

2023年03月16日

## 稳增长动能在于消费、基建——兼评2月经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

### ● 生产：服务业生产改善快于工业生产

**(1) 工业生产弱修复：**1-2月工业增加值同比为2.4%、较前值改善了1.1个百分点，结束了2022年9月以来的逐月回落态势。出口方面，海外需求回落速度慢于预期，但全年来看出口对工业生产的支持力度仍趋降。分行业看，消费品制造业受益于疫后消费市场复苏，增加值增速由负转正。

**(2) 服务业生产：**1-2月服务业生产指数同比大幅回升了6.3个百分点至5.5%，住宿餐饮业改善较快。2月服务业商务活动指数指向接触型聚集型服务业持续回暖。

### ● 消费：社零超预期改善，提示关注服务消费

**(1) 如何理解1-2月社零增速？**结构上，服务消费好于实物消费，可选消费改善快于必选消费；分行业来看，服装鞋帽、金银珠宝、化妆品等行业显著回升。直观上来看3.5%增速似乎并不高，但2022年1-2月并无疫情扰动，向后看社零增速将高斜率向上。我们统计表明2011年至2022年，1-2月社零占全年比重稳定为16%，按该比例2023年社零增速可达9.5%，考虑到1-2月包含部分疫后“报复性消费”（例如春节消费超预期），我们认为全年社零增速达不到9.5%的理论增速、可能在8.0%左右。

**(2) 提示2023年关注服务消费而非社零。**社零中实物消费和服务消费分别占比90%、10%，而服务消费为2023年弹性最大的一环，全年增速可能落在15%-20%。具体来看，我们跟踪的百度地图消费指数显示疫后首轮消费高斜率修复较为稳固，2月13日至3月12日四周时间，全国消费指数（周期）均落在15000附近，相当于2022年11月均值的170%。

**(3) 就业方面，**2月城镇调查失业率为5.6%，高校就业形势不佳。人社部数据显示“2023届高校毕业生将达到1158万人”，需警惕重演2022年Q2、Q3的高校失业率大幅攀升。2023年就业总量压力仍在，但好的方面在于接触性聚集型服务业持续改善，有望成为吸纳就业的较大增量。

### ● 固定资产投资增速小幅改善

**(1) 基建：高增速具备延续性、并无滑坡之扰，全年增速或达10%。**项目端，节后各地积极推进重大项目开工，21省市年内计划投资总额为12.3万亿元，可比口径下重大项目年内计划投资总额为9.5万亿元、同比增速9.97%。开工端，3月水泥、沥青、挖机指标均向好。资金端，一方面2022年7400亿政策性金融工具的撬动项目将持续形成实物工作量。另一方面财政加力提效政策导向下，2023年可能新增一批政策性金融工具、额度或不低于2022年。项目、资金、意愿“三轮驱动”，全年基建增速或超10%。

**(2) 地产：前端看**，销售、拿地、新开工均改善；后端看，竣工由负转正，指向保交楼稳步推进、稳民生效果持续显现；融资端，受益于2月商品房销售“小阳春”，定金及预收款、个人按揭贷款改善了21.9、11.2个百分点，但2月下旬30城商品房成交面积见顶回落，需求端行情的延续性仍有待观察。

**(3) 制造业：增速平稳，高端制造表现较好。**

### ● 稳增长落在消费与基建

对于疫后首份经济答卷，我们延续此前的观点，即预计2023年稳增长大计落子于消费、基建。政策徐图缓进，一些结构性、内生性的变化正在悄然发生，包括2022年中央经济工作会议、2023年政府工作报告将消费列为扩内需工作首位，诸多提法指向中央在扩内需规划中加强了对消费的重视，“从投资拉动到消费驱动”的增长切换或将提速，经济结构进一步向消费侧、居民侧倾斜。此外，2023年基建在项目、资金等支持下，也有望维持高增长。

**● 风险提示：**国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

### 相关研究报告

《继续加息对美联储或仍是较优选择——美国2月CPI点评——宏观经济点评》-2023.3.15

《冲突未止，互有损伤——俄乌冲突专题报告——宏观经济专题》-2023.3.13

《就业数据对美联储加息提速影响或有限——美国2月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.3.12

## 目 录

1、 生产：服务业生产改善快于工业生产 .....	3
2、 消费：社零超预期改善，提示关注服务消费 .....	3
3、 固定资产投资增速小幅改善 .....	6
3.1、 基建：高增速料将延续，2023 年增速或达 10% .....	6
3.2、 地产：筑底回升 .....	9
3.3、 制造业：增速平稳、高端制造表现较好 .....	10
4、 稳增长落在消费与基建 .....	10
5、 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1： 工业生产弱修复 .....	3
图 2： 服务业生产显著改善 .....	3
图 3： 服务消费好于实物消费 .....	4
图 4： 服装鞋帽、金银珠宝、化妆品边际改善较快 .....	4
图 5： 1-2 月社零占全年社零的 16% .....	4
图 6： 按 1-2 月趋势，2023 年社零增速或达 9.5% .....	4
图 7： 疫后消费首轮高斜率修复较为稳固 .....	5
图 8： 北京消费活动连续 2 周下滑 .....	5
图 9： 一二线消费改善好于三四线 .....	5
图 10： 失业率小幅上升 .....	6
图 11： 从业人员 PMI 显著改善 .....	6
图 12： 人社部预计 2023 年高校毕业生 1158 万人 .....	6
图 13： 1-2 月广义基建增速 12.2% .....	7
图 14： 电热燃水、铁路运输改善较快 .....	7
图 15： 重大项目发力提前、规模扩容 .....	7
图 16： 3 月水泥开工强势向上 .....	8
图 17： 春节错月，2 月挖机开工小时数同比大涨 .....	8
图 18： 3 月沥青开工向上 .....	8
图 19： 3 月建筑沥青开工底部回升 .....	8
图 20： 节后第四周，开复工率超过 2022 年 .....	8
图 21： 节后第四周，劳务到位率接近 2021、2022 年 .....	8
图 22： 竣工增速转正 .....	9
图 23： 定金及预收款改善较快 .....	9
图 24： 3 月商品房成交遇冷 .....	10
图 25： 房企拿地意愿仍弱 .....	10
图 26： 制造业投资增速相对稳定 .....	10
图 27： 高端制造景气度仍高 .....	10

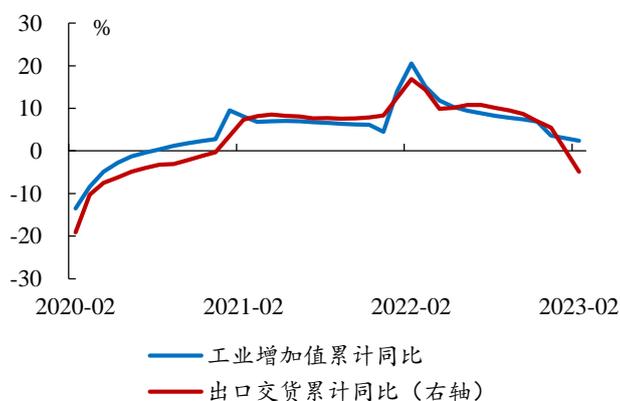
2023年1-2月工业增加值同比2.4%(预期3.0%),社零同比3.5%(预期2.9%),固定资产投资累计同比5.5%(预期3.3%)。其中,基建投资12.2%,制造业投资8.1%,房地产投资-5.7%。

## 1、生产：服务业生产改善快于工业生产

**(1)工业生产弱修复：**1-2月工业增加值同比为2.4%、较前值改善了1.1个百分点，结束了2022年9月以来的逐月回落态势。出口方面，1-2月出口交货值当月同比为-4.9%，好于2022年12月的-8.4%，表明海外需求回落速度慢于预期，但全年来看出口对工业生产的支持力度仍趋降。分行业看，电力热力供应生产、交运设备制造、茶酒饮料制造、食品制造、医药制造分别改善了9.6、4.9、4.1、1.9、1.8个百分点，大类行业中消费品制造业受益于疫后消费市场复苏，增加值增速由负转正、较前值回升了3.5个百分点至0.3%。

**(2)服务业生产：**1-2月服务业生产指数同比增长5.5%、较前值大幅回升了6.3个百分点。分行业来看，住宿餐饮业改善较快、同比增长11.6%，信息技术服务业、金融业、交运仓储、批零分别同比增长9.3%、7.6%、4.2%、3.0%。2月服务业商务活动指数改善了1.6个百分点至55.6%，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，指向接触型聚集型服务业持续回暖。

图1：工业生产弱修复



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图2：服务业生产显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、消费：社零超预期改善，提示关注服务消费

**(1)如何理解1-2月社零增速？**1-2月社零累计同比为3.5%、较2022年12月改善了3.7个百分点。结构上，服务消费明显好于实物消费，1-2月餐饮增速为10.2%、远高于商品零售增速的1.5%；分行业来看，服装鞋帽、金银珠宝、化妆品边际改善较快，分别提高了11.9、8.3、7.0个百分点。直观上来看3.5%增速似乎并不高，但2022年1-2月并无疫情扰动，向后看社零增速将呈现高斜率向上。我们统计表明2011年至2022年，1-2月社零占全年比重稳定为16%，仅2020年和2022年疫情扰动下有所波动，若2023年延续16.0%的全年占比则社零增速可达9.5%，考虑到1-2月包

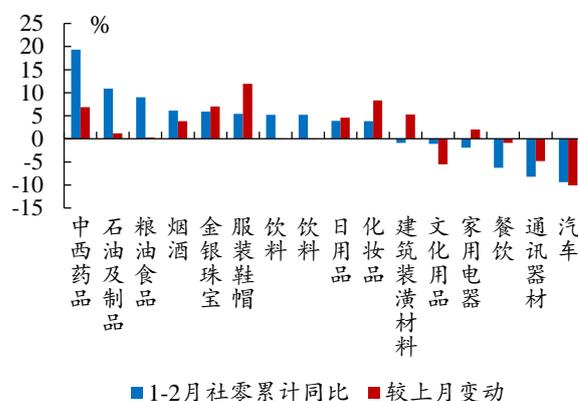
含了一部分疫后“报复性消费”（例如春节消费超预期），我们认为全年社零增速达不到9.5%的理论增速、可能在8.0%左右。

图3：服务消费好于实物消费



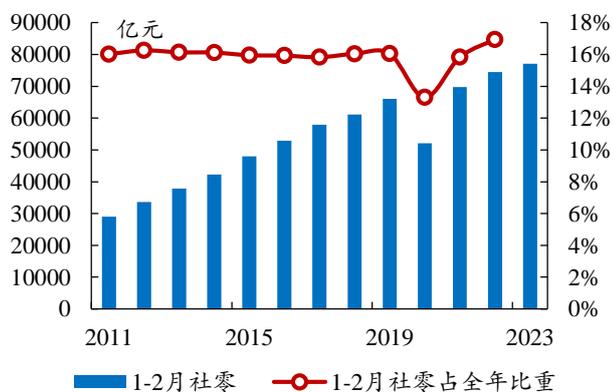
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图4：服装鞋帽、金银珠宝、化妆品边际改善较快



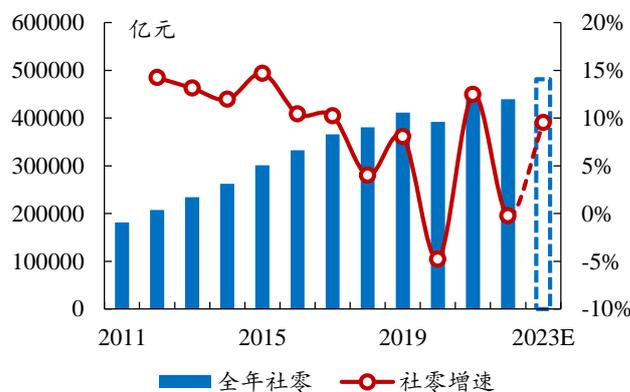
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：1-2月社零占全年社零的16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

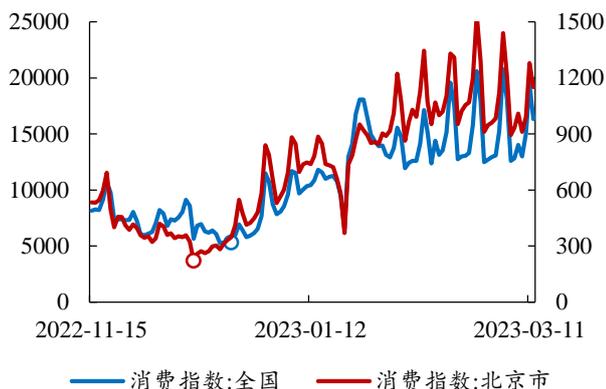
图6：按1-2月趋势，2023年社零增速或达9.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

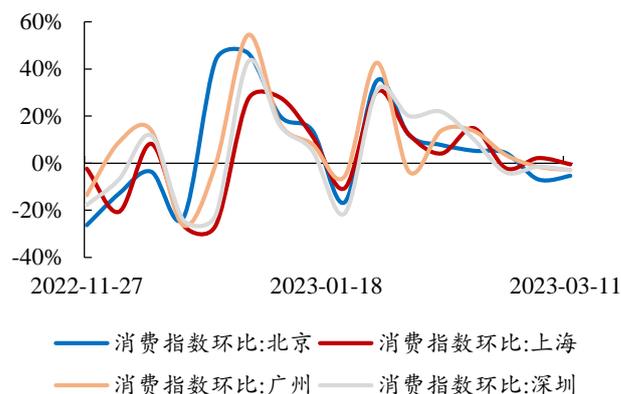
**提示2023年关注服务消费而非社零。**社零中实物消费和服务消费分别占比90%、10%，而服务消费为2023年弹性最大的一环，1-2月餐饮增速和商品零售增速分化可见一斑。向后看，服务消费将在疫情低基数上进一步显现弹性，全年增速可能落在15%-20%。具体来看，我们跟踪的百度地图消费指数是基于居民对消费类场所的出行需求、位置服务计算得到，能较好反映服务消费活动。该指标显示疫后首轮消费高斜率修复较为稳固。2月13日至3月12日四周时间，全国消费指数（周期）均落在15000附近，相当于2022年11月均值的170%。

图7：疫后消费首轮高斜率修复较为稳固



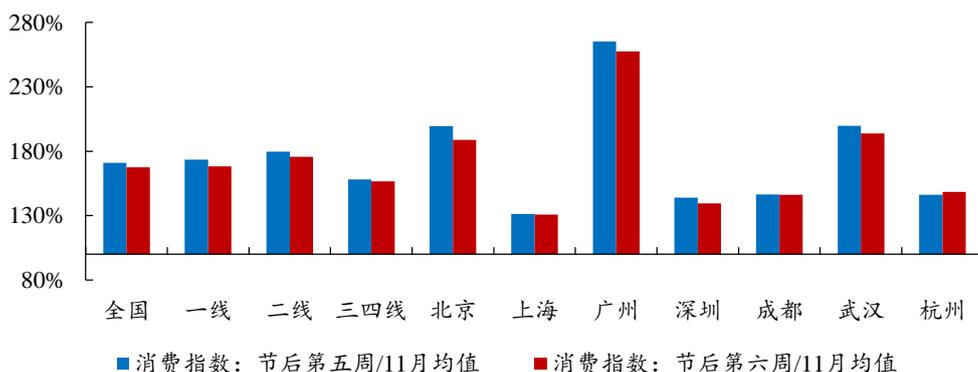
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图8：北京消费活动连续2周下滑



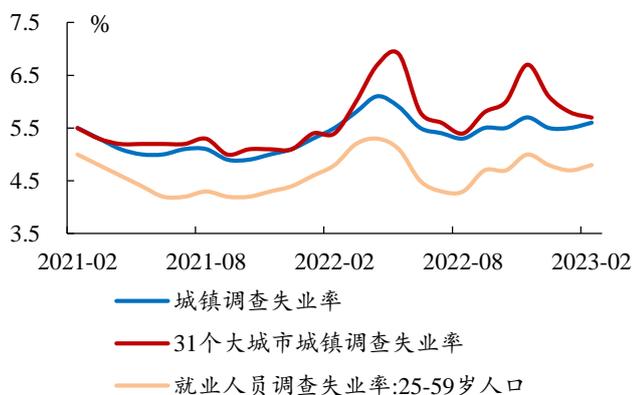
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图9：一二线消费改善好于三四线

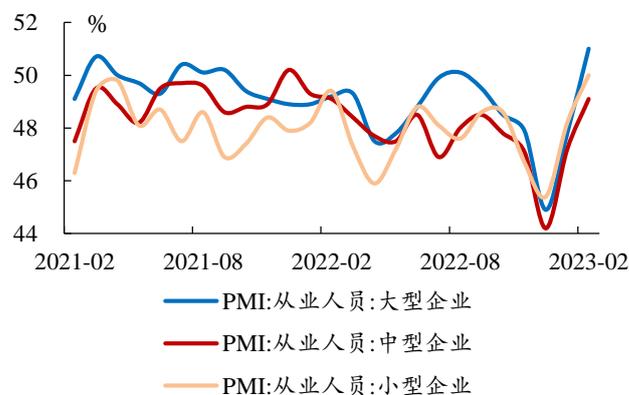


数据来源：百度地图、开源证券研究所

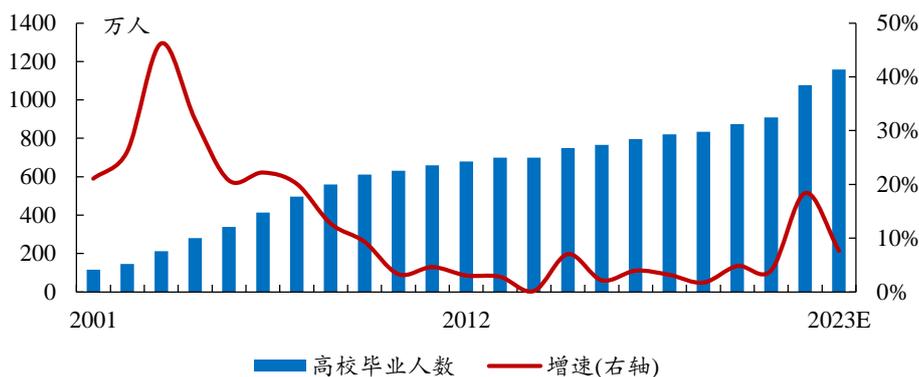
**(2)就业方面**，2月城镇调查失业率为5.6%，高于全国两会设定的5.5%目标中枢。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率为4.8%、较前值下行了0.1个百分点，16-24岁就业人员调查失业率上升了0.8个百分点至18.1%，指向高校就业压力仍较严峻。用工方面，2月大型、中型、小型企业的从业人员PMI分别为51.0、49.1、50.0，大型和小型企业已超过2022年全年高位。人社部数据显示“2023届高校毕业生将达到1158万人”，同比2022年增速为7.6%，需警惕重演2022年Q2、Q3的高校失业率大幅攀升。2023年就业总量压力仍在，但好的方面在于接触性聚集性服务业持续改善，有望成为吸纳就业的较大增量。

**图10：失业率小幅上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：从业人员 PMI 显著改善**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：人社部预计 2023 年高校毕业 1158 万人**


数据来源：人社部、开源证券研究所

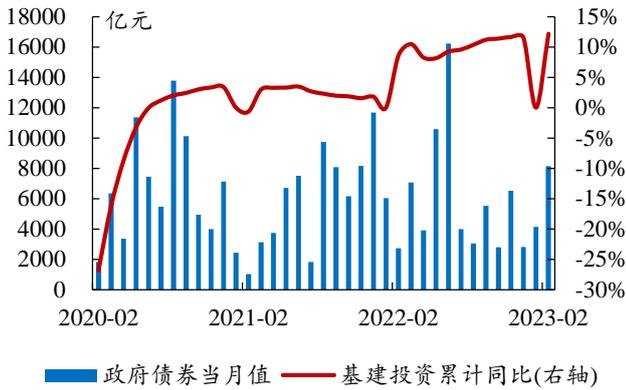
### 3、固定资产投资增速小幅改善

2023 年 1-2 月固定资产投资累计同比较前值回升 0.4 个百分点至 5.5%，分项上基建贡献较大、制造业相对稳定、地产拖累收窄。

#### 3.1、基建：高增速料将延续，2023 年增速或达 10%

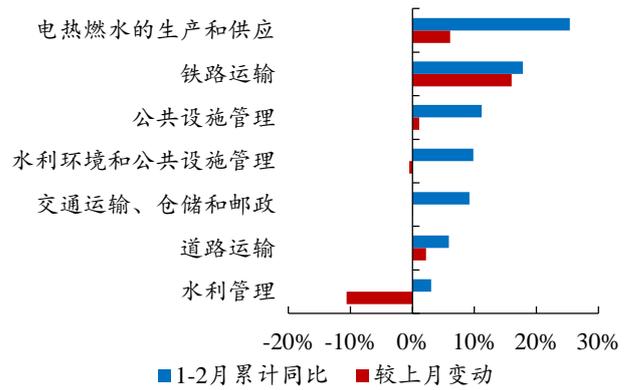
2022 年 1-2 月广义基建增速为 12.2%、狭义基建（不含电力）增速 9.0%，为高基数上的高增长。我们在《消费或被低估——兼评 2 月 PMI 数据》中指出“全年基建增速有望上调，预计 2023 年 1-2 月基建增速或超 10%”。分行业看，1-2 月电热燃水、铁路运输、公共设施管理增速超过 10%，分别为 25.4%、17.8%、11.2%，水利管理为拖累项，或与 2022 年积极扩大水利投资规模形成的高基数有关，2023 年 1 月 13 日，水利部在新闻发布会上指出“2022 年全国完成水利建设投资 10893 亿元，比 2021 年增长 44%”。

图13: 1-2月广义基建增速12.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

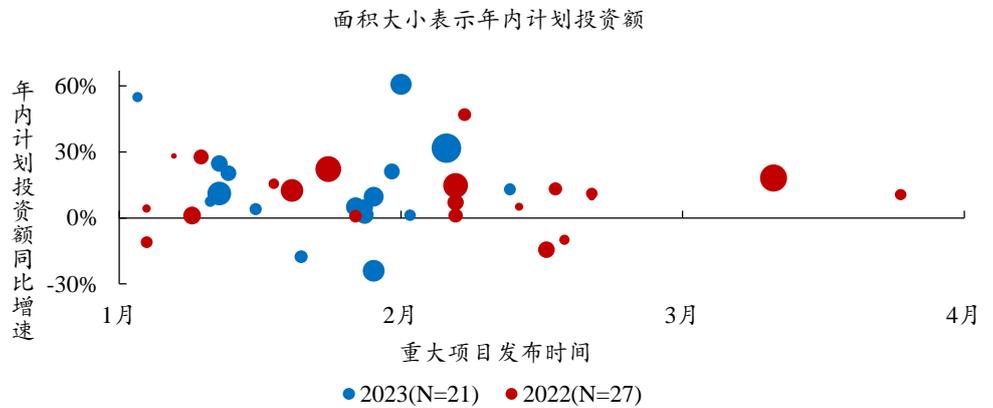
图14: 电热燃水、铁路运输改善较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

开年信贷资源大力支持下，节后各地积极推进重大项目开工，较2022年发力提前、规模扩容。21省市年内计划投资总额为12.3万亿元，可比口径<sup>1</sup>下重大项目年内计划投资总额为9.5万亿元、同比增速9.97%。开工端，3月水泥磨机运转率、水泥发运率分别回升至37.2%、41.8%；3月石油沥青装置开工率为32.8%、大幅好于2022年同期，其中交通沥青、建筑沥青均改善；春节错峰挖机向好，2月挖掘机开工小时同比为61.4%、销量同比为-1.4%。

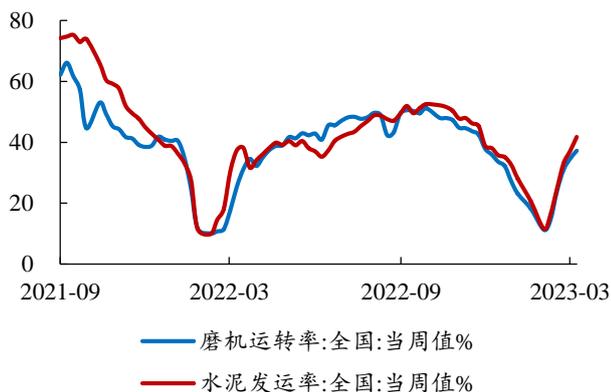
图15: 重大项目发力提前、规模扩容



数据来源: 各地人民政府网、开源证券研究所

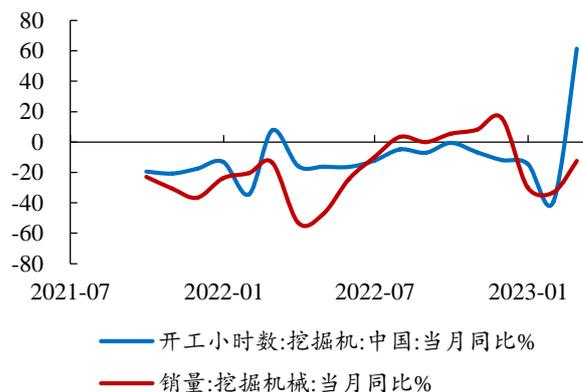
<sup>1</sup> 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示2021、2022、2023年均按相同口径的数据。

图16: 3月水泥开工强势向上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 春节错月, 2月挖机开工小时数同比大涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 3月沥青开工向上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 3月建筑沥青开工底部回升



数据来源: 钢联数据、开源证券研究所

图20: 节后第四周, 开复工率超过2022年

开复工率

图21: 节后第四周, 劳务到位率接近2021、2022年

劳务到位率

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\\_53353](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53353)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn