

## 经济数据回暖的程度存在争议

### ——1-2月经济数据点评

#### 核心观点：

国家统计局3月15日公布1-2月经济数据。需求端整体回暖，但结构分化加剧，其中，居民消费受场景类消费提振明显回升，地产销售受一、二线核心城市提振也有所回暖，投资增速也温和回升，但制造业与基建投资有一定放缓。供给端，工业增加值有明显回升，但发电量与工业增加值走势的背离值得关注。此外，就业形势有所恶化，或与需求反弹弱于供给反弹有关。展望未来，负产出缺口在一季度将持续受益于疫情约束放松，大概率逐渐收敛，但二季度中期以后产出缺口能否继续收敛的不确定性仍较高。

#### 点评要点：

##### ➤ 需求端：内需有所回暖，关注加剧的结构分化

1-2月需求端整体回暖，其中居民消费出现明显回升，好于市场预期，主要受到线下场景类消费的提振，但汽车消费有所走弱；商品房销售有所回暖，但主要集中在高能级的一二线核心城市，三四线楼市依然低迷；固定资产投资增速也温和回升。

##### ➤ 生产端：工业生产明显反弹

从生产端来看，工业增加值有明显回升。季节性调整后，1-2月工业增加值环比增长4.1%（前值-0.2%），似乎结束了去年四季度以来持续低迷的状态。但发电量似乎并未见到明显的起色。就历史经验而言，工业增加值与发电量的走势通常较为一致，1-2月两者的背离或许意味着工业生产反弹的可持续性还有待进一步观察。

##### ➤ 就业形势有所恶化

2月就业压力仍然严峻，城镇调查失业率5.6%（前值5.5%），较上月更为严峻。其中，青年群体就业状况进一步恶化。在经济反弹之际，就业数据反而恶化，我们认为也许与疫情之后大量劳动力回流城市找工作有关。由于需求反弹弱于供给反弹，可能反而导致就业数据恶化。

##### ➤ 密切观察内需回暖的可持续性

总体而言，1-2月经济数据在供需两端都表现出一些修复的迹象。消费数据的修复可靠性相对较强，但是投资的反弹仍然相对温和。而工业产出的回升力度与发电量回升所显示的程度仍有一定差异。地产销售的改善程度更与市场一线感知存在较大不同。

展望未来，地产销售回升是否可以延续仍有相当不确定性，而保交楼、保竣工等举措对地产投资的支撑可以持续多久也并不明朗。叠加硅谷银行事件之后全球金融市场近期持续动荡，是否会导致海外主要经济体经济增速进一步下滑并冲击中国外需也仍需要密切观察。

我们继续维持中国经济的负产出缺口在一季度将持续受益于疫情约束放松，大概率逐渐收敛的判断。但是我们认为，二季度中期以后，中国产出缺口能否继续收敛的不确定性较高。当然，四月政治局会议仍是观察新一届政府会采取哪些新举措稳定经济增长的重要窗口。

**风险提示：政策与预期不一致，新冠病毒出现变异、中美关系恶化超预期**

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超  
 执业证书编号：S0590523030001  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《出口增速有所反弹——1-2月外贸数据点评》  
2023.03.07
- 2、《分化的复苏——近期高频数据跟踪》  
2023.03.06
- 3、《经济进一步回暖——2月PMI数据以及未来经济展望》2023.03.02

## 1 需求端：内需有所回暖，关注加剧的结构分化

1-2月需求端整体回暖，其中居民消费出现明显回升，好于市场预期，主要受到线下场景类消费的提振，但汽车消费有所走弱；商品房销售有所回暖，但主要集中在高能级的一二线核心城市，三四线楼市依然低迷；固定资产投资增速也温和回升。

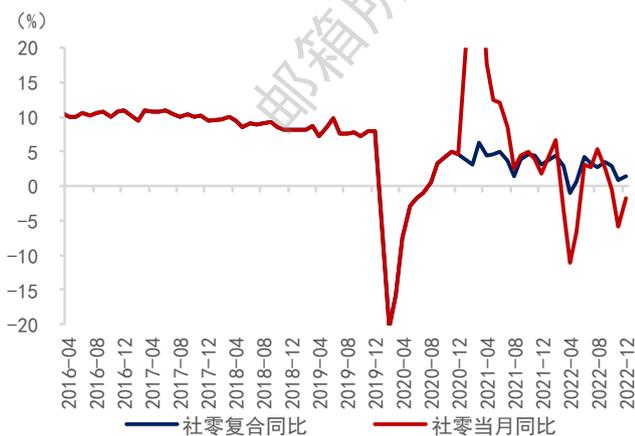
首先，消费出现明显回暖，好于市场预期，主要受到线下场景类消费的提振。

1-2月社会消费品零售同比增长3.5%（前值-1.8%），明显高于市场一致预期的2.9%，也代表社会消费品零售的实质性改善。这是因为季调以后2021年12月到2022年1-2月的社零数据作为基数整体上是比较平稳的（图表2），今年1-2月相对去年12月的同比变动因而具有参考价值。

从细分项来看，与去年12月的同比数据相比，餐饮消费与商品消费的好转均起到了重要的拉动作用。1-2月餐饮消费拉动社零同比增速0.95个百分点，相较12月（下拉1.7pct），餐饮消费回升明显，主要受益于疫情的快速过峰。商品消费整体拉动社零同比2.6个百分点，较上月（下拉0.1pct）也有明显好转，主要受到场景类消费的提振。

其中，商品消费的回暖主要受两大板块的驱动：一方面，与出行相关的鞋服、化妆品较12月大幅改善，仅限额以上的部分就较12月多拉动社零增长1个百分点；另一方面，家具、家电等地产后周期消费有所修复，不再拖累社零增长。

图表 1：社零同比增速



来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比均以2019年为基期

图表 2：社零消费品零售规模



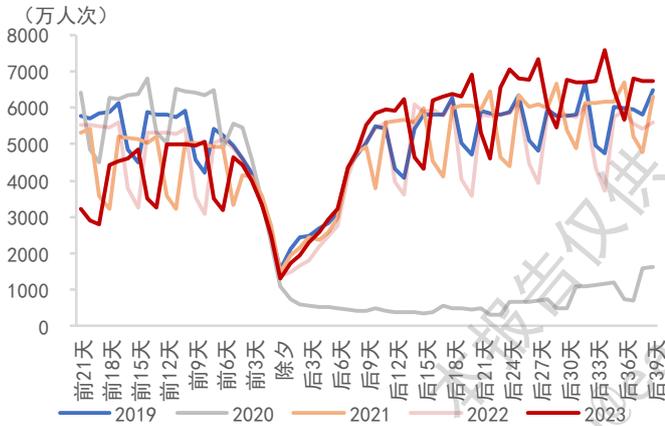
来源：Wind，国联证券研究所

场景类消费的改善与春节以后人口流动的超季节性回升相关。春节以后，国内主要城市地铁客运量回升幅度超过往年。城际交通也表现出强势回升，国内航班执行量在节后返城高峰后持续保持高位，可能受到节后商务出行旺盛的支撑。

值得注意的是，2022下半年以来保持强势的汽车消费有一定放缓，1-2月汽车

消费拉动社零下滑 0.9pct，较 12 月（正向拉动 0.5pct）明显走弱。

图表 3: 19 城地铁客运量



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 国内航班执行量 (不含港澳台)

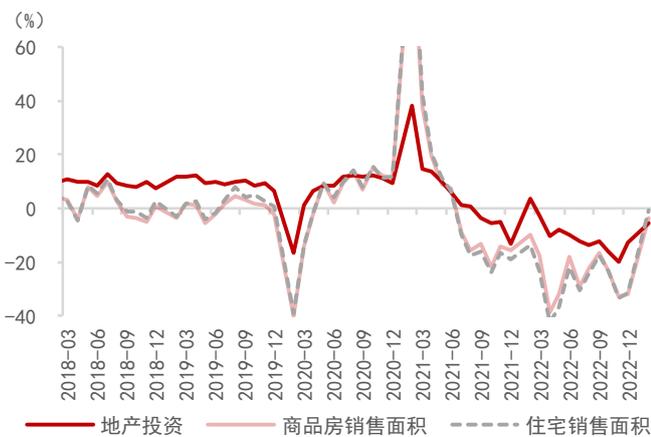


来源: Wind, 国联证券研究所

其次，1-2 月商品房销售有明显回暖，疫情过峰解除了此前线下看房的限制与居民信心的改善可能是部分的原因。

从经过季节性调整的数据来看，1-2 月商品房销售的月均规模反弹至年化 17 亿平方米的水平，较去年四季度年化约 12 亿平方米的水平大幅改善，当然，这种改善的程度与市场的普遍感知并不一致。

图表 5: 地产投资销售单月增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 地产销售规模

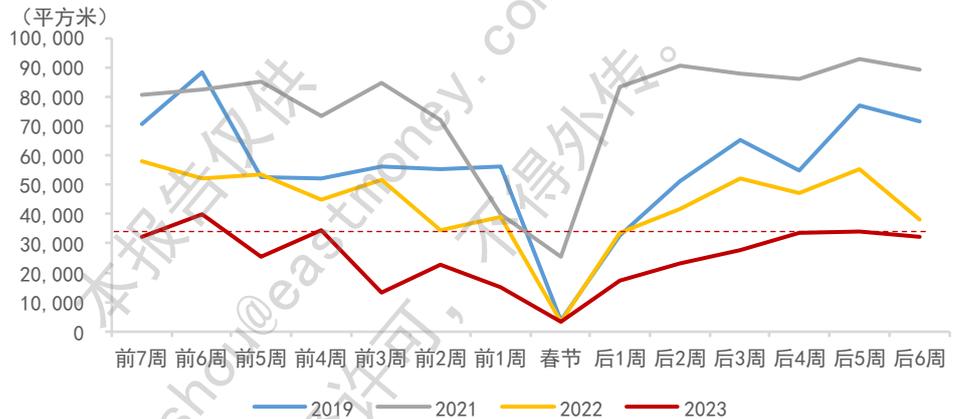


来源: Wind, 国联证券研究所

需要注意的是，地产销售的回升可能更多由一、二线核心城市带动，三四线城市

的地产销售似乎并没有明显改善。就各地统计局公布的日度数据来看，在我们能统计到的能级较低的三四线城市<sup>1</sup>，新房成交面积回升主要受季节性因素驱动，回升幅度有限，甚至略弱于12月中旬的水平。

图表 7: 三四线城市日均新房成交面积



来源: Wind, 国联证券研究所

最后，投资整体有温和的反弹，但回升幅度小于12月。

1-2月固定资产投资增速5.5%，从经过季节性调整后的数据来看，1-2月固定资产投资环比增速约为0.5%（年化约6.2%），修复斜率较12月有所放缓（环比1.6%）。

图表 8: 固定资产投资单月同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 固定资产投资（季调）



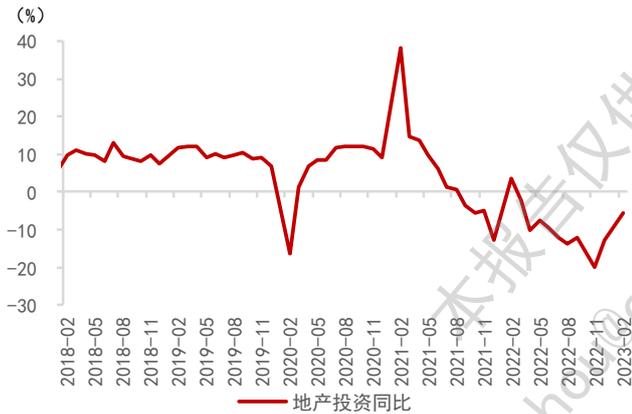
来源: Wind, 国联证券研究所

具体而言，地产投资有明显的回升，是支撑固定资产投资环比回升的主要因素，

<sup>1</sup> 根据数据的可得性与完整性，我们统计了绍兴、惠州和能级更弱的四个城市（泰安、江门、扬州、莆田）

也好于我们的预期。1-2 月地产投资季节性调整后环比增长 4%，同比-5.7%（前值-12.6%）——竣工面积的大幅回升可能可以解释其中的一部分——1-2 月住宅竣工同比增长 9.7%（前值-5.7%）。

图表 10：房地产投资增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：房地产投资增速（季调）



来源：Wind，国联证券研究所

制造业与基建投资在过去一年较强的增长后均有一定的回落。季节性调整后，制造业投资的环比增速-4.3%，下滑尤为明显，基建投资环比也下降了 2.4%。当然，由于基数方面的原因，两者的同比仍然保持较高的增长。

图表 12：制造业与基建投资单月同比增速



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

图表 13：制造业与基建投资（季调）



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\\_53361](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53361)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn