

经济缓慢回暖，3月份加快上行

2023年1-2月经济数据点评

核心内容：

- **经济继续回升，速度偏缓** 2023年开年整体来说经济处于恢复阶段。由于1月份仍然受到新冠的影响，2月份的返工并不及时，工业生产表现弱于预期，总体消费继续回升，固定资产投资超出预期。
- **3月份继续经济继续上行，但1季度GDP增速弱于去年** 3月份经济回升幅度超过1-2月份，工业生产走高，消费更快速上行，投资平稳。1季度各项指标中，消费增速超过2022年，投资保持平稳，工业生产增速低于去年同期，出口增速负增长，预计1季度GDP增速略低于去年同期。
- **生产回升偏弱，水电燃气大幅下行** 1-2月份制造业生产同比回升，受到基数的压制回升偏弱，同时环比弱勢显示生产本身较弱。生产大类中，制造业回升，水电燃气大幅走低，拉低生产。
- **工业生产的修复来看** 上游行业的生产恢复较好，中游的专用设备（3.9%）、化学原料和制品（7.8%）、黑色（5.9%）有色（6.7%）金属压延上行，下游汽车、医药、塑料制品和纺织业生产回落。出口产业链的计算机电子（-2.6%）和电气机械（13.9%）的生产分化。
- **2023年生产会逐步恢复** 低基数与经济的逐步回升会推动生产恢复正常。但压力仍然存在，出口需要持续观察，汽车再次受到政策支持，但持续性可能有限，房地产刚刚走出底部。全年生产预计在5.5%以上运行。
- **整体消费稳步恢复，汽车、手机消费偏弱** 社会经济活动逐步恢复，餐饮消费较为稳健。大的疫情结束后，居民消费偏向保守，商品消费同时受到收入减少、预期不稳的影响恢复稍弱。从行业来看，居民生活消费平稳，石油制品、服装、珠宝消费恢复，汽车、手机跌幅加大。
- **消费向上不变** 3月份的汽车降价会带来汽车消费的前置，支持3月份的零售消费增速。预计3月份的全社会零售消费增速恢复至5%以上。由于2022年低基数的因素，全年消费增速会在8%以上。
- **制造业和基建受政策支持** 与2022年类似，1-2月出口行业投资增速较快，汽车行业投资增速上行。基础设施投资超过市场预期。1-2月政府债券融资1.22亿元，创出历史新高，推动基建高位。1-2月铁路建设快速上行，2023年基建投资预计稳定在8%以上。
- **房地产底部回升** 房地产投资下滑速度减缓，商品房新开工、商品房竣工、商品房销售均有好转。房地产行业的支持政策延续。虽然房地产行业仍然处于出清过程，房地产行业自身扭转需要时间，但房地产行业可能底部已过。2023年预计房地产开发面积超过12亿平方米，房地产投资实现正增长。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、经济继续回升，速度偏缓

2023 年开年整体来说经济处于恢复阶段。由于 1 月份仍然受到新冠的影响，2 月份的返工并不及时，工业生产表现弱于预期。总体消费继续回升，但是汽车、手机等耐用消费品的消费并不理想，拉低了消费增速。餐饮的回升较为顺利，居民的外出消费得到恢复。固定资产投资超出预期，房地产底部回升，基建和制造业投资受到政府政策推动。

3 月份经济会继续上行，并且回升幅度超过 1-2 月份。工业生产持续走高，汽车等生产回升，并且基数水平下降。全社会消费更快速上行，拉低 1-2 月份消费的汽车消费回升，经济活动回升带动文化办公用品销售，房地产相关消费继续恢复，其他商品消费平稳。全社会投资方面房地产投资继续恢复，基建和制造业保持高位。

1 季度各项指标中，全社会消费增速超过 2022 年，全社会固定资产投资增速保持平稳，工业生产增速低于去年同期，出口增速负增长，预计 1 季度 GDP 增速略低于去年同期，但高于 2022 年 4 季度。

二、生产回升滞后，未来仍有疑虑

1-2 月份制造业生产回升，但环比显示工业生产仍然稍弱。从行业来看，汽车、医药、塑料制品和纺织业生产回落，出口产业链的计算机电子和电气机械的生产分化，而稳增长相关的黑色、有色金属冶炼上行。2023 年生产会逐步恢复，低基数与经济的逐步回升会推动生产恢复正常。但压力仍然存在，出口需要持续观察，汽车再次受到政策支持，但持续性可能有限，房地产刚刚走出底部。全年生产预计在 5.5% 以上运行。

2023 年 1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 2.4%，比 2022 年上行 1.1 个百分点。工业增加值 1 月份和 2 月份环比增长分别为 0.26% 和 0.12%。1-2 月份采矿业增速小幅回落，制造业平稳增长，水电燃气生产大幅回落。

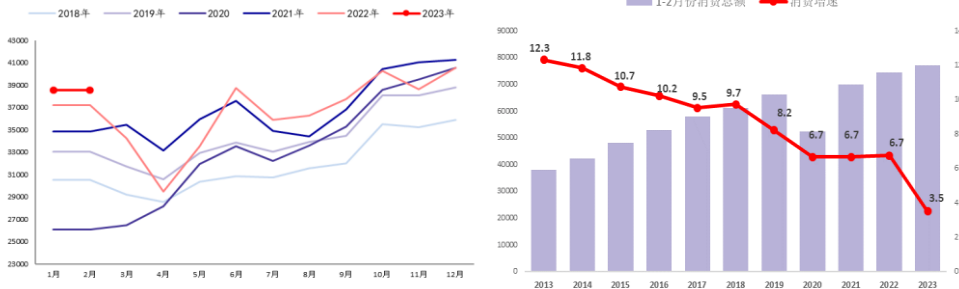
我国工业生产受到一定程度基数的影响，从环比上看，其自身恢复也较为缓慢：(1) 采矿业生产小幅回落，人员缺席在 1-2 月份仍形成小幅困扰。采矿业生产增速录得 4.7%，比 2022 年下行 0.2 个百分点；其中煤炭洗选业生产增速 5.0%，比 2022 年上行 1.3 个百分点；(2) 天气转暖后，公用事业生产大幅回落；(3) 主要行业生产回落；16 个制造业行业中有 9 个行业生产回升，7 个行业生产下行。1-2 月份走低的行业主要集中在下游，塑料制品和纺织业生产回落，医药行业随着疫情结束生产走低，汽车生产下行。(4) 产业链相关行业生产分化。计算机制造生产回落 2.6%，电气机械生产回升 13.9%。

工业生产在 1-2 月份仍然受到疫情封控的后续影响，医药产品生产走低。汽车的刺激效应在 2023 年褪色，汽车产量下降 14%。工业生产环比走低，其恢复仍然没有结束。后续工业生产有望回升，首先，生产环比仍然处于回升状态，疫情对人员的影响在 3 月份消失。其次，基数在 2023 年会处于较低的水平，从而带来生产增速的回升。最后，房地产恢复速度有限，但房地产行业的低峰可能已经过去，未来对工业会有正向贡献。

总体来看，2023 年的工业生产仍然面临一定的压力。房地产、汽车、出口是工业生产的保障。现阶段看出口需要持续观察，汽车再次受到政策支持，但持续性可能有限，房地产刚刚走出底部。2023 年预计生产增速在 5.5% 左右。

图 1：工业增加值同比增速小幅上行 (%)

图 2：工业增加值环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

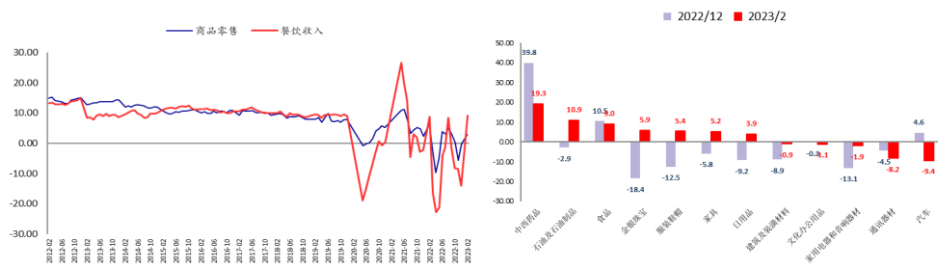
1-2 月份去除汽车的消费增速仍然较为理想。其他行业消费增速分化: (1) 药品消费增速回落, 新冠疫情后对医药和医疗用品需求减弱; (2) 石油制品消费回升。首先, 1-2 月份出行量大幅上行, 交通拥堵指数超过往年; 其次, 石油制品价格上行。山东地炼柴油和汽油 1-2 月份的价格分别上行 7.4% 和 14.2%; (3) 居民食品消费增速保持稳定, 消费增速 1-2 月份增长 9%, 在合理范围波动; (4) 消费升级产品分化, 金银珠宝和服装鞋帽消费回升, 房地产相关的家用电器和建筑装潢材料消费仍然负增长; (5) 耐用品消费仍然较弱, 汽车和手机消费负增长幅度加大。

可以看到消费的恢复是稳步的, 首先, 大的疫情结束后, 居民消费偏向保守。其次, 疫情期间居民收入受损, 是的消费的快速回升落空。最后, 汽车消费强劲褪色, 汽车消费刺激政策效用减弱。

3 月份预计社会零售消费和餐饮消费继续恢复, 消费增速超过 1-2 月份。3 月份的汽车降价会带来汽车消费的前置, 支持 3 月份的零售消费增速。预计 3 月份的全社会零售消费增速恢复至 5% 以上。由于 2022 年低基数的因素, 全年消费增速会在 8% 以上。

图 7: 餐饮销售快速回升 (%)

图 8: 1-2 月行业消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、制造业和基建受政策支持, 房地产行业走过底部

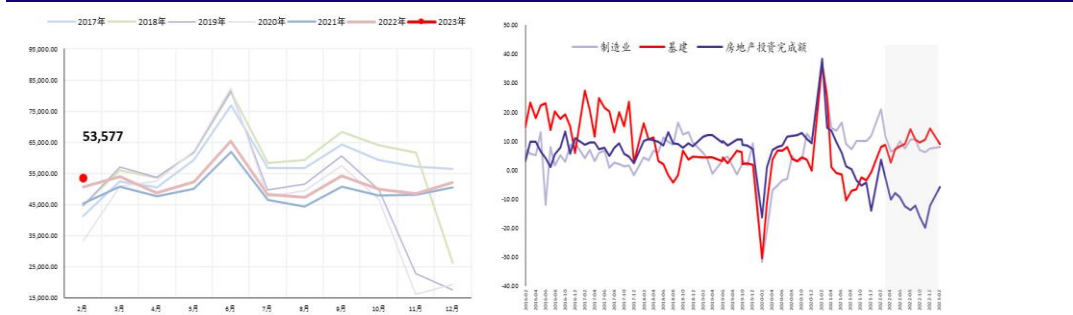
2023 年 1-2 月份固定资产投资增速小幅回升, 其中制造业投资增速保持高位, 基建投资稳定, 房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位, 政策鼓励设备更新类效果仍然延续。基建投资受益于政府投资保持高位。房地产投资下滑速度减缓, 商品房新开工、商品房竣工、商品房销售均有好转, 房地产行业的支持政策延续, 虽然房地产行业仍然处于出清过程, 房地产行业自身扭转需要时间, 但房地产行业可能底部已过。2023 年房地产行业可能小幅回升, 制造业投资下滑, 基建投资预计在 8% 左右, 整体固定资产投资可能在 4% 左右运行。

2023年1-2月份，固定资产投资额53,577亿元，同比增长5.5%，高于市场预期。民间固定资产投资29,420亿元，同比增长0.8%。从环比看，1-2月份固定资产投资增长0.72%，增速仍然比较高。1-2月份固定资产投资增速回升，房地产投资跌幅减缓，基建投资超预期，制造业处于高位。

制造业投资1-2月份仅有小幅回落，制造业投资额1.65万亿，增速8.1%，制造业投资比例回落至30.8%。基建投资高位平稳，1-2月份基建投资增加额1.12万亿，基建投资增速录得9.0%，基建投资受到政府政策支持。房地产投资下滑速度减缓，1-2月投资额1.36万亿，当月投资增速-5.7%，房地产投资正在从底部回升。

图9：固定资产投资额（%）

图10：三大产业单月投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

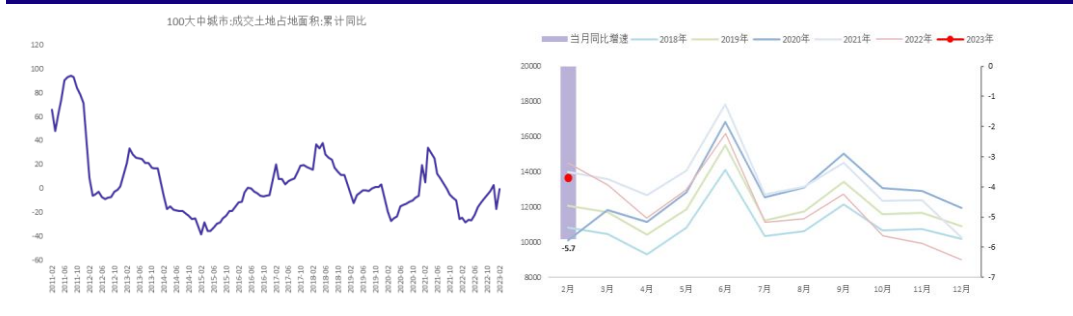
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、房地产行业走过底部

2023年1-2月份房地产投资额13,669亿元，比去年同期下降了5.7%。房地产单月投资依然负增长，1-2月房地产投资下滑速度减缓。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业持续宽松，对刚需和改善性需求居住继续支持，对于保交楼继续支持，对于房地产开发商的金融支持也逐步加强。房地产行业可能在逐步恢复过程中，可以预见，如果房地产行业继续下滑，政策红利会持续释放。

图11：100大中城市土地成交（%）

图12：1-2月份房地产投资额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

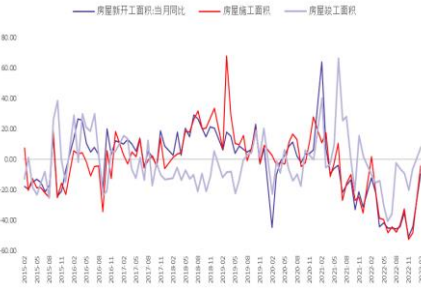
从生产端来看，新屋开工、施工和竣工1-2增速回升，新开工、施工下跌幅度减弱，竣工大幅上行。1-2月份，新增房地产新开工面积1.35亿平方米，比去年同期的1.49亿平方米下滑9.4%；竣工面积1.31亿平方米，上行8.0%；施工面积比去年同期回落4.4%至75.02亿平方米。房地产新开工仍然负增长，开发商更需要资金予以支持。从土地流转来看，1-2月份100大中城市土地成交面积增速-0.36%，比上月上行16.9个百分点，房地产开发商拿地继续回升，房地产一级市场情况有所好转。

从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额全面回升。1-2月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-3.6%和-0.1%，消费者对商品房的预期稍有扭转，整体房地产销售在春节后回升。

图 13: 1-2月商品房销售面积 (%)



图 14: 房屋竣工面积回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房地产行业到位资金情况依然不理想，但是结构变化明显，国内信贷占比上行，开发商自筹资金回落。1-2月份房地产到位资金增速-15.2%，其中来自国内贷款的资金增速为-15.0%，来自定金及预收款资金增长-11.4%，来自个人按揭贷款资金增长-15.3%。1-2月份国内信贷占比16.4%，比2022年上行了4.7个百分点。开发商自筹资金占比下跌5.8个百分点至29.7%。应付账款额度仍然较大，开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大，政策在2022年4季度继续放松，央行对于公积金贷款放松、财政部对商品房改善性需求减税、证监会允许少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资、金融系统保护头部房地产企业、部分城市可以允许房地产贷款突破央行贷款下限。虽然房地产商的三条红线限制仍然存在，房地产自身的金融监管限制仍然存在，但是政策层对其监管已经放松。疫情冲击的影响逐步减弱，年初商品房销售稍有回升，回升较为谨慎，房地产政策需要给与持续的支持。

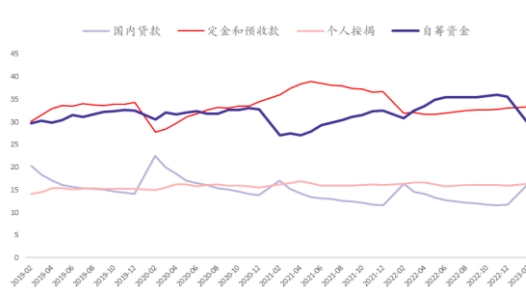
2023年开年房地产投资有所回升，商品房销售好转，新房开工下滑止步，竣工转正。对房地产的放松政策加速，房地产的政策环境得到扭转。房地产市场可能已经渡过底部区域，未来以回升为主。

2023年预计房地产投资13.5万亿，房地产开发面积在12.5亿平方米，投资增速小幅回正。

图 15: 房地产到位资金增速 (%)



图 16: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

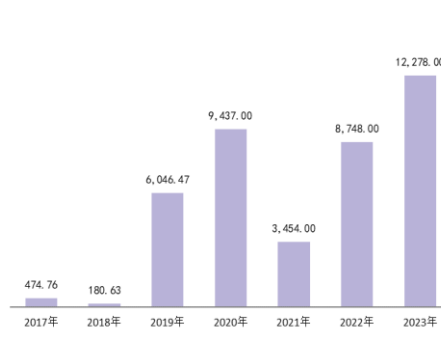
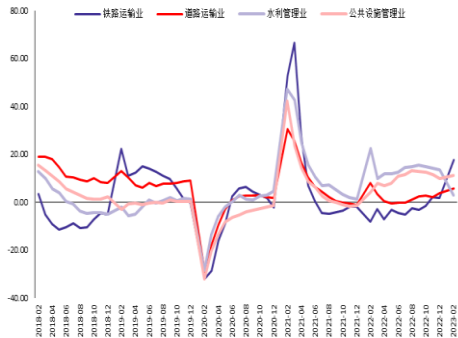
2、基础设施投资高位，政策大力支持

基础设施投资速度 1-2 达到 9.0%，超过市场预期。基础设施投资额增长处于高位，地方政府专项债提前下发，这是政府政策推进带来的。2023 年的建设专项债提前下发，基建投资增速仍然保持较快，基建的政策效果在逐步释放。

从行业来看，铁路建设快速上行，基数较低带来了增速的回升，道路运输和公共设施管理业的建设也较快。2023 年基建投资预计稳定在 8% 以上。

图 17: 基础设施投资各行业增速 (%)

图 18: 1-2 月份政府债券融资额度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

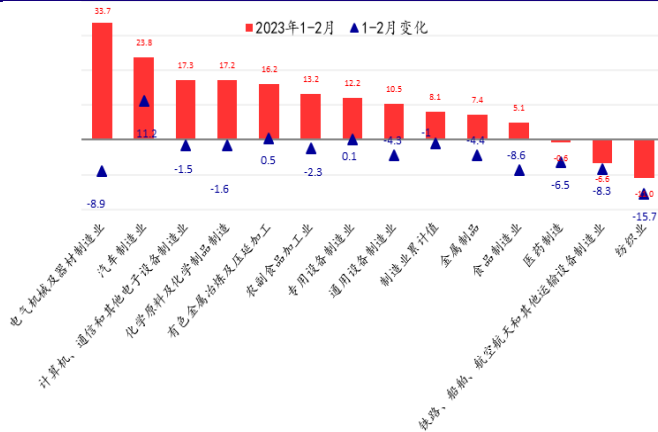
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资继续高位平稳，但潜力减弱

制造业投资高位平稳，对于工业企业设备更新政策仍然在承托制造业投资。1-2 月份制造业投资增速 8.1%，比 2022 年下行 1 个百分点。于 2022 年类似，电气机械及器材制造业、计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品、有色金属冶炼上升速度依然最快，这些行业主要以出口带动为主。汽车制造业在 1-2 月份投资增速快速上行，达到了 23.8%。下游的纺织业、航空航天、医药、食品制造类投资回落。

2023 年 PPI 逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响回落，预计制造业增速回落至 3% 左右的水平。

图 19: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn