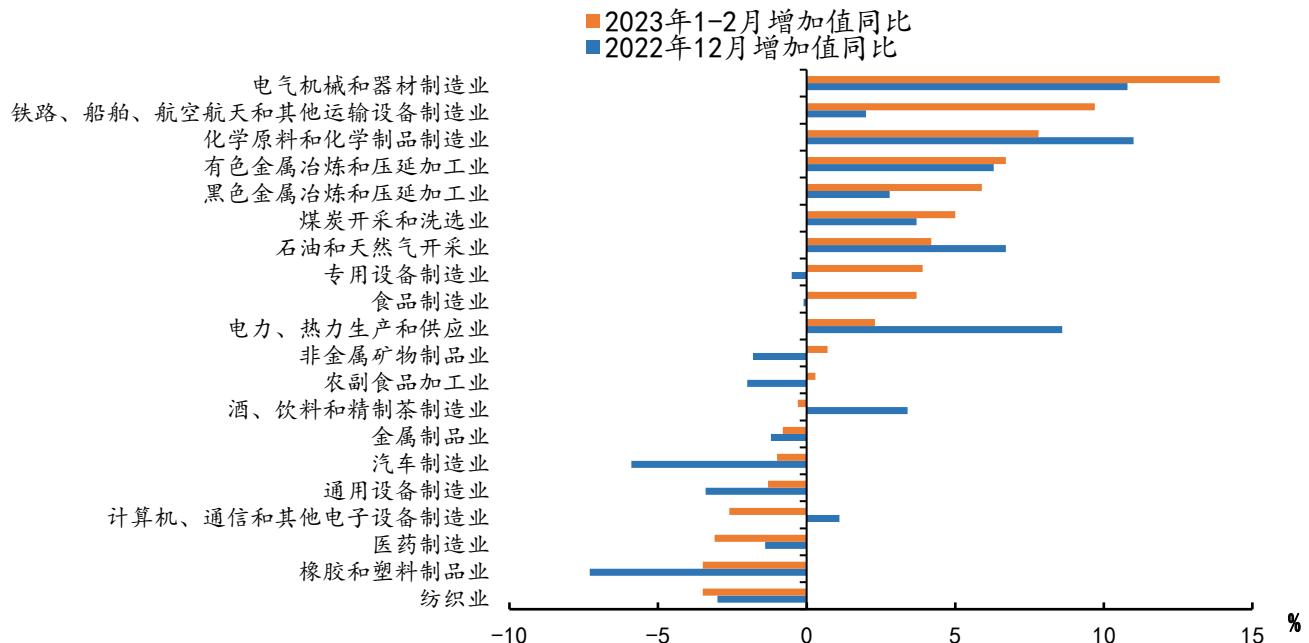
图4：工业增加值同比增速上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

受到基建投资、制造业投资等需求支撑，中上游行业工业生产增速较快；出口链形成拖累。节后各地重大项目密集开工复工推动中上游行业产能释放，化学原料、有色金属冶炼、黑色金属冶炼等行业增加值同比增速靠前。另一方面，在海外需求走弱的背景下，出口链相关行业表现不佳，比如纺织业、计算机通信、医药制造生产明显放缓。

图 5：1-2 月各行业增加值同比



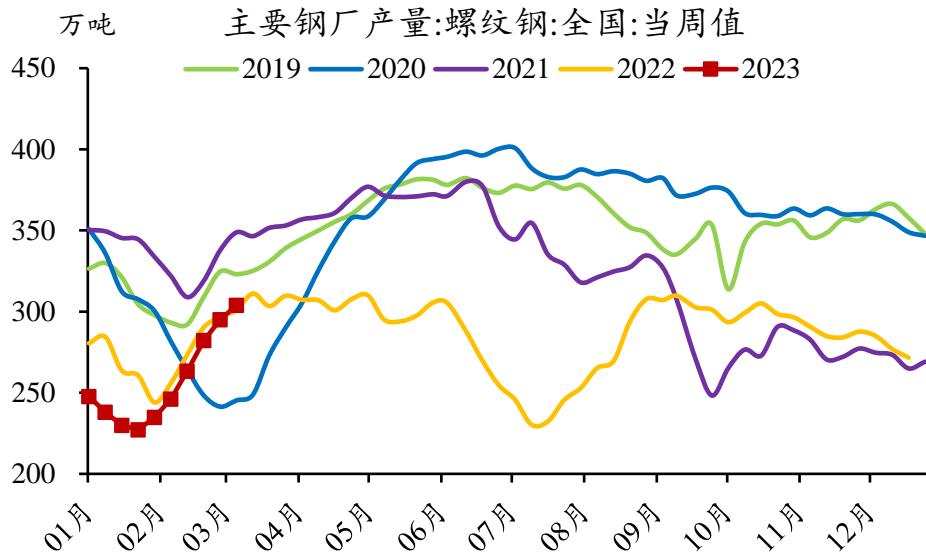
资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、基建投资维持两位数增速

1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%，比2022年全年加快0.4个百分点；两年平均增长8.8%。

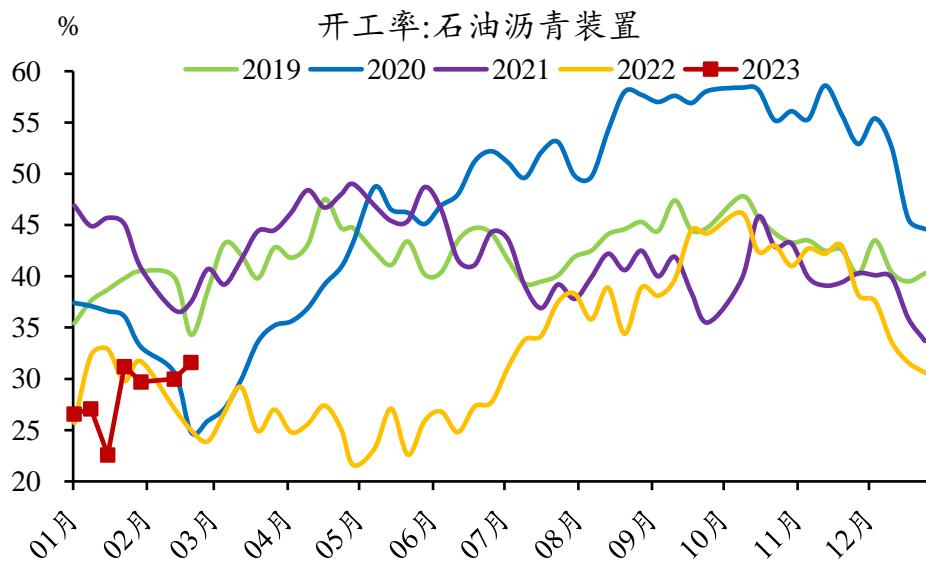
基建投资维持韧性。1-2月广义基建投资增长12.2%，2022年12月为11.5%。国家发展改革委一月表示，今年将进一步发挥好各项投资政策“组合拳”效应，以高效有力举措推动投资跑出“加速度”。可见今年年初基建的资金来源和项目储备均能够得到保障。一是今年发债继续前置，新增专项债2.19万亿元的提前批中，1-2月的发行量已达到8269.3万元；二是去年8月下旬国务院追加了5000多亿元专项债地方结存限额，我们预计部分在今年年初形成实物工作量。从高频指标来看，与基建相关的螺纹钢产量与石油沥青装置开工率在春节之后连续走高，显示基建投资或依然是2023年稳经济的重要抓手。

图 6: 螺纹钢产量



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 7: 石油沥青装置开工率



资料来源:万得, 信达证券研发中心

独立投资和制造业投资在第一部分已做分析

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_53348

