

经济结构性复苏 总量缓结构加力

——1-2 月经济数据点评

■ 内容摘要

1-2 月，规上工业增加值当月同比增长 2.4%，较 12 月回升 1.1 个百分点，传统制造业随人员到岗的恢复而加快生产是主要支撑，节奏仍缓需政策带动需求形成内动力进一步扩大供给修复空间，增长中枢看至 5%。

1-2 月，固定资产投资累计同比增长 5.5%，较去年 12 月回升 0.4 个百分点。三大投资中，地产投资同比降幅较 12 月收窄 4.3 个百分点至 -5.7%，是投资改善的主因；基建和制造业投资同比增速回落 0.4、1.1 个百分点，制造业回落主要仍是受外需回落的压制，基建投资延续支撑作用。

1-2 月，社会消费品零售总额同比增速由负转正，较去年 12 月回升 5.3 个百分点至 3.5%，年初消费总体改善但更多是有春节效应拉动。汽车类、通讯器材类等升级类可选品降幅扩大，后期消费动力还需刺激政策引导。房地产后周期相关消费持续性还需观察。地方多举措发力促消费，预计消费会修复态势持续，但一季度难破 5%。详见报告分解。

■ 核心观点

- 1-2 月，工业生产受传统制造业支撑呈现结构性改善，投资增速因地产降幅收窄而稳中有升，消费回暖有节日因素在。我们认为供给恢复节奏偏弱后期仍有较大修复空间，外需回落压制制造业增速仍会延续，地产的销售回暖持续性乃至新开工的传导性都还有待进一步验证，升级可选品类消费的拖累还比较明显，需要政策的刺激配合，预计一季度 GDP 大概率不及预期的 4.6%。此外，城镇调查失业率 5.6%，高于预期，且青年失业问题依然严峻。因而稳就业防风险将成为经济修复的关键，达到稳预期目的，推动供给恢复扩张，带动收入增长，进而拉动消费，形成经济稳增的内生动力。总体而言，经济在修复进程之中，但节奏步伐相对偏缓，维护稳增过程结构性问题也比较凸显，政策上后期会更针对解决就业等薄弱环节及加大重点新兴领域的产投问题而发力，实现在经济增长供需两端的突破。在经济保持修复及货币金融环境已较宽松下，政策总量力度上进一步加大的可能较小，加上 3 月 MLF“增量平价”续做，短期降准降息的概率依然较低。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023 年 3 月 15 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可

【2012】38 号

目 录

1.传统支撑生产 扩张空间仍大	2
2.地产降幅收窄 制造业再回落	3
3.消费增速回正 结构仍有分化	5
4.经济结构性复苏 总量缓结构加力	6
免责声明	8

1.传统支撑生产 扩张空间仍大

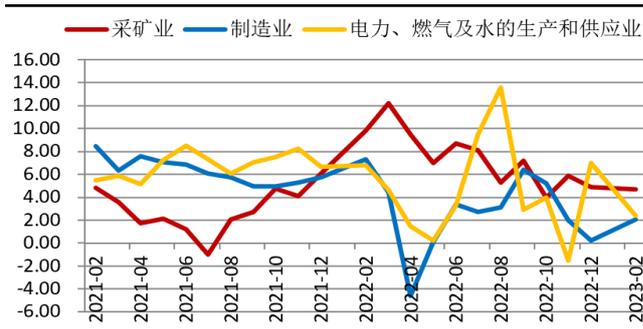
1-2月，国内规模以上工业增加值同比实际增长2.4%，较去年12月回升1.1个百分点，不及预期2.5%；两年平均增长4.9%，依然不及2021和2022年同期的修复水平；季调环比增长0.12%，较12月有所改善，表明年初国内工业生产进一步修复，但幅度偏缓受节后人员到岗较往年有滞后影响（见图1）。三大行业门类中，1-2月，制造业同比增长2.1%，较12月回升1.9个百分点，是1-2月工业生产改善的主因，而高技术制造业回落2.3个百分点至0.5%，表明年初传统制造业随人员到岗的恢复而加快生产是主要支撑，从产能周期看供给仍有较大修复空间；之外，采矿业和电燃气生产和供应业增速分别回落0.2、4.6个百分点至4.7%和2.4%，电燃气生产和供应业增速明显回落，延续去年以来的较大波动拖累显著，显示工业生产供给端的修复还未达到稳定态势（见图2）。

图1：规模以上工业增加值环比及当月同比（%）



资料来源：Wind, 2021年同比数据为两年复合增长率

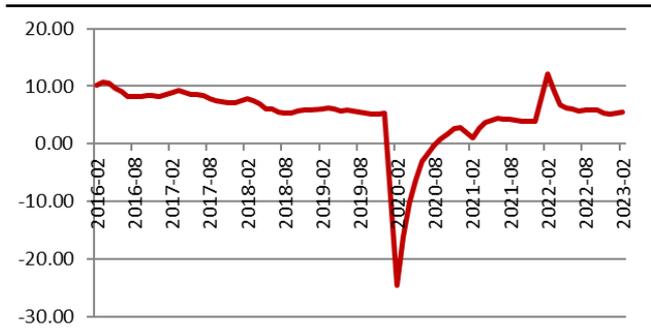
图2：三大行业门类工业增加值当月同比增长率（%）



资料来源：Wind, 2021年数据为两年复合增长率

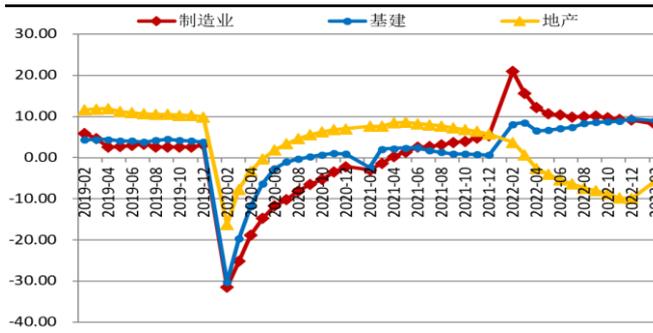
主要制造业行业中，1-2月，化学原料及制品、有色冶炼及黑色冶炼等传统制造业工业增加值同比增长在5%以上，且黑色及有色冶炼行业还较去年12月增速有明显回升，是制造业及工业增加总值的主要拉动；高技术制造业中，电气机械、铁路船舶、专用设备行业工业增加值增速回升，高于工业总体增速，但计算机通信、通用设备及汽车制造业同比负增拖累制造业生产的进一步增长（见图3）。高技术制造业工业增加值增速总体回落还是受外需持续弱势拖累，而传统制造业工业生产加快，一定程度显示实体经济需求的向好修复，但节奏仍缓需政策带动需求形成内动力进一步扩大供给修复空间，增长中枢看至5%。

图 5: 固定资产投资累计同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

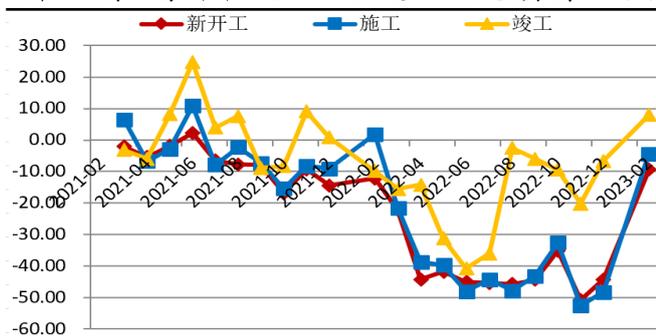
图 6: 主要行业固定资产投资累计同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

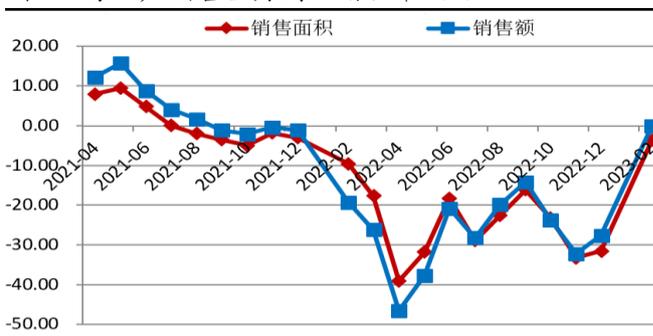
1-2 月, 房地产投资累计降幅近一年来首次收窄, 同比下降-5.7%, 较 12 月回升 4.3 个百分点。主要房地产投资中, 1-2 月, 房地产新开工、施工、竣工面积当月同比降幅较去年 12 月分别收窄 34.9、43.9 和 14.6 个百分点至-9.4%、-4.4%和 8.0% (见图 7), 前期多举措稳地产效果现象, 以竣工快速修复拉动增速由负转正为主, 销售前期阶段回暖改善下也拉动了年初新开工和施工的降幅收窄, 销售年后的大幅改善加上 2022 年的低基数影响, 预计新开工的当月同比增速中枢较去年会有明显抬升, 但距离回正大幅改善还存在压力。在对商品房需求端政策应出尽出下, 1-2 月, 国内房地产销售降幅大幅收窄, 商品房销售面积、销售额当月同比增速分别回升 27.9 和 27.6 个百分点至-3.6%、-0.1% (见图 8), 地产销售增速在去年年底的二次探底夯实后走稳判断得到验证。年初开始实施的“首套房贷利率政策动态调整机制”, 带动地产销售增速企稳回升形成了量-价正反馈, 进而会拉动后期的地产竣工、开工指标, 投资降幅总体较去年有收窄, 但随着 2 月底开始销售的降温预计 3 月各项增速改善幅度会放缓。

图 7: 商品房新开工、施工、竣工面积当月同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 8: 房地产销售当月同比增长率 (%)

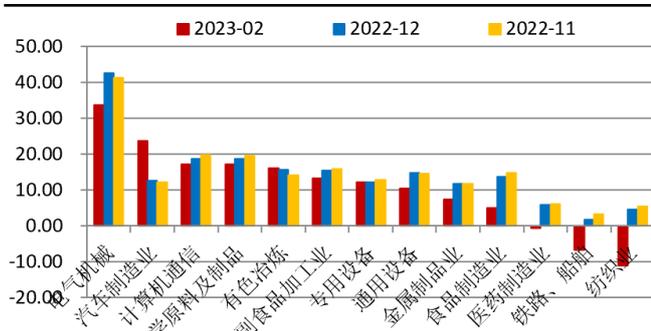


资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

1-2 月, 制造业投资仍有内弱外降的双重压力, 累计增速延续回落至 8.1%, 其中高技术制造业投资同比增长 16.2%, 较去年 12 月回落 6.0 个百分点, 但仍高于制造业

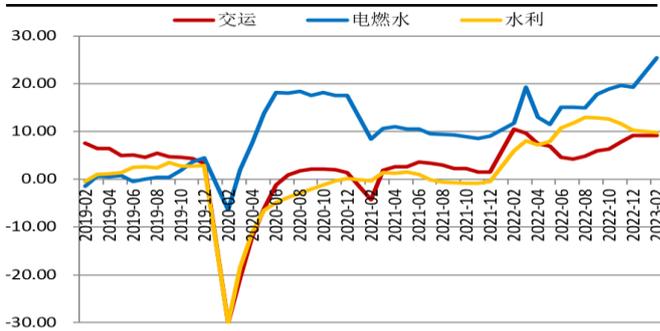
投资总增速。分行业看，电气机械、汽车、计算机通信、医疗仪器设备、电子及通信设备投资增速均高于高技术制造业投资增速，但除汽车制造业投资增速回升 11.2 个百分点外，其他高技术制造业增速均有回落，压力仍主要来自外需下行影响；之外，化学原料及制品投资增速回落而有色冶炼回升的态势延续，显示汽车虽也有出口压制但内需拉动提振有色需求，且短期促内需拉动耐用品需求态势有望延续（见图 9）。在国内经济增长缓增及海外流动性紧缩及衰退风险犹存的背景下，制造业投资增速会有所放缓但受近来企业中长贷依然持续高增推动设备更新升级改造下回落幅度不会太大。

图 9：主要制造业固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：Wind

图 10：主要基建领域投资累计同比增长率（%）



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

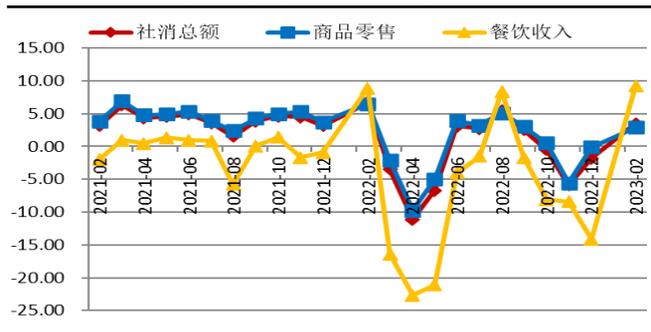
1-2 月，基建投资增长小幅回落但支撑作用持续。结构上，1-2 月，电燃水、交运领域投资增速延续回升 6.1、0.1 个百分点至 25.4% 和 9.2%，水利领域投资回落 0.5 个百分点至 9.8%，占比较高且比重在提升下的水利投资放缓是年初基建回落的主因（见图 10）。总量上，前期政策性金融工具及今年专项债依然前置发行会继续支撑基建稳步增长，但有土地财政收入低迷的压制；结构上，水利环公等相关领域的较为新型的基建项目规模仍会进一步扩张，而交运等传统项目增速会放缓；预计上半年基建投资仍会保持较高增速，随地产弱修复拖累减弱，基建的对冲压力也会减小，上半年大概率是小幅回落但不低于 7% 的走势。

3. 消费增速回正 结构仍有分化

1-2 月，社会消费品零售总额同比增速由负转正，较去年 12 月回升 5.3 个百分点至 3.5%，季调环比由 1 月的 0.61% 降至 -0.02%，表明年初消费总体改善但更多是有春节效应拉动；分结构看，商品零售、餐饮收入 1-2 月同比增长分别为 2.9% 和 9.2%，也

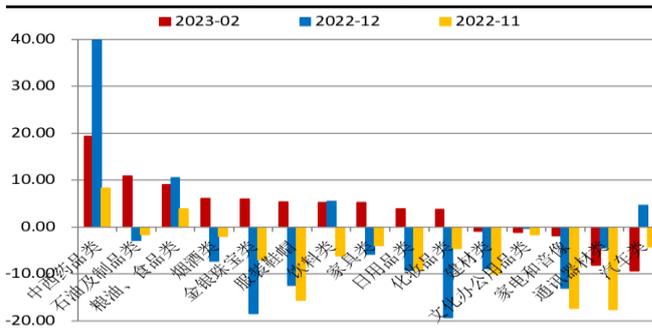
均由负转正，较 12 月分别回升 3.0、23.3 个百分点（见图 11），对消费增速的回升分别贡献了 2.7 和 2.6 个百分点，贡献率基本持平，主因 12 月的感染影响消退，加上春节期间未出现大范围的二次感染拉动了出行及商品等各项消费的季节性回升。中央经济会议及两会专栏均提到“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，地方多举措发力促消费，预计消费会修复态势持续，但一季度难破 5%。

图 11：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 12：主要消费品零售额当月同比增长率（%）



资料来源：Wind

1-2 月，限额以上消费品零售总额同比增长 2.1%，较去年 12 月回升 3.4 个百分点，拉动社消总额多增 1.3 个百分点；主要消费品中，1-2 月，石油及制品类、烟酒类、金银珠宝类、服装鞋帽类及化妆品类的消费增速回升幅度较大，分别较 12 月回升 13.8、13.4、24.3、17.9、23.1 个百分点至 10.9%、6.1%、5.9%、5.4%和 3.8%，节日因素拉动大；而汽车类、通讯器材类等升级类可选品降幅扩大，显示后期消费动力还需刺激政策引导，以及感染过后药品类消费大幅走低，均压制了年初消费的修复空间；房地产后周期相关消费家电、建材及家具类降幅收窄或增速回升，受商品房销售的阶段情绪好转影响，持续性还需观察（见图 12）。年初消费已如预期回正，多地促消费活动及居民预期改善下，后续消费有望延续企稳回升之势，年内高点 7%，中枢在 5%。

4.经济结构性复苏 总量缓结构加力

1-2 月，工业生产受传统制造业支撑呈现结构性改善，投资增速因地产降幅收窄而稳中有升，消费回暖有节日因素在。我们认为供给恢复节奏偏弱后期仍有较大修复空间，外需回落压制制造业增速仍会延续，地产的销售回暖持续性及至新开工的传导性都还有待进一步验证，升级可选品类消费的拖累还比较明显，需要政策的刺激配合，

预计一季度 GDP 大概率不及预期的 4.6%。此外，城镇调查失业率 5.6%，高于预期，且青年失业问题依然严峻。因而稳就业防风险将成为经济修复的关键，达到稳预期目的，推动供给恢复扩张，带动收入增长，进而拉动消费，形成经济稳增的内生动力。总体而言，经济在修复进程之中，但节奏步伐相对偏缓，维护稳增过程结构性问题也比较凸显，政策上后期会更针对解决就业等薄弱环节及加大重点新兴领域的产投问题而发力，实现在经济增长供需两端的突破。在经济保持修复及货币金融环境已较宽松下，政策总量力度上进一步加大的可能较小，加上 3 月 MLF “增量平价”续做，短期降准降息的概率依然较低。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn