

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

内需的修复，才刚刚开始

事件：

3月15日，国家统计局公布数据显示，1-2月，规模以上工业增加值同比2.4%，前值1.3%；社会消费品零售总额同比3.5%，前值-1.8%；固定资产投资同比5.5%，前值5.1%。

内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些

1-2月经济数据表现亮眼，需求好于生产、需求指标普遍好于预期，透露的经济线索，与我们前期反复提示的逻辑类似，稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复。内需的修复才刚刚开始，不必担忧修复的持续性、对经济可以更加“乐观”些。

逻辑一：稳增长的力度不低、持续性有保障，作为稳增长重要抓手的基建投资、韧性有望延续。1-2月，基建投资同比12.2%、高于去年12月的10.4%，与专项债发行靠前、投向基建比重上升等表征类似，皆指向稳增长靠前发力。从最新财政预算来看，政策“加力”力度不低，广义财政预算支出增速5.9%、高于去年实际增速的3.1%，基建、科技等领域支出加快；作为预算内重要补充，“准财政”或继续对基建等项目提供资金支持。

逻辑二：政策“加持”和高景气领域，推动制造业投资继续高增。1-2月，制造业投资同比8.1%、高于去年12月的7.4%，民间投资表现更为强劲、同比16.6%；其中，中游制造表现亮眼，计算机通信、专用设备、汽车等增长加快，电气机械、通用设备等保持高增。制造业投资持续强势，一方面与政策加大“引导”产业投入紧密相关，另一方面，缘于新能源、数字转型等战略新兴产业持续高景气，已开启新时代“朱格拉”周期。

逻辑三：消费修复已然加快，企业和居民消费有望推动社零回升至疫情前。1-2月，社零同3.5%、时隔3个月首次转正，其中餐饮收入和商品零售同比分别为9.2%和2.9%，主要得益于场景恢复带来的相关消费增长，1月以居民出行消费为主、2月以来商务活动等社会集团消费增多，后者贡献超一半的社零、对社零拖累显著。社会集团消费受场景恢复提振更为明显，当下消费增长的重要驱动；伴随企业经营活动好转，居民收入改善或进一步支持消费修复。

常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费

工业和服务业均加快增长，后者回升更为显著。1-2月工业增加值同比增长2.4%、高于去年12月的1.3%，尽管低于市场平均预期，但在1月人员缺勤影响较大的情况下，前2个月实现较快增长已不容易，领先和高频指标显示3月生产在进一步加快；服务业生产指数同比增长5.5%、高于去年12月的-0.1%，其中住宿餐饮、商务活动均在明显改善。

投资加快增长，三大投资均回升，地产竣工表现突出、后续变化值得关注。1-2月，投资同比5.5%、高于去年12月的3.1%，其中房地产投资同比-5.7%、两年复合同比-1.1%，降幅明显收窄，其中竣工表现尤为亮眼；商品房销售面积同比-3.6%、高于前值的-31.5%。地产竣工、销售边际改善，与高频指标指向类似，但改善程度更好，可能部分缘于统计样本差异，存活下来纳入统计房企表现相对更好；保交楼推进进度、地产销售变化，后续仍需紧密跟踪。

消费复苏有所加快，线下活动恢复对就业和收入的提振或滞后显现。1-2月，社会消费品零售总额同比增长3.5%，明显好于去年12月的-1.8%。其中，餐饮收入表现亮眼，同比增长9.2%。分行业看，饮料、服装、日用品等生活类商品消费修复相对较快。城镇调查失业率季节性回升，但结构性压力仍然突出。2月，全国城镇调查失业率5.6%、较去年同期上升0.1个百分点。其中，16-24岁人口调查失业率18.1%、创历史同期新高，较去年12月上升0.6个百分点。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些	3
2、常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费.....	5
风险提示.....	8

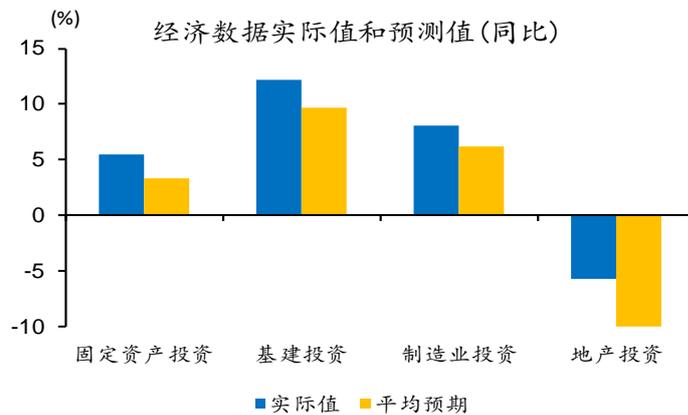
图表目录

图表 1： 内需超预期修复，投资表现亮眼	3
图表 2： 1-2 月稳增长加力，基建投资增速提升.....	3
图表 3： 相比往年，专项债更多投向基建领域.....	3
图表 4： 广义财政口径下，支出增速较去年提升.....	4
图表 5： 预算内基建类支出增速上行.....	4
图表 6： 制造业投资增速已连续三月上行.....	4
图表 7： 中游装备制造投资保持高增速.....	4
图表 8： 重大项目计划投资规模加速扩大.....	4
图表 9： 重大项目主要投向产业发展领域.....	4
图表 10： 社会零售消费有所恢复.....	5
图表 11： 社会集团商品消费占比超过 50%.....	5
图表 12： 商务出行意愿快速回暖.....	5
图表 13： 国内航班执行架次高位徘徊.....	5
图表 14： 制造业增加值回升带动生产回暖.....	6
图表 15： 中上游行业生产恢复较快.....	6
图表 16： 服务业生产指数明显抬升.....	6
图表 17： 服务业商务活动预期保持高位.....	6
图表 18： 固定资产投资超预期修复.....	7
图表 19： 房地产投资和销售面积明显回升.....	7
图表 20： 新开工和竣工面积回升较快.....	7
图表 21： 餐饮收入表现相对亮眼.....	7
图表 22： 基本生活类商品消费增长较快.....	7
图表 23： 城镇调查失业率季节性上行.....	8
图表 24： 年轻人失业率仍处于高位.....	8

1、内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些

内需的修复才刚刚开始、未来有望延续，经济可以更加“乐观”些。1-2月经济数据表现亮眼，需求好于生产、需求指标普遍好于预期，透露的经济线索，与我们前期反复提示的逻辑类似，稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复。内需的修复才刚刚开始，不必担忧修复的持续性、对经济可以更加“乐观”些。

图表1：内需超预期修复，投资表现亮眼

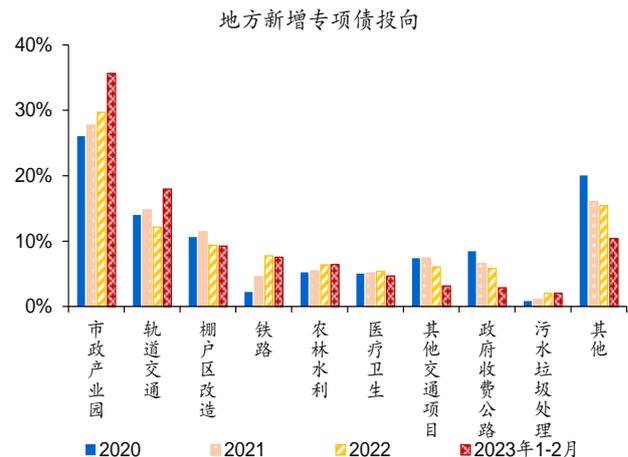
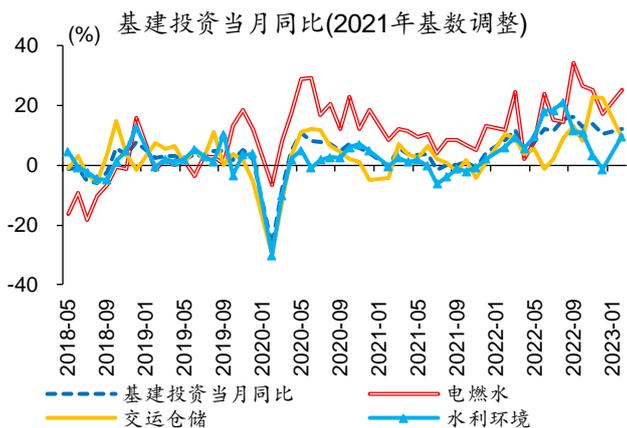


来源：Wind、国金证券研究所

逻辑一： 稳增长的力度不低、持续性有保障，作为稳增长重要抓手的基建投资、韧性有望延续。1-2月，基建投资同比12.2%、高于去年12月的10.4%，与专项债发行靠前、投向基建比重上升等表征类似，皆指向稳增长靠前发力。从最新财政预算来看，政策“加力”力度不低，广义财政预算支出增速5.9%、高于去年实际增速的3.1%，基建、科技等领域支出加快；作为预算内重要补充，“准财政”或继续对基建等项目提供资金支持。（详见《经济可以更“乐观”些，来自财政的“加力”》）

图表2：1-2月稳增长加力，基建投资增速提升

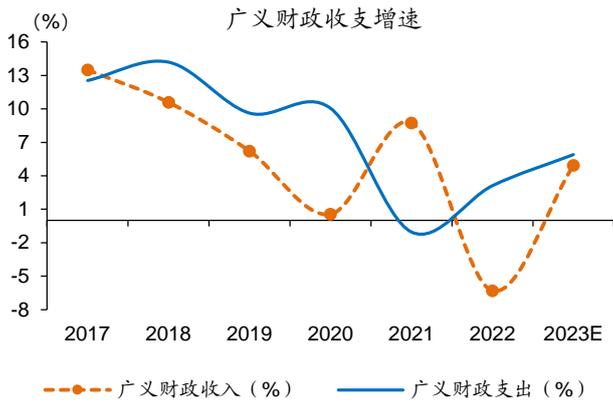
图表3：相比往年，专项债更多投向基建领域



来源：中国债券信息网、国金证券研究所

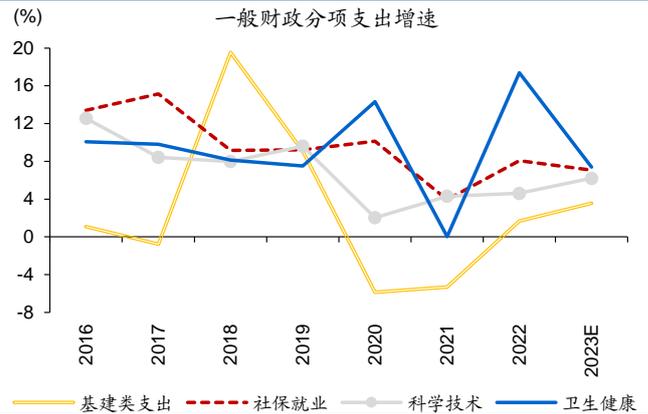
来源：Wind、国金证券研究所

图表4: 广义财政口径下, 支出增速较去年提升



来源: 财政部、国金证券研究所

图表5: 预算内基建类支出增速上行



来源: 财政部、国金证券研究所

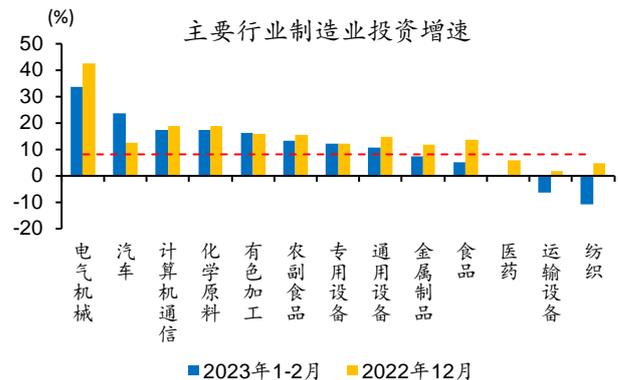
逻辑二: 政策“加持”和高景气领域, 推动制造业投资继续高增。1-2月, 制造业投资同比8.1%、高于去年12月的7.4%, 民间投资表现更为强劲、同比16.6%; 其中, 中游制造表现亮眼, 计算机通信、专用设备、汽车等增长加快, 电气机械、通用设备等保持高增。制造业投资持续强势, 一方面与政策加大“引导”产业投入紧密相关, 另一方面, 缘于新能源、数字转型等战略新兴产业持续高景气, 已开启新时代“朱格拉”周期。(详见《新时代“朱格拉周期”: 产业政策源动力》)

图表6: 制造业投资增速已连续三月上行



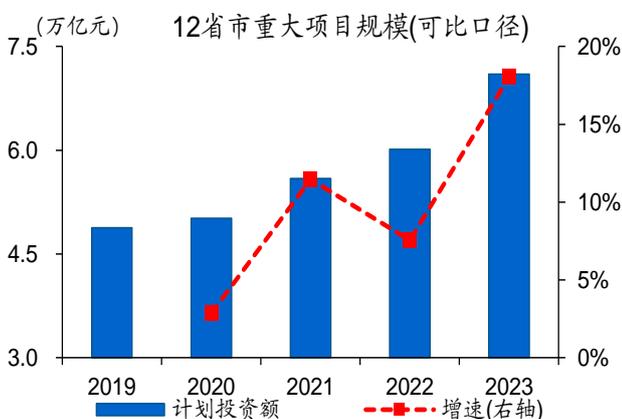
来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

图表7: 中游装备制造投资保持高增速



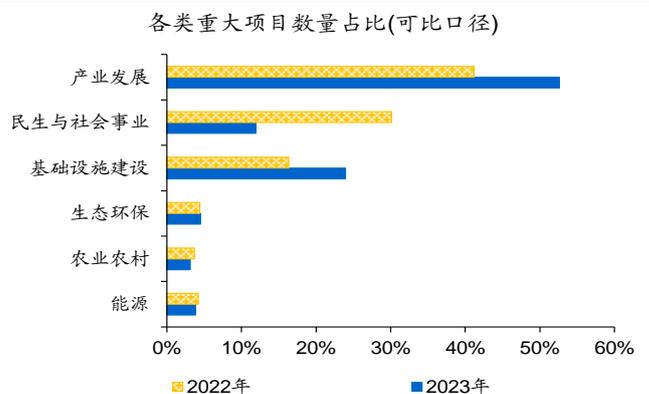
来源: 各地政府网站, 国金证券研究所、国金证券研究所

图表8: 重大项目计划投资规模加速扩大



来源: Wind、国金证券研究所

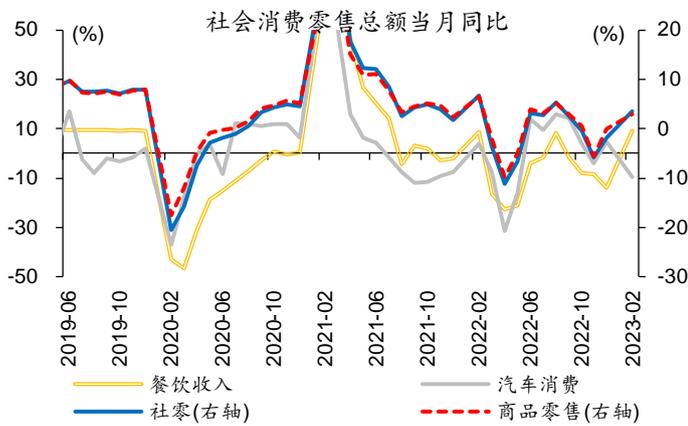
图表9: 重大项目主要投向产业发展领域



来源: Wind、国金证券研究所

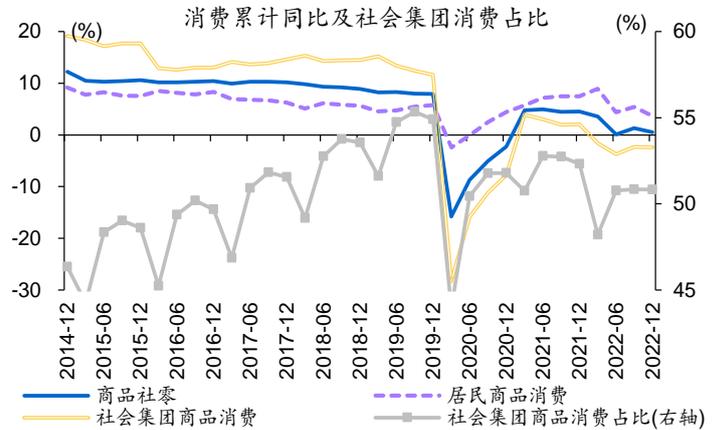
逻辑三：消费修复已然加快，企业和居民消费有望推动社零回升至疫情前。1-2月，社零同3.5%、时隔3个月首次转正，其中餐饮收入和商品零售同比分别为9.2%和2.9%，主要得益于场景恢复带来的相关消费增长，1月以居民出行消费为主、2月以来商务活动等社会集团消费增多，后者贡献超一半的社零、对社零拖累显著。社会集团消费受场景恢复提振更为明显，当下消费增长的重要驱动；伴随企业经营活动好转，居民收入改善或进一步支持消费修复。（详见《疫后消费修复的三大误区》）

图表10：社会零售消费有所恢复



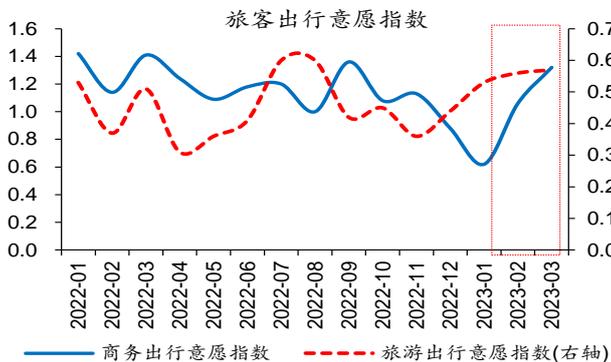
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表11：社会集团商品消费占比超过50%



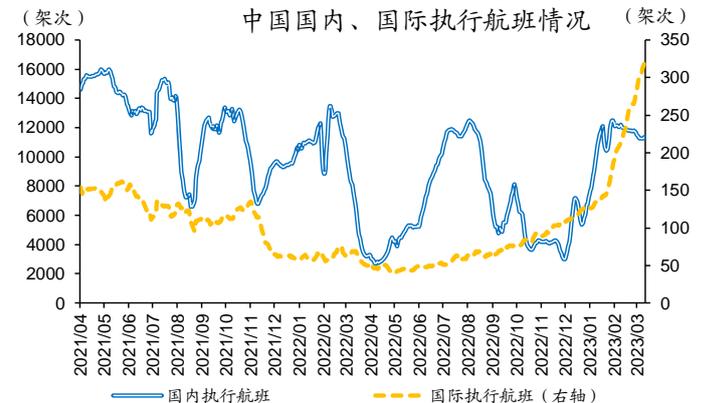
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：商务出行意愿快速回暖



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表13：国内航班执行架次高位徘徊

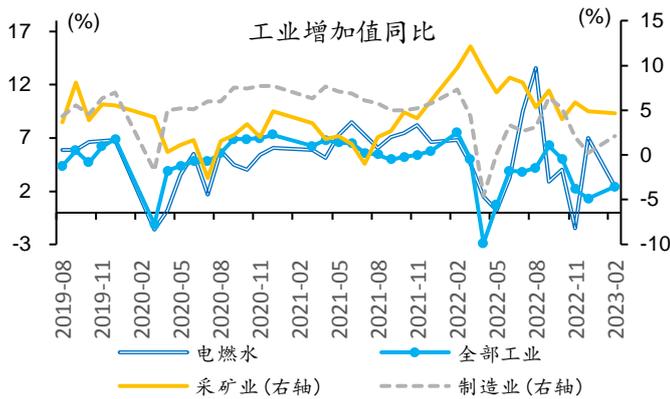


来源：Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：指标全面回升，服务业好于工业、投资好于消费

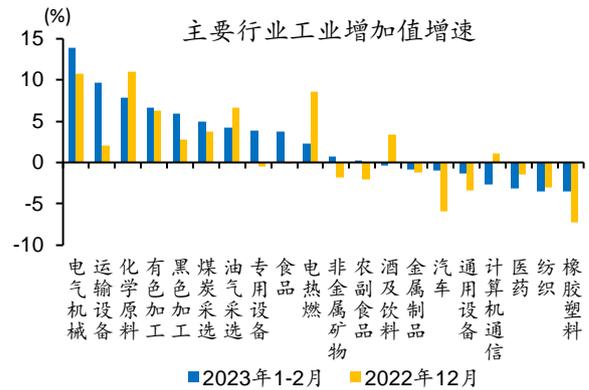
工业生产继续修复，制造业边际改善加快。1-2月工业增加值同比增长2.4%，高于去年12月的1.3%，但低于市场预期的3%，在1月人员缺勤影响较大的情况下，前2个月实现较快增长已不容易，领先和高频指标显示3月生产在进一步加快。其中，制造业增加值同比增长2.1%、较上月提升1.9个百分点，电热燃水同比2.4%，较上月大幅回落4.6个百分点。主要行业中，上游的化学原料、有色加工、黑色加工及中游的电气机械、运输设备、专用设备等行业生产情况较好。

图表14: 制造业增加值回升带动生产回暖



来源: Wind、国金证券研究所

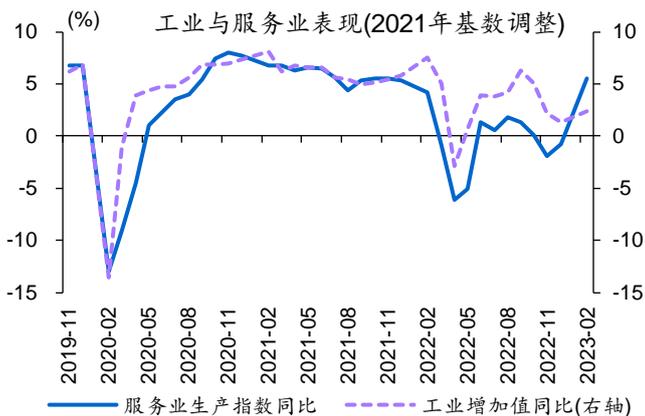
图表15: 中上游行业生产恢复较快



来源: Wind、国金证券研究所

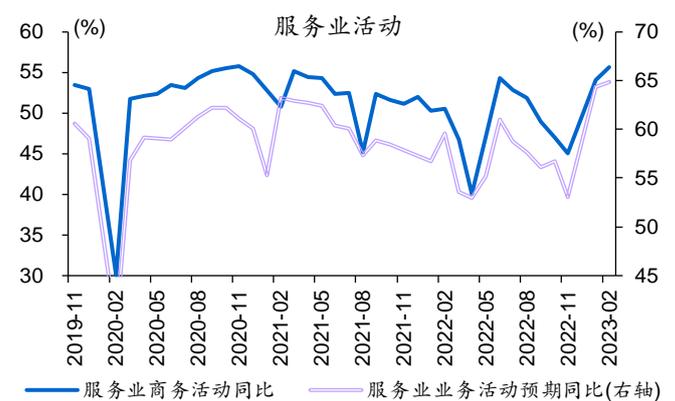
服务业修复快于工业，住宿和餐饮业修复较快。1-2月，服务业生产指数同比增长5.5%，两年平均4.8%，回升较为明显。其中，住宿和餐饮业生产指数增长11.6%，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长9.3%。与此同时，服务业商务活动预期保持高位，1-2月录得64.8%，比上月上升0.5个百分点，或指示后续服务业将加快修复。

图表16: 服务业生产指数明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 服务业商务活动预期保持高位



来源: Wind、国金证券研究所

固定资产投资增长凸显韧性，房地产表现亮眼。1-2月，固定资产投资同比增长5.5%，三大投

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_53352

