

## 疫情风险消除 国内经济春暖花开

### 摘要:

作者: 宏观与大类资产研究中心 李彦森

执业编号: F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式: 010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2023年4月9日星期日

一季度经济数据显示, 产出、消费、投资增速均超预期加速。产出端来看, 工业增加值上涨抵消价格下跌, 名义产出显著提速, 有助于企业营收和利润改善。需求走强和乐观情绪向上传导, 原材料行业普遍好转。需求方面, 投资需求受到基建和制造业持稳、地产修复带动, 预计今年基建投资对经济带动作用下降, 但能够维持稳定增长。经济好转加速、企业信心改善、融资成本下降等推动制造业投资稳中有升。房地产在政策支持下销售回升, 行业流动性将持续修复, 有利于地产投资上行。消费在不受到疫情影响后叠加春节因素大幅增长, 预计未来仍有持续性。价格指数总体下行, 尤其是PPI 同比持续刷新低位。通胀对政策无约束。贷款、社融数据表现强势, 金融市场流动性已开始加速流入实体经济。央行超预期降准, 继续推动信用扩张。二季度货币政策或维持观望, 但宽松方向不变。财政收入恢复后, 财政空间扩大, 但需要关注土地出让收入改善情况。而在基本面、利差等因素影响下, 人民币汇率仍将进一步升值。综合来看, 疫情影响结束后经济供需两面呈现全面修复的态势, 基建、制造业是支持内需稳定的因素, 消费和地产投资改善程度, 则决定经济上行斜率。二季度经济仍乐观, 风险主要在海外需求。预计典型情境下全年GDP 增速易超5%。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

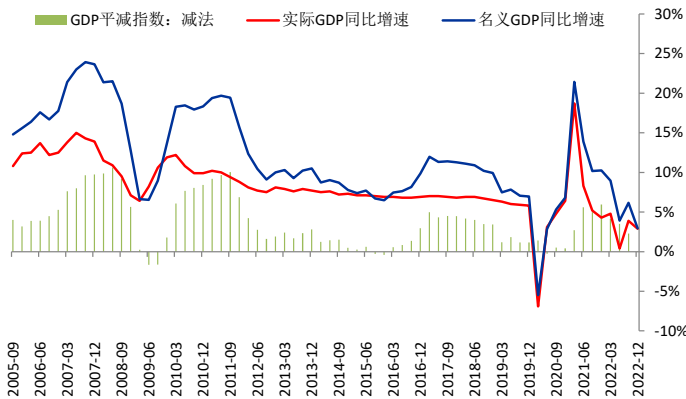
## 目 录

第一部分	供需全面改善 经济进入修复趋势 .....	3
一、	产出明显回升 行业分化需关注 .....	4
二、	基建、制造业投资持稳 地产投资修复 .....	6
三、	消费大幅改善 年内仍有向上空间 .....	9
四、	外贸短期修复后仍需关注风险 .....	10
五、	利润短期回落 后期将有改善 .....	11
第二部分	通胀继续回落 PPI 刷新低位 .....	12
一、	春节叠加基数影响 CPI 先升后降 .....	13
二、	PPI 持续下行 上半年仍将在低位 .....	14
第三部分	货币政策维持宽松 财政状况将好转 .....	15
一、	居民融资提振社融 降准助力信用扩张 .....	15
二、	财政收入将有改善 全年支出仍有保障 .....	19
第四部分	人民币震荡上涨趋势或将延续 .....	21

## 第一部分 供需全面改善 经济进入修复趋势

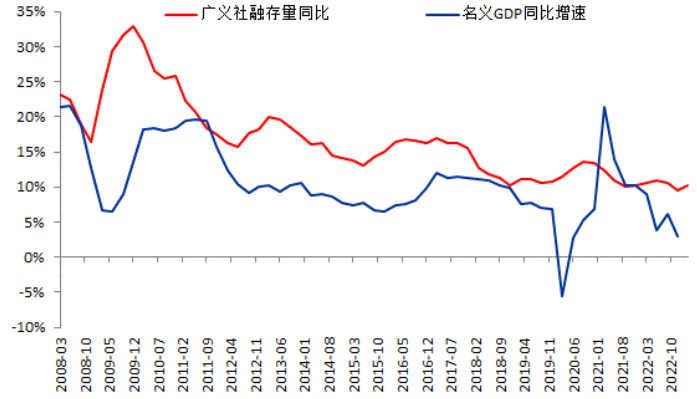
一季度经济数据显示，产出、消费、投资增速均超预期加速。产出端来看，工业增加值上涨抵消价格下跌，名义产出显著提速，有助于企业营收和利润改善。需求走强和乐观情绪向上传导，原材料行业普遍好转。但制造业分化加大，尤其电子制造业偏弱。需求方面，投资需求受到基建和制造业持稳、地产修复带动，预计今年基建投资对经济带动下降，但能够维持稳定增长，不会成为拖累项。经济好转加速、企业信心改善、融资成本下降等推动制造业投资稳中有升。房地产在政策支持下销售回升，行业流动性将持续修复，有利于地产投资上行。消费在不受到疫情影响后，叠加春节因素出现大幅增长，尤其线下场景服务消费增长显著，地产相关消费则跟随房屋销售上升。后期低收入者收入的改善，有助于收入-消费-收入内生逻辑回归，叠加扩内需的战略和政策支持，消费复苏具有持续性。综合来看，疫情影响结束后经济供需两面呈现全面修复的态势，库存周期或仍在主动加库存阶段，未来仍可维持乐观。风险主要在于海外需求，虽然近期外需维持韧性但其持续性有待验证，对科技行业的打压也扰动供给结构。基建、制造业是支持内需稳定的因素，消费和地产投资改善程度，则决定经济上行斜率。预计典型情境下 GDP 增速将超过 5%。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 2 广义社融与名义 GDP 增长关系



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

表 1 不同情境下的全年 GDP 增速预期

2023	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比 增速	5.00%	8.50%	5.50%	5.50%	6.10%
	4.50%	8.00%	5.00%	5.00%	5.60%
	4.00%	7.50%	4.50%	4.50%	5.10%
	3.50%	7.00%	4.00%	4.00%	4.60%
	3.00%	6.50%	3.50%	3.50%	4.10%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

表 2 近一年主要经济数据变动情况

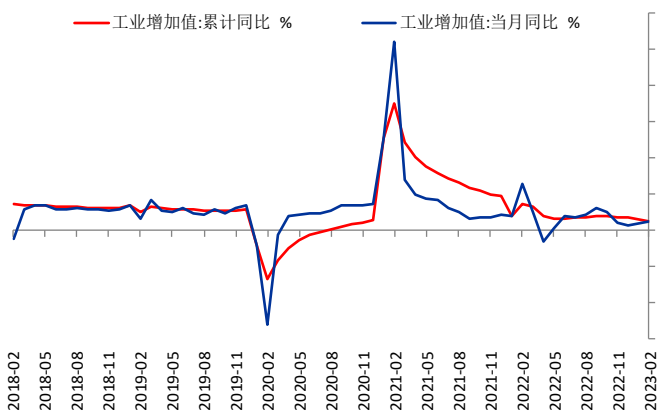
数据名称	单位	2021	2022	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
实际GDP:累计同比	%	8.40	3.00	--	--	2.50	--	--	3.00	--	--	3.00	--	--	--
名义GDP:累计同比	%	13.39	5.31	--	--	6.27	--	--	6.24	--	--	5.31	--	--	--
工业增加值:累计同比	%	9.60	3.60	4.00	3.30	3.40	3.50	3.60	3.90	4.00	3.80	3.60	-9.79	2.40	--
制造业PMI	点	50.54	49.14	47.40	49.60	50.20	49.00	49.40	50.10	49.20	48.00	47.00	50.10	52.60	51.90
出口金额:累计同比	%	29.62	7.00	12.26	13.14	13.86	14.53	13.53	12.51	11.08	8.92	7.00	-10.50	-6.80	--
进口金额:累计同比	%	30.05	1.03	7.80	6.89	5.63	5.00	4.28	3.78	3.34	1.89	1.03	-21.40	-10.20	--
贸易差额:累计值	亿美元	6704	8778	2033	2817	3790	4816	5624	6464	7313	8001	8778	1001	1169	--
固定资产投资:累计同比	%	4.90	5.10	6.80	6.20	6.10	5.70	5.80	5.90	5.80	5.30	5.10	--	5.50	--
房地产投资:累计同比	%	4.40	-10.00	-2.70	-4.00	-5.40	-6.40	-7.40	-8.00	-8.80	-9.80	-10.00	--	-5.70	--
基建投资:累计同比	%	0.21	11.52	8.26	8.16	9.25	9.58	10.37	11.20	11.39	11.65	11.52	--	12.18	--
制造业投资:累计同比	%	13.50	9.10	12.20	10.60	10.40	9.90	10.00	10.10	9.70	9.30	9.10	--	8.10	--
名义社会消费:累计同比	%	12.50	-0.20	-0.20	-1.50	-0.70	-0.20	0.50	0.70	0.60	-0.10	-0.20	--	3.50	--
实际社会消费:累计同比	%	10.70	-2.82	-2.54	-4.00	-3.40	-3.01	-2.33	-2.14	-2.24	-2.82	-2.82	--	--	--
GDP平减指数:累计同比	%	4.60	2.24	--	--	3.68	--	--	3.14	--	--	2.24	--	--	--
CPI:累计同比	%	0.90	2.00	1.40	1.50	1.70	1.80	1.90	2.00	2.00	2.00	2.00	2.10	1.50	--
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.90	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00	0.90	0.90	0.90	0.90	1.00	0.80	--
PPI:累计同比	%	8.10	4.10	8.50	8.10	7.70	7.20	6.60	5.90	5.20	4.60	4.10	-0.80	-1.10	--
PPIRM:累计同比	%	11.00	6.10	11.20	10.80	10.40	9.80	9.10	8.30	7.50	6.70	6.10	0.10	-0.20	--
M2:存量同比	%	9.00	11.80	10.50	11.10	11.40	12.00	12.20	12.10	11.80	12.40	11.80	12.60	12.90	--
贷款余额:存量同比	%	11.60	11.10	10.90	11.00	11.20	11.00	10.90	11.20	11.10	11.00	11.10	11.30	11.60	--
社融规模:存量同比	%	10.30	9.60	10.20	10.50	10.80	10.70	10.50	10.60	10.30	10.00	9.60	9.40	9.90	--

数据来源: Wind、方正中期研究院

## 一、产出明显回升 行业分化需关注

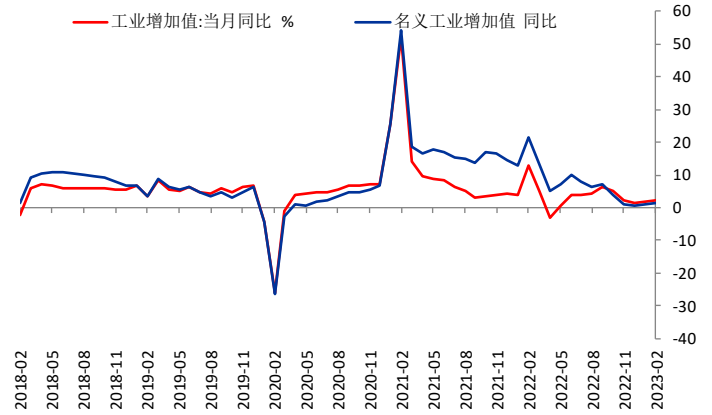
1-2月工业增加值增速回升,实际产出加速抵消价格下跌影响后,名义产出也有显著加快,这对企业营收和利润改善有所帮助。产销率出现明显回落,或受到产出加速影响。出口交货值则稍强于季节性与出口数据表现一致。分项情况显示,投资端和情绪面的改善正传导至上游的原材料行业。中游狭义制造业分化增加,尤其是电子制造业表现偏弱,主要工业品产量也反映出这一问题。3月以来情况显示,产出端短期依然维持稳定,库存周期或仍在主动加库存阶段。国内需求维持稳定的情况下,仍需要关注海外需求回落影响,以及对科技行业受到打压造成的供给扰动。

图3 中国工业增加值同比增速



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图4 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

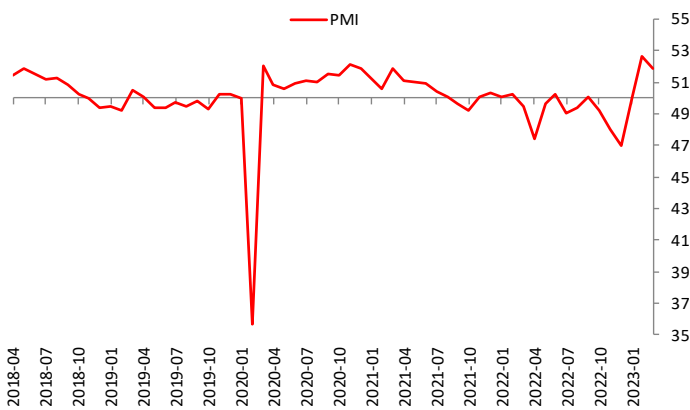
表3 工业增加值分项数据

官方同比	下游行业					中游行业											上游行业							
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天设备制造业	电力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业	
2023/02	3.7	0.3	-3.5	-3.1	-1.0	-1.3	3.9	13.9	-2.6	9.7	2.3	5.9	6.7	0.7	-3.5	#N/A	5.0	4.2	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	47.7
2022/12	-0.1	-2.0	-3.0	-1.4	-5.9	-3.4	-0.5	10.8	1.1	2.0	8.6	2.8	6.3	-1.8	-7.3	11.0	3.7	6.7	21.0	-1.0	-4.1	22.1	47.7	
2022/11	-2.0	-2.9	-4.7	-3.2	4.9	-0.9	2.3	12.4	-1.1	-2.9	-1.0	9.4	9.4	1.6	-3.4	10.8	5.5	7.2	25.8	-3.0	-5.0	8.1	45.3	
2022/10	0.3	-2.0	-4.2	1.6	18.7	2.0	3.0	16.3	9.4	0.5	4.1	10.2	6.8	3.1	-0.8	9.8	3.0	6.7	16.7	-2.1	-3.6	16.7	34.7	
2022/09	2.7	1.5	-1.6	-7.5	23.7	2.3	4.9	15.8	10.6	7.6	2.2	10.6	7.8	0.8	1.4	12.1	7.7	4.5	22.3	-2.2	2.1	2.4	21.3	
2022/08	2.5	-2.3	-5.1	-13.1	30.5	0.8	4.5	14.8	5.5	5.8	15.3	-1.3	3.6	-5.0	-1.2	3.8	5.8	2.3	9.6	8.3	-3.6	14.4	25.2	
2022/07	2.8	-0.8	-4.8	-10.3	22.5	-0.4	4.0	12.5	7.3	7.6	10.4	-4.3	2.3	-3.8	-1.5	4.7	11.0	4.5	4.0	6.8	-1.1	10.9	36.3	
2022/06	3.0	-0.3	-3.9	-8.5	16.2	1.1	6.0	12.9	11.0	6.7	3.2	0.6	4.9	-3.7	1.0	5.4	11.2	3.6	16.2	8.0	-1.7	2.0	20.4	
2022/05	3.5	1.6	-3.5	-12.3	-7.0	-6.8	1.1	7.3	7.3	-0.1	-0.8	-2.7	3.4	-5.4	-2.7	5.0	8.2	6.6	5.8	9.9	-2.4	3.3	13.9	
2022/04	0.1	-0.1	-6.3	-3.8	-31.8	-15.8	-5.5	1.6	4.9	-6.0	0.9	-4.2	1.4	-6.2	-8.1	-0.6	13.2	7.2	3.8	8.9	-4.5	8.9	-6.2	
2022/03	3.8	6.1	0.7	10.1	-1.0	-0.7	7.6	10.6	12.5	1.1	3.9	-1.6	6.2	1.6	0.8	3.0	16.7	5.7	12.2	11.4	4.2	2.4	76.7	
2022/02	7.4	6.5	4.9	12.9	7.2	5.0	8.8	13.6	12.7	4.2	6.0	-2.9	4.4	1.3	2.0	3.0	11.1	6.3	11.9	13.8	5.4	10.0	-11.9	
2021/12	9.1	5.7	-2.4	8.6	2.8	1.5	7.4	5.8	12.0	-2.0	7.9	-2.5	-0.8	-0.2	0.0	1.2	12.2	-0.7	2.8	0.2	5.7	9.1	-1.4	
2021/11	9.0	7.0	-3.5	17.0	-4.7	2.8	4.0	9.4	13.5	3.6	10.1	-11.2	-1.2	-4.0	-2.0	-0.9	9.6	0.4	-1.4	1.5	4.0	20.3	-33.6	
2021/10	6.8	3.3	-5.9	16.3	-7.9	1.0	7.2	5.3	14.0	6.5	10.7	-12.8	0.0	-4.1	-5.4	0.8	9.2	5.7	-3.4	-0.8	-0.7	5.5	-15.2	
2021/09	2.8	2.5	-5.8	26.5	-8.2	3.0	8.8	6.8	9.5	7.9	8.9	-9.7	1.2	-1.1	-3.9	0.0	2.9	9.2	-2.8	0.2	-3.6	5.3	5.4	
2021/08	6.4	7.2	-2.5	32.9	-12.6	6.7	8.7	10.3	13.3	1.3	5.0	-5.3	2.8	4.4	0.4	5.5	2.3	7.0	-1.8	-5.6	-2.5	18.1	15.9	
2021/07	5.0	5.9	-1.0	25.3	-8.5	7.6	5.3	10.3	13.0	4.6	12.7	-2.6	2.3	5.9	1.1	6.6	0.3	4.4	-1.4	-9.9	2.9	3.9	-25.0	
2021/06	6.6	9.6	-1.3	32.5	-4.3	13.9	10.5	15.0	13.4	6.8	10.8	4.1	2.4	8.7	3.9	9.8	-1.3	5.1	0.5	-6.9	5.4	12.3	-20.1	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

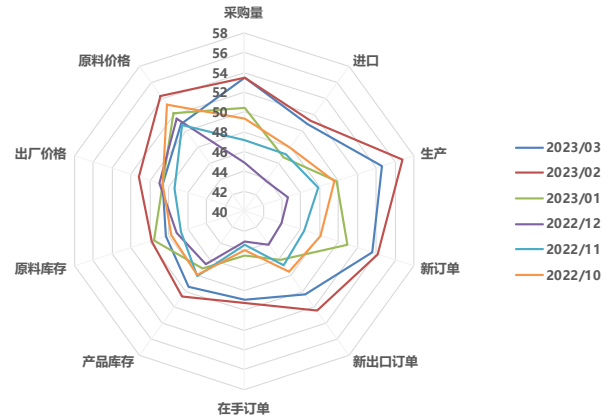
年初以来 PMI 持续位于扩张区间。截至 3 月，官方制造业 PMI 增速放慢但仍超预期，非制造业带动综合 PMI 上升，经济从高斜率修复进入平稳期。制造业 PMI 中，生产回落速度快于新订单，供需增速稍有减慢，但绝对增长仍较快。新出口订单下降显示外贸边际修复减慢。就业指标也反映出就业压力。供应商配送表明交运状况完全恢复后，进一步上升动能削弱。进口量、采购量变动对应加库存步伐的放缓，结合经营预期看，企业乐观情绪稍有转弱。分企业规模看，指标的边际改善集中在大型和小型企业，二者分别得益于上游原材料行业好转与稳经济政策。情况表明，年初经济从去年四季度底部快速回升后，上行斜率减慢是向潜在增速的正常回归。内生增长动力仍在，向上趋势不变，但行业可能持续分化。库存周期受到分项指标分歧放大影响，出现类似被动去库存的扰动，预计后期仍将重回主动加库存，整体加库存趋势不变。此外，仍需关注房地产销售对上游投资带动情况，以及外需面临的风险。

图 5 PMI 总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 6 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

表 4 官方 PMI 主要分项变动情况

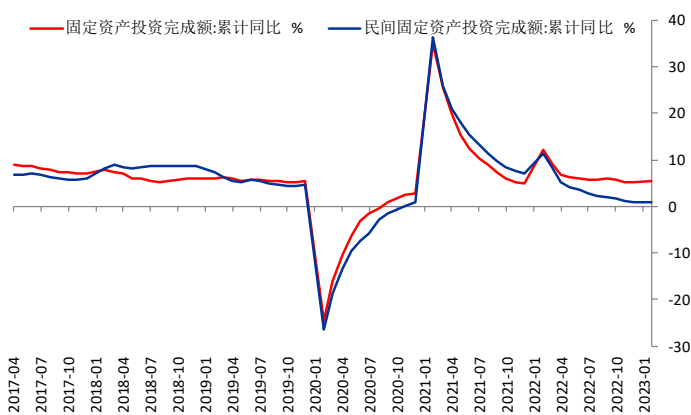
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2023年3月	51.9	54.6	53.6	50.4	49.5	50.9	48.3	49.7	50.8	48.9	50.9	53.5	48.6	55.5
最近10年分位数水平	94%	98%	93%	80%	98%	39%	67%	95%	91%	99%	89%	94%	26%	43%
5年均值	51.1	52.7	51.9	48.6	47.8	57.6	48.5	49.3	49.0	46.3	49.3	51.7	52.1	56.8
5年历史波动率	1.1	1.9	1.9	2.4	1.1	9.9	0.9	1.3	1.6	0.2	1.9	1.9	6.3	1.8
上月数值	52.6	56.7	54.1	52.4	50.6	54.4	49.8	50.2	52.0	49.3	51.3	53.5	51.2	57.5
本月与上月差值	-0.7	-2.1	-0.5	-2.0	-1.1	-3.5	-1.5	-0.5	-1.2	-0.4	-0.4	0.0	-2.6	-2.0
5年差值平均	3.9	6.6	5.2	4.5	0.9	0.9	3.5	4.3	3.7	3.2	4.3	3.7	3.2	4.3
5年差值历史波动率	7.0	11.1	9.9	7.6	1.6	4.4	6.6	8.3	7.1	4.3	6.6	7.1	4.3	6.6

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 二、基建、制造业投资持稳 地产投资修复

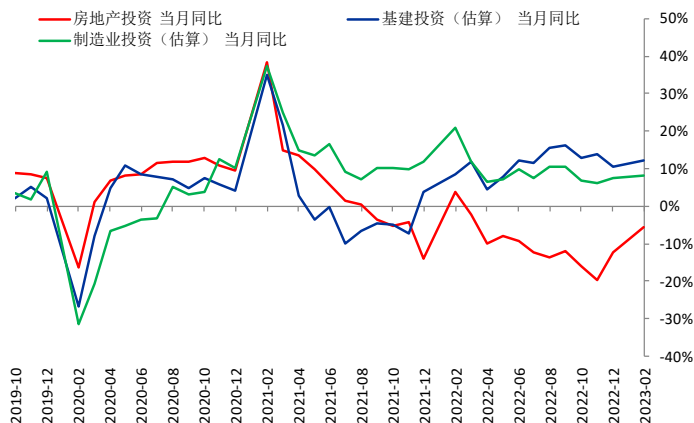
1-2月投资增速继续超预期，其中地产、基建投资加速，制造业增速放慢。基建投资方面，今年财政赤字、地方专项债额度目标略超去年但低于去年实际值，叠加顺周期情况下进一步推升基建稳经济的必要性下降，今年基建投资对经济带动或下降，但能够维持稳定增长，不会成为拖累项。在经济修复加速、企业信心明显改善、融资成本下降等作用下，制造业投资将稳中有升。房地产投资增量是否能够维持年初的强势将是总投资能否加速增长的主要因素。目前在刺激政策等影响下，房屋销售已出现明显改善，尤其此前持续弱于预期的三线城市开始加速好转。销售恢复有助于房企流动性好转，居民购房信心也有所提升，良性循环正在形成。但需要注意的是，目前房地产仍为刚刚脱离历史地位，未来仍需关注其上行斜率。我们仍维持乐观态度，预计年内房地产主要指标将持续修复。

图 7 固定资产和民间固定资产投资增速



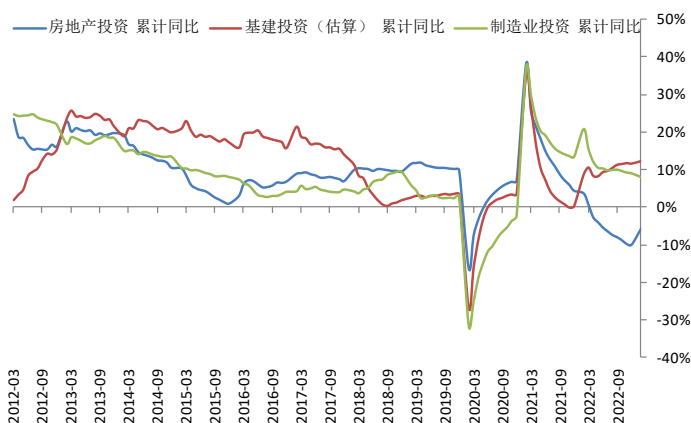
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 8 主要的三个投资分项（当月同比）



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

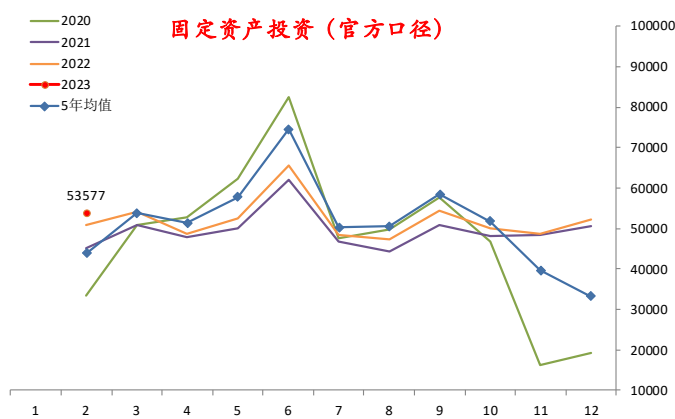
图 9 主要的三个投资分项（累计同比）



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

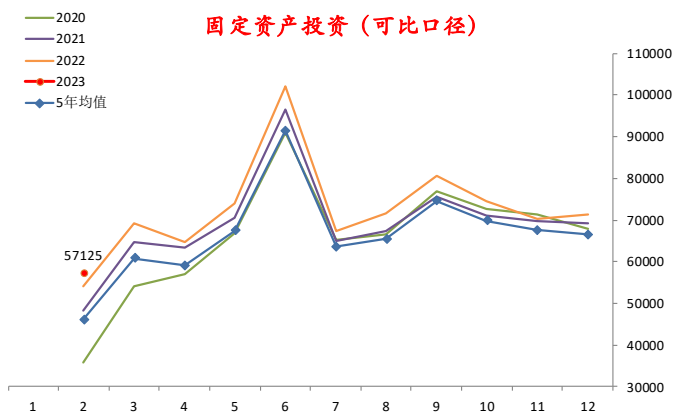
图 11 固定资产投资季节性（可比口径）

图 10 固定资产投资季节性（官方口径）



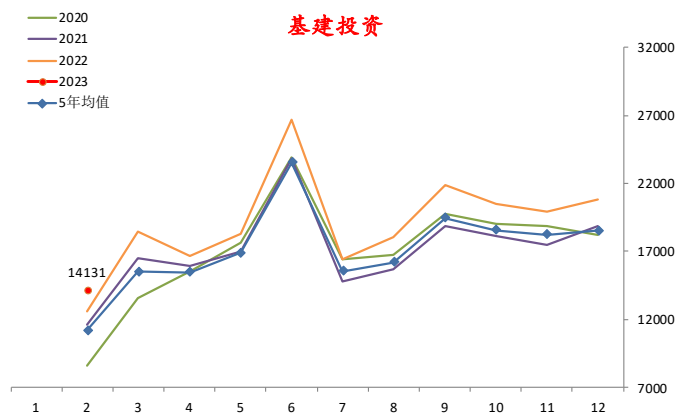
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 12 基建投资季节性



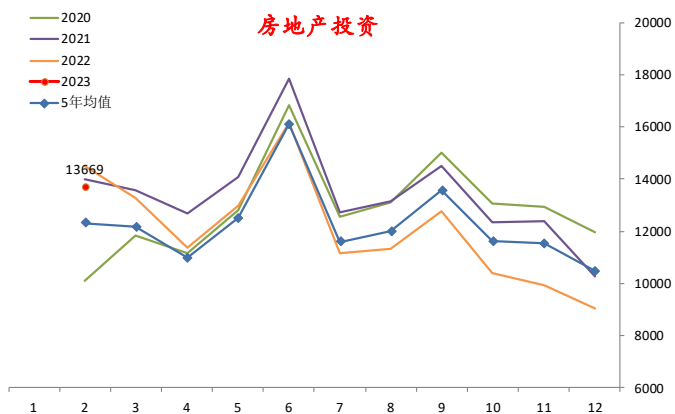
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 13 房地产投资季节性



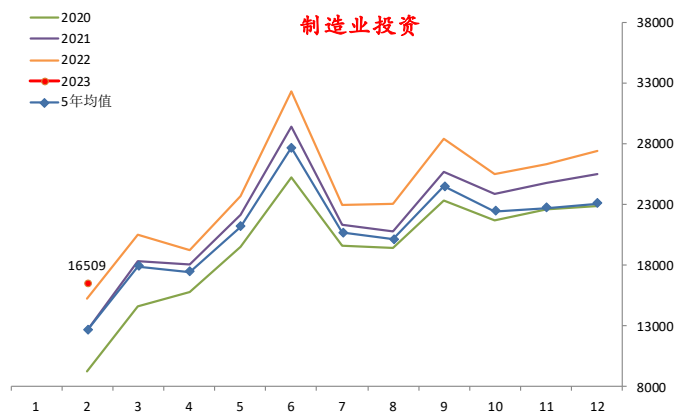
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 14 制造业投资季节性



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 15 房地产行业五大指标

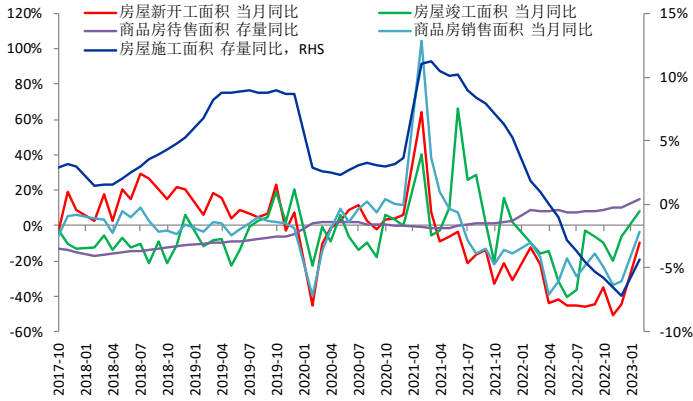


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

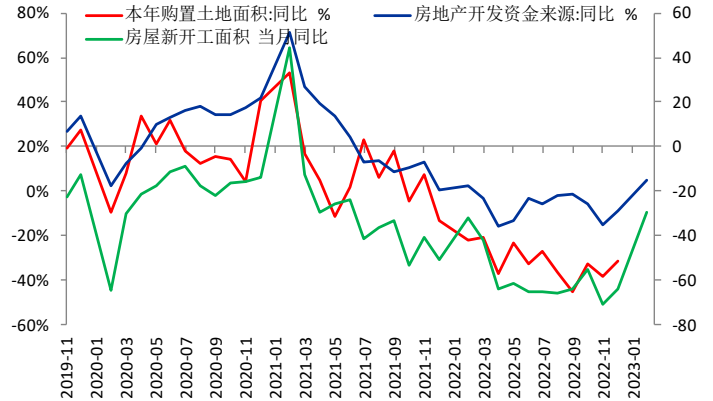
图 16 房地产投资上游领先指标

具体来看房地产，年初以来主要指标全面改善。新屋开工、房屋施工、房屋竣工、房屋待售、房屋销售面积增速均有大幅上行。其中新屋开工从-44.29%升至-9.35%。竣工面积出现同比正增长。边际上看，新屋开工、房屋销售面积从低位大幅修复而明显超季节性表现。待售面积增量也明显超季节性。房屋竣工面积符合季节性。结合已经公布的高频数据看，房地产企业购置土地也有所改善。情况表明，疫情影响解除叠加前期政策刺激，房地产从下游销售到上游开施工开始加速修复，我们预计年内房地产投资增速仍有望回升至0附近。

从资金角度看，1-2月房地产开发资金边际增量超过季节性。其中国内贷款、自筹资金位置相对偏低，定基及预收款、个人按揭贷款表现相对较强。在此前一些列刺激房屋销售政策，以及防疫政策调整后消费场景约束解除情况下，年初以来房屋销售情况已经出现明显改善，尤其是此前改善偏慢的三线城市开始加速好转，成为推动全行业销售的重要力量。销售恢复带来的回款则有助于房企流动性好转，居民购房信心也有所提升，良性循环正在形成。但需要注意的是，目前房地产仍为刚刚脱离历史地位，未来仍需关注其上行斜率。我们仍维持乐观态度，预计年内房地产主要指标将持续修复。

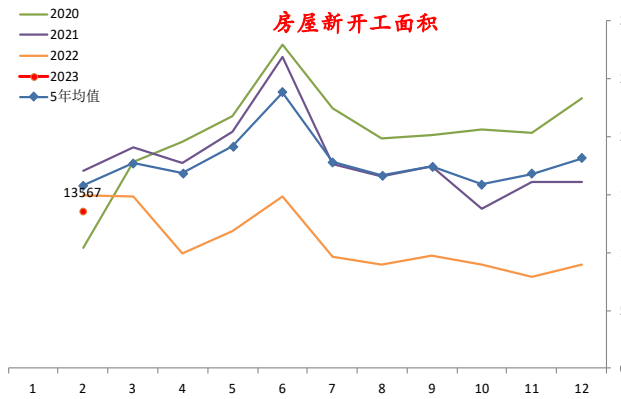


数据来源: Wind、方正中期期货研究院



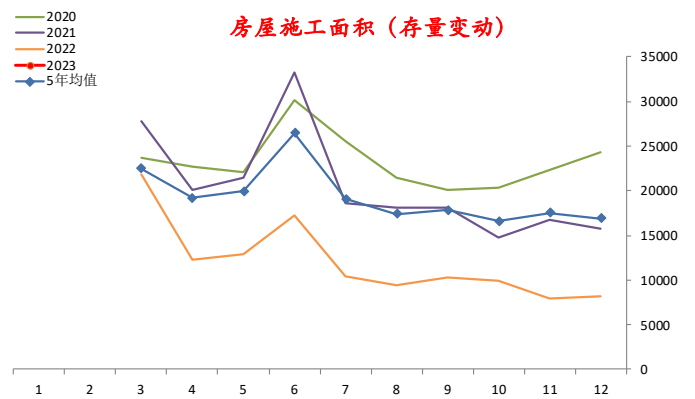
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 17 新屋开工季节性



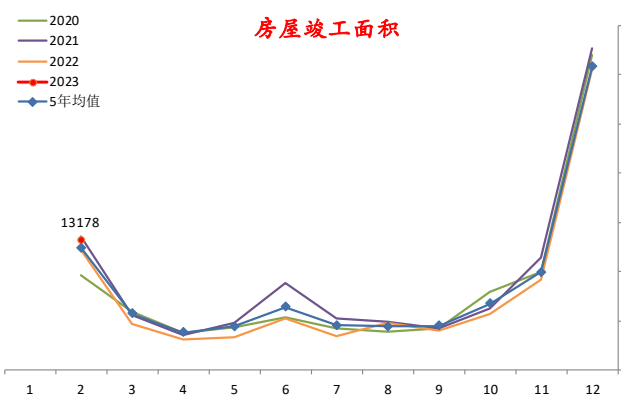
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 18 房屋施工季节性



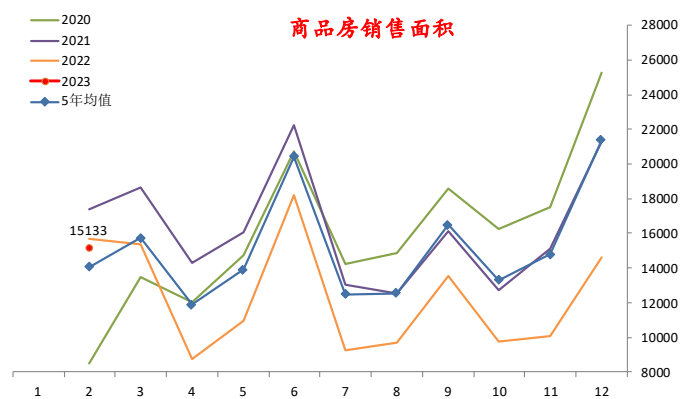
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 19 房屋竣工季节性



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 20 房屋销售季节性

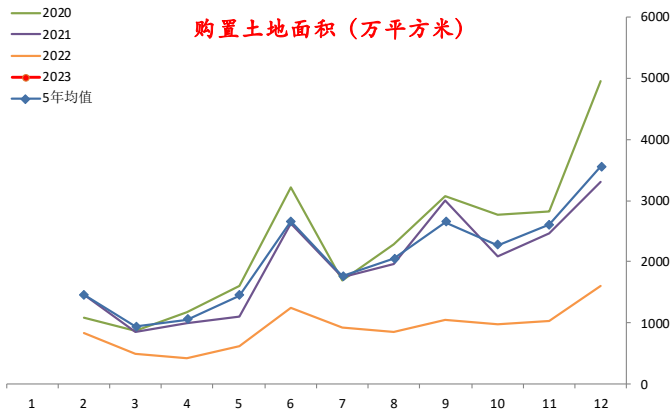


数据来源: Wind、方正中期期货研究院

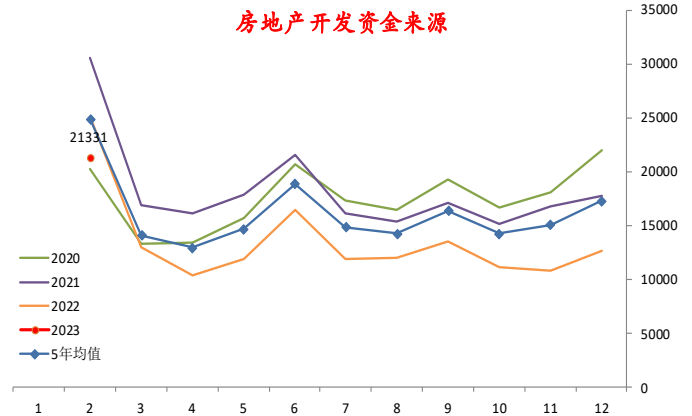
图 21 土地购置季节性

图 22 房地产开发资金来源





数据来源：Wind、方正中期期货研究院

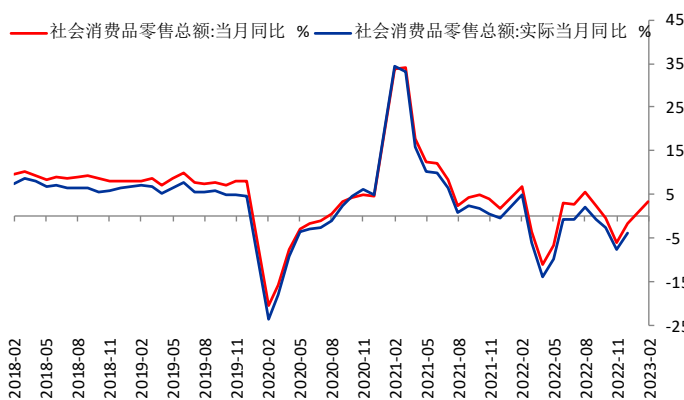


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

### 三、消费大幅改善 年内仍有向上空间

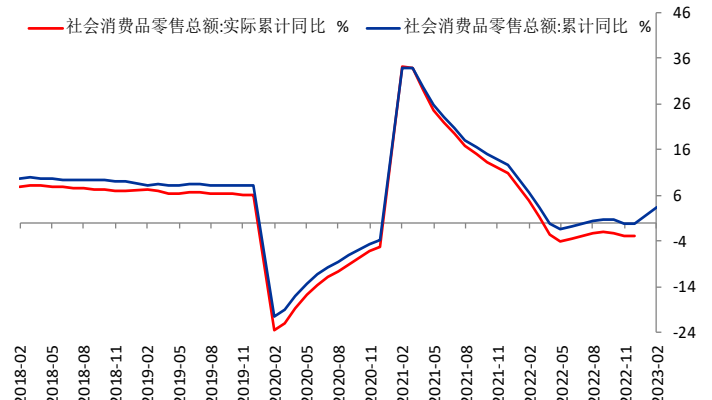
1-2月社消同比增速在高基数情况下仍有明显回升，增量也超季节性并刷新历史同期最高记录。分项情况表明，防疫政策调整以及主要城市疫情过峰，叠加春节前后的季节性影响，消费出现显著修复，尤其是线下场景的服务消费增长显著，与此前看到的高频数据表现一致，也反映出居民生活半径扩大。地产相关消费则跟随房屋销售开始修复。此外，3月开始至5月，低基数将明显推升社消同比。我们认为，防疫政策调整后消费场景不再受到约束，低收入者收入改善也有助于收入-消费-收入内生逻辑回归。叠加扩内需的战略和政策支持，年内消费有望持续改善。长期来看，人口增量减少甚至下行、居民高杠杆仍是制约消费总量的因素，消费习惯改变、消费升级进程则决定消费结构变动。

图 23 社消总额同比增速



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 24 社消总额累计同比增速



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

表 5 社会零售消费分项 (限额以上企业)

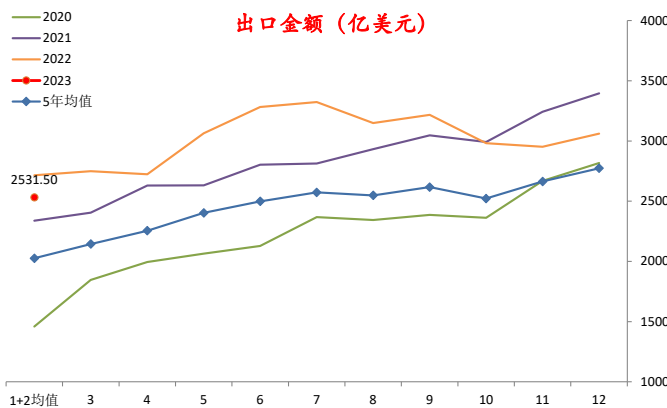
官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2023-02	9.00	5.20	3.90	3.80			5.20	-1.90	-0.90	-9.40	10.90	9.20	2.90
2022-12	8.70	5.30	-0.70	-4.50	-1.20	6.40	-7.50	-3.90	-6.20	0.70	9.70	-14.10	-0.10
2022-11	8.50	5.30	0.30	-3.10	0.10	5.70	-7.70	-3.00	-5.80	0.30	11.00	-8.40	-5.60
2022-10	9.00	6.60	1.60	-2.80	1.30	6.50	-8.20	-0.80	-5.30	0.80	12.50	-8.10	0.50
2022-09	9.10	6.90	2.00	-2.70	1.30	6.70	-8.40	0.70	-4.90	0.40	14.00	-1.70	3.00
2022-08	9.20	7.20	1.50	-2.70	1.00	6.60	-8.50	1.60	-4.40	-1.30	14.50	8.40	5.10
2022-07	9.40	7.40	1.30	-2.10	0.60	6.90	-8.60	1.40	-3.60	-3.60	14.20	-1.50	3.20
2022-06	9.90	8.20	1.30	-2.50	-0.80	7.50	-9.00	0.40	-2.90	-5.70	14.20	-4.00	3.90
2022-05	10.00	9.80	0.60	-5.20	-3.80	6.90	-9.60	-0.50	-2.40	-9.90	14.10	-21.10	-5.00
2022-04	9.50	10.40	2.50	-3.60	-4.50	8.60	-8.90	2.40	-0.70	-8.40	15.70	-22.70	-9.70
2022-03	9.35	11.82	6.62	1.81	-2.02	10.93	-7.05	5.85	3.79	-0.30	19.74	-16.38	-2.11
2022-02	7.90	11.40	10.70	7.00	1.60	23.30	-6.00	12.70	6.20	3.90	25.60	8.90	6.50
2021-12	10.80	20.40	14.40	14.00	22.00	7.00	14.50	10.00	20.40	7.60	21.20	-2.20	2.30

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

#### 四、外贸短期修复后仍需关注风险

海关数据显示，今年前两个月进出口增速均略超预期，但同比仍维持负增长。出口金额明显增长是推升贸易顺差的主因。进出口分项显示出几个特点：一是主要商品进口量表明，原材料行业尤其是黑色行业加库存速度较快，显然受到内需和地产企稳影响。二是一般贸易强于来进料加工贸易，显示排除疫情因素后，逆全球化和产业转移的长期风险不减。三是电子产品进出口偏弱但汽车相关进出口极强，产出端部分行业优势开始凸显。短期来看，疫情已不再影响经济，从生产到运输供应链整体恢复常态，是出口的主要支持因素。企业春节前去库节后补库，1、2月合计进出口改善，与制造业库存变动节奏一致。但3月高频数据已经显示出再度转弱迹象。进口金额偏低一定程度上受到大宗商品价格冲高回落影响。人民币汇率已从单边走弱转向宽幅震荡，影响暂时减弱，未来仍需警惕升值冲击。海外国家经济短期维持韧性对出口有支持，但未来全球经济衰退风险下，外需依然面临较大压力，净出口对经济仍有潜在负面冲击。逆全球化的挑战也将继续从总量和结构两方面影响出口。进口则仍取决于国内需求复苏节奏，或将强于出口表现，但大宗商品价格反弹放慢不利于名义进口金额回升。

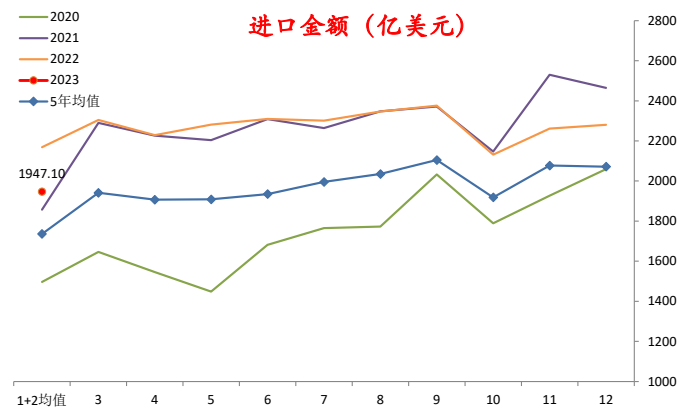
图 25 出口金额的季节性表现



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

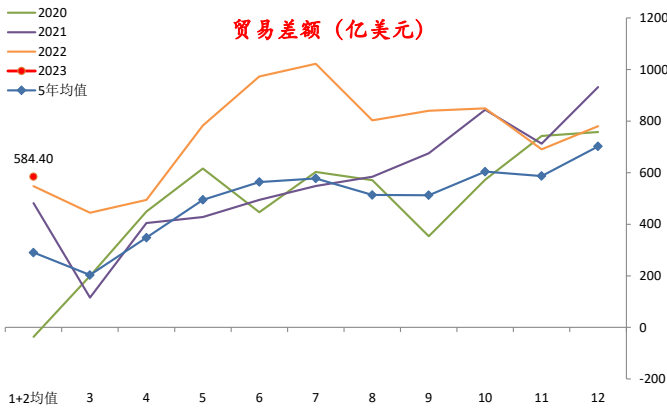
图 27 贸易差额的季节性表现

图 26 进口金额的季节性表现

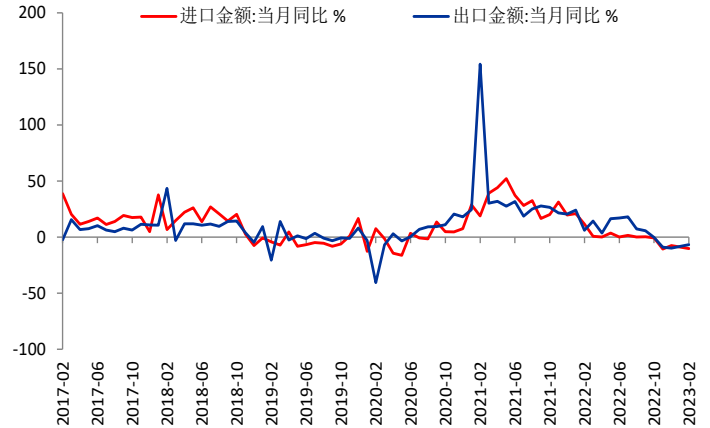


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 28 进出口增速变动趋势



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

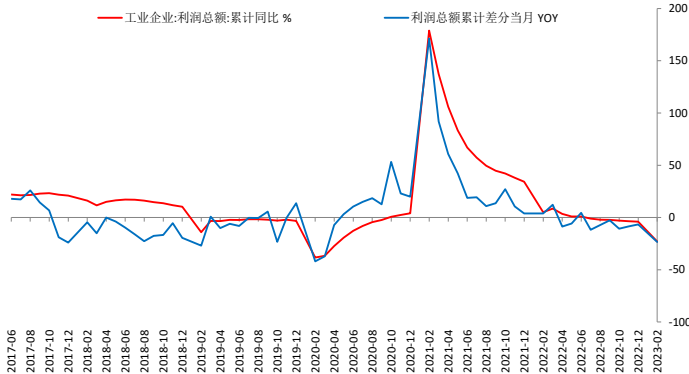


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 五、 利润短期回落 后期将有改善

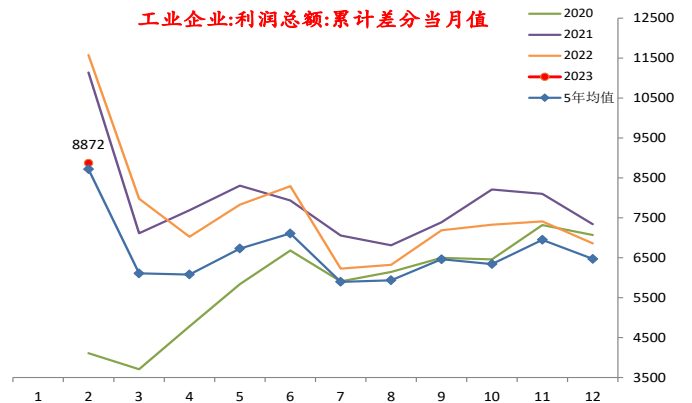
年初以来数据显示，1-2月工业企业利润总额累计同比负增长幅度明显扩大至-22.9%。1、2月PPI同比跌幅再度扩大，对利润增速拖累程度上升。实际工业增加值增速明显回升，对名义产出带来显著拉动作用，并成为拉动企业营收的主要因素。当月利润率大幅回落则对利润造成明显负面影响。疫情不再是企业利润的关键影响因素。大宗商品价格处于阶段高位，尤其对上游企业利润有显著影响。行业情况表明，疫情影响彻底结束后，年初以来经济加速修复，尤其是面向内需的装备制造业等行业表现更佳。但电子制造等受到出口和制裁等影响而走弱。汽车行业受到降价促销影响利润明显偏低。我们的基准预期仍为，未来企业利润变动不再受到疫情的外生冲击影响。春节前后产出端加速修复之后，3月开始呈现出分化态势。大宗商品价格冲高回落也限制了名义值增长，尤其上游行业可能受到更大影响。但后期利润率有望重新恢复增长，对企业利润拖累将会减轻。长期来看，主动加库存下的经济复苏趋势不变，年内利润有望持续改善，且主导因素由价转量，仍需关注内需中的房地产、基建变动，外需是主要风险项。

图 29 企业利润同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 30 企业利润总额季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 6 主要行业的工业企业利润累计同比

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装				原材料													
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2023/02	-7.3	-6.3	-37.1	-16.3	-41.7	0.2	-8.9	41.5	-77.1	64.8	53.1	-151.1	-57.2	-39.2	-15.3	-56.6	-2.3	8.6	-41.5	30.3	1.2		-100.0
2022/12	7.6	0.2	-17.8	-31.8	0.6	0.4	3.4	31.2	-13.1	44.5	86.3	-91.3	-16.1	-15.5	-5.6	-8.7	44.3	109.8	-22.0	37.3	6.2		50.0
2022/11	8.4	-0.5	-18.2	-28.4	0.3	-2.0	3.2	29.7	-4.2	8.2	47.2	-94.5	-20.5	-14.9	-7.6	-6.9	47.0	113.1	-27.6	35.6	6.9	188.1	100.0
2022/10	11.5	-1.0	-16.4	-29.3	0.8	-4.4	0.3	29.0	-2.9	13.7	28.1	-92.7	-20.0	-13.3	-11.5	-3.6	62.0	109.7	-28.4	40.5	8.6	241.7	75.0
2022/09	9.5	-7.5	-15.3	-29.3	-1.9	-7.2	-1.3	25.3	-5.4	9.5	11.4	-91.4	-14.4	-10.5	-13.0	1.6	88.8	112.0	-28.9	44.1	9.9	234.8	100.0
2022/08	10.9	-7.9	-14.1	-31.4	-7.3	-10.3	-1.8	20.9	-5.6	4.7	-2.0	-87.7	-6.6	-9.4	-17.5	5.0	112.0	111.0	-27.9	44.3	10.6	132.5	50.0
2022/07	9.8	-7.5	-10.3	-30.7	-14.4	-12.8	-2.6	18.4	-9.6	1.0	-12.0	-80.8	5.1	-8.2	-19.8	9.3	140.6	118.8	-23.4	51.7	15.7	100.0	66.7
2022/06	8.3	-6.8	-5.3	-27.6	-25.5	-3.2	17.3	-6.6	-6.6	-3.7	-19.3	-68.7	16.6	-5.8	-20.4	16.4	157.1	126.0	-4.0	59.1	17.9	300.0	33.3
2022/05	10.1	-8.3	-2.5	-20.6	-37.5	-21.3	-4.6	14.6	0.2	-3.2	-26.9	-64.2	26.6	-3.3	-24.7	13.8	174.7	135.0	-0.7	54.2	14.9		50.0
2022/04	10.8	-10.2	1.0	-13.7	-33.4	-24.0	-0.8	7.7	-2.9	-13.3	-33.0	-55.7	40.3	2.9	-30.9	14.8	199.3	138.0	9.5	62.9	16.7		
2022/03	13.3	-22.9	14.0	-8.9	-11.9	-17.0	4.8	10.4	2.8	-15.3	-35.2	-49.7	52.9	11.0	-29.6	18.4	189.0	151.1	17.4	74.8	29.4		
2022/02	12.3	-29.4	13.1	-17.6	-9.9	-15.7	4.0	5.7	-7.3	-34.7	-49.1	-56.5	63.8	5.2	-31.8	27.3	155.3	156.7	15.5	49.0	30.5		900.0
2021/12	-0.1	-9.2	4.1	77.9	1.9	8.3	10.2	12.2	38.9	-15.9	-57.1	75.5	115.9	14.3	-2.9	87.8	212.7	584.7	113.5	44.5	23.3	-439.0	-20.0
2021/11	-1.7	-7.2	4.6	70.8	-3.4	11.1	10.0	13.3	29.8	11.2	-38.6	104.3	149.9	15.4	-3.9	102.0	222.6	284.3	114.3	45.5	19.1		-33.3
2021/10	-3.5	-10.0	1.9	76.7	-2.9	13.7	14.9	14.6	34.3	5.5	-29.0	132.0	162.8	15.2	-0.8	116.4	210.2	262.7	119.9	52.4	19.9		-33.3
2021/09	-0.6	-7.1	1.4	80.6	1.2	17.9	17.8	16.0	38.7	5.0	-24.6	144.8	162.0	14.7	5.0	126.8	172.2	267.2	145.8	57.0	25.9		-25.0
2021/08	1.0	-4.0	2.3	89.1	5.5	20.6	15.6	24.1	34.8	7.4	-15.3	155.6	177.5	16.8	8.6	144.7	145.3	265.1	167.8	70.4	25.6		

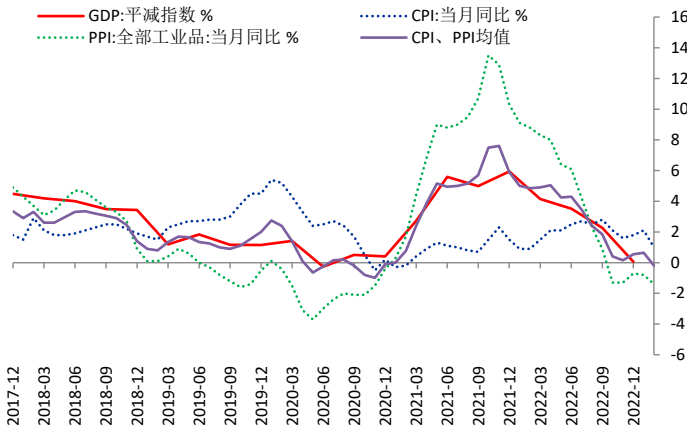
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第二部分 通胀继续回落 PPI 刷新低位

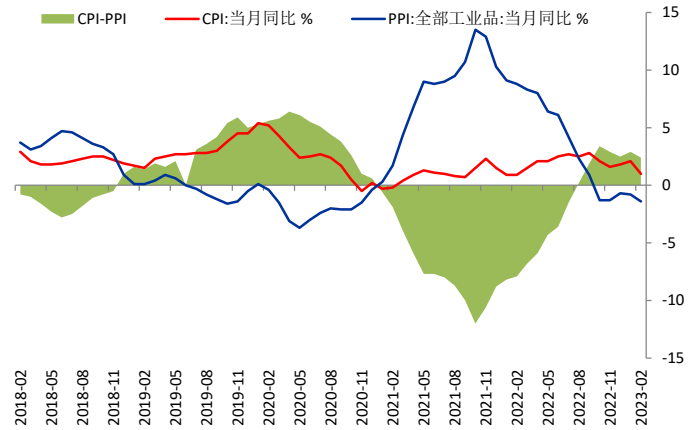
一季度通胀总体下行，尤其是 2 月 CPI 涨幅减小，PPI 增速刷新低点，表现均弱于预期。CPI-PPI 差值回落至 2.4%，二者均值下降至-0.2%，两年多来首现负值，表明一季度 GDP 平减指数继续下行。从 2 月情况看，春节错位扰动下 CPI 环比涨幅明显偏低，果蔬、肉类等生鲜食品价格涨幅下降与消费需求回落、交通运输改善、天气转暖供给增加有关。非食品价格受三方面影响：一是燃料价格反弹但高基数压制同比；二是春节后服务分项价格下行。三是房租继续超季节性，受经济修复和节后劳动力返岗提振。PPI 同比下行主要受高基数影响，大宗商品价格冲高回落、春节后供给增加也带来压力。主要行业 PPI 多走弱，其中上游行业差异仍较大，中下游普遍回落。目前情况显示，春节错位导致的波动已结束，3 月食品、服务价格跌幅或有收窄，燃料价格上行放慢但基数仍高，CPI 同比暂时仍难有明显加速。年内趋势来看，猪肉价格、国际油价走弱暂时限制 CPI 上行空间，后期仍需关注。经济复苏态势下，服务分项尤其是房租将持续带动核心 CPI 修复，通胀中枢逐步抬升方向不变。PPI 方面仍要强调，未来两个月同比基数仍在高位，短期 PPI 同比仍有下行空间，除非商品价格大幅反弹带来更多新涨价因素。二季度后 PPI 低位稳定，三季度则将有所反弹。此外，海外国家货币政策、经济衰退情况对商品价格和 PPI 的利空影响仍需要关注。货币政策仍不受通胀约束，将维持宽松方向。

图 31 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数

图 32 CPI、PPI 以及二者差异的变动



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

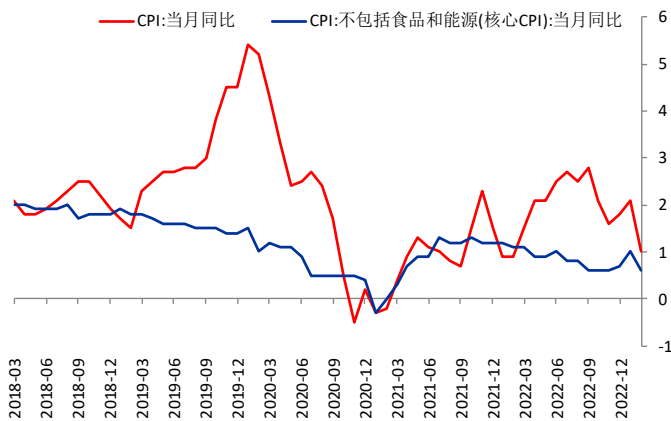


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

### 一、春节叠加基数影响 CPI 先升后降

春节所在的1月价格上涨过高，导致2月CPI环比变动弱于季节性，同比增速也回落并弱于预期。且2月主要分项均走弱，春节错位扰动明显。食品方面，果蔬、肉类等生鲜食品价格涨幅下降与消费需求回落、交通运输改善、天气转暖供给增加有关。非食品价格显示出三个特点：一是燃料价格反弹但高基数压制同比；二是春节后服务分项价格下行。三是房租继续超季节性，受经济修复和节后劳动力返岗影响。春节错位导致的波动已结束，3月食品、服务价格跌幅收窄，燃料价格小幅下行且基数仍高，CPI暂时仍难有明显加速。从年内趋势来看，猪肉价格、国际油价走弱暂时限制CPI上行空间，后期仍需关注。经济复苏态势下，服务分项尤其是房租将持续带动核心CPI修复，通胀中枢逐步抬升方向不变。

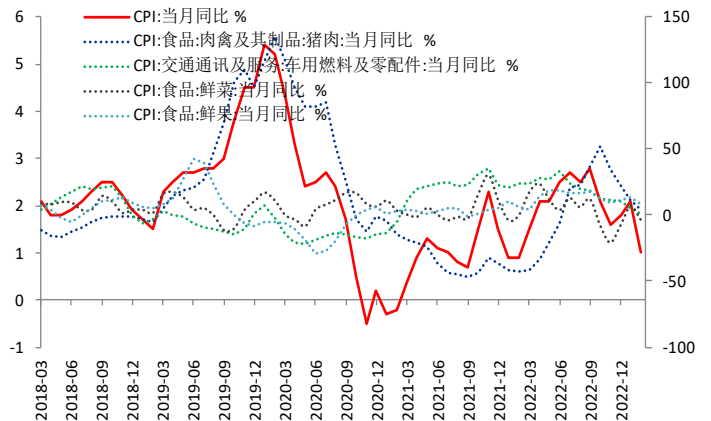
图 33 CPI 与核心 CPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

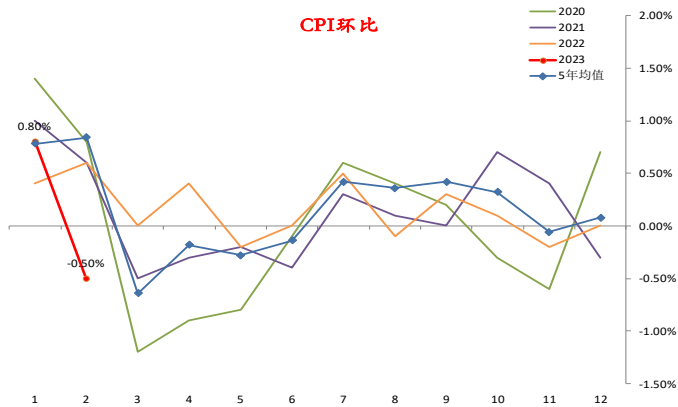
图 35 CPI 环比增速

图 34 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势

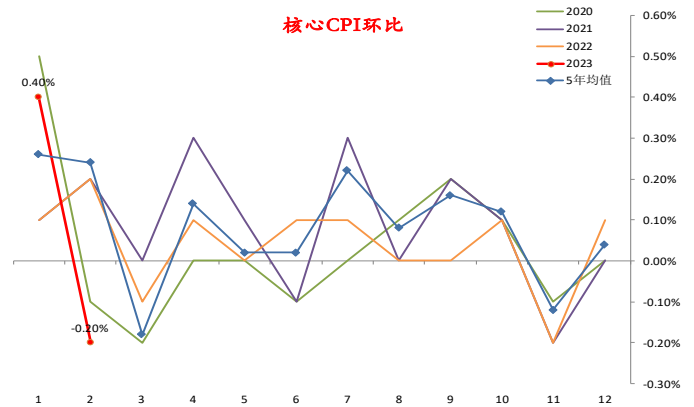


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 36 核心 CPI 环比增速



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

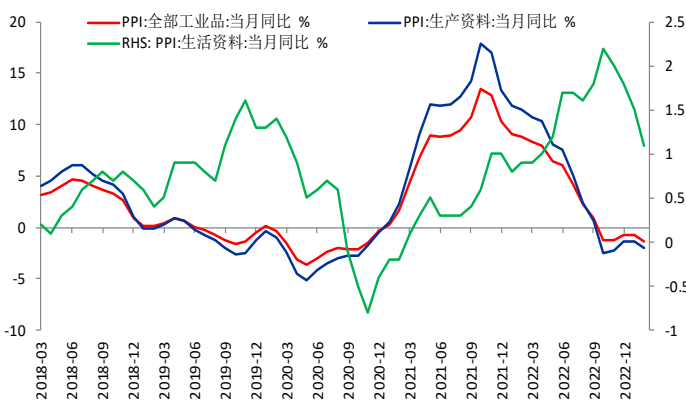


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 二、PPI 持续下行 上半年仍将在低位

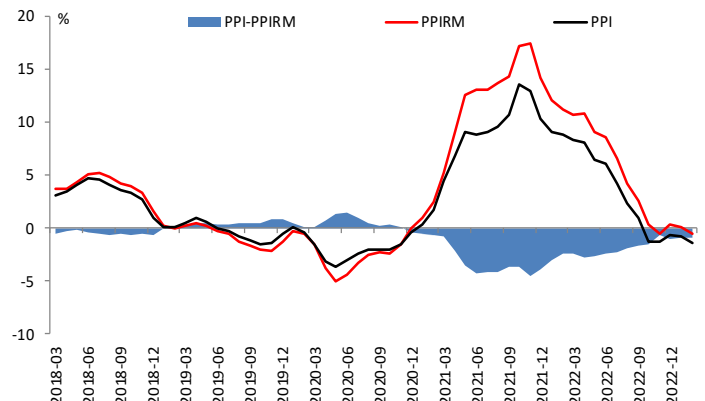
PPI 环比跌幅 1 月扩大后 2 月收窄，但高基数导致同比增速继续明显下降，3 月将刷新阶段低位。2 月 PPIRM 同比出现负增长，PPI 和 PPIRM 差值维持不变。从 2 月 PPI 结构上看，生产资料以及其中原材料、加工工业跌幅扩大，采掘工业涨幅减小。生产资料以及其中食品、衣着、一般日用品涨幅均放慢，耐用消费品出现下跌。上中下游行业各 PPI 也多有走弱，其中上游行业差异仍较大，中下游则普遍回落。2 月 PPI 在明显走弱受到基数偏高、大宗商品价格冲高回落、春节后供给增加等因素影响。仍要强调的是，未来两个月同比基数仍在高位，短期 PPI 同比仍有下行空间，除非商品价格大幅反弹带来更多新涨价因素。二季度后 PPI 低位稳定，三季度则将有所反弹。此外，海外国家货币政策、经济衰退情况对商品价格和 PPI 的利空影响仍需要关注。

图 37 PPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

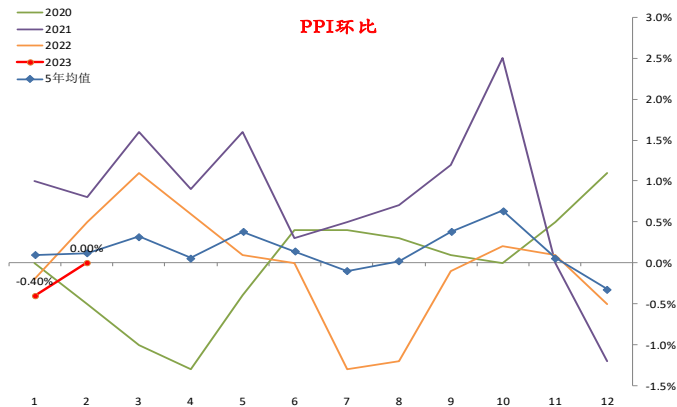
图 38 PPI 与 PPIRM 变动趋势



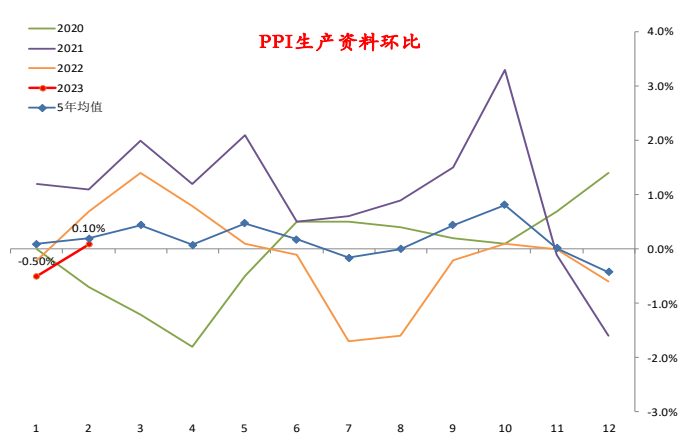
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 39 PPI 环比增速

图 40 PPI 生产资料环比增速



数据来源：Wind、方正中期期货研究院



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

### 第三部分 货币政策维持宽松 财政状况将好转

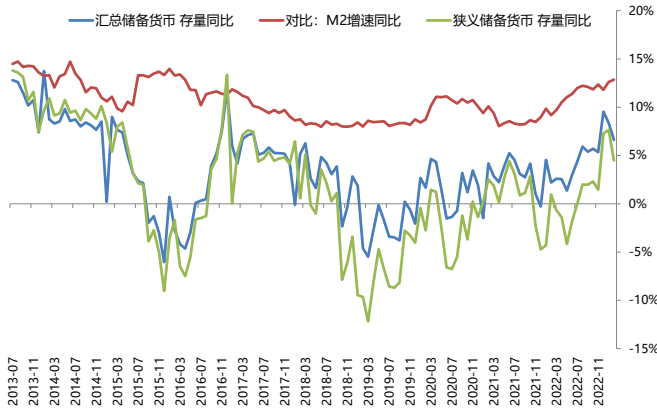
去年底防疫政策调整后，一季度经济向上修复情况下，贷款、社融数据表现强势，金融市场流动性已开始加速流入实体经济。预计政府融资对广义社融仍有稳定作用，且表内信用增长受到企业贷款支持不变。而居民贷款拖累程度的下降，这也将成为未来贷款、社融回升的重要动力。M2 与社融增速差更多通过社融增速上行修复。而货币政策加速宽松必要性下降。结合融资成本已持续回落和央行态度微妙变化看，二季度货币政策可能进入观望期。但通胀等问题对货币政策仍无约束，且经济复苏尚不稳固，因此政策宽松的大方向不变，无需担忧货币政策收紧。而经济修复也提振财政收入尤其是税收。但短期内土地出让收入改善不足，广义财政仍然偏紧。我们预计，年内经济将延续复苏态势，预算内财政收入仍有进一步恢复的空间，叠加财政支出的保证，预计年内基建投资能够总体维持稳定，但进一步加速的上行的动能下降。而土地出让金和广义财政改善幅度取决于房地产上游投资改善步伐，未来仍有待观察。

#### 一、居民融资提振社融 降准助力信用扩张

从社融情况来看，1、2 月表内贷款增量总体表现超预期。此前持续低迷的居民贷款终于迎来改善，包括居民短期贷款和居民中长期贷款均出现超季节性增长，显示居民消费和住房全面修复。这与房地产下游销售继续好转的情况一致。但需要注意的是，居民中长期贷款绝对增量仍偏低，未来需要持续关注。企业短贷和中长贷虽然高位回落，但绝对增量依然较高。目前企业层面流动性不缺乏，前期市场担忧的用企业贷款置换房贷的情况截至 2 月已经有所缓和。表内贷款强势、多数表外贷款分项稳定、政府融资处于高位影响叠加之下，广义社融表现也强于季节性。M0 变动与春节前后的季节性规律一致。M1 明显回升反映企业端现金流改善。M2 总体表现依然平稳。货币政策继续维持宽松，3 月央行在超量续做 MLF 后超预期降准 25BP 从政策角度看，此次降准与前两次降准背景有所区别，主要为继续巩固实体经济反弹而非更强烈的刺激和托底意味，同时有助于缓和近期银行间市场资金面偏紧问题，并释放长期资金帮助信用扩张，促进金融机构满足企业、居民部门融资需求，帮助实体经济降低融资成本。降准声明还暗示目前信贷投放情况处于央行合意区间中。总体上看，防疫政策调整后经济向上修复情况下，贷款、社融数据表现强势，金融市场流动性已

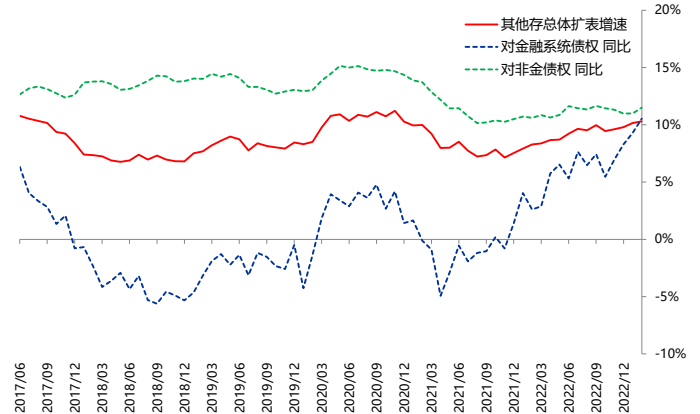
开始加速流入实体经济。预计政府融资对广义社融仍有稳定作用，且表内信用增长受到企业贷款支持不变。而居民贷款拖累程度的下降，这也将成为未来贷款、社融回升的重要动力。M2 与社融增速差更多通过社融增速上行修复。而货币政策加速宽松必要性下降。结合融资成本已持续回落和央行态度微妙变化看，二季度货币政策可能进入观望期。但通胀等问题对货币政策仍无约束，且经济复苏尚不稳固，因此政策宽松的大方向不变，无需担忧货币政策收紧。

**图 41 储备货币扩张速度**



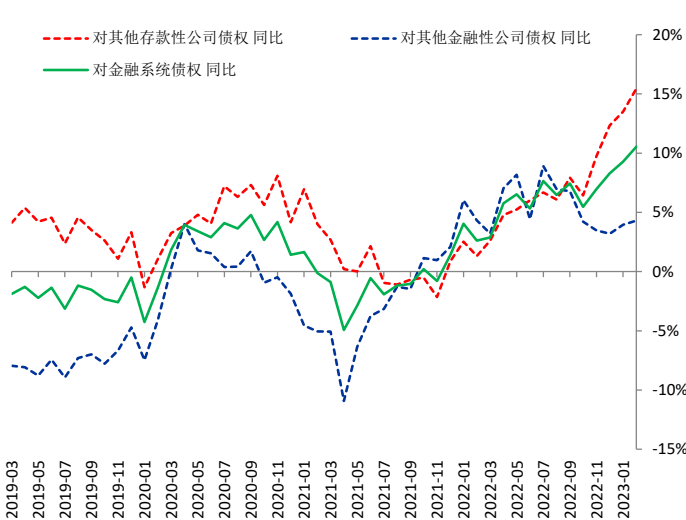
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

**图 42 商业银行扩表增速**



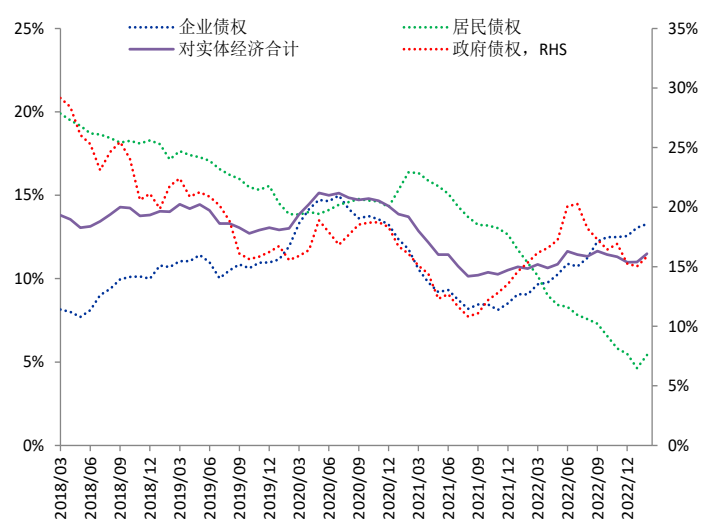
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

**图 43 商业银行对金融系统扩表**



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

**图 44 商业银行对实体经济扩表（RHS：政府债权）**

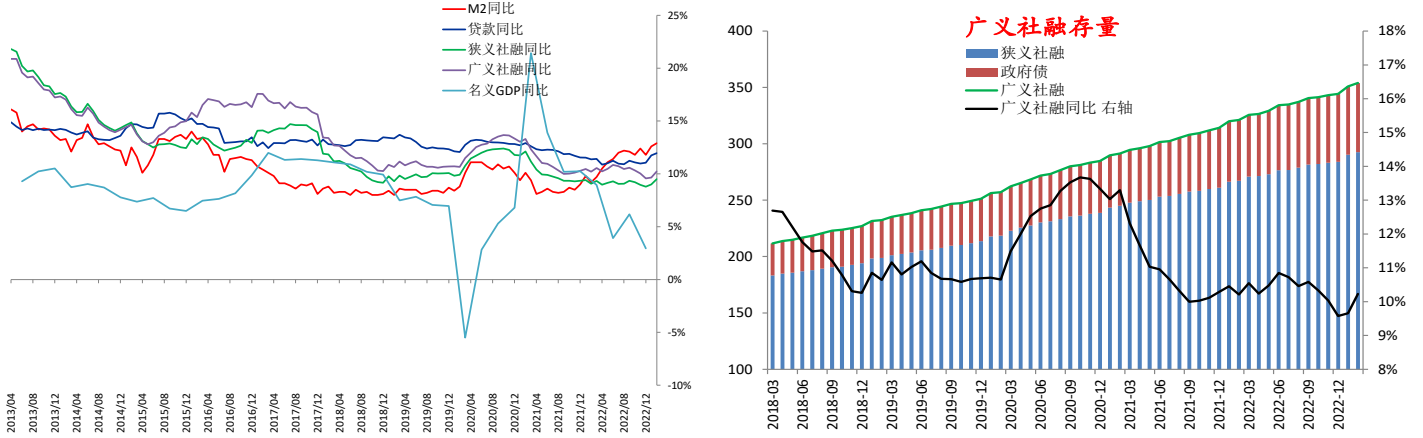


数据来源：Wind、方正中期期货研究院

**图 45 M2、贷款和社融增速**

**图 46 广义社融情况**

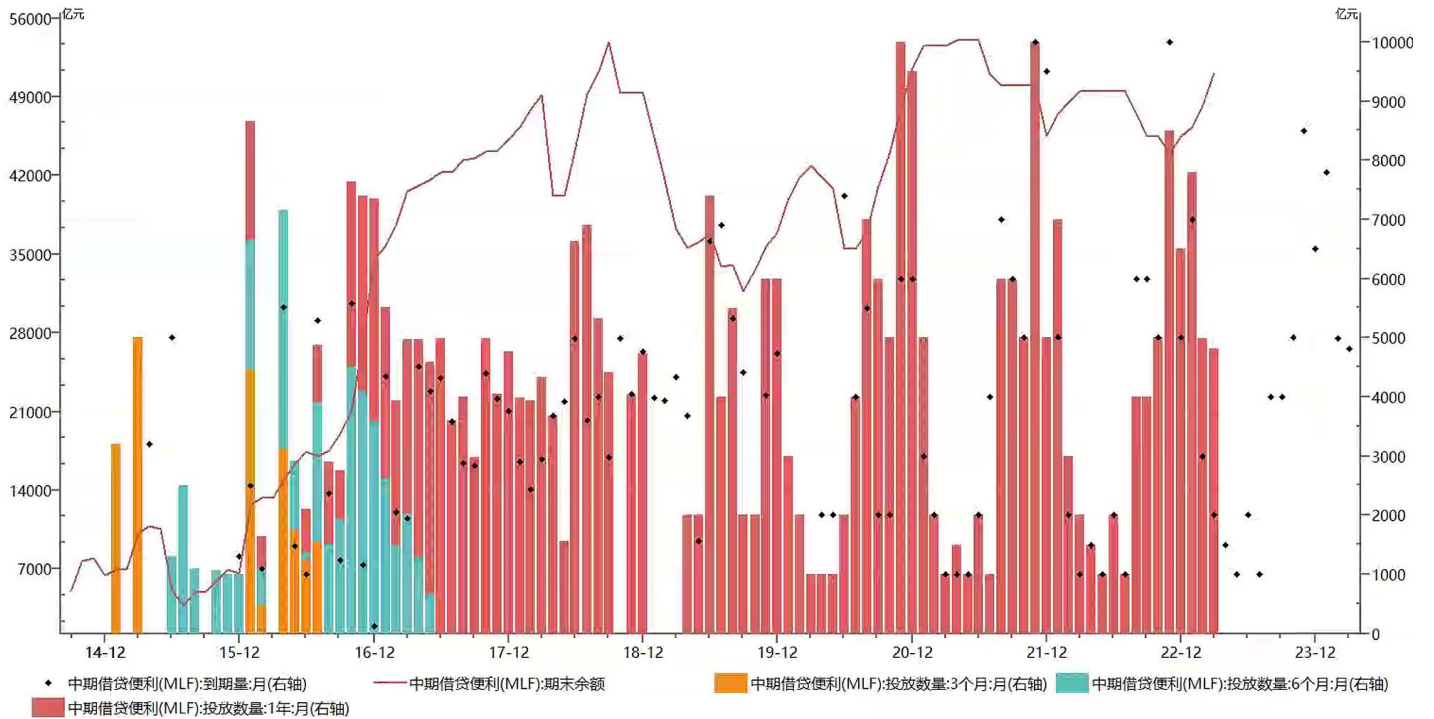




数据来源：Wind、方正中期期货研究院

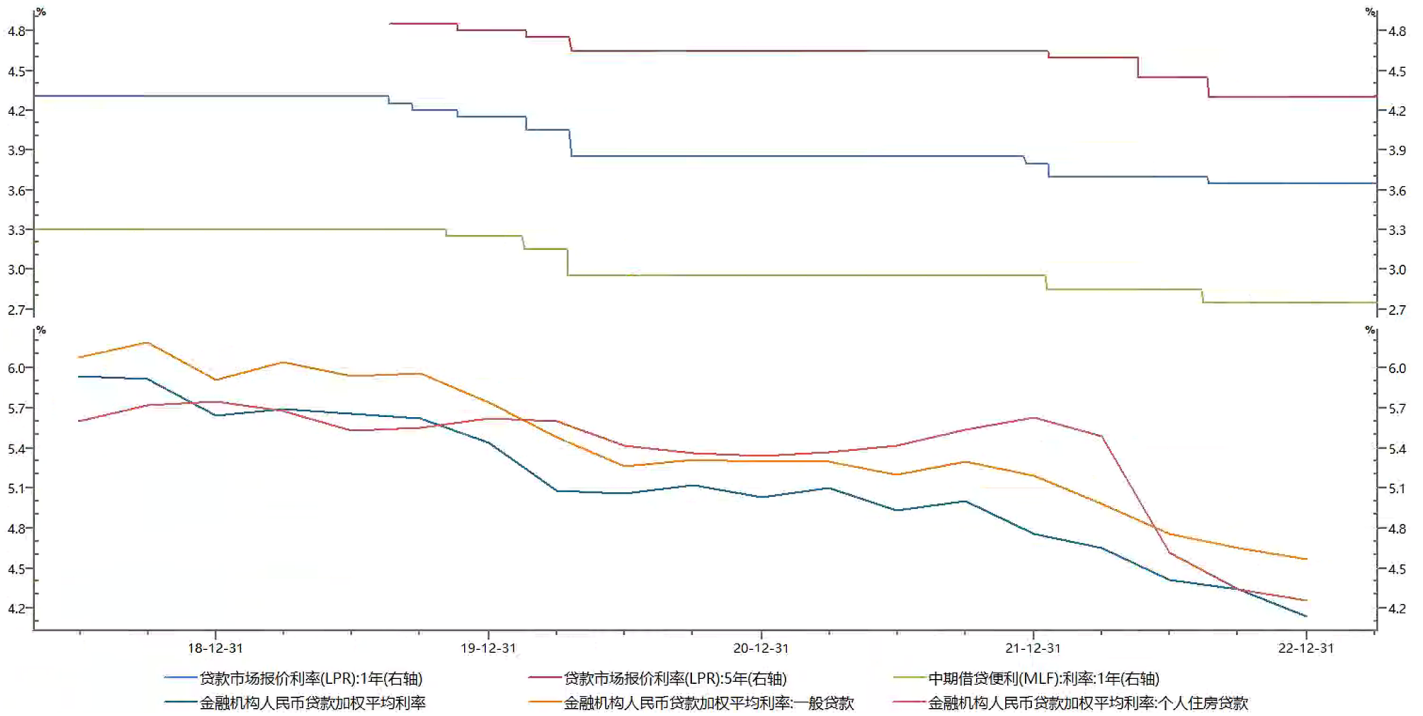
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 47 MLF 到期、存量与操作情况



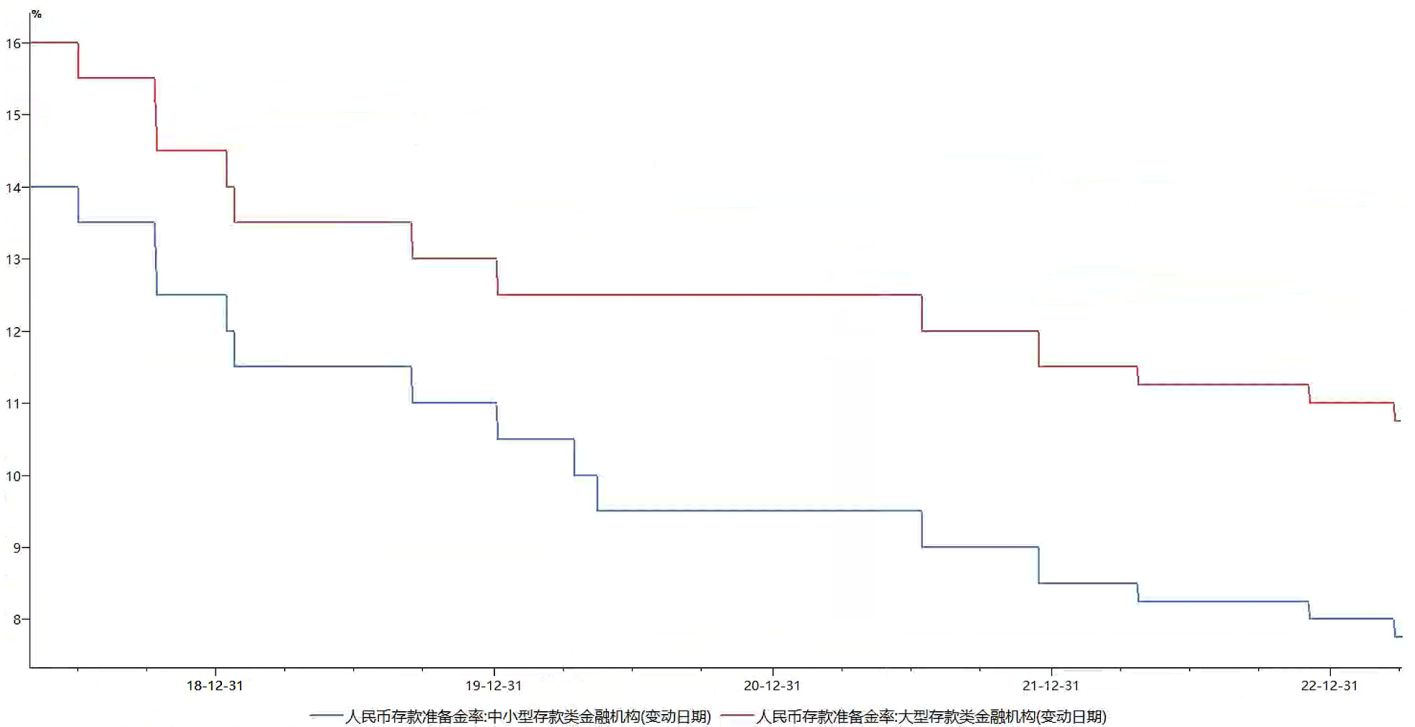
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 48 MLF 利率、LPR 和实体经济融资成本



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 49 准备金率变动情况

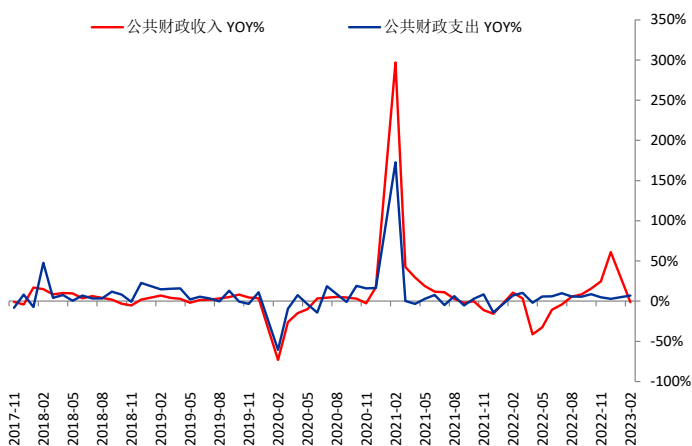


数据来源: Wind、方正中期期货研究院

## 二、 财政收入将有改善 全年支出仍有保障

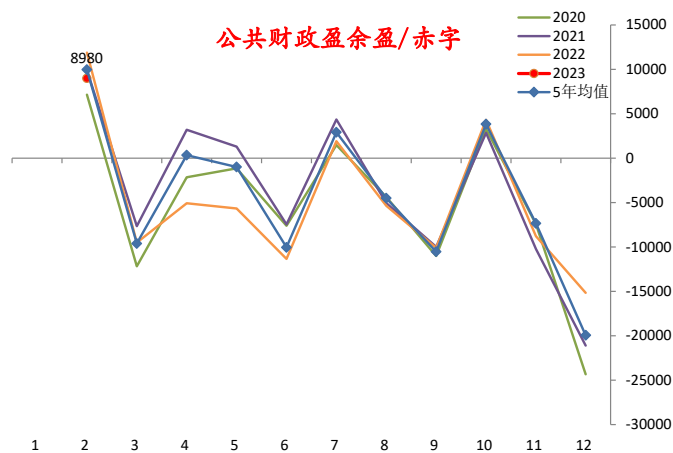
年初以来数据显示，1-2月全国公共财政收入同比小幅下降1.2%，财政支出增速则上升至7.0%。财政盈亏季节性上升，与历史同期较为接近。主要收入分项中，税收收入维持稳定，非税收入明显增长。税收中增值税、企业所得税均超季节性增长，受到年初以来国内经济修复的带动。个人所得税也超季节性增长，反映居民收入跟随消费改善有所恢复。出口退税跟随出口的边际改善而大幅增加。次要税种中，车辆购置税受到降价影响表现偏弱。主要支出分项变动不一，其中教育支出、社保和就业、卫生健康支出增长相对明显，尤其是卫生健康支出受到疫情过峰影响显著上升。此外在3月两会上，《政府工作报告》奠定了财政工作的基调。仍要求“积极的财政政策要加力提效”，并将赤字率安排至3%，地方专项债安排3.8万亿元，均超过去年目标水平。但地方专项债目标低于去年实际发行额度，同样表明决策层认为消费对今年经济增长的关键程度超过基建投资。对于减税降费，报告强调“对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化”。情况表明，疫情对经济影响消除后，需求修复带动产出增长，对财政收入尤其是税收的提振作用已经开始显现。但短期内房地产市场改善更多集中在下游销售、中游建设，上游投资维持弱势，土地出让收入改善不足，广义财政仍然偏紧。我们预计，年内经济将延续复苏态势，预算内财政收入仍有进一步恢复的空间，叠加财政支出的保证，预计年内基建投资能够总体维持稳定，但进一步加速的上行的动能下降。而土地出让金和广义财政改善幅度取决于房地产上游投资改善步伐，未来仍有待观察。

图 50 全国财政收支增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 51 公共财政赤字



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 7 近年《政府工作报告》主要目标及完成情况

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES		2020年		2021年		2022年		2023年	
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	
主要 预期 目标	国内生产总值	六稳、六保	2.3%	6%以上	8.1%	5.5%左右	3.0%	5.00%	
	CPI涨幅	3.5%左右	2.5%	3%左右	0.9%	3%左右	2.0%	3.00%	
	城镇新增就业	900万以上	1186万人	1100万以上	1269万人	1100万以上	1206万人	1200万人	
	贫困人口、居民收入	全部脱贫	全部脱贫	收入稳步增长	可支配收入增长8.1%	居民收入增长与经济 增长基本同步	向低收入群众发放补 贴	居民收入增长与经济 增长基本同步	
	城镇调查失业率	6%左右	5.20%	5.5%左右	5.10%	5.5%以内	5.50%	5.5%左右	
	城镇登记失业率	5.50%	4.24%	-	3.96%	-	-	-	
	单位GDP能耗、环境	继续下降	-	降低3%左右	-	“十四五”内统筹考 核	生态环境质量持续改 善	继续下降，重点控制 化石能源消费	
	宏观杠杆率	-	上升	基本稳定	下降	基本稳定	-	-	
	财政赤字率	3.60%	3.70%	3.2%左右	下降	2.8%左右	2.80%	3.00%	
	财政赤字	3.76万亿元	3.76万亿元	-	3.57万亿元	-	-	-	
财政 政策	对地方一般性转移支付规模	-	-	增长7.8%	-	增长18%，增加1.5 万亿至9.8万亿	中央对地方转移 支付大幅增加	-	
	广义货币M2同比	增速要明显高于去年	10.10%	与名义GDP增速相 匹配	9.00%	与名义GDP增速相 匹配	11.80%	同名义经济增速基本 匹配	
	社融余额同比	-	13.30%	-	10.30%	-	9.60%	-	
	地方专项债券	3.75万亿元	3.6万亿元	3.65万亿元	3.58万亿元	3.65万亿元	3.973万亿元	3.8万亿元	
	减税	新增减税降费约 5000亿元	超过2.6万亿	小规模纳税人增值税 起征点升至15万	超过1万亿元	退税减税2.5万亿元	留抵退税+减税降费 +缓税缓费累计超 4.15万亿	延续、优化现行减税 降费、退税缓税等措 施	
	降费	-	-	-	-	-	-	-	
	地 产	棚户区、老旧小区住房改造	新开工改造城镇老旧 小区3.9万个	-	新开工改造城镇老旧 小区5.3万个	新开工改造城镇老旧 小区5.6万个	再开工改造一批城镇 老旧小区	-	防范化解优质头部房 企风险，改善资产负 债，防止无序扩张
		进城落户	-	-	常住人口城镇化率 65%以上	-	-	-	-

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

表 8 今年《政府工作报告》中关键词出现的频率

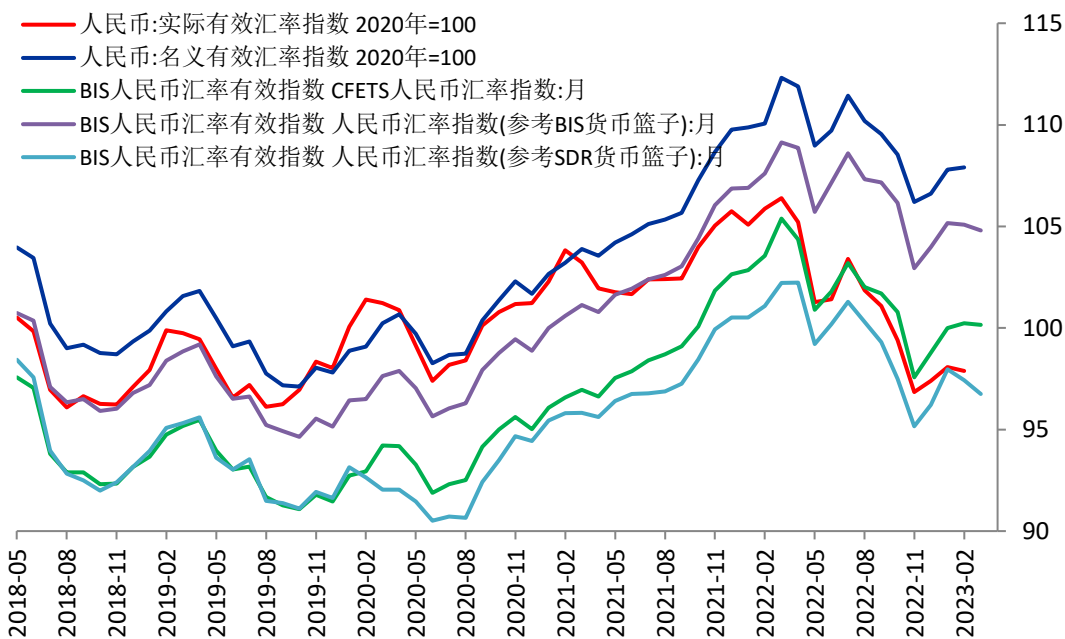
关键词		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1	0	1	2
	内需	5	2	3	5	0	1	3	5	2	2
	投资	25	28	24	20	27	20	12	15	21	22
	消费	17	22	18	19	18	17	15	17	15	23
	外贸	1	3	5	4	2	4	3	4	7	2
民生	就业	9	23	25	31	22	30	39	35	29	27
	失业	3	4	2	2	4	6	9	8	5	10
	脱贫+扶贫	7	4	14	15	21	19	22	19	7	12
	减税	0	2	2	6	4	12	6	5	7	7
风险	风险	4	8	12	14	19	24	6	11	14	13
	稳定	20	21	14	20	13	22	15	29	22	33
	安全	20	22	29	23	16	16	10	26	16	23
环境	绿色	1	3	9	6	4	9	0	6	4	9
	碳	1	2	1	0	0	0	0	7	12	7
	污染+生态	22	22	23	30	29	30	10	21	23	23
改革 开放	改革	77	86	79	85	102	109	28	43	40	40
	开放	18	21	20	15	25	25	10	17	10	11
发展 质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3	14	10	8
	新动能	0	1	5	5	5	3	2	1	1	0
	创新	27	38	64	41	59	46	9	43	34	28

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

## 第四部分 人民币震荡上涨趋势或将延续

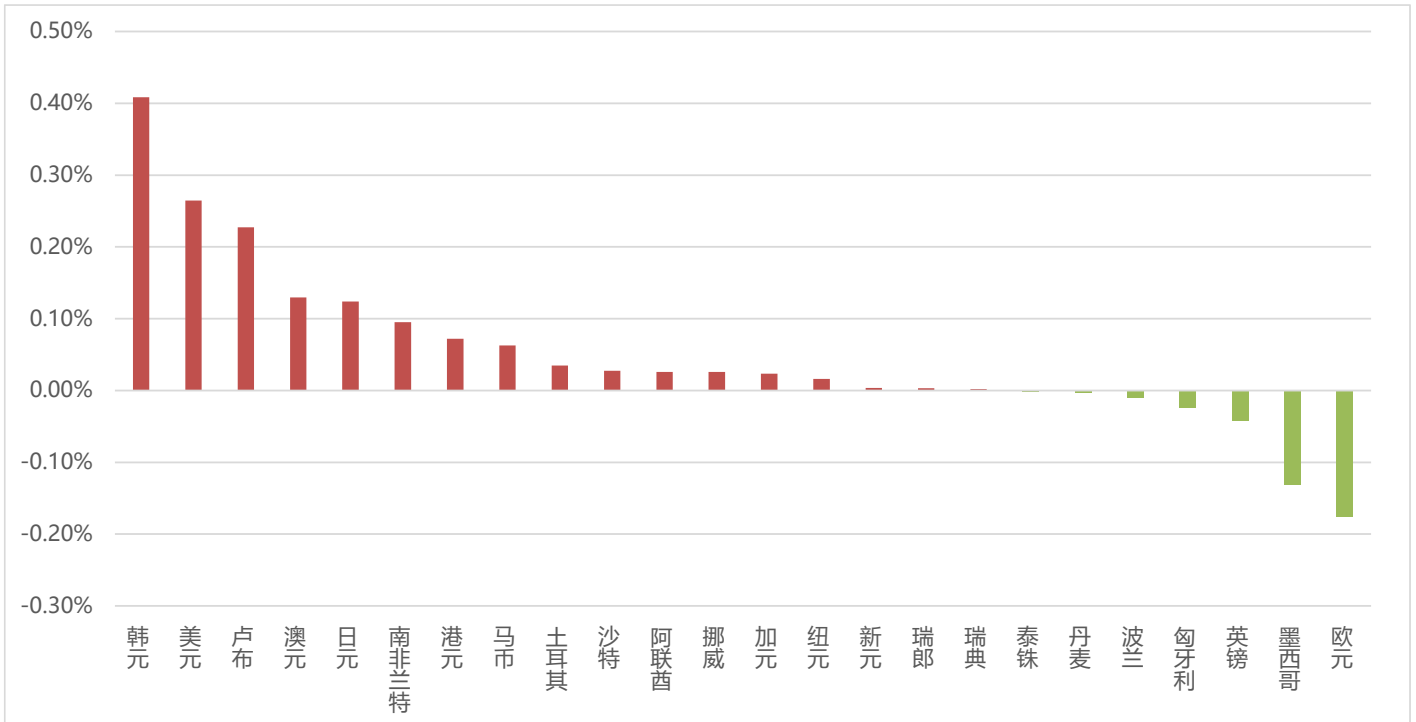
今年以来情况显示，主要人民币汇率指数均呈现反弹走势，人民币相对美元也有小幅升值。从 CFETS 篮子来看，人民币相对主要货币多数升值，其中对韩元、美元、卢布、澳元、日元升值最为明显，对欧元、墨西哥元、英镑、匈牙利、波兰出现一定贬值。从趋势上看，人民币相对美元呈现震荡小幅升值走势，年初继续走强步伐至春节前后阶段性高点，之后回落至 3 月低位后再转向升值。从外汇流动性上看，1、2 月合计的银行代客净结汇减少但仍为正。涉外收付款 1 月流入明显、2 月小幅流出。新增外币贷款均出现正增长。外汇占款和排除币值影响的外汇储备 1 月增长较多，2 月、3 月出现小幅下降。外汇流动性指标多数呈现增长，与人民币升值走势情况一致。从基本面来看，春节前中美经济预期差与汇率变动方向曾出现背离，但节后中美经济基本面预期差与汇率波动情况基本一致，侧面表明基本面对汇率影响增加。从利差角度看，中美短端利差和长端利差一季度波动较大，其中长端利差变动与美元兑人民币汇率走势相关性更高。总体上看，年初国内经济疫情后加速修复、2 月美联储政策短期偏鹰派、3 月欧美银行业流动性危机造成美联储政策转向，是影响汇率的主要原因。从当前情况看，市场对年内美联储加息预期较年初明显下降，美元指数、美债收益率已经进入回落区间中，利差因素将继续推动人民币升值。此外，国内经济持续复苏与海外经济衰退风险并存，基本面差异的持续存在也是推升人民币的重要因素。因此我们预计年内人民币仍有上行空间，乐观情况下不排除升至 6.5 左右，特别是二季度美联储政策二次转向前后可能加速升值。

图 52 人民币汇率指数变动情况



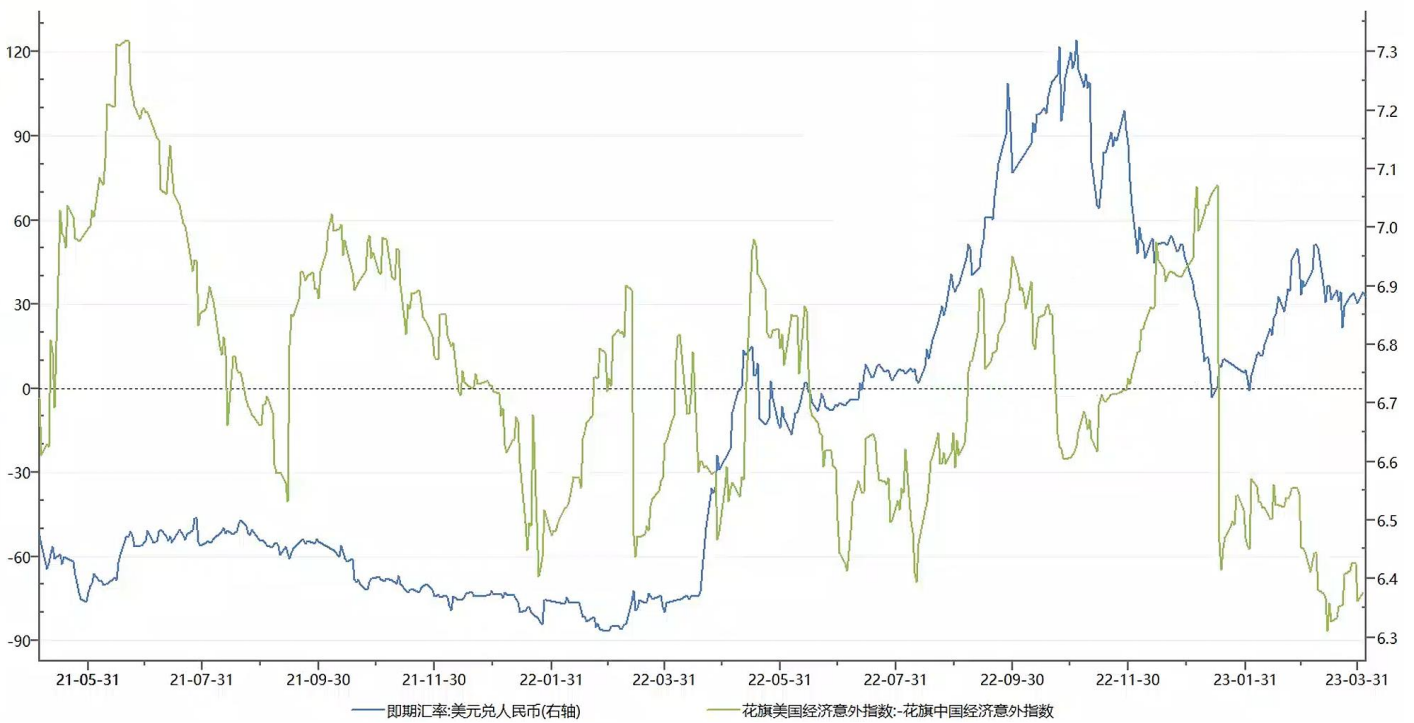
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 53 主要国家汇率对人民币指数的影响幅度



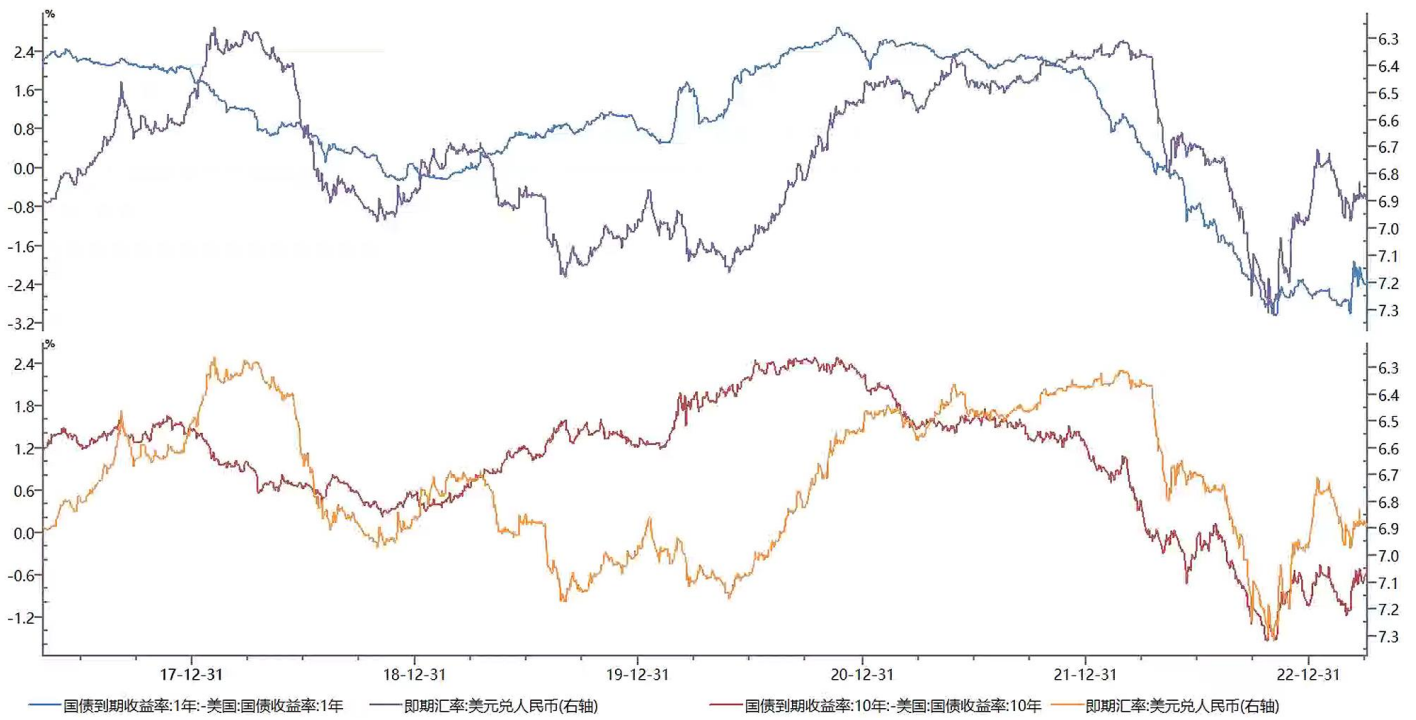
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 54 中美宏观经济预期差比较



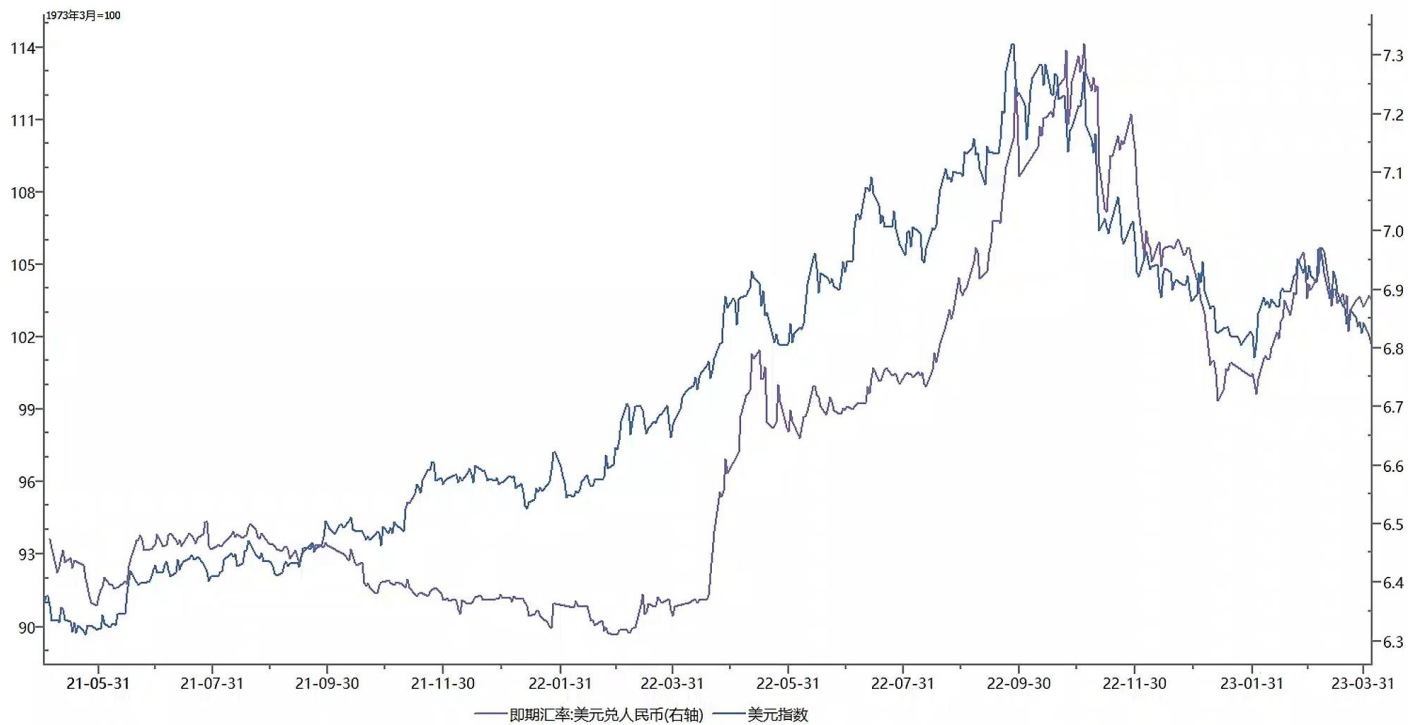
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 55 中美利差与汇率变动关系



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 56 人民币汇率与美元指数关系



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路 58 号证大立方大厦 604 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836



上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限 责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

### 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。