



金融投资专业理财

国外央行静观其变 国内经济迅速复苏

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



摘要

在近期银行暴雷事件发生后，美联储及欧洲央行于3月会议如期加息25基点和50基点，然而银行流动性风险使美联储加息基调有所转弱，欧洲央行为抑制通胀水平则维持鹰派加息基调。近期欧派克宣布石油减产计划，油价应声上涨。未来在能源价格回升的情况下海外央行或不得不再次提高利率水平来抑制通胀，短期内市场在利率峰值预期转化的情况下风险偏好或有所回落，美元或得到相应支撑，海外权益类资产及黄金或将承压下行。

国内疫情影响减弱，供需两端持续好转。2023年1-2月，多项指标较去年12月有所改善，总体表现优于预期。随着防疫优化，疫情影响褪去叠加春节过后劳动力复工率明显提升，企业生产链恢复正常；而在基建和制造业的推动下，投资端支撑整体经济运行，其中地产景气度回暖明显，保交楼进一步推进；居民消费受节日带动释放，市场销售同比增长，接触型、出行类服务消费快速回暖，升级类消费需求继续释放，新型消费模式激发消费活力。2023年开年，在海外经济始终承压的背景下，我国经济迎来了较好开局。今年《政府工作报告》面对内外需需求不足甚至出现收缩的问题，明确提出要“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”，可以看出，扩大内需是重中之重。随着一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，2023年经济形势有望边际好转。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：加息基调转弱，通胀风险回升.....	4
(二) 欧元区：服务业复苏利好经济，核心通胀高居不下.....	5
(三) 日本：央行换帅在即，政策预期转变.....	6
二、国内宏观经济回顾展望	8
(一) 制造业产需复苏，景气水平两年次高.....	8
(二) 固投增速稳定增长，高基数产业表现优异	9
1. 基建发力支撑整体固投.....	9
2. 制造业尤其是高新技术制造业，在近两年表现均十分优异。	10
3. 购房需求改善，带动地产投资降幅收窄.....	12
(三) 节假日效应提振，消费反弹明显	14
(四) 内外需不足影响，进出口低位运行	16
1. 内外需压力持续影响，出口增速低位运行	16
2. 进口增速偏弱，海外政策影响显著	18
(五) 季节性因素影响，通胀水平总体降温.....	19
1. 节后需求收缩，通胀水平低位运行.....	19
2. 上年同期基数走高，PPI 同比延续回落.....	22
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	25
(一) 财政政策：稳经济、稳就业为主	25
(二) 货币政策：重点关注通胀和房地产两大风险	26
免责声明.....	31

图表目录

图 1 制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下	4
图 2 美国整体通胀水平下行节奏放缓	5
图 3 美国薪资增速仍处于高位	5
图 4 欧元区商业活跃度有所好转	6
图 5 欧元区通胀水平仍处于高位	6
图 6 以服务业为首的日本商业活跃度有所好转	7
图 7 日本通胀水平有所回落	7
图 8 日本贸易逆差缩小	7
图 9 制造业 PMI	8
图 10 服务业扩张幅度小幅回升	8
图 11 制造业 PMI 细分项对比	9
图 12 固投表现稳定	9
图 13 基建投资细分项	10
图 14 财政收支同比增速	10
图 15 制造业投资细分项	11
图 16 新增企业中长期贷款	12
图 17 房地产景气度回暖（分项累计同比）	12
图 18 成交土地溢价率：当周值	13
图 19 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）	13
图 20 新增居民短中长期贷款	14
图 21 社会消费品零售总额增速	14
图 22 社零总额分项：当月同比	15
图 23 城镇调查失业率	16
图 24 我国出口同比增速（%）	17
图 25 CRB 现货指数	17
图 26 我国对主要经济体出口增速（%）	18
图 27 进出口数量指数（HS2）	19
图 28 主要进口商品金额同比增速（%）	19
图 29 核心物价有所降温	20
图 30 食品价格表现多数回落	20
图 31 猪肉出栏量持续恢复	21
图 32 蔬菜价格区间波动	21
图 33 原油价格震荡下行	22
图 34 PPI 同比降幅扩大	23
图 35 成本压力有所减弱	23
图 36 生产者购进价格进一步下降	23
图 37 生产、生活资料剪刀差低位运行	24
图 38 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄	24
图 39 公共财政收入同比增速（%）	26
图 40 地方财政收入同比增速（%）	26

图 41 社会融资规模存量增速	26
图 42 社会融资规模分项	27
图 43 新增人民币贷款当月值（亿元）	28
图 44 新增人民币贷款中长期贷款	28
图 45 企业端短中长贷款当月值（亿元）	28
图 46 居民端短中长贷款当月值（亿元）	29
图 47 实体投融资意愿改善	30
图 48 新增人民币存款分项（亿元）	30

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：加息基调转弱，通胀风险回升

美联储于 3 月 FOMC 会议如期加息 25 基点，将联邦基金利率目标区间上调至 4.75%~5.00%，然而其随之也在会议上将基调转弱，表示或许未来一些额外的加息政策将会相对适当。近期银行暴雷事件使市场对美联储加息路径预期发生了较大转变，市场纷纷下调加息预期，而现象本质则是源自于市场认为美联储为防止系统性风险将在加息决议上更加谨慎。当前市场预计美联储利率峰值最高或落于 5%~5.25% 的区间，较先前 5.25%~5.5% 有所回落，同时市场认为美联储最快或于 7 月开始降息，整体政策转向预期有所置前。

经济数据方面，美国 2 月 CPI 同比上涨 6.0%，低于前值的 6.4% 且与预期持平，同时增速也为连续第八个月放缓；核心 CPI 同比上涨 5.5%，较前值 5.6% 有所回落。美国 2 月 PCE 物价指数同比上涨 5%，低于预期 5.1% 和前值 5.4%，创 2021 年 9 月以来最低纪录；2 月个人消费支出 (PCE) 环比上升 0.2%，低于预期 0.3%，然而 2 月私企员工薪资同比增速从上月的 6.7% 大幅反弹至 7.7%，整体薪资压力不降反升。2 月非农新增就业人数录得 31.3 万人，虽超预期的 22.5 万人来看，但失业率上调至 3.6%，显示劳动力市场有所收紧。

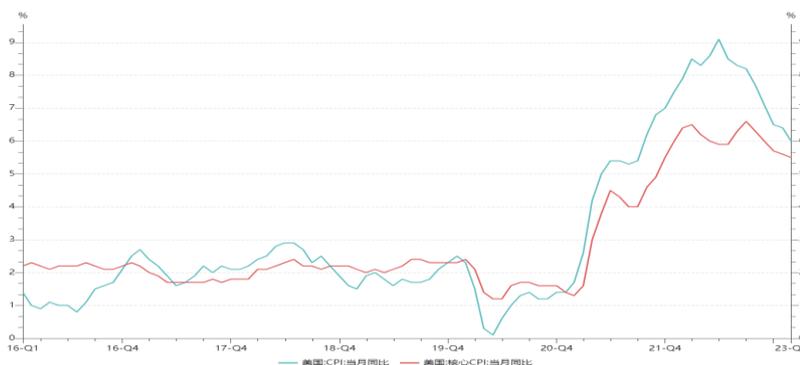
往后看，近期欧佩克+宣布实施自愿石油减产计划，减产时间均从 5 月开始，持续到 2023 年底。石油价格飙升导致市场对通胀的担忧重燃，美联储为抑制通胀或不得不再次加息上调利率，短期内美元将得到一定支撑。本月市场将继续关注美国通胀及非农就业数据来判断未来美联储加息路径，短期内避险情绪在加息预期回升的情况下或再次上升，美债及美股或将承压下行。

图 1 制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下行节奏放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 美国薪资增速仍处于高位



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 欧元区: 服务业复苏利好经济, 核心通胀高居不下

3月欧元区制造业PMI录得47.1,较前值48.5再次回落;服务业PMI录得55.6,较前值52.7再次上涨,综合PMI则录得54.1,同样高于前值的52。整体PMI指数持续回升反映欧洲经济活跃度在疫情影响逐渐消散后在服务业的复苏引领下持续好转。通胀方面,欧元区3月调和CPI同比上涨6.9%,低于前值及预期的8.5%和7.1。然而核心调和CPI在服务业的支撑下仍旧高居不下,3月核心调和CPI录得5.7%,与预期持平但高于前值的5.6%。通胀水平在商品需求及能源价格下降的引导下持续回落,然而未来欧元区仍需关注服务业相关的价格指数来防范服务业火热所导致的通胀上调。

在硅谷银行及瑞士信贷接连暴雷后,欧洲央行却仍旧加息50基点,同时在会议上声明将继续以抑制通胀为主要目标来制定货币政策规划,整体发言基调相对鹰派。在近期欧派克+减产事件后,市场或将再次担忧欧元区通胀水平受能源价格影响反涨。而当前欧洲经济

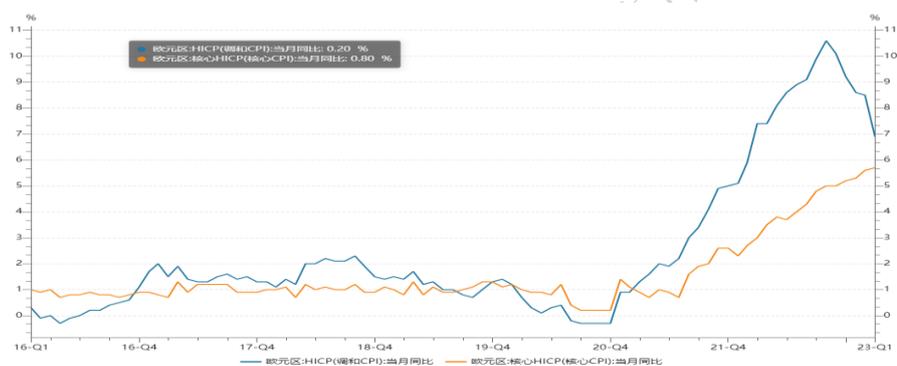
数据较先前预期相对强劲，欧洲央行为抑制通胀水平或维持其鹰派加息路径，未来欧元及欧债或将进一步承压。

图 4 欧元区商业活跃度有所好转



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5 欧元区通胀水平仍处于高位



资料来源：wind，瑞达期货研究院

（三）日本：央行换帅在即，政策预期转变

日本 3 月制造业 PMI 录得 49.2，较前值 47.7 有所回升但仍处于萎缩区间；服务业 PMI 指数录得 54.2，较前值 54 再度上涨，而综合 PMI 在服务业指数的带领下录得 51.9，较前值 51.1 再次上涨，日本整体经济活跃度在本月延续疫情后由服务业领头的恢复趋势。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 2 月分别录得 3.3% 及 3.1%，较前值 3.3% 及 4.2% 大幅回调，整体通胀并未延续先前趋势继续恶化。日本 2 月商品贸易逆差录得 0.89 万亿日元，较前值的 3.5 万亿日元大幅回落，日元需求有所回升。

植田和男将于 4 月 9 日接任日本央行行长职位，而 3 月黑田东彦则在最后一次政策会上维持利率政策不变的决议。然而往后看，市场普遍预期日本央行将在 6 月左右开启政策转向，而届时收益率政策曲线或将改变，日本国债收益率上涨也将引发日元回流。结合美

联储当前货币政策动向来看，年中美元或将进一步承压，下行幅度及速度或较预期有所增加。

图 6 以服务业为首的日本商业活跃度有所好转



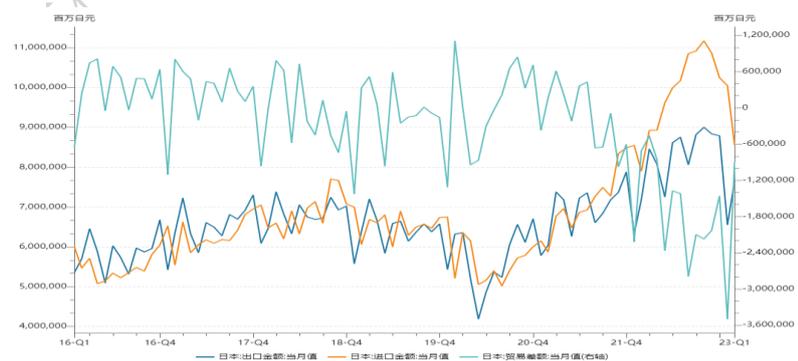
数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 日本通胀水平有所回落



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 日本贸易逆差缩小



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

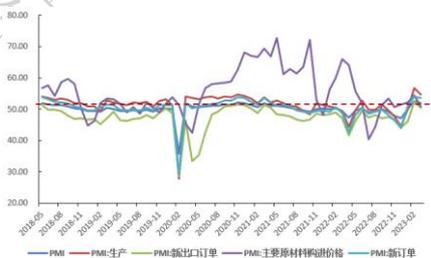
(一) 制造业产需复苏，景气水平两年次高

经济发展气温回升，制造业维持高景气度。中国3月官方制造业PMI录得51.9，前值52.6，预期51.5；非制造业PMI 58.2，前值56.3，预期55。受上月高基数等因素影响，制造业PMI有所回落，但景气水平仍为近两年次高点，疫后稳经济政策措施效应进一步显现。随着国内经济循环加快恢复，产需两端继续扩张，制造业生产指数和新订单指数分别为54.6和53.6；各规模企业PMI保持扩张，恢复发展动能较强；企业信心稳定，反映市场对近期经济恢复发展预期向好。但值得注意的是，稳就业压力尚存。

促消费政策显效发力，服务业恢复动力有所增强。3月我国非制造业景气度录得58.2，比上月上升1.9个百分点，为近年高点，非制造业恢复发展步伐加快。其中，服务业加快恢复，加快回升，商务活动指数为56.9，高于上月和上年同期1.3和10.2个百分点，消费需求回暖所拉动。零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0高景气度线，表明近期居民消费和商旅出行意愿增强，相关行业市场活跃度较快回升。而随着气候转暖各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动扩张加快，建筑业PMI指数小幅上涨5.4个百分点至65.6，维持快速扩张态势，支撑整体非制造业景气水平。

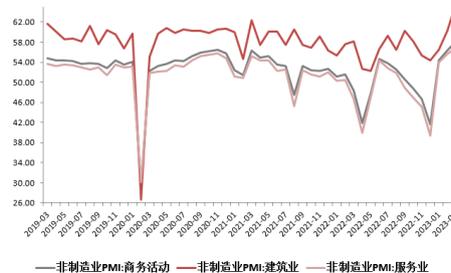
总的来看，随着疫情防控较快平稳转段，我国经济延续恢复发展态势，景气水平已明显回升，产需两端超季节性恢复，内需改善显著。后续随着一揽子稳增长政策逐步显效，叠加国内需求的进一步修复，我国制造业料将进一步改善。但需要注意的是，我国目前经济水平较疫前仍有一定距离，部分指标仍在荣枯线以下。

图9 制造业 PMI



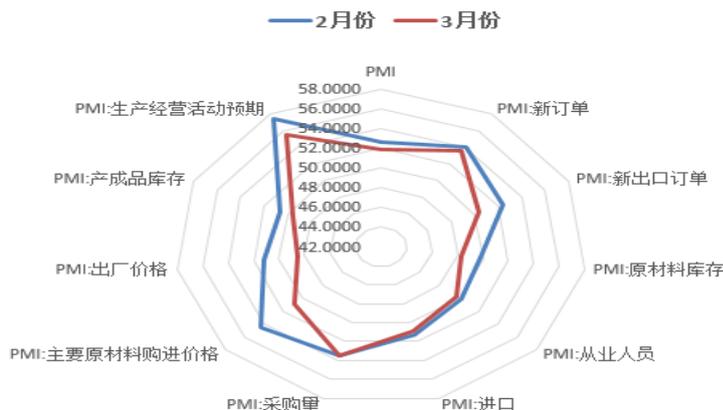
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图10 服务业扩张幅度小幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 制造业 PMI 细分项对比

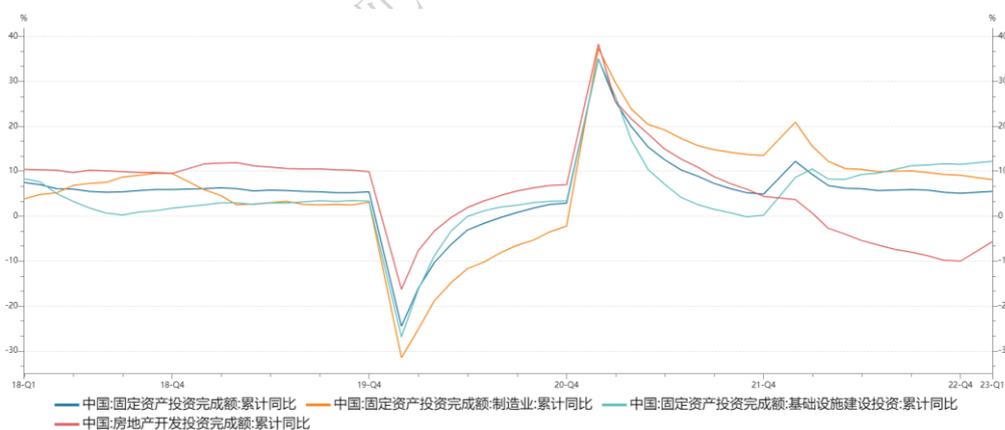


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）固投增速稳定增长，高基数产业表现优异

2023 年 1-2 月，投资依旧展现了其较强支撑经济的作用，是本轮疫情结束后经济复苏的关键因素。1-2 月，固定资产投资同比增长 5.5%，涨幅上涨 0.4 个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，并且值得关注的事，房地产行业降幅收窄。随着政策效应的逐步体现，地产行业后续料有所回暖。

图 12 固投表现稳定



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

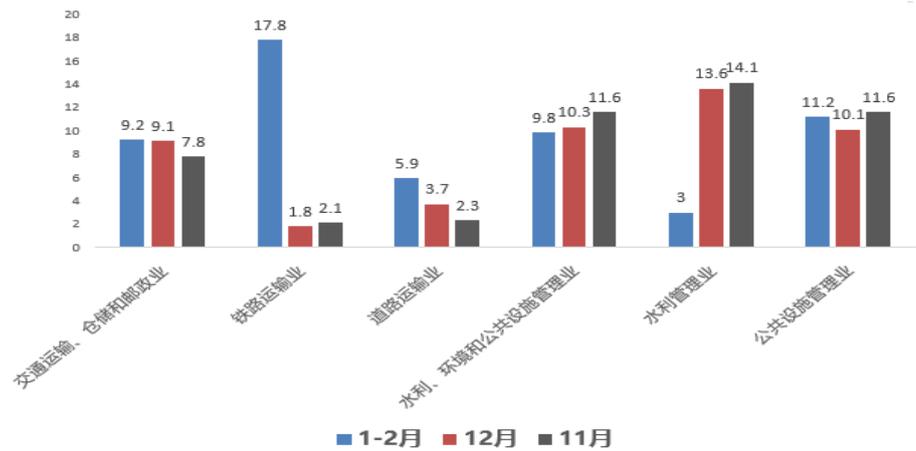
1. 基建发力支撑整体固投

1-2 月基建投资增长 9.1%，较去年 12 月小幅回落，但总体偏高，资金、项目双重松绑推动落实下，基建投资延续良好态势。水利和公共设施管理业延续此前较快增长的态势，

维持两位数增长。

2023 年财政靠前发力,各地披露的专项债提前下达额度规模较 2022 年同比增幅明显,同时,经济复苏道路上依旧有较多不确定性,此时作为传统重要抓手的基建理应起到拖动经济的作用,因此接下来政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设,来缓解项目资金压力、助力现代基建。加之信贷投放前置,基建投资增速有望继续走高。

图 13 基建投资细分项



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 14 财政收支同比增速



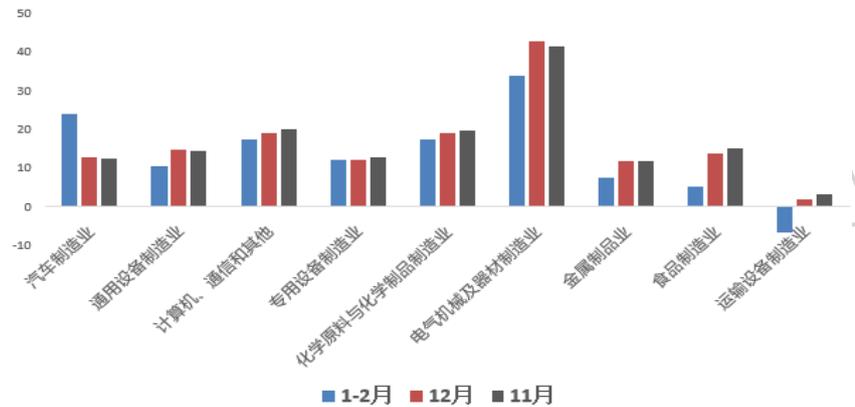
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

2. 制造业尤其是高新技术制造业, 在近两年表现均十分优异。

1-2 月制造业投资增长 8.1%, 较上月回落 1.0%, 外需不足影响制造业投资小幅回落, 但在去年基数回落的影响下总体依旧较强。一些前期出口高增长行业(如新能源、汽车行业、纺织业等)继续回落, 出口下行压力已明显体现。高技术产业投资同比增长 15.1%, 其中高技术制造业投资同比增长 16.2%。作为制造业投资增长的核心动能, 提振整体制造

业投资乃至整体固投。但需要注意的事，随着全球经济衰退预期升温，外需不足的现象持续显著，衰退预期或成为未来相当长一段时间内的主要逻辑，受前期出口带动的部分行业后续或进一步回落，从而对制造业支撑减弱。

图 15 制造业投资细分项

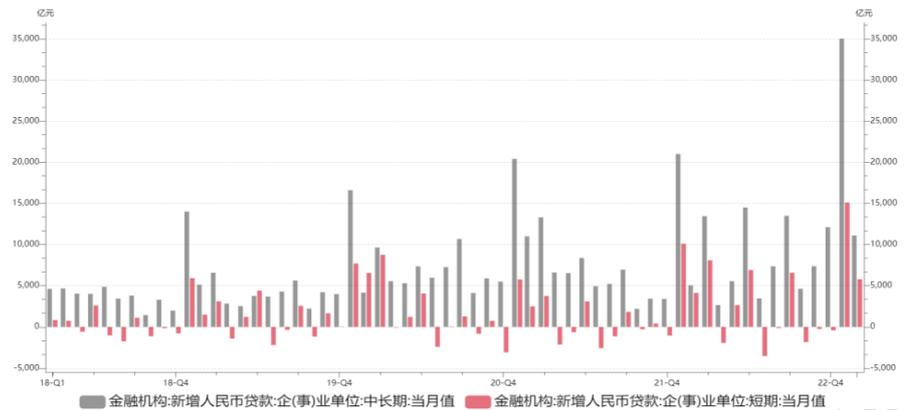


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心维持稳定，中长期贷款依旧维持同比多增，疫情所带来的冲击负向影响逐步褪去，带动制造业进一步扩张推动。我国经济景气水平已明显回升，供需两端超季节性恢复，后续随着一揽子稳增长政策逐步显效，叠加国内需求的进一步修复，信贷需求依旧有望维持较好趋势。

总体来说，制造业投资数据走强，主要是因为季节性因素影响，随着复工进度良好，扩内需政策逐步落实，生产端有序改善。但需要注意，出口表现依旧不佳，使得前期出口高景气所带动的新能源、汽车、化工等行业投资降温。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资仍是固投主要动力，高新技术行业是重心。随着全球经济衰退预期升温，内外需不足的现象持续显著，2023年制造业投资依旧要面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。在此背景下，政策端有待进一步发力。

图 16 新增企业中长期贷款

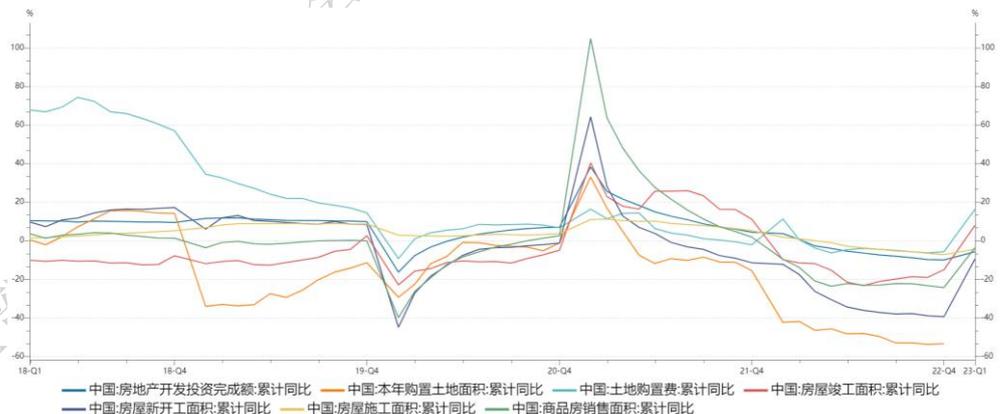


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 购房需求改善，带动地产投资降幅收窄

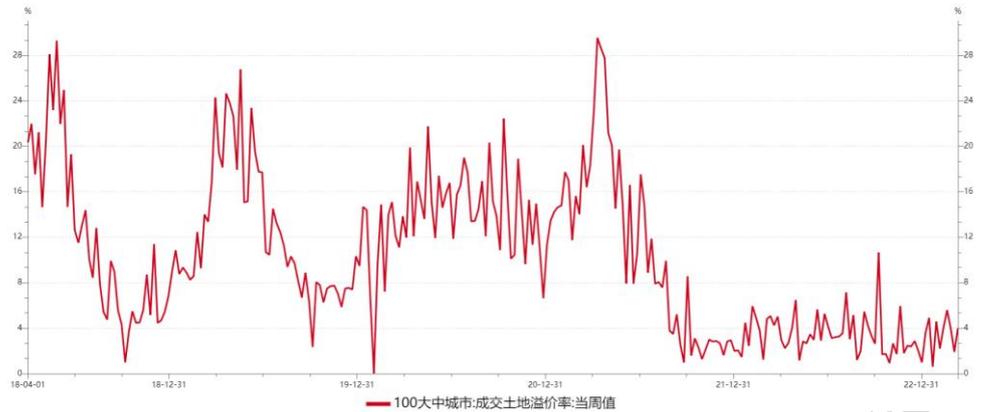
2023 年 1-2 月，我国房地产投资同比由-12.7%回升至-5.7%，同比跌幅明显收窄。商品房销售面积、商品房销售额、购置土地面积等指标累计同比降幅均改善。其中，商品房销售额当月同比由-26.7%回升至 3.5%，自 2021 年 6 月之后再度转正。房市销售回暖带动房企开发资金当月同比由-28.7%回升至-15.2%，为房地产投资提供资金支持。施工面积当月同比由-48.2%升至-4.4%，出现了大幅度的回升。其中竣工面积、新开工面积当月同比分别较前月回升了 14.6、34.9 个百分点。竣工面积同比转正说明“保交楼”政策正良好运行中。

图 17 房地产景气度回暖（分项累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

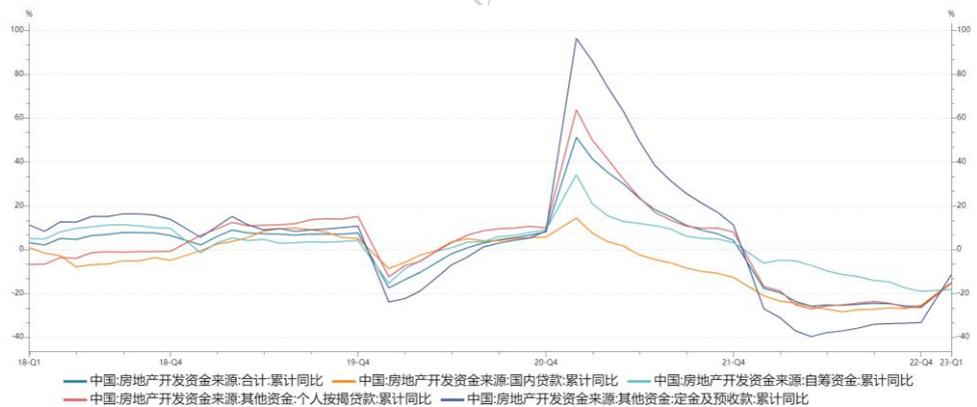
图 18 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

1-2 月我国房地产开发资金同比下降 15.2%，降幅收窄 10.7 个百分点，房地产市场转暖。从信贷来看，虽说居民贷款总量依旧较少，但已扭转此前连续少增态势。2 月份 14 城二手房成交均值较去年节后同期约增长 50%，地产三支箭落地的政策效应已初步显现。2023 年随着疫情高峰褪去，消费底部反弹，房地产政策调整下楼市企稳，政策底出现，房市有望逐步回暖。

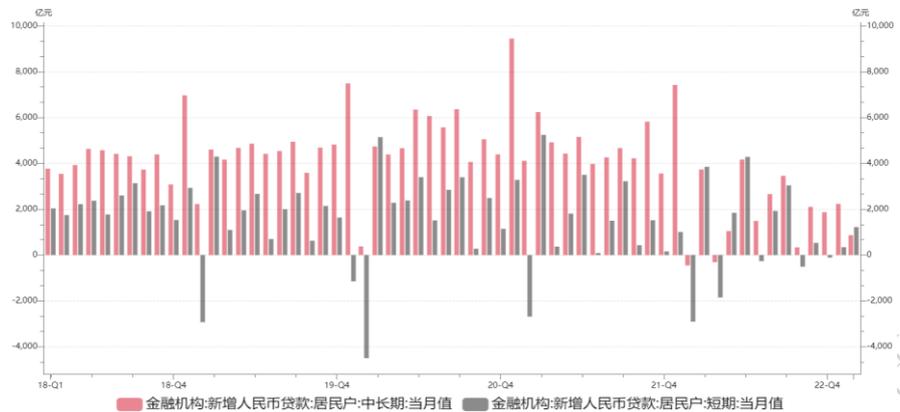
图 19 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

总体来看，2023 年开年房地产投资市场景气度回暖，多数指标好转。从金融数据来看，虽说居民贷款总量依旧较少，但已扭转此前连续少增态势。房产政策频出，融资条件改善，叠加政府多次强调地产重要性，2023 年房产行业或显著改善。

图 20 新增居民短中长期贷款



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）节假日效应提振，消费反弹明显

2023 年 1-2 月，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%，时隔 5 个月重返正数，前值为下降 1.8%，改善 5.3 个百分点；两年平均增长 5.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 70409 亿元，同比增长 5.0%。整体来看，2022 年消费市场受疫情压制较明显，而在后疫情时期第一个春节带动下，返乡以及拜年带来的出行需求得到充分释放。展望未来，2023 年社零增速或将延续改善态势，扩内需促消费系列政策逐步见效，消费者信心恢复，消费市场有望企稳复苏。

图 21 社会消费品零售总额增速



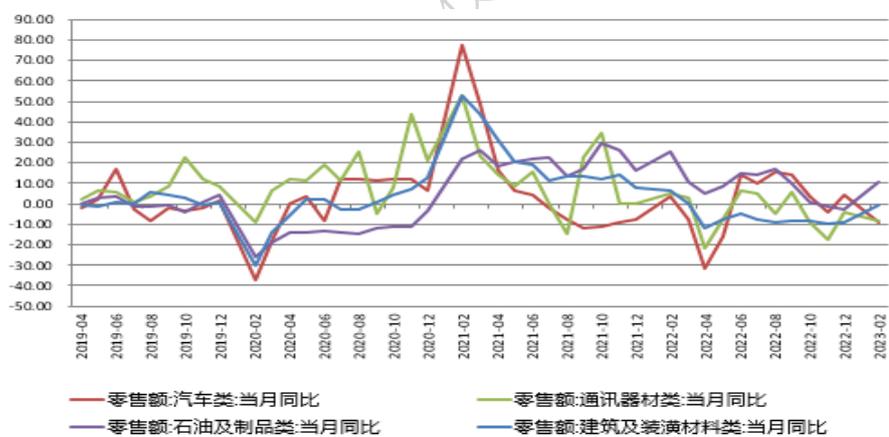
资料来源：wind，瑞达期货研究院

具体来看，节日效应显著，带动市场销售同比增长，接触型、出行类服务消费快速回暖，升级类消费需求继续释放，新型消费模式激发消费活力。其中，接触型、服务型消费改善最为明显，餐饮服务同比改善幅度达 23.3 个百分点至 9.2%，春节前后疫情平静服务

消费快速复苏，场景消费迅速改善。但也应看到，服务类消费仅仅是恢复至疫情前水平，未出现“报复性高增”。商品零售同比增 2.9%，尽管有所改善，但仍处低增长区间。石油及制品类同比增速为 10.9%，较 12 月回升 12 个百分点，结合能源价格因素，石油制品高位震荡。汽车零售额同比增速转负，同比下降 9.4%，较上月回落 10.1 个百分点，主要是受新能源车补贴结束、前期地产竣工不佳拖累。

其他限额以上商品中，七成商品类值零售额同比增长，其中基本生活类商品零售继续保持较快增长。粮油食品、饮料和烟酒类商品零售额同比分别增长 9.0%、5.2%和 6.1%，均受到节日消费需求提升影响；服装类也转负为正；随着市场供给不断优化，消费热点逐步拓展，升级类商品消费需求也不断释放，金银珠宝类以及化妆品类等大部分可选消费增速显著改善。此外，家具类同比增速由-5.8%回升至 5.2%，家用电器等社零同比由-13.1%回升至-1.9%，地产链消费同比增速较去年 12 月大幅改善 10.3 个百分点，地产链消费有所企稳。后续随着保交楼进一步推进、经济活动回归常态化，消费动能有望抬升，特别是服务性消费或继续维持较好态势。

图 22 社零总额分项：当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

从就业角度看，本轮疫情影响减弱后，经济环境有所改善，就业压力得到一定缓解，但由于季节性因素小幅上涨，1-2 月全国城镇调查失业率为 5.6%，比上月回升 0.1 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率为 5.7%，较上月下降 0.1 个百分点，形势继续好转。但需要注意的是，青年人失业率连续两月上涨，16-24 岁调查失业率较上月回升 0.8 个百分点至 18.1%，就业优先政策仍需继续发力。就业局势的持续回暖需要进一步落实稳就业政策和加大稳就业力度，预计后续随着工业生产回暖、企业活力提升叠加稳就业政策发力，我

国就业形势将保持稳定。2023 年中国经济复苏确定性较高，就业相应改善，居民收入也会相应提高，这将有效带动提高居民的消费意愿和消费能力。

图 23 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

(四) 内外需不足影响，进出口低位运行

1. 内外需压力持续影响，出口增速低位运行

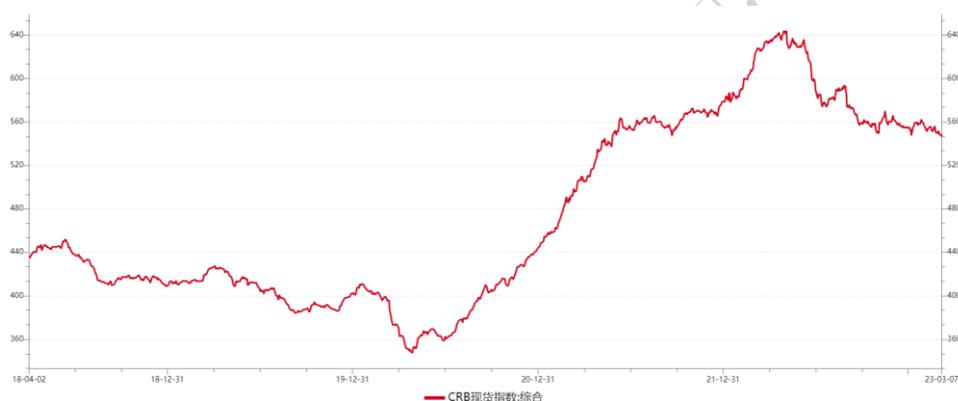
我国 1-2 月出口金额为 5063 亿美元，同比-6.8%，预期-9.0%，前值-9.9%，降幅小幅收窄，并且好于预期，总体表现平稳。在我们看来，前两月出口数据依旧偏弱，有三点原因：一是内需不足问题始终显著。内需复苏是整体经济复苏的核心动能，而目前看来，内需的复苏更多是体现在服务行，商品需求复苏相对较慢，因此整体内需依旧较弱。面对内外需不足甚至出现收缩的问题，2023 年《政府工作报告》中，明确提出要“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”。在此背景下，后续出口增速或有所改善。二是去年基数走高所引起的下行压力。2022 年一季度月出口同比增速表现优异，这也使得如今出口数据承压。三是出口价格表现较弱。从主要出口产品量价拆分来看，出口价格下滑也有一定的影响。2023 年以来 CRB 商品指数总体呈震荡走弱形式，对出口增速的支撑较弱，量价齐跌特征较为明显。

图 24 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

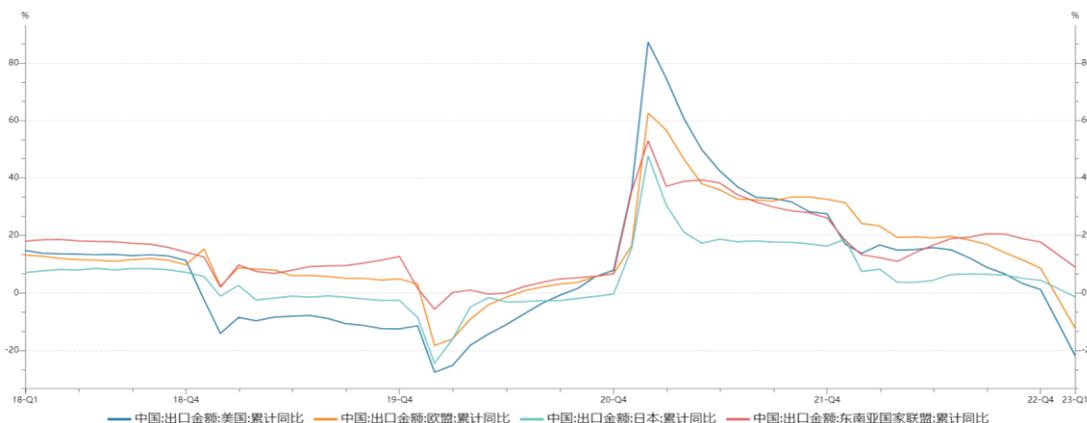
图 25 CRB 现货指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，东盟对我国出口的拉动继续增强，而对美国、欧盟的我国出口则有所走弱。前 2 个月，我国对东盟出口同比增长 17.9%；对欧盟出口同比下降 5%；对美国出口同比下降 15.2%；对日本出口同比增长 6.7%。需要注意的是，此前我国对东盟出口增速一直维持在 20%以上的水平，是我国第一大贸易伙伴，但随着受全球衰退预期升温影响较大，拖累整体出口增速回落明显。接下来随着美联储“主动加息”以及其余各经济体“被动收紧”货币政策，全球衰退仍是主导逻辑，在此基础下，出口数据有所承压。

图 26 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看,疫情对出口的影响有所减弱。随着第一轮疫情结束,其对生产的压制效应减缓,叠加前期积压订单在供给端的复苏下有序好转,共同推动了出口降幅缩窄。以手机为例,去年年 11、12 月出口同比分别为-33%、-29%,在 2023 年 1-2 月已恢复至 2%,边际改善幅度较大,说明供给端正持续恢复中。除箱包外,其他主要劳动密集型产品出口金额同比均出现明显下滑,在外面看来主要是受全球经济衰退、外需减弱所导致。后续或继续承压。

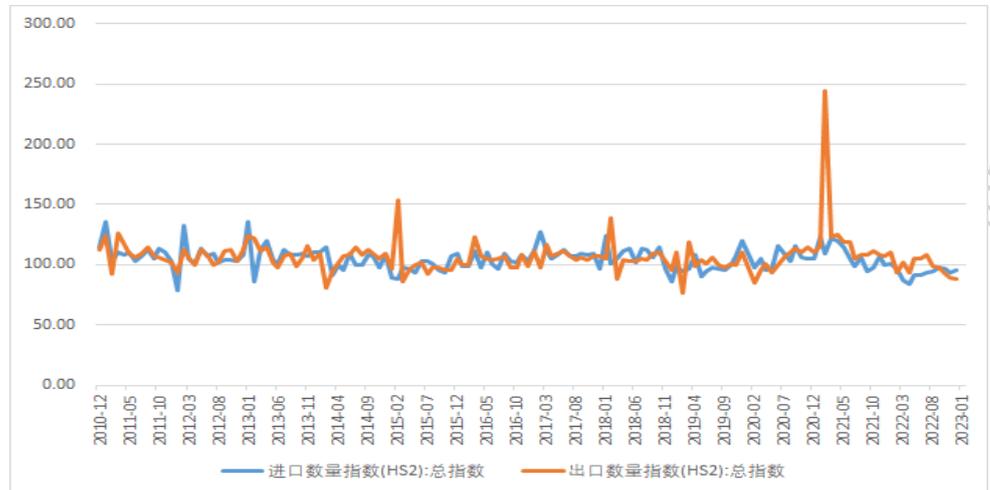
总的来看,由于全球经济衰退预期升温引发的外需受挫,叠加疫情后我国内需的复苏仍旧需要时间,2023 年 1-2 月我国出口增速虽降幅有所收窄但总体在低位运行,量价齐跌令我国外贸动能走弱。本次《政府工作报告》中,特地指出要“更大力度吸引和利用外资”,“继续发挥进出口对经济的支撑作用”,政策力度加大或有助于缓解我国出口下行压力。但由于海外紧缩政策不改,经济走向疲软,或将令出口增速继续承压。

2. 进口增速偏弱,海外政策影响显著

2023 年 1-2 月进口金额(美元计价)同比降幅扩大至-10.2%。从主要进口产品来看,机电产品进口下滑对整体进口金额同比的拖累加剧。值得关注的是,铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿、煤及褐煤等部分原材料产品的进口数量有明显改善,但由于价格的拖累,原材料产品进口金额同比增速的带动有限。从量价结构来看,2023 年 1-2 月进口数据偏弱的主要症结并非内需弱,而是与国际政治博弈、商品价格调整等多因素有关,因而仍然

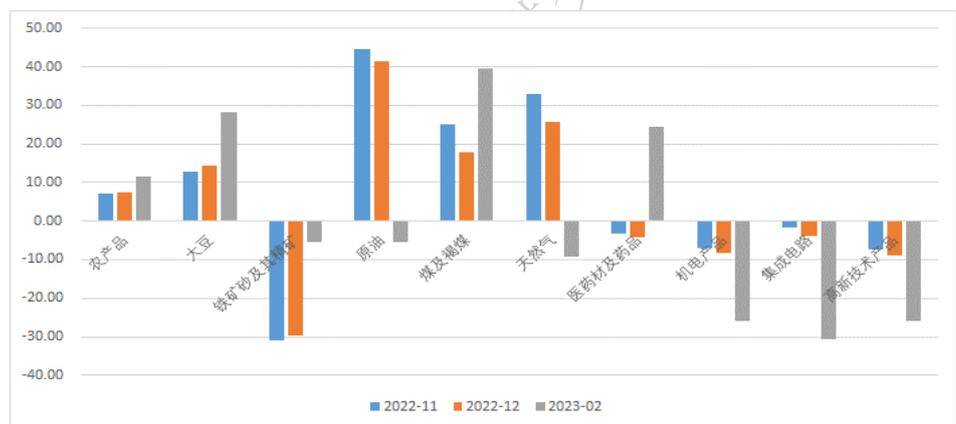
可以维持对国内工业生产需求复苏的乐观态度。中长期来看，随着海外供应链相对于 2022 年有所修复，稳增长政策拉动国内需求回暖，进口增速有望于三四季度回暖。

图 27 进出口数量指数 (HS2)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 28 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

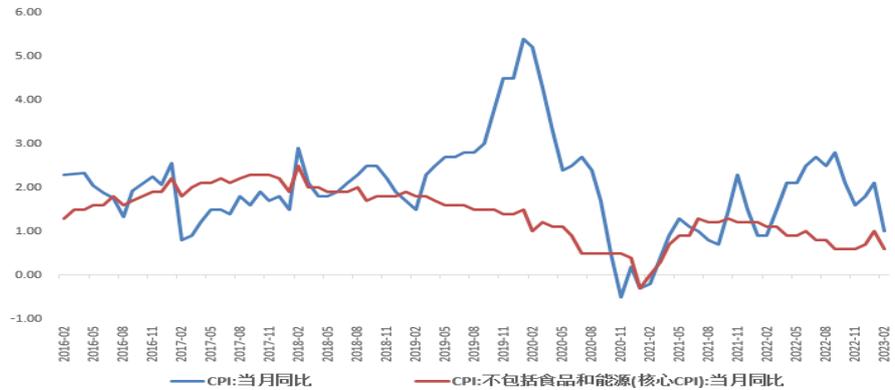
(五) 季节性因素影响，通胀水平总体降温

1. 节后需求收缩，通胀水平低位运行

2 月 CPI 环比由上月上涨 0.8% 转为下降 0.5%，主要是受节后消费需求回落和天气转暖供给充足因素影响，通胀水平有所降温。从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看，同比增速上涨为 0.6%，回落较为明显，位于一个较低的水平，说明目前终端消费端通胀压力不大，但同时也显示终端需求修复偏缓，未来促消费政策空间较大。随着后续政策落地生效和持

续发力，经济保持企稳复苏态势，国内需求对生产端的带动效应逐步增强，预计核心 CPI 将维持低位运行态势。

图 29 核心物价有所降温

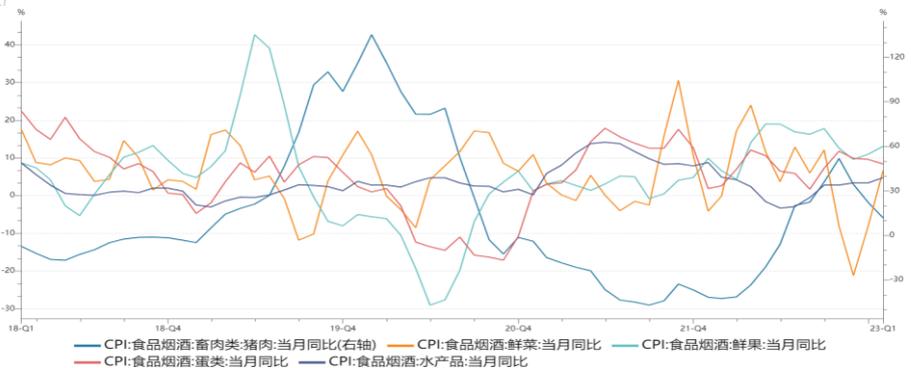


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，2月食品价格同比上涨2.6%，涨幅比上月回落3.6个百分点，影响CPI上涨约0.48个百分点；食品价格环比由上月上涨2.8%转为下降2.0%，影响CPI下降约0.38个百分点。

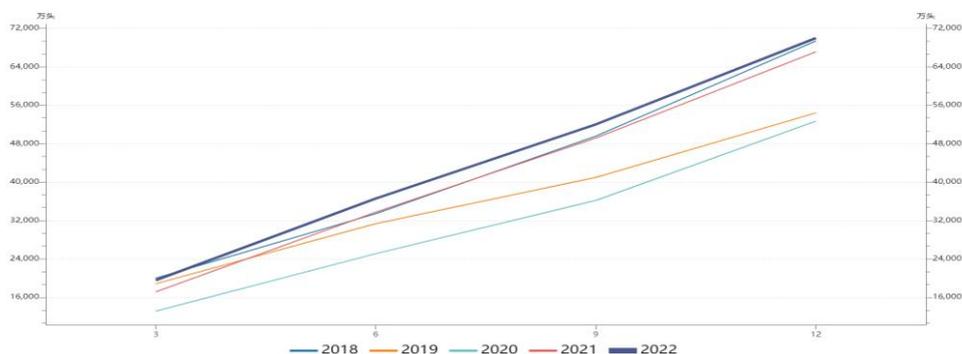
生猪供给端持续增加，猪肉价格持续回落。2月份猪肉价格同比上涨3.9%，涨幅比上月显著回落7.9个百分点；而从环比价格来看，本月下跌11.4%，降幅较上月扩大0.6个百分点。短期二次育肥的入场积极性有所下降，随着价格上涨的乏力，生猪惜售心态也有所回落，另外，去年5月份能繁母猪开始回升，导致今年3月开始，虽然生猪出栏处在低位，但后期是料持续恢复；加上4-6月前期二次育肥出栏增加，可能会增加阶段的供应。需求方面，需求的冰点已经过去，不过目前需求回暖的幅度依然有限，不支持生猪价格的大幅反弹。

图 30 食品价格表现多数回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

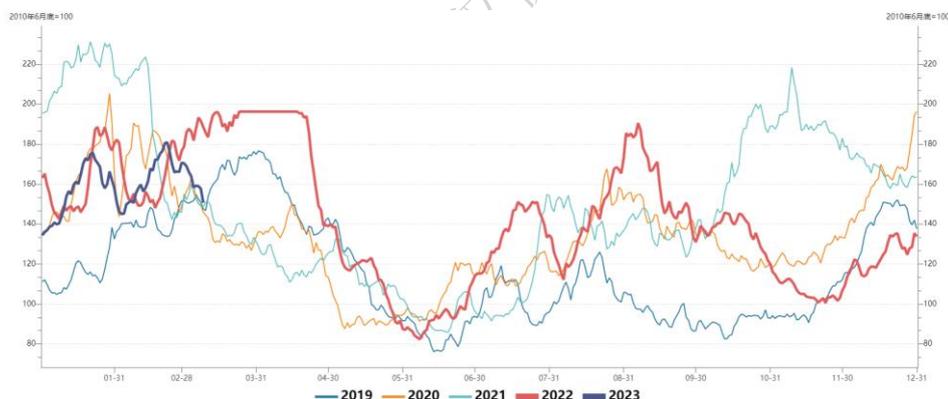
图 31 猪肉出栏量持续恢复



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，多数商品价格均有所回落带动整体 CPI 下行。节日拉动效果减缓，叠加节后天气回暖，市场鲜活食品供应量增加，鲜菜等价格皆出现季节性回落，因此，我们认为食品项价格走弱更多来自供应端改善的原因。从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格在节后迅速回落。接下来，在季节性因素影响下，食品需求或有所回落，鲜菜价格在短期内料下行。

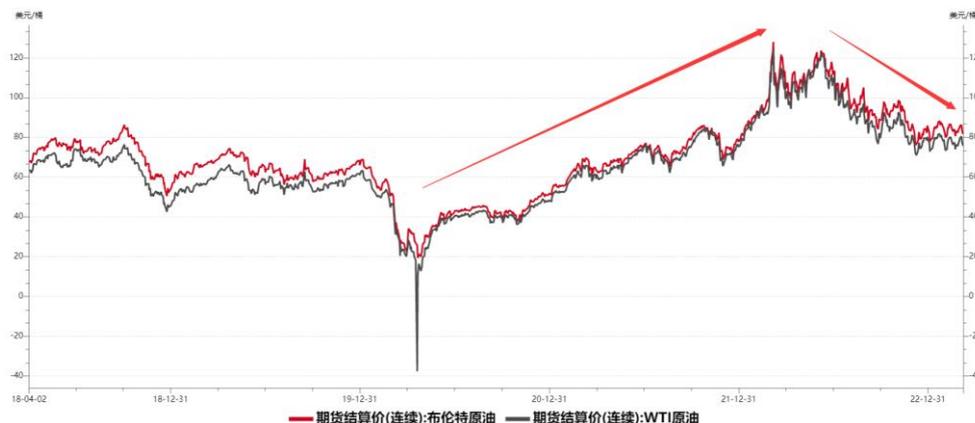
图 32 蔬菜价格区间波动



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，2月环比增速由上月上涨0.3%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.13个百分点。其中，大部分服务价格节后出现季节性回落，其中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降12.0%、9.5%和6.5%，电影及演出票、美发、家庭服务、宠物服务等也有所下行；而受国际油价波动影响，国内汽油和柴油价格同比分别下降5.1%和5.6%。与去年相比，季节性因素及油价下跌共致非食品价格同比表现不佳，消费总体水平偏弱；但从政策角度来看，《政府工作报告》明确提出要“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”，后续随着内需的持续改善，核心CPI或走出低迷。

图 33 原油价格震荡下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

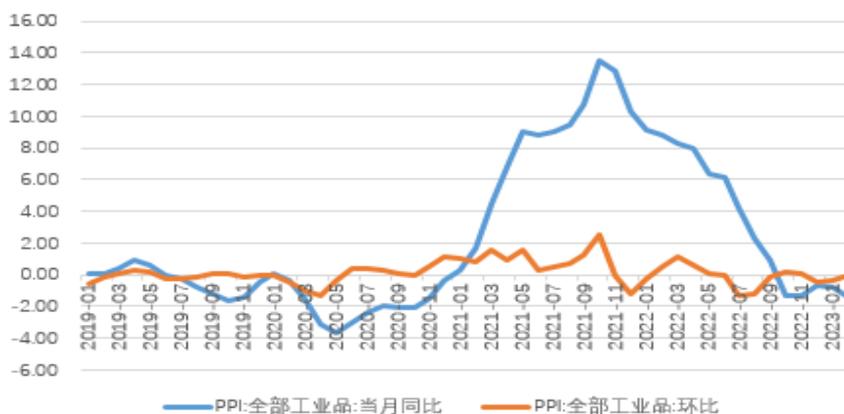
总体来看，本月 CPI 同比价格的下行主要来自节假日拉动效应褪去、此前带动的消费需求回落，使得商品价格回落。除基数影响外，当前食品分项价格多数下跌，核心通胀降温，我国通胀水平压力较低，短期内我国 CPI 突破此 3% 政策目标线的风险较低，通胀对货币政策基本不形成约束。核心 CPI 同比上涨 0.6%，在低位运行，但同时这也显示出终端需求保持偏弱。春节后居民消费需求逐步回归常态，消费复苏过程较为漫长。在基数效应影响下，随着扩内需政策持续显效，CPI 料将缓慢上涨自低位缓慢上涨。

2. 上年同期基数走高，PPI 同比延续回落

中国 2 月 PPI 同比下降 1.4%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，主要是受上年同期石油等行业对比基数走高影响；从环比看，2 月工业企业生产恢复加快，市场需求有所改善，2 月 PPI 由上月的下降 0.4% 转为持平。生产资料价格同比下降 2.0%，降幅扩大 0.6 个百分点；环比由下降 0.5% 转为上涨 0.1%。生活资料价格同比上涨 1.1%，涨幅回落 0.4 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅与上月相同。PPI 环比改善主要受国际原油价格大幅上涨，带动国内石油相关行业价格上行，其中石油开采价格上涨 13.5%，精炼石油产品制造价格上涨 6.5%；煤炭保供稳价政策持续推进叠加冬季储煤需求下降，煤炭价格继续回落，煤炭开采和洗选业价格环比下降 2.2%，降幅较上月扩大 1.7 个百分点。国内稳增长预期向好，需求逐步回暖，叠加近期基建开工进程有所加快，基建等相关行业如黑色金属冶炼及压延加工业环比有所上行，但政策效果仍需一段时间方才体现，目前来看始终维持较低景气度，下游需求疲弱导致终端价格仍处于低位。此外，农副食品加工业和纺织业价格环比

降幅缩窄。当前经济处于复苏初期阶段，叠加房地产市场或仍低位运行，2月份工业品价格环比上升态势尚未形成，预计PPI在未来一个季度内将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

图 34 PPI 同比降幅扩大



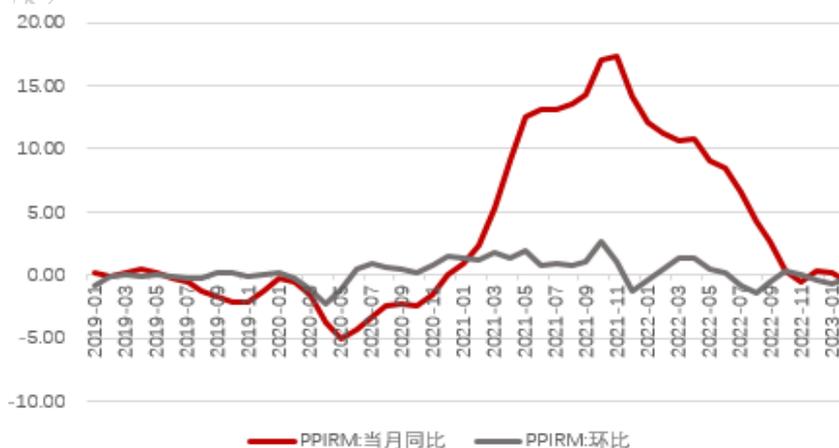
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 35 成本压力有所减弱



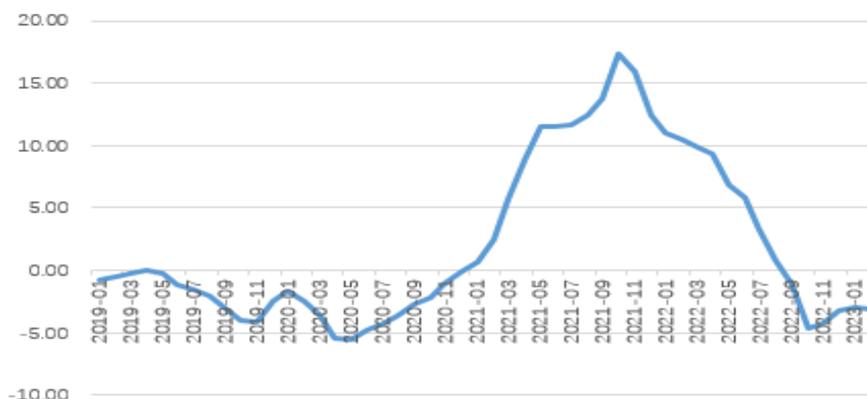
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 36 生产者购进价格进一步下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

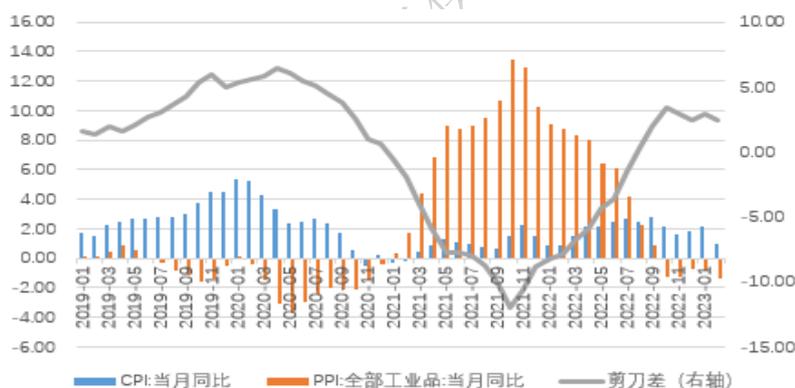
图 37 生产、生活资料剪刀差低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

本月 PPI 同比降幅扩大主要是国际油价下行支撑减弱叠加国内中下游需求走弱拖累，接下来在国际大宗商品价格持续调整且全球经济衰退预期不变的背景下，短期内 PPI 增速或维持下降趋势，但降幅或有所收窄。

图 38 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从政策端来看，短期通胀大概率不会对货币政策形成掣肘，稳增长、扩内需相较于稳通胀来说更为迫切。而从中长期来看，各类政策密集发力，宽信用影响逐步释放，经济若明显好转和通胀升温等态势显现，央行或将会开始边际收紧货币政策以实现逆周期调控。

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

（一）财政政策：稳经济、稳就业为主

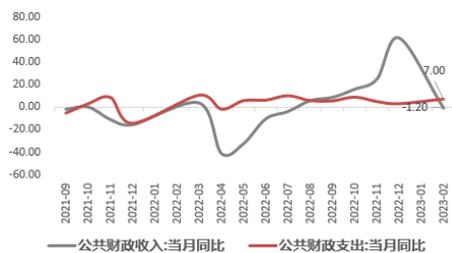
2023年1-2月，全国一般公共预算收入45642亿元，同比下降1.2%，由升转降。其中，税收收入39412亿元，同比下降3.4%，拖累总体收入；非税收入6230亿元，同比增长15.6%。在基数效应叠加消费税、进口相关税种收入走弱的共同影响下，整体税收收入表现较弱，内需仍有待复苏。具体来看，1-2月消费税收入同比下降18.4%，大幅低于去年四季度的增长115.2%，或为受汽车购置税优惠政策到期影响；进口相关税种收入同比降幅均超20%，与年初外贸景气度较低相一致。值得注意的是，房地产相关税种如契税、土地增值税等表现依旧不佳，同比降幅走阔，说明年初房地产销售端边际改善还未完全传递至土地市场。整体上看，1-2月税收体现了企业生产经营正稳步修复，但内需复苏仍需时间。接下来，随着内需进一步改善，加上基数效应褪去，收入增速料有所加快。

1-2月全国一般公共预算支出40898亿元，同比增长7%。可以看到，财政支出重点领域依旧是民生领域，尤其是卫生健康和社保就业支出增速较快，前者主要受年初疫情达峰影响，后者主要与稳就业、稳民生压力较大有关。除此之外，基建类支出力度也持续发力，其中农林水事务支出增速最为显著，同比增长11.4%，城乡社区事务支出也维持缓慢上行的趋势。去年，较为显著的特点是卫生健康类支出增速最高，疫情防控投入大，但随着疫情影响褪去，预计接下来民生类支出强度将有所减弱，这样的话基建领域支出动能将进一步提升。

近日，财政部发布的《2022年中国财政政策执行情况报告》中强调，2023年财政政策将进一步完善减税降费措施，增强精准性针对性，突出对中小微企业、个体工商户以及特困行业的支持；更直接更有效地发挥积极财政政策作用，并加强与货币、就业、产业、科技、社会政策协调配合。。

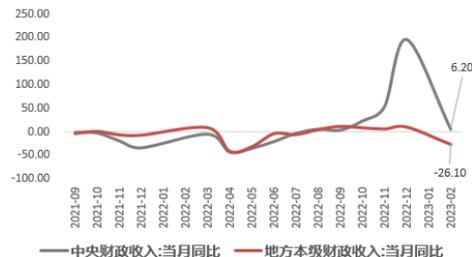
总的来看，2023年开年我国财政收入受经济缓慢复苏、外贸表现不佳、内需恢复进度慢等因素影响而表现疲弱，同比增速由升转负；而支出端为了缓解经济下行压力，同时保民生、保就业、保底线，延续了此前前置发力的特征，结构上依旧重点关注民生及基建领域。随着疫情影响褪去，预计接下来民生类支出强度将有所减弱，将更多地投入到基建领域。

图 39 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 40 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 重点关注通胀和房地产两大风险

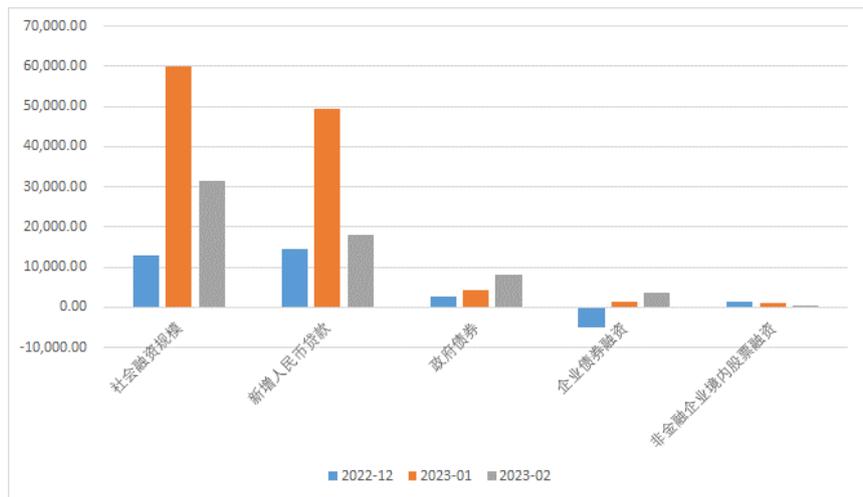
社融超预期, 企业债推动为主因。2 月社融存量同比增长 9.9%, 较上月上升 0.5 个百分点; 社融增量 31600 亿元, 市场预期 20700 亿元, 同比大幅多增 19430 亿元, 其中人民币贷款 18200 亿元, 同比多增继续扩张至 9116 亿元。从结构上看, 企业部门社融整体表现仍然亮眼, 2 月继续大幅多增 7736 亿元; 政府、居民部门融资也有所改善, 由上月少增均转为同比多增超过 5400 亿元, 其中政府债券融资 8138 亿元维持在相对高位加速社融回升。一方面今年以来国内经济快速修复, 实体经济融资需求有所恢复; 另一方面政策仍然鼓励对实体经济中长期贷款的投放。考虑到社融数据领先经济表现几个月, 预计未来几个月国内经济恢复动力仍然较强。

图 41 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 42 社会融资规模分项



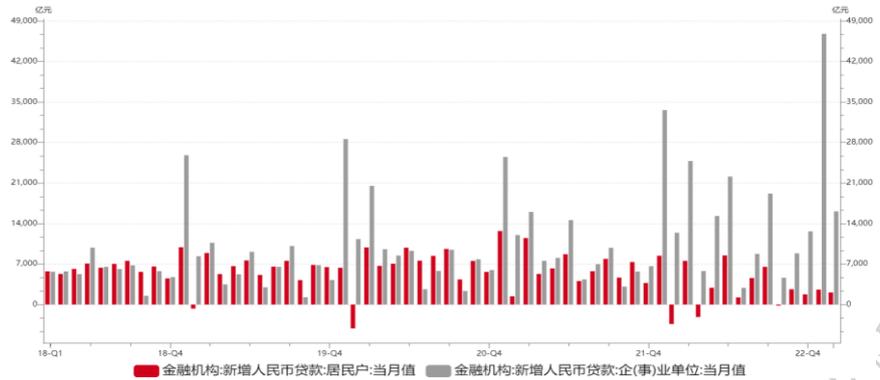
资料来源：wind，瑞达期货研究院

信贷延续“开门红”，但居民端依旧疲弱。在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，2月信贷延续了“开门红”趋势，人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增5928亿元，数据大超季节性以及预期，提振市场信心。

从结构来看，2月信贷延续“企业强、居民弱”的特征。其中，企业贷款方面，2月份，疫情所带来的冲击负向影响逐步褪去，叠加制造业进一步扩张推动，企业短期、中长期贷款仍维持同比多增。企业中长期贷款和企业短贷同比分别多增6048亿和1674亿，显示出企业贷款在总量端与结构端进一步双重改善，前期政策性开发性金融工具带动的基建项目配套融资不断跟进，中长期贷款继续高速增长。

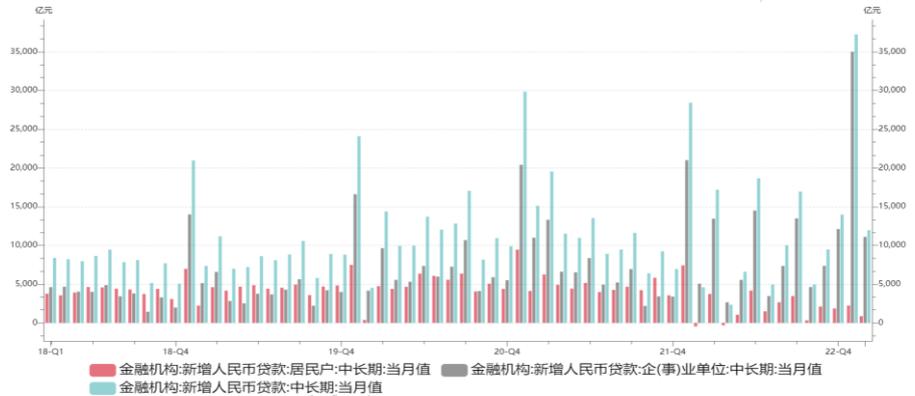
随着物流方面的持续好转及我国经济稳固复苏，2月份制造业PMI指数继续位于荣枯线上方，显示出经济景气度强有力复苏，市场信心充沛。其中生产指数回暖至56.7，处于较高景气水平，生产扩张显著，带动企业贷款需求。我国经济景气水平已明显回升，产需两端超季节性恢复，后续随着一揽子稳增长政策逐步显效，叠加国内需求的进一步修复，信贷需求依旧有望维持较好趋势。

图 43 新增人民币贷款当月值（亿元）



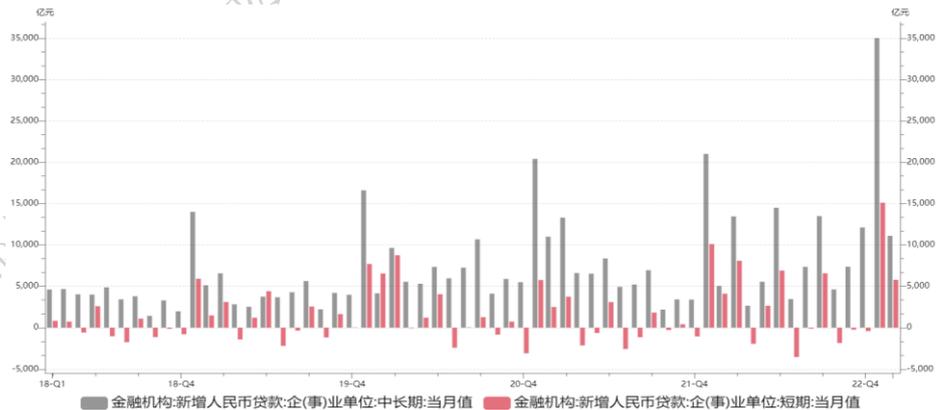
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 新增人民币贷款中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 企业端短中长贷款当月值（亿元）

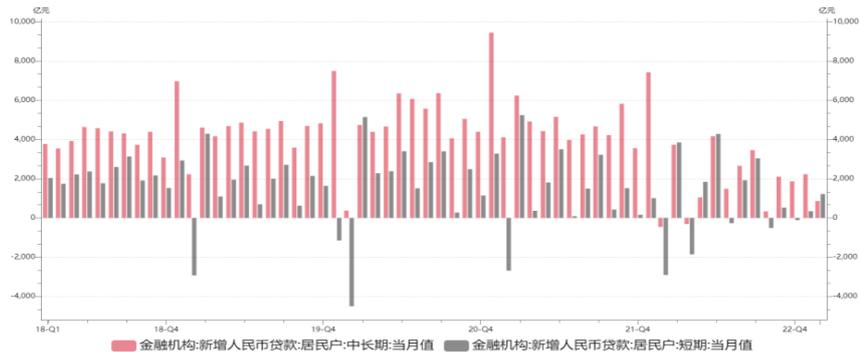


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，2 月份住户贷款增 2081 亿元，同比多增 5451 亿元，一改连续 15 月少增趋势。其中，居民短端及中长端贷款分别多增 4129 及 1322 亿元。虽说居民贷款总量依旧觉少，但已扭转此前连续少增态势。短贷同比大幅多增，说明居民消费端正稳步复苏。为

了推动消费，各家银行除了直接下调消费贷的利率之外，还推出了优惠措施，已逐步见效。而中长期端，一方面房地产市场整体景气度已有所好转，2月份14城二手房成交均值较去年节后同期约增长50%，地产三支箭落地的政策效应已初步显现；另一方面节假日过后陆续返工，地产销售季节性恢复，有助于地产改善。2023年随着疫情高峰褪去，消费底部反弹，房地产政策调整下楼市企稳，政策底出现，居民端贷款有望逐步回暖。

图 46 居民端短中长贷款当月值（亿元）

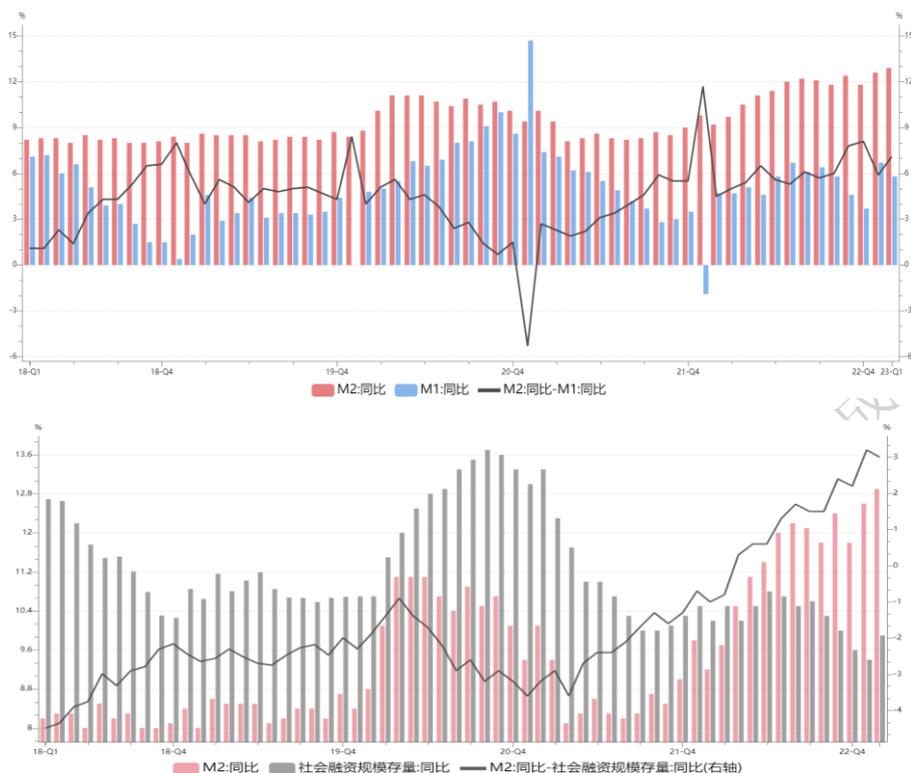


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2 创近七年新高，与 M1 剪刀差走阔。2月份M2进一步上升，同比增长12.9%，增速较上月上升0.3个百分点，达近七年内新高。M2的高增或主要受到基数效应的拉动以及派生存款的影响。M2增速与社融增速剪刀差总体偏高，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱实向虚。在二季度不排除央行后续通过引导MLF和LPR利率下行手段刺激实体经济融资需求的可能性，但相比此前下调幅度可能较为有限。后续在政策支持下信贷进一步回暖，剪刀差有望收敛。2月份M1同比增长5.8%，增速较上月回落0.9个百分点，主要是季节性因素影响，企业对经济前景预期以及实体投融资意愿目前看来较好。本月M2-M1剪刀差较11月剪刀差走阔1.2个百分点至7.1%，或表明宽信用传导路径不够通畅，居民储蓄意愿较强依旧带来一定压力。

值得注意的是，居民存款同比多增的特点在今年1月份尤其显著，但到了2月份已有了显著转变。从2月份PMI具体分项来看，制造业与非制造业从业人员指数均重回扩张区间，就业压力的缓解，也将调整整体社会风险偏好，有助于居民支出意愿改善，居民消费与信贷能力有了一定动能，后续有望进一步上调。2月社融数据总量表现较好或表明刺激融资需求政策效果有所显现，宽信用进程有望进一步推进，预计短期内货币政策仍将维持宽信用、宽货币，央行仍将维持流动性合理充裕以满足经济稳增长需求。

图 47 实体投融资意愿改善



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 48 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，2月社融数据总量超出预期，信贷依旧呈现“企业强、居民弱”的特征，但已逐步好转，宽信用政策效果逐渐显现。在政策持续落地和效果显现情况下，预计房地产景气度将持续改善，居民端加杠杆意愿将增强。金融数据能否实现继续延续“开门红”，也将成为实体经济实现修复的关键因素。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议