

【申银万国期货】疫后复苏正当时，海外衰退预期收敛

——2 月份宏观策略报告

摘要：

2023 年 1 月 31 日

分析师：汪洋

从业资格号：F0306430

投资咨询号：Z0002320

邮箱：wangyang@sywgqh.com.cn

联系人：叶慧超

从业资格号：F03086553

电话：021-50581703

邮箱：yehch@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

- **春节期间国内消费有明显的恢复。**电影票房、居民的出行旅游、酒店的入住等数据均显示在疫情对经济活动的影响大幅减小之后，前期被抑制的居民消费需求开始释放。2023年春节档总票房65.1亿元，略高于2022年同期，为历史第二高。1月27日，全国迁徙规模指数达到989.04，是2019年正月初六的1.3倍。人口迁移与同期旅游酒店等消费复苏相一致。
- **春节期间地产呈现结构分化。**根据克而瑞数据，2023年春节周40个重点城市成交量仅35.7万平方米，环比下降75%，较2022年同比下降14%，与2019年同期相比下降32%。虽然一手房依旧低迷，但贝壳重点50城二手房景气指数已超2022年最高水平。
- **海外欧强美弱格局延续：**春节期间市场对美联储宽松预期进一步增强，但与此同时欧央行多位官员发声支持在未来两次会议中进一步加息50BP。欧美经济景气度和欧美央行态度的分化，也进一步促成了欧元的上涨和美元的回落。
- **货币结构宽松，地方债提前发行。**1月29日，中国人民银行发布消息，决定延续此前推出的部分结构性货币宽松工具。预计上半年依旧是结构宽松为主。1月以来各地陆续披露发债计划，多地2023年提前批专项债限额相比2022年大幅增加，增速在34%-92%之间。据此推算，全国提前批专项债额度可能超过2.2万亿。
- **内需成为上半年景气度主要支撑。**1月三大PMI指数都重回扩张区间。从供给端看，生产指数恢复至49.8%，十分接近荣枯线。从需求端来看，1月主要景气度来源于新订单指数达到50.9%。新出口订单受海外衰退预期持续影响，维持在46.1%，内需再度成为主要提振。
- **多地新春伊始拼经济。**1月28日李克强总理召开年后首次国常会，要求持续抓实当前经济社会发展工作。随后广东、浙江、安徽、江苏、重庆等省市也先后召开了“新春第一会”，出台重磅政策提振经济增长。

目录

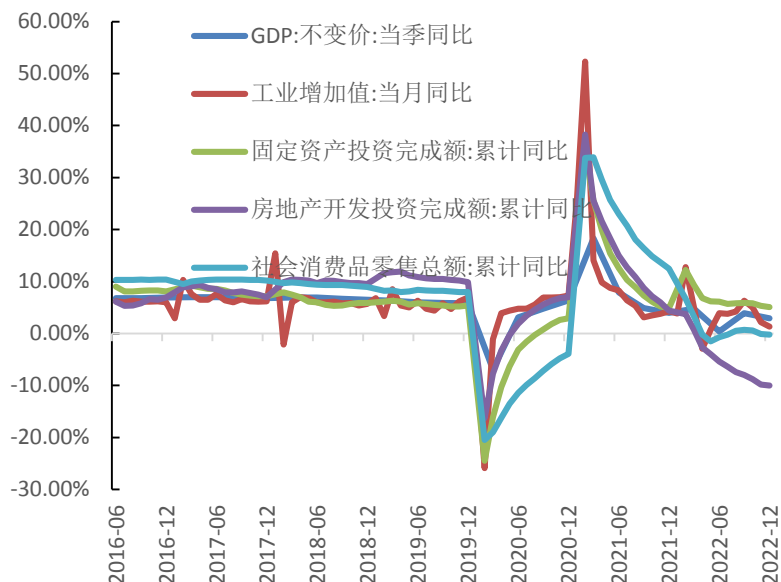
一、国内：疫后复苏迎来开门红.....	3
二、海外：欧强美弱下衰退预期减弱.....	7
三、下一阶段政策预判.....	9
四、风险提示：.....	13

一、国内：疫后复苏迎来开门红

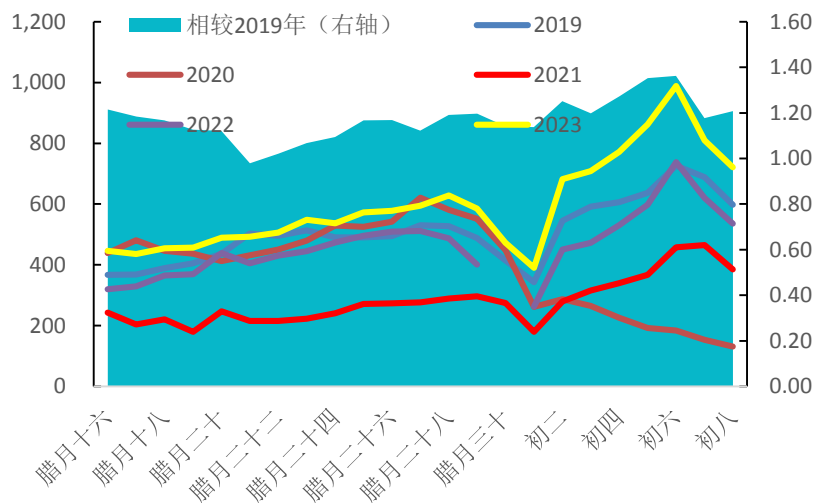
2023年1月17日，国家统计局公布了2022年1-12月主要经济数据。整体上来看面对国内疫情冲击以及国外环境复杂多变，去年整体经济顶住了压力。全年国内生产总值1210207亿元，按不变价格计算，比上年增长3.0%，名义GDP增速达到5.3%。四季度GDP当季同比达到2.9%，名义同比达到3.48%，平均两年增速为6.5%，较三季度的7.8%再度下滑1.3个百分点。

生产方面，12月规模以上工业增加值同比实际增长1.3%，比上月回落0.9个百分点；环比较11月略微上升0.6%。分三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长4.9%，制造业增长0.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.0%。分经济类型看，12月份，国有控股企业增加值同比增长1.9%；股份制企业增长3.5%，外商及港澳台商投资企业下降7.5%；私营企业增长0.5%。12月工业企业实现出口交货值同比名义下降8.4%，低于上月的2.5%。服务业方面全年增加值同比增长2.3%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值分别增长9.1%、5.6%。随着防疫政策优化调整，IMF也在1月《世界经济展望》里将中国今年增速上调至5.2%，基本和去年政策目标一致。

春节期间国内消费有明显的恢复。电影票房、居民的出行旅游、酒店的入住等数据均显示在疫情对经济活动的影响大幅减小之后，前期被抑制的居民消费需求开始释放。2023年春节档总票房65.1亿元，略高于2022年同期，为历史第二高。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%。而国家税务总局最新发布的增值税发票数据显示，春节假期旅行社及相关服务业销售收入同比增长1.3倍，已恢复至2019年春节假期的80.7%。预计未来较长一段时间，国内的需求还将继续改善。疫情管控放松后春运迁徙规模大多数时间远超2019年同期。根据百度迁徙大数据，1月27日，全国迁徙规模指数达到989.04，是2019年正月初六的1.3倍。人口迁移与同期旅游酒店等消费复苏相一致。疫情方面，2023年1月25日，国家中疾控再次公布的全国新冠感染情况，从阳性人数来看，在12月22日达到了最高，总阳性人数为694万，在2023年1月23日降至最低1.5万人。此外，全国发热门诊（诊室）总体就诊人数于2022年12月23日达到峰后下降，2023年1月23日较峰值下降了多达96.2%。住院诊疗峰值滞后约两周左右时间，于2023年1月5日达峰后下降。从百度搜索指数来看，12月以来本轮高峰出现在20日-22日，随后全国各地陆续开始过峰，防控重点转向防重症及死亡，同时向农村地区倾斜，二线以上城市活力基本恢复至2019年同期水平。1月30日国务院联防联控机制会议上明确全国整体疫情进入低流行水平，目前重点依旧在农村地区。

图 1：四季度以来疫情冲击高峰已过（%）


资料来源：Wind，申万期货研究所

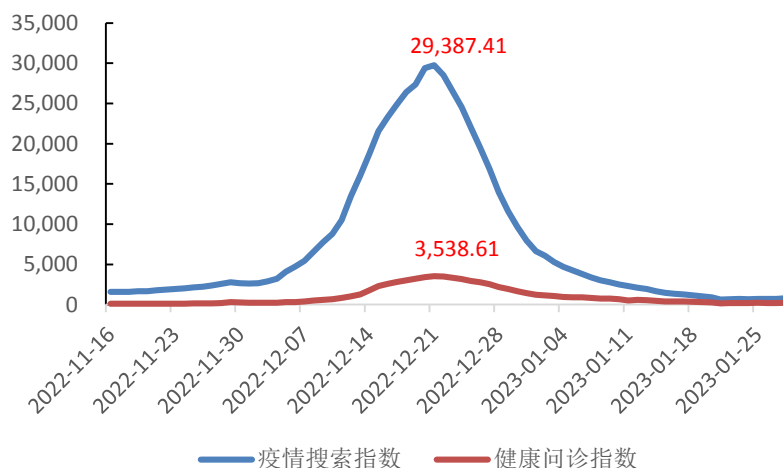
图 2：历年春运迁徙指数（点）


资料来源：百度迁徙平台，申万期货研究所

企业利润持续回落但趋势放缓。2022 年工业企业利润累计同比下降 4%，较上月回落 0.4 个百分点，降幅扩大。但 12 月当月同比利润降幅收窄至 6.6%，连续三个月收窄。但工业品价格降幅有所收窄，12 月 PPI 同比收敛至 -0.7%，预计一季度即将转正。但值得注意的是，12 月营业收入累计同比回落 1.2%，利润收缩已经从成本端驱动向收入下降转变。受益于国内产业链供应链

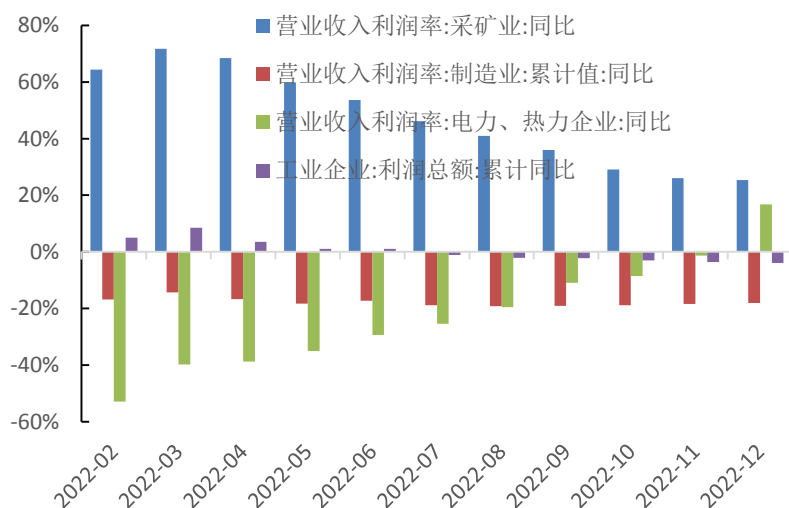
稳定和上游原材料价格回落，12月工业品行业中21个行业利润总额比上年增长，19个行业下降，1个行业由亏转盈。从全年情况来看，利润行业分化依旧明显，其中采矿业上涨48.6%，电力及热力企业利润同比上涨41.8%，制造业利润连续三个月维持在13.4%，可见央行制造业信贷支持措施仍需继续维持。

图 3：春节期间疫情并未如预期反复（点）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：工业企业利润收缩幅度放缓（%）

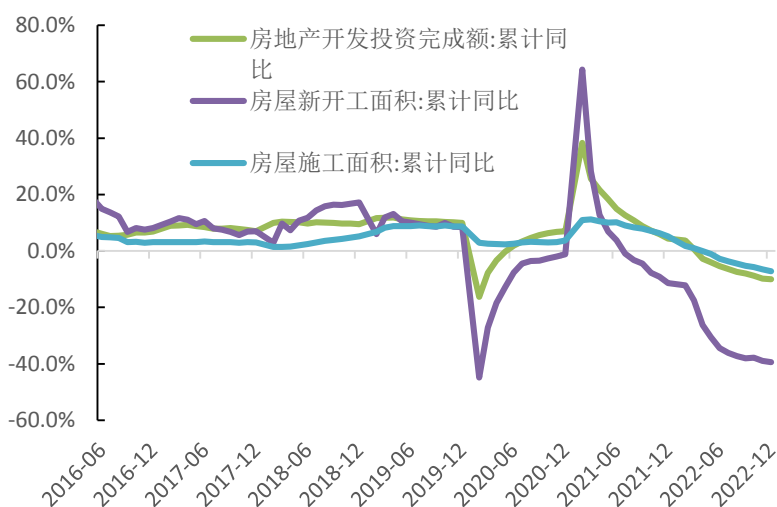


资料来源：Wind，申万期货研究所

政策端关注地产资产负债表修复。1月10日，央行和银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会。关于市场普遍关注的地

产信用，本次会议明确，要坚持“房住不炒”定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动。具体包括加快新增1500亿元保交楼专项借款投放、设立2000亿元保交楼贷款支持计划、设立1000亿元住房租赁贷款支持计划、对“三线四档”的调整、允许金融机构与优质房企自主协商合理展期等。1月17日全国住建部年度会议强调房地产工作要融入党和国家事业大棋局，锚定新时代新征程党的使命任务和当前的中心工作来展开。注重稳预期和防风险并抓，要“抓两头、带中间”，以“慢撒气”的方式，防范化解风险。预计政策重心明确转向阶段性扶持企业和保交楼，同时需求端政策需要和供给端同步推进。

图 5：融资改善下地产投资预计触底（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

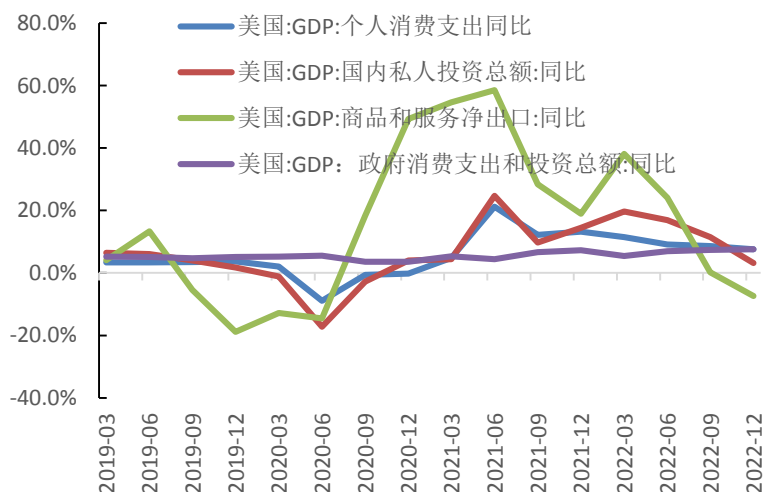
春节地产呈现结构亮点。2022年，全国房地产开发投资132895亿元，比上年下降10.0%，低于1-11月的-9.8%。其中，住宅投资100646亿元，下降9.5%。从销售端来看，12月单月商品房销售面积同比-31.5%，略好于上月的-33.3%；商品房销售额同比-27.7%，略好于上月的-32.2%。房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款当月同比-53.4%和-48.4%，前值为-53.8%和-47.7%。12月施工面积同比-48.2%，好于上月的-52.6%；新开工面积-44.3%，好于上月的-50.8%。12月竣工面积同比-6.6%，明显好于上月的-20.2%。刘鹤副总理节前表示房地产依旧是支柱性产业，目前政策端对地产销售进一步放松。根

据克而瑞数据，2023年春节周40个重点城市成交量仅35.7万平方米，环比下降75%，较2022年同比下降14%，与2019年同期相比下降32%。虽然一手房依旧低迷，但贝壳重点50城二手房景气指数已超2022年最高水平。央行日前发布首套房动态调整机制，对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。1月以来已经有江西九江、山西太原、河北唐山、河南郑州等部分符合条件的城市已下调了当地首套住房贷款利率下限，有的首套房贷款利率下调至3.8%。

二、海外：欧强美弱下衰退预期减弱

据美国经济分析局于当地时间1月26日公布的数据，去年四季度美国实际GDP环比0.7%，同比1.0%，虽较三季度有所放缓，但剔除疫情以来基数扰动的三年平均增速反弹至1.7%，大幅好于市场预期。具体来看，去年第四季度，占美国经济总量约70%的个人消费支出增长7.59%，低于第三季度数据；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长0.7%，增幅较第三季度明显收窄；住宅类固定资产投资暴跌26.7%，该数据已经连续7个季度下滑。国内私人投资同比增长3.14%，大幅低于三季度的11.44%。净出口同比收缩7.39%，成为主要拖累项。政府投资则维持在7.5%左右。四季度以来工业生产仍是决定经济强弱的核心要素，而趋势较强的耐用品新订单指向美国生产端可能维持强势，在此期间，虽然美国居民消费下滑空间仍较大，但净出口逆差缩窄将形成相应缓冲。

图 6：美国四季度 GDP 好于此前预期（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

个人PCE回落，欧强美弱格局延续。美国商务部27日公布的数据显示，12月不含食品和能源的个人消费支出核心价格指数(PCE)同比上涨4.4%，整体PCE较上年同期攀升5%，虽然仍远高于美联储2%的目标，但核心和整体PCE升幅均为2021年末以来最低。由于相较于CPI，美联储曾官方表示更加看中PCE指标，去年PCE维持阶段刚性下导致美联储鹰派超市场预期。本周数据发布后，美国股指期货收窄跌幅，美国国债收益率小幅回落。鉴于一直有美联储前瞻指标的加拿大央行率先加息25基点并首次表示考虑停止加息。日前芝商所FedWatch工具显示市场认为美联储月加息25基点的概率超过98%，若预测成真，美国联邦基金利率将从4.25%-4.50%上升至4.50%-4.70%的区间，距离暂停加息仅剩50个基点。春节期间市场对美联储宽松预期进一步增强，但与此同时欧央行多位官员发声支持在未来两次会议中进一步加息50BP。与美国相反，在能源危机的担忧大幅缓解之后，欧洲天然气的基准价格已经回落到2021年第三季度的水平，这对欧洲的工业生产和居民消费都有明显的提振。因此在2022年四季度以来欧洲的制造业和服务业PMI持续改善，其中1月份欧元区服务业PMI重新回到荣枯线上方。在这种背景下，2023年1月份欧洲的股市表现较好，而欧央行目前对货币政策的表态也较为鹰派。IMF在最新展望中将欧元区今年增速下调至0.7%，低于美国的1.4%，但2024年预期增速交美国高0.6%。显示欧元区衰退较早但程度较低。**欧美经济景气度和欧美央行态度的分化，也进一步促成了欧元的上涨和美元的回落。**美元指数在春节期间小幅贬值0.1%至101.9，而欧元相对美元则升值0.4%，日元相对美元贬值0.5%。

图7：欧美经济前景初显分化（%）



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_52099

