

这经济，还能复苏不？

赵钰

黑色建材研究员

从业资格号：F3084536

交易咨询号：Z0016349

李昂

黑色建材研究员

从业资格号：F3085542

☎ 0755-23375140

✉ lia@wkqh.cn

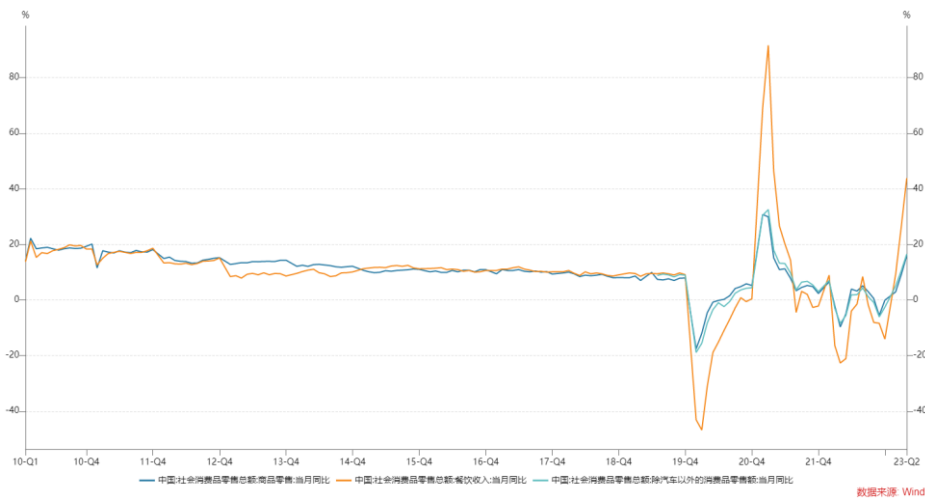
报告要点：

为何当市场在讨论“我国经济复苏强度不及预期”的情况下，4月末中央政治局会议对经济的描述却是“经济社会全面恢复常态化运行…需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期…经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局”？到底是什么导致了市场与中央之间的认知差？我国目前经济形势到底是好是坏？让我们看下经济数据的表达。

为何当市场在讨论“我国经济复苏强度不及预期”的情况下，4月末中央政治局会议对经济的描述却是“经济社会全面恢复常态化运行…需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期…经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局”？到底是什么导致了市场与中央之间的认知差？我国目前经济形势到底是好是坏？让我们看下经济数据的表达。

从“五一”节假消费数据来看，“加量不加价”可能一定程度上反应了我国消费的现状。根据《2023年“五一”假期文化和旅游市场情况》中提供的数据显示，假期间国内旅游出行合计2.74亿人次，同比增长了70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.1%，实现国内旅游收入1480.6亿元，同比增长128.9%，按可比口径恢复至2019年同期的100.7%。人均消费水平的下滑表明消费的内生动力不强。我们认为这一结论是相对正确的。本轮消费复苏的主要驱动力源自餐饮，4月同比43.8%的增长率远高于汽车类增项，因此市场理解消费复苏的“质量”不高。但另一方面，餐饮业消费仅占我国消费品零售的10%出头，其体量不算大。换句话说4月消费品零售总额18.4%的同比增长（历史5年同期最高数据）并非像“传说中”那样水分十足，但也不能否认我国居民部门投资意愿的降低（主要佐证为：进入2023年后我国中长期居民部门贷款边际增速的下降，而对应消费的短期人民币贷款则表现出了较强的韧性，4月短期新增贷款同比增长接近40%）。

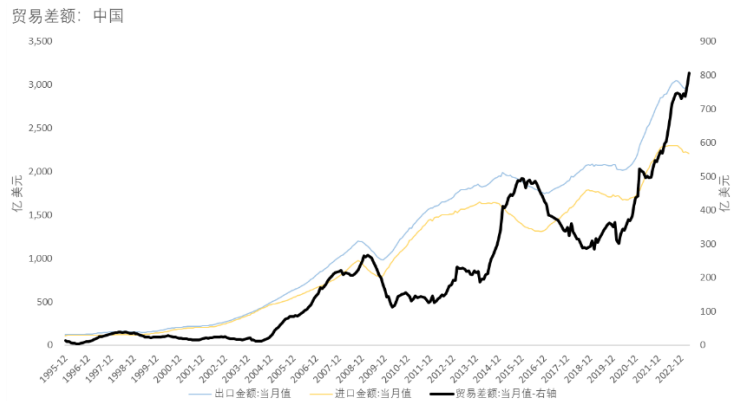
图 1：社会消费品零售总额及分项：当月同比（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

从年初至今表现一直超预期的国际贸易方面，在4月依然实现了33.6%的单月年度滑动平均顺差增长率（12MMA 以去除季节性因素）。部分观点分析认为4月贸易顺差的高增长主要源于进口的减少，尤其进口减少的因素可能是美国推动《芯片和科学法案》导致的被动缩减，因此不被认为是我国产品国际竞争力上升的体现。此外，出口方面虽然同比数据还有增长，但增长率却边际走弱并且环比数据同样出现下降，叠加目前普遍预期欧美宏观需求在高利率环境将出现走弱，预示着我国出口同样在2022年10月后周期性见顶。综合而言我国可能将面临进出口同时衰退的场景。

图 2：中国进出口贸易额



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

然而仅凭对欧美需求退潮的担忧便判断我国贸易增速将进入衰退并无法立足。解构我国贸易顺差的来源，可以发现虽然欧美相加占据较大权重，但自 2022 年以后我国顺差增长的主要驱动力来源于亚洲。我国对亚洲国家的月均出口顺差由 2022 年初的不到 80 亿美元，增长至如今的超过 250 亿美元。而同时，自 2022 年 8 月后我国对欧、美的贸易顺差均已出现了不同程度的下滑，在产能替代的情况下，预期对欧美出口金额难以回落至疫情前水平。而对亚洲出口顺差方面，目前仍处于上升期。从分项看，主要是化工、塑料、橡胶、金属及制品、机电（包括压缩机、起重机等）、汽车等我国有较高国际竞争力的产品。整体而言我国出口的商品是难以被简单替代的，因此贸易顺差存在韧性。目前对于出口的悲观预期是同比增速下滑至 0%左右，但判断月均贸易顺差将基本维持在 750-800 亿左右的水平。

图 3：中国对外贸易：亚洲：差额

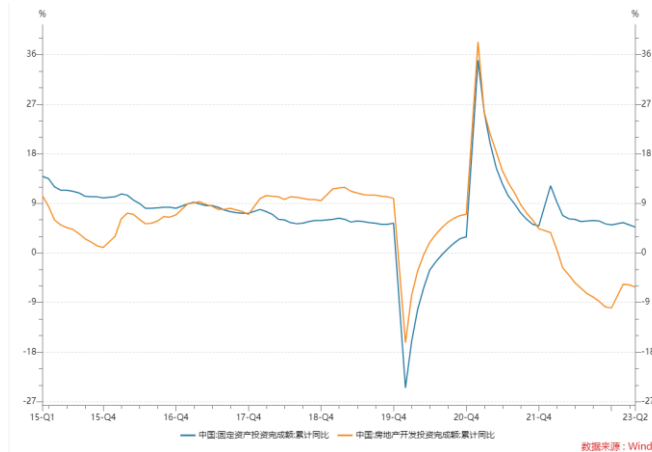


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

房地产投资仍是今年我国经济增长最大的拖累项，也大概率是二季度最大的拖累项。从固定资产投资完成额的角度看，今年我国一季度维持了超过 5% 的投资增速，增速与疫情前水准基本相当。但房地产投资方面则延续 2022 年以后的衰

退，录得接近-10%的负增长。房地产行业的景气度无法回暖存在多方面因素。首先是目前国家政策推动我国经济结构转型，建筑类投资不再作为我国主要扶持产业。反而因历史遗留因素需要对房地产行业进行反复的去杠杆、去库存以及防范风险。其次则是我国城镇化率的增长放缓，虽然还有空间但难以保持历史增速。最后则是在预期相对悲观的情况下，市场参与者情绪相对谨慎较低导致的投资意愿下降。

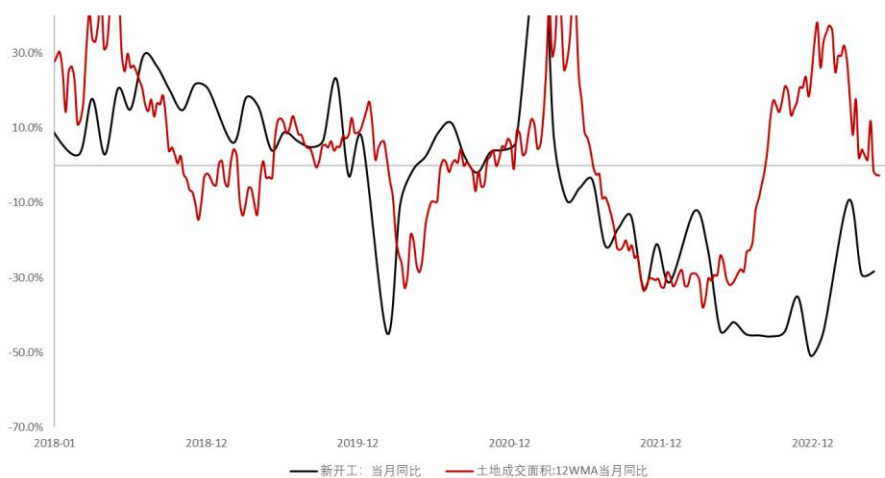
图 4：固定资产投资完成额：累计同比



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

而房地产开发投资完成额的下降，在房屋新开工与土地拍卖数据上的反应则是同比数据的趋势性下跌。仅以 4 月单月新开工面积（约 7100 万平方米，同比下降 28.3%）而言，是 2007 年以来的最低值，仅为历史 4 月最高值（2019 年 4 月，当月新开工面积 19800 万平方米）的 36%。而更加雪上加霜的事实是：暂时还难以确定本轮房地产行业衰退的低点。

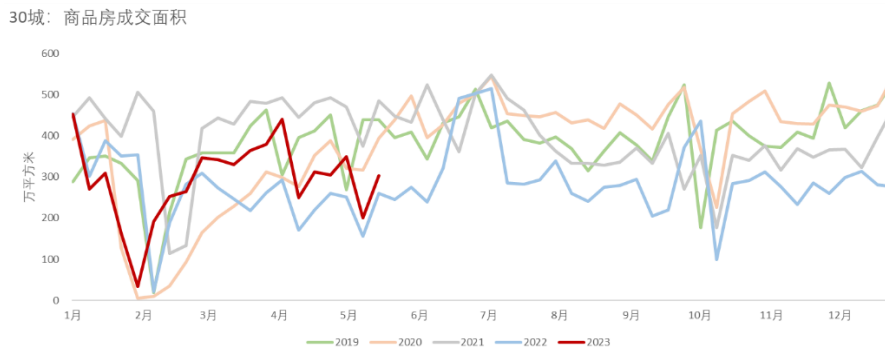
图 5：房屋新开工：当月同比



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

房地产行业的终端方面，商品房成交面积同比（作为景气度指标，普遍先行房屋新开工 3-6 个月）自年初起跌幅收窄，但仍处于负增长区间。季节性上看，成交面积强于 2022 年但弱于历史同期。整体评价为边际回暖但仍处于衰退阶段。但普遍来讲，情绪与景气度会在衰退末期回暖，而非边际回升的时期。因此判断房地产行业短期来看难见起色，即使 5-6 月是传统新开工旺季，也难以预期开工存在显著改善的空间。

图 5：商品房成交面积



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

而房地产上下游产业链较长且体量极大，目前我国暂时没有出现第二个可与之相比较的产业。因此地产的退导致其它相关行业，例如汽车、家电、家装等行业同时出现景气度下滑。换句话说，本轮消费复苏的“质量”下滑，耐用品消费增长不及预期更多是由于受到房地产投资/消费的拖累。

综上，我国经济自 2023 年初至今，在消费、进出口以及投资三方面均存在改善且增长较快。但另一方面与房地产行业相关的投资与消费则仍处于衰退或受到拖累。房地产行业超长的产业链使得景气度衰退溢出的社会影响较强。根据 2023 年政府工作报告中的叙述，我国政策对于房地产行业的指导方针为：1) 房住不炒；2) 谨防金融风险两项。换句话说，从政策层面对房地产行业仍是限制居多，也因此房地产行业及其相关的行业存在收缩是属于政策层面可以接受的“附带损伤”。这可能便是市场与中央之间对于经济复苏看法的不同的根源。整体而言，我们认为中国经济仍在经历转型的阵痛期，因此在今年可以观察到经济中某些行业蓬勃复苏但其他一些传统行业景气度萎靡的矛盾现象。但从更加宏观的层面，判断我国仍然处于经济的复苏周期中，只是增长模式较历史上的复苏周期出现变化。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn