

经济复苏有隐忧

- 2023年1季度我国经济开局良好，不少经济增长数据好于之前市场预期。但我国3月偏低的通胀与稳健经济增长形成反差。在这看似矛盾的数据背后，是当前经济复苏缺乏持续性的隐忧。而这隐忧主要来自出口和地产两方面。
- 2023年3月我国出口的高增速大概率是个短期异常值，我国出口前景难言乐观。一方面，我国3月出口增速与其他相关数据之间有明显落差，让人不禁怀疑其持续性。另一方面，发达经济体景气走弱的时候，我国出口难保强势。今年1季度国内社会融资规模多增的部分，大部分应该去了地产行业。地产是当下我国内需的主要矛盾。今年1季度地产行业的复苏有明显的需求拉动特征。但在地产供给偏紧时，需求拉动型的地产复苏恐怕难以持续。
- 在经济复苏存隐忧，市场对经济前景信心不足的时候，经济增长还需政策添柴加火。对今年我国经济的复苏仍然可以抱有信心。但这种信心何时能变成现实，还需观察后续宏观政策如何调整、何时调整。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2023年1季度我国经济开局良好，不少经济增长数据好于之前市场预期。今年1季度我国GDP同比增长4.5%，高于之前市场预测的4.0%之增速。由于2022年1季度我国经济表现不错，留下的基数不低，所以今年1季度4.5%的GDP同比增长率可算相当不错。今年3月经济数据中，除了出口增速大超市场预期外，社会融资规模、社会消费品零售总额、固定资产投资和工业增加值的表现也不错。（图表1）

图表 1. 2023 年 1 季度我国 GDP 同比增长 4.5%，表现不错

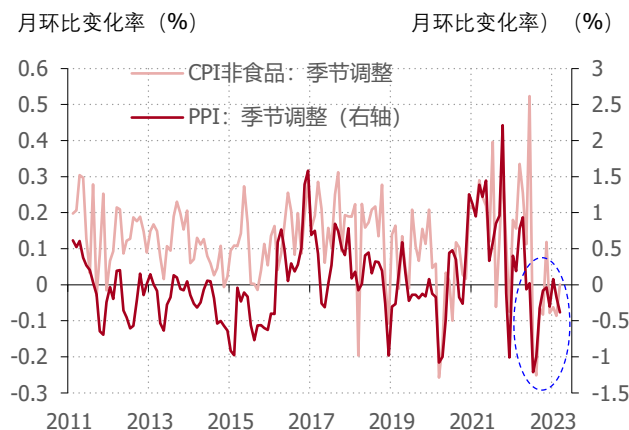


资料来源：万得，中银证券

但我国3月偏低的通胀与稳健经济增长形成了反差。3月，我国消费者价格指数（CPI）同比增长率下降至0.7%，生产者价格指数（PPI）同比增长率则进一步走低至-2.5%。低迷的通胀数字让市场中浮现了对通缩的担忧。

不过，需要注意到同比增长数字有滞后性。要看清通胀的最新走势，需要观察季节调整之后的月环比增长数字。从季节调整后的PPI和CPI非食品价格来看，今年3月我国环比通胀接近于零，确实有一些通缩的压力。但相比2022年3季度时深度负增长的月环比增速，当前的通缩压力还不算严重。（图表2）

图表 2. 2023 年 3 月我国月环比通胀接近于零，通缩压力小于 2022 年 3 季度



资料来源: 万得, 中银证券

看上去，通缩压力与表现良好的经济增长之间似乎有矛盾。在这看似矛盾的数据背后，是当前经济复苏缺乏持续性的隐忧。这隐忧主要来自出口和地产两方面。

2023 年 3 月，我国出口同比增长 15%，高出之前市场预测差不多 20 个百分点。在出口已连续负增长 5 个月之后，3 月的这个增速高得让人吃惊。但是，3 月我国出口的高增速大概率是个短期异常值，我国出口前景难言乐观。

一方面，我国 3 月出口增速与其他相关数据之间有明显落差，让人不禁怀疑其持续性。比如，我国出口增速与我国工业出口交货值增长之间一直相当同步。而今年 3 月我国工业出口交货值同比增速仅为 -5%，比出口增速低了 20 个百分点。类似地，我国出口增速也长期与韩国出口增速明显正相关，而今年 3 月韩国出口同比负增长 14%。在相关数据普遍低迷的时候，出口增长一枝独秀，不仅让人怀疑其持续性。（图表 3）

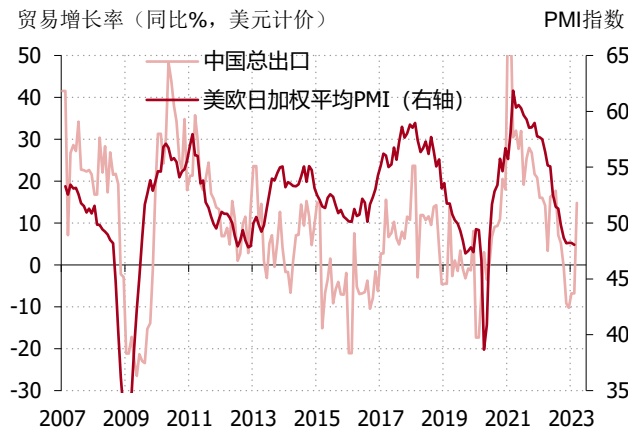
图表 3. 2023 年 3 月我国工业出口交货值增速显著低于同期出口增速



资料来源: 万得, 中银证券

另一方面，发达经济体景气走弱的时候，我国出口难保强势。从过去十几年的历史来看，我国出口增长受美国、欧盟和日本三大发达经济体景气度的影响很大。过去 12 个月，东盟已经取代美国，成为了我国最大的出口目的地，在我国出口中的比重上升到 16.5%。尽管如此，美国、欧盟和日本加起来，仍然在我国总出口中占据了 35.6% 的份额。而且，发达经济体仍然是全球经济的需求火车头。发达经济体景气一旦走低，我国对包括东盟在内的其他经济体的出口也难以继续保持强势。因此，我国出口增速才会长期与发达经济体的景气指标高度正相关。在发达经济体景气度因货币紧缩而走低的时候，我国出口不太可能长期保持强势。（图表 4）

图表 4. 我国出口明显受到发达经济体景气的影响



资料来源：万得，中银证券

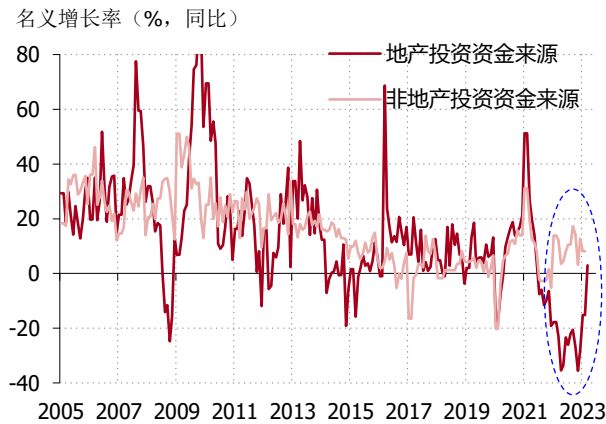
注：美欧日加权平均 PMI 用中国对美欧日的出口作为加权重。

笔者在 2023 年 4 月 5 日发表的《硅谷银行冲击的实体余波》一文中曾说：“以硅谷银行倒闭为标志，美国本轮货币紧缩将进入第二个阶段，从金融市场的流动性紧缩逐步转向实体经济的融资紧缩。”^[1] 一个简单的逻辑是：美国在新冠疫情爆发之后迎来了几十年未见的高通胀，促使美联储进行了几十年未见的激进货币紧缩。这种货币紧缩已经在美国金融市场产生了几十年未见的流动性紧缩效应，令各类资产价格处在极其反常的状态。如果有人告诉我，在经历了这一切之后，美国实体经济并没受太大影响，我一定将信将疑。顺着这个逻辑，有必要对美国保持谨慎，对中国出口前景也不能太乐观。

分析完出口，再回到国内。2022 年 5 月 18 日，笔者曾发表《疫情之外，地产是另一个关键》一文，论述疫情和地产是我国内需的两个主要矛盾^[2]。今年 1 季度，由于疫情已经过去，地产变成了我国内需的最主要矛盾。不同于去年地产深陷恶性循环而拖累经济增长的状况，今年 1 季度的地产行业是我国内需复苏的最大贡献者。不过，地产行业虽已明显复苏，行业前景仍难言乐观。

从固定资产投资资金来源数据来看，今年 1 季度社会融资规模多增的部分，大部分应该去了地产行业。2022 年 12 月，地产投资资金来源同比负增长 28%。到 2023 年 3 月，这一增速就上升到正增长 3%，增幅比 3 个月前高了 31 个百分点。而同期，非地产投资资金来源同比增速反而小幅下降。两个增速的走势如此不同，表明地产行业应该是今年 1 季度社融加速增长的主要受益者。（图表 5）

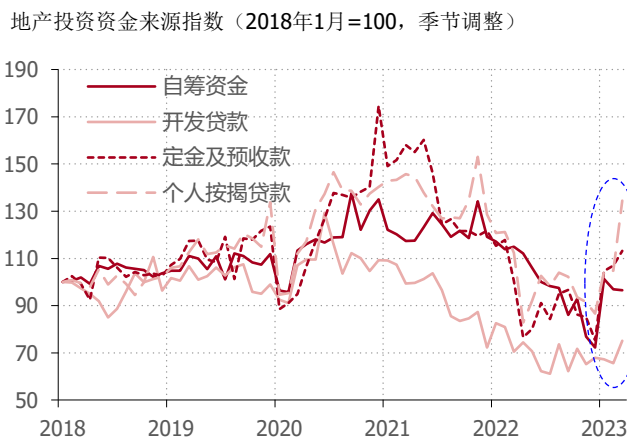
图表 5. 2023 年前 3 个月，地产投资资金来源增速显著回升，同期非地产投资资金来源增速小幅下降



资料来源：万得，中银证券

把地产投资资金来源数据拆细，可以发现今年 1 季度地产资金改善主要来自地产销售回款的增加。地产投资资金来源中，定金及预收款，以及个人按揭贷款是售房的回款，与地产销售直接绑定。它们加起来占到了地产投资资金来源的一半以上。2023 年 1 季度，定金和预收款，以及个人按揭贷款的规模显著回升。3 月，季节调整之后个人按揭贷款规模甚至已经接近了历史高位。同期，自筹资金规模虽然也从 2022 年底的低位回升，但幅度明显低于售房回款的升幅。而地产开发商直接从银行拿到的开发贷款，则直到今年 3 月仍然处在近 5 年的低位。从地产投资资金来源来看，今年 1 季度地产行业的复苏有明显的需求拉动特征——房子卖得多了，销售回款增加了，所以地产行业复苏了。（图表 6）

图表 6. 地产投资资金来源改善主要来自销售回款的增加



资料来源：万得，中银证券

在地产供给偏紧时，需求拉动型的地产复苏恐怕难以持续。2022年地产行业的融资紧缩让地产供给增速大幅下滑。2022年4季度，我国房屋新开工面积、施工面积、竣工面积的同比增速分别为-44%、-45%和-10%，均深度负增长。到2023年1季度，这三个面积的同比增速分别回升到了-19%、-5%和15%。三者中，只有竣工面积回到了正增长区间，新开工仍然深度负增长。而从开发贷款的低迷来看，银行对开发商的“惜贷”情绪仍然严重。从数据上来看，地产供给仍然偏紧。

正如笔者在2022年12月5日发表的《构建地产新发展模式的三个原则》一文中所说的^[3]：“经过了最近这一年多严厉的调控之后，地产市场内包括购房者、开发商和调控者在内的各方，对地产市场的长远发展都不再有清晰预期。预期不稳反过来又会抑制当前地产市场的活动。”不稳定的预期会明显抑制地产开发商的投资热情，令地产供给瓶颈长期收紧。

在地产供给瓶颈仍然较紧的时候，需求拉动型的行业复苏很可能带动房价上涨。2023年3月，我国70个大中城市中，新房房价环比上升的城市数已经上升到64个。而仅仅在3个月之前，70个城市中还只有15个新房房价环比上升。房价上涨压力已明显抬头。而房价涨幅一旦上升至高位，地产调控政策势必收紧，从而打压地产需求。在决策者对房价上涨的容忍度有限的时候，需求拉动型的地产复苏会自己打败自己。（图表7）

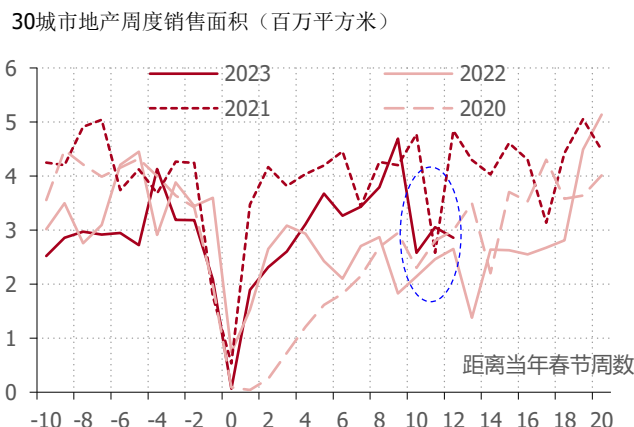
图表 7. 2023年3月，国内70个大中城市中，绝大多数城市新房和二手房房价都环比上升



资料来源：万得，中银证券

地产市场不稳的预期也可能抑制地产需求。从30城市周度地产销售面积数据来看，地产销售在今年4月已经明显降温。4月以来，一线城市二手房报价指数也已明显回落至去年的较低水平。从高频数据来看，本轮地产需求的复苏似乎有结束的迹象。（图表8）

图表 8. 进入 2023 年 4 月之后，地产销售明显降温



资料来源：万得，中银证券

所以，摆在当前地产行业面前的有两种可能：一种是地产需求再度转凉，需求拉动型复苏走向终点；另一种是地产需求保持高涨，带动行业复苏的时候同时拉升房价，并最终因地产调控政策的收紧而让复苏结束。不管哪种情况发生，地产复苏都难以持续。

由于目前对地方政府的融资约束政策仍然较紧，地产行业如果转向低迷，地方政府卖地收入将再度下滑，从而让基础设施投资的资金来源收紧，基建投资增速下滑。消费者的收入预期也会在地产走弱之后下降，从而抑制消费。而外需前景也不乐观，并连带国内制造业投资意愿走低。所以，尽管今年 1 季度国内经济增长数据还算不错，经济复苏前景仍存隐忧。

经济增长的隐忧让市场纠结。花旗经济意外指数反映了经济数据的超预期水平。该指数走高，意味着经济数据超预期的好。今年 3 月份宏观经济数据发布之后，花旗中国经济意外指数已经上升到了近 7 年来的最高水平，表明我国经济明显好于预期。从过去几年的规律来看，经济超预期向好的时候，利率往往会上升。但在近期经济超预期程度创几年新高的时候，我国 10 年期国债利率却不升反降，表明市场对国内经济复苏有些信心不足。（图表 9）

图表 9. 中国经济意外指数与国债利率走势明显背离，表明市场对国内经济复苏有些信心不足



资料来源：万得，中银证券

在经济复苏存隐忧，市场对经济前景信心不足的时候，经济增长还需政策添柴加火。对换届之后的政府，各界抱有不小的期待。而新一届政府务实的作风也给大家希望。2023年3月20日，《人民日报》在头版头条刊发了中共中央办公厅印发的《关于在全党大兴调查研究的工作方案》^[4]。这一方案在全党上下掀起了调研的热潮。相信在调研过程中，会有更多基层真实的声音被高层听到；调研之后，宏观政策也会更加实事求是。因此，对今年我国经济的复苏仍然可以抱有信心。但这种信心何时能变成现实，还需观察后续宏观政策如何调整、何时调整。（完）

【1】徐高，2023年4月5日，《硅谷银行冲击的实体余波》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9932。

【2】徐高，2022年5月18日，《疫情之外，地产是另一个关键》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9101。

【3】徐高，2022年12月5日，《构建地产新发展模式的三个原则》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9612。

【4】中共中央办公厅，2023年3月20日，《关于在全党大兴调查研究的工作方案》，《人民日报》2023年3月20日第1版，http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2023-03/20/nbs.D110000renmrb_01.htm。

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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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