

2023 年 03 月 12 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

短期内货币政策外紧内松仍将是主基调

2023 年 3 月 5 日-3 月 11 日周报

◆ 市场对美联储加息速度和美联储本轮加息最终利率的预期明显升高

本周二和周三，美联储主席鲍威尔相继在美国参议院和众议院作证，汇报美联储工作进展并阐述当前美联储工作思路。在周二对参议院汇报时，关于经济运行和通胀，鲍威尔表示从强劲的劳动力市场看，美国经济衰退风险很小，同时表示当前的通胀水平仍远远高于美联储“维持价格稳定”的任务目标。对于美联储加息步伐，鲍威尔继续强调了美联储拥有工具去逐步实现 2% 的通胀率控制目标，表示如果必要，美联储或需要采取更严厉的控制措施，加息或需更大步伐。在周三对众议院汇报时，鲍威尔重申了关于联储的终端利率可能高于之前预期的观点，但强调决定将取决于会议之前发布的数据。本周，影响美联储加息预期的重要信息除鲍威尔在参政两院发表讲话外，还有 3 月 10 日美国劳工部发布的美国 2 月就业数据。美国 2 月非农就业新增 31.1 万人，预期为 22.5 万人，1 月前值的新增 51.7 万下修至 50.4 万。美国 2 月失业率升至 3.6%，预期和前值均为 3.4%。美国 2 月平均时薪同比增长 4.6%，预期 4.8%，前值 4.4%。

本周周五之前，在鲍威尔的鹰派讲话后，市场对美联储加速加息的预期经历了急速抬升：CME 数据预期美联储 3 月加息 50BP 的概率一度由 3 月 3 日（上周五）的 28.4% 上涨到 80%，对货币政策变化更敏感的美国 2 年期国债收益率也在周四之前经历了收益率总体上行，道指、纳指和标普 500 指数全面下行。

周五，美国 2 月就业数据公布后，虽然美国 2 月非农就业人数再次超预期，但美国失业率的超预期和人均工资涨幅低于预期，同时，美国硅谷银行破产事件暴露了持续加息对美国银行体系带来的风险，市场预期美联储出于风险防范考量可能会在货币政策立场上适度向鸽派倾斜，上述因素使得市场对美联储年内加息前景的预期有所削弱。截止 3 月 11 日，市场对美联储 3 月会议加息 50BP 的预期为 68.3%，年内利率高点为 5.5%-5.75%，同时四季度降息预期重燃，市场预期年末利率或从高点降至 5%-5.25%。

年初以来的一系列数据表明，美国通胀的顽固性和经济的韧性均超过市场在去年末的预期。在 3 月 22 日美联储会议之前，市场还将迎来美国 2 月通胀数据，这一数据预计将对美联储 3 月利率决策产生重要影响。若该数据再次超过预期，则美联储 3 月加息 50BP 或将成为相对“确定性”的事件。伴随着美联储加息路径和最终水平的调整，预计美股和美债市场仍会在调整预期的同时经历较大波动。

◆ 2 月通胀水平较低，当前通胀对货币政策无制约

2 月 CPI 同比+1.0%，低于市场预期的+1.8%，较上月-1.1PCTS。分食品和非食品看，2 月食品项和非食品项同比涨幅分别较上月-3.6PCTS 和-0.6PCTS，显示食品项同比走低是 2 月 CPI 同比走低的主因。CPI 食品项同比涨幅的明显回落主要受食品价格环比超季节性下跌带动。2000 年之后，春节假期主要分布在 1 月的 6 个年份 2 月 CPI 食品项环比均值为+0.9%，而今年 2 月 CPI 食品项环比为-2.0%，超季节性走弱明显。具体来看，食品项中，鲜菜、鲜果、水产以及猪肉为主的肉类超季节性走弱较明显，主

作者

符畅 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC 执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

CPI 涨幅超预期回落，通胀对货币政策无制约
—2023-03-10
出口同比增速回落但好于预期，汽车产业链显韧性 —2023-03-08
金融市场分析周报 —2023-03-08

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

要原因系节后需求降幅超预期以及天气转暖供给充足，其中，猪肉价格的走弱，相比季节性因素，更多地受到猪周期运行下，能繁母猪存栏持续恢复、生猪存栏水平回到高位影响。

扣除食品和能源后，2月核心CPI同比+0.6%，较1月-0.4PCTS，环比录得-0.2%，低于春节假期主要在1月的2017年2月和2020年2月的-0.1%，结合CPI消费品环比和CPI服务环比均低于可比年份（春节假期主要在1月的2012、2017和2020年）2月均值，显示2月消费复苏力度可能一定程度上低于此前的预期。

缺乏关键商品价格支撑之下，预计后续CPI同比难以走高：1，猪肉价格缺乏持续快速上行基础，预计后续猪肉价格同比对CPI同比的支撑相对有限。2，全球经济走弱预期之下油价相对低迷，叠加去年高基数，后续油价同比预计将持续拖累CPI同比涨幅。

2023年2月PPI同比-1.4%，与市场预期的-1.3%相近，较1月-0.6PCTS，环比为0。2023年2月PPIRM同比-0.5%，较1月-0.6PCTS，环比为-0.2%。

环比上：一方面，2月煤炭价格出现下跌，纺织、食品加工、电子制造等行业因需求恢复不及预期出厂价格环比下行，对2月PPI环比产生了一定拖累。另一方面，2月石油相关行业出厂价格环比上行，同时，因需求有所恢复，金属相关行业环比价格也出现了上行。拖累因素和支撑因素综合影响下，2月PPI环比录得0。

同比看：2023年2月各煤种价格同比有涨有跌；原油价格虽然环比变化不大，但在去年高基数影响下，同比下跌了13%左右；2023年2月钢材价格环比上行，但在去年高基数影响下，各品种钢材价格同比普遍下行。分上中下游看：2023年2月，上游的采掘工业出厂价格同比涨幅收窄，中游原材料工业出厂价格同比下行幅度加大，下游的加工工业出厂价格同比降幅亦有所加大，PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差有所缩窄，上游价格涨幅趋缓之下，制造业企业成本压力有所缓解。

预计2023年3月PPI同比继续为负：1，去年3月煤价、钢价和国际油价基数均走高，在全球经济走弱导致油价疲软，同时国内对煤和钢铁的需求未出现超预期提升导致二者价格剧烈上行的情况下，3月煤、原油和钢材价格对PPI同比的拖累作用或加大。2，3月PPI翘尾因素进一步下行，对PPI同比的压制作用将变大。

总体而言，无论是CPI角度还是PPI角度，当前我国总体通胀水平依然较低。在货币政策的考量中，无论是从目前稳增长的优先性，还是从目前较弱的通胀预期看，通胀都并非主要矛盾，不构成对货币政策的制约。

◆ 社融数据超预期，利好与隐忧并存

2023年2月新增社融3.16万亿元，明显超过市场预期的2.08万亿元，同比多增1.94万亿元。社融存量同比增速9.9%，较前值上升0.5个百分点。2022年2月，新增人民币贷款（社融口径）、新增未贴现银行承兑汇票和新增政府债券分别同比多增9116亿元、4158亿元和5416亿元，三者的同比多增支撑了2月社融时隔4个月再次实现同比多增。

2023年2月，新增人民币贷款为1.81万亿元，明显超过市场预期的1.43万亿元，同比多增5800亿元。

2月企业端新增人民币贷款1.61万亿元，同比多增3700亿元，其中短期和中长期贷款分别新增5785亿元和1.11万亿元，分别同比多增1674亿元和6048亿元。从季

节性上看，2月企业端短期和中长期信贷增量均明显超过近10年均值。在房地产融资政策持续支持和我国经济预期好转之下，房地产行业 and 制造业融资需求的增长，支撑2月企业端信贷继续维持较高增速。

2月居民端新增人民币贷款2081亿元，其中短期贷款新增1218亿元，中长期贷款新增863亿元。2月居民端新增人民币贷款同比多增5450亿元，其中短期贷款同比多增4129亿元，中长期贷款同比多增1322亿元。2月，居民端的短期贷款和中长期贷款相对明显的同比多增，与去年同期的低基数关系较大。季节性角度：2月居民新增短期贷款明显超过近10年同月均值，表明2月居民短期贷款的同比高增，除去年低基数因素之外，消费的持续复苏下居民短期贷款的超季节性增长也是重要原因；2月居民新增中长期贷款明显低于近10年均值，表明2月居民中长期贷款的同比多增，更多的是由于去年同期过低的基数所致。居民新增中长期贷款与历史同期相比的相对弱势，或预示着2月房地产销售的复苏情况可能并不如预期乐观。

2月M2余额同比+12.9%，较上月+0.3PCTS，M1余额同比+5.8%，较上月-0.9PCTS。2月M2增速虽然较高，但M1增速下降，且M1同比-M2同比之差较1月明显下行，结合2月企业端存款新增1.29万亿元，同比多增1.15万亿元，显示企业对将存款活期化用于项目投资的态度仍然相对谨慎，企业预期仍需进一步改善。此外，2月居民存款新增7926亿元，新增额度录得2007年以来春节假期主要位于1月的5年中的最高值，显示居民预防性储蓄需求仍然较强，居民预期也存在着较大的改善空间。

总体来看，2月的金融数据亮点与隐忧兼备。2月社融增量和信贷增量均实现同比多增，且明显超市场预期，显示经济系统融资需求进一步修复。排除低基数效应后，从季节性角度，企业中长期和短期贷款、居民短期贷款均表现较好，但居民中长期贷款和历年同月仍然差距较大，显示居民购房改善力度或不及预期。此外，M1与M2增速差的走阔以及居民端存款的高增，反映出企业和居民的预期均存在进一步改善的空间。

◆ 央行结束逆回购万亿滚续，资金利率边际收紧，3月降准可期

本周（3月6日-3月10日），逆回购方面，央行逆回购操作规模逐步缩减，累计投放7D逆回购320亿元，利率维持2.0%。另外，本周有10150亿元逆回购到期，实现净回笼流动性9830亿元。货币市场方面，跨月结束后资金利率接近政策利率，截止3月3日，DR007报收2.03%，较上周五上升11BP；SHIBOR1W报收2.01%，较上周五上升8BP。

本周央行结束了2月以来公开市场逆回购的万亿滚续操作，操作规模降至百亿，货币市场资金利率波动振幅较大。货币市场资金利率波动中枢自去年三季度以来处于持续上升态势，年后银行间市场流动性处于偏紧状态，2023年1月DR007月度均值达1.91%，2月月度均值超过政策利率达到2.11%。

本轮流动性收紧主要是由需求端驱动，年初财政前置发力叠加企业预期改善带来的融资需求高企，使得社融和信贷数据规模表现亮眼。上涨的融资需求大部分通过银行信贷满足，银行大量的信贷投放消耗超储的同时增加了缴准压力，也增加了银行中长期资金的压力。3月15日有2000亿元MLF到期，央行有望通过MLF大幅增量续作、降准等多种方式补充中长期流动性，稳定市场预期。

◆ 内需恢复节奏缓于预期，债市情绪转好

截至3月3日,我国10年期国债收益率报收2.86%,较上周五下行4BP。同业存单发行利率徘徊在政策利率附近,1年期国有银行同业存单发行利率报收2.74%。3年期AAA级信用利差本周五录得37BP,较上周五下行3BP,债市整体情绪转好,长端利率债收益率有望进一步下探。

去年12月疫情措施优化带来的经济恢复“强预期”已经兑现,市场当前回归审视“弱现实”,本周公布的通胀数据和进出口数据交叉验证,表明我国内需的恢复节奏缓于预期,债市整体情绪较为积极。2月CPI同比+1.0%,低于市场预期的+1.8%,较上月-1.1PCTs。PPI同比-1.4%,与市场预期的-1.3%相近,全球经济走弱预期之下油价相对低迷,关键商品价格缺乏支撑,叠加去年高基数影响,通胀走势短时间内难有逆转。另一方面,进口同比增速较市场预期有超过6PCTs的回落,由进口数据的萎缩而呈现出衰退式贸易顺差。往后看,美国通胀展现出超预期的韧性,美联储坚持通过保持限制性水平抑制通胀发展,外需难有进一步改善的空间;而国内稳经济政策逐步落地以及房地产市场的回暖或将带动国内需求将快速回暖,对进口形成支撑。因此,贸易顺差可能进一步回落,净出口对经济的支撑作用逐步减弱,整体基本面对债市的压力有限。

资金面上,进入3月后资金利率稍有回落,但银行间市场整体流动性仍处于边际趋紧的状态,相较于去年流动性极宽松的状态,年内资金利率波动中枢上移。但央行保持流动性合理充裕的初衷难以改变,目前市场利率波动中枢已经靠近2%的政策利率,央行无意引导资金价格的进一步上升,因此资金面的掣肘或存在上限,对债市情绪的影响难以再上一个台阶。

图1 美国通胀预期 (%)



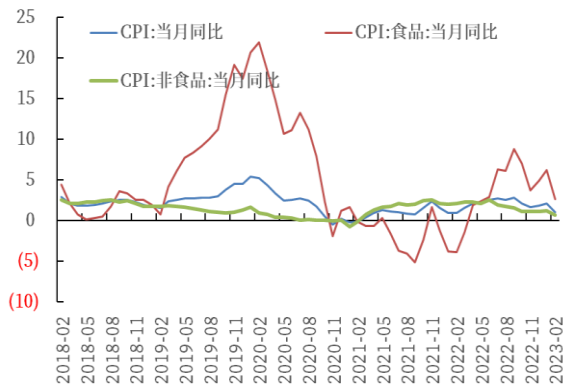
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 10年期和2年期美债收益率走势 (%)



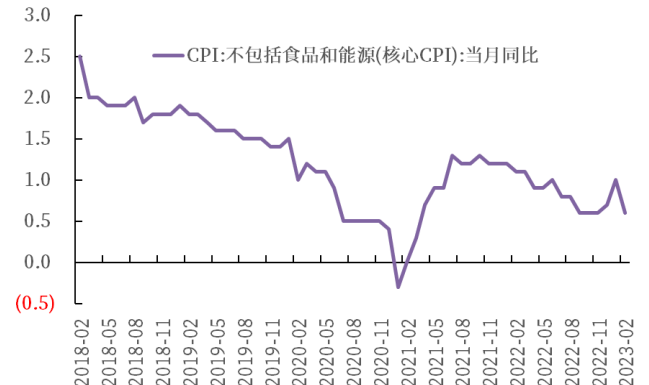
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 核心 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI 分项目环比与春节假期在 1 月的年份的季节性比较 (%)

	本月环比比较可年份同月均值	可比年份同月均值	2023-02	2020-02	2017-02	2012-02	2009-02	2004-02	2001-02
CPI环比	-0.57 PCTS	+0.07	0.50	+0.80	-0.17	0.10	0.00	-0.20	-0.10
CPI食品项环比	-2.85 PCTS	+0.85	-2.00	+4.30	-0.60	-0.30	+0.80	+0.30	+0.60
CPI非食品项环比	+0.03 PCTS	-0.23	-0.20	-0.20	-0.10	0.00	-0.40	-0.50	-0.20
CPI消费品环比	-1.00 PCTS	+0.40	-0.60	+1.40	-0.10	-0.10	-	-	-
CPI服务环比	-0.17 PCTS	-0.23	-0.40	-0.20	-0.30	-0.20	-	-	-

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_53099

