

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% 这一不低的水平上，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

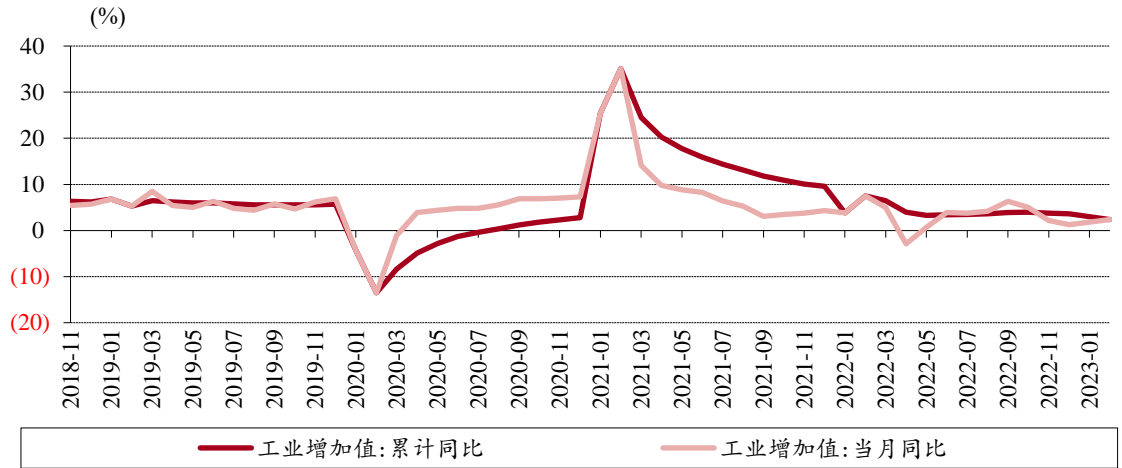
qibing.zhu@bocichina.com

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。

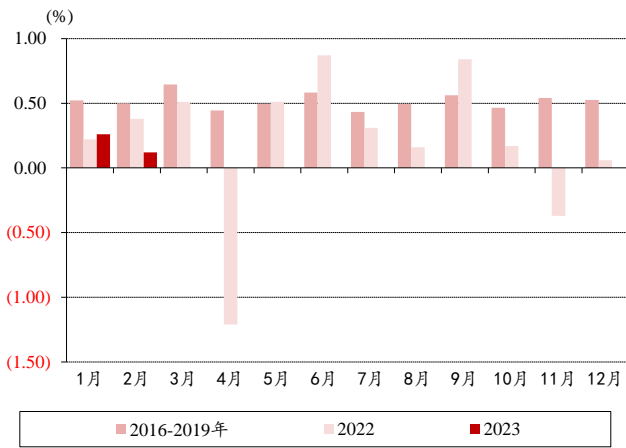
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

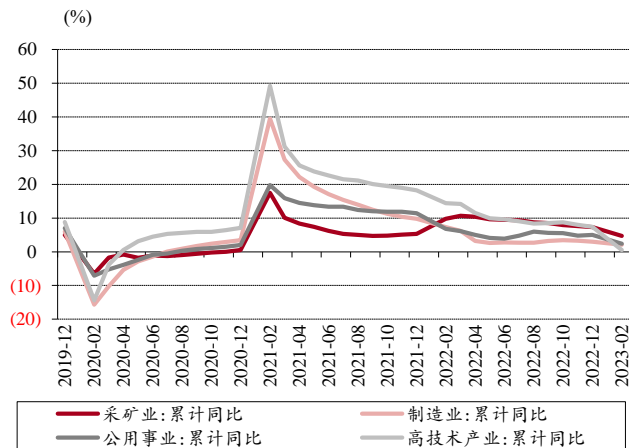
1月和2月环比增速低于历史同期平均水平。从环比增速来看，1月工业增加值环比正增0.26%，2月工业增加值环比正增0.12%，在12月低基数的情况下，1月和2月工业增加值环比增速依然低于2016年-2019年同期平均水平，并且在1月环比增速低于2022年同期的情况下，2月环比依然较1月下行，表明工业生产端一定程度上受到外需疲弱的影响。从行业分类来看，1-2月采矿业工业增加值累计同比增速4.7%，制造业累计同比增速2.1%，公用事业累计同比增速2.4%，高技术产业累计同比增速0.5%。从企业类型来看，1-2月私企工业增加值同比增长2.0%，国企工业增加值同比增长2.7%，股份制企业同比增长4.3%，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



资料来源：万得，中银证券

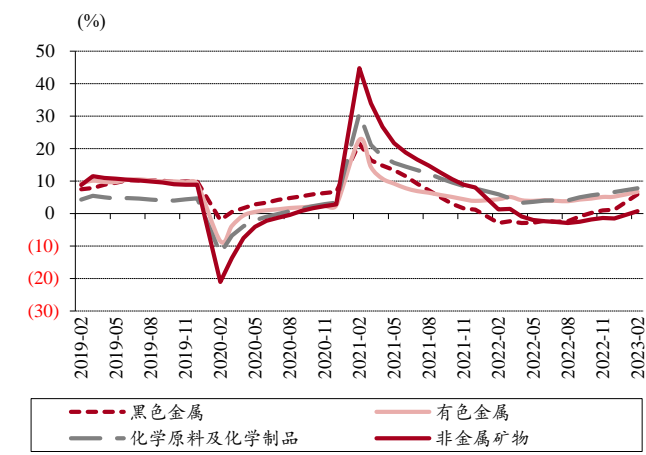
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

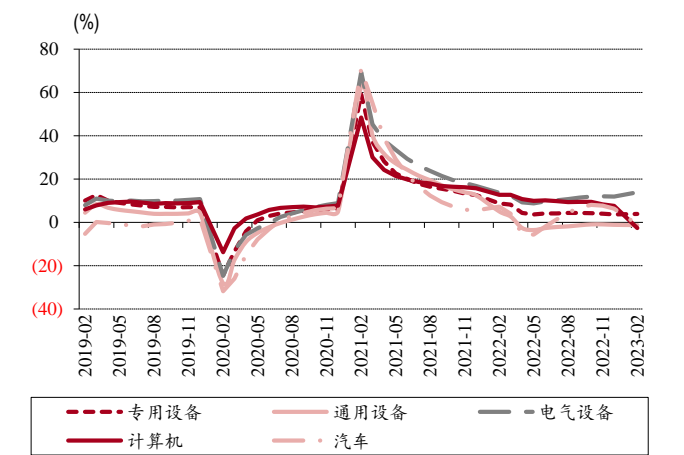
1-2月工业增加值表现上游较好。上游行业方面，1-2月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长7.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.7%，上游行业工业增加值累计同比增速均较2022年明显上升，其中非金属矿业工业增加值累计同比增速转正。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降1.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.9%，汽车制造业增加值累计同比下降1.0%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长13.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比下降2.6%，中游行业中通用设备、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

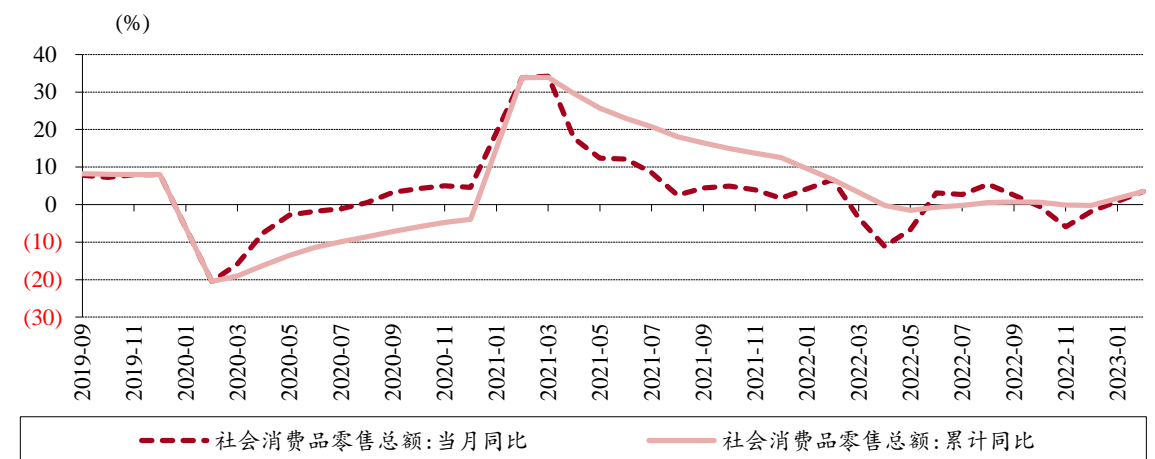


资料来源：万得，中银证券

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。

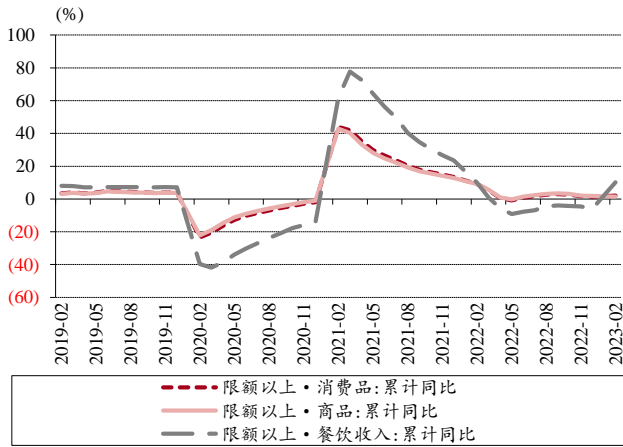
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

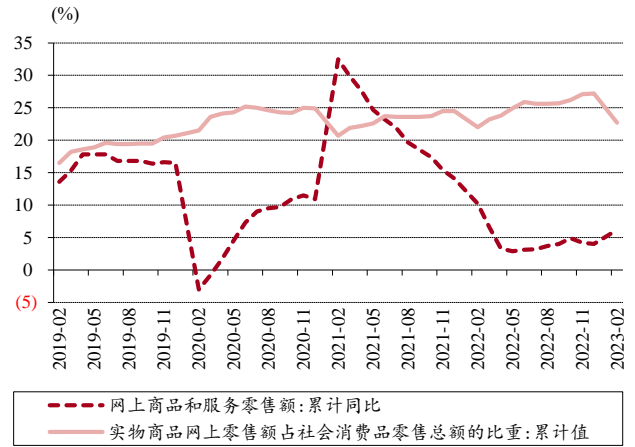
餐饮消费增速大幅回升。1-2月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长2.1%，其中商品零售总额同比增长1.5%，餐饮收入总额同比增长10.2%。1-2月疫情的影响明显回落，并且春节消费提振服务业消费需求，餐饮消费同比增长9.2%，较12月上升23.3个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升10.2%，较12月上升28个百分点，1-2月商品消费同比增速较12月上升3个百分点，限额以上商品消费增速较12月上升1.7个百分点。1-2月网上零售额占比为26.7%，较12月下降4.7个百分点，较去年同期上升了0.4个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为6.2%，增速较2022年上升2.2个百分点。从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

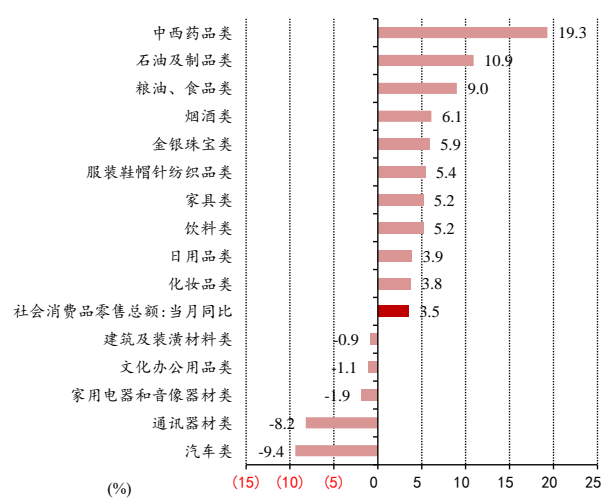
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

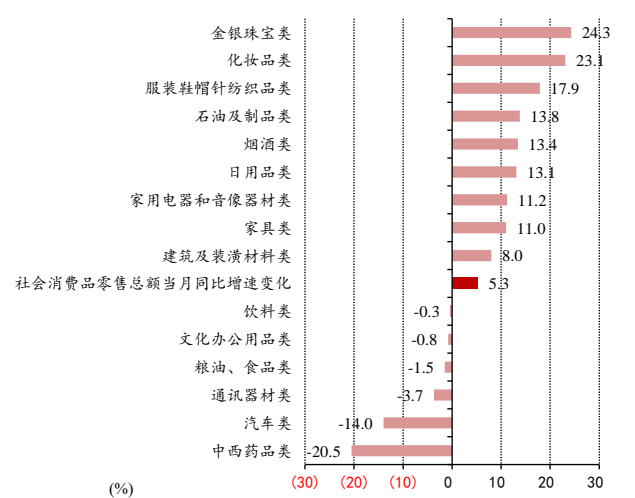
春节假期主导弹性消费品增速上行。从同比增速来看，1-2月限额以上企业商品零售总额增速1.5%，同比增速较高的细分行业包括中西药品、石油制品和粮油食品，同比增速下降较多的是汽车和通讯器材等。与12月相比，增速上升较多的有金银珠宝、化妆品和纺织服装等，增速降幅较大的有中西药品、汽车和通讯器材等。从消费品分类看，1-2月主导社零增速的还是疫情和春节假期因素，受疫情影响，药品消费增速维持在较高水平，受春节假期因素提振，金银珠宝、化妆品等弹性消费，以及食品、烟酒、服装类消费品的增速较高。

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

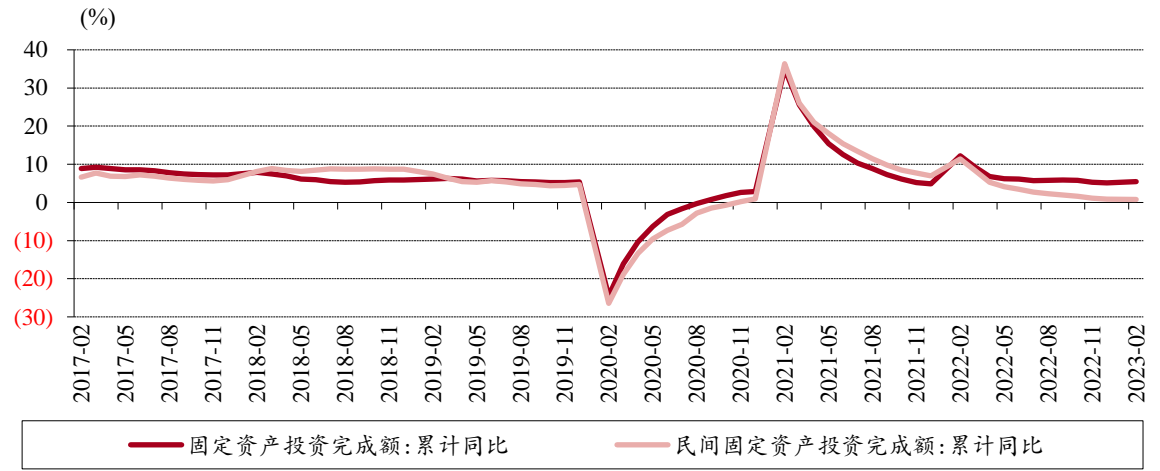


资料来源: 万得, 中银证券

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。

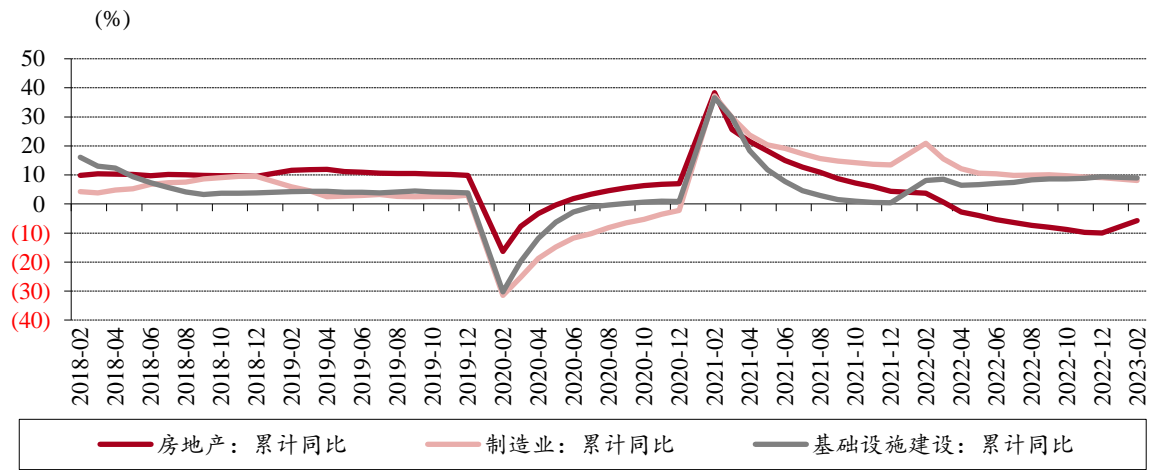
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



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。

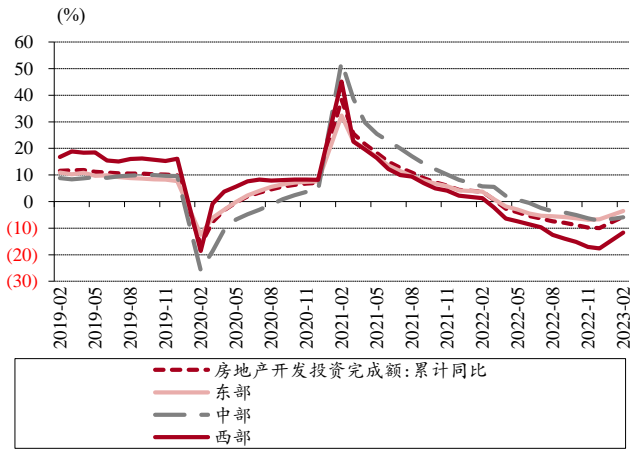
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

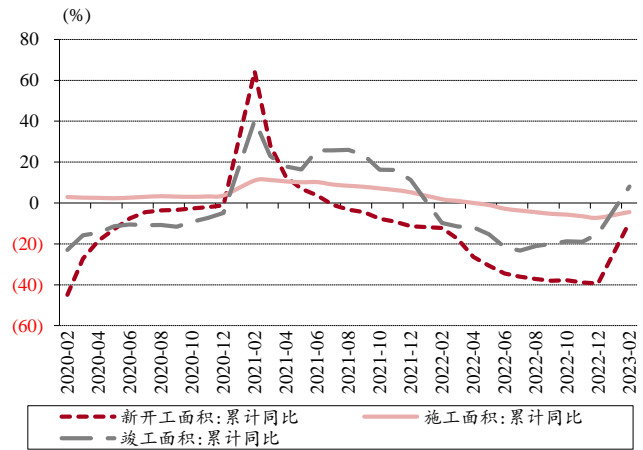
房地产当月投资增速继续大幅反弹。1-2月房地产投资增速下降5.7%，比2022年上升4.3个百分点。其中东部地区累计同比下降3.5%、中部地区累计同比下降5.9%、西部地区累计同比下降11.7%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降4.6%，办公楼投资增速下降7.6%，商业地产投资增速下降17%。1-2月房地产新开工面积累计同比下降9.4%，施工面积同比下降4.4%，竣工面积同比增长8.0%。12月房地产融资放松之后，房地产固定资产投资当月增速连续两个月上升，房地产投资或已经进入修复趋势当中，1-2月竣工面积同比增速转正，关注接下来销售数据好转的情况。

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

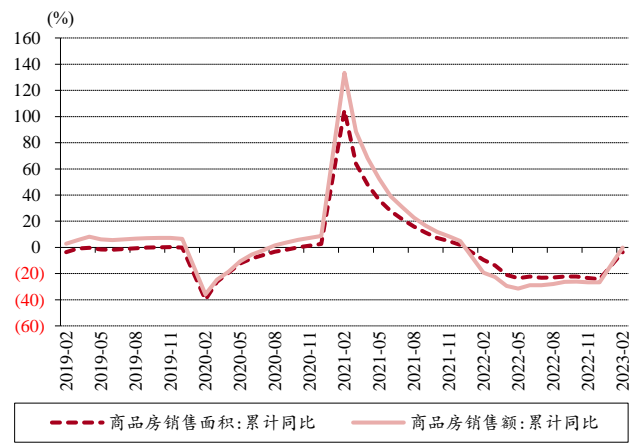
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

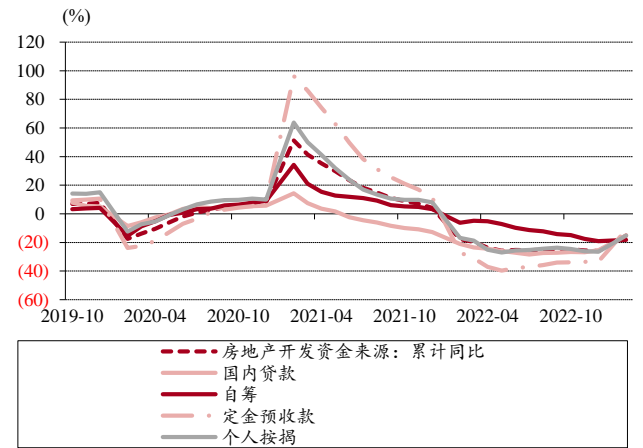
房地产销售同比虽然下降，但增速大幅回升。1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，商品房销售额累计同比下降0.1%。1-2月商品房待售面积同比转正14.9%，其中住宅面积同比增长15.5%，办公楼累计同比增长21.0%，商业地产累计同比增长12.1%。从房地产投资资金来源看，1-2月国内贷款占比16.4%，较2022年上升4.7个百分点，个人按揭贷款占比16.4%，较2022年上升0.4个百分点，定金预收款占比33.3%，较2022年上升0.3个百分点，自筹资金占比29.7%，较2022年下降5.8个百分点。从增速看，1-2月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.9%，其中国内贷款资金来源增速下降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



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：固定投资先行回升，内需复苏有待加强

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% 这一不低的水平上，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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371