

1-2 月经济数据点评

固定资产投资先行回升，内需复苏有待加强

1-2 月工业增加值环比弱于季节性，同比增速低于市场预期；社零受益于疫后服务性消费反弹和春节假期消费因素影响，增速超预期；固定资产投资增速超预期，基建和制造业固投维持较高增速，房地产投资增速较 12 月继续上行。

- 1-2 月工业增加值同比增长 2.4%，采矿业工业增加值累计同比增速 4.7%，制造业累计同比增速 2.1%，公用事业累计同比增速 2.4%，高技术产业累计同比增速 0.5%。1-2 月工业增加值同比增速继续回落，主要有两方面因素影响，一是疫情从确诊人数和劳动力有效供给等方面仍对生产造成扰动，二是春节假期对生产造成季节性影响。
- 1-2 月社零同比增长 3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 5%。社零数据整体来看超出市场预期，表明内需恢复趋势强劲，但从环比看 2 月下降 0.02%，说明一是消费的释放有明显的假期影响因素，二是以汽车为代表的大宗消费品依然相对疲弱。1-2 月主导社零增速的还是疫情和春节假期因素，受疫情影响，药品消费增速维持在较高水平，受春节假期因素提振，金银珠宝、化妆品等弹性消费，以及食品、烟酒、服装类消费品的增速较高。
- 1-2 月固定资产投资增速为 5.5%，制造业投资 1-2 月累计同比增长 8.1%，基建投资累计同比增长 9.0%，地产投资累计同比下降 5.7%。
- 1-2 月房地产新开工面积累计同比下降 9.4%，施工面积同比下降 4.4%，竣工面积同比增长 8.0%。商品房销售面积同比下降 3.6%，商品房销售额累计同比下降 0.1%。1-2 月房地产投资资金来源同比下降 25.9%，但出现三个向好迹象，一是同比增速较 2022 年大幅回升，二是资金来源结构中，来自银行的贷款和个人按揭占比都有明显上升，三是定金预收资金增速回升、占比上升，表明房地产销售出现转暖。
- 1-2 月经济数据整体略好于市场预期。1-2 月经济数据中，固定资产投资和社零同比增速略超市场预期，工业增加值同比增速略低于市场预期，整体表现较好，确定了经济复苏向好的趋势；从细项看，社零环比虽然在 2 月有所波动，但受防疫政策调整和春节效应影响，服务性消费和弹性消费都表现强劲，固定资产投资强劲仍是复苏趋势持续向好的重要基础，时间上，2 月环比增速较 1 月上升且高于历史同期，构成上，基建和制造业同比高增，房地产投资增速也连续两个月上行；工业增加值同比增速低于预期与 PMI 和高频数据的趋势略有不同，但上游周期品增加值同比增速表现较好，反映出投资对工业的带动较强，但外需疲弱拖累生产端整体表现。
- 稳增长和防风险都是宏观政策的重点。年初至今，市场对 2023 年经济复苏预期较高，政府工作报告中也将经济增长目标定在了 5% 这一不低的水准上，当前的经济形势还是财政支出前置和实体经济转型升级支持投资，政策纠偏带动房地产产业链修复，外需下行扰动国内生产，内需释放有待加强。从 1-2 月经济数据看，投资的基础性作用较强，但内需释放偏慢，特别是以汽车和房地产为代表的大宗消费品增速偏慢，同时以美国硅谷银行破产为代表的外部风险因素扰动加大，可能成为经济复苏斜率走势的不确定因素。考虑到 3 月国内换届和海外风险事件影响发展需要时间，我们认为短期内宏观政策或以静制动，等待更多关于影响复苏趋势的信息，4 月的政治局会议可能是宏观政策调整的时点。我们预计一季度 GDP 增长 3.2%，全年 5.4%。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国银行业金融风险影响加大；国际局势复杂化。

相关研究报告

《2 月美国 CPI 点评》20230315
《关键金融风险指标追踪》20230315
《大类资产追踪周报》20230313

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

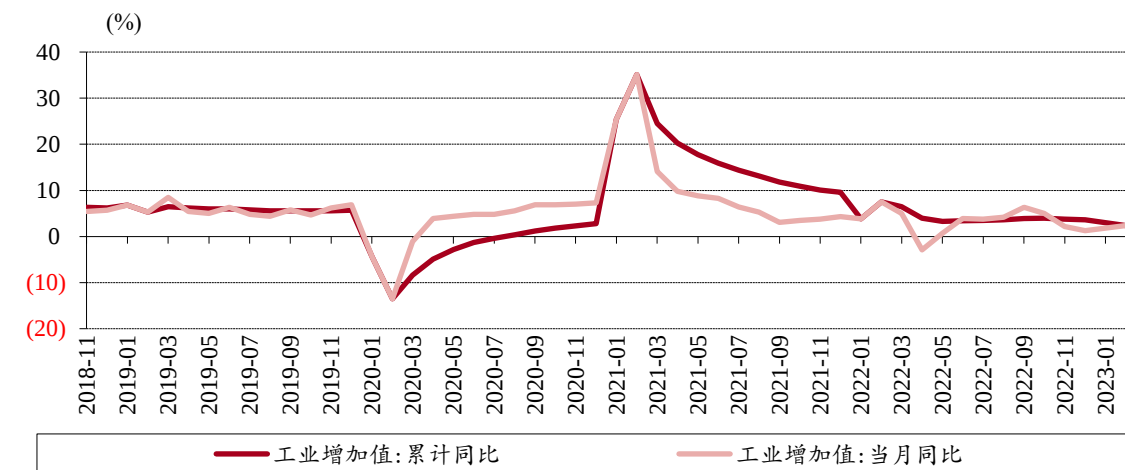
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速低于预期

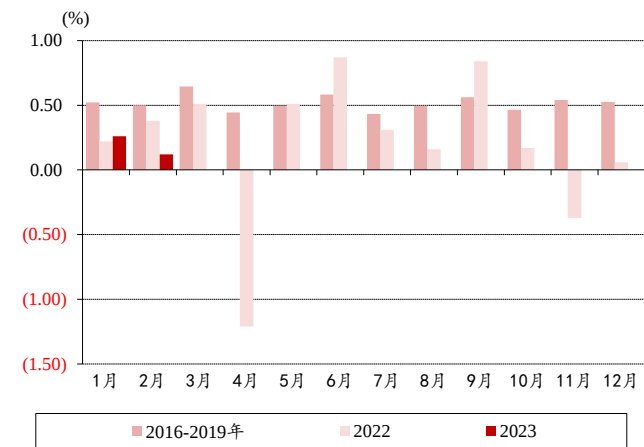
1-2 月工业增加值环比增速偏低。1-2 月工业增加值同比增长 2.4%，较 12 月下降 1.2 个百分点，同比增速表现低于市场预期。1-2 月工业增加值同比增速继续回落，主要有两方面因素影响，一是疫情从确诊人数和劳动力有效供给等方面仍对生产造成扰动，二是春节假期对生产造成季节性影响。但工业增加值同比增速与 PMI 生产指数表现存在分化，可能有两方面原因，一是 PMI 调查范围相对较小，对工业生产代表性存在局限性，二是 PMI 和工业增加值统计对象的结构存在差异，因此对生产端的结构性问题反映不足。

图表 1. 工业增加值同比增速

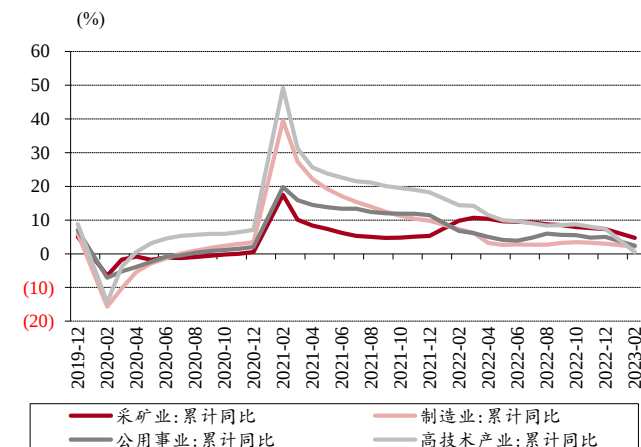


1 月和 2 月环比增速低于历史同期平均水平。从环比增速来看，1 月工业增加值环比正增 0.26%，2 月工业增加值环比正增 0.12%，在 12 月低基数的情况下，1 月和 2 月工业增加值环比增速依然低于 2016 年-2019 年同期平均水平，并且在 1 月环比增速低于 2022 年同期的情况下，2 月环比依然较 1 月下行，表明工业生产端一定程度上受到外需疲弱的影响。从行业分类来看，1-2 月采矿业工业增加值累计同比增速 4.7%，制造业累计同比增速 2.1%，公用事业累计同比增速 2.4%，高技术产业累计同比增速 0.5%。从企业类型来看，1-2 月私企工业增加值同比增长 2.0%，国企工业增加值同比增长 2.7%，股份制企业同比增速 4.3%，外企同比下降 5.2%，从增速较 2022 年变化看，国企、股份制、私企的工业增加值累计同比增速变化均在 1 个百分点范围内，外企工业增加值累计同比增速下降达到 4.2 个百分点。整体来看，1-2 月工业增加值环比偏弱，受外需和外企影响较大。

图表 2. 工业增加值环比

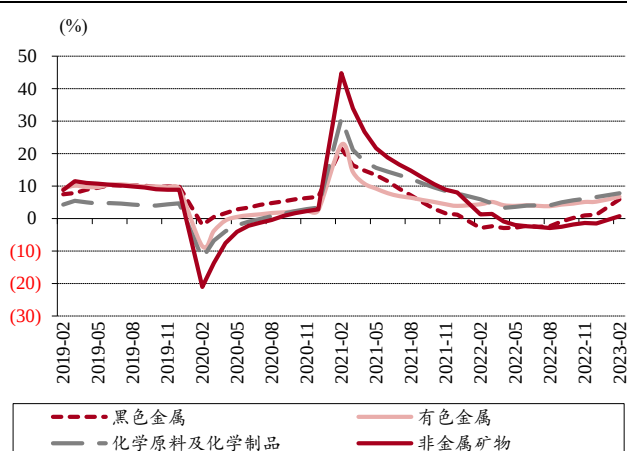


图表 3. 各行业工业增加值累计同比



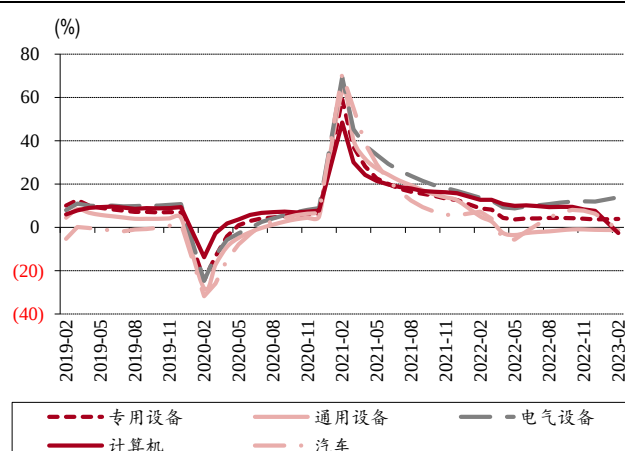
1-2月工业增加值表现上游较好。上游行业方面，1-2月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长7.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.7%，上游行业工业增加值累计同比增速均较2022年明显上升，其中非金属矿业工业增加值累计同比增速转正。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降1.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.9%，汽车制造业增加值累计同比下降1.0%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长13.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比下降2.6%，中游行业中通用设备、计算机和汽车行业工业增加值同比增速落入负增长区间，但电气设备和专用设备同比增速较2022年有所上升。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.7%，纺织业增加值累计同比下降3.5%，医药制造业增加值累计同比下降3.1%，从增速变化看，食品和医药行业增加值同比增速较2022年有所上升，纺织行业工业增加值下降可能受国内疫情防控政策放松影响较大。1-2月各行业增加值同比增速分化较大，上游表现更好可能受基建投资带动，而中下游行业分化可能受到外需、内需季节性因素或防疫政策变化影响。

图表 4. 上游行业工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

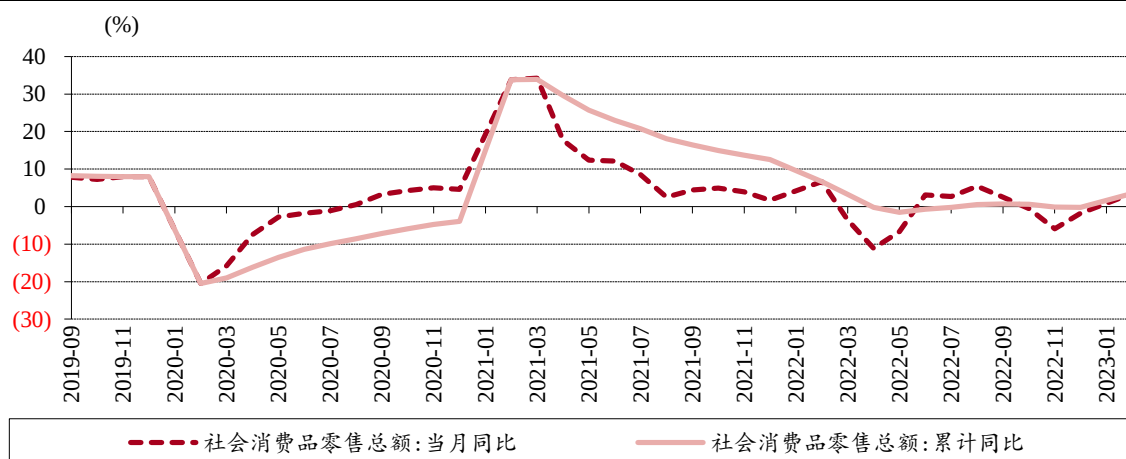


资料来源：万得，中银证券

消费同比增速回正

1-2月社零同比增速较12月继续大幅回升。1-2月社零同比增长3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长5%。1-2月社零整体增速较12月上升5.3个百分点，除汽车以外的社零同比增速较12月上升7.6个百分点，社零数据整体来看超出市场预期，表明内需恢复趋势强劲，但从环比看2月下降0.02%，说明一是消费的释放有明显的假期影响因素，二是以汽车为代表的大宗消费品依然相对疲弱。

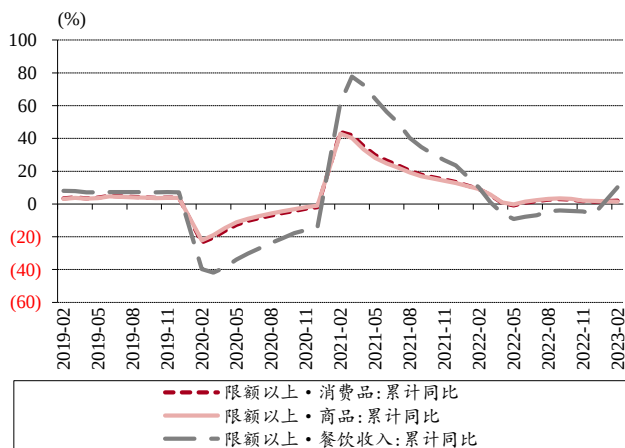
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

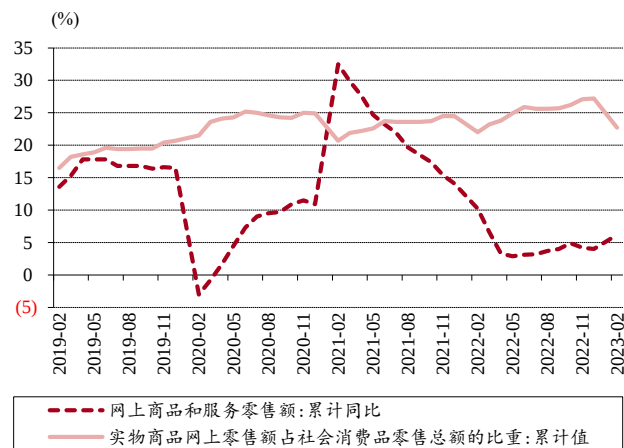
餐饮消费增速大幅回升。1-2月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长2.1%，其中商品零售总额同比增长1.5%，餐饮收入总额同比增长10.2%。1-2月疫情的影响明显回落，并且春节消费提振服务业消费需求，餐饮消费同比增长9.2%，较12月上升23.3个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升10.2%，较12月上升28个百分点，1-2月商品消费同比增速较12月上升3个百分点，限额以上商品消费增速较12月上升1.7个百分点。1-2月网上零售额占比为26.7%，较12月下降4.7个百分点，较去年同期上升了0.4个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为6.2%，增速较2022年上升2.2个百分点。从城乡消费增速来看，1-2月乡村的消费增长4.5%，城镇消费同比增长3.4%，乡村消费增速反弹幅度更大。1-2月春节假期消费主导社零增速同比上行。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

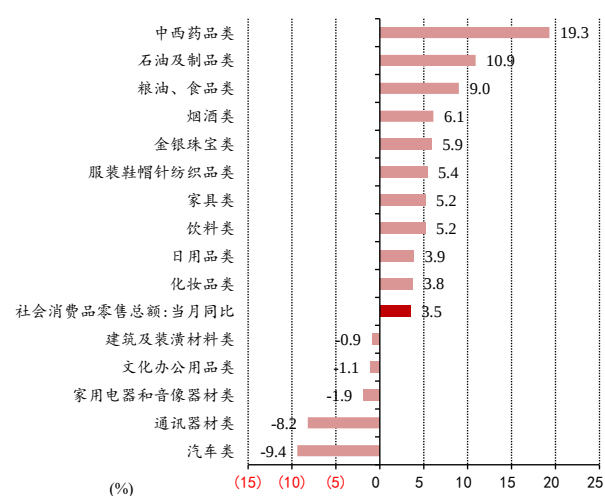
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

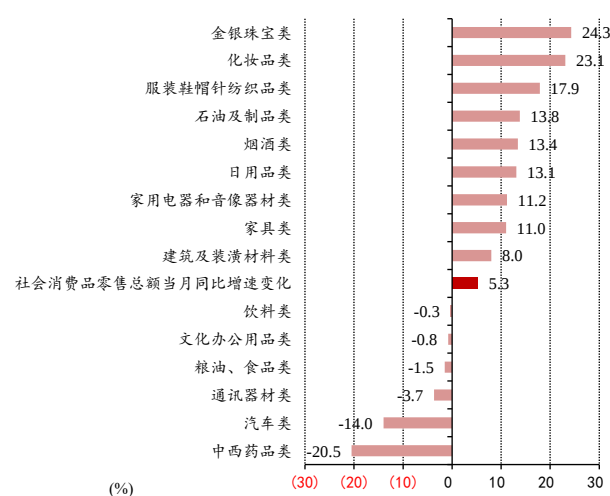
春节假期主导弹性消费品增速上行。从同比增速来看，1-2月限额以上企业商品零售总额增速1.5%，同比增速较高的细分行业包括中西药品、石油制品和粮油食品，同比增速下降较多的是汽车和通讯器材等。与12月相比，增速上升较多的有金银珠宝、化妆品和纺织服装等，增速降幅较大的有中西药品、汽车和通讯器材等。从消费品分类看，1-2月主导社零增速的还是疫情和春节假期因素，受疫情影响，药品消费增速维持在较高水平，受春节假期因素提振，金银珠宝、化妆品等弹性消费，以及食品、烟酒、服装类消费品的增速较高。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零当月同比增速变化



资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速先行走强

固定资产投资增速超预期。1-2月固定资产投资增速为5.5%，较2022年全年上升0.4个百分点，1-2月民间固定资产投资增速0.8%，较2022年全年下降0.1个百分点。基建和制造业投资增速仍处于较高水平，但房地产固定资产投资增速较2022年全年上行。

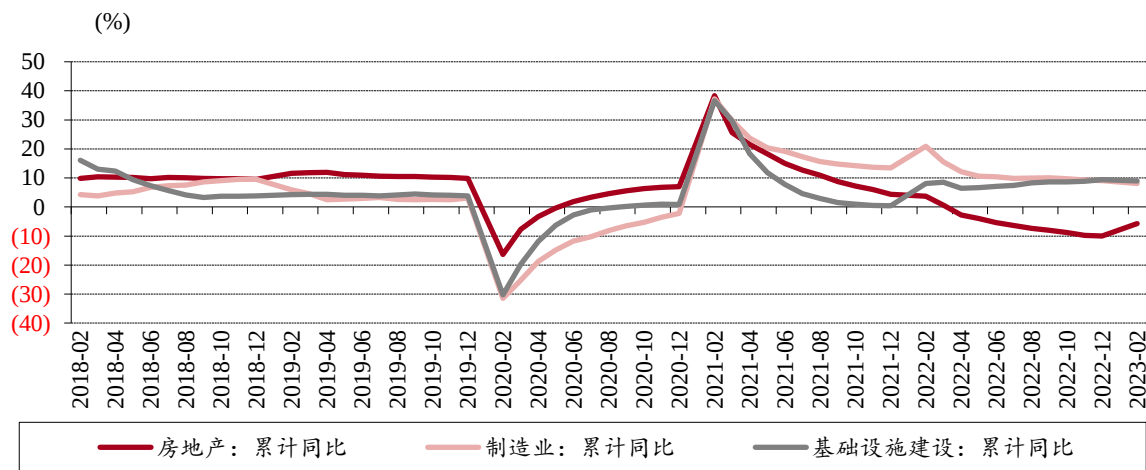
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

制造业投资增速反弹，基建投资增速下降但较2022年同期水平高，房地产投资负增但较12月大幅上升。分类别看，制造业投资1-2月累计同比增长8.1%，基建投资累计同比增长9.0%，地产投资累计同比下降5.7%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长1.5%，第二产业累计同比增长10.1%，第三产业累计同比增长3.8%；从地区来看，东部累计同比增长5.8%，中部增长4.1%，西部增长6.3%，东北增长4.9%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长6.0%，国企同比增长10.5%，外资企业下降1.2%。1-2月基建固投当月同比增速较12月下降5.3个百分点，制造业投资增速较12月上升0.7个百分点，房地产投资增速同比较12月上升6.5个百分点。1月固投环比增长0.22%，2月固投环比增长0.72%，由于财政支出前置和信贷大额强劲投放等因素提振，固定资产投资增速在2月节后加速恢复，预计固投仍将是一季度支撑经济复苏趋势的重要基础，同时房地产投资当月增速连续两个月回升，表明随着房地产行业融资放宽，房地产投资增速有望见底后持续回升。从行业看，1-2月固投增速表现相对较好的行业包括汽车、有色金属、专用设备。

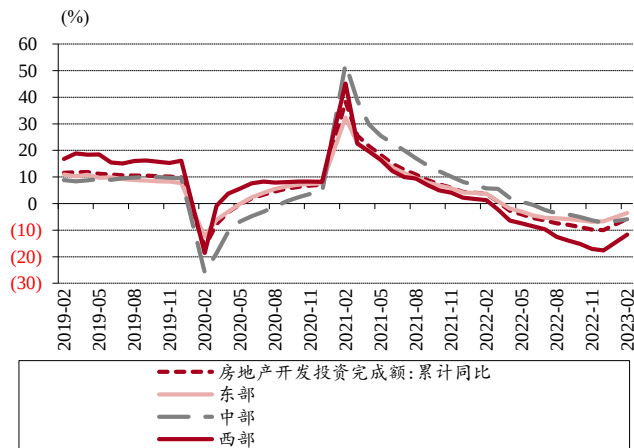
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

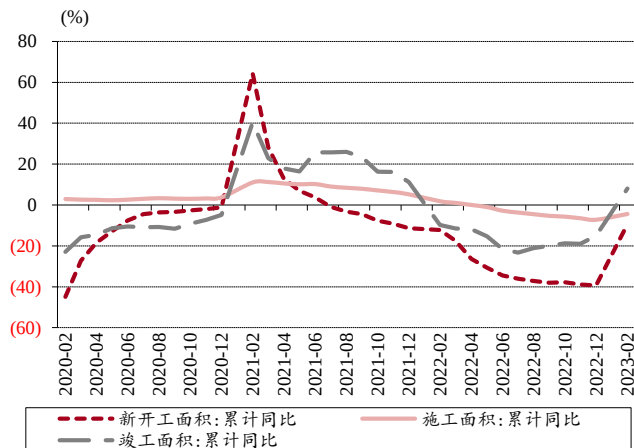
房地产当月投资增速继续大幅反弹。1-2月房地产投资增速下降5.7%，比2022年上升4.3个百分点。其中东部地区累计同比下降3.5%、中部地区累计同比下降5.9%、西部地区累计同比下降11.7%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降4.6%，办公楼投资增速下降7.6%，商业地产投资增速下降17%。1-2月房地产新开工面积累计同比下降9.4%，施工面积同比下降4.4%，竣工面积同比增长8.0%。12月房地产融资放松之后，房地产固定资产投资当月增速连续两个月上升，房地产投资或已经进入修复趋势当中，1-2月竣工面积同比增速转正，关注接下来销售数据好转的情况。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

房地产销售同比虽然下降，但增速大幅回升。1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，商品房销售额累计同比下降0.1%。1-2月商品房待售面积同比转正14.9%，其中住宅面积同比增长15.5%，办公楼累计同比增长21.0%，商业地产累计同比增长12.1%。从房地产投资资金来源看，1-2月国内贷款占比16.4%，较2022年上升4.7个百分点，个人按揭贷款占比16.4%，较2022年上升0.4个百分点，定金预收款占比33.3%，较2022年上升0.3个百分点，自筹资金占比29.7%，较2022年下降5.8个百分点。从增速看，1-2月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.9%，其中国内贷款资金来源增速下降15.2%，定金和预收款增速下降11.4%，按揭贷款资金来源增速下降15.3%。1-2月房地产投资资金来源同比依然负增长，但出现三个向好迹象，一是同比增速较2022年大幅回升，二是资金来源结构中，来自银行的贷款和个人按揭占比都有明显上升，三是定金预收资金增速回升、占比上升，表明房地产销售出现转暖。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



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_53285

