

中国复苏等待验证，海外衰退风险减弱

2023年2月宏观经济展望

中国春节期间消费复苏明显，需关注减员对供给冲击，短期内复苏仍需现实验证。IMF上调全球增长预期，海外衰退风险减弱，欧美央行紧缩预期仍有波动。

- 中国春节期间消费复苏明显，预计短期内消费复苏的力度或能延续。预计社会消费品零售总额的回升趋势将延续至2023年5月，6月之后如居民收入和信心能较好恢复，社零或将重拾上升势头，全年增长7.4%左右。
- 中国1月制造业PMI回到50以上，但制造业PMI的生产分项为49.8，仍呈小幅收缩态势。春节的大规模人员流动并未导致新一轮感染高峰出现，中疾控称本轮感染接近尾声，减员对生产端冲击目前看大概率是短期现象。节后复工情况将是短期影响经济表现的关键。
- 目前中国仍处数据空窗期。预期的证实或证伪均可以从高频数据找到线索，导致了市场的波动。但中期看，“中国复苏”主题仍将是市场交易主线。
- IMF将2023年全球增长预期自2.7%上调至2.9%，其中发达经济体增速自1.1%上调至1.2%，新兴市场和发展中经济体增速自3.7%上调至4.0%。美欧1月非制造业PMI回升，美国经济“软着陆”的预期逐步上升，欧洲增长预期改善，全球经济2023年下半年企稳可能性上升，利好中国出口的修复和大宗商品价格。
- 美联储2月会议加息25BP符合预期。美联储在通胀放缓以及后续加息路径等关键问题表态均有微妙变化。后续市场与美联储的分歧如何弥合，仍取决于美国通胀以及劳动力市场的表现。美联储过度紧缩风险基本消除，但仍需关注利率在高位持续的可能性。欧央行仍在紧缩进程中。
- **风险提示：**中国需求复苏不及预期，海外通胀回落较慢。

相关研究报告

《策略周报》20230205

《非农扰动市场预期》20230205

《中银多因子选股系列（五）》20230205

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：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

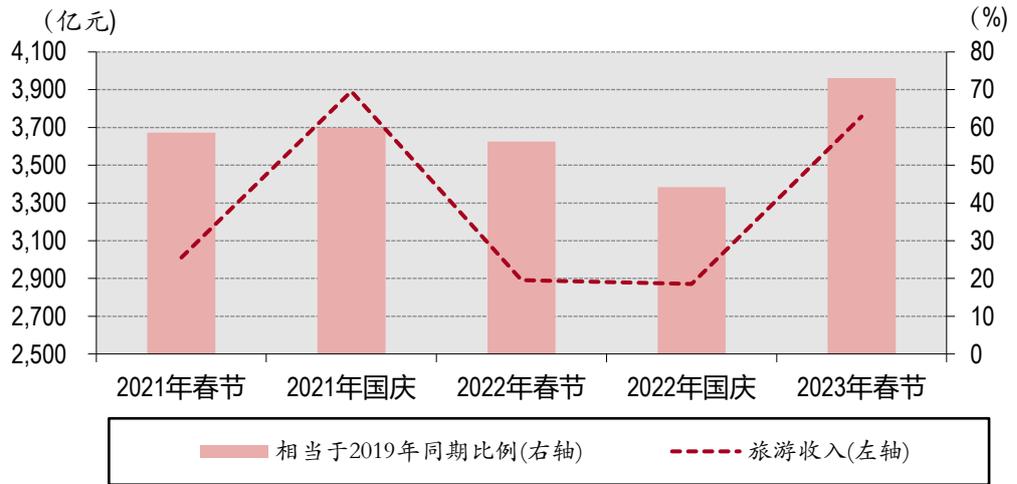
中国经济：消费复苏明显，关注供给冲击

消费的复苏短期延续

2022年12月，尽管社会消费品零售总额仍为负增长，但降幅为1.8%，明显强于市场此前的预期，体现了在防疫政策调整后，此前被压抑的消费复苏力度较强。

2023年春节消费复苏力度较强。1月适逢春节，消费延续了此前的复苏力度。文化和旅游部数据中心测算，2023年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%，旅游收入恢复情况明显强于此前2021年和2022年春节以及国庆黄金周。

图表 1. 2023年春节假期消费明显恢复



资料来源：文化和旅游部、中银证券

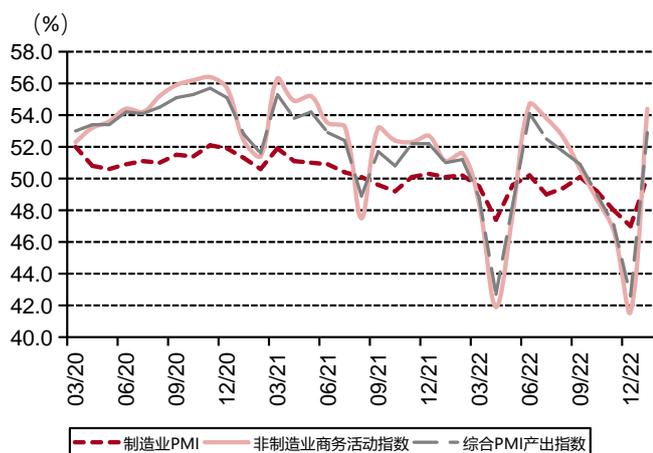
尽管居民收入和信心的恢复仍有不确定性。我们预计短期内消费复苏的力度或能延续。考虑到2022年同期基数，预计社会消费品零售总额的回升趋势将延续至2023年5月，6月之后如居民收入和信心能较好恢复，社零或将重拾上升势头，全年增长7.4%左右。

关注减员对供给端冲击

1月制造业PMI自47回升至50.1，非制造业商务活动指数自41.6回升至54.4，综合PMI产出指数自42.6回升至52.9，三者均从低位回升至荣枯线上方，显示制造业和非制造业景气程度均有明显好转。

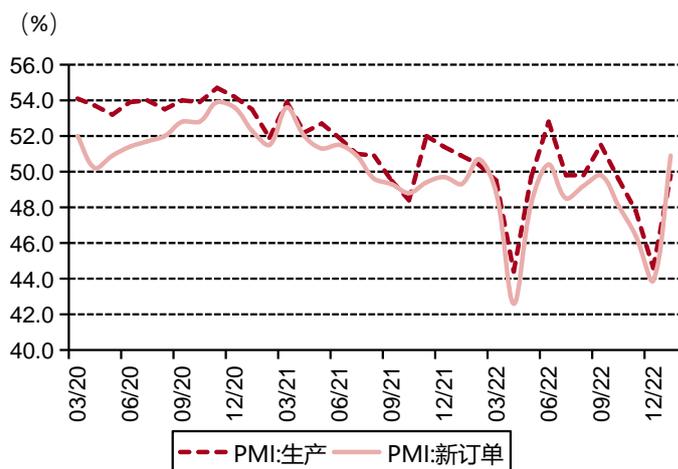
然而，尽管1月制造业PMI回到50以上，其中新订单指数回升至50.9，显示防疫政策调整后国内需求复苏明显，但制造业PMI的生产分项为49.8，仍呈小幅收缩态势。制造业PMI的从业人员分项回升至47.7，虽较12月大幅上升，但仍在历史偏低水平。此前中国的严格防疫政策尽管对需求端有一定抑制，但客观上也保证了生产端的供应。在防疫政策调整后，短期感染人数的上升可能导致生产减员进而冲击供给端。上述数据一定程度上显示了这一迹象。不过，春节的大规模人员流动并未导致新一轮感染高峰出现，中疾控称本轮感染接近尾声，减员对生产端冲击目前看大概率是短期现象。节后复工情况将是短期影响经济表现的关键。

图表 2. 1 月 PMI 明显回升



资料来源: IMF, 中银证券

图表 3. 制造业生产活动依然在收缩区间



资料来源: Wind, 中银证券

复苏仍有待现实验证

2022 年 11 月以来, 随着中国防疫政策的调整, 市场对中国经济复苏预期较强。同时, 11 月以来的经济数据依然未能摆脱疫情影响, 从而出现“强预期”与“弱现实”的分歧。节前风险资产的强势表现主要来自强预期的支撑, 春节之后, 强预期支撑逐渐见顶, 经济现实复苏如何仍需数据验证。而中国 1—2 月经济数据将在 3 月中旬合并发布, 目前仍处数据空窗期。预期的证实或证伪均可以从高频数据找到线索, 这也导致了市场的波动。

尽管一季度数据仍将受到减员影响而难有大幅反弹。但考虑到压制 2022 年经济增长的两个因素: 地产和消费均有改观, 我们依然认为 2023 年中国经济复苏并无疑问, 相应的, “中国复苏”主题仍将是市场交易主线。

我们对 2023 年 1 月宏观经济数据的预测如下:

图表 3. 2022 年 1 月经济数据预测

指标	预测值	上期值	2023 年预测值
CPI 同比 (%)	2.7	1.8	2.3
PPI 同比 (%)	(0.5)	(0.7)	0.3
M2 同比 (%)	11.8	11.8	10.1
新增信贷 (亿元)	38000	14000	—
新增社融 (亿元)	54000	13058	—
社融存量增速 (%)	9.4	9.6	10.2

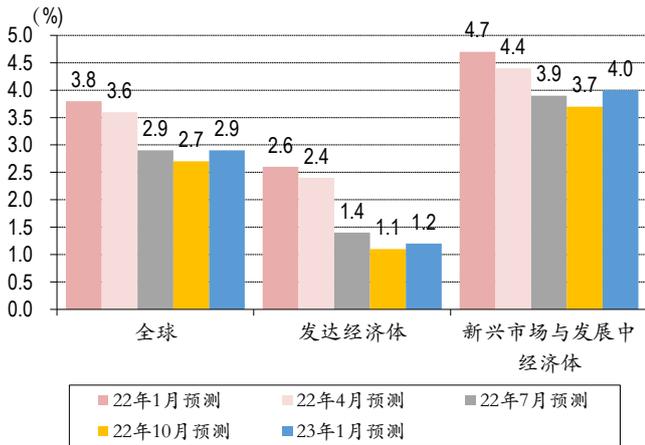
资料来源: 中银证券

海外经济: 衰退风险减弱, 紧缩预期波动

IMF 上调全球增长预期

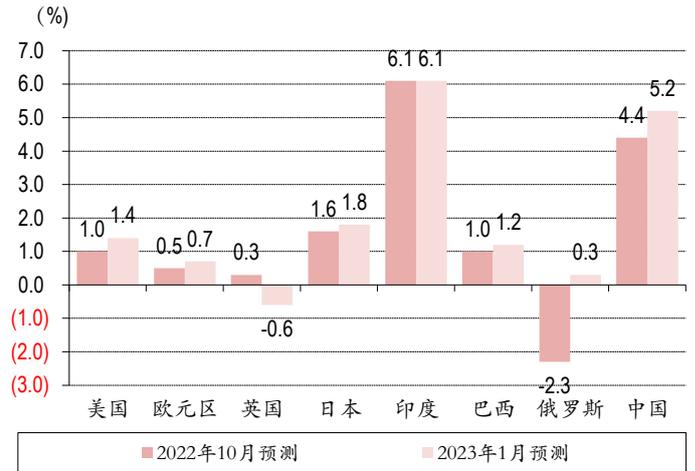
IMF 上调 2023 年全球增长预期。1 月 31 日, IMF 发布最新一期《世界经济展望》, 将 2023 年全球增长预期自 2.7% 上调至 2.9%, 其中发达经济体增速自 1.1% 上调至 1.2%, 新兴市场和发展中经济体增速自 3.7% 上调至 4.0%。主要经济体增速大多有不同程度的上调。这也是 IMF 自 2022 年以来首次上调对 2023 年经济增长的预期。

图表 4. IMF 上调 2023 年全球增长预期



资料来源: IMF, 中银证券

图表 5. IMF 对主要经济体 2023 年增速多有上调



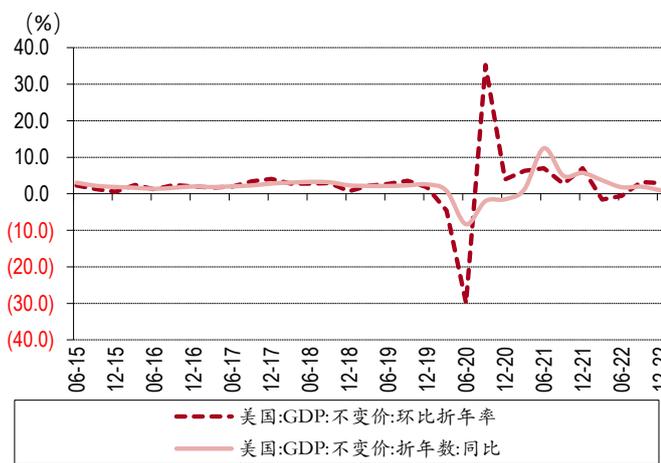
资料来源: Wind, 中银证券

欧美经济逐渐触底

美国四季度 GDP 强于预期。1月26日公布的美国四季度 GDP 不变价环比折年率为 2.9%，强于预期。2022 年，美国 GDP 同比增长 2.1%。

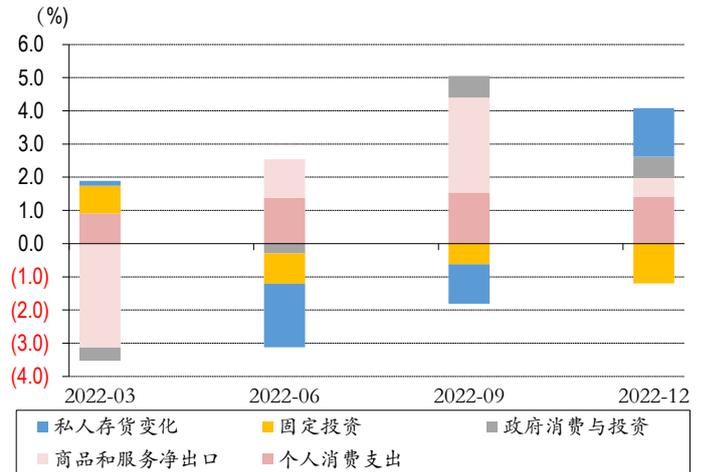
从结构看，美国四季度私人消费支出对 GDP 环比拉动为 1.42 个百分点，总体维持平稳。值得注意的是，商品支出贡献 0.26 个百分点，为年内首度转正。政府消费和投资对 GDP 贡献 0.64 个百分点，仍处于 2021 年二季度以来的较高水平。商品与服务净出口对美国四季度 GDP 贡献为 0.56 个百分点，连续三个季度为正贡献。私人投资对 GDP 贡献为 0.27 个百分点，摆脱了二、三季度的负增长，然而，私人投资贡献的变化主要来自存货的上升，存货变动贡献了 1.46 个百分点，而私人固定投资贡献为 -1.2 个百分点，降幅较二、三季度继续扩大。

图表 6. 美国 2022 年四季度 GDP 环比折年率强于预期



资料来源: Wind, 中银证券

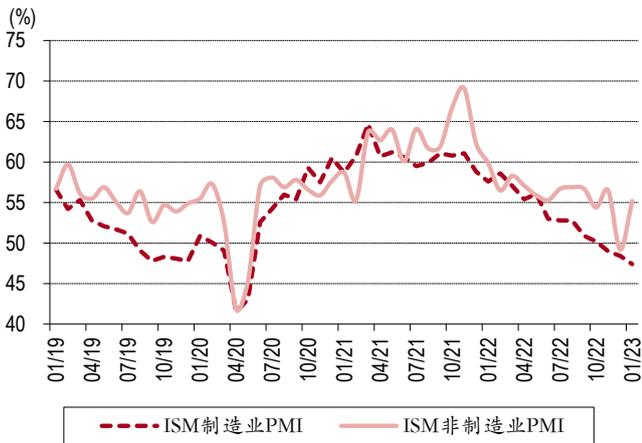
图表 7. 私人固定投资对美国 GDP 贡献持续下降



资料来源: Wind, 中银证券

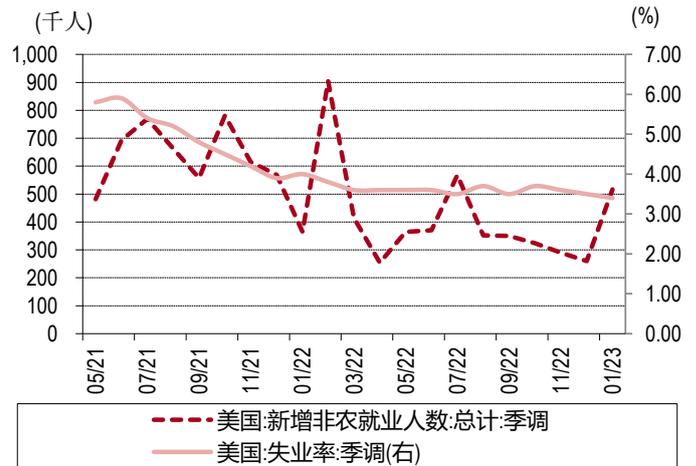
美国经济“软着陆”预期上升。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4，较上月下行 1.0，连续 3 个月位于收缩区间。1 月 ISM 非制造业 PMI 为 55.2，较上月大幅回升 6.0。同时，美国 1 月新增非农就业 51.7 万人，失业率下降至 3.4%，再次凸显了美国劳动力市场的强劲。综合看，尽管市场对美国经济在 2023 年将陷入衰退的预期犹存，但美国经济“软着陆”的预期逐步上升。

图表 8. 美国 1 月 ISM 非制造业 PMI 反弹



资料来源: Wind, 中银证券

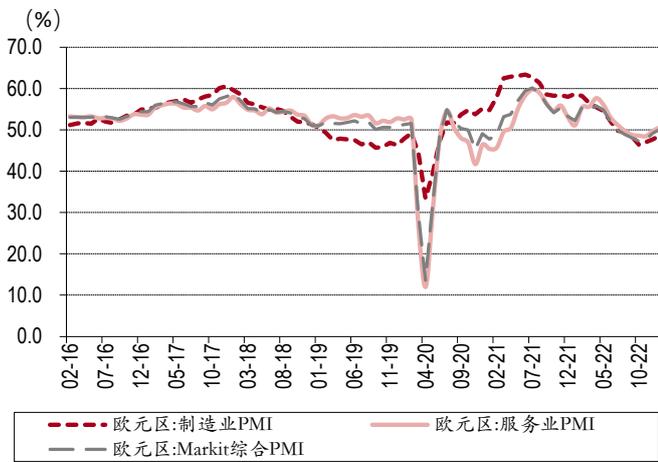
图表 9. 美国 1 月非农就业强劲



资料来源: Wind, 中银证券

欧元区预期有所改善。2023 年 1 月，欧元区服务业 PMI 为 50.8，欧元区综合 PMI 为 50.3，均在 5 个月后回到荣枯线上方；欧元区制造业 PMI 为 48.8，较前值上升 1.0，连续第三个月回升。此外，花旗欧洲经济意外指数自 2022 年 10 月以来转正，并持续攀升，显示欧洲经济实际表现强于预期。也和欧元区 PMI 于 2022 年 10 月触底回升的态势一致。

图表 10. 1 月欧元区综合 PMI 回到 50 上方



图表 11. 花旗欧洲经济意外指数大幅回升



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51936



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn