



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《投资、就业、消费的复苏链条顺序  
修复；海外有波动，不改趋势》 -  
2023.03.12

2023年1-2月经济数据点评

## 投资带动经济开门红初现，看好未来政策持续发力

### ● 核心观点

2023年前两个月的数据已经公布，观察数据，我们获得以下五点启示。第一，生产扩张慢于需求，消费拖累大，关注库存累积可能的影响。第二，房地产市场尚处调整阶段，仍需政策支持。第三，消费链条恢复偏慢，关键在于稳就业。第四，制造业投资关注两因素驱动。第五，政策靠前发力支撑基建投资。最后，向前看，房地产市场复苏有基础有政策。MLF 增量续作，LPR 有望下调。从宏观角度，我们持续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好新能源(主要是氢能)、数字经济、军工领域的机会。对于固收领域，由于3月是财政支出的大月，央行可能加大流动性投放，意味着可能也有做多的机会。

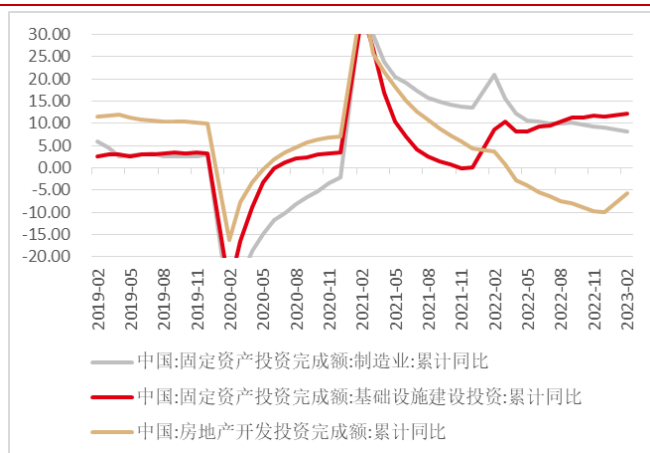
### ● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

2023 年前两个月的数据已经公布，观察数据，我们获得以下五点启示。

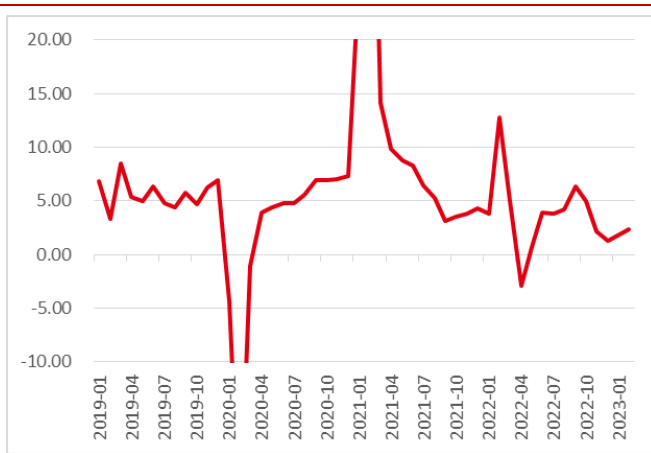
**第一，生产扩张慢于需求，消费拖累大，关注库存累积可能的影响。**1-2 月份的数据呈现出明显的需求端超市场预期，而生产端略弱的现象。拆分数据可以发现，工业生产的拖累在于消费链条相关的制造业减速，而投资带动的制造业生产则在加速；同时，生产端稳增长期间累积的库存需要时间消化，亦可能拖累了工业生产扩张。具体来看，1-2 月工业增加值同比 2.4%，分板块看，采矿业、制造业、公用事业同比分别为 4.7%、2.1%、2.4%，采矿业、公用事业减速，制造业加速。细分行业看，食品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、专用设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业**明显加速**，化学原料和化学制品制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业**减速**。加速的行业主要集中在投资相关的中上游部分，而减速行业则与消费相关性较高。相应的 1-2 月水泥产量同比降幅大幅收敛至-0.6%，钢材产量同比转正至 3.6%，智能手机产量同比-14%降幅仍然偏大，集成电路降幅扩大至-17%。2022 年的稳增长在生产端重点发力，今年 2 月 PMI 中产成品库存分项升至 50.6%，为 2012 年 3 月以来最高，可能就是部分源于前期生产端稳增长工具单兵突进。这部分累积的库存需要时间消化，可能是工业生产扩张慢于需求的重要原因。

图表1：基建、房地产和制造业投资 (%)



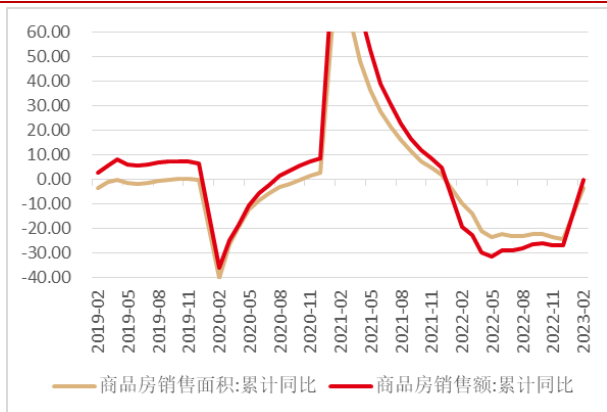
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：工业增加值同比增速 (%)

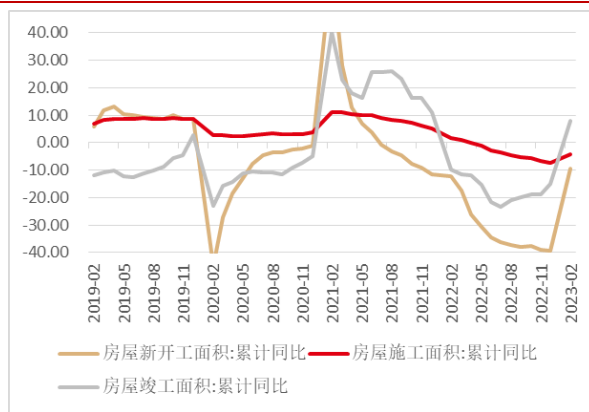


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，房地产市场尚处调整阶段，仍需政策支持。如同高频数据显示的一样，开年商品房市场的确出现了止跌，1-2月商品房销售面积、销售额同比分别为-3.6%、-0.1%，对比去年12月同比-31.5%、-27.7%显著改善，即使考虑去年房地产市场下行形成的低基数影响，计算两年平均增速以剔除基数影响，1-2月商品房销售面积、销售额两年平均增速分别为-6.6%、-9.7%，较2021年12月-15.6%、-17.8%亦明显改善。虽然商品房销售的改善十分明显，但在房企施工端数据则没有那么乐观。表观数据来看，1-2月房屋新开工、施工、竣工面积同比亦显著改善，但基数影响大，同样看两年平均增速，1-2月新开工、施工、竣工两年平均增速为-10.8%、-1.4%、-1.3%，对比2021年12月同比增速-11.4%、5.2%、11.2%，房企施工端实际仍偏冷，这与微观调研的感受是一致的。同时，房企融资依然偏紧，1-2月房地产开发资金来源同比-15.2%，降幅仍大；土地市场则在核心城市集中供地优质地块的带动下，点状回暖。实际上，3月以来30大中城市商品房成交面积同比增速较2月放缓，即使是最前端的商品房销售当前来看仍有不确定性。对比来看，2022年6月，在上海疫情影响消退同时放宽落户条件，广州限购松动等政策的影响下，商品房销售降幅一度出现收窄，但次月降幅再度扩大。因此目前还不能给出房地产已趋势性回暖的判断。统计局国民经济综合统计司司长付凌晖表示，目前房地产市场还是处在调整阶段。整体来看，伴随我国对于新冠病毒实施“乙类乙管”，居民出行恢复，房地产市场支持政策供需双向发力，商品房销售市场最先止跌；但是房企融资开闸集中在优质房企，全行业融资环境仍然紧张，房企投资仍在低位徘徊。因此为了“确保”房地产市场平稳发展，政策仍需持续发力。

**图表3：商品房销售面积和金额增速（%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表4：新开工、施工、竣工面积增速（%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**第三，消费链条恢复偏慢，关键在于稳就业。**1-2月社会消费品零售额累计同比3.5%，由负转正，疫情对居民出行的压制逐步消除，居民消费向疫情前靠拢，但距离疫情前8%的增长中枢仍有距离。分板块看，商品零售、餐饮收入同比分别为2.9%、9.2%，商品零售仍低于疫情前7.9%的增速，而餐饮收入则接近疫情前9%左右的水平。商品零售中，汽车销售是重要拖累，同比下降9.4%。今年春节偏早，部分购车行为提前至去年12月，同时2022年中出台的减征部分乘用车车辆购置税政策，以及自2010年起已实施13年的国家新能源汽车购置补贴政策，已在2022年12月31日到期，均对当前的汽车销售形成透支。另外拖累消费恢复的部分主要是通讯器材、药品零售，其他品类零售额普遍较去年末改善。再与疫情前比较，与2019年末增速差距较大、恢复偏慢的品类主要是日用品、化妆品、家电、建筑装潢、通讯器材等，集中在可选品，反映居民消费能力有待提振，同时家电、建筑装潢与房地产市场直接相关，亦说明房地产市场的平稳发展对于提振消费至关重要。国家发展改革委副主任李春临在“权威部门话开局”系列主题新闻发布会提到，消费能力来自于就业、来自于收入，所以一定要创新就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，多渠道增加城乡居民收入，做好基本消费品保供稳价工作。2月全国城镇调查失业率为5.6%，环比上升0.1个百分点，超出今年政府工作报告中5.5%的目标值，虽然投资实现了开门红，但目前体现在劳动力市场还不明显，同时今年城镇新增就业目标增加到1200万人，稳就业、扩消费压力仍然不小，需要稳增长政策加力。

**第四，制造业投资关注两因素驱动。**1-2月房地产、基建、制造业投资同比分别为-5.7%、12.18%、8.1%（去年12月当月同比-12.9%、10.1%、7.8%），对比基建投资两位数增长，房地产投资降幅收窄，制造业投资增速维持平稳。未来要提振制造业投资，一方面是推动终端需求扩张，自下而上拉动相关设备、原材料相关行业投资的扩张；另一方面，经济结构转型驱动的传统产业升级改造、新兴产业加快发展，也是推动制造业投资的重要动力。2018年，制造业投资同比提高至9.5%，既受到2016年以后经济复苏的拉动，也有政策助力设备更新改造的影响。为进一步扩大优惠范围，引导企业加大设备、器具投资力度，提高企业创新创业积极性，2018年4月25日国务院常务会议就曾决定，自2018年1月1日至2020年12月31日，将固定资产一次性税前扣除优惠政策范围由企业新购进

的单位价值不超过 100 万元的研发仪器、设备扩大至企业新购进的单位价值 500 万元以下设备、器具。鉴于此，当前制造业投资宜在传统经济复苏带动的中上游领域，以及新兴产业方向寻找，重点关注新能源的氢能方向、数字经济等方面。

**第五，政策靠前发力支撑基建投资。**前两个月，地方政府专项债发行发行近 9000 亿，约占今年地方政府专项债新增限额的 23%，与 2022 年前两个月 24% 接近，体现政策靠前发力的倾向。同时 1-2 月企业中长期贷款合计新增 4.6 万亿，亦为基建投资提供了可观的资金支撑。1-2 月财政存款合计增长 1.14 万亿，为未来财政政策继续发力积蓄了空间。上半年基建投资有望维持较高增长，**方向上，建议关注城市更新改造、新型城镇化方向。**

**最后，向前看，房地产市场复苏有基础有政策。**我们继续强调房地产市场是经济开门红持续性和复苏成色的核心，未来房地产市场将继续向健康发展靠拢，既有基本面支撑，又有政策必要性。首先，市场只关注居民超额储蓄向消费转化的程度，却忽略了对房地产市场的影响。2020 年下半年到 2021 年上半年期间，70 大中城市二手住宅价格指数再次出现了明显的上涨，而在此之前居民储蓄存款增速自 2018 年开始出现明显的上行，可以说，居民储蓄存量是这段时期房地产市场上行的重要支撑，而其上行的时间则与当时疫情的消退时间重合。同时，结合居民收入结构来看，超额储蓄向高端消费品的转化相对更容易，而一定程度上住宅的购买决策与高端消费品具有相似性，那么超额储蓄向商品房市场的转化可能也更容易发生。因此，**考虑 2022 年居民储蓄存款再次形成超额增长，同时当前疫情的影响已基本消退，房地产市场具有回归健康发展轨道的基础。**其次，如前所述，房地产市场当前处于复苏初期，同时消费链条在供需两端均偏弱，需要稳增长政策支持。统计局国民经济综合统计司司长付凌晖表示，从国内来看，

**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\\_53371](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53371)

