

方向确定但高度未知

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2013年03月19日

投资摘要:

1-2月社融、投资等数据传递出经济复苏的信号，在方向已经确定的基础上，外需收缩幅度以及房地产销售回暖程度是决定经济复苏高度的关键线索。在二者尚未得到确认之前，经济复苏高度存在较大的不确定性，“弱复苏”仍将是短期内对经济的客观定位。

固定资产投资增速企稳回升

- 固定资产投资增速年末企稳后1-2月实现回升。1-2月固定资产投资完成额同比增长5.5%，增速较2022年全年提升0.4个百分点。
- 基建投资增速持续上行，制造业投资增速趋缓，房地产投资显著回暖。从大类行业来看，1-2月基建投资完成额同比增长12.2%，增速自2022年6月后持续提升；制造业投资完成额同比增长8.1%，较2022年全年下降1个百分点，增速呈趋缓态势；房地产投资完成额同比下降5.7%，降幅较2022年全年收窄4.3个百分点，对固定资产投资增速的拖累作用显著减弱。
- 多数行业固定资产投资完成额实现增长。从细分行业来看，22个行业固定资产投资完成额实现增长，8个行业投资完成额同比下降。

房地产和土地市场同步回暖

- 房地产销售大幅修复，竣工面积增速实现转正。1-2月房地产销售面积、销售额分别同比下降3.6%、0.1%，降幅较2022年全年分别收窄20.7、26.6个百分点。1-2月房地产竣工面积同比增长8%，增速较去年全年实现转正。
- 土地成交增速延续上行趋势。1-2月土地成交面积同比增长0.5%，增速较2022年全年提升8.9个百分点；土地成交总价同比下降7.1%，降幅较去年全年收窄22.9个百分点。

制造业增速再次回落

- 制造业固定资产投资增速延续回落趋势，下游制造业降幅斜率较大。1-2月制造业固定资产投资完成额同比增长8.1%，增速较2022年全年下降1个百分点。从大类行业来看，1-2月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资分别同比增长4.4%、18.8%、7.4%，增速较去年全年均放缓，其中下游制造业投资完成额增速较去年全年下降6.4个百分点，降幅最大。
- 高、低出口依赖行业固定资产投资增速同比下降。1-2月高、低出口依赖行业固定资产投资分别同比增长13%、8.1%，增速较2022年全年均下降4个百分点。1-2月美国就业市场依旧火爆，处在高位的需求相对减弱了我国的外贸压力，但目前美国经济已经出现疲软的迹象。未来随美国需求降温，我国外贸压力将逐步加大，高出口依赖行业的固定资产投资增速或将出现更大幅度的下行。

1-2月当月社会消费品零售总额增速实现反弹

- 社零增速转正。1-2月社零总额同比增长3.5%，增速较2022年全年上升5.3个百分点，其中限额以上企业社零总额同比增长2.1%，增速较去年全年提升3.4个百分点。
- 餐饮增速弹性高于商品零售，汽车零售额同比负增长。1-2月餐饮收入、商品零售额分别同比增长9.2%、2.9%，增速较2022年12月当月均实现转正，其中餐饮收入增速反弹力度更大。从限额以上企业的商品零售大类来看，石油制品和必选消费品零售额增速上升动能更强，这与疫情管控调整后居民出行意愿显著增加有关。必选消费仍表现出较强的刚性，而汽车零售额受价格战的影响同比下降9.4%。

工业增加值增速提升

- 工业增加值增速边际提升。1-2月工业增加值同比增长2.4%，增速慢于2022年全年累计增速，但较12月提升1.1个百分点，扭转了去年4季度以来的当月增速下降的趋势。
- 下游行业工业生产降速显著，原材料行业生产率先提速。12月中下游行业当月工业生产均较上月降速，但下游行业最为显著，12月当月工业增加值同比

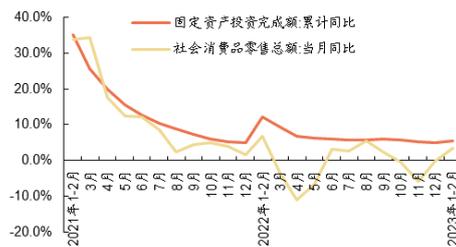
敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

2021-23年2月固定资产投资和社零增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 2、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 3、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 4、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 5、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 6、《复苏中的杠杆错位——宏观经济研究周报》2023-3-12

证券研究报告

下降 3.9%，降幅较 11 月扩大 1.8 个百分点。而上游原材料行业生产率先提速，12 月当月工业增加值同比增长 6.3%，增速较 11 月提升 3.3 个百分点。

风险提示：政策风险、美国衰退深度和长度超预期、海外需求超预期收缩、地产销售不及预期。

2023 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
实际 GDP 同比	6.0	2.2	8.4	3.0	5.0
固定资产投资同比	5.4	2.9	4.9	5.1	4.0
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	-0.2	6.0
CPI 同比	2.9	2.5	0.9	2.0	2.0
PPI 同比	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-0.5
顺差对 GDP 增速拉	0.8	0.6	1.8	0.5	0.3
10Y 国债收益率	3.1	3.1	2.8	2.8	2.9
美元兑人民币汇率	7.0	6.5	6.4	7.0	6.8

说明：CPI 和 PPI 为全年同比，10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 每周一谈：2月经济数据点评	4
1.1 固定资产投资增速企稳回升	4
1.2 房地产和土地市场同步回暖	5
1.3 制造业增速再次回落	6
1.4 1-2月当月社会消费品零售总额增速实现反弹	6
1.5 工业增加值增速提升	7
2. 风险提示	8

图表目录

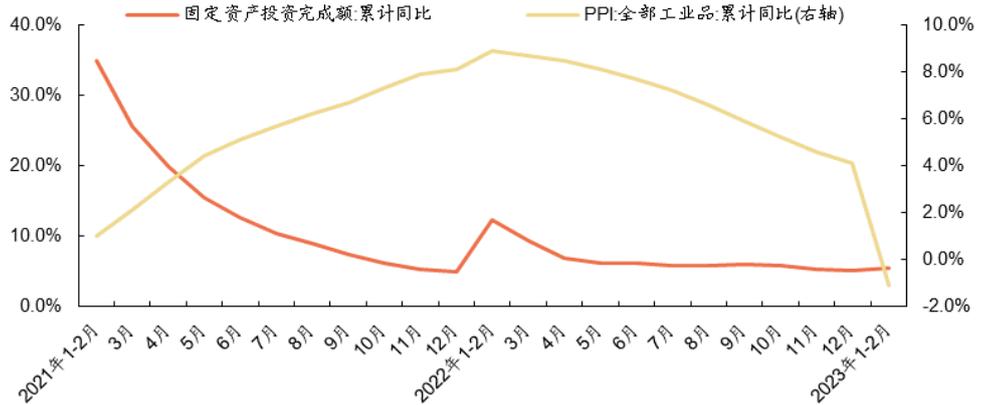
图 1：2021 年-23 年 2 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速	4
图 2：2021 年-23 年 2 月固定资产投资分项增速	4
图 3：2021 年-23 年 2 月房地产对固定资产投资同比拉动	4
图 4：2021-23 年 2 月商品房销售额与面积增速	5
图 5：2021-23 年 2 月房地产新开工、施工和竣工增速	5
图 6：2021-23 年 2 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速	5
图 7：2021-23 年 2 月商品房销售额与面积增速	6
图 8：2021 年-23 年 2 月中、下游制造业固定资产投资增速	6
图 9：2021-23 年 2 月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速	6
图 10：2021-2023 年 2 月社会消费品零售总额累计增速	7
图 11：2021-2023 年 2 月社会消费品零售总额当月增速	7
图 12：2022 年 1-11 月餐饮、商品零售当月同比	7
图 13：2022-2023 年 2 月限额企业以上商品零售大类增速	7
图 14：2021-23 年 2 月工业增加值增速	7
图 15：2022 年 1-12 月上中下游行业工业增加值增速	8

1. 每周一谈：2 月经济数据点评

1.1 固定资产投资增速企稳回升

固定资产投资增速年末企稳后 1-2 月实现回升。1-2 月固定资产投资完成额同比增长 5.5%，增速较 2022 年全年提升 0.4 个百分点。1-2 月 PPI 累计同比下降 1.1%，增速较 2022 年末下降 5.2 个百分点（图 1）。工业产品价格 2022 年冲高回落后保持震荡走势，价格的下行动力对固定资产投资名义值增速产生一定压制。

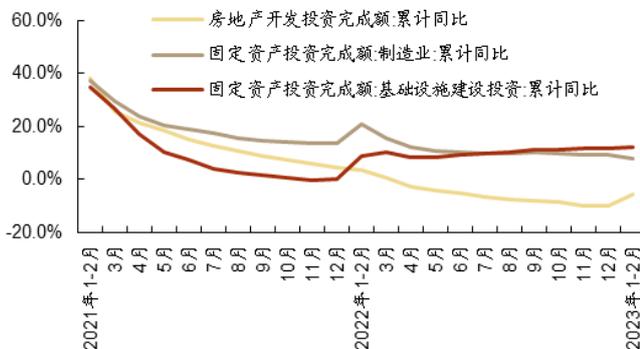
图1：2021 年-23 年 2 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

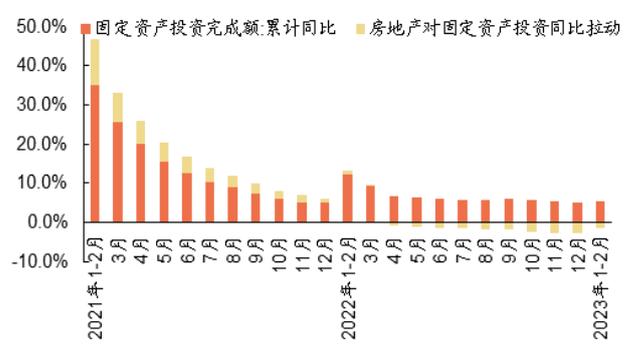
基建投资增速持续上行，制造业投资增速趋缓，房地产投资显著回暖。从大类行业来看，1-2 月基建投资完成额同比增长 12.2%，增速自 2022 年 6 月后持续提升，充分发挥了经济“稳定器”的作用；制造业投资完成额同比增长 8.1%，较 2022 年全年下降 1 个百分点，增速呈趋缓态势；房地产投资完成额同比下降 5.7%，降幅较 2022 年全年收窄 4.3 个百分点，对固定资产投资增速的拖累作用显著减弱（图 2、图 3）。

图2：2021 年-23 年 2 月固定资产投资分项增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图3：2021 年-23 年 2 月房地产对固定资产投资同比拉动



资料来源: Wind, 申港证券研究所

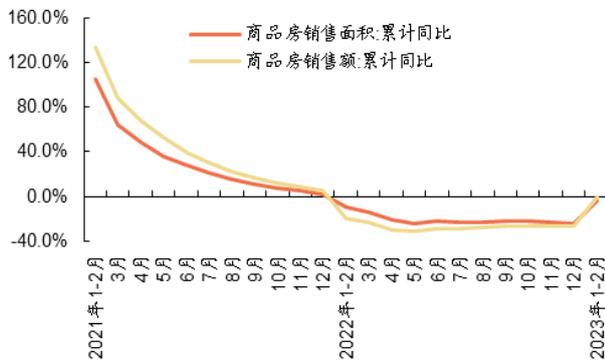
多数行业固定资产投资完成额实现增长。从细分行业来看，22 个行业固定资产投资完成额实现增长，其中烟草制品业（143%）、仪器仪表制造业（34%）、电气机械及器材制造业（34%）、金属制品设备修理业（24%）和汽车制造业（24%）增速排名居前。另外 8 个行业投资完成额同比下降，其中石油及其他燃料加工业（-42%）、

印刷业 (-14%)、纺织业 (-11%)、黑色金属冶炼加工业 (-8%) 和运输设备制造业 (-7%) 降幅排名居前。

1.2 房地产和土地市场同步回暖

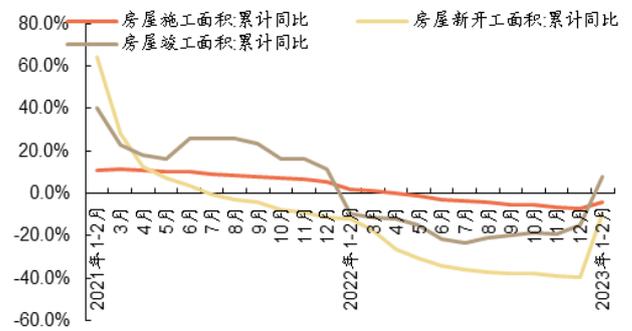
房地产销售大幅修复，竣工面积增速实现翻正。1-2 月房地产销售面积、销售额分别同比下降 3.6%、0.1%，降幅较 2022 年全年分别收窄 20.7、26.6 个百分点，强势触底回升（图 4）。在疫情管控政策调整后，居民的扩表意愿相对提升，疫情期间被压制的购房需求得到初步释放，预计未来短期内商品房销售增速仍有上行动力。1-2 月房地产新开工面的同比下降 9.4%，降幅较 2022 年全年大幅收窄 30 个百分点；竣工面积同比增长 8%，增速较 2022 年全年实现翻正；施工面积同比下降 4.4%，降幅较去年全年收窄 2.8 个百分点（图 5）。

图4：2021-23 年 2 月商品房销售额与面积增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

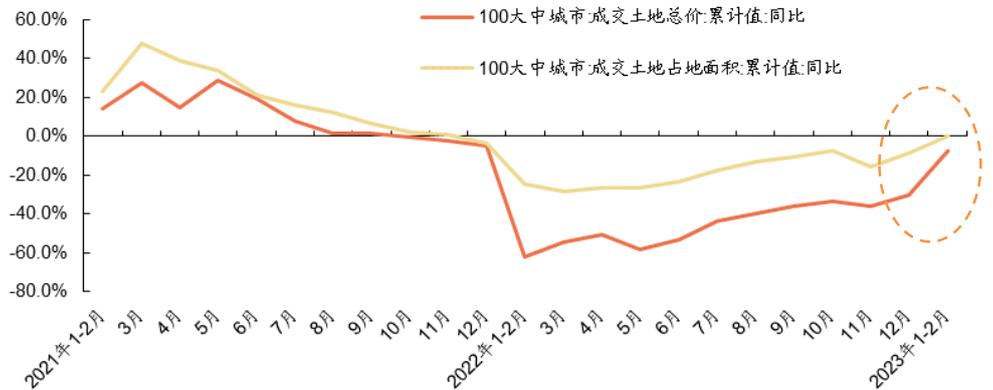
图5：2021-23 年 2 月房地产新开工、施工和竣工增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

土地成交增速延续上行趋势。1-2 月土地成交面积，同比增长 0.5%，增速较 2022 年全年提升 8.9 个百分点；土地成交总价同比下降 7.1%，降幅较去年全年收窄 22.9 个百分点。随房地产前段销售数据的改善，土地市场热度持续回升，进而将对全年房地产固定资产投资完成额增速形成支撑。

图6：2021-23 年 2 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速

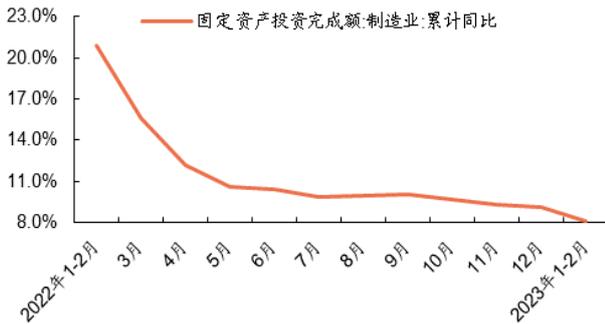


资料来源：wind，申港证券研究所

1.3 制造业增速再次回落

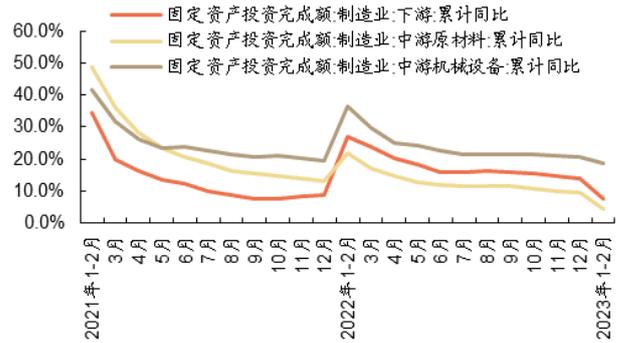
制造业固定资产投资增速延续回落趋势，下游制造业降幅斜率较大。1-2月制造业固定资产投资完成额同比增长8.1%，增速较2022年全年下降1个百分点(图7)。从大类行业来看，1-2月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资分别同比增长4.4%、18.8%、7.4%，增速较去年全年均放缓，其中下游制造业投资完成额增速较去年全年下降6.4个百分点，降幅最大(图8)。

图7：2021-23年2月商品房销售额与面积增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

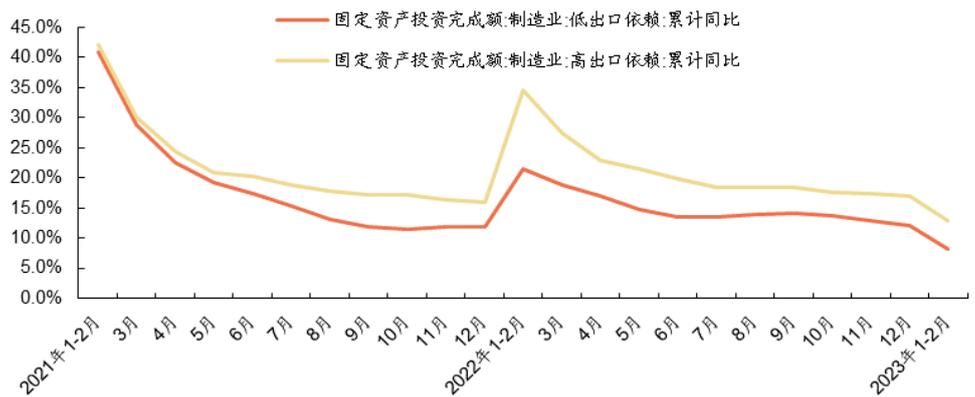
图8：2021年-23年2月中、下游制造业固定资产投资增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

高、低出口依赖行业固定资产投资增速同比下降。1-2月高、低出口依赖行业投资分别同比增长13%、8.1%，增速较2022年全年均下降4个百分点(图9)。1-2月美国就业市场依旧火爆，处在高位的需求相对减弱了我国的外贸压力，但目前美国经济已经出现疲软的迹象。未来随美国需求降温，我国外贸压力将逐步加大，高出口依赖行业的固定资产投资增速或将出现更大幅度的下行。

图9：2021-23年2月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速



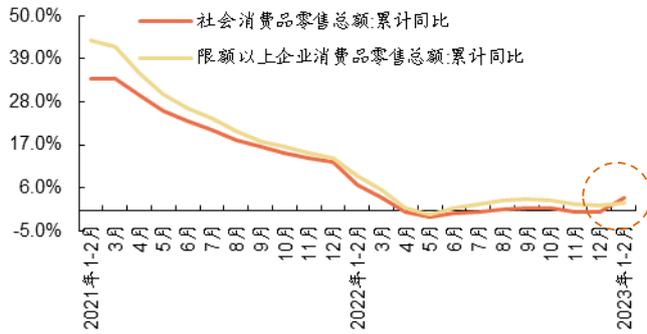
资料来源：wind，申港证券研究所，11月行业数据未发布，暂使用10月数据

1.4 1-2月当月社会消费品零售总额增速实现反弹

社零增速转正。1-2月社零总额同比增长3.5%，增速较2022年全年上升5.3个百分点，其中限额以上企业社零总额同比增长2.1%，增速较去年全年提升3.4个百分点(图10)。与去年12月当月社零增速相比，今年1-2月增速改善幅度更为显著(图11)，同时限额以下企业社零增速弹性更大，表现为限额以上企业社零增速小

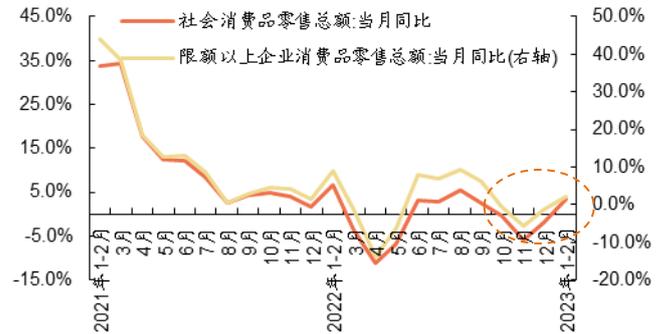
于总体 1.4 个百分点。

图10：2021-2023年2月社会消费品零售总额累计增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

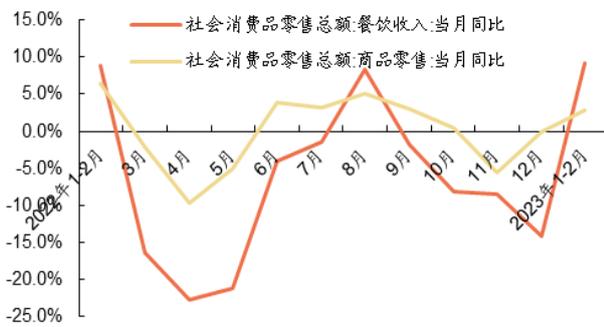
图11：2021-2023年2月社会消费品零售总额当月增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

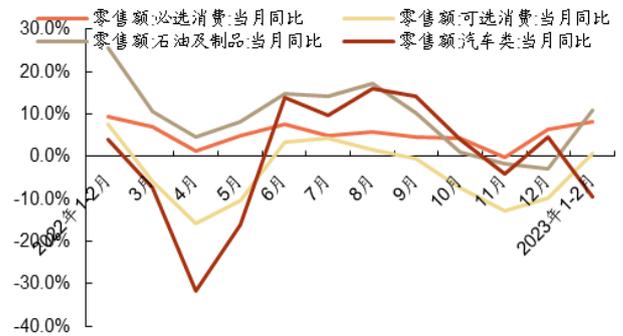
餐饮增速弹性高于商品零售，汽车零售额同比负增长。1-2月餐饮收入、商品零售额分别同比增长9.2%、2.9%，增速较2022年12月当月均实现翻正，其中餐饮收入增速反弹力度更大（图12）。从限额以上企业的商品零售大类来看，石油制品和必选消费品零售额增速上升动能更强，这与疫情管控调整后居民出行显著增加有关。必选消费仍表现出较强的刚性，而汽车零售额受价格战的影响同比下降9.4%（图13）。

图12：2022年1-11月餐饮、商品零售当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图13：2022-2023年2月限额企业以上商品零售大类增速

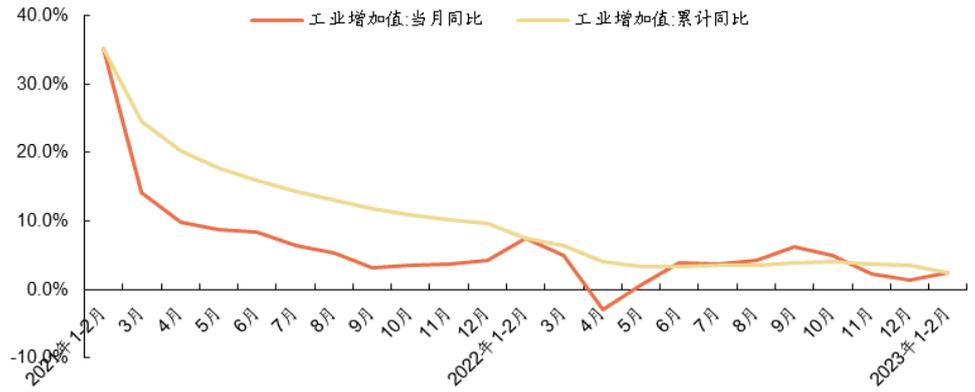


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 工业增加值增速提升

工业增加值增速边际提升。1-2月工业增加值同比增长2.4%，增速慢于2022年全年累计增速，但较12月提升1.1个百分点，扭转了去年4季度以来的当月增速下降的趋势（图14）。

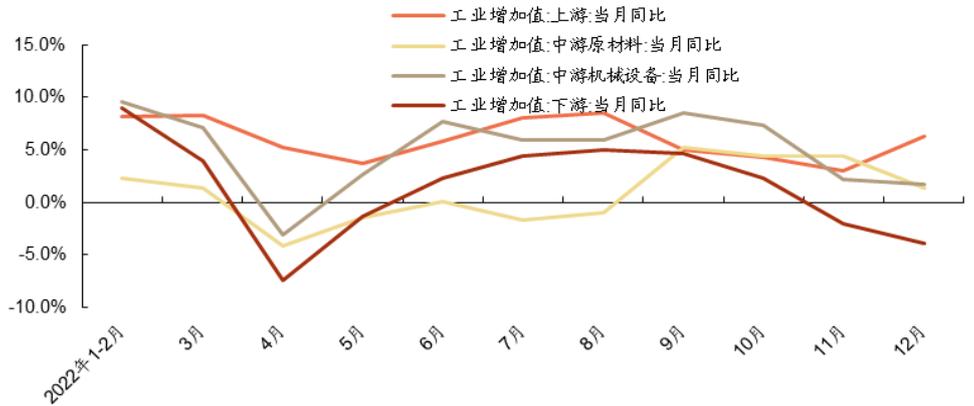
图14：2021-23年2月工业增加值增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

下游行业工业生产降速显著, 原材料行业生产率先提速。12月中下游行业当月工业生产均较上月降速, 但下游行业最为显著, 12月当月工业增加值同比下降 3.9%, 降幅较 11月扩大 1.8 个百分点。12月疫情管控政策初步进行调整, 下游需求端受到的冲击更为突出, 而上游原材料行业生产率先提速, 12月当月工业增加值同比增长 6.3%, 增速较 11月提升 3.3 个百分点 (图 15)。

图15: 2022年1-12月上中下游行业工业增加值增速



资料来源: 统计局, wind, 申港证券研究所, 2023年1-2月行业数据未发布, 暂使用2022年12月数据

2. 风险提示

政策风险、美国衰退深度和长度超预期、海外需求超预期收缩、地产销售不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上