

宏观与金融研究

民生银行研究院

2023年3月15日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹
电话：010-58560666-6473
邮件：sunying16@cmbc.com.cn

【数据点评】

经济如期复苏，关注三大短板

【内容摘要】

随着疫情防控平稳转段，经济循环加快畅通，生产需求明显改善，1-2月各项指标较去年12月全面好转。

生产方面，工业增加值增长2.4%，较去年12月加快1.1个百分点；服务业生产指数同比增长5.5%，较去年12月加快6.3个百分点。其中服务业修复更为明显。

消费方面，社会消费品零售同比增长3.5%，较去年12月加快5.3个百分点。其中线下接触类和房地产相关类增速加快，防疫相关类增速放缓。

投资方面，整体固定资产投资增速同比增长5.5%，较去年末回升0.4个百分点。其中基建和制造业投资增速放缓，但房地产开发投资降幅大幅收窄。

经济复苏过程中仍然存在一些短板，突出表现为民间投资信心有待提振、就业市场面临压力以及房地产市场仍需稳定等。

下一阶段，预计新一届政府将会按照中央经济工作会议和政府工作报告要求，继续加大稳增长、稳就业、稳物价力度，大力提振市场主体信心，推动经济运行整体好转。预计全年增速有望达到5.5%左右甚至更高水平。

经济如期复苏，关注三大短板

温彬 王静文

经济数据

根据统计局数据，2023年1-2月工业增加值同比增长2.4%，较去年12月加快1.1个百分点。服务业生产指数同比增长5.5%，较去年12月加快6.3个百分点。社会消费品零售同比增长3.5%，较去年12月加快5.3个百分点。固定资产投资同比增长5.5%，较去年全年回升0.4个百分点，其中基建投资同比增长9.0%，较去年全年回落0.4个百分点；制造业投资同比增长8.1%，较去年全年回落1.0个百分点；房地产开发投资同比增长-5.7%，较去年全年回升4.3个百分点。

随着疫情防控平稳转段，经济循环加快畅通，生产需求明显改善，1-2月各项指标较去年12月全面好转。不过，经济复苏中仍有短板，突出表现为民间投资信心有待提振、就业市场面临压力以及房地产市场仍需稳定等。

下一阶段，预计新一届政府将会按照中央经济工作会议和政府工作报告要求，继续加大稳增长、稳就业、稳物价力度，大力提振市场主体信心，推动经济运行整体好转。预计全年增速有望达到5.5%左右甚至更高水平。

一、生产：工业与服务业双双加快

1-2 月规模以上工业增加值同比增长 2.4%，较 2022 年 12 月份加快 1.1 个百分点，但略低于市场预期。

三大门类中，采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业出现放缓，但制造业有所加快。1-2 月采矿业同比增长 4.7%，略低于去年 12 月的 4.9%；电热气水生产和供应业同比增长 2.4%，低于去年末的 7.0%。制造业同比增长 2.1%，高于去年 12 月的 0.2%。

制造业增速反弹，主要受外需保持韧性和内需有所企稳推动。1-2 月出口交货值同比名义-4.9%，好于去年 12 月的-8.4%。全球经济走弱速度弱于预期，使出口降幅有所收窄。与此同时，消费和房地产市场均有企稳，内需复苏持续向好，为制造业反弹提供了支撑。

1-2 月全国服务业生产指数同比增长 5.5%，大幅好于去年 12 月的-0.8%。1 月和 2 月的服务业商务活动指数分别为 54%和 55.6%，反弹至荣枯线之上且连续好转。

之前服务业受疫情压制极为明显。随着疫情快速达峰，经济社会运行快速向正常水平回归，服务业尤其是接触型聚集型服务业明显改善。1-2 月住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业生产指数分别增长 11.6%、9.3%和 7.6%，均大幅好于服务业整体增速。

图 1：工业增加值同比增速略有反弹

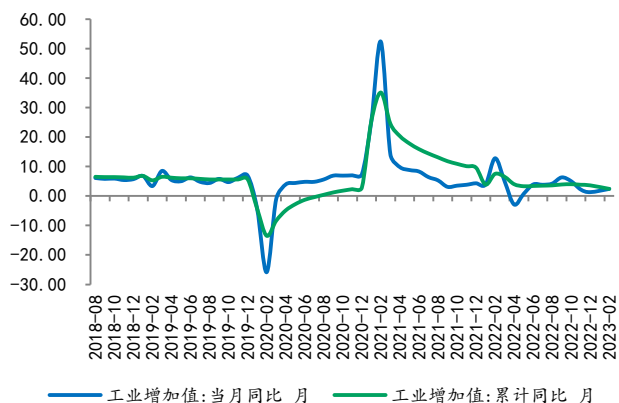
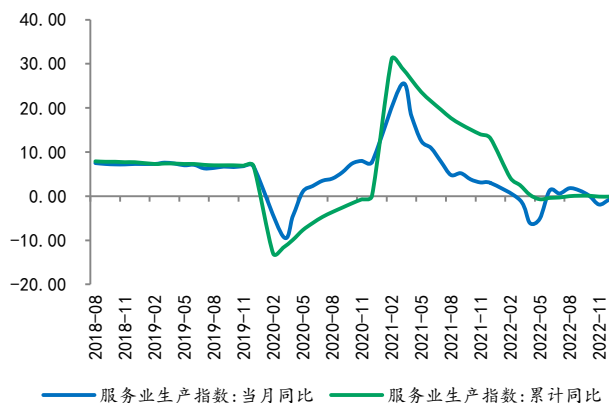


图 2：服务业生产指数转正



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

二、消费：复苏势头明显

1-2 月社会消费品零售同比增长 3.5%，明显好于去年 12 月的-1.8%，也好于市场预期。1-2 月消费主要呈现以下几个特点：

一是疫情相关类消费回落。中西药品同比增速由去年 12 月的 39.8% 大幅下降至 19.3%，粮油食品同比增速由 10.5% 回落至 9.0%，疫情达峰之后居民储备药品和食品的必要性下降。办公用品降幅由-0.3% 下降至-1.1%，居家办公需求也有所下降。

二是线下场景恢复增长。外出就餐增多带动餐饮收入同比增长 9.2%，大幅好于去年 12 月的-14.1%。受油价上调以及出行大幅增加影响，石油及制品类消费由-2.9% 上升至 10.9%。部分线上消费转移至线下，实物商品网上零售额同比增长 5.3%，较去年全年低 0.9 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 22.7%，较去年全年低 4.5 个百分点。

三是房地产消费企稳。建材类消费降幅由-8.9%收窄至-0.9%，家电类降幅由-13.1%收窄至-1.9%，家具类则由-5.8%回升至5.2%，反映出房地产市场的企稳回温迹象。

四是政策到期拖累汽车销售。1-2月汽车消费由去年12月的4.6%下降至-9.4%，购置税减半等政策到期后，居民购车意愿有所下降。

总体来看，1-2月消费数据受到正反两方面因素影响：一方面，疫情防控平稳转段之后，居民“不便消费”的状况大幅缓解，线下接触型、聚集型消费大幅反弹；另一方面，居民的消费能力尚未恢复。2月份城镇调查失业率上升至5.6%，16-24岁人口失业率上升至18.1%，为去年9月以来最高水平，就业压力上升会影响居民收入来源，进而会对消费形成抑制。1-2月居民部门新增存款接近7万亿，创历史同期最高水平，居民的预防性储蓄倾向仍然较强。

展望2023年，消费场景修复、居民收入恢复性增长以及新的稳消费政策出台，将会带动消费增速企稳反弹，不过，疫情造成的“疤痕效应”、居民部门杠杆率上升空间有限以及失业率阶段性上升等因素，可能会限制消费反弹幅度。

图 3：消费同比增速回升

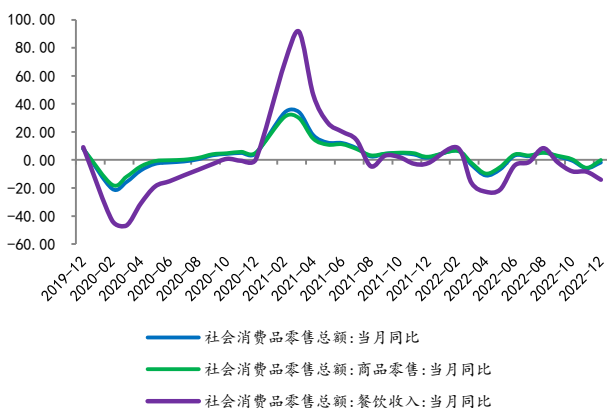


图 4：优惠政策结束后汽车消费回落

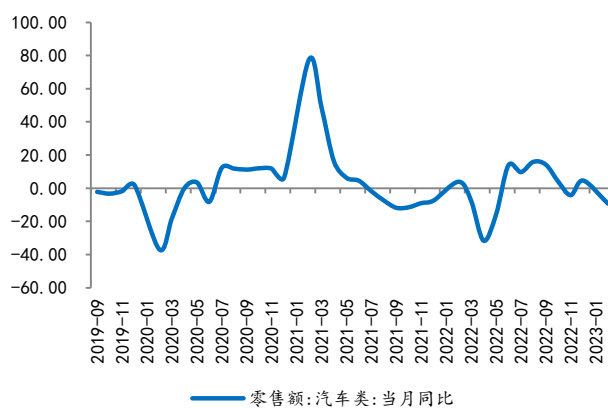


图 5：储蓄倾向处于高位

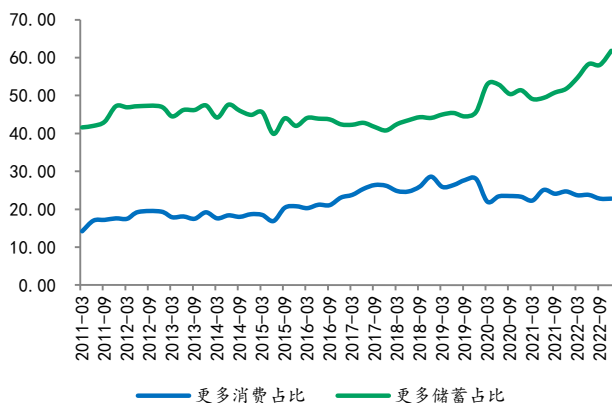
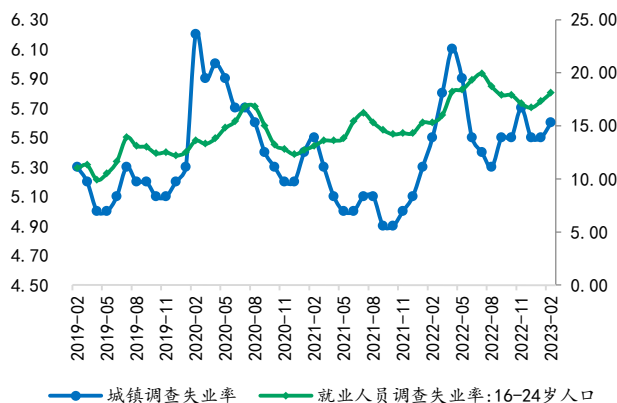


图 6：失业率回升



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

三、投资：基建、制造业增速回落

1-2 月固定资产投资同比增长 5.5%，高于去年末的 5.1%，好于市场预期。不过，民间投资仅增长 0.8%，低于去年末的 0.9%，创 2020 年 12 月以来的最低水平，显示民间资本的信心尚未得到提振。

从结构来看，基建投资（不含电力）和制造业投资增速回落，房地产开发投资增速降幅大幅收窄。

1-2 月基建投资同比增长 9.0%，略低于去年末的 9.4%。年

初以来，各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快，1月、2月建筑业商务活动指数连续两个月回升，分别为56.4%和60.2%。草根调研显示，节后复工率已经超过去年同期。再加上财政支出前置，专项债发行提速，使基建投资仍能保持在较高水平。

图 7：基建投资增速小幅回落

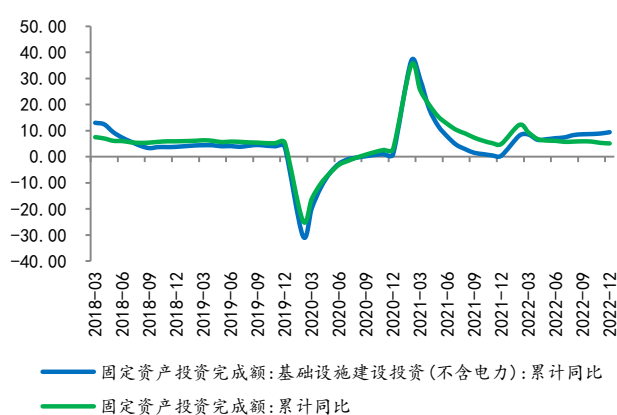


图 8：建筑业新订单回升

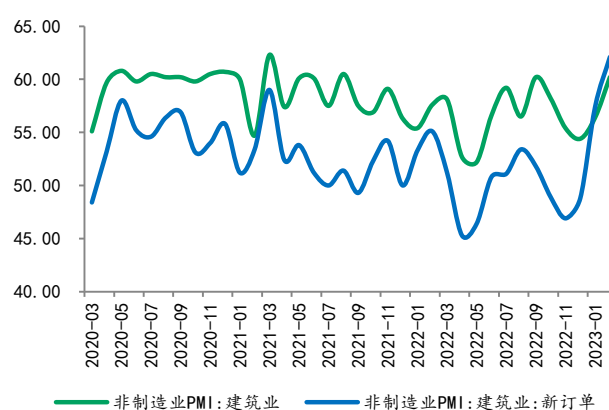


图 9：制造业投资增速略有回落

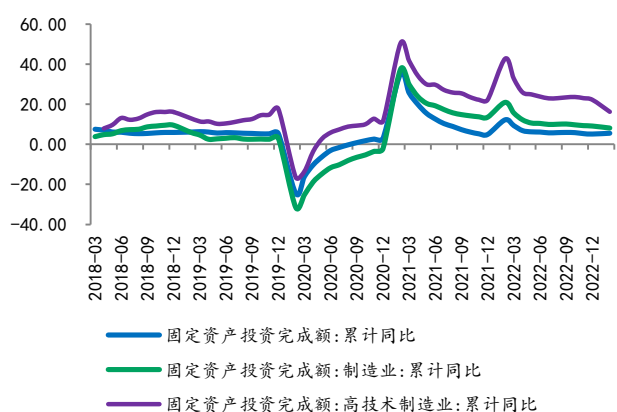
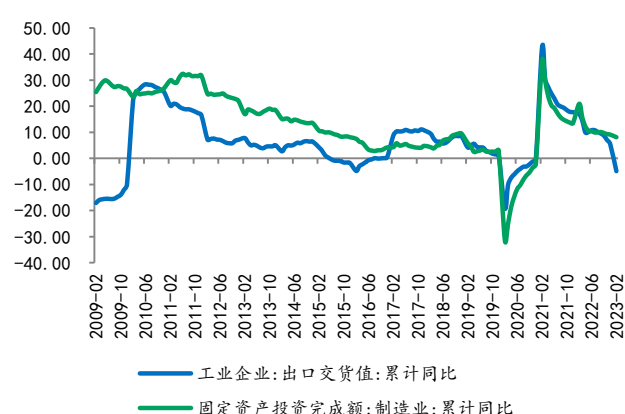


图 10：出口放缓或将拖累制造业投资增速



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

1-2 月制造业投资同比增长 8.1%，略低于去年末的 9.1%，基本符合预期。1 月和 2 月制造业 PMI 中的生产经营活动预期

回升至 55.6%和 57.5%，高于去年 12 月的 51.9%，BCI 企业投资前瞻指数也明显回升。不过，由于外需仍处于回落区间，PPI 维持通缩态势，制造业企业继续扩大投资的意愿仍显不足。

四、房地产：市场正在回温

1-2 月房地产开发投资同比-5.7%，较去年末的-10%明显收窄，好于市场预期。随着政策效应的持续发挥，以及去年同期基数偏低，房地产市场正表现出回温迹象，但可持续性仍值得关注。

从销售端来看，1-2 月商品房销售面积同比-3.6%，大幅好于去年末的-31.5%；商品房销售额同比-0.1%，大幅好于去年末的-27.7%。2 月居民部门中长期贷款新增 863 亿元，同比多增 1322 亿元，结束了连续 14 个月的同比下降局面。

从施工端来看，1-2 月施工面积同比-4.4%，好于去年 12 月的-48.2%；新开工面积同比-9.4%，好于去年 12 月的-44.3%；竣工面积同比 8.0%，好于去年 12 月的-6.6%。

从资金来源来看，1-2 月房企到位资金同比-15.2%，好于去年 12 月的-28.7%。其中，国内贷款同比-15.0%，弱于去年 12 月的-5.5%；以按揭和定金、预收款为主的其他资金同比-13.4%，好于去年 12 月的-28.9%；自筹资金同比-18.2%，好于上月的-34.8%。

去年底以来，官方重申了房地产业的支柱产业地位，融资端的“三箭齐发”，房企的资产负债状况已有改善，需求端持

续加力，居民加杠杆意愿有所回升，从而推动房地产市场出现回温迹象。

展望下一阶段，市场持续回升的可持续性仍有待观察。一是目前二手房市场的回升幅度和市场热度都略高于新房市场，表明居民对于新房的信心尚未恢复；二是融资环境虽有所优化，但短期内仅惠及白名单优质企业，部分财务困难的房企仍较难获得支持；三是房企尤其是民营房企拿地和新开工的意愿仍显不足。预计房地产开发投资增速在回升过程中仍有震荡可能。

图 11：房地产开发投资增速降幅收窄

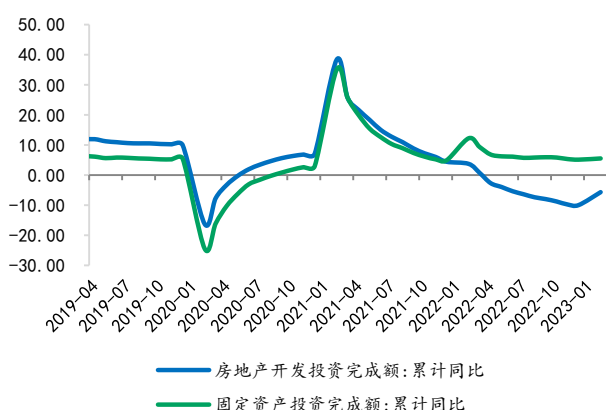


图 12：五大指标单月增速明显反弹

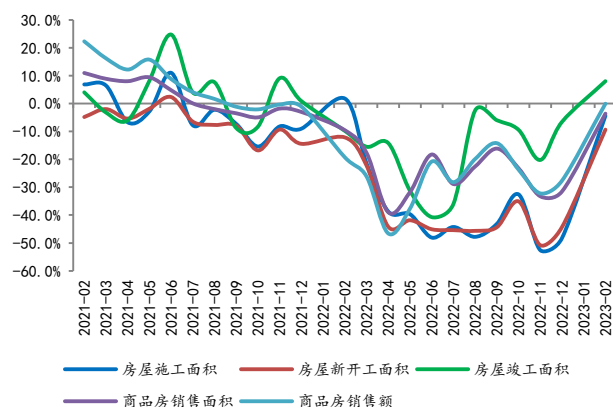


图 13：资金来源增速降幅趋于收窄

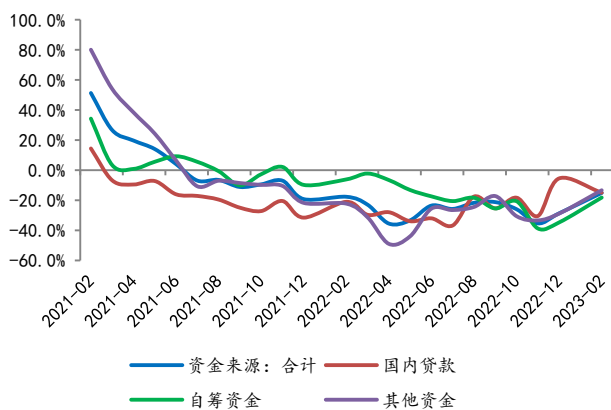
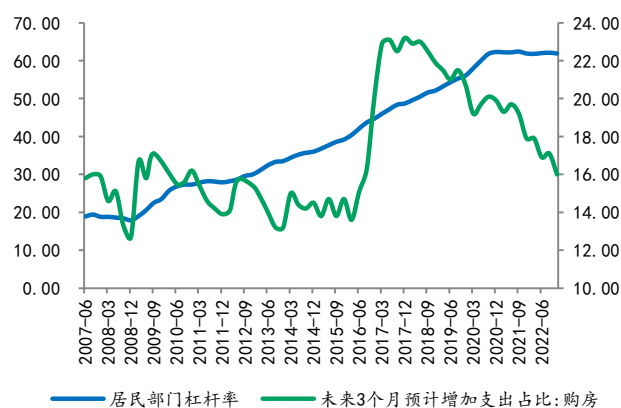


图 14：居民部门加杠杆意愿有待提升



五、政策：积极应对挑战

随着疫情防控平稳转段，经济循环加快畅通，生产需求明显改善，1-2月各项指标较去年12月全面好转。不过，经济复苏基础仍不稳固，突出表现为民间投资信心有待提振、就业市场面临压力以及房地产市场有待稳定等。

从刚刚结束的两会情况来看，决策层已经意识到了这些问题，并提出了应对之策。

在提振民企信心方面，李强总理在记者见面会上重申“两个毫不动摇”是长久之策，过去不会变，未来更不会变。将来要打造市场化、法制化、国际化，平等对待所有主体，依法保护产权，促进公平竞争，同时新领域新赛道大有可为，并提到要弘扬民企在创新创业中的“四千精神”（走遍千山万水、说尽千言万语、想尽千方百计、吃尽千辛万苦），认为民营经济的营商环境会越来越好、发展空间会越来越大。

在缓解就业压力方面，今年新增就业目标设置为1200万人左右，为历年最高。政府工作报告要求“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”。总理在记者见面会上强调，今年1158万人毕业大学生是就业重点，提升就业服务和技能培训，要广开就业渠道，新的就业形态既要支持又要规范发展。

在稳定房地产市场方面，政府工作报告指出，供给端将“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，住建部

部长倪虹 7 日在部长通道表示，要用“抓两头、带中间”的方法，以“精准拆弹”的方式化解风险。需求端将“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”。

除此之外，总理表示还将重视新政府的主动作为和务实作风，再次强调要“大兴调查研究之风”，问需于民、问计于民；“扎实推进依法行政”，于法有据；“提升创造性执行能力”，不能光踩刹车、不踩油门，不能尽设路障、不设路标。

所以，虽然今年 5% 的 GDP 目标低于市场预期，但随着政策效应持续释放和市场信心逐渐提升，经济复苏的基础将会进一步夯实，2023 年经济增速有望达到 5.5% 左右甚至更高水平。

近期研究成果

1. 2022 年四季度展望系列之一：国内经济有望延续温和复苏（2022 年 10 月 17 日）
2. 2022 年四季度展望系列之二：全球经济：遏制通胀的衰退处方（2022 年 10 月 20 日）
3. 2022 年四季度展望系列之三：内外周期错位下的信贷、金融市场运行及大类资产配置策略（2022 年 10 月 24 日）
4. 三季度经济恢复向好，内需贡献加大（2022 年 10 月 24 日）
5. 10 月经济景气走弱，需加快释放政策效应（2022 年 10 月 31 日）
6. 三大因素拖累 10 月经济，但形势正在边际好转（2022 年 11 月 15 日）
7. 景气度降至年内次低，稳增长还需加码（2022 年 11 月 30 日）
8. 三大因素继续拖累，政策加力呵护增长（2022 年 12 月 16 日）
9. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来——中国经济展望（2022 年 12 月 26 日）
10. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近——全球经济展望（2022 年 12 月 27 日）
11. 12 月 PMI 降至低点，但触底迹象已经显现（2023 年 1 月 3 日）
12. GDP 好于预期，内需现企稳迹象（2023 年 1 月 17 日）
13. 1 月 PMI 大幅反弹，内需推动经济回升（2023 年 1 月 31 日）
14. 复苏成色上升，2 月 PMI 继续向好（2023 年 3 月 1 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

