

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《坚定做好经济工作，把稳增长放在首要位置》 - 2023.03.05

宏观研究

投资、就业、消费的复苏链条顺序修复；海外有波动，不改趋势

● 核心观点

3月第二周，大宗商品价格涨少跌多。美债收益率下行，美股下跌；美元指数走强，人民币汇率走贬；中债收益率下行，A股下跌。

2月新增信贷1.8万亿，为历年2月最高投放额，同比多增5800亿。继2月中采制造业PMI跳升后，超预期的信贷投放再次证实经济超预期复苏。从融资需求看，仍然以企业部门为主力，企业融资延续了总量高增且结构良好的状态。对于企业融资需求的来源，基建可能仍然是主要动力，房地产融资正在逐步回升。居民贷款成为新的融资需求扩张边际增量。财政保持“靠前发力”，助力经济复苏。居民消费尚弱，等待收入提振。向前看，市场关注信贷社融高增的持续性。3月份大概率延续超预期扩张，再拉长期限，可以从两个方面来理解，一是政策驱动部分，另一个是市场内生部分。对于海外流动性环境紧缩，虽然本周预期持续恶化，但是如果回归美联储决策的根本依据中，劳动力市场强劲表现的持续性以及经济和金融系统的脆弱性风险可能都将促使其重新考虑货币政策步伐。持续看好稳增长“投资先行”的基建、房地产相关产业链，以及“总体国家安全观”指引的核心技术赛道、军事改革和装备、种源、新能源体系建设（重点关注氢能方向）。

● 风险提示：

国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	9
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	14
3 风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2： 下周重点关注.....	20

1 大类资产表现

3月第二周，大宗商品价格涨少跌多。美债收益率下行，美股下跌；美元指数走强，人民币汇率走贬；中债收益率下行，A股下跌。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/3/3	2023/3/10	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	85.83	82.78	-3.6%	-3.6%
WTI原油	美元/桶	80.26	79.68	76.68	-4.5%	-3.8%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,854.60	1,867.20	2.2%	0.7%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,945.00	8,755.00	4.4%	-2.1%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,361.50	2,249.00	-4.7%	-4.8%
动力煤	元/吨	921.00	801.00	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	4,346.00	4,387.00	5.4%	0.9%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.86	4.60	19	-26
美债10Y		3.88	3.97	3.7	-18	-27
标普500		3839.5	4045.64	3861.59	0.6%	-4.5%
外汇						
美元指数		103.4895	104.5288	104.6502	1.1%	0.1%
美元兑离岸人民币		6.9210	6.8972	6.9389	0.3%	0.6%
中债						
1年中债		2.1491	2.3098	2.2198	7.07	-9.00
10年中债		2.8436	2.9109	2.8706	2.70	-4.03
A股						
上证综指		3089.26	3328.39	3230.08	4.6%	-3.0%
沪深300		3871.63	4130.55	3967.14	2.5%	-4.0%
创业板指		2346.77	2422.44	2370.36	1.0%	-2.1%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

经济复苏途中，企业融资需求保持旺盛。2月新增信贷1.8万亿，为历年2月最高投放额，同比多增5800亿。继2月中采制造业PMI跳升后，超预期的信贷投放再次证实经济超预期复苏。从融资需求看，仍然以企业部门为主力，企业融资延续了总量高增且结构良好的状态。

首先，从表内信贷投放看，2月企业中长贷新增1.1万亿，同比多增6000亿，维持历年同期高位投放水平；企业短贷新增5785亿，同比多增1675亿，仅低于2020年同期投放量。但是2020年存在特殊原因，疫情冲击导致企业中长期融资需求疲软，同时在停工停产环境中应对日常经营开支对短期流动性需求上升，因此与当前经济复苏环境下的可比性较低。而剔除2020年以后，2月企业短贷增

量为最高值，反映企业运营活动性较高。另外，票据融资负增近千亿，继续充当融资需求强劲环境中银行扩充信贷供给的工具。

其次，结合债券融资看，2月企业债券融资 3644 亿，在 1 月低增后回升。企业债券融资恢复正常水平，同时企业信贷延续高增，反映企业信贷的增长并不依赖于企业债券融资的低迷，即开年企业信贷爆发并非源于企业债券融资减少后的替代效应，企业融资需求在实实在在的扩张。

对于企业融资需求的来源，基建可能仍然是主要动力，房地产融资正在逐步回升。百年建筑网 2 月下旬调研数据显示，基建开复工率 87.3%，房建开复工率 84.1%，同时劳务到位率方面基建项目也明显更好。另外，根据克尔瑞统计，2 月 80 家典型房企的融资总量为 424.73 亿元，环比减少 24.1%，同比增加 9.5%；其中房企境内债权融资 386.42 亿元，环比减少 1.9%，同比增加 26.8%。虽然房企整体融资仍在筑底阶段，但同比增幅超 20%反映房地产融资逐步回升。

居民贷款成为新的融资需求扩张边际增量。虽然融资需求仍然以企业部门为主力，1.8 万亿新增贷款中 1.6 万亿来自企业部门，但信贷同比增幅在 2 月切换为居民部门主导，2 月新增信贷同比多增 5800 亿，其中 5450 亿来自居民部门，反映居民融资需求的恢复成为推动融资需求扩张的边际力量。2 月商品房成交强势复苏，克尔瑞监测 30 个城市成交面积同环比涨幅均超 4 成，前 2 个月累计成交已止跌。商品房市场回升可能是带动居民融资需求恢复的主要原因。

从信贷投放看，2 月居民中长贷新增 863 亿，虽然金额仍偏低，但这是在春节假期影响下的投放，同比变动额在 2021 年 11 月以后首次转正。值得注意的是，居民短贷跳升至 1218 亿，为历史同期最高。可能有两个原因：一方面，往年 2 月普遍为居民短贷净下降，即居民偿还春节期间贷款，今年 1 月消费贷款增长不旺，那么 2 月偿还贷款需求亦不强；另一方面，由于授信条件限制，部分购房融资需求可能异化表现为居民短贷需求。2 月 17 日银保监会发布多张罚单，对中国银行、民生银行、渤海银行开展的支持民营企业及小微企业重大政策落实专项现场检查中发现，上述机构存在贷款资金被挪用、统计数据不真实、重大关联交易审议程序不规范等违法违规行为；对建设银行、渣打中国开展的风险管理及内部控制有效性现场检查中发现，上述机构存在服务收费质价不符、贷款管理

严重违反审慎经营规则、理财业务投资运作不合规等多项违法违规行为。我们继续强调，在基建投资带动企业融资需求扩张之后，房地产相关的企业、居民贷款接棒情况是本轮宽信用、经济复苏持续性的重要影响因素，目前来看在向好的方向发展。

财政保持“靠前发力”，助力经济复苏。2月社融3.16万亿，同比多增1.9万亿，社融余额同比增速反弹至9.9%。在信贷以外，政府债券多增，表外融资少减是重要贡献。其中，未贴现银行承兑汇票同比少减4158亿，与表内票据融资少增4000亿基本相当。2月地方政府债券净融资3660亿，与去年2月3867亿基本相当。2022年我国一系列宏观政策靠前发力，最典型的是地方政府专项债发行进度在1季度就达到36%高位。2023年以来粗略估算地方政府专项债发行近9000亿，约占今年地方政府专项债新增限额的23%，与2022年前两个月24%接近。反映虽然今年并未强调“靠前发力”，但保证政策连续性的指引已隐含了“靠前发力”的政策继续执行。另外，2月存款增长2.81万亿，M2同比续升至12.9%，全社会资金量持续有力扩张，M1同比回落至5.8%，受基数回升影响。其中，政府存款增长4500亿，与2017、2019、2020年趋势接近，在这三年开年财政存款高增后均伴随了3月的集中发力，因此年初财政存款的积累也为此后财政发力积攒力量。

居民消费尚弱，等待收入提振。2月居民存款增长7900亿，与春节位置相似的2017年、2022年相比仍然偏高，但横向比较去年末2万亿以上的水平已连续两个月下降，伴随经济复苏居民囤积存款的倾向在弱化。但是消费的复苏可能仍然偏慢。2月CPI同比1%，较前值1.8%大幅下行，同时核心CPI同比0.6%，在1月跳升后回落至去年末水平。2月CPI、核心CPI基数变动不明显，主要拖累在于新涨价因素。2月CPI环比-0.5%，弱于季节性，受食品价格、核心CPI共同拖累。2月猪价持续低迷，菜价由涨转跌，同时交通通信、教育文化娱乐价格在1月春节推动的高涨后明显回落，反映居民消费疲软。这可能是在房地产市场以外，压制市场对经济复苏预期的另一重要因素。就像我们此前强调不要高估超额储蓄

对消费的推动力量一样，当下我们想强调，不要低估投资带动经济开门红之后就业改善、居民收入增长对于消费的根源性驱动力。

向前看，市场关注信贷社融高增的持续性。3 月份大概率延续超预期扩张，再拉长期限，可以从两个方面来理解，一是政策驱动部分，另一个是市场内生部分。对于前者来说，供给和需求不分家，以基建融资为代表的融资需求，与商业银行信贷供给实质均在稳增长政策的指引下，因此这一部分的核心是政策。2023 年政府工作报告提到，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合。并且央行在 2022 年四季度货币政策执行报告中提到，稳固对实体经济的可持续支持力度。对于“连续性”、“可持续性”的强调，大概率指向未来一个季度的政策取向是稳定的，那么基建融资的增长大概率也是稳定的。而下半年的政策则与第二部分有关，即市场内生部分。对这部分融资的增长来说，需求的重要性要高于供给，主要与房地产市场、消费、制造业投资有关，而从终端需求看，核心在于房地产。2020 年下半年到 2021 年上半年出现的房价上涨，证实在居民信心正常环境中储蓄存量支撑反弹；当前与彼时的差距在于 2022 年以来的房企风险事件扩散冲击居民信心，而 2 月以来商品房销售的止跌回升可能是居民信心恢复的初步信号。因此，市场内生融资有望伴随房地产市场的恢复逐步提升，而整体的实体经济融资有望维持较高水平。至于市场内生融资对政策的约束，主要关注通胀压力的演变，当前来看，年内风险可控。

海外市场大幅波动，宜全面评估美联储紧缩条件。本周鲍威尔在国会听证会上的证词，引燃市场 3 月加息 50bp 的预期，叠加 2 月美国新增非农就业人数再超预期及硅谷银行风险事件，海外市场大幅波动。美国 2 月新增非农就业 31.1 万，再度大超预期 22.5 万，但失业率升至 3.6%，较预期和前值 3.4% 反弹，同时平均时薪同比增 4.6%，低于预期 4.8%，前值 4.4%。就业数据的持续增长强化了美联储加息的底气。在此之前，鲍威尔表示，今年初的强劲数据可能促使美联储不再继续放缓、而是加快加息的脚步，最终利率可能超过美联储之前预期水平，本周市场对于 3 月议息会议加息 50bp 的概率一度达到 80%。但是美联储今年的货币政策节奏可能不宜过于关注短期表面数据，而应全面评估其紧缩条件。

首先是劳动力市场的强劲能维持多久？表面来看，2月新增非农就业人数达到31万人高位，但是可能受到异常因素的影响。其中最明显的是偏高的气温，对天气最敏感的行业通常是建筑，采矿和伐木，休闲和酒店，零售贸易和制造业，这些行业恰恰是近期就业增长的大头。如果剔除异常天气的影响，圣路易斯联储估算2月新增非农就业人数将降至21.7-24.8万人左右，属于疫情以来的较低水平。另外，中期维度上，报告《“强衰”or“弱衰”？关注5月的“意外”冲击》中提到，拜登将在5月11日结束新冠疫情国家紧急状态和公共卫生紧急状态，意味着第42条（Title 42）边境政策的结束，该政策允许边境官员为了保护公众健康而驱逐外国非法移民并忽略庇护申请。而2022年移民崩溃导致的缺口约在110万人，约占美国劳动力缺口的1/4。同时，休闲酒店业等低门槛服务业是近期美国新增非农就业的主要领域之一，一旦5月第42条边境政策结束，移民重新涌入美国，可能迅速填充这些就业缺口，并将劳动力市场扭转为供过于求，紧接着就是失业率跳升和薪资增长的放缓。届时市场的焦点将不再是劳动力市场的紧张，而将切换至经济衰退。

其次，美联储快速强力加息预期的影响正在浮现。本周在Silvergate Capital Corp.宣布自愿清算银行业务后，加州金融保护与创新部关闭了硅谷银行，并将美国联邦存款保险公司（FDIC）指定为接收方，介入后续存款保险事宜。硅谷银行破产与客户集中在科技和生物行业的初创公司，资产负债错配程度高等直接因素有关，但是美联储连续加息抬升了美国国债收益率，是其资产亏损的外部诱因。利率风险敞口大同时面临美联储加息的外部环境，导致其2022年四季度净利差环比三季度大幅收窄28bp至2%。在美联储收紧货币政策的过程中，此前在低利率环境中有利可图的策略面临的风险急剧放大，连续5年被福布斯评选

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_53100

