

中国复苏等待验证，海外衰退风险减弱

2023年2月宏观经济展望

中国春节期间消费复苏明显，需关注减员对供给冲击，短期内复苏仍需现实验证。IMF上调全球增长预期，海外衰退风险减弱，欧美央行紧缩预期仍有波动。

- 中国春节期间消费复苏明显，预计短期内消费复苏的力度或能延续。预计社会消费品零售总额的回升趋势将延续至2023年5月，6月之后如居民收入和信心能较好恢复，社零或将重拾上升势头，全年增长7.4%左右。
- 中国1月制造业PMI回到50以上，但制造业PMI的生产分项为49.8，仍呈小幅收缩态势。春节的大规模人员流动并未导致新一轮感染高峰出现，中疾控称本轮感染接近尾声，减员对生产端冲击目前看大概率是短期现象。节后复工情况将是短期影响经济表现的关键。
- 目前中国仍处数据空窗期。预期的证实或证伪均可以从高频数据找到线索，导致了市场的波动。但中期看，“中国复苏”主题仍将是市场交易主线。
- IMF将2023年全球增长预期自2.7%上调至2.9%，其中发达经济体增速自1.1%上调至1.2%，新兴市场和发展中经济体增速自3.7%上调至4.0%。美欧1月非制造业PMI回升，美国经济“软着陆”的预期逐步上升，欧洲增长预期改善，全球经济2023年下半年企稳可能性上升，利好中国出口的修复和大宗商品价格。
- 美联储2月会议加息25BP符合预期。美联储在通胀放缓以及后续加息路径等关键问题表态均有微妙变化。后续市场与美联储的分歧如何弥合，仍取决于美国通胀以及劳动力市场的表现。美联储过度紧缩风险基本消除，但仍需关注利率在高位持续的可能性。欧央行仍在紧缩进程中。
- **风险提示：**中国需求复苏不及预期，海外通胀回落较慢。

相关研究报告

《策略周报》20230205

《非农扰动市场预期》20230205

《中银多因子选股系列（五）》20230205

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

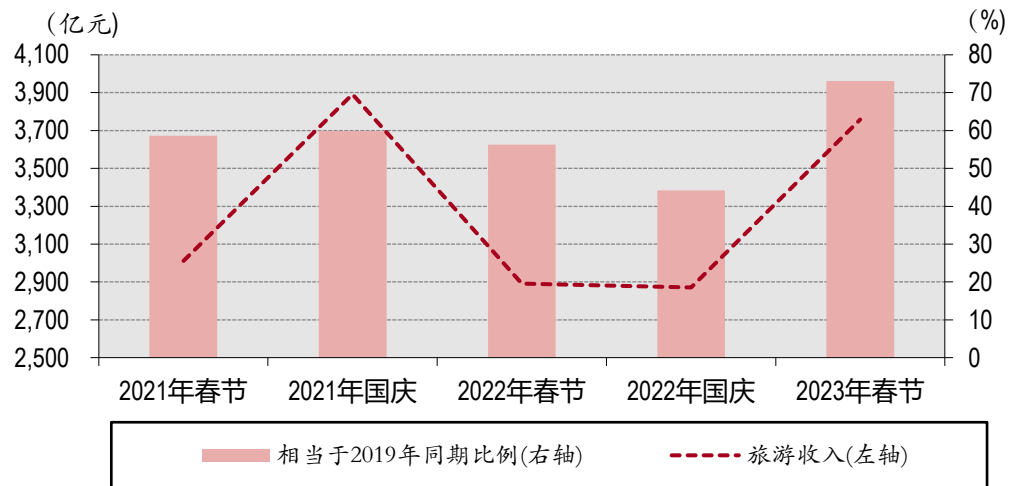
中国经济：消费复苏明显，关注供给冲击

消费的复苏短期延续

2022年12月，尽管社会消费品零售总额仍为负增长，但降幅为1.8%，明显强于市场此前的预期，体现了在防疫政策调整后，此前被压抑的消费复苏力度较强。

2023年春节消费复苏力度较强。1月适逢春节，消费延续了此前的复苏力度。文化和旅游部数据中心测算，2023年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%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%，旅游收入恢复情况明显强于此前2021年和2022年春节以及国庆黄金周。

图表 1. 2023年春节假期消费明显恢复



资料来源：文化和旅游部、中银证券

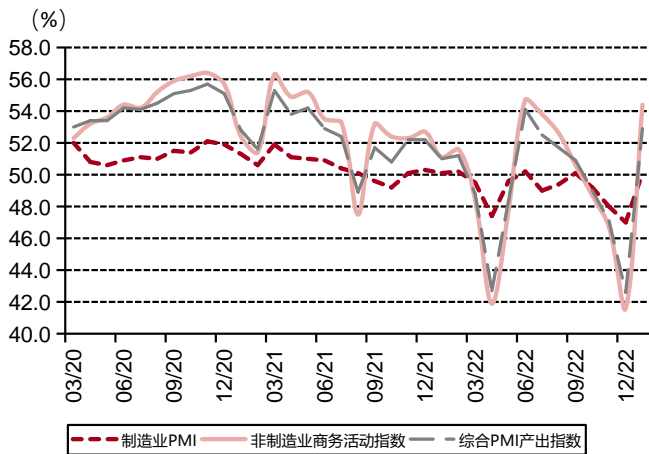
尽管居民收入和信心的恢复仍有不确定性。我们预计短期内消费复苏的力度或能延续。考虑到2022年同期基数，预计社会消费品零售总额的回升趋势将延续至2023年5月，6月之后如居民收入和信心能较好恢复，社零或将重拾上升势头，全年增长7.4%左右。

关注减员对供给端冲击

1月制造业PMI自47回升至50.1，非制造业商务活动指数自41.6回升至54.4，综合PMI产出指数自42.6回升至52.9，三者均从低位回升至荣枯线上方，显示制造业和非制造业景气程度均有明显好转。

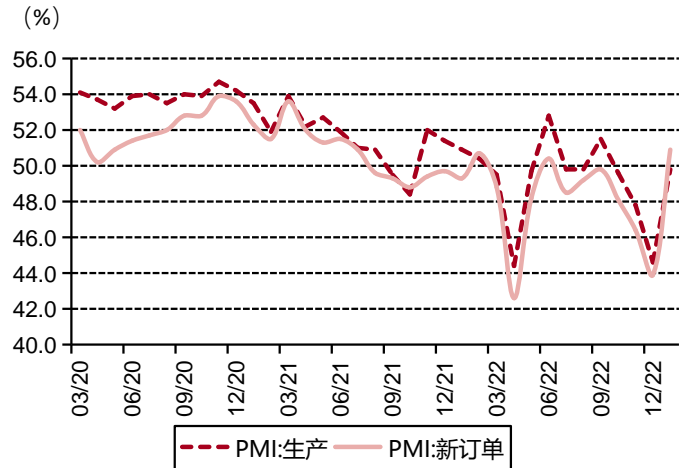
然而，尽管1月制造业PMI回到50以上，其中新订单指数回升至50.9，显示防疫政策调整后国内需求复苏明显，但制造业PMI的生产分项为49.8，仍呈小幅收缩态势。制造业PMI的从业人员分项回升至47.7，虽较12月大幅上升，但仍在历史偏低水平。此前中国的严格防疫政策尽管对需求端有一定抑制，但客观上也保证了生产端的供应。在防疫政策调整后，短期感染人数的上升可能导致生产减员进而冲击供给端。上述数据一定程度上显示了这一迹象。不过，春节的大规模人员流动并未导致新一轮感染高峰出现，中疾控称本轮感染接近尾声，减员对生产端冲击目前看大概率是短期现象。节后复工情况将是短期影响经济表现的关键。

图表 2. 1 月 PMI 明显回升



资料来源: IMF, 中银证券

图表 3. 制造业生产活动依然在收缩区间



资料来源: Wind, 中银证券

复苏仍有待现实验证

2022 年 11 月以来, 随着中国防疫政策的调整, 市场对中国经济复苏预期较强。同时, 11 月以来的经济数据依然未能摆脱疫情影响, 从而出现“强预期”与“弱现实”的分歧。节前风险资产的强势表现主要来自强预期的支撑, 春节之后, 强预期支撑逐渐见顶, 经济现实复苏如何仍需数据验证。而中国 1—2 月经济数据将在 3 月中旬合并发布, 目前仍处数据空窗期。预期的证实或证伪均可以从高频数据找到线索, 这也导致了市场的波动。

尽管一季度数据仍将受到减员影响而难有大幅反弹。但考虑到压制 2022 年经济增长的两个因素: 地产和消费均有改观, 我们依然认为 2023 年中国经济复苏并无疑问, 相应的, “中国复苏”主题仍将是市场交易主线。

我们对 2023 年 1 月宏观经济数据的预测如下:

图表 3. 2022 年 1 月经济数据预测

指标	预测值	上期值	2023 年预测值
CPI 同比 (%)	2.7	1.8	2.3
PPI 同比 (%)	(0.5)	(0.7)	0.3
M2 同比 (%)	11.8	11.8	10.1
新增信贷 (亿元)	38000	14000	—
新增社融 (亿元)	54000	13058	—
社融存量增速 (%)	9.4	9.6	10.2

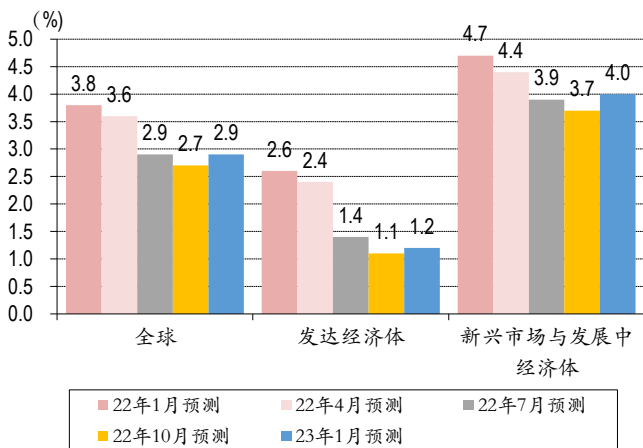
资料来源: 中银证券

海外经济: 衰退风险减弱, 紧缩预期波动

IMF 上调全球增长预期

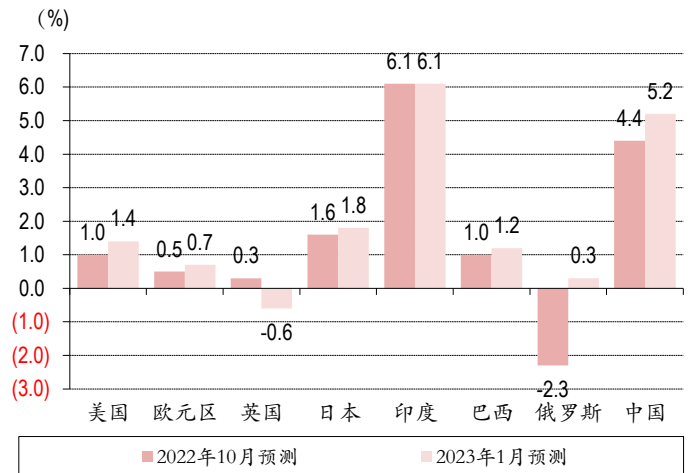
IMF 上调 2023 年全球增长预期。1 月 31 日, IMF 发布最新一期《世界经济展望》, 将 2023 年全球增长预期自 2.7% 上调至 2.9%, 其中发达经济体增速自 1.1% 上调至 1.2%, 新兴市场和发展中经济体增速自 3.7% 上调至 4.0%。主要经济体增速大多有不同程度的上调。这也是 IMF 自 2022 年以来首次上调对 2023 年经济增长的预期。

图表 4. IMF 上调 2023 年全球增长预期



资料来源: IMF, 中银证券

图表 5. IMF 对主要经济体 2023 年增速多有上调



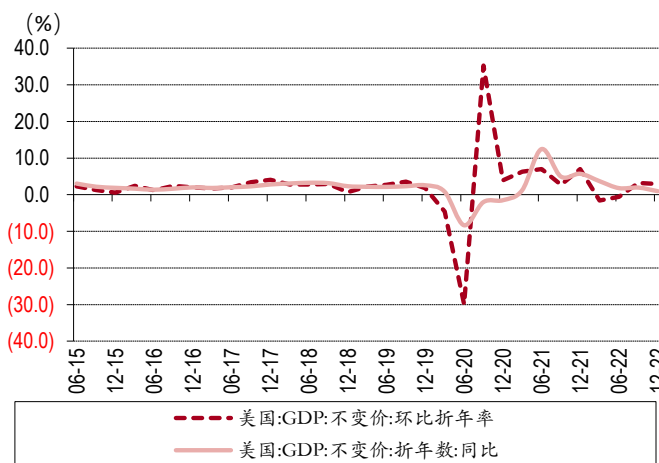
资料来源: Wind, 中银证券

欧美经济逐渐触底

美国四季度 GDP 强于预期。1月26日公布的美国四季度 GDP 不变价环比折年率为 2.9%，强于预期。2022 年，美国 GDP 同比增长 2.1%。

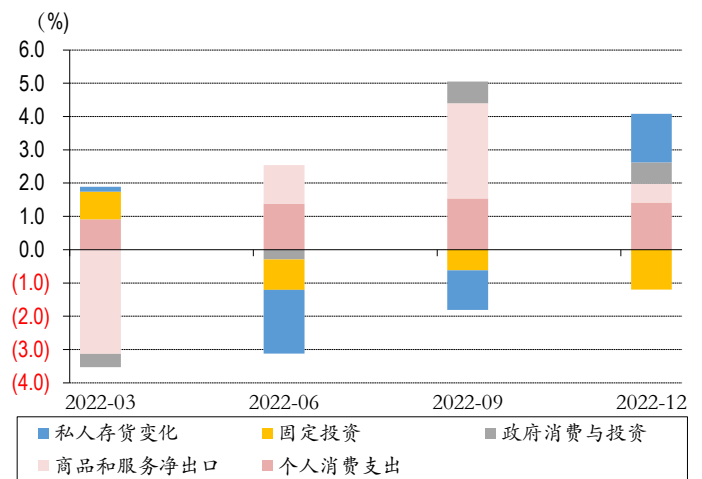
从结构看，美国四季度私人消费支出对 GDP 环比拉动为 1.42 个百分点，总体维持平稳。值得注意的是，商品支出贡献 0.26 个百分点，为年内首度转正。政府消费和投资对 GDP 贡献 0.64 个百分点，仍处于 2021 年二季度以来的较高水平。商品与服务净出口对美国四季度 GDP 贡献为 0.56 个百分点，连续三个季度为正贡献。私人投资对 GDP 贡献为 0.27 个百分点，摆脱了二、三季度的负增长，然而，私人投资贡献的变化主要来自存货的上升，存货变动贡献了 1.46 个百分点，而私人固定投资贡献为 -1.2 个百分点，降幅较二、三季度继续扩大。

图表 6. 美国 2022 年四季度 GDP 环比折年率强于预期



资料来源: Wind, 中银证券

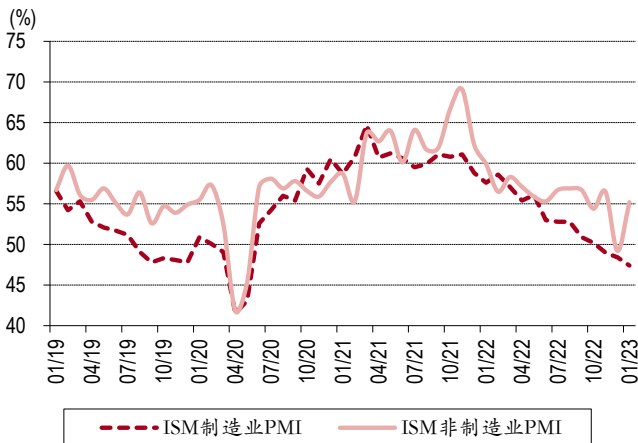
图表 7. 私人固定投资对美国 GDP 贡献持续下降



资料来源: Wind, 中银证券

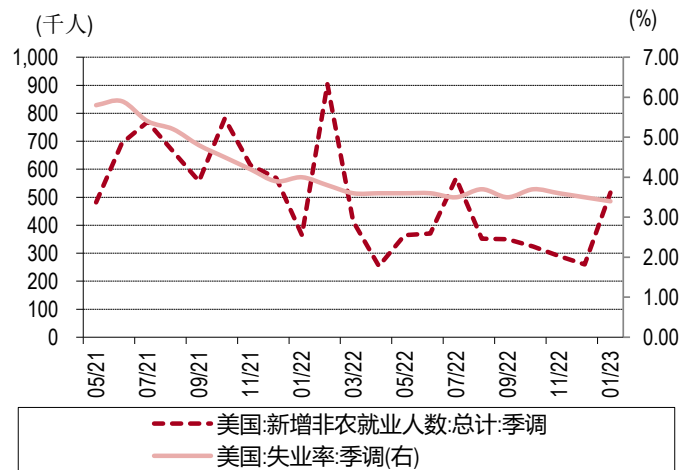
美国经济“软着陆”预期上升。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4，较上月下行 1.0，连续 3 个月位于收缩区间。1 月 ISM 非制造业 PMI 为 55.2，较上月大幅回升 6.0。同时，美国 1 月新增非农就业 51.7 万人，失业率下降至 3.4%，再次凸显了美国劳动力市场的强劲。综合看，尽管市场对美国经济在 2023 年将陷入衰退的预期犹存，但美国经济“软着陆”的预期逐步上升。

图表 8. 美国 1 月 ISM 非制造业 PMI 反弹



资料来源: Wind, 中银证券

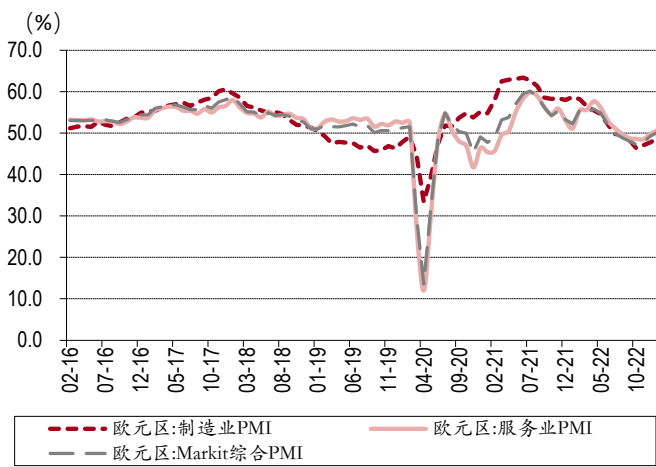
图表 9. 美国 1 月非农就业强劲



资料来源: Wind, 中银证券

欧元区预期有所改善。2023 年 1 月，欧元区服务业 PMI 为 50.8，欧元区综合 PMI 为 50.3，均在 5 个月后回到荣枯线上方；欧元区制造业 PMI 为 48.8，较前值上升 1.0，连续第三个月回升。此外，花旗欧洲经济意外指数自 2022 年 10 月以来转正，并持续攀升，显示欧洲经济实际表现强于预期。也和欧元区 PMI 于 2022 年 10 月触底回升的态势一致。

图表 10. 1 月欧元区综合 PMI 回到 50 上方



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 花旗欧洲经济意外指数大幅回升



资料来源: Wind, 中银证券

欧美央行紧缩预期仍有波动

市场与美联储的分歧仍需弥合。美联储 2 月会议加息 25BP 符合预期。美联储主席鲍威尔一方面继续强调抗击通胀的任务仍未完成，仍需几次加息；另一方面也承认通胀放缓趋势已经显现，联储并无过度紧缩的意愿；同时重申年内不会降息。尽管美联储在本次会议上仍总体遵循了此前的态度，继续强调劳动力市场的紧张，以及对抗通胀到底的态度；但在通胀放缓以及后续加息路径等关键问题表态均有微妙变化。市场对此解读为鸽派，3 月再度加息 1 次后 5 月停止加息的预期上升。然而，在美联储会议后公布的美国 1 月非农数据大超预期，令市场对后续加息路径的预期再度发生变化。

自 12 月会议以来，市场基于美国通胀的放缓以及美国经济逐渐呈现衰退迹象，对于美联储 5%—5.25% 的加息终点一直存疑。美联储则秉持 2022 年 8 月鲍威尔全球央行年年会的态度，强调通胀的高位持续，坚持一旦开始加息就需坚持到政策收效。二者的分歧一直是影响市场波动的关键因素。尽管 2 月会议上美联储态度出现变化，但近期市场的关注焦点已经从美联储表态转向美国经济数据表现。后续市场与美联储的分歧如何弥合，仍取决于美国通胀以及劳动力市场的表现。目前看，美联储过度紧缩风险基本消除，但仍需关注利率在高位持续的可能性。

欧央行仍在紧缩进程中。欧央行2月会议如预期加息50BP。欧央行行长拉加德一方面承认通胀前景在好转，认为经济更有韧性；另一方面继续强调要将紧缩坚持到底，称“通胀还太高”，几乎可以肯定3月仍有50BP加息，同时在3月会议上评估利率路径。利率决策将视数据而定。此外，欧央行会议明确，3月到6月资产购买项目的规模将平均每月缩减150亿欧元。综合看，欧央行仍在紧缩进程中。

全球增长企稳可能性上升

IMF上调2023年全球增长预期显示此前的悲观看法有所缓解。随着欧美经济逐渐触底，全球经济在2023年下半年出现企稳迹象的可能性上升。

如果全球经济出现企稳，首先利好中国出口的恢复。2020年下半年以来，由于疫情下中国的供应链优势，中国出口再度经历了一轮高增长。此轮高增长一直持续至2022年三季度。2022年四季度以来，由于欧美经济的走弱，中国出口经历了明显的下挫。在全球经济增长放缓预期下，市场目前对于2023年出口预期亦偏悲观。如全球经济增长强于预期，则对于中国出口的悲观预期同样面临修正。我们预计中国出口在2023年下半年将较上半年明显改观，四季度在低基数作用下，增速或将再度表现亮眼。

关注下半年大宗商品机会。其次，如全球经济增长在2023年下半年企稳，则大宗商品有望再度得到来自需求端的支撑，在此基础上叠加全球货币紧缩力度的减弱，大宗商品或在下半年仍有不错的表现。

风险提示：中国需求复苏不及预期，海外通胀回落较慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371