

【每周经济观察】

3月强出口强信贷低通胀，内需问题
仍是经济复苏关键

研究中心

2023年4月14日



要点：3月强出口强信贷低通胀，内需问题仍是经济复苏关键

➤ 一周行情回顾

- ✓ 3月出口、社融、通胀数据出台，经济弱复苏及结构分化特征明显，权益市场经历一个月反弹后小幅回调，期债市场随货币宽松预期走强。海外经济衰退预期支撑贵金属进一步走强
- ✓ 美国3月CPI数据、3月利率会议纪要公布。3月CPI同比增长5%，低于前值的6%，连续八个月增速回落，但距离2%目标仍远。分项看，能源项价格显著回落，食品项价格增速放缓，而住宅等核心服务项继续构成通胀的主要支撑。利率会议纪要显示多位政策制定者曾考虑暂停加息，但最终同意延续政策

➤ 3月贸易、社融、通胀数据解读

- ✓ **3月出口同比增速转正，大幅好于预期，但不易过分乐观。**3月出口同比增速较2月进一步好转，由负转正，大幅超市场预期，这或与2月PMI新出口订单指数显著回暖有关，2月密集订单在3月陆续出货。但3月PMI新出口订单指数已出现回落，**我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道。**分国别看，对东盟出口增速维持高位，对欧美出口增速有所回暖，但欧美航线出口集装箱运价持续下跌，说明**欧美外需仍处下行通道。**分商品看，新能源汽车相关产品领头的机电增速由负转正，汽车出口增速维持高位，但高新技术产品、集成电路出口等降幅虽有所收窄但仍为拖累项。同时，3月各国进口同比均出现回落，侧面印证外需偏弱
- ✓ **3月CPI破“1”，低于前值和预期。3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，**环比增速连续两个月为负值，环比下降0.3%，通胀水平低于季节性和预期，分项看，必需消费受供应影响价格波动，小额可选消费受天气影响出现季节性需求回暖，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，**说明内需不足问题仍然突出。**3月PPI同比下降2.5%，跌幅较2月走阔1.1个百分点，环比增速连续两个月持平。**我们认为上半年CPI将维持低位运行，PPI或出现一定程度的通缩**
- ✓ **3月社融信贷数据表现靓丽，而居民中长贷款可持续性仍需观察。**受存款增长支撑，3月M2增速维持12.7%同比高增速，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复；3月新增社融5.38万亿元，同比多增7387亿元，主要受信贷支撑。新增人民币贷款3.95万亿元，同比多增7211亿元。其中企业中长期贷款维持高位，这与市场利率维持高位、银行资金面整体偏紧所显示的信贷投放加速一致，但从资产价格看主要仍为基建投资配套融资需求及制造业企业的融资需求。而居民端新增贷款特别是中长期贷款超预期改善，这或是2月房地产销售回暖的滞后体现，而3月以来房地产市场回暖态势放缓，地产销售端的修复仍有待观察

➤ 从股债跷跷板效应看市场运行态势

- ✓ 从历史规律看，出现股债双牛的时间较短，一般不超过2个季度。股债双牛可能在两个阶段出现，一是震荡市中，由于波动率较低，股债出现共振的概率相对较大，时间也更短；二是在行情拐点处，期债牛市的末端与股市牛市的初期在时空上有一定交集，持续时间相对较长，取决于股债市场投资者对经济增长向好的一致预期的形成。基于流动性维持宽松及经济修复方向确定、信心逐步稳定的判断，我们认为4月股债双牛局面出现的可能性较大

➤ 风险提示 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内经济修复的速度不及预期

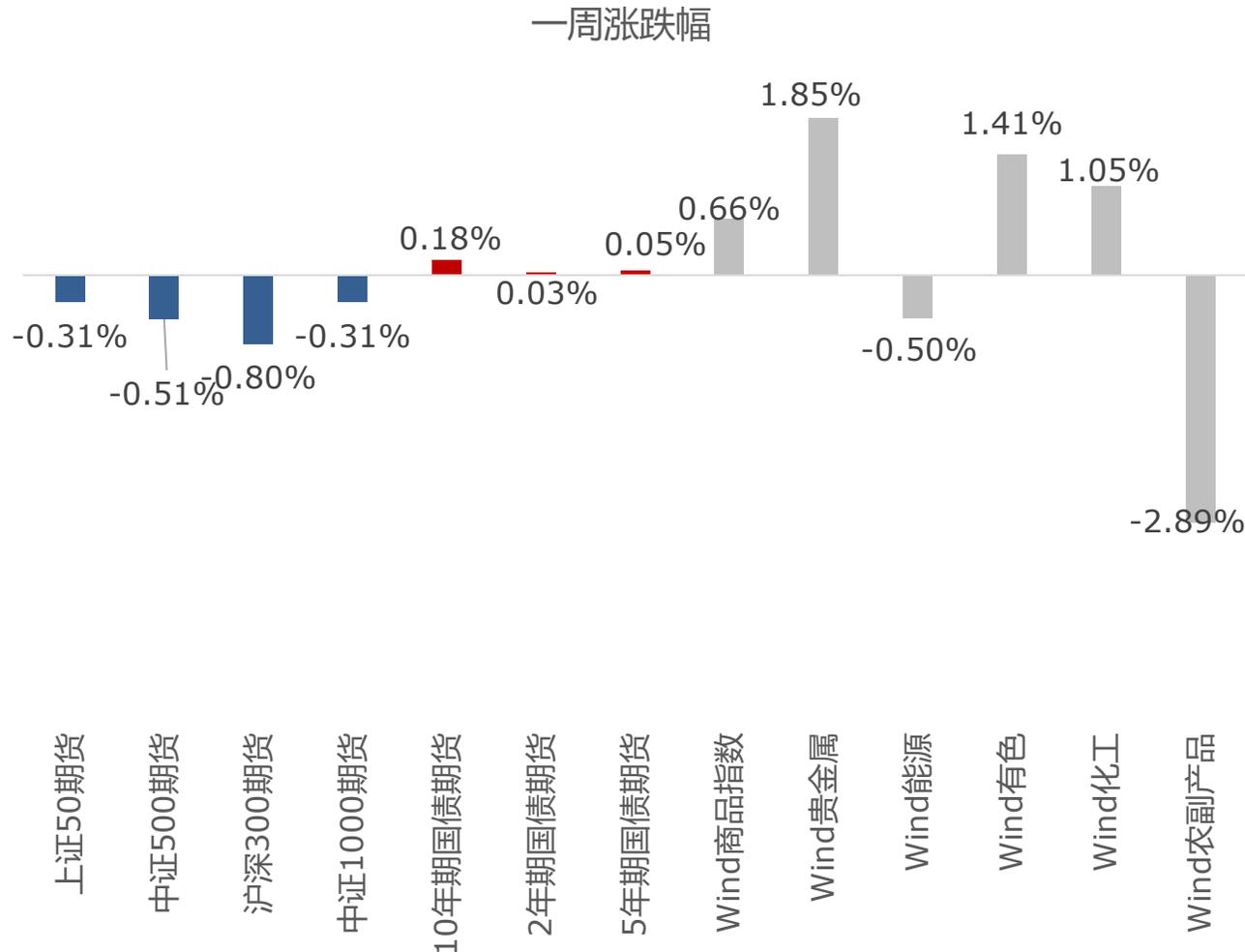
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：4月10日-4月14日，权益市场小幅回调，贵金属继续走强

■ 3月出口、社融、通胀数据出台，经济弱复苏及结构分化特征明显，权益市场经历一个月反弹后小幅回调，期债市场随货币宽松预期走强。海外经济衰退预期支撑贵金属进一步走强



■ **M2、社融、进出口数据公布**：3月我国M2同比增长12.7%，社融存量同比增长10%；出口同比增14.8%，进口降1.4%

■ **3月汽车数据**：3月，汽车产销完成258.4万辆，环比增长27.2%，同比增长15.3%

■ **注册制首批上市表现平稳**：主板注册制首批新股上市4天累计涨幅在20%-186%之间

■ **国债期货股指上线**：该指数系列包含2年期、5年期、10年期3只国债期货收益指数，是国内首批可产品化的国债期货收益指数

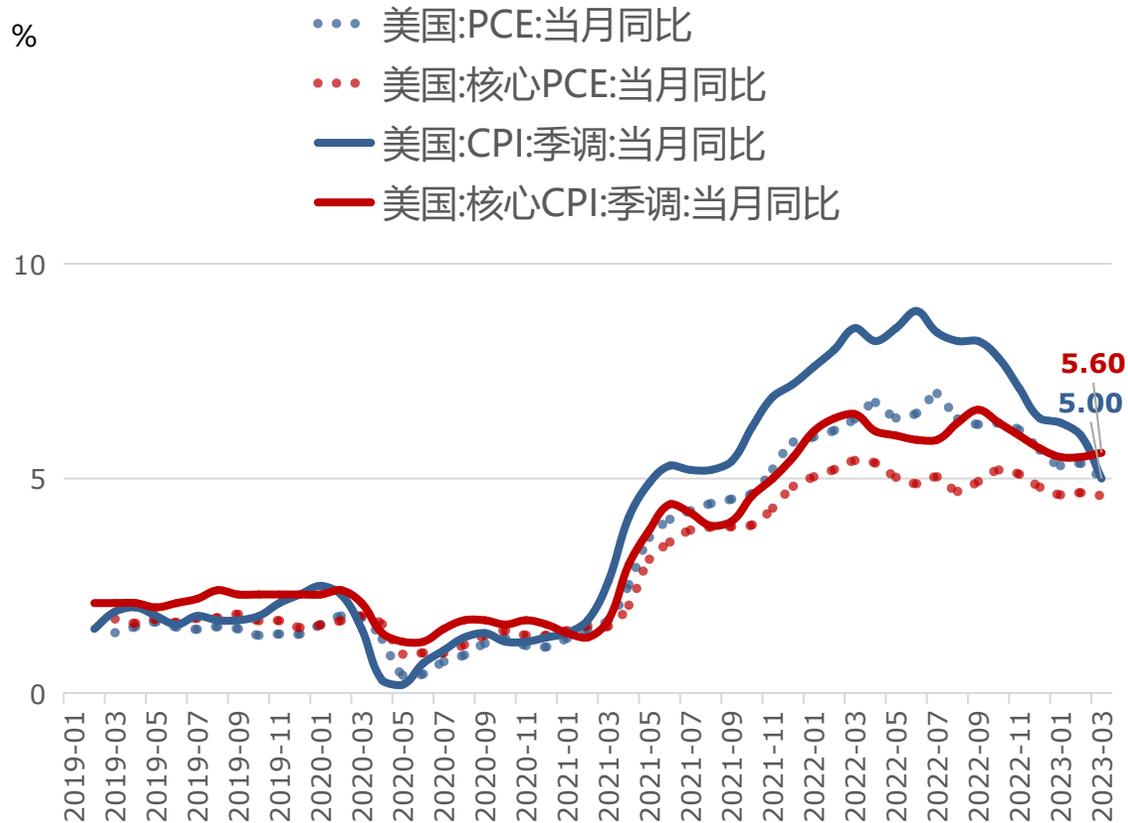
■ **美国CPI、利率会议决议公布**：3月美国CPI同比增长5.0%；美联储发布3月会议纪要，表示曾考虑不加息，银行业危机的影响可能使经济在今年晚些时候陷入衰退

■ **IMF更新全球经济增长预测**：预计2023年全球经济将增长2.8%，2024年3%，较此前预测均下调0.1个百分点

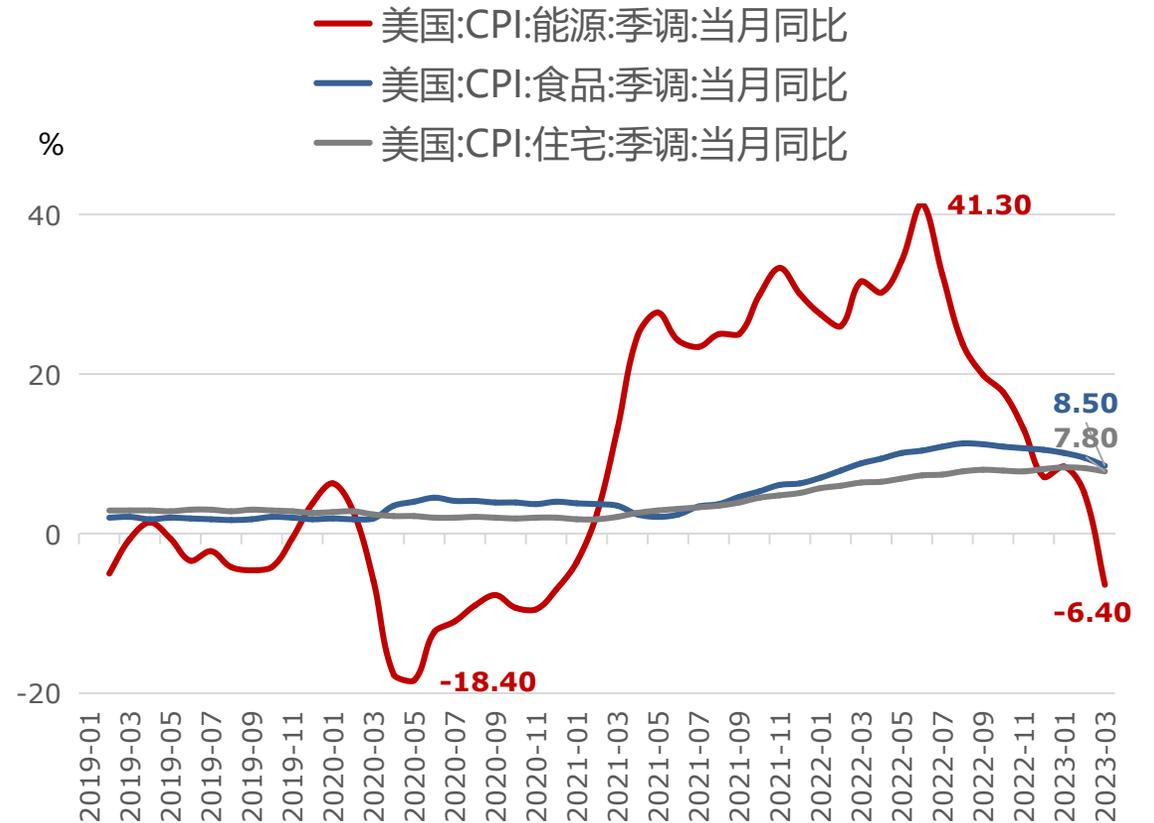
美国3月CPI同比继续回落，但核心CPI韧性仍在，整体符合市场预期

■ 美国3月CPI同比增长5%，低于前值的6%，连续八个月增速回落，但距离2%目标仍远。核心CPI季调同比增长5.6%，环比增长0.4%。分项看，能源项价格显著回落，食品项价格增速放缓，而住宅等核心服务项继续构成通胀的主要支撑

3月美国CPI同比上涨5%，自2022年7月以来延续回落态势。
核心CPI同比上涨5.6%，增速小幅反弹



能源价格显著回落，食品价格增速有所放缓，住宅价格增速坚挺



美联储3月利率会议纪要银行危机或收紧金融状况，货币政策需保持灵活性

- 4月12日晚，美联储发布3月利率会议纪要，指出美国银行业危机产生的后果可能会使美国经济在今年晚些时候陷入衰退。多位政策制定者曾考虑暂停加息，但最终同意延续政策

美联储官员	具体表态内容
威廉姆斯 (纽约联储主席)	市场预期反映了对经济衰退的预测，以及比大多数官员预期的更大幅度的通胀放缓，但通胀仍然很高。不包括房地产在内的一些核心服务领域的通胀还没有出现变化。 仍然需要努力让通胀率回到2%
古尔斯比 (芝加哥联储主席)	鉴于这些金融逆风走向的不确定性很大，我认为我们需要保持谨慎。我们应该收集进一步的数据，并 对过于激进的加息持谨慎态度 ，直到我们看到逆风在降低通胀方面对我们有多大帮助
哈克 (费城联储主席)	货币政策措施的全部影响可能需要18个月才能感受到，已经看到美联储的行动正在发挥作用的可喜迹象， 将以数据为导向作出决定，必须小心避免过度行动 。他不认为应该对FDIC保险限额进行全面提高， 金融稳定的主要工具不是货币政策 ，使用货币政策来维持金融稳定的门槛很高
卡什卡利 (明尼阿波利斯联储主席)	虽然银行业危机的全面影响需要一段时间才能看到，但美联储在 降低通胀方面仍有更多工作要做
梅斯特 (克利夫兰联储总裁)	政策制定者需要 将利率上调到“稍高”，然后维持一段时间
布拉德 (圣路易斯联储总裁)	为缓解金融压力而采取的措施正在发挥作用，美联储 应继续加息以对抗高通胀

美联储：平息高通胀仍是首要任务，预计美国经济年内陷入衰退

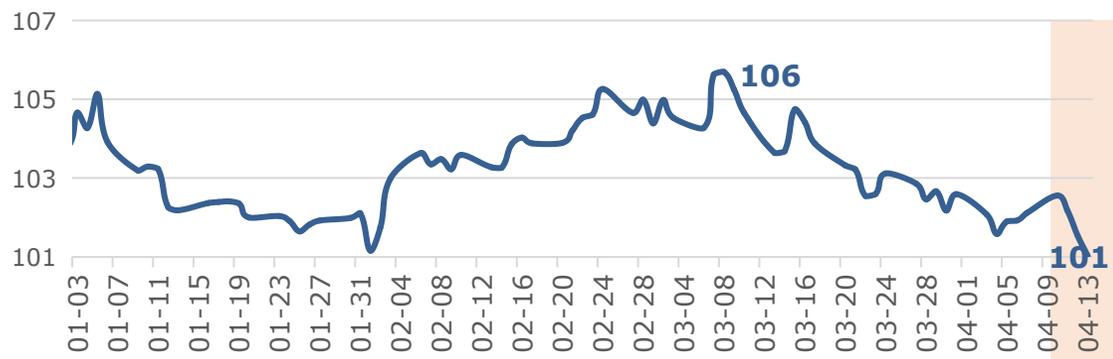
- 曾考虑不加息**：由硅谷银行倒闭引发的银行业危机让决策者一度考虑暂停加息，但他们最终得出结论，**平息高通胀仍是首要任务**
- 银行业压力已有缓解**：在银行业动荡之前，美联储曾考虑进行更大幅度的加息，此前有数据显示，关于平息通胀方面的进展慢于预期。在3月利率会议上，美联储将联邦基金利率目标区间上调了25个基点，至4.75%-5%之间，利率升至2007年9月以来最高水平，**美联储最终认为监管机构已经缓解了银行业的压力，因此加息25个基点是合理的**
- 预计美国经济年内陷入衰退**：会议纪要称，官员们对银行业危机的潜在经济影响进行了评估，他们**预测美国经济将在今年晚些时候出现轻微衰退，随后两年将出现复苏**。几乎所有与会官员都预计，今年有必要再加息一次。多数人认为，如果今年经济增长乏力，劳动力需求降温，美联储此后将维持利率不变。会议纪要称，**预计核心通胀明年将大幅放缓**

美国股债窄幅波动，黄金涨至新高

■ 从市场反应看，黄金继续走强至新高，美国股债市场小幅波动

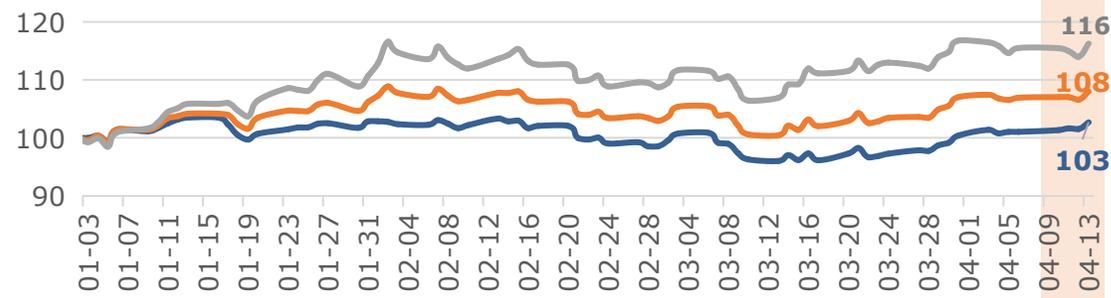
美元指数本周小幅持续跌至低点

美元指数



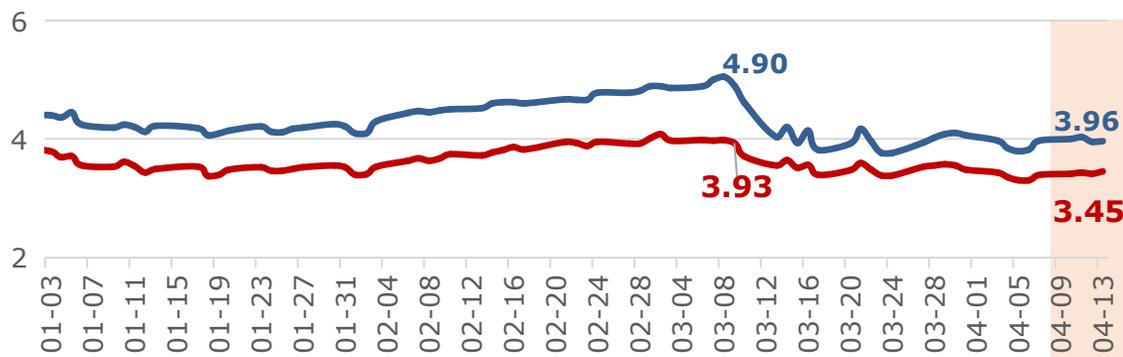
美股本周小幅回升

— 道琼斯工业平均指数 — 标准普尔500指数
— 纳斯达克综合指数



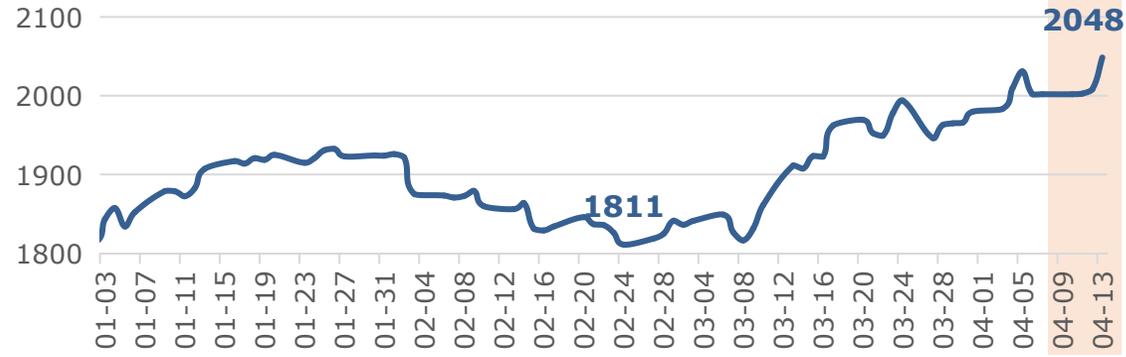
美国国债本周窄幅波动

— 美国:国债收益率:10年 — 美国:国债收益率:2年



黄金本周维持涨势至新高

伦敦现货黄金:美元



注：数据截至4月13日，股票指数按首日100标准化

数据来源：Wind、广州期货研究中心

第二部分

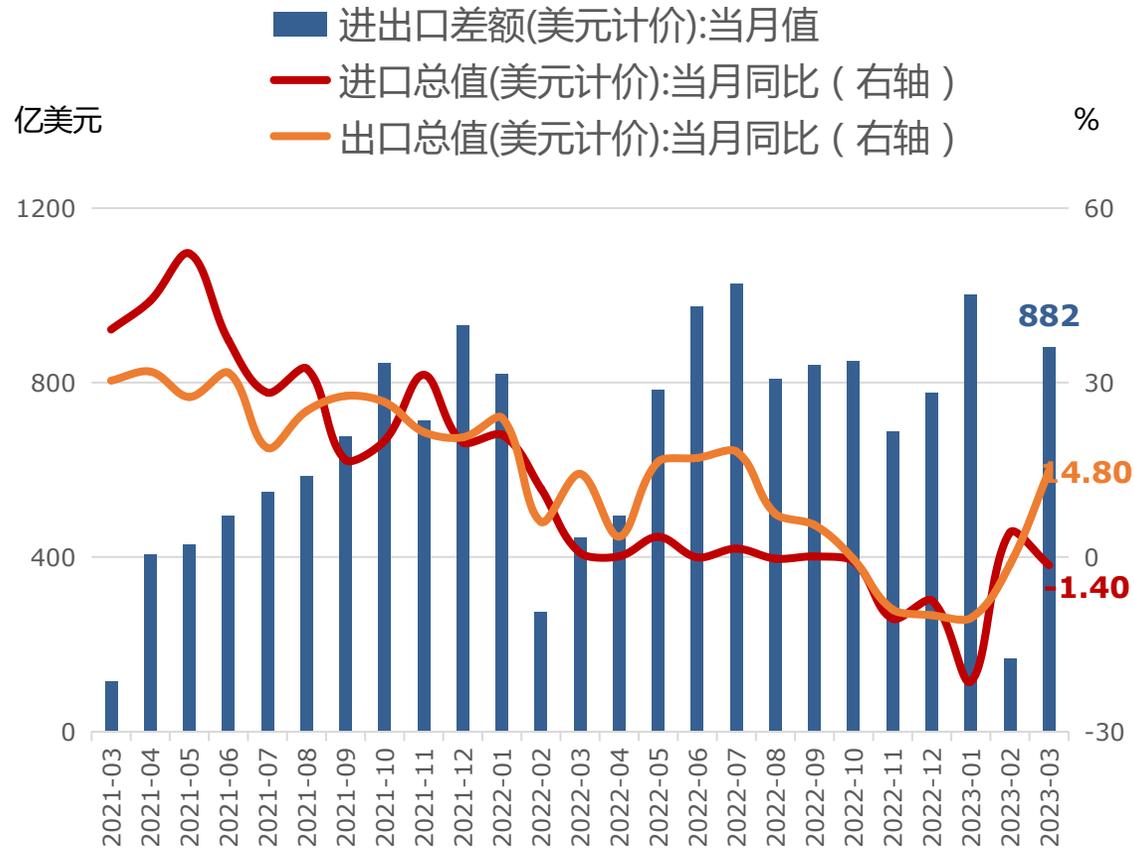
3月贸易、社融、通胀数据解读



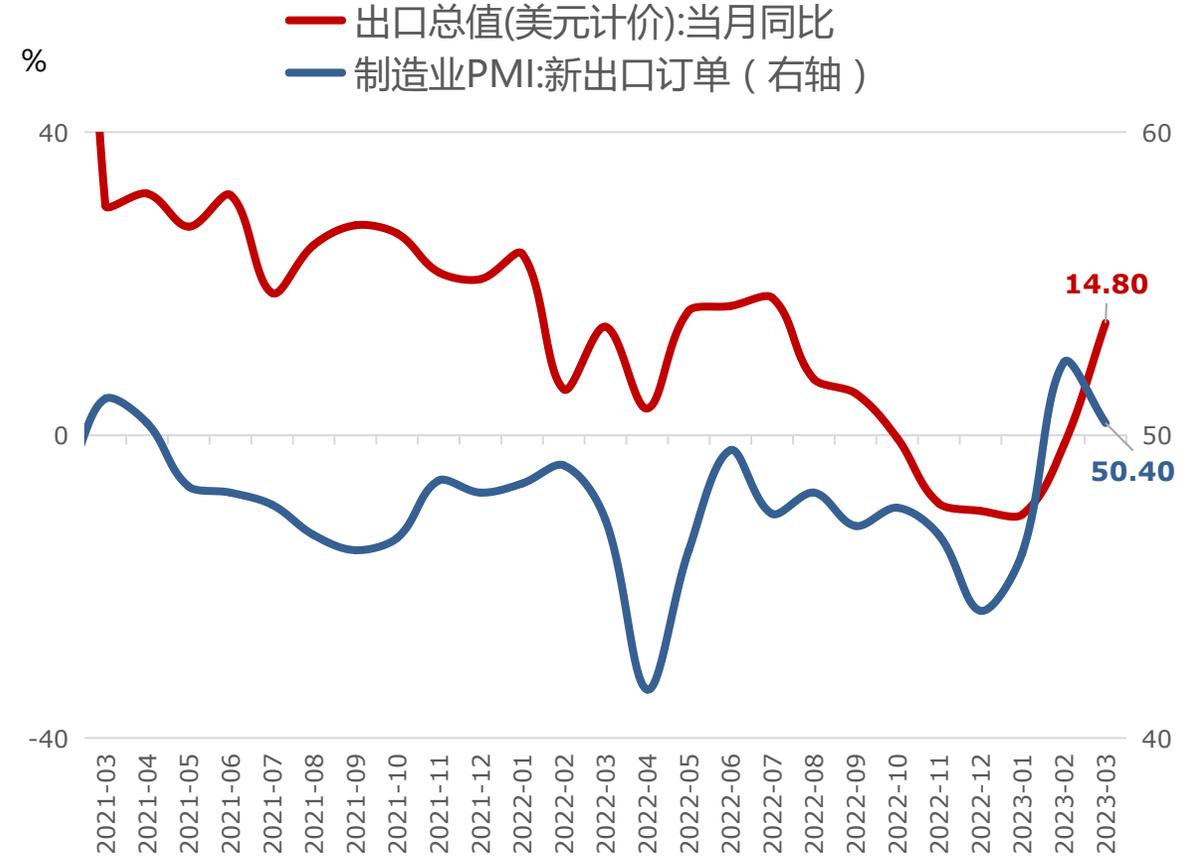
进出口：3月出口同比增速转正，大幅好于预期

■ 3月出口同比增速较2月进一步好转，由负转正，大幅超市场预期，这或与2月PMI新出口订单指数显著回暖有关，2月密集订单在3月陆续出货。但3月PMI新出口订单指数已出现回落，我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道

3月出口金额同比增长14.8%（1-2月为-6.8%）；进口金额同比增速为-1.4%（1-2月为-10.2%）；贸易顺差扩大至881.9亿美元



2月PMI新出口订单指数显著回暖，与3月出口量同比大幅增长相一致

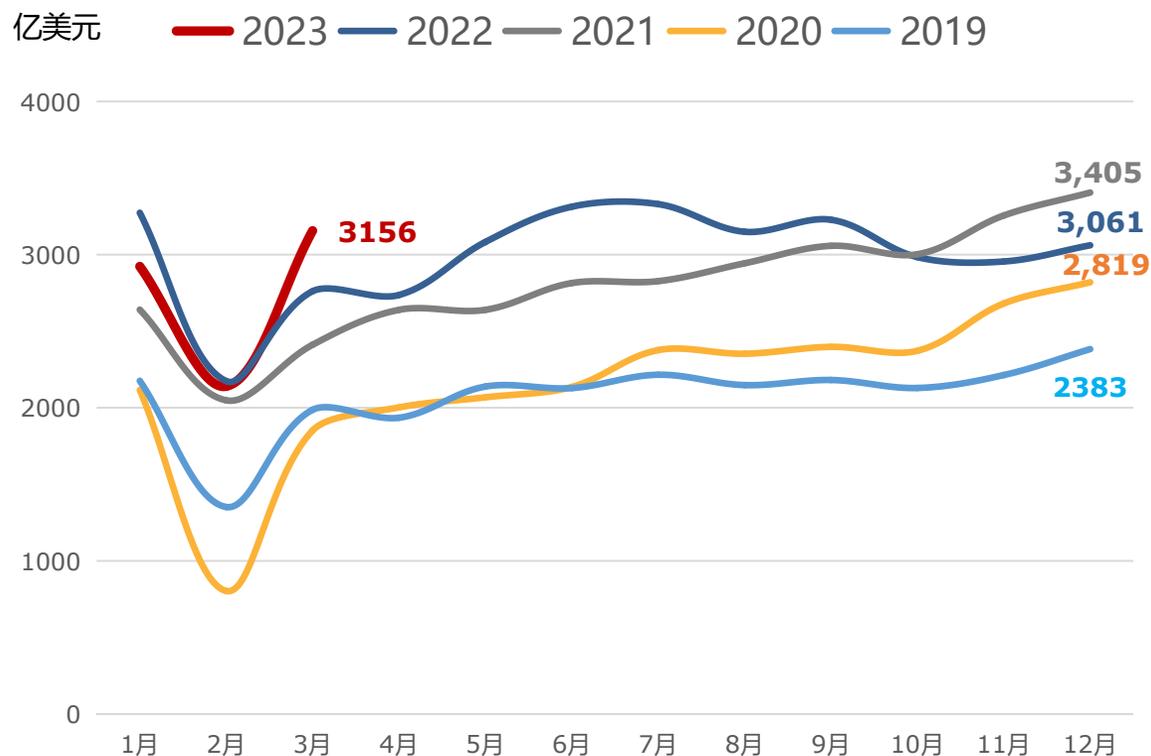


出口：3月出口金额高于去年同期，出口集装箱运价指数持续下跌

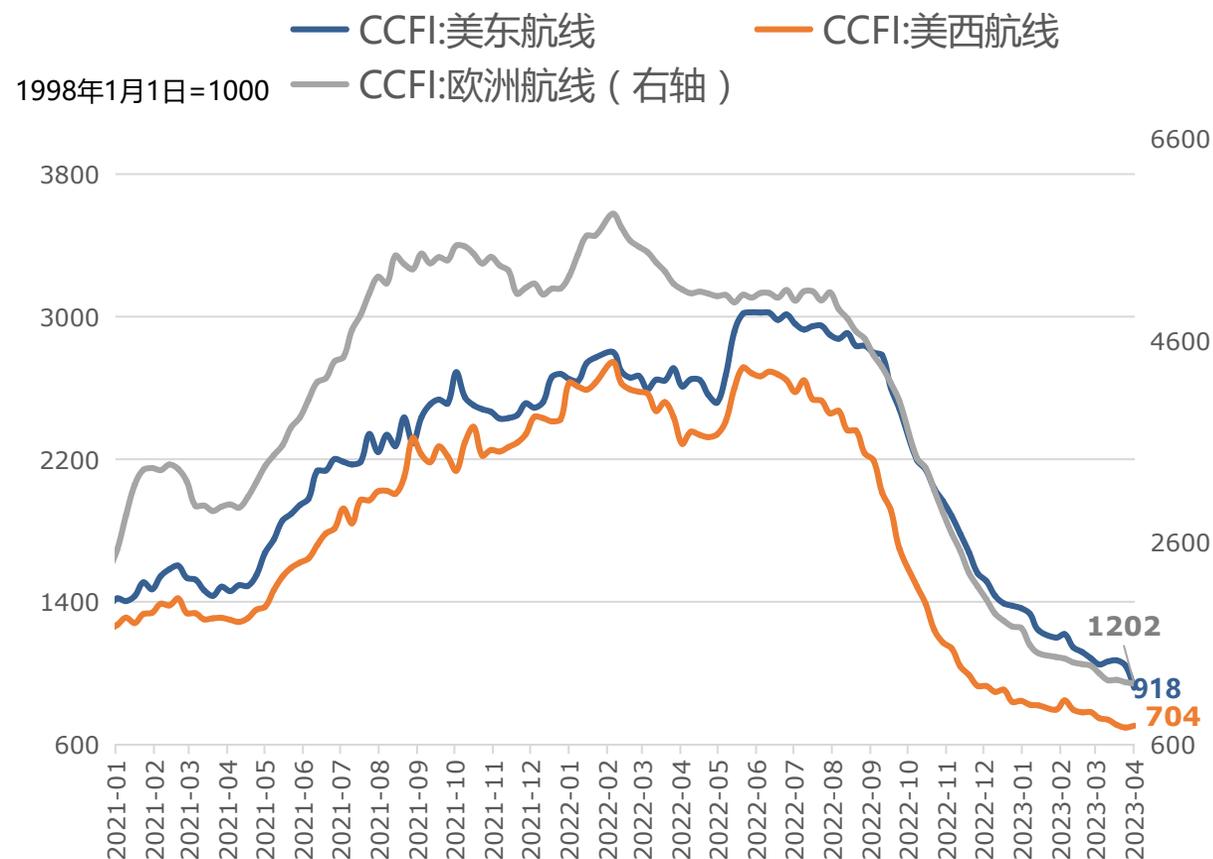
- 3月出口总额同比增速大幅上涨，但出口集装箱运价指数维持低迷，特别是欧美航线运价持续下跌，说明欧美外需回落显著，仍处于下行通道

一季度出口金额累计同比增长0.5%，3月出口总额好于往年同期

我国出口总额



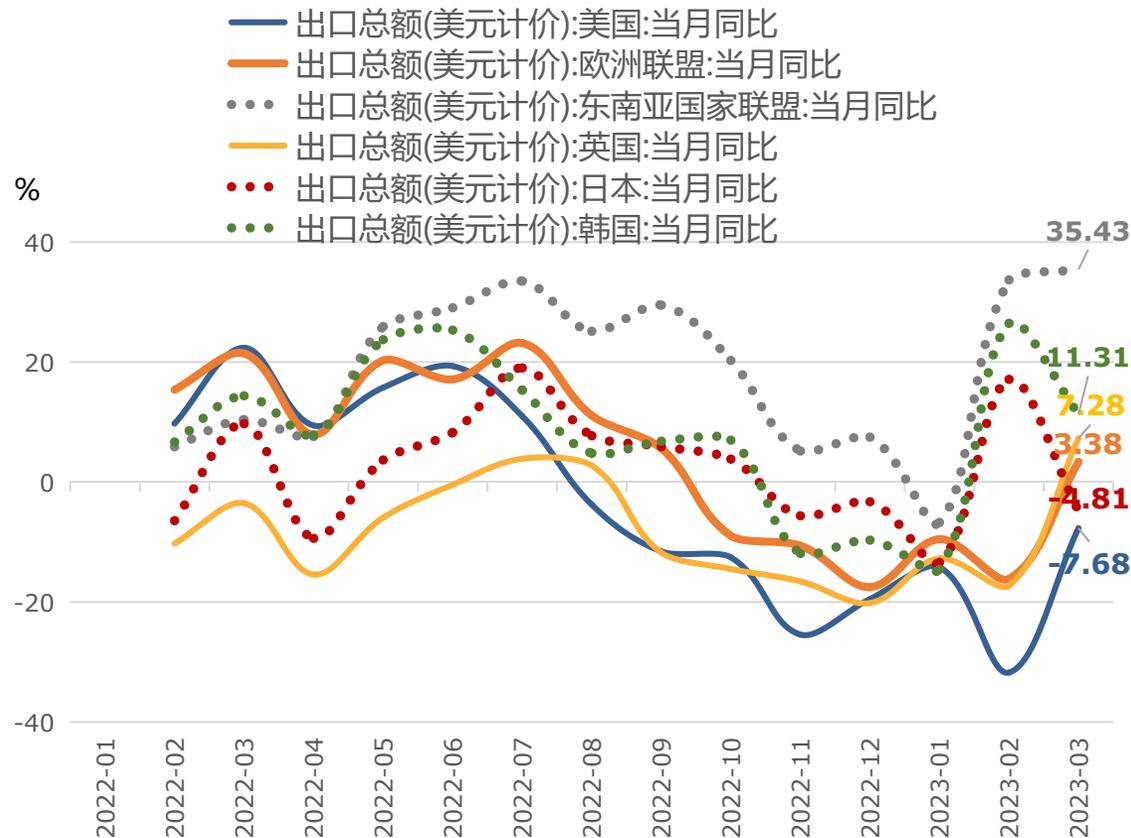
自2022年8月以来，CCFI运价指数持续下跌



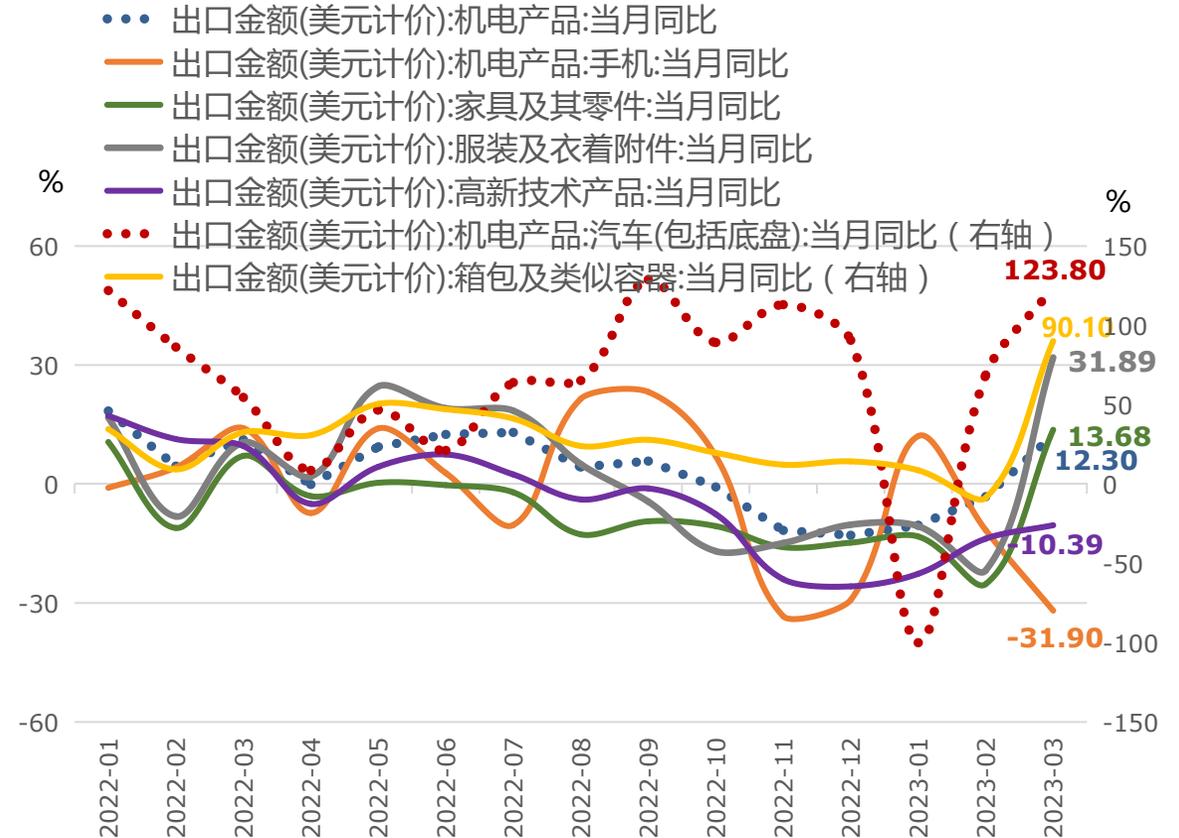
出口：东盟对出口的支撑作用突出，机电产品增速由负转正

- 分国别看，对东盟出口增速维持高位，对欧美出口增速有所回暖，对英国及欧盟出口增速由负转正
- 分商品看，主要产品中大多出口增速改善，新能源汽车相关产品领头的机电增速由负转正，汽车出口增速维持高位，但高新技术产品、集成电路出口等降幅虽有所收窄但仍为拖累项

3月美国降幅收窄，英国和欧盟的出口增速上升



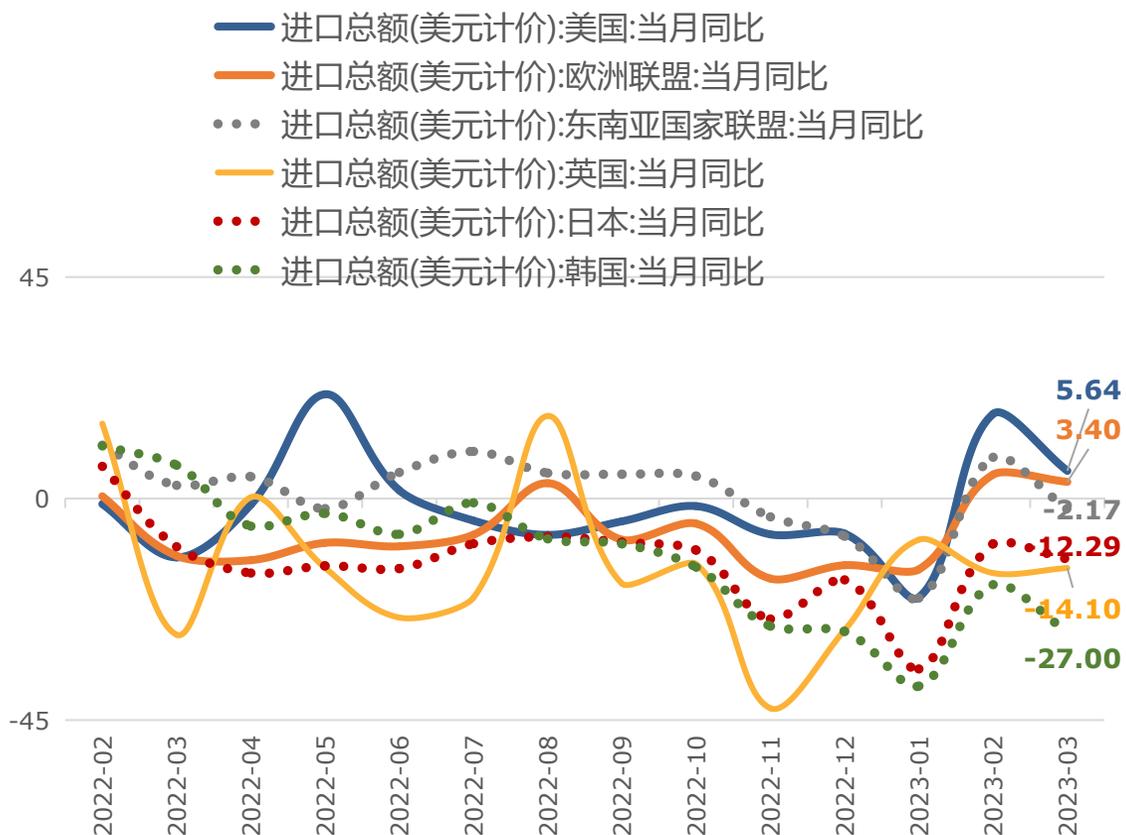
主要产品中大多出口增速改善，但高新技术产品、集成电路出口等降幅虽有所收窄但仍为拖累项



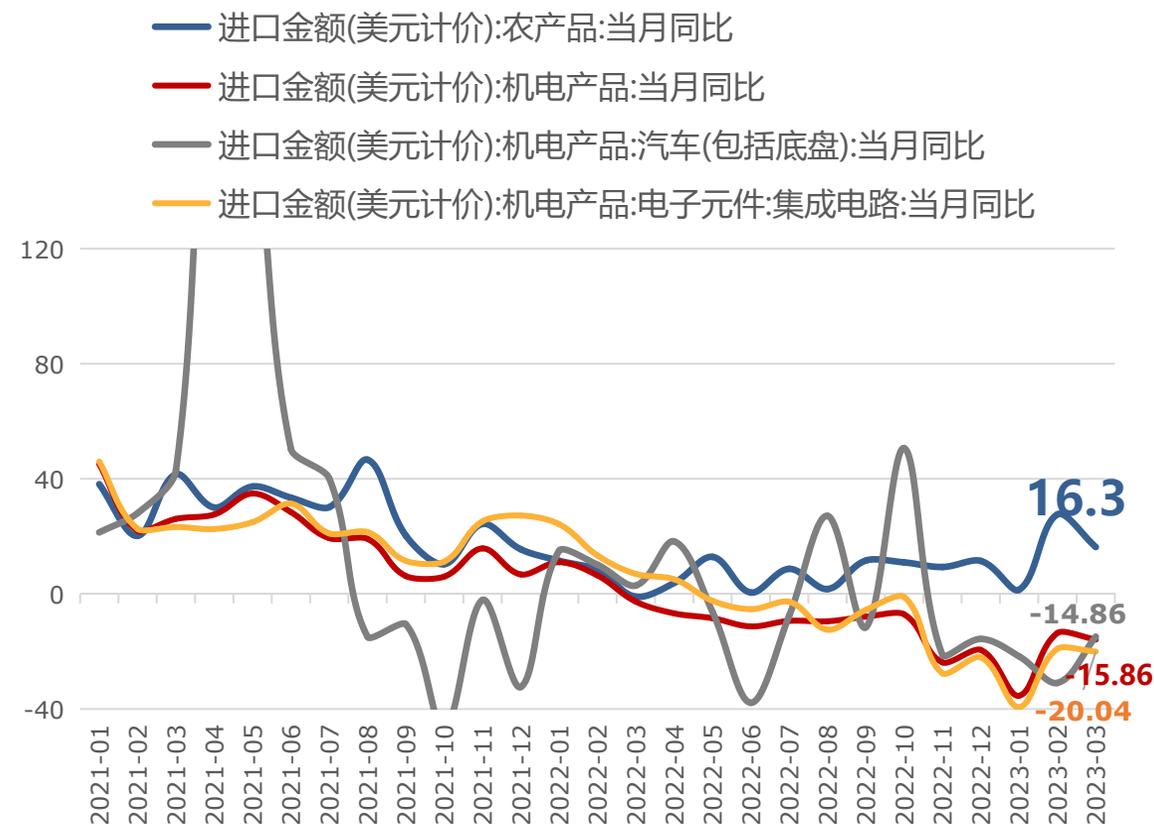
进口：3月各国进口同比均出现回落，侧面印证外需偏弱

- 分国别看，各国同比均有回落，除美国和欧盟处于增长区间外，其余国家均在负增长区间
- 分商品看，机电产品进口同比降幅走阔，汽车进口跌幅收窄，大豆等农产品进口增速扩大

除英国外，3月我国对其他主要国家及地区进口金额同比均有回落



3月商品进口同比大部分小幅回落，机电同比降幅走阔



主要大宗商品在进出口贸易中的变化

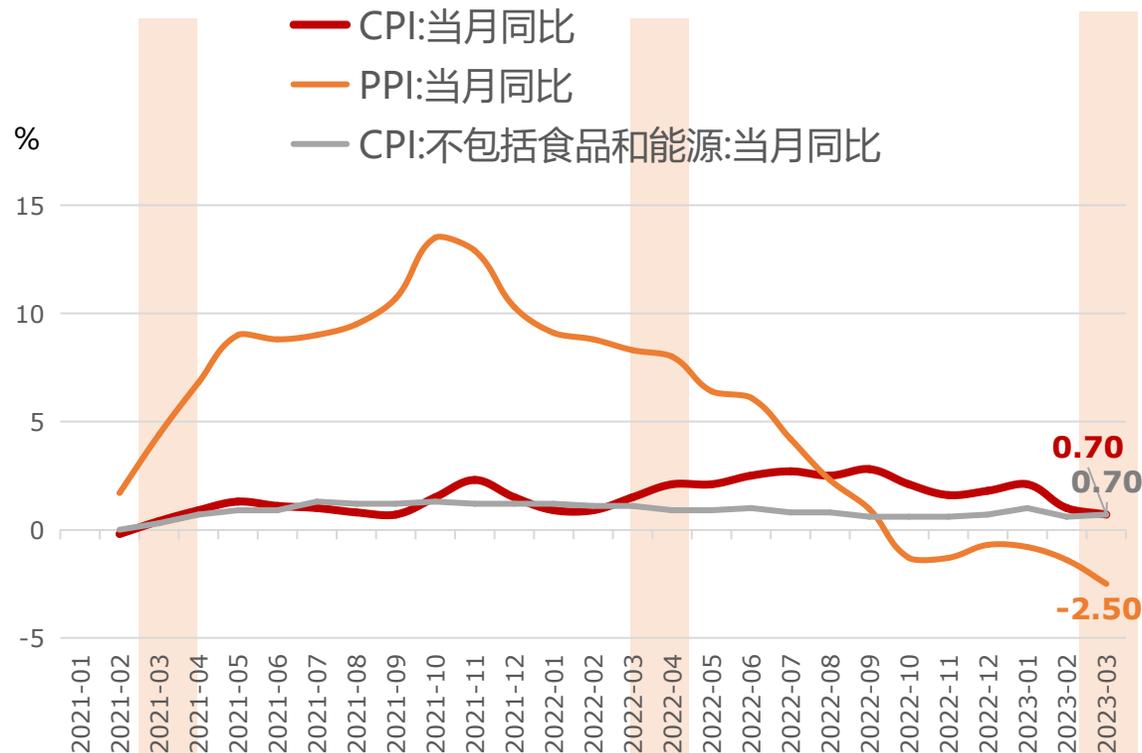
- 成品油出口数量同比增加，环比回落，出口单价回落，原油进口量同比及环比上升，出口单价回落
- 钢铁出口量同比和环比增长，出口单价同比下降，环比上涨；进口钢材数量同比下降，环比增长，进口单价同比上涨，环比下跌
- 粮食出口规模同比下降，环比增长，单价环比回落

商品	数量			金额			价格			
	2023年3月 当月值 (万吨)	2023年3月 当月同比 (%)	2023年3月 当月环比 (%)	2023年3月 当月值 (千美元)	2023年3月 当月同比 (%)	2023年3月 当月环比 (%)	2023年3月 当月值 (千美元/万吨)	2023年3月 当月同比 (%)	2023年3月 当月环比 (%)	
出口	粮食	14.25	↓ -10.91	↑ 58.39	116,050.06	↑ 1.31	↑ 32.81	8,141.10	↑ 13.71	↓ -16.15
	水产品	31.69	↑ 17.36	↑ 37.77	1,878,210.93	↑ 8.30	↑ 46.39	59,273.04	↓ -7.72	↑ 6.25
	成品油	545.24	↑ 33.96	↓ -12.20	4,166,035.03	↑ 27.74	↓ -15.56	7,640.80	↓ -4.64	↓ -3.83
	钢材	789.04	↑ 59.72	↑ 28.09	10,210,851.90	↑ 51.76	↑ 49.59	12,940.92	↓ -4.99	↑ 16.78
进口	肉类(包括杂碎)	65.27	↑ 10.63	↑ 7.00	2,358,927.41	↓ -0.78	↑ 3.49	36,139.53	↓ -10.31	↓ -3.29
	粮食	1,198.87	↓ -0.09	↓ -6.27	6,562,022.73	↑ 8.38	↓ -6.46	5,473.53	↑ 8.48	↓ -0.21
	原油	5,230.81	↑ 22.47	↑ 28.39	30,429,610.95	↑ 0.70	↑ 27.87	5,817.38	↓ -17.77	↓ -0.41
	天然气	886.85	↑ 11.13	↑ 2.41	4,881,079.34	↑ 16.45	↓ -12.54	5,503.81	↑ 4.78	↓ -14.59
	钢材	68.18	↓ -32.49	↑ 8.23	1,132,589.80	↓ -26.46	↓ -0.25	16,610.71	↑ 8.93	↓ -7.84

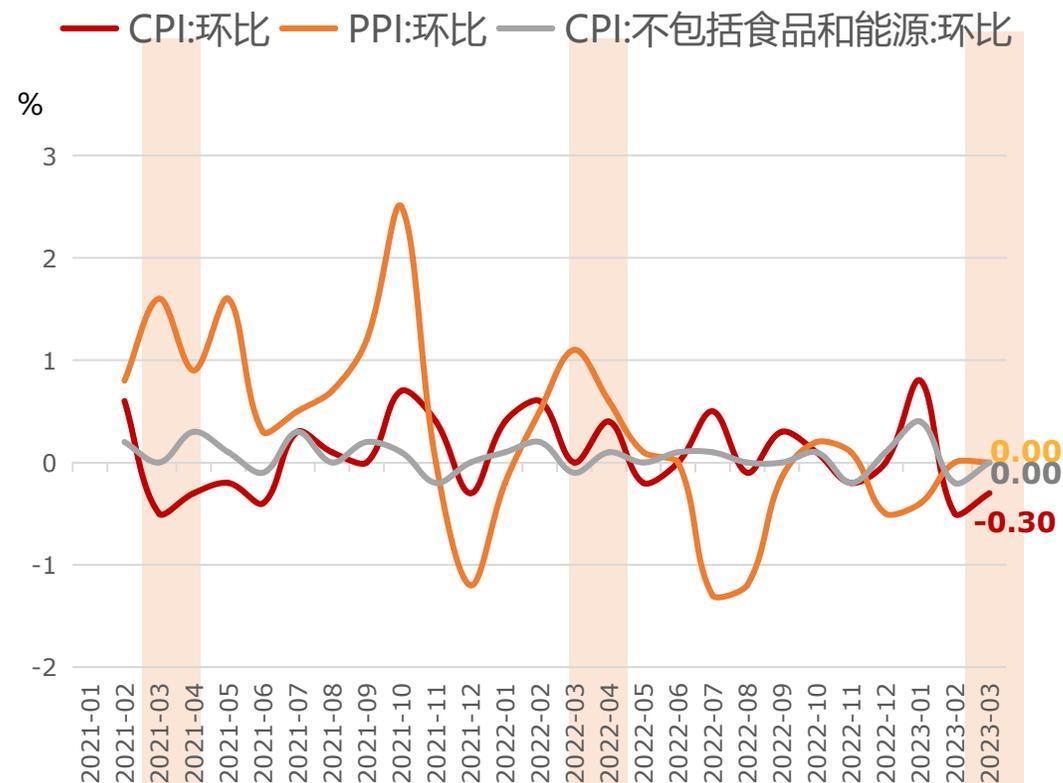
3月CPI破“1”，低于前值和预期

- 3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，环比增速连续两个月为负值，环比下降0.3%，通胀水平低于季节性和预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实。3月PPI同比下降2.5%，跌幅较2月走阔1.1个百分点，环比增速连续两个月持平

3月CPI同比连续两个月回落，PPI同比自去年10月以来持续为负



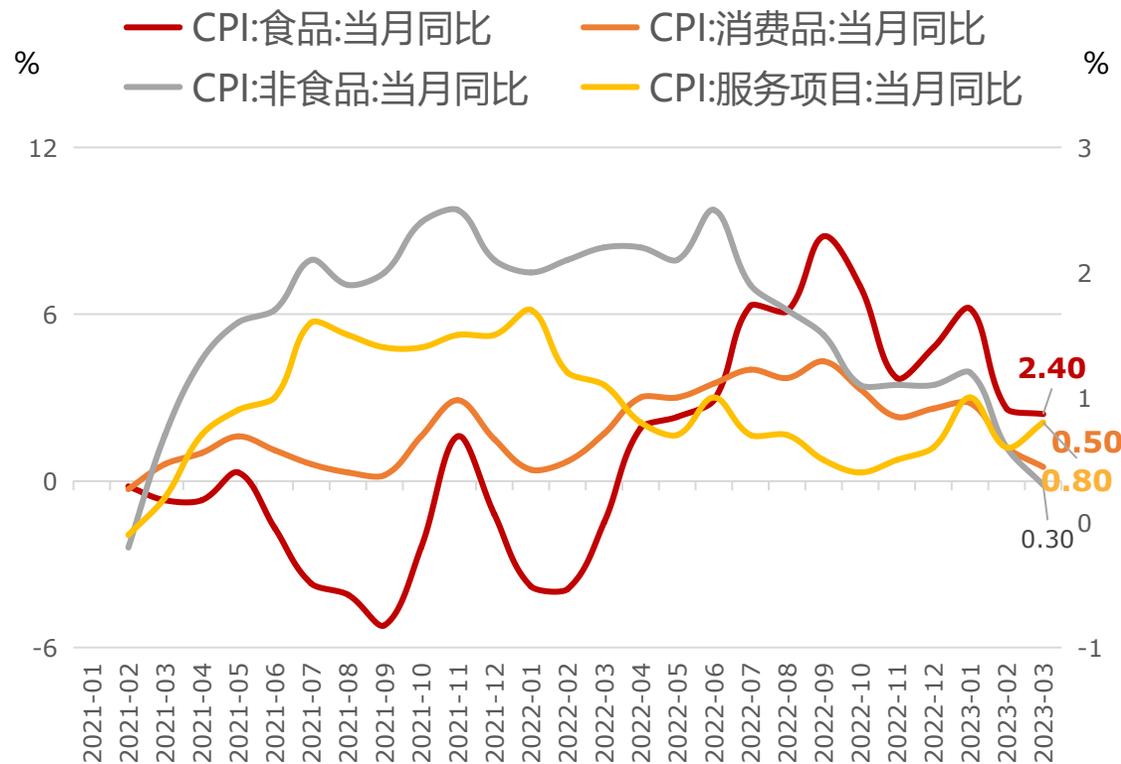
CPI及PPI环比均持平，弱于季节性



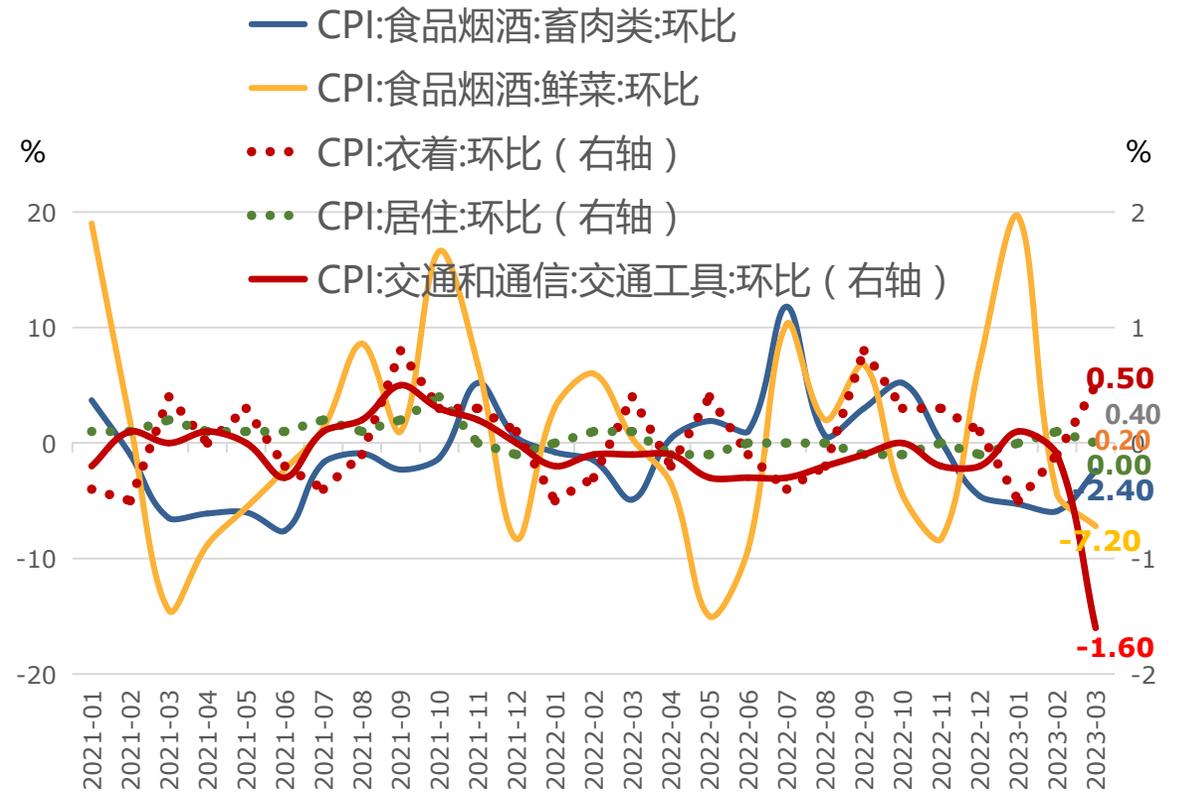
食品价格回落以及汽车、房租等大额消费价格疲软推动CPI下行

- 分项看，必需消费受供应影响价格波动，小额可选消费受天气影响出现季节性需求回暖，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，说明需求仍相对不足

消费品价格同比增速继续回落，服务项目价格同比增速小幅回升



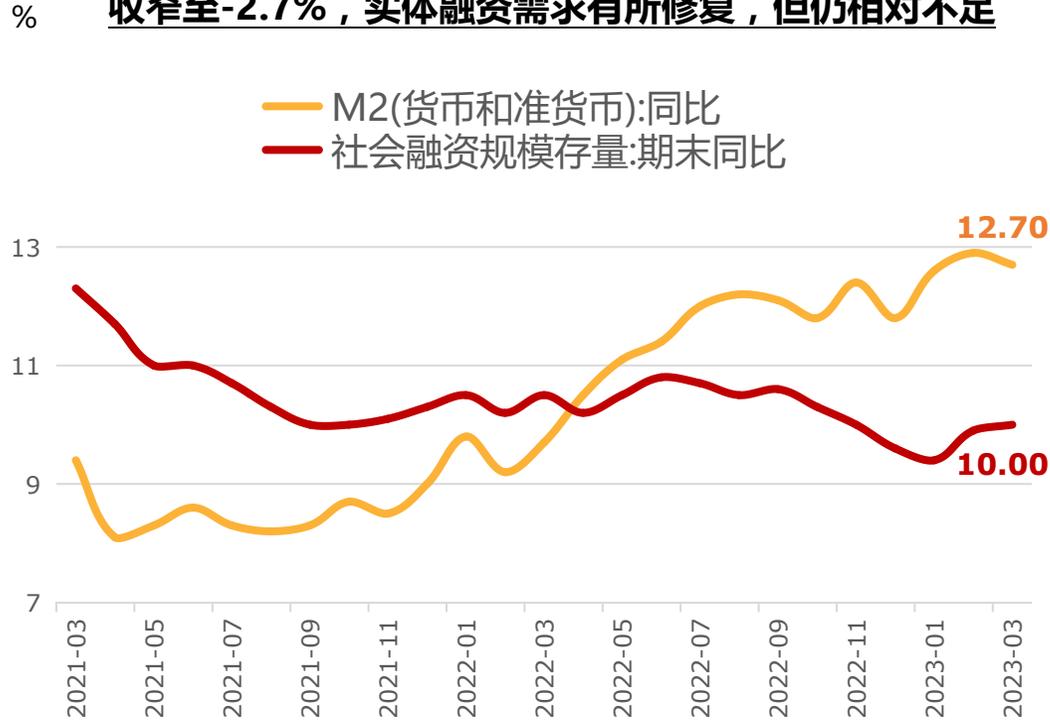
鲜菜受天气回暖、供应增加影响价格环比下降7.2%，畜肉类受生猪存栏供应充足和需求淡季影响价格下降2.4%。衣着受换季购置需求带动价格环比上涨0.5%。汽车打折销售去库存带动交通工具价格下降



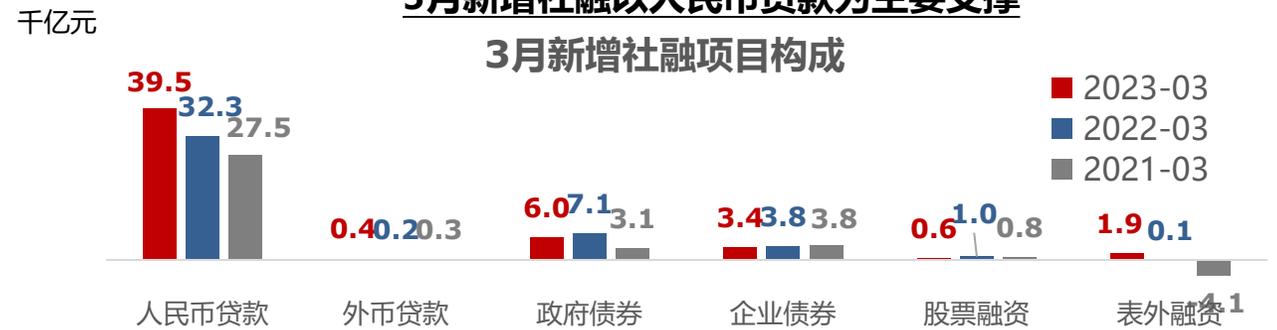
社融信贷：3月社融信贷数据表现靓丽，而居民中长贷款可持续性仍需观察

- 受存款增长支撑，3月M2增速维持12.7%同比高增速，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复
- 3月新增社融5.38万亿元，同比多增7387亿元，主要受信贷支撑。新增人民币贷款3.95万亿元，同比多增7211亿元。其中企业中长期贷款维持高位，这与市场利率维持高位、银行资金面整体偏紧所显示的信贷投放加速一致，但从资产价格看主要仍为基建投资配套融资需求及制造业企业的融资需求。而居民端新增贷款特别是中长期贷款超预期改善，这或是2月房地产销售回暖的滞后体现，而3月房地产市场回暖态势环比回落，地产销售端的修复仍有待观察

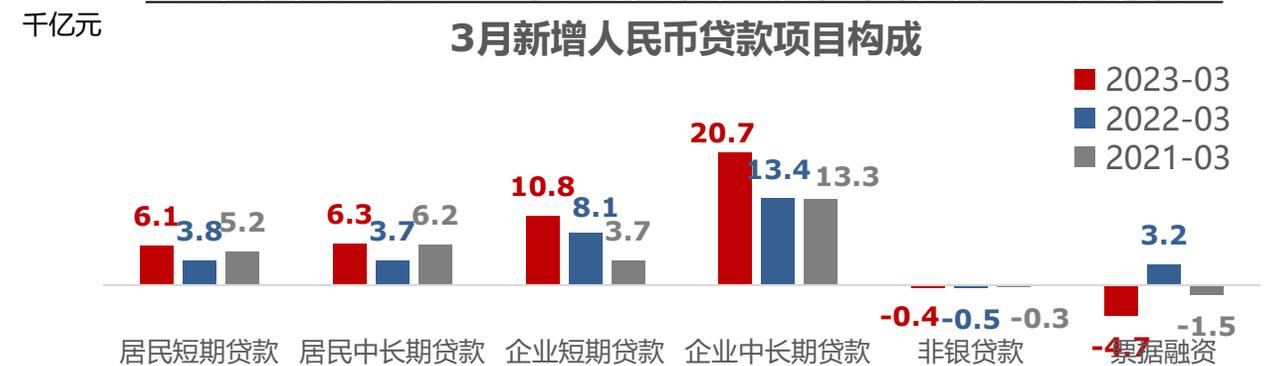
存量社融与M2同比增速剪刀差由1月的-3.2%进一步收窄至-2.7%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



3月新增社融以人民币贷款为主要支撑



基建投资提速带动企业中长期贷款维持高位，居民中长期贷款转正



第三部分

从股债跷跷板效应看市场 运行态势



在典型趋势行情中，股债跷跷板效应明显

- 复盘2015年以来行情，股债典型的牛市、熊市阶段中，股债相关性显著负相关，相关系数在-0.88至-0.57之间，而在2019年震荡市中，股债相关系数在0.01-0.05之间。2021年下半年以来，期债宽幅震荡，股市亦在今年2月以来进入宽幅震荡周期，本轮震荡周期股债相关系数在-0.5以上，未来踏入下一轮趋势性行情的概率较大



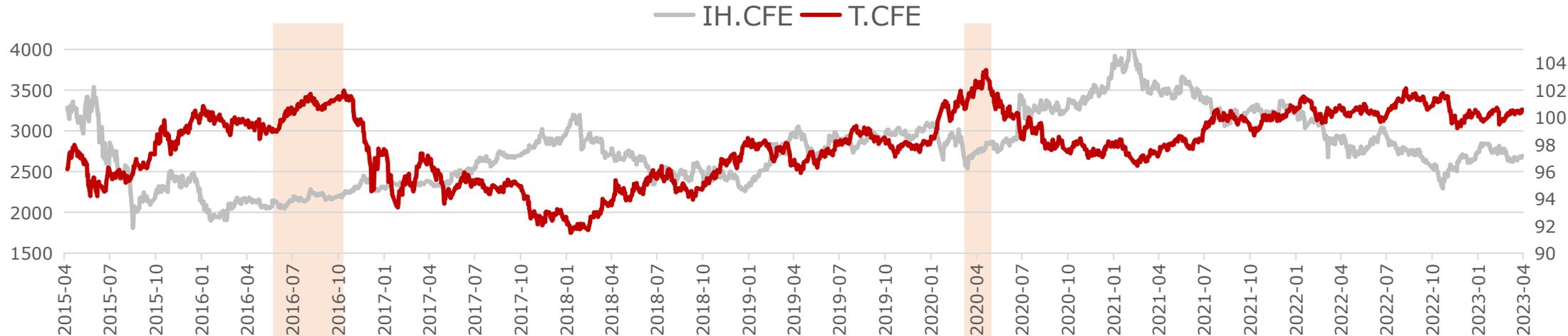
来源：Wind，广州期货研究中心



来源：Wind，广州期货研究中心

股债双牛一般在震荡市及趋势行情拐点处出现

- 从历史规律看，出现股债双牛的时间较短，一般不超过2个季度。股债双牛可能在两个阶段出现，一是震荡市中，由于波动率较低，股债出现共振的概率相对较大，时间也更短；二是在行情拐点处，期债牛市的末端与股市牛市的初期在时空上有一定交集，持续时间相对较长，取决于股债市场投资者对经济增长向好的一致预期的形成



2016年的持续4个月的股债双牛出现在经济基本面回暖、货币政策保持平稳、海外英国脱欧公投事件冲击等背景下，市场对流动性相对宽松仍保有期待使得债牛尾声延续，而随着企业盈利情况的好转以及大宗商品价格对货币政策的掣肘凸显，期债步入陡熊，股债跷跷板效应重现

2020年为期一个半月的股债双牛局面则是处于该轮货币宽松周期的尾声以及疫情防控得力下经济复工复产带动基本面回暖的阶段

基于流动性维持宽松及经济修复方向确定、信心逐步稳定的判断，我们认为4月股债双牛局面出现的可能性较大

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话: 021-68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理(上海)有限公司		
联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn