



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济良好开局，托底政策仍需维持

——2023年1-2月宏观数据点评

日期：2023年03月23日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《通胀、货币回落，经济开局平稳》

——2023年03月06日

《首月效应下的高增不具持续性》

——2023年02月12日

《通胀、货币平稳，外贸增长回落》

——2023年02月08日

■ 主要观点

经济实现良好开局，稳步回暖

随着疫情管控政策改变，经济恢复态势日渐明显。1-2月各项数据显示，中国社会和经济生活正常化后，经济运行正处缓慢回升、稳步回暖中。经济循环畅通，工业生产明显恢复。投资稳步反弹，基建维持高速增长，地产投资呈现改善信号，制造业景气加强。消费也不负众望强势反弹回正，接触性消费餐饮消费较快恢复。在海外不出现大的风险扰动情况下，未来中国经济缓回升回暖趋势不变。

经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

托底经济政策仍需维持

虽然经济运行实现良好开局，但经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安。托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力，我们认为受物价稳中偏弱格局影响，未来货币政策会朝向“量收价降”的方向前行。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：1-2 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产逐渐恢复	3
2.2 主要行业改善为主，部分行业恢复显著	4
2.3 基建增速可观	5
2.4 地产投资现改善信号	5
2.5 疫情抑制消退，餐饮消费恢复强于商品消费	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 经济实现良好开局，稳步回暖	7
3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 托底经济政策仍需维持	8
5 风险提示：	8

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：1-2 月份宏观数据公布

工业生产恢复。1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。

固定资产投资回升。1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）53577 亿元，同比增长 5.5%。其中，民间固定资产投资 29420 亿元，同比增长 0.8%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.72%。

消费强势反弹。1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 70409 亿元，增长 5.0%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	2.4	1.3	3.0
固定资产投资（不含农户）	5.5	5.1	3.3
社会消费品零售（当月）	3.5	-1.8	2.9

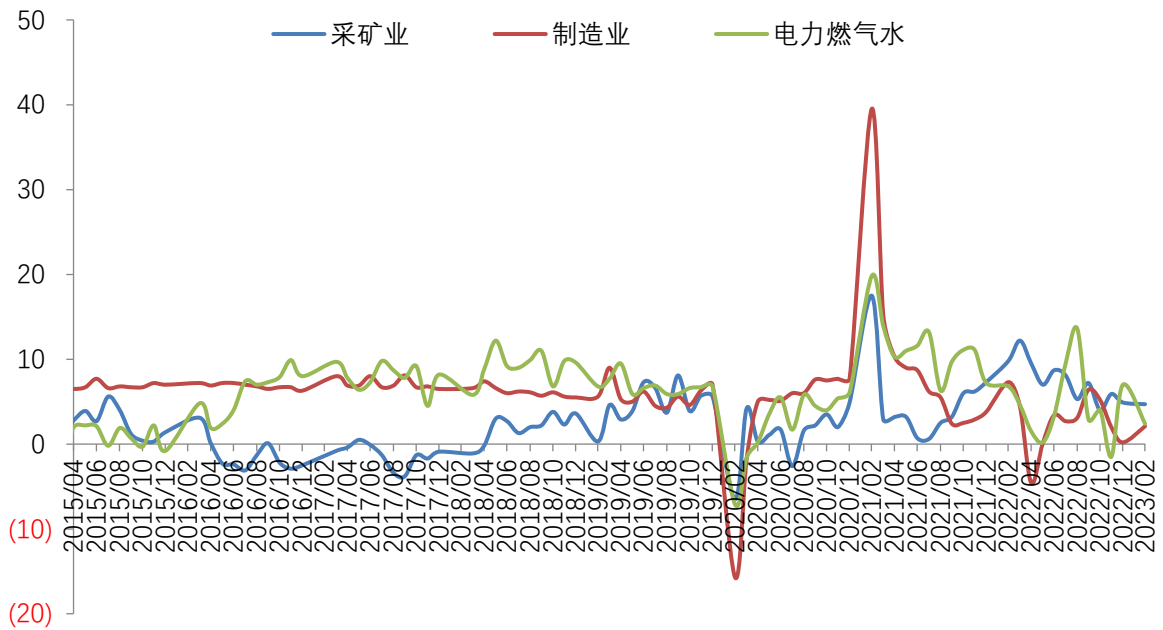
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产逐渐恢复

随着疫情防控措施优化，实现较快平稳转段，经济循环加快畅通，工业生产也得以恢复。分三大门类看，1-2 月份，采矿业增加值同比增长 4.7%，制造业增长 2.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.4%。三大门类中，前期受疫情抑制最大的制造业回升显著，采矿业则小幅下滑，而公共事业相对下滑较多。从产量的增速来看，主要商品中，原煤产量均有增加，发电量有所下滑；制造业化纤、钢材、水泥恢复较多，尤其是水泥，也侧面印证了基建加快推进。

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

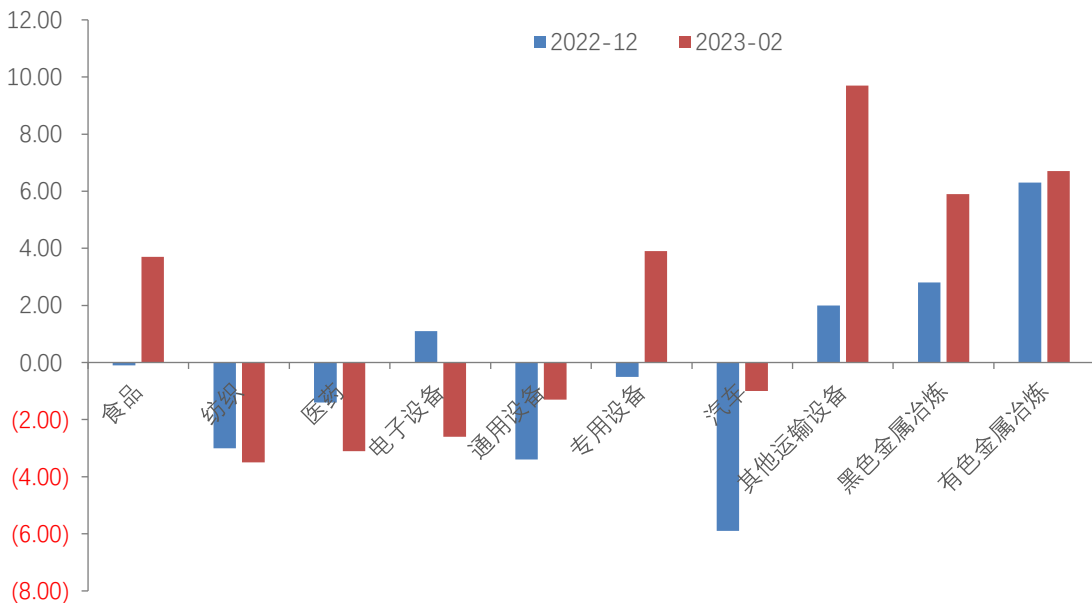


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 主要行业改善为主，部分行业恢复显著

分行业看，1-2月份，41个大类行业中有22个行业增加值保持同比增长。主要行业中食品、专用设备、运输设备、黑色金属冶炼均有明显改善，有色金属冶炼小幅提升，通用设备以及汽车的跌幅明显收窄，而纺织以及医药的跌幅则有所扩大，电子设备则由正转负。整体来看，主要行业生产以改善为主。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



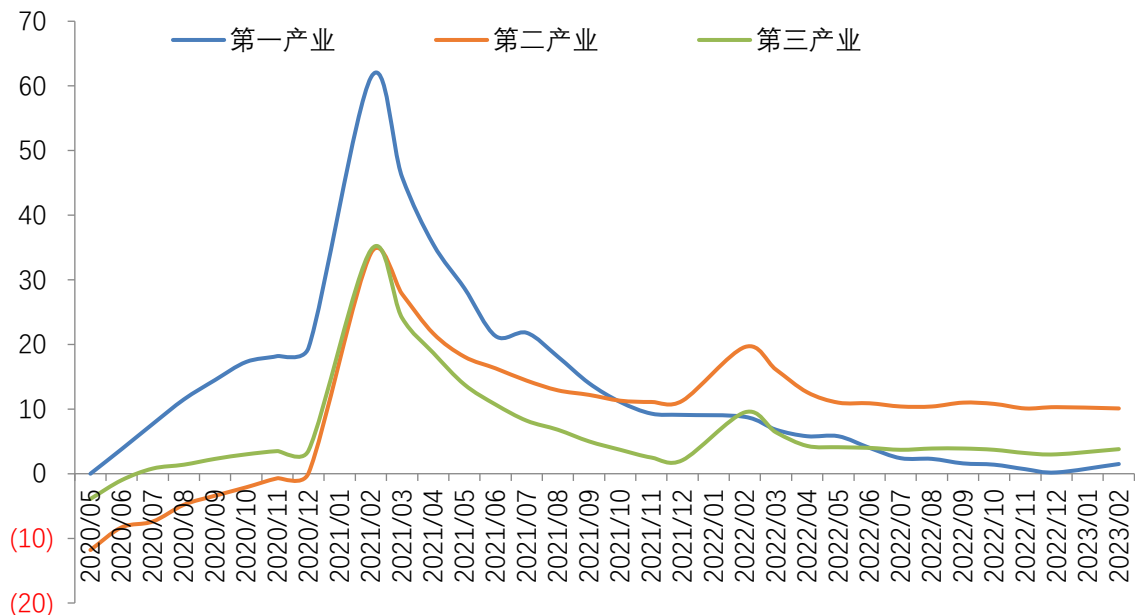
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 基建增速可观

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）53577 亿元，同比增长 5.5%。其中，民间固定资产投资 29420 亿元，同比增长 0.8%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.72%。其中，第一产业投资 1146 亿元，同比增长 1.5%；第二产业投资 16058 亿元，增长 10.1%；第三产业投资 36373 亿元，增长 3.8%。除第二产业外，均保持回升。

分项来看，基建投资小幅下滑，但仍保持去年以来的次高水平，增速可观。政府加大了重大项目落地的推进进度，形成更多实物工作量，财政政策加力提效，专项债额度以及中央预算类投资均有提升，促进基建增长持续发力。制造业投资虽仍下滑，但伴随国内经济循环加快恢复，制造业景气指数明显提升，企业信心的恢复也有助于制造业投资的回暖。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

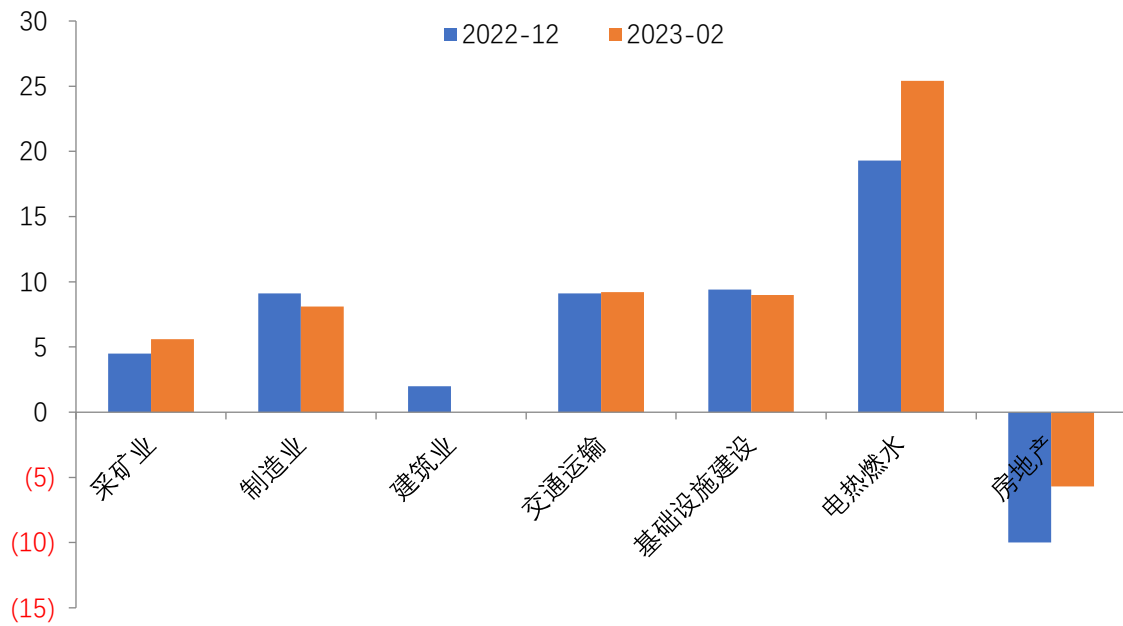


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资现改善信号

1-2 月份，全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%，跌幅明显收窄，一改去年以来跌幅持续加深态势。分项来看，新开工、施工面积跌幅收窄，销售面积虽为负增，但跌幅显著收敛。从房企开发资金的来源来看，跌幅同样在减小，国内贷款、定金以及预收款、按揭贷款改善突出。从各方面数据来看，房地产领域呈现积极改善信号。在因城施政，支持刚性和改善性住房需求的指导下，保交楼工作持续推进，也将有助于地产投资的改善回稳。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

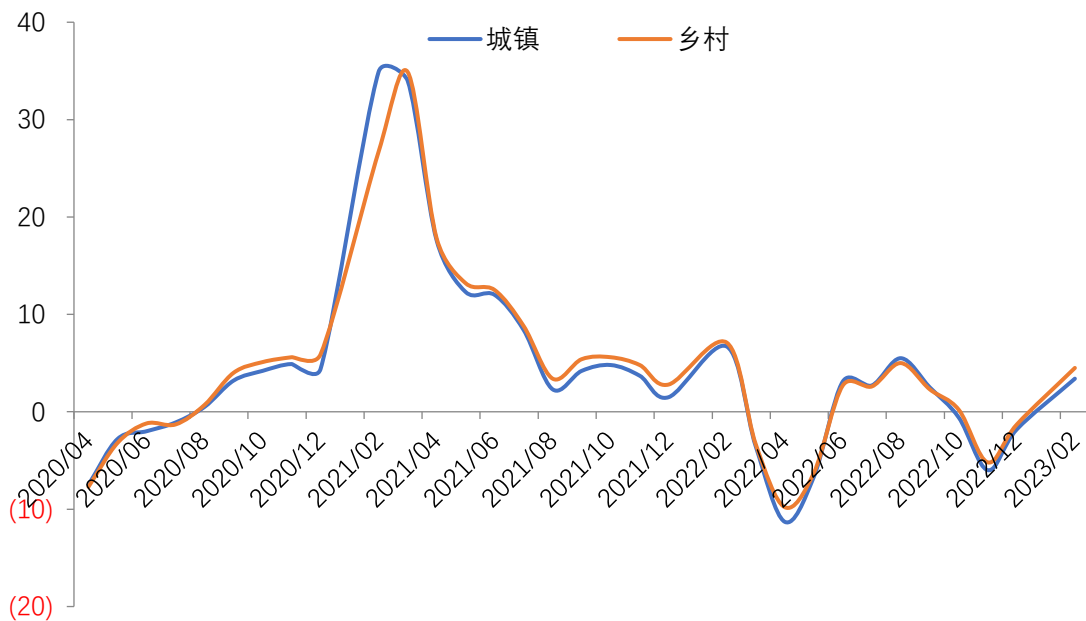


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 疫情抑制消退，餐饮消费恢复强于商品消费

1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。大幅转正。按经营单位所在地分，1-2 月城镇消费品零售额 66796 亿元，同比增长 3.4%；乡村消费品零售额 10271 亿元，增长 4.5%。城乡消费双双回正。

图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

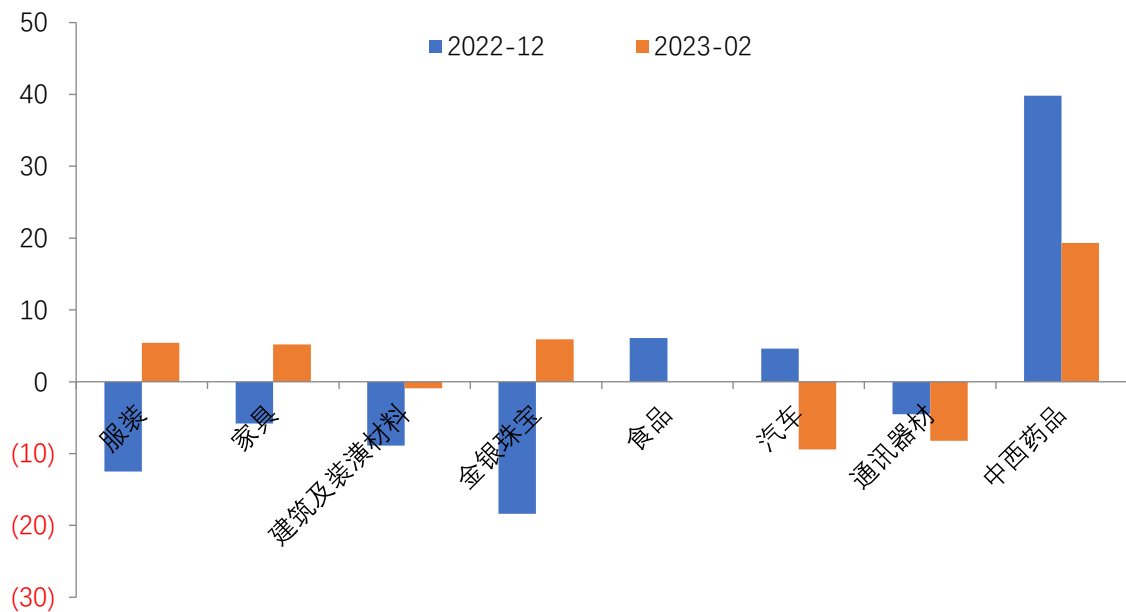


资料来源：Wind，上海证券研究所

随着疫情防控措施优化，社会经济回归常态以及春节假期因

素刺激，消费呈现强劲反弹。从消费类型来看，汽车消费仍然疲软，服装、家具、金银珠宝转正。而由于疫情对于消费场景的抑制消除，接触性消费加快恢复，尤其是餐饮收入在春节假期的刺激下大幅反弹回正，表现明显强于商品消费。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响，对消费需求都造成较大的冲击。因此疫情期间，消费受到的冲击最大。但随着疫情对生产需求方面抑制逐渐消退，在“把恢复和扩大消费摆在优先位置”的要求下，促进消费政策有望持续出台，消费潜力进一步释放，消费也有望进一步向好回升。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济实现良好开局，稳步回暖

随着疫情管控政策改变，经济恢复态势日渐明显。1-2 月各项数据显示，中国社会和经济生活正常化后，经济运行正处缓慢回升、稳步回暖中。经济循环畅通，工业生产明显恢复。投资稳步反弹，基建维持高速增长，地产投资呈现改善信号，制造业景气加强。消费也不负众望强势反弹回正，接触性消费餐饮消费较快恢复。在海外不出现大的风险扰动情况下，未来中国经济缓回升回暖趋势不变。

3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、

社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

4 事件预测：趋势判断

4.1 托底经济政策仍需维持

虽然经济运行实现良好开局，但经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安。托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力，我们认为受物价稳中偏弱格局影响，未来货币政策会朝向“量收价降”的方向前行。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储持续加息带来的流动性收紧，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。