

产出修复理想、内需尚有空间

1 季度经济数据点评

产出尚未达到潜在增长水平，内需增长状况较1-2月有边际收敛，基本面对利率冲击有限。

相关研究报告

《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《前期政策见效，后续尚有空间——9月金融数据点评》20221012
 《如何看额外加息空间》20221023
 《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《如何理解“限制性”政策》20221106
 《美债“抢跑”》20221113
 《利率出现“重置式”调整》20221120
 《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《“威慑式”点阵图》20221218
 《外部增长放缓态势难改》20221225
 《消费修复或有反复》20230102
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《社融增速延续分化——12月金融数据点评》20230112
 《中美通胀“镜像运行”》20230115
 《2023年债市流动性展望》20230119
 《承认“去通胀”进程开启》20230202
 《核心通胀或推动货币市场利率收敛——1月通胀数据点评》20230212
 《美债短期震荡、难改中长期趋势》20230219
 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
 《通胀与金融脆弱性之间的权衡》20230319
 《看“困”说话——美联储3月会议点评》20230323
 《美欧银行业风波继续演化》20230326
 《美债与美国自然利率》20230402

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格
 固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
 chengzhe.xiao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

- 1季度GDP增速的修复相当理想，以2021年各季度GDP为基准，今年1季度GDP基本达到两年累计增长9.5%基线。而且逐月来看，3月工业和服务业同比增长也明显好于1-2月。若今年后3季度保持当前修复态势，全年增长预计明显好于GDP增长5%左右的政府目标。
- 但也应该看到，当前产出增长仍未达到潜在产出增长水平。即使2023年GDP相对2021年累计增长9.5%，其对应的两年复合平均增长率约4.6%。而一般认为，当前我国经济的潜在增速应在5.5%左右。另外，去年3月的经济运行也受到一定的疫情扰动，特别是服务业生产指数当时已陷入负增长。
- 3月国内核心通胀温和，预示着产出修复状况或继续好于内需，3月内需数据则部分印证了这种状态。
- 固定资产投资增速隐含的当月投资增速在3月较1-2月有所回落。其中，基建、房地产、制造业等三大重要投资方向的增速都体现了这一特征。
- 后续固定资产投资增长可能受到宏观杠杆率约束。截止2022年底，我国非金融部门宏观杠杆率约为273.2%，较疫情前高约26.6个百分点。如果假设2023年GDP实际增长约6%，广义通胀率约3%，则名义GDP增长约9%。按照当前社融增长，宏观杠杆率还有可能上行。如果要控制今年的宏观杠杆率不上行，社融增速继续提高的空间不大，甚至可能需要有一定回落，这可能会对投资增速的继续提高形成约束。
- 一季度全国商品房销售面积处于历史同期较高水平，对房地产投资产生激励作用。但从高频数据来看，4月上半月30个大中城市商品房成交有所回落，房地产投资反弹的高度有待确认。
- 3月社零同比增速大幅提高至10.6%，但其中包含了去年3月社零同比下降3.5%的基数效应。通过两年复合平均的社零增速来剔除基数效应，1-3月的两年复合平均增速较1-2月边际收敛。
- 综合来看，虽然1季度GDP增速的修复相当理想，但产出增长仍未达到潜在产出增长水平，而且3月内需增长状况较1-2月有边际收敛，仍然需要比较适宜的利率环境推动实际产出向潜在产出回归。因此，我们认为目前的基本面数据对利率的冲击有限。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

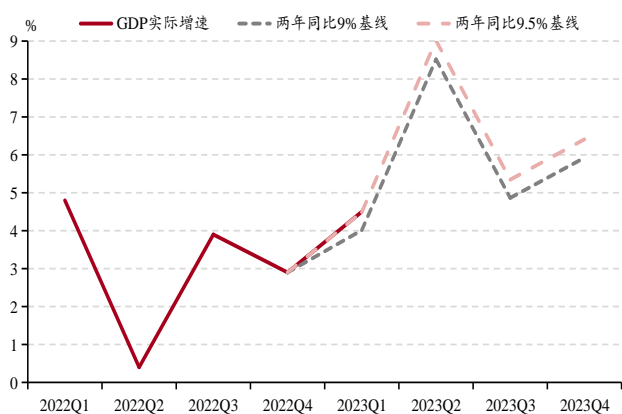
事件:

国家统计局4月18日发布2023年一季度经济数据。一季度经济运行开局良好，初步核算，一季度GDP按不变价计算，同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%；全国规模以上工业增加值同比增长3.0%，比上年四季度加快0.3个百分点；服务业增加值同比增长5.4%，比上年四季度加快3.1个百分点；社会消费品零售总额114922亿元，同比增长5.8%；全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.1%，与上年全年持平。全国城镇调查失业率平均值为5.5%，比上年四季度下降0.1个百分点。

点评:

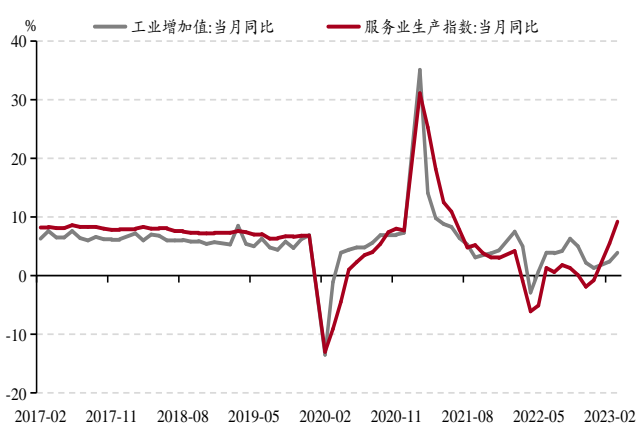
1季度GDP增速的修复相当理想，以2021年各季度GDP为基准，今年1季度GDP基本达到两年累计增长9.5%基线。由于去年经济运行受到一定的疫情扰动，基数效应变动较大，但通过与2021年各季度GDP进行两年同期比较，可较好的剔除基数效应的影响。图表1中给出全年GDP增速的两条基线，分别相对于2021年同期增长9%和9.5%。由于去年GDP实际增长3%，9%基线和9.5%基线分别隐含今年GDP增长约5.8%和6.3%。现实中，今年1季度的GDP增长基本达到9.5%基线，即相对于2021年1季度累计增长约9.5%。而且逐月来看，3月工业和服务业同比增长也明显好于1-2月。若今年后3季度保持当前修复态势，全年增长预计明显好于GDP增长5%左右的政府目标。

图表 1. 实际 GDP 增速-两年同比基线



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 工业和服务业同比增速逐月改善



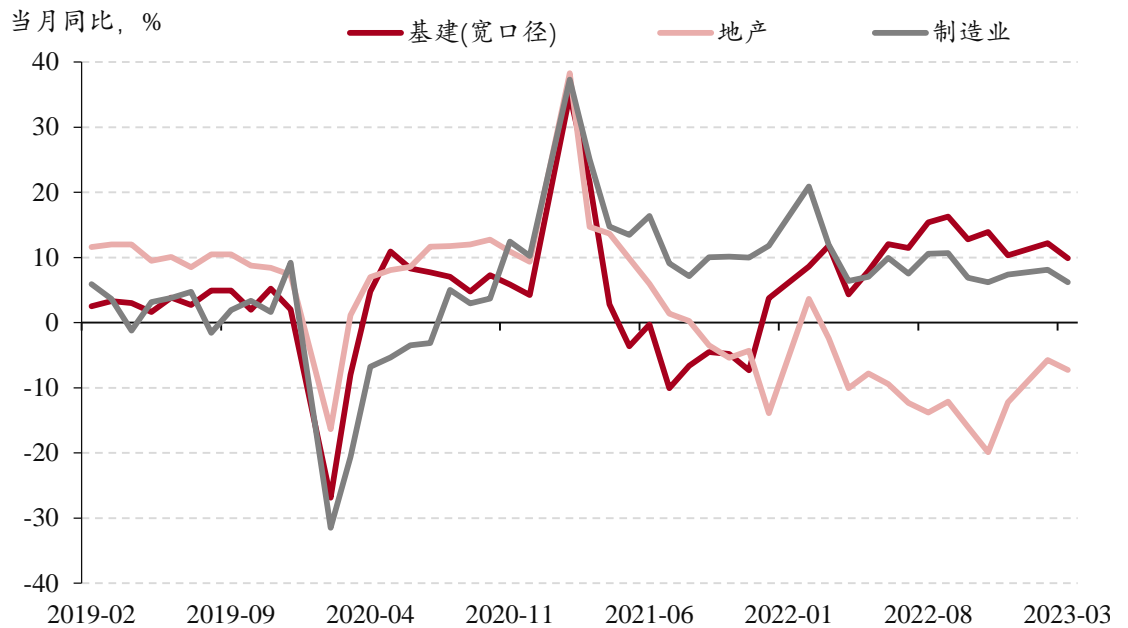
资料来源: Wind, 中银证券

但也应该看到，当前产出增长仍未达到潜在产出增长水平。即使2023年GDP相对2021年累计增长9.5%，对应的两年复合平均增长率约4.6%。而一般认为，当前我国经济的潜在增速应在5.5%左右。比如阮健弘等2021年论文测算得出2022年和2023年，我国经济潜在产出增速均为5.5%，2024年和2025年分别为5.3%和5.1%。另外，去年3月的经济运行也受到一定的疫情扰动，特别是服务业生产指数当时已陷入负增长。

从总供给和总需求的对比来看，3月国内核心通胀温和，预示着产出修复状况或继续好于内需。3月内需数据部分印证了这种状态。

固定资产投资增速隐含的当月投资同比增速在3月较1-2月有所回落。其中基建投资、房地产投资、制造业投资等三大固定资产投资都在不同程度上体现出了这一特征。3月固定资产投资隐含的当月同比增速约为4.8%，基建、房地产和制造业投资的当月同比增速分别约为9.9%、-7.2%和6.2%。

图表 3. 三大类投资当月增速均边际收敛

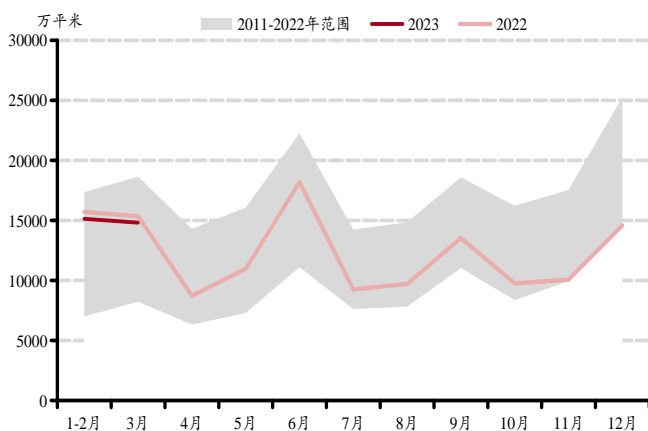


资料来源: Wind, 中银证券

后续固定资产投资增长可能受到宏观杠杆率约束。截止 2022 年底, 我国非金融部门宏观杠杆率约为 273.2%, 较疫情前高约 26.6 个百分点。如果假设 2023 年 GDP 实际增长约 6%, 广义通胀率约 3%, 则名义 GDP 增长约 9%。按照当前社融增长, 今年的宏观杠杆率还有可能上行。如果要控制今年的宏观杠杆率不上行, 社融增速继续提高的空间不大, 甚至可能需要有一定回落, 这可能会对投资增速的继续提高形成约束。

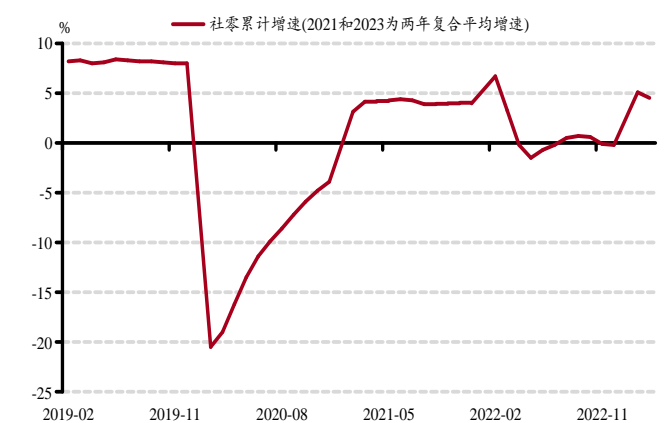
一季度全国商品房销售面积处于历史同期较高水平, 对房地产投资产生激励作用。以 2011-2022 年各月的商品房销售面积作为参照, 今年 1-2 月和 3 月的商品房销售面积分别为 15132.8 万平方米和 14813.2 万平方米, 分别处于历史同期较高水平。但从高频数据来看, 4 月上半月 30 个大中城市日平均的商品房成交面积约为 39.5 万平米/天, 较 3 月的 53.6 万平米/天有所回落。楼市景气已基本恢复至近年来的常态水平, 但仍可能出现反复。房地产投资增速反弹的高度也有待确认。

图表 4.1 季度商品房销售面积处于同期偏高水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社零累计增速



资料来源: Wind, 中银证券。注: 为剔除基数大幅变动的影响, 2021 年和 2023 年的社零增速分别使用 2020-2021 和 2022-2023 的两年复合平均增速。

3 月社零同比增速大幅提高至 10.6%, 但其中包含了去年 3 月社零同比下降 3.5% 的基数效应。通过两年复合平均的社零增速来剔除基数效应, 1-3 月社零的两年复合平均增速约为 4.5%, 较 1-2 月的两年复合平均增速边际收敛。

综合来看，虽然 1 季度 GDP 增速的修复相当理想，但产出增长仍未达到潜在产出增长水平，而且 3 月内需增长状况较 1-2 月有边际收敛。因此，我们认为当前仍然需要比较适宜的利率环境推动实际产出向潜在产出回归，目前的基本面对利率的冲击有限。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

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任何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，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