

经济复苏正在加速 未来仍有向上潜力

摘要：

作者：宏观与大类资产研究中心 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2023年3月5日星期日

今年以来情况显示，国内开始进入加速修复轨道之中。产出开始明显修复，煤炭、钢铁、有色等中上游产业，汽车制造、交通运输等中下游行业出现持续的改善。需求方面，消费大幅改观，娱乐、交通等服务业，汽车销售等耐用品消费行业显著好转。特别是房地产销量开始出现超季节性回升。供需同步走强背后是防疫政策调整释放经济活力的逻辑，尤其是中下游消费相关行业受到更大影响。结合 PMI 等指标来看，我们预计后期公布的经济数据多数将会超预期，一季度经济大幅增长的可能性高。而经济增长加快叠加前期刺激政策影响，流动性加速进入实体经济，进一步刺激需求带动供给，有助于形成良性循环。短期内 PPI 可能维持低位或再次小幅下降，下半年将会逐步回升，企业营收进一步改善。CPI 表现类似，中枢逐步抬升，但年内总体通胀空间有限，货币政策暂不会受到干扰。即使经济企稳复苏的步伐加快，货币政策也将维持宽松，不存在收紧的风险。降低社会融资成本、促进信用扩张、稳定宏观流动性仍为政策主要目标，广义社融增速预计重回升势。全年来看，疫情已不再是主要影响，复苏趋势将会持续。需求中基建持稳、房地产修复、消费好转，但外需仍然是主要风险。维持今年 GDP 增速在 5%左右的预期不变。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分	供需全面改善 经济加速修复	3
一、	春节前后主要经济指标明显走强	3
二、	政策调整后消费持续大幅好转	5
三、	进出口短期或改善 年内风险仍不可忽视	7
第二部分	CPI、PPI 一升一降 总体通胀持稳	8
一、	政策调整叠加春节影响 服务价格上行	9
二、	PPI 维持低位 近期仍可能走弱	10
第三部分	流动性加速进入实体经济	11
第四部分	人民币波动加大 升值趋势或延续	12

第一部分 供需全面改善 经济加速修复

前期数据显示，12 月经济数据表现超预期，其中需求端表现更佳，消费、投资增速好转，产出端相对滞后，工业增加值增速回落。而今年以来情况显示，国内开始进入加速修复轨道之中。产出开始明显修复，煤炭、钢铁、有色等中上游产业，汽车制造、交通运输等中下游行业出现持续的改善。需求方面，消费大幅改观，娱乐、交通等服务业，汽车销售等耐用品消费行业显著好转。特别是房地产销量开始出现超季节性回升。供需同步走强背后是防疫政策调整释放经济活力的逻辑，尤其是中下游消费相关行业受到更大影响。结合 PMI 等指标来看，我们预计后期公布的经济数据多数将会超预期，一季度经济大幅增长的可能性高。全年来看，疫情已不再是主要影响，复苏趋势将会持续。需求中基建持稳、房地产修复、消费好转，但外需仍然是主要风险。维持今年 GDP 增速在 5%左右的预期不变。

表 1 典型情境下年内 GDP 增速

2023	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.00%	8.50%	5.50%	4.50%	5.82%
	4.50%	8.00%	5.00%	4.00%	5.32%
	4.00%	7.50%	4.50%	3.50%	4.82%
	3.50%	7.00%	4.00%	3.00%	4.32%
	3.00%	6.50%	3.50%	2.50%	3.82%

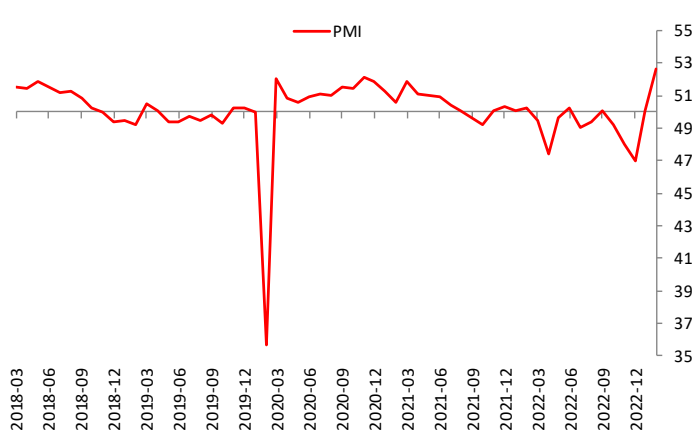
数据来源：Wind、方正中期研究院

一、春节前后主要经济指标明显走强

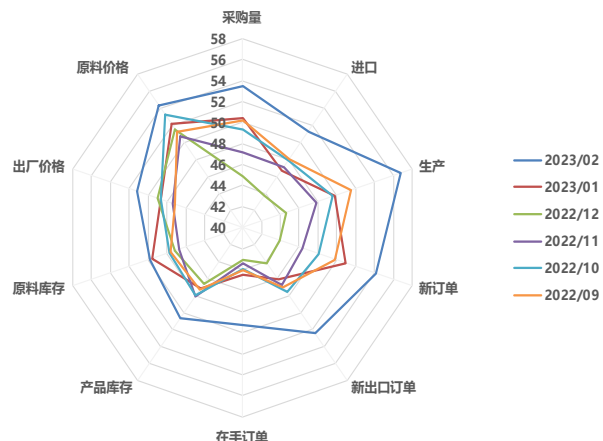
2 月官方制造业、非制造业和综合 PMI 均继续超预期加速上升。虽然春节因素稍有扰动，但其背后依然反映经济改善趋势不变。具体来看制造业 PMI，产出、新订单继续上行并刷新高位，春节后供需加速好转。产品、原料库存上升，净需求维持阶段高位附近，上下游需求均保持旺盛。进口、采购量、生产经营活动预期全面增加，表明企业信心继续强化。春节对物流影响消除后，供应商配送指标相应回升。价格分项暗示 2 月 PPI 和 PPIRM 环比增速将加快。此外，就业压力也有下降。分企业规模看，大、中、小企业 PMI 多有上升，其中生产、新订单等恢复至荣枯线上。部分中型企业分项偏弱且低于荣枯线。此前针对小企业的纾困政策显效后，有必要覆盖更多企业。非制造业 PMI 商务活动指数继续攀升，建筑业和服务业 PMI 均上涨。近期基建投资或继续持稳，地方债额度恢复对基建资金支持不减。房地产则在资金紧张缓和、市场信心修复后有望继续修复。但服务业就业仍低于荣枯线，未来有待改善。总体上看，前期政策调整叠加春节后实体经济预期好转，库存周期继续上行趋势，供需持续好转且供给加速回升，产品和原料库存同步上升，显示当前制造业主动加库存阶段不变。即使排除春节后因素影响，2 月经济表现表现仍超预期，与此前高频数据所反映情况一致。预计未来国内经济将维持上行趋势，而短期内能否继续加速需观察房地产等短板的改善情况。

图 1 PMI 总体变动趋势

图 2 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

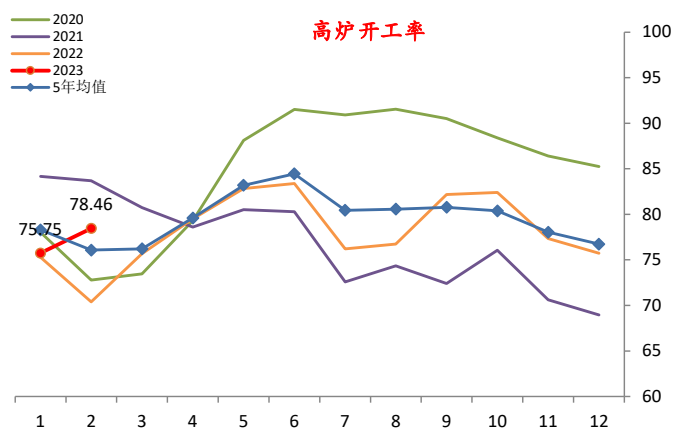
图 3 官方 PMI 主要分项变动情况

制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2023年2月	52.6	56.7	54.1	52.4	50.6	54.4	49.8	50.2	52.0	49.3	51.3	53.5	51.2	57.5
最近10年分位数水平	100%	100%	99%	100%	100%	61%	100%	98%	100%	100%	98%	95%	50%	61%
5年均值	47.2	46.1	46.6	44.1	46.9	56.7	45.1	44.9	45.3	43.1	44.9	46.2	50.9	54.8
5年历史波动率	6.5	10.2	9.7	8.8	0.8	6.6	6.3	7.4	7.4	4.3	7.6	9.5	5.5	7.4
上月数值	50.1	49.8	50.9	46.1	47.2	52.2	49.6	47.7	47.6	44.5	46.7	50.4	48.7	55.6
本月与上月差值	2.5	6.9	3.2	6.3	3.4	2.2	0.2	2.5	4.4	4.8	4.6	3.1	2.5	1.9
5年差值平均	-3.2	-6.0	-4.4	-4.6	-0.5	0.0	-3.4	-3.2	-3.8	-2.6	-3.8	-3.8	-2.6	-3.8
5年差值历史波动率	6.2	9.8	10.0	8.7	0.4	4.7	5.6	7.0	7.8	4.5	5.6	7.8	4.5	5.6

数据来源：Wind、方正中期研究院

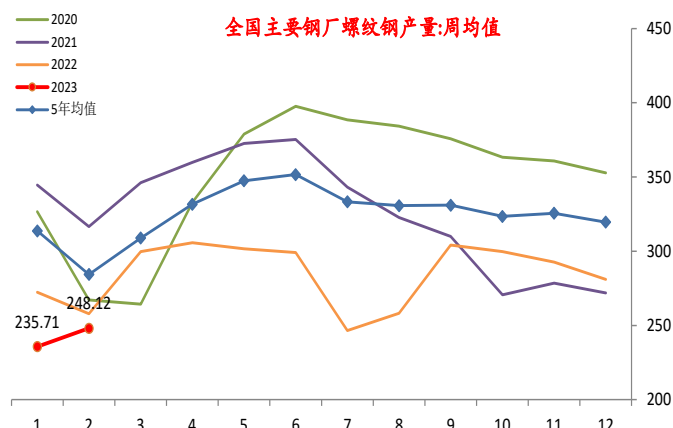
此外从高频数据角度看，1、2月主要中微观行业均有明显改善。上游行业中，煤炭库存回升，有色库存超季节性上升。进出口运价跌幅减小。包括快递收发等终端需求在内的国内交运物流增量明显。中游行业方面，黑色产业链全面好转，高炉开工率以及铁水、粗钢、螺纹钢、线材产量均超过及季节性表现。但钢材绝对产量仍在低位，库存增长也弱于季节性。能化行业开工显著回升，发电耗煤量明显超季节性。下游行业中，汽车轮胎开工率超季节性，乘用车销量增长明显。城市交通活跃度跃升，城际人员流动加强。这表明商业活动恢复极快，供给端有显著改善。此外在房地产方面，2月30大中城市房屋销量超季节性上升，尤其是一线城市增长更快，未来重点仍需要关注三线城市改善程度。上游土地购置和土地出让金边际变动略超季节性。

图 4 高炉开工率



数据来源：Wind、方正中期研究院

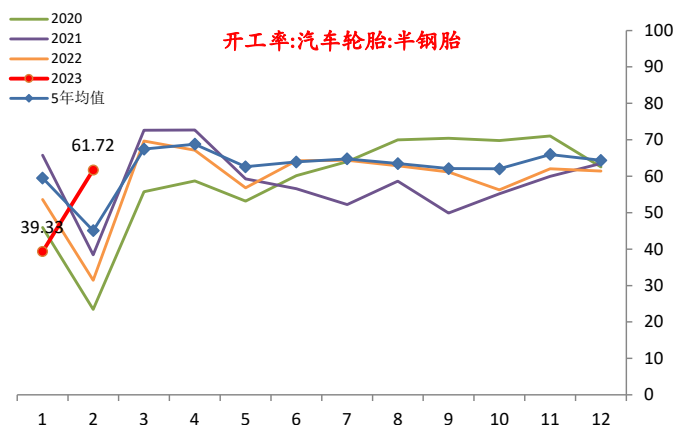
图 5 螺纹钢开工率



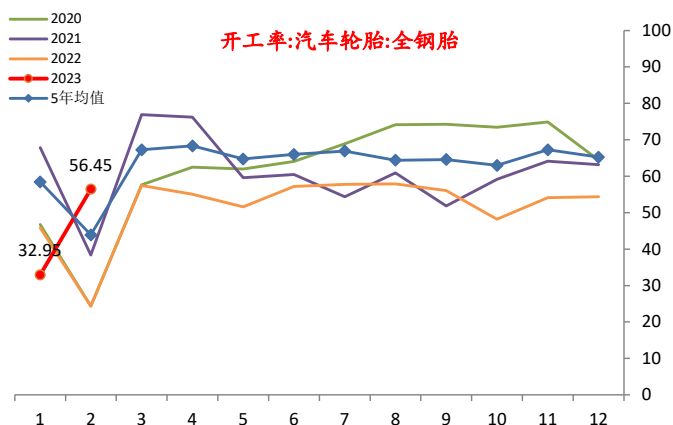
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 汽车半钢胎开工率

图 7 汽车全钢胎开工率

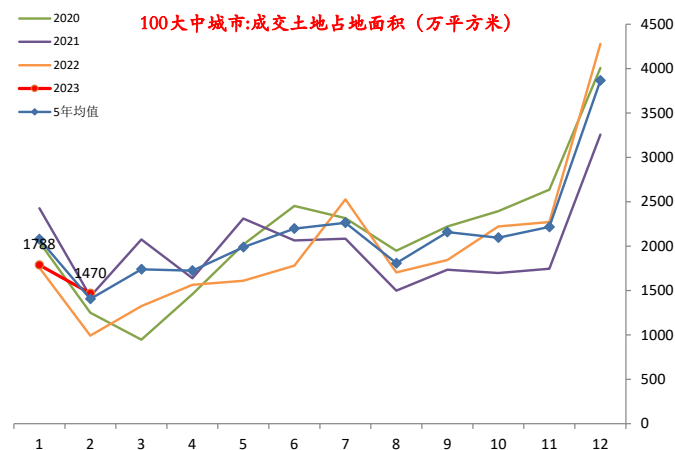


数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 8 土地面积超过季节性



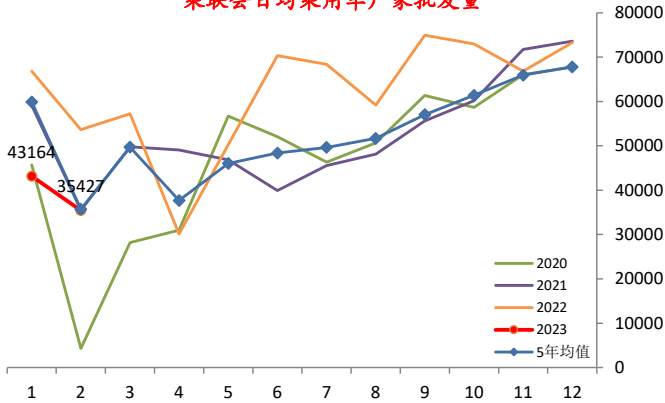
数据来源: Wind、方正中期研究院

二、政策调整后消费持续大幅好转

需求上看,汽车等耐用消费品在2月出现季节性回落,但2月表现明显超季节性,且1、2月合计指标出现一定恢复。服务业中,电影票房和观影人次下降,但1、2月合计仍有增长。城市交通活跃度跃升,表明城市内部商业活动加速恢复,服务业需求仍在进一步复苏之中。房地产行业方面,1、2月主要城市房屋销售总量持稳,其中2月表现明显超过季节性,并回升至5年均值上方。其中一线城市表现最佳,2月房屋销量超过去年同期,二线城市也相对稳健,三线城市绝对增量依然偏低,但仍然存在继续边际修复的态势。防疫政策调整之后,影响消费的因素已经发生根本转变。前期消费受抑制包含两方面原因:一是低收入人群的收入预期放缓、预防性储蓄提升,这主要影响可选消费。二是中高收入人群的消费情景受限,这主要影响线下服务消费等。而年初以来随着防疫政策调整,线下消费场景约束已经消除,线下消费谨慎观念也有改变。随着后期就业和低收入者收入改善,收入-消费-收入的内生增长逻辑回归。我们预计年内消费将会持续复苏。但是消费习惯和场景改变,一定程度上带来永久性消费结构冲击,部分服务消费或难恢复至疫情前。此外,房地产市场也将回归销售-开工-施工-购地的逻辑,年内的阶段性修复可期。

图 9 乘用车销售情况：批发

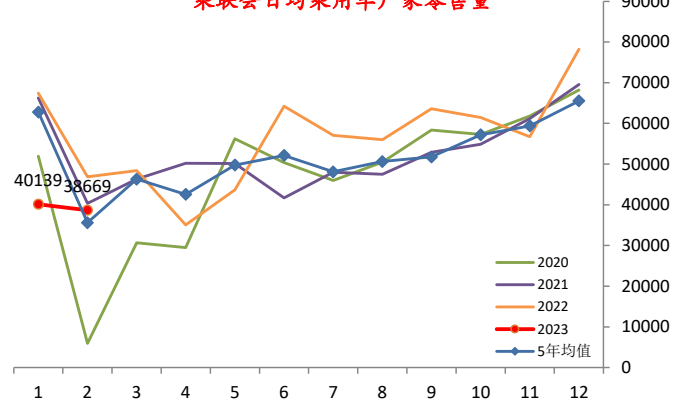
乘联会日均乘用车厂家批发量



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 10 乘用车销售情况：零售

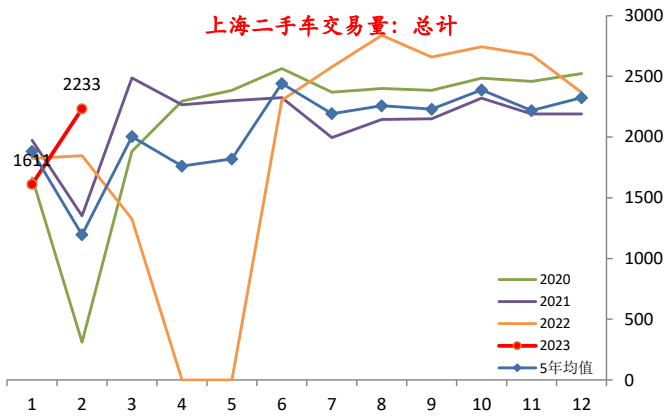
乘联会日均乘用车厂家零售量



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 11 旧车交易活跃

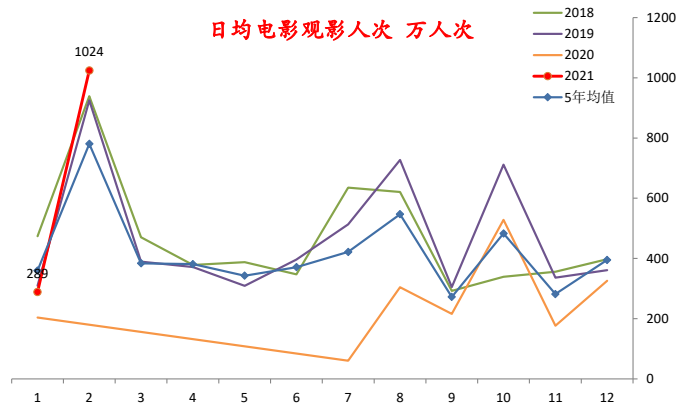
上海二手车交易量：总计



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 12 观影人数刷新高位

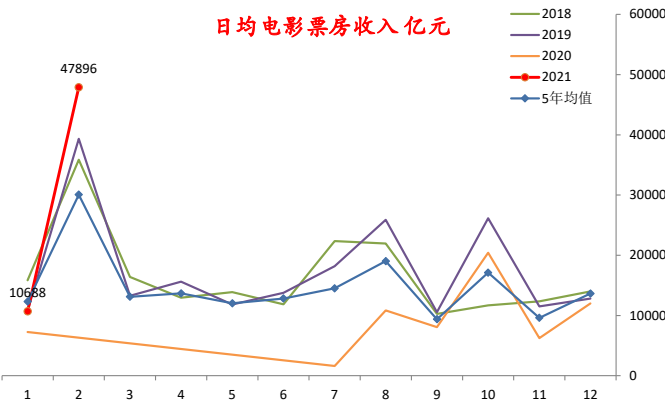
日均电影观影人次 万人次



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 电影票房刷新高位

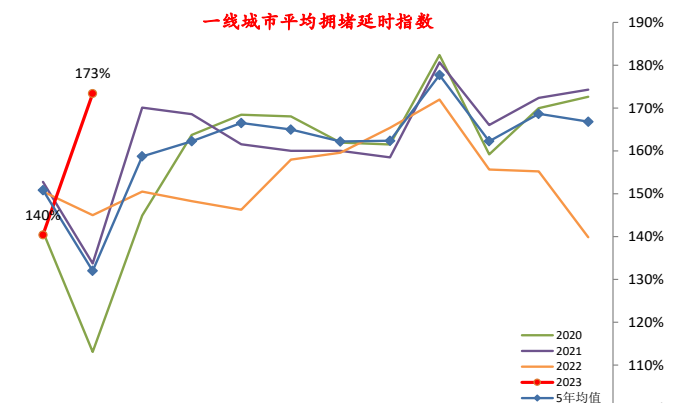
日均电影票房收入 亿元



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 城市地面交通明显活跃

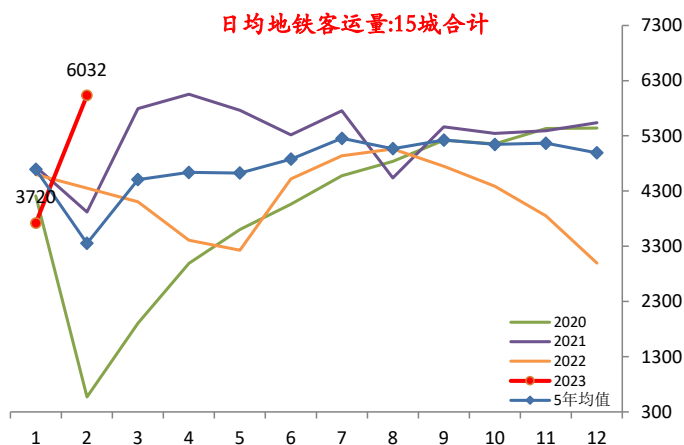
一线城市平均拥堵延时指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

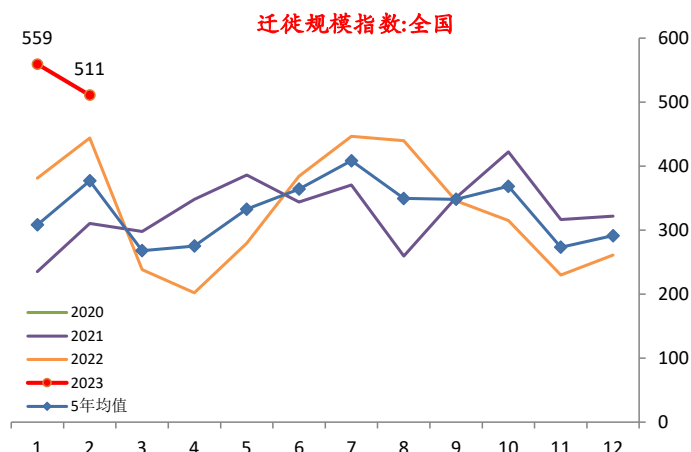
图 15 城市公共交通明显活跃

图 16 城际人口流动增长显著



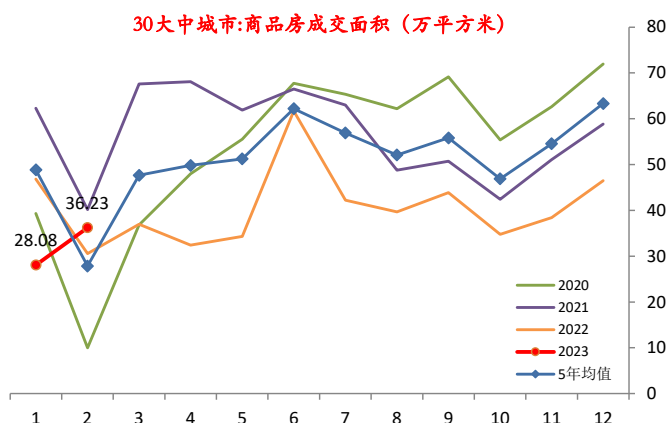
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 17 30 城商品房成交面积

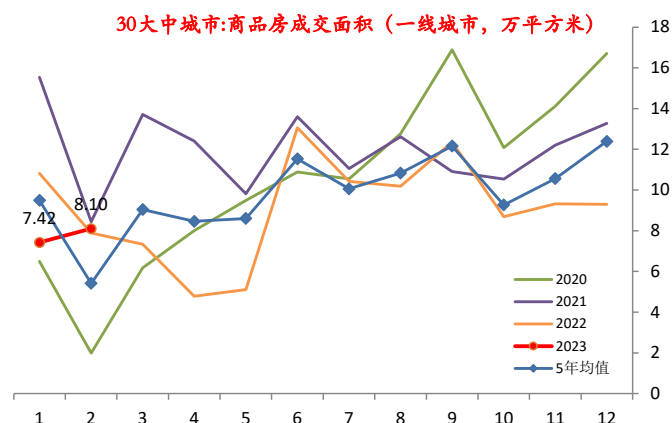


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 18 一线城市商品房成交面积



数据来源: Wind、方正中期研究院



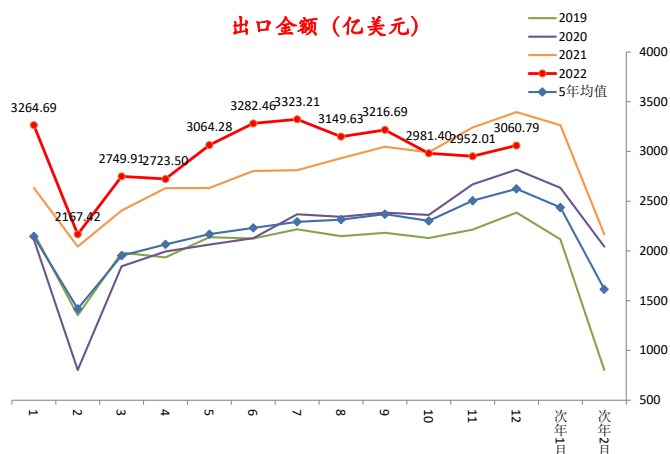
数据来源: Wind、方正中期研究院

三、 进出口短期或改善 年内风险仍不可忽视

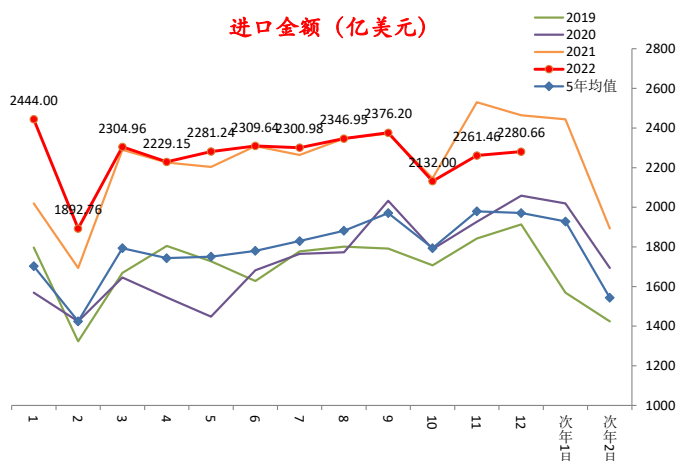
从历史情况来看, 由于春节影响, 2月进出口金额通常是全年低位, 环比较1月将有明显负增长。同时进口也有类似表现, 将在2月大幅回落。具体来看出口方面, 如果春节时间靠前, 则2月出口金额回落更为明显。前期数据显示, 12月受到海外经济走弱的影响, 出口和出口增速均维持较大程度负增长。出口边际增量符合季节性, 一定程度已经上受到春节前出口前置效应影响。2月开始伴随国内产出修复加速和补库存进程加快, 出口回落程度可能有限, 因此1、2月出口合计可能有边际修复。而进口还将叠加节后季节新增长的影响, 出现更大程度的增长。从PMI中新出口订单和进口项表现也可看出类似情况。我们预计1、2月合计出口、进口增量均可能出现超季节性表现。而从年内总体情况来看, 海外经济走弱仍是外需面临的主要风险, 需要持续警惕。进出口增速短期反弹后仍可能位于低增长, 甚至进一步下行。

图 19 出口金额的季节性表现

图 20 进口金额的季节性表现



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 CPI、PPI 一升一降 总体通胀持稳

1月CPI涨幅扩大、PPI跌幅扩大，二者均值上升至0.65%，CPI-PPI差值反弹至2.9%。从趋势上看，高基数影响下一季度GDP平减指数或继续下行步伐。CPI方面，历史上春节靠前年份1月CPI往往涨幅较大，因此本月CPI并未超预期。CPI中食品和消费品表现稳定、拉动暂时下降。食品中果蔬加速涨价继续抵消肉价下跌影响。非食品中燃料价格受到全球油价拖累，线下消费复苏和春运则带动旅游、交运价格上涨。防疫政策改变带来的需求释放叠加春节影响，是CPI短期上行的主要因素。PPI环比表现弱于预期，低基数抵消部分新跌价因素后同比跌幅稍有扩大，行业变动则继续趋于均衡。1月大宗商品价格反弹趋势放慢，是新涨价因素减小的主要原因，但PPI和商品波动方向确实已经出现背离。我们观察到，2月食品、服务、燃料价格均有下降但基数有小幅上升，短期CPI大概率持稳或减速。年内趋势看，防疫政策改变、经济复苏之下房租和服务分项可能持续带动核心CPI修复，通胀中枢仍将抬升，但猪肉价格、国际油价暂时限制CPI上行空间。而2月开始PPI或再度下探，受到基数显著抬升影响，除非商品价格大幅反弹并引领PPI环比上行，否则PPI同比将刷新去年四季度低点。之后二季度PPI低位稳定、三季度则将有所反弹。此外，海外经济衰退对商品价格和PPI的利空影响仍需要关注。

图 21 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数

图 22 CPI、PPI 以及二者差异的变动

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_52929

