

年初经济如期修复，剔除汽车数据扰动后可见修复动能较强

——2023 年 1-2 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局公布的数据，2023 年 1-2 月规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%，上年 12 月值为 1.3%；1-2 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，上年 12 月值为同比下降 1.8%；1-2 月全国固定资产投资同比增长 5.5%，上年 1-12 月累计值为 5.1%。

基本观点：

整体上看，疫情冲击全面退去，年初前两个月经济如期修复。其中，受汽车购置税去年年底到期影响，前两个月汽车产销数据均现同比负增长，对宏观经济供需两端影响较大。剔除这一短期波动因素，年初经济修复动能要高于具体数据表现。其中，此前受疫情冲击较大的餐饮、旅游等消费正在快速反弹，宏观政策保持稳增长取向，基建投资以接近两位数的水平高增。这抵消了外需下行的影响，成为推动经济修复的主动力。

展望未来，政策面将继续在提振消费、投资两大内需板块方面发力，同时也将着力引导房地产行业尽快实现软着陆，带动涉房消费、房地产投资恢复正增长。我们判断，3 月宏观经济数据将进一步改善。

具体解读如下：

一、工业生产：伴随内需改善、疫情扰动消退，1-2 月工业生产较上年底有所提速。但受房地产投资低迷、出口转弱和汽车产销下滑影响，1-2 月工业生产反弹幅度不及预期。

2023 年 1-2 月，工业增加值累计同比增长 2.4%，增速高于去年 11 月的 2.2%和 12 月的 1.3%，与整体经济修复节奏基本匹配。主要拉动因素有二：首先，年初以来国内消费修复，基建投资、制造业投资保持较快增长，从需求端和预期角度对工业生产形成正向拉动；其次，疫情影响消退带动企业复工复产和供应链效率提升，工业生产秩序稳步恢复。

不过，1-2 月工业生产修复斜率相对较缓，表现并不及预期。主要原因有三：一是房地产投资低迷对工业生产修复强度仍有一定负向影响。二是出口转弱压制工业生产修复强度。如出口导向特征明显的纺织业 1-2 月工业增加值同比下降 3.5%，降幅较上年 12 月反而扩大 0.5 个百分点。三是主要受购置税优惠政策在去年底到期导致需求透支等因素影响，1-2 月汽车产销两弱，汽车制造业增加值同比下降 1.0%，

虽好于上年 12 月的下降 5.9%，但明显不及去年四季度平均 5.9% 的增长水平。

展望 3 月，随着内需进一步修复、汽车产销回暖，工业生产料进一步提速。但在今年外需收缩导致出口转弱背景下，过去三年工业增加值增速持续领先整体经济增长水平的阶段已经过去，预计一季度及全年工业生产增速将略低于 GDP 增长水平。这意味着，去年宏观经济中“生产强、消费弱”的局面将得到明显改观。

二、伴随消费场景限制全面解除、促消费政策发力起效，1-2 月社零增速如期反弹，其中餐饮收入大幅回暖，但受汽车销售下滑等因素拖累，商品消费表现相对较弱，后续仍有反弹空间。

2023 年 1-2 月，社零累计同比增长 3.5%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降 2.7% 相比，出现明显好转。主要拉动因素有三：首先，年初伴随消费场景限制全面解除，包括餐饮在内的各类线下消费正在迅速恢复，1-2 月餐饮收入同比增长 9.2%，较去年四季度的同比下降 10.3% 大幅回暖。其次，今年以来促消费政策也在发力，包括一些地方发放规模不等的消费券和消费补贴，金融机构加大消费信贷投放力度等，再加上去年积累的一些超额储蓄也在转化为消费，这些因素都会对年初消费反弹形成较强支撑。最后，今年 1-2 月商品房销售面积同比下降 3.6%，降幅较上年四季度明显收窄，带动家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费降幅收窄，其中家具零售额同比回正，对整体社零也起到正向拉动作用。

不过，1-2 月商品消费表现相对较弱，累计同比增长 2.9%，增速较去年四季度整体反弹 4.6 个百分点。这一方面受汽车销售拖累——主要受购置税优惠政策在去年底到期等因素影响，1-2 月汽车零售额同比下降 9.4%。由于汽车消费在整体社会消费品零售总额中占比近 10%，因此对年初社零增速形成一定下拉作用。这也反映于 1-2 月除汽车外的消费品零售额同比增长 5.0%，增速要高于包含汽车的商品消费整体。另外，我们注意到，扣除“春节错月”影响，合并计算 1-2 月 CPI 同比为 1.5%，处于明显偏低水平。由于物价是供需平衡的结果，在供给端较为稳定的背景下，CPI 涨幅偏低，也从价格角度印证年初消费反弹力度仍较为温和。这显示下一步政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。

展望后续，尽管 1-2 月社零增速较去年四季度明显回升，但从绝对增速水平上看，社零仍然处于修复初期，后续还有进一步反弹空间。我们判断，3 月随汽车销售改善，社零增速还将进一步加快，二季度开始有望展开较快上行过程。展望全年，疫情影响全面消退后，居民消费场景限制全面解除，部分补偿性消费将会涌现，加之上年基数明显偏低，全年社会消费品零售总额同比有望反弹到 8.0% 左右。

三、投资：1-2 月固定资产投资增速加快，主要源于基建和制造业投资保持较强韧性，房地产投资拖累效应减弱。短期内扩投资仍将为助力经济较快修复发挥积极作用。

2023 年 1-2 月，固定资产投资累计同比增速为 5.5%，较上年全年小幅加快 0.4 个百分点，这意味着

继上年稳增长之后，今年初扩投资在推动经济修复过程中仍在发挥积极作用。具体来看，1-2月基建投资（不含电力）同比增长9.0%，增速较去年全年微降0.4个百分点；全口径基建投资增速达到11.2%，较去年全年加快0.7个百分点。我们判断，前两个月基建投资同比增速继续保持10%左右的高增状态，主要原因是当前处于经济修复初期，政策面继续保持较强的稳增长力度，预算内资金、专项债、PPP模式等各类政策工具持续发力，加之上年新开工项目续建带动银行贷款较大规模流入（1-2月企业中长期贷款大幅多增，在一定程度上印证了这一点），支撑基建投资保持较快增长。

另外，今年前两个月新增地方政府专项债发行节奏继续前置，国家发改委1月明确表示，今年将进一步发挥好各项投资政策“组合拳”效应，以高效有力举措推动投资跑出“加速度”。这意味着今年前两个月基建投资在资金来源和项目储备方面都有充分保障。展望未来，3月基建投资仍将保持较高增长水平；下半年经济修复基础进一步夯实后，基建投资增速将有所下移。

1-2月制造业投资同比增长8.1%，增速较去年全年小幅放缓1.0个百分点。去年四季度以来制造业投资增速整体上有所下滑，与全球经济下行压力加大、国内出口增速出现同比负增长直接相关。不过，年初制造业投资继续保持较快增长，超出市场普遍预期。我们认为，前期央行推出设备更新改造再贷款工具，以及监管层表态“支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款”，都对制造业投资保持较强韧性发挥了重要作用。更重要的是，一段时期以来，为推动经济转型升级、着力缓解关键技术领域“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强——根据央行数据，制造业中长期贷款近两年多来保持30%以上的高增。另外，当前国内经济转入回升向上过程，国内市场需求上升，也对制造业投资信心带来一定提振作用。我们判断，短期内制造业投资仍将保持较强韧性。

房地产投资方面，1-2月同比增速为-5.7%，降幅较去年全年的-10.0%大幅好转，超出市场普遍预期。这与同期房地产施工及楼市销售端数据变化方向一致，首先是受年初以来保交楼进度加快推动，同时也与上年同期基数偏低有一定关联。最后，房地产投资中土地购置费计入规模调整也可能对该指标有一定影响——去年12月该数据变化即曾带来房地产投资同比增速出现较大波动。我们判断，1-2月楼市销售

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_53297

