

2023年03月16日

经济存在内生动力

固定收益研究团队

——2023年1-2月经济数据点评

陈曦 (分析师)

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

张鑫楠 (联系人)

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号: S0790122030068

● 核心观点

1. 1-2月, 工增同比+2.4% (前值+1.3%, 下同); 社零同比+3.5% (-5.9%), 固投同比+5.5% (+3.2%), 房地产开发投资同比-5.7% (-12.2%), 制造业投资同比+8.1% (+7.4%), 基建投资同比+12.2% (+10.4%); 城镇调查失业率5.6% (5.5%)。

2. 整体来看: **第一、经济存在内生动力**, 多数经济数据均超市场预期。消费在1月疫情影响、2022年同期基数较高的情况下同比转正且保持了一个不低的增速。房地产投资表现同样超市场预期, 降幅收窄至个位, 销售额降幅收窄至接近零增速。**第二、基建增速仍保持两位数的正增长且正在形成实物工作量, 证明政策仍在发力**。因此, 我们认为, 经济需要的不是“强刺激”, 而是**经济内生动力、政府形成实物工作量**。

3. 后续来看: 我们认为在稳增长的政策下, 大概率需要宽财政、宽信用、宽地产的支持, 经济恢复程度可能会持续。全年外需或不会对经济形成显著拉动, 但对经济形成大幅拖累可能性也较低, 我们认为**发力重点或仍在内需**。因此, 我们认为在政府换届已经完成的3-4月或是重要时点, 需要关注后续政策、投资拉动物量指标情况、地产销售等数据。

4. 对债市而言, 由于稳增长、稳内需或是确定性方向, 经济恢复态势不减, 基本面或将向好, **全年利率中枢或将震荡上移**。近期债券市场对经济和政策的预期明显回落, 我们认为**是较好的止盈机会, 警惕3-4月债市调整风险**。战略性看好与内需相关的转债。

5. 分项来看:

(1) 年后复产复工进度加快, 多项开工率高频指标已超过12月和1月, PMI生产和从业人数业出现回升。分三大门类看, 采矿业、公用事业制造业涨幅收窄, 但制造业涨幅扩大1.9个百分点, 增加值是剔除价格因素的增长, 或因政策支持**制造业投资上升叠加1-2月上游价格下降促进制造业更多的产出**。

(2) 社零在连续三个月下降之后同比转正, **并且是在1月份疫情冲击下和2022年同期基数较高的基础上回升到一个不低的增速**。其中, 餐饮消费同比涨幅较前值上升超过20个百分点, 是在连续四个月下降后回正下降, 证明1-2月线下接触性消费恢复较好。另外, **必选消费同比要好于可选消费**, 必选消费全品类均同比上涨, 烟酒类受春节影响涨幅上升超10个百分点。可选消费中的化妆品、珠宝、服装等个人消费均出现上涨, 是2022年8月以来首次三者同时上涨, 或证明个人消费正在回暖。而地产相关消费中, 虽多数仍保持下降, 仅家具类保持正增速, 但降幅已出现大幅收窄, 与地产销售面积保持一致。

(3) 房地产投资同比大幅收窄6.5个百分点, 回到个位数的降速, **在开年前两个月显著高于市场预期, 对整体投资拖累减弱**。其中, 房地产销售额和销售面积已经接近了零增速。统计局的商品房销售是不包括二手房的, 但最近二手房销售面积高频指标已经是近五年来同期最高, 证明需求仍然存在。在政策保交楼、防范系统性风险的支撑下, 一手房风险降低后, 需求或将传导, 对经济的拖累降低, 平稳的向新发展模式过渡。

(4) 全口径基建继续保持两位数的高增速, **这证明政策仍在发力, 仍在着力对经济进行调控**, 1-2月专项债发行已超过万亿。另外, 对于是否能够形成实物工作量, 从最近的高频来看, **建筑钢材成交、水泥发运均环比上涨且显著高于往年同期, 形成实物工作量证明基建投资对经济形成了实际性的提振**。

(5) 制造业投资同比涨幅连续三个月扩大, 或证明企业预期和信心正在回升, 其中涨幅居前的是汽车、电气和通信行业, 政策支持力度较强, **对汽车行业的退税补贴、数字经济的政策利好均推动行业投资力度**。

(6) 就业率较上月有所回升, 略高于季节性。不同年龄段失业率均较上月增加, 或因整体劳动力在复工后供给增长慢于需求。而大城市失业率有所下降, 或因大城市企业用人需求增加较多。

● **风险提示**: 政策变化超预期; 疫情变化超预期。

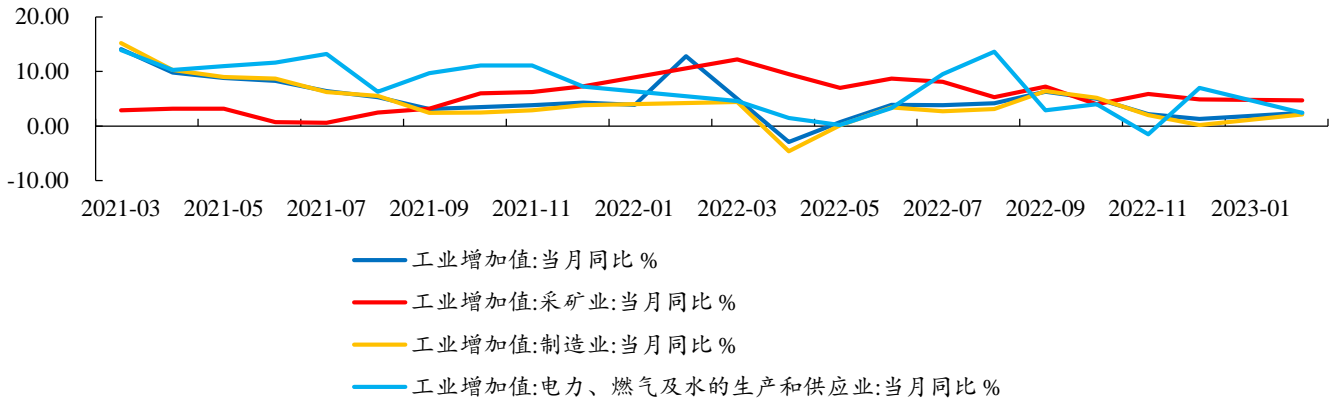
相关研究报告

《机构改革方案出炉, 社融延续强劲趋势—利率债周报》-2023.3.12

《部分价格指标下降—固收定期策略》-2023.3.12

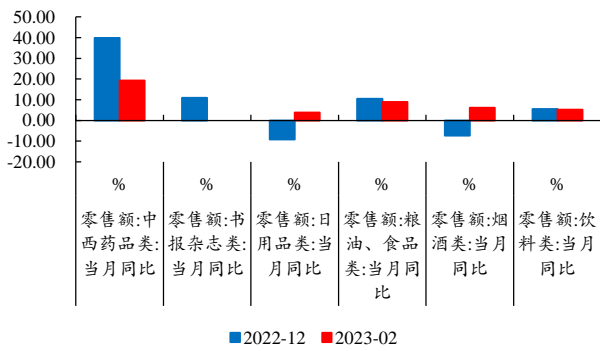
《弱预期下北向流出, 市场回调—可转债周报》-2023.3.12

附图 1：2023 年 1-2 月制造业增加值涨幅扩大



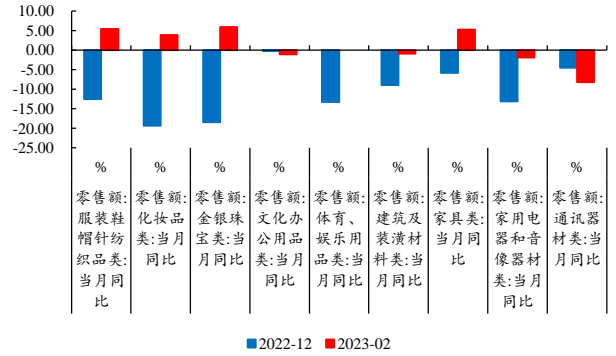
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2023 年 1-2 月必选消费好于可选消费



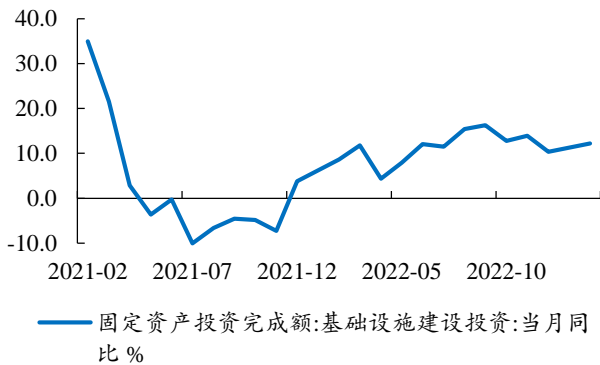
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2023 年 1-2 月地产后周期多数仍下降



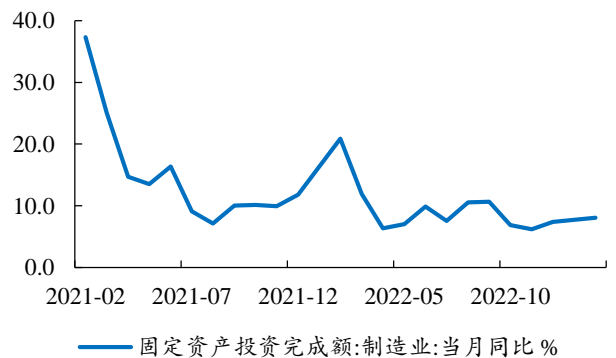
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2023 年 1-2 月基建投资上涨



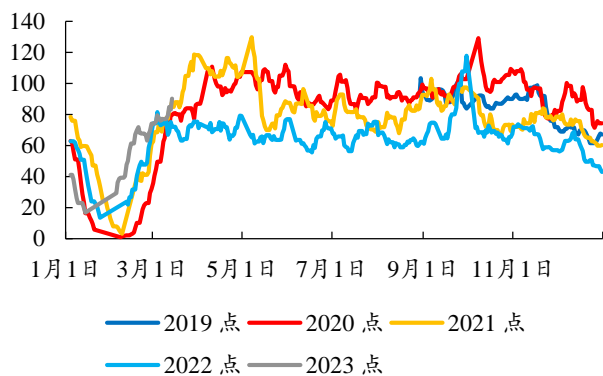
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：2023 年 1-2 月制造业投资上涨



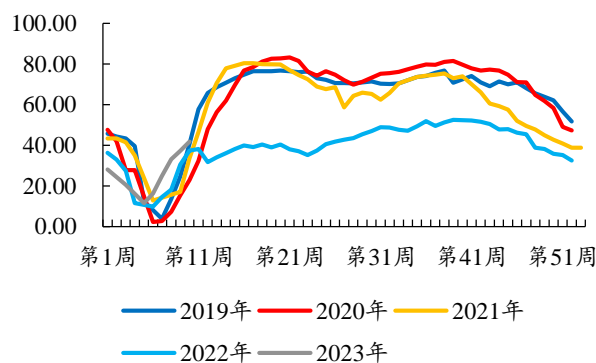
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：2023 年 1-2 月建筑钢材成交量较高



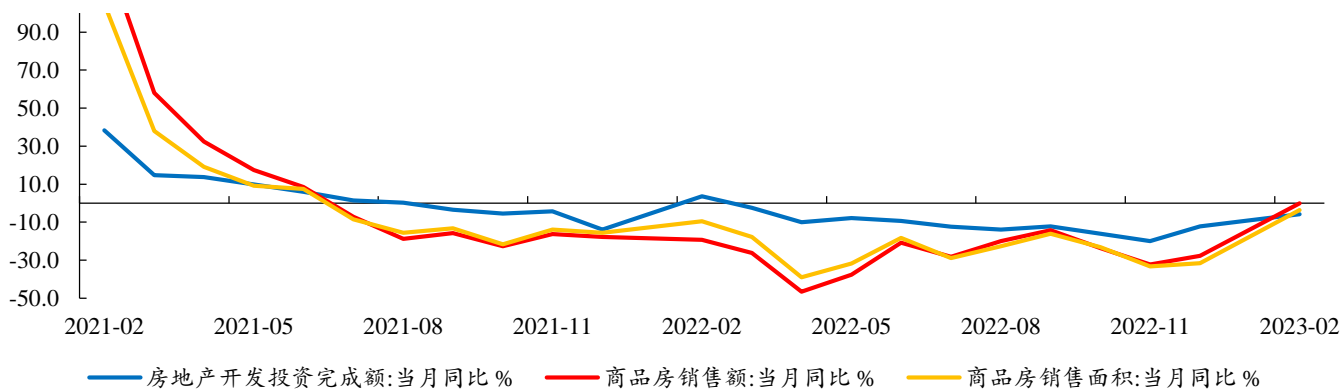
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：2023 年 1-2 月水泥发运率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：2023 年 1-2 月商品房销售额接近零增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型

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_53355

