



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 通胀、货币回落，经济开局平稳

——2023年2月份中国宏观数据预测

日期： 2023年03月06日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《首月效应下的高增不具持续性》

——2023年02月12日

《通胀、货币平稳，外贸增长回落》

——2023年02月08日

《社融缓回落 信贷长期化》

——2023年01月12日

### ■ 主要观点

**2月份宏观数据预测：**CPI=1.5，PPI=-1.7，M2=12.0，M1=6.0，新增信贷15000亿，信贷增速=11.2；以下1-2月合计：出口=-8.0，进口=-3.2，顺差=800（USD）亿，工业=4.0，消费=-1.0，投资=5.0。

### 市场看法：经济、货币、通胀“三平稳”

综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，经济、通胀和货币的市场预期表现为“三平稳”。市场对中国经济中长期走稳的预期更趋一致，市场整体认为中国经济运行平稳态势将增强，2023年季度增速或呈现W波动，2024-2025年经济运行的波动将下降。最新的市场预期表明，市场对中国经济的整体信心较为平稳。对于2023-2025年经济走势，平稳仍是市场共识，预期运行水准仍围绕5.0基准，略低于疫情前2019年GDP增速6.0。

### 我们看法：通胀趋回落，货币首月效应后下行

经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们和市场主流预期期间存在差异，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。货币宽松对通胀的影响，需要通过需求改善带来的经济回升这一中间环节方能实现。2023年1月份信贷和货币增长的大幅度回升，主要是商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，有望都将回落。

### 房地产市场：楼市暖风吹，成交平稳价格升

从延续2020年下半年以来的“保交楼”行业调控新政，伴随房地产市场风险变化，以及宏观经济环境变化，各地在楼市交易方面的限制出现了不同形式的放松迹象。首先是“保交楼”而进行的金融限制放松。其次，各地在交易限制等市场准入方面，依照形势变化进行了因城施策的放松。2023年2月的楼市成交仍然维持了相对平稳的态势，从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续。

### 经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

### ■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 对宏观经济形势的即期认识</b> .....	<b>3</b>
1.1 市场看法：经济、货币、通胀“三平稳”.....	3
1.2 我们看法：通胀趋回落，货币首月效应后下行.....	3
<b>2 二月高频数据、政策分析</b> .....	<b>4</b>
2.1 房地产市场：楼市暖风吹，成交平稳价格升.....	4
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行.....	6
<b>3 二月份宏观数据预测与解释</b> .....	<b>9</b>
3.1 电力消费平稳预示经济平稳.....	9
3.2 工业、消费、投资延续平稳态回升.....	11
<b>4 宏观数据对经济和资本市场的影响</b> .....	<b>13</b>
4.1 经济预期改善趋势延续.....	13
4.2 经济预期改善筑就市场平稳基础.....	13
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>13</b>

### 图

图 1：主要城市中原房价指数出现回升.....	4
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）.....	5
图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）.....	6
图 4：猪肉价格延续下降走稳（全国，元/公斤）.....	7
图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）.....	8

### 表

表 1：2023 年 2 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）.....	9
---	---

## 1 对宏观经济形势的即期认识

### 1.1 市场看法：经济、货币、通胀“三平稳”

综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，经济、通胀和货币的市场预期表现为“三平稳”。按照路透最新的宏观中长期前景 POLL,市场对中国经济中长期走稳的预期更趋一致，从 GDP 季度预期分布情况看，市场整体认为中国经济运行平稳态势将增强，2023 年季度增速或呈现 W 波动，2024-2025 年经济运行的波动将下降。最新的市场预期表明，市场对中国经济的整体信心较为平稳。对于 2023-2025 年经济走势，平稳仍是市场共识，预期运行水准仍围绕 5.0 基准，略低于疫情前 2019 年 GDP 增速 6.0。对物价前景的预期保持平稳，市场主流看法认为，CPI 将保持目前平稳状态，即 CPI 维持在 2.0 上方小幅波动，未来 3 年的市场预测中值为 2.3、2.3、2.4。对货币政策环境变化的预期，尤其是利率基准的变化，在现有水准上走平仍然是市场主流看法。当前市场的降准、降息预期均较弱；对 RRR 的预期，市场预期中位数是未来 2 年保持不变，而上一次的 POLL（2022 年 10 月份）时的主流预期是逐渐下行，2023 年和 2024 年末的预测中值分别为 10.75 和 9.25。货币环境的预期由持续宽松转为走平，是市场预期近期的最大变化；利率体系保持平稳的预期则保持不变。

### 1.2 我们看法：通胀趋回落，货币首月效应后下行

我们一直认为，经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们和市场主流预期间存在差异，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。我们认为，经济底部徘徊时期通胀抬升出现的可能性不大。货币宽松对通胀的影响，需要通过需求改善带来的经济回升这一中间环节方能实现。对于中国的货币环境前景，与市场预期不同，我们仍然认为，降准、降息或都是 2023 年货币政策不可缺的选择，尤其是降准。保持流动性合理充裕是央行的政策目标之一。我们认为 2023 年 1 月份信贷和货币增长的大幅度回升，主要是商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，或都将回落。伴随疫情影响逐渐趋弱化，市场经济信心逐步趋恢复，资本市场已步入平稳中回暖的新阶段，“抑”的时期已过去，“扬”的时刻正在到来。而 PPI 则继续呈现萎缩。

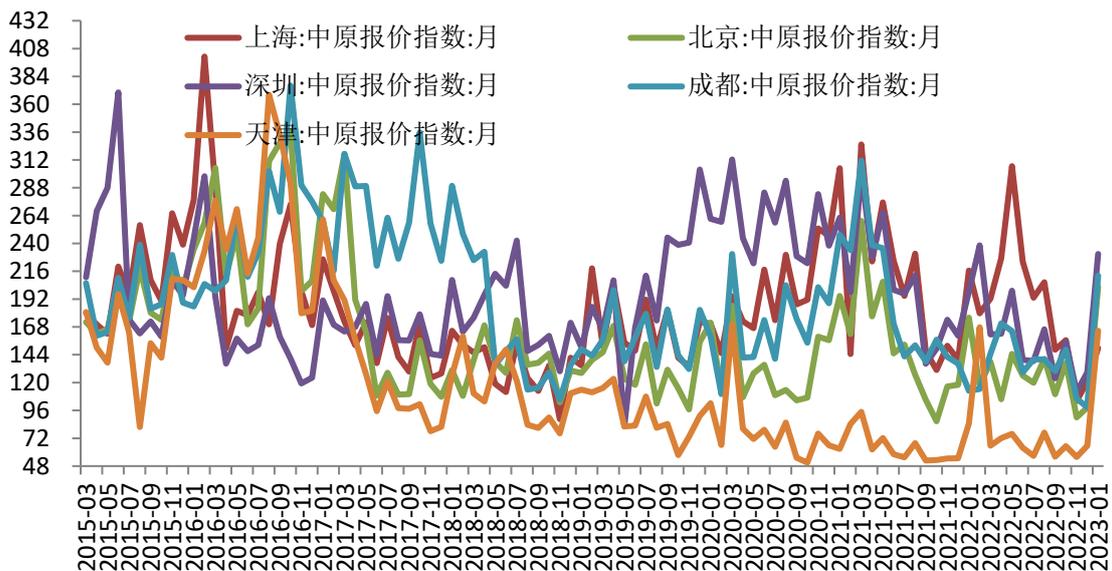
## 2 二月高频数据、政策分析

### 2.1 房地产市场：楼市暖风吹，成交平稳价格升

延续 2020 年下半年以来的“保交楼”行业调控新政，伴随房地产市场风险变化，以及宏观经济环境变化，各地在楼市交易方面的限制出现了不同形式的放松迹象。

首先是为“保交楼”而进行的金融限制放松。继 2022 年 11 月的“十六条”之后，2022 年 12 月 30 日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。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，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。其次，各地在交易限制等市场准入方面，依照形势变化进行了因城施策的放松。2 月以来，广东惠州、湖北武汉、四川省等多地购房支持政策频出。其中，惠州优化房地产调控政策，将商品房限售年限由 3 年缩短为 1 年；武汉动态调整住房限购范围，在限购区域购房可新增一个购房资格；四川省提出优化住房限购、限售、二套房认定标准，动态调整首套房贷款利率下限。2 月 20 日，江苏扬州出台 8 项措施支持刚性和改善性购房需求，包括新房不再限购，二手房取消限售、下调首套房贷款利率下限、住房公积金贷款最高额度阶段性上调 20%、首套房契税补贴、人才和二孩以上家庭购房补贴政策延期等。伴随房地产市场经营环境变化，成交平稳中价格开始出现回升态势。

图 1：主要城市中原房价指数出现回升

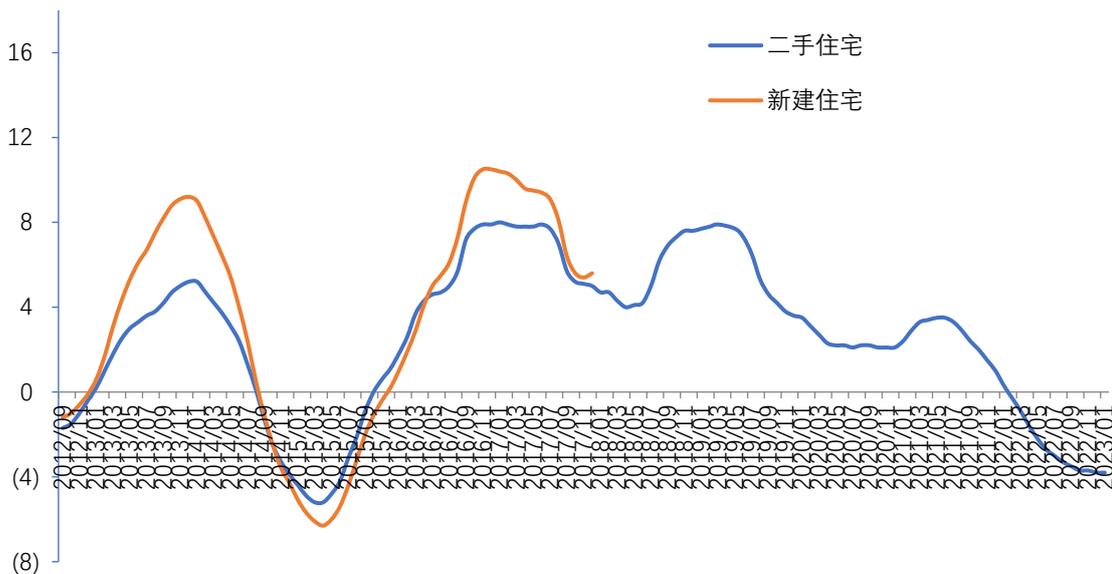


资料来源：Wind，上海证券研究所

2023年1月份，70个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数增加；一线城市商品住宅销售价格环比转涨、二三线城市环比降势趋缓，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比下降。70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有36个和13个，比上月分别增加21个和6个。一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为上涨0.2%；二手住宅销售价格环比由上月下降0.5%转为上涨0.4%。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降0.3%转为上涨0.1%；二手住宅销售价格环比下降0.3%，降幅比上月收窄0.1个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.1%，降幅比上月收窄0.2个百分点；二手住宅销售价格环比下降0.4%，降幅与上月相同。

70个大中城市中，新建商品住宅销售价格同比上涨城市有15个，比上月减少1个；二手住宅销售价格同比上涨城市有6个，个数与上月相同。一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨2.1%，涨幅比上月回落0.4个百分点；二手住宅销售价格同比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比下降1.1%，降幅与上月相同；二手住宅销售价格同比下降3.3%，降幅比上月扩大0.1个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降3.8%和4.7%，降幅比上月均收窄0.1个百分点。

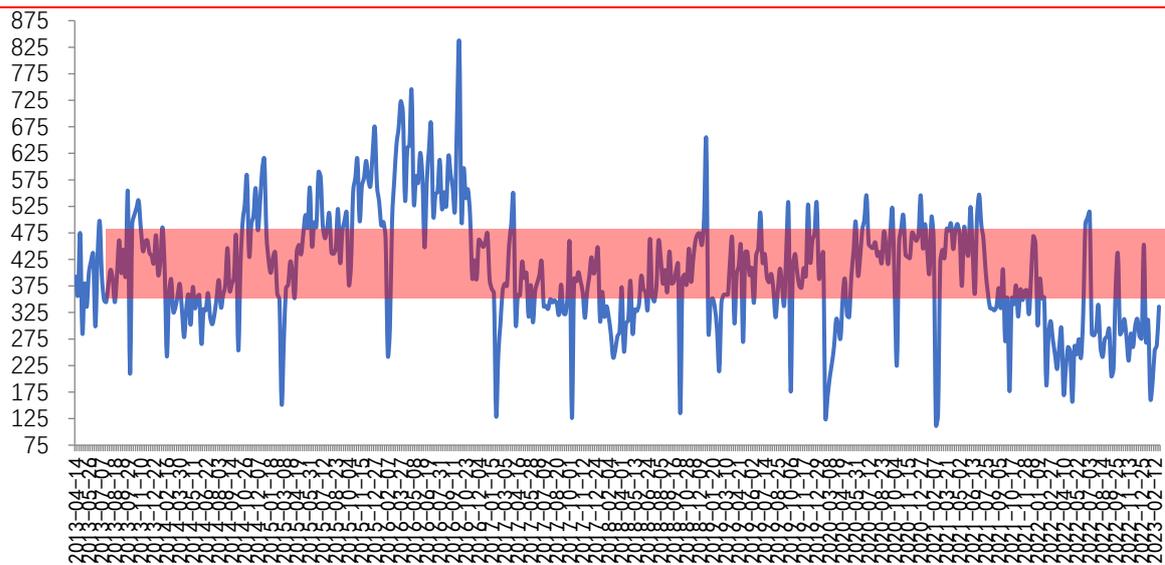
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 2 月的楼市成交仍然维持了相对平稳的态势，延续了 2022 年 2Q 以来的下台阶后低位平稳运行的局面。2022 年 Q4 以来各地先后不同程度对楼市调控采取了松动的措施，市场对楼市调控转向逐渐转向放松预期逐渐升高，但基于经济、社会和行业基本面的变化，楼市成交依然呈现了较为温和的格局。2022 年 Q2 后，疫情后一度走稳的成交区间再度下降，并维持偏低态势。2023 年 2 月份，全国 30 大中城市扣除春节因素影响的周成交规模平均为 264.7 万方，上月为 299.2 万方，2022 年 2 月份同期为 260.0 万方（扣除春节所在周的异动影响）。从月度波动上看，2022 年 Q2 后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低。从前期成交规模变化态势及政策基调看，我们认为未来成交仍会延续目前态势，楼市成交新平衡区或仍会下降，高房价对实体经济的影响已渐次显现。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行

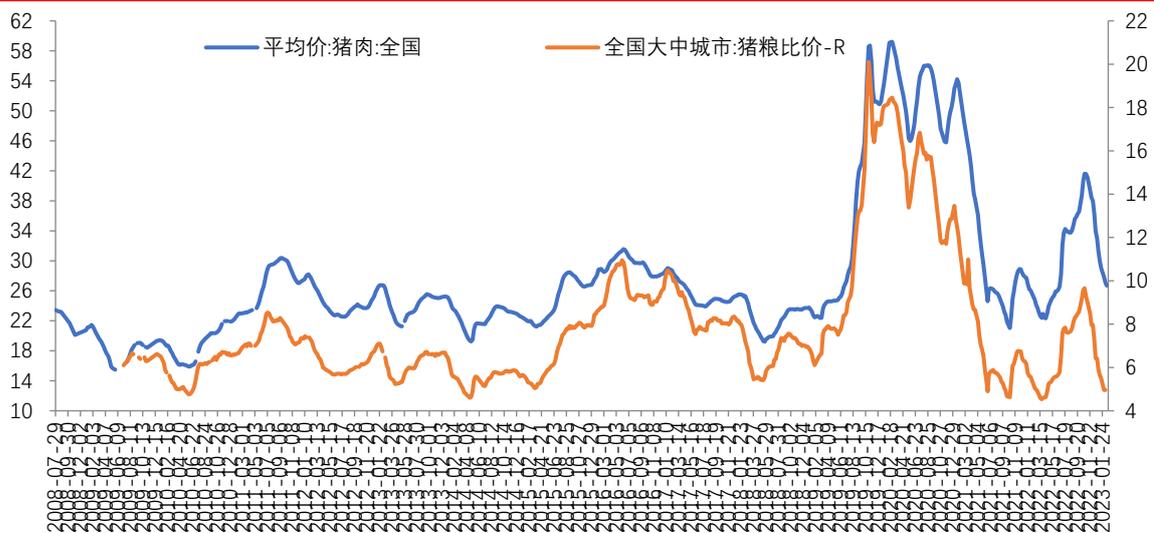
从商务部监测的日常消费品周度指数看，各类消费品走势分化明显，季节性商品上涨加速；猪肉价格呈现出低位平稳延续态势。2023 年 1 月份消费价格环比的上涨，主要是季节性因素作用下的结果，即春节因素带来需求集中上升，因而价格水平呈现节日性上涨；2 月份，季节性因素则会推动价格水平回落。对消费价

格整体水平具有标杆指示性作用的猪肉价格变化，因产业结构正处集中整合期，市场结构的垄断竞争格局正在形成中，产业集中化稳定格局还在变化中，因而未来猪肉价格仍将在 1-2 年内处于平稳偏降的状态。相对于往年的环比波动幅度，当前消费品价格季节性规律作用下的上涨速度要缓和得多，主要消费品种猪肉则处周期性低迷阶段。

据商务部监测，2023 年 1 月 30 日至 2 月 5 日，全国食用农产品市场价格比前一周（环比，下同）下降 2.2%，生产资料市场价格比前一周下降 0.1%；2 月 6 日至 12 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 2.1%，生产资料市场价格比前一周下降 0.3%；2 月 13 日至 19 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.1%，生产资料市场价格下降 0.5%。

综合各方面的因素看，我们预计消费品价格 2 月份消费品价格水平环比回落 0.3，略低于固有的消费物价季节性运行规律，当月同比则为 1.5，受春节月份错位影响，有较大幅度回落。

图 4：猪肉价格延续下降走稳（全国，元/公斤）



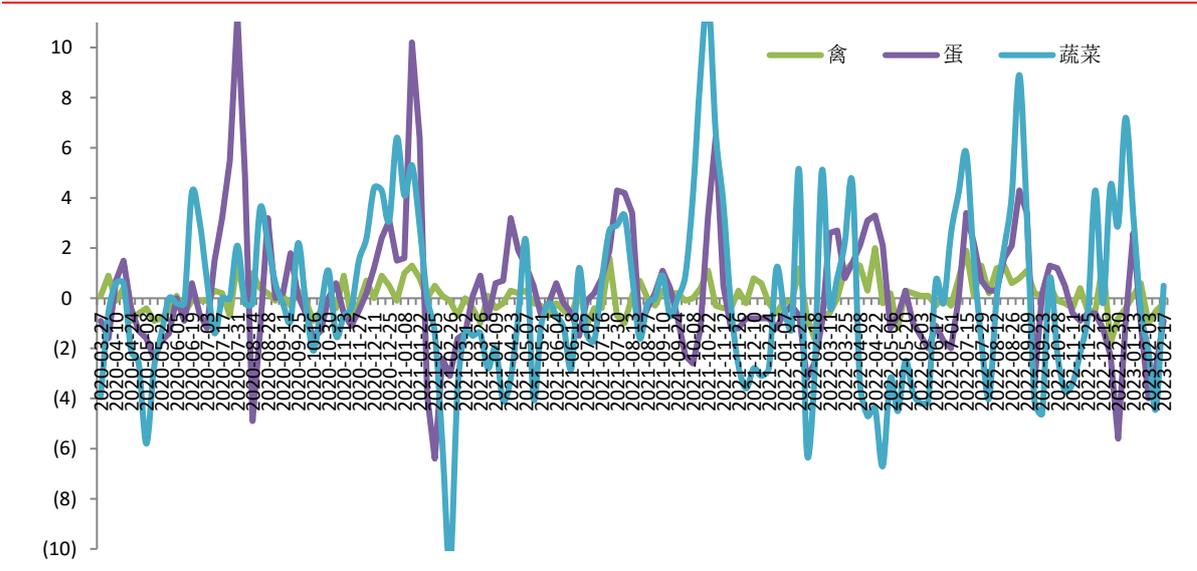
资料来源：Wind，上海证券研究所

作为消费品价格篮子构成中权重最大的食品篮子，春节后价格回落的态势是非常明显的。据商务部市场运行监测系统显示，春节后的首周，即 2 月第一周（1 月 30 日至 2 月 5 日），全国食用农产品市场价格比前一周（环比）下降 2.2%；粮油批发价格略有波动，其中花生油、菜籽油、面粉分别上涨 0.4%、0.2%和 0.2%，大米、豆油分别下降 0.4%和 0.1%。30 种蔬菜平均批发价格每公斤 5.95 元，下降 2.1%，其中西葫芦、黄瓜、韭菜分别下降 11.9%、11.8%和 9.6%。6 种水果平均批发价格小幅下降，其中西瓜、柑橘、

请务必阅读尾页重要声明

梨分别下降 2.8%、2.6%和 1.9%。肉类批发价格总体回落，其中猪肉每公斤 21.67 元，下降 5.5%，牛肉、羊肉均下降 0.6%。禽产品批发价格有所下降，其中鸡蛋、白条鸡分别下降 4.0%和 1.0%。水产品平均批发价格小幅回落，其中草鱼、带鱼、鲫鱼分别下降 3.3%、3.1%和 2.9%。

图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

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\\_52946](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52946)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn