



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2023年02月08日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

《社融回落 信贷长期化》

——2023年01月12日

《政策仍需扶持，基建是抓手》

——2022年08月17日

《食品重新主导 CPI 上涨》

——2022年08月11日

通胀、货币平稳，外贸增长回落

——2023年1月份中国宏观数据预测

■ 主要观点

1 月份宏观数据预测：CPI=1.9，PPI= -0.7，出口=-17.3，进口=-14.1，顺差= 600（USD）亿，M2= 11.6，M1= 7.5，新增信贷 38000 亿，信贷增速=11.0，工业=NA，消费= NA，投资=NA。

市场看法：经济景气度提升，货币通胀双平稳

由于疫情管控影响的逐步消退，市场对中国经济短期前景持续平稳回暖的预期进一步增强，对中国经济整体复苏状况更进一步看好，并保持了对中国经济中长期前景平稳的预期不变，对经济复苏景气度提升是最新市场的主流看法。对货币政策环境变化的预期，尤其是利率体系变化，在现有水准上走平仍然是市场主流看法。对物价前景的预期保持平稳，市场主流看法认为，CPI 和 PPI 将保持目前平稳状态。

我们看法：经济信心恢复，市场离“抑”趋“扬”

市场中悲观者仍然悲观，情绪并未改善。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，但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。受流动性边际变化影响，调整或有出现。

房地产市场：保交房下楼市政策延续边际放松

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，调控放松政策还未见到成效，我们认为或难再刺激市场活跃。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，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。

经济改善、政策平稳下市场趋暖

景气指标的变化，表明经济运行主体对经济前景信心逐渐恢复，我们认为机构投资者对经济恢复的预期提高正在发生中。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局将延续缓慢回暖态势。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，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

1 当前市场对宏观经济形势的认识	3
1.1 市场看法：经济景气度提升，货币通胀双平稳	3
1.2 我们看法：经济信心恢复，市场离“抑”趋“扬”	3
2 一月高频数据、政策分析	4
2.1 房地产市场：保交房下楼市政策延续边际放松	4
2.2 食用农产品价格季节性回升，生产资料价格顶部分化	6
3 一月份宏观数据预测与解释	9
3.1 电力市场供求平稳表明经济平稳	9
3.2 工业、消费、投资分化中平稳态势不变	11
4 宏观数据对经济和资本市场的影响	13
4.1 经济预期进一步改善	13
4.2 经济改善、政策平稳下市场趋暖	14
5 风险提示：	14

图

图 1：中国百城房价指数延续回落态势（当月同比，%）	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高位（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 1 月国内重要经济数据预测 (同比增长，除 PMI 外)	9
--	---

1 当前市场对宏观经济形势的认识

1.1 市场看法：经济景气度提升，货币通胀双平稳

按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL (1月12日-1月18日, 66家机构有效回复), 由于疫情管控影响的逐步消退, 市场对中国经济短期前景持续平稳回暖的预期进一步增强, 对中国经济整体复苏状况更进一步看好, 并保持了对中国经济中长期前景平稳的预期不变, 对经济复苏景气度提升是最新市场的主流看法。从对未来4Q的预期变化看, 市场整体预期经济回升水平提高的同时更趋平稳。最新的市场预期表明, 市场对中国经济的整体信心有所提升, 平稳预期进一步强化。对于2023-2025年经济走势, 中国经济平稳仍是市场共识, 预期运行水准提升到5.0上方。对经济运行格局, 市场一致认为虽然外需回落, 但依靠投资和消费的回升, 整体经济增长平缓回暖趋势不变, 本次预期显著呈现了内需回暖带动回升的新增长特征; 对于我们一直认为的经济第一增长动力投资, 短期增长水准市场预期有较大提升, 2023年4个季度的投资增速预期分别为4.4、6.5、6.0、6.0; 消费增长的短期预期回升更为显著。对于具有政策风向标的货币增长前景, 本次预期仍然保持了平稳, 对货币政策环境变化的预期, 尤其是利率体系变化, 在现有水准上走平仍然是市场主流看法。对物价前景的预期保持平稳, 市场主流看法认为, CPI和PPI将保持目前平稳状态, 即CPI维持在2.0上方小幅波动, 而PPI则继续呈现萎缩。

1.2 我们看法：经济信心恢复，市场离“抑”趋“扬”

当前市场的主流看法是：经济平稳中回暖，短期前景看消费和投资回升，政策平稳。显然市场认为疫情放开的冲击拐点已过，政策将进入观察窗口期。对于体现政策变化的货币预期，当前市场的降准、降息预期均较弱；综合经济和政策环境，利率体系也将保持平稳。但我们仍然认为，降准、降息或都是2023年货币政策不可缺的选择，尤其是降准。中国经济未来12月内陷入衰退的概率，8名经济学家给出了中值18%的预估概率，和上期相比，市场中悲观者的情绪并未改善。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，但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。受流动性边际变化影响，调整或有出现。

2 一月高频数据、政策分析

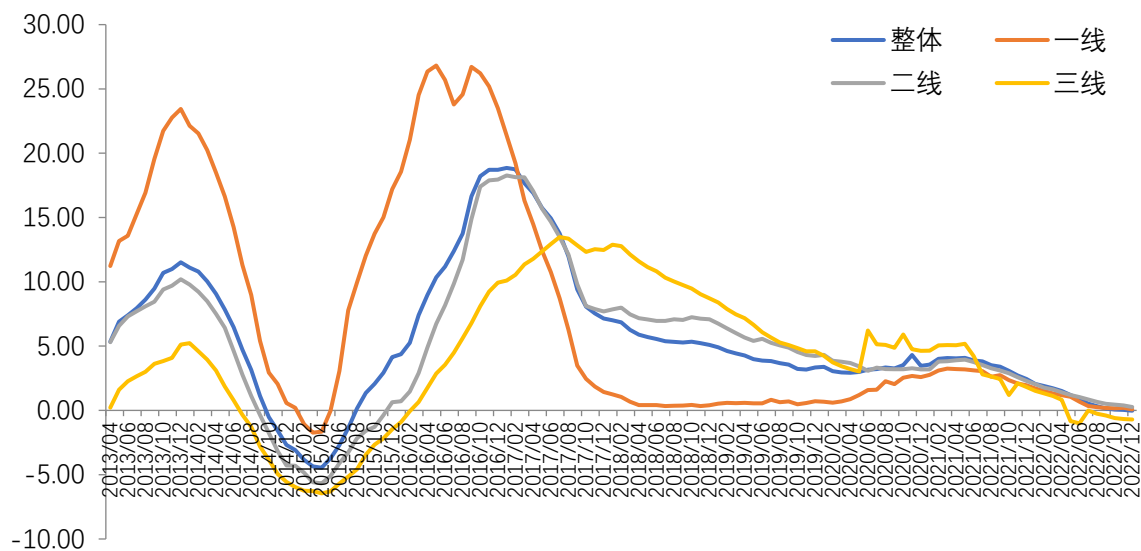
2.1 房地产市场：保交房下楼市政策延续边际放松

2015 年后多地房价普遍经历了大幅上涨，深沪等热门城市一些地方甚至翻了一倍以上。另一方面，从经济层面看，中国经济自 2014 年后就进入了漫长的“底部徘徊”时期，进入新世纪第 3 个年代后，疫情影响下中国经济增长面临形势更趋复杂。

面对新形势下的经济环境，楼市问题如何处理让位于对楼市衰退后风险如何暴露的关注。新一轮楼市激励是防风险下的选择。然而，楼市问题处理的过程，同时也是一个风险暴露的过程。从产业生命周期的角度，当一个产业进入成熟期后，行业的风险暴露或有增加。房地产行业因其高杠杆性和天然的高金融属性，本身具有较高的风险传染性。因而房地产行业的风险释放过程，必须以缓慢、可控方式进行。

当经济受疫情影响、供应链冲击等国内外因素作用下，持续处于“托底”阶段情况下，房地产行业风险暴露的失控，将对经济复苏造成压力，甚至打断复苏进程。出于风险防控目的，宏观调控部门再度祭出楼市放松政策，以期给房地产行业创造宽松发展环境，减缓风险暴露对金融市场和经济运行的冲击。

图 1：中国百城房价指数延续回落态势（当月同比，%）



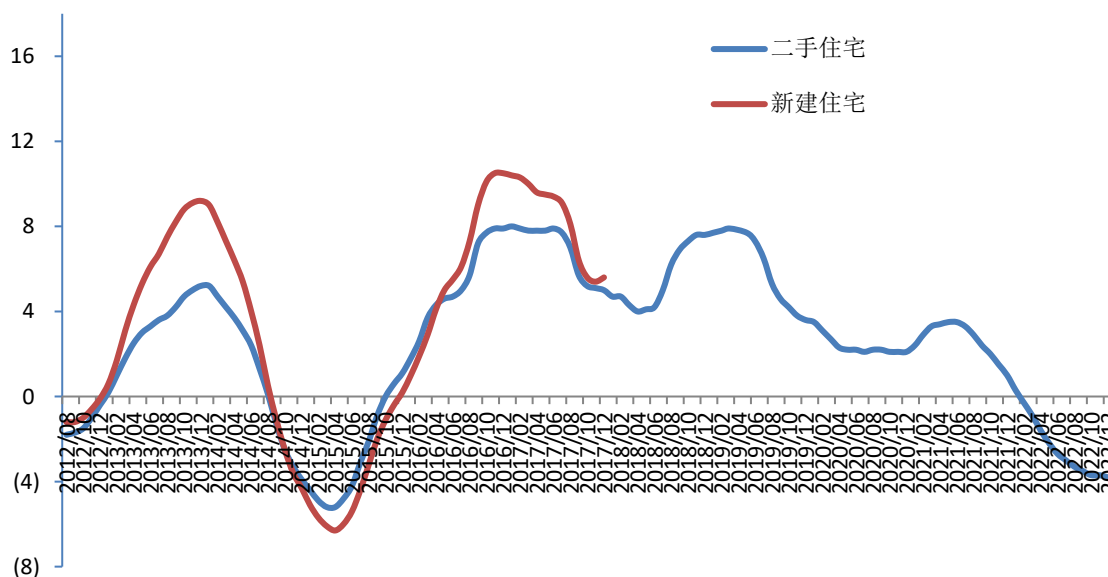
资料来源：Wind，上海证券研究所

继 2022 年 11 月的“十六条”之后，2023 年 1 月 15 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。

2022 年 12 月份，70 个大中城市中商品住宅销售价格下降城市个数有所增加，各线城市商品住宅销售价格环比持平或下降，一线城市同比上涨、二三线城市同比下降。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比一平一降，二三线城市环比下降。70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比下降城市有 55 个，比上月增加 4 个；二手住宅销售价格环比下降城市有 63 个，比上月增加 1 个。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，新建商品住宅销售价格同比下降城市有 53 个，比上月增加 2 个；二手住宅销售价格同比下降城市有 64 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 2.5%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.1%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点；二手住宅销售价格同比下降 3.2%，降幅与上月相同。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 3.9% 和 4.8%，降幅均与上月相同。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）

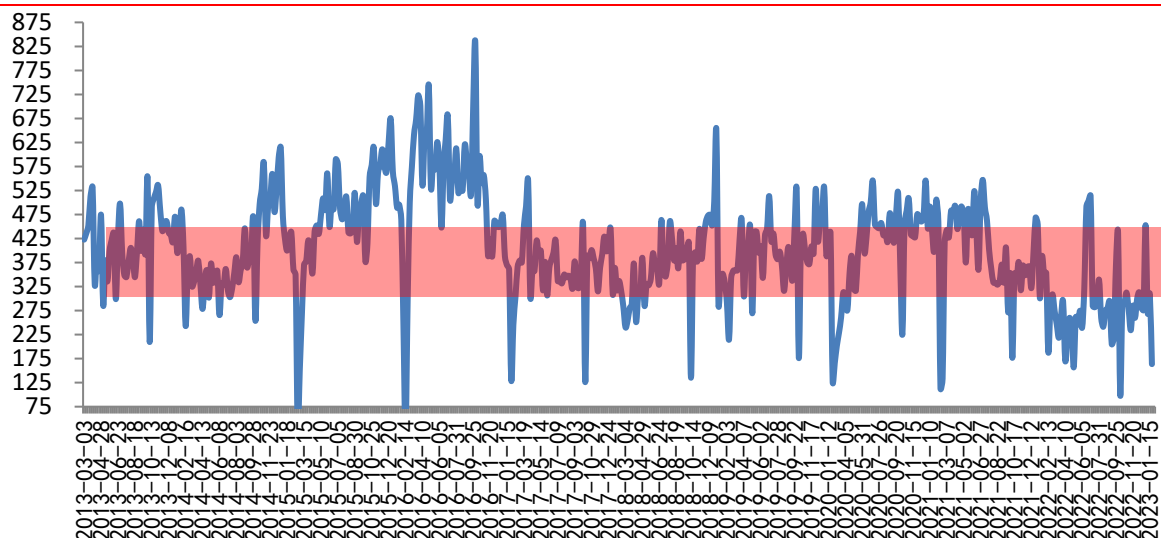


资料来源：Wind，上海证券研究所

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，楼市成交依然维持了较为温和的局面，2023 年 1 月的楼市成交并未出现活跃局面。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 1 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 299.2 万方，上月为 292.3 万方，2022 年 1 月份同期为 369.5 万方。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，调控放松政策还未见到成效，我们认为或难再刺激市场活跃。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，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高位（日均/周，万平米）



资料来源：Wind，上海证券研究所

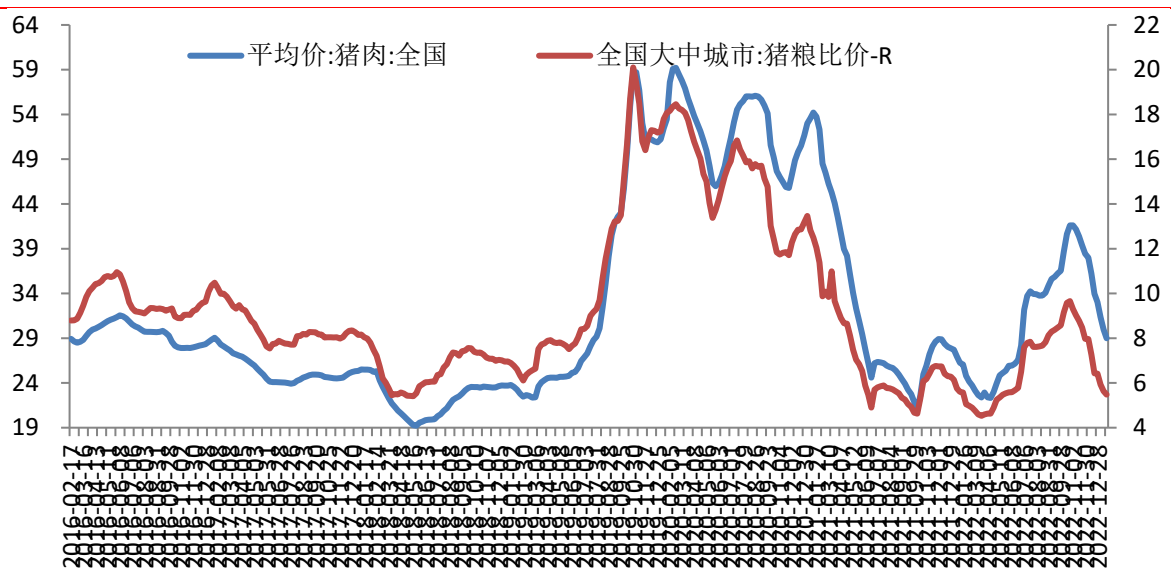
2.2 食用农产品价格季节性回升，生产资料价格顶部分化

2023 年 1 月份，疫情防控政策变化后市场逐渐恢复正常，虽然临近春节消费需求有季节性上升，但整体而言消费形势还是处于恢复进程中。相对于正常年景而言，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。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。

据商务部监测，2022 年 12 月 26 日至 2023 年 1 月 1 日，全国食用农产品市场价格比前一周（环比，下同）下降 0.3%，生产资料市场价格比前一周下降 0.4%；1 月 2 日至 8 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.1%，生产资料市场价格比前一周下

降 0.1%；1 月 9 日至 15 日，全国食用农产品市场价格比前一周（环比，下同）上涨 0.2%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.6%。1 月 16 日~20 日当周，全国平均猪粮比价为 5.48：1，连续三周处于 5：1~6：1 之间，进入《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》设定的过度下跌二级预警区间；政府或适时开展猪肉收储，未来走势或企稳。综合各方面的因素看，我们预计消费品价格 11 月份消费品价格水平环比上涨 0.4，略低于固有的消费物价季节性运行规律，当月同比则为 1.9，基本持平于上月。

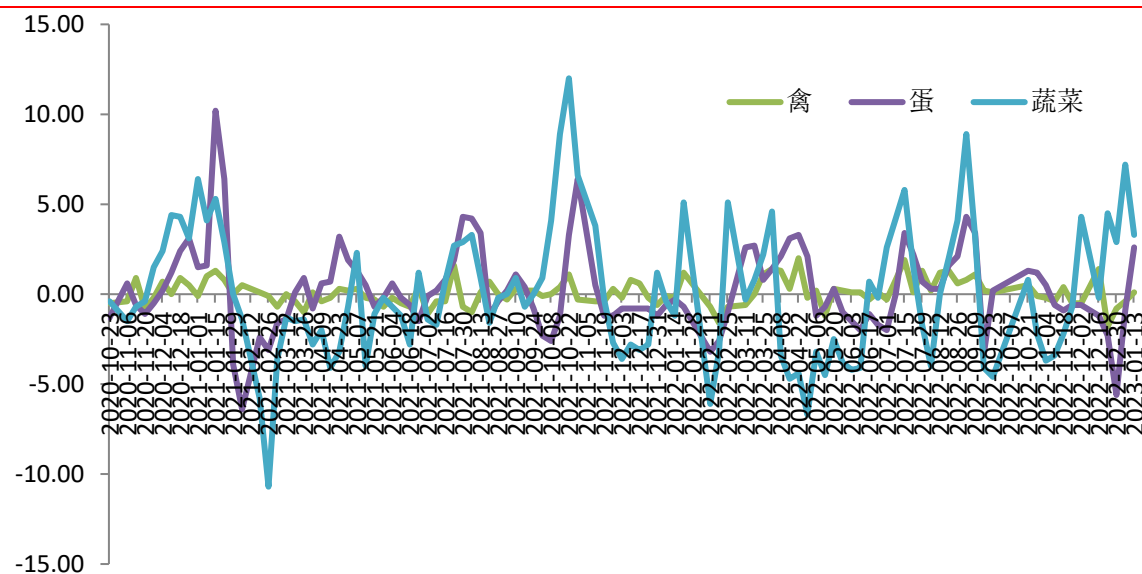
图 4：猪肉价格延续下降走稳（全国，元/公斤）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 1 月份消费品中上涨最为显著的是蔬菜和鸡蛋，蔬菜品种的生产周期较短，最为受当期因素扰动，并不具有持续性；鸡蛋上涨则主要是季节性现象，也不具有持续性。从整体农产品价格走势看，趋势也不明显。据商务部市场运行监测系统显示，1 月第 2 周的食用农产品市场上，粮油批发价格略有波动，其中豆油、花生油分别上涨 0.6%和 0.1%，面粉下降 0.2%，大米、菜籽油均持平。30 种蔬菜平均批发价格每公斤 5.57 元，上涨 3.3%，其中辣椒、黄瓜、青椒分别上涨 14.4%、14.3%和 13.4%。6 种水果平均批发价格小幅上涨，其中西瓜、葡萄、柑橘分别上涨 7.4%、3.5%和 3.4%。肉类批发价格以降为主，其中猪肉每公斤 22.83 元，下降 6.2%，牛肉、羊肉分别上涨 0.1%和 0.7%。禽产品批发价格略有上涨，其中鸡蛋、白条鸡分别上涨 2.6%和 0.1%。水产品平均批发价格有所上涨，其中带鱼、大黄鱼、鲢鱼分别上涨 2.5%、2.5%和 0.1%。

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_52096

