

不妨积极一点

核心观点：

本周国内有一些重要数据推出，基本与预期差距较大，金融数据和进出口数据均大幅好于预期，但从走势来看，市场并未对这种利好有多大的反应，由于与体感差距太大，不少人甚至怀疑数据的真实性。反倒是通胀数据不及预期，引发是否陷入通缩之争。也就是说当前大家对不好的数据十分认可，甚至会往更坏的方向想，而对于好的数据却视而不见。

我们认为不妨积极一点。第一，这种现象的出现一定程度上代表市场对未来经济复苏的程度预期非常低，这时候乐观的胜率就会明显高于赔率；第二，尽管数据总体确实非常的超预期，但如果仔细分析，其实差的数据更多是一些特定因素的干扰，而好的数据则确实有一定支撑的证据。而且好的数据一定程度上也意味着市场之前的预期过低。

国内货币政策已明显转向。货币政策例会很多说法都有了重大改变，例如对经济整体的描述乐观了不少，从“最大程度稳住经济社会基本盘”转向“经济运行整体好转”、“国内经济呈现恢复向好态势”；删去了“逆周期调节”表述；宏观政策不仅扩大需求，还要注重“改革创新和防范化解风险”，凸显复苏期货币政策的特点。

风险提示 经济超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

| | | |
|-------|--------------------|----|
| 第 1 章 | 不妨积极一点 | 3 |
| 1.1. | 国内经济数据与体感温差大 | 3 |
| 1.2. | 转向复苏初期的货币政策 | 6 |
| 免责声明 | | 10 |

第1章 不妨积极一点

1.1. 国内经济数据与体感温差大

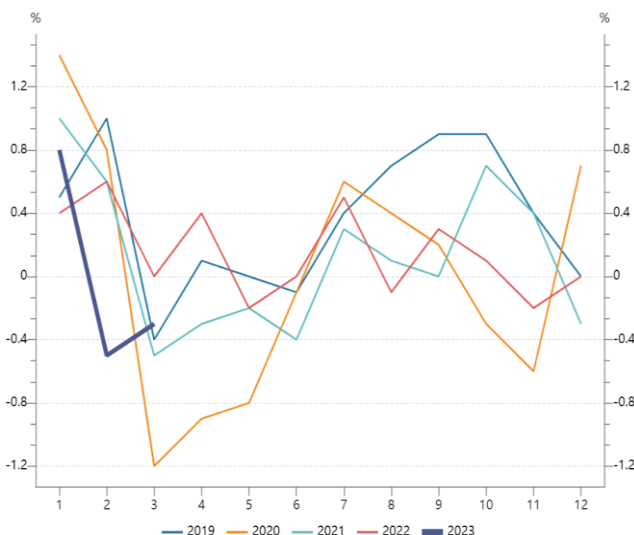
本周国内有一些重要数据推出，基本与预期差距较大，金融数据和进出口数据均大幅好于预期，但从走势来看，市场并未对这种利好有多大的反应，由于与体感差距太大，不少人甚至怀疑数据的真实性。反倒是通胀数据不及预期，引发是否陷入通缩之争。也就是说当前大家对不好的数据十分认可，甚至会往更坏的方向想，而对于好的数据却视而不见。

我们认为不妨积极一点。第一，这种现象的出现一定程度上代表市场对未来经济复苏的程度预期非常低，这时候乐观的胜率就会明显高于赔率；第二，尽管数据总体确实非常的超预期，但如果仔细分析，其实差的数据更多是一些特定因素的干扰，而好的数据则确实有一定支撑的证据。而且好的数据一定程度上也意味着市场之前的预期过低。

譬如 CPI 数据。CPI 同比增速仅 0.7%，较前值低 0.3 个百分点，PPI 同比增速为-2.5%，较前值下降 1.1 个百分点。CPI 和 PPI 同比增速均成下降趋势，一时通缩言论盛行。

我们认为同比增速低有着基数和结构性的原因。环比来看，5 年来，CPI 环比增速仅低于 2022 年，与此同时核心通胀还在上升，从 2 月的 0.6% 上升至 0.7%。

图 1.1.1: CPI 环比增速仅低于 2022 年



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: 核心通胀有所上升 (%)

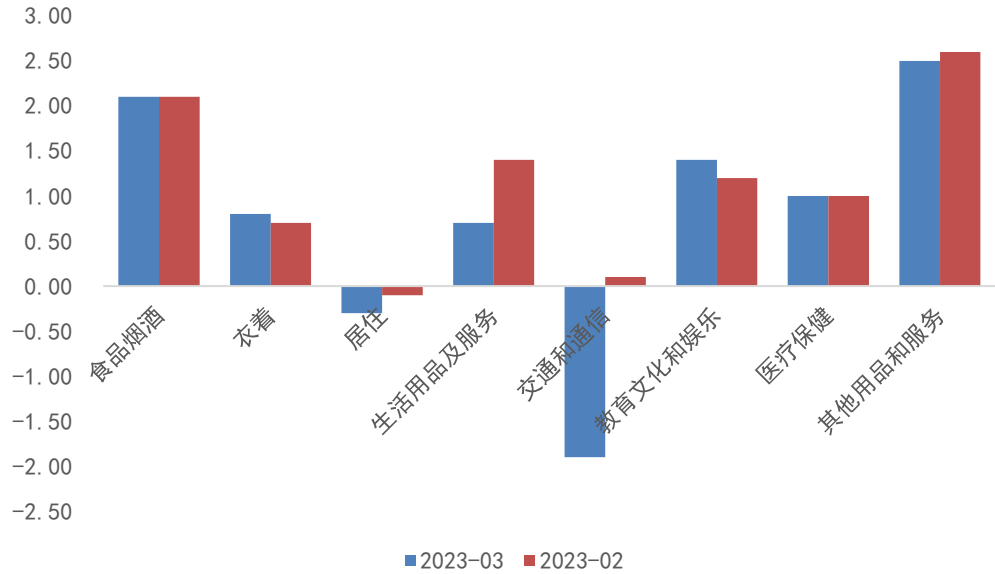


数据来源: Wind 南华研究

分项来看，CPI 主要的拖累项来自于三处，分别是居住，生活用品及服务、交通和通信，分别跟能源以及耐用消费品降价有关。能源项，我们知道去年 3 月正值俄乌战争对市场影响最为关键时刻，原油价格一度飙升至接近 140 美元/桶，而今年欧美银行业危机让原油价格一度跌至 70 美元/桶，基数作用下，与能源相关的项则降幅明显。事实上，粮食线也有类似特征，这也是 CPI 与核心 CPI 走势分化的重要原因。

与此同时，耐用消费品领域确实存在需求不足现象，车企打价格战促销，通讯工具环比继续下降。

图 1.1.3: CPI 同比增速八大项比较 (%)

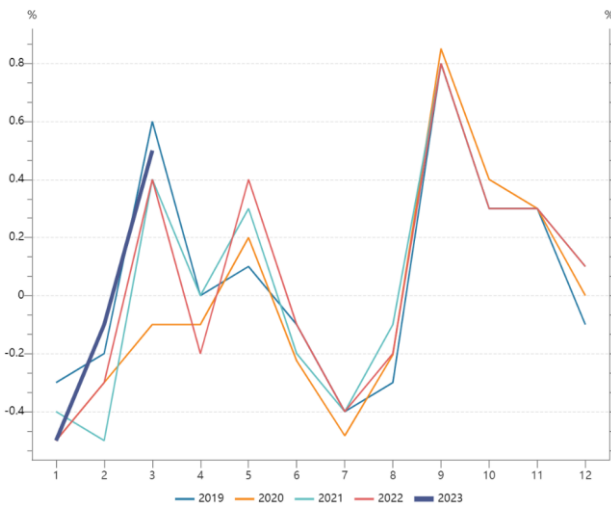


资料来源: Wind 南华研究

但我们要看到一些积极因素,譬如包含旅游项的教育文化和娱乐项环比高于季节性,而衣着类环比增速也比较高。服务项尽管近期还比较温和,但后期仍有增长潜力。另外,猪周期可能已靠近底部,未来走高只是时间问题。

因此,综合来看,尽管需求是没有那么强,但是CPI同比增速较弱有基数和偏结构性原因,还有部分项仍然具备成为未来通胀上升的重要牵引力,在这种情况下,通缩担忧大可不必。

图 1.1.4: 衣着类环比增速高于季节性



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: 教育文化和娱乐环比高于季节性



数据来源: Wind 南华研究

再比如社融及信贷，总量表现都很优异，人民币贷款项中结构也有明显改善，居民中长期贷款终于起来了。企业中长贷已经连续高增，但居民中长期贷款有起色尚属首次，且居民中长期贷款新增 6348 亿元，相较 5 年均值也不逊色。

表 1.1.1：分结构看社融和信贷（亿元）

| 指标 (亿元) | 2023-03 | 占比 (%) | 2023-02 | 占比 (%) | 环比变化 | 去年同期 | 占比 (%) | 同比变化 | 前5年均值 | 占比 (%) | 绝对值变化 |
|-------------|-----------|---------|-----------|--------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|-----------|
| 新增社融 | 53,800.00 | | 31,560.00 | | 22240.00 | 46,565.00 | | 7235.00 | 35,771.76 | | 18028.24 |
| 人民币贷款 | 39,502.00 | 73.42 | 18,184.00 | 57.62 | 21318.00 | 32,291.00 | 69.35 | 7211.00 | 24,240.19 | 67.76 | 15261.81 |
| 外币贷款 | 427.00 | 0.79 | 310.00 | 0.98 | 117.00 | 239.00 | 0.51 | 188.00 | 361.58 | 1.01 | 65.42 |
| 委托贷款 | 174.00 | 0.32 | -77.00 | (0.24) | 251.00 | 107.00 | 0.23 | 67.00 | -688.66 | (1.93) | 862.66 |
| 信托贷款 | -45.00 | (0.08) | 66.00 | 0.21 | (111.00) | -259.00 | (0.56) | 214.00 | -377.21 | (1.05) | 332.21 |
| 未贴现银行承兑汇票 | 1,790.00 | 3.33 | -70.00 | (0.22) | 1860.00 | 287.00 | 0.62 | 1503.00 | 370.36 | 1.04 | 1419.64 |
| 企业债券融资 | 3,288.00 | 6.11 | 3,644.00 | 11.55 | (356.00) | 3,750.00 | 8.05 | (462.00) | 4,929.11 | 13.78 | (1641.11) |
| 非金融企业境内股票融资 | 614.00 | 1.14 | 571.00 | 1.81 | 43.00 | 958.00 | 2.06 | (344.00) | 493.10 | 1.38 | 120.90 |
| 政府债券 | 6,022.00 | 11.19 | 8,138.00 | 25.79 | (2116.00) | 7,074.00 | 15.19 | (1052.00) | 4,355.41 | 12.18 | 1666.59 |
| 新增人民币贷款 | 38,900.00 | | 18,100.00 | | 20800.00 | 12,300.00 | | 26600.00 | 23040 | | 15860.00 |
| 短期贷款及票据融资 | 12,222.00 | 31.42 | 6,014.00 | 33.23 | 6208.00 | 4,252.00 | 34.57 | 7970.00 | 9935 | 43.12 | 2287.00 |
| 中长期贷款 | 27,048.00 | 69.53 | 11,963.00 | 66.09 | 15085.00 | 4,593.00 | 37.34 | 22455.00 | 14133.2 | 61.34 | 12914.80 |
| 居民贷款 | 12,447.00 | 32.00 | 2,081.00 | 11.50 | 10366.00 | -3,369.00 | (27.39) | 15816.00 | 8704.8 | 37.78 | 3742.20 |
| 短期 | 6,094.00 | 15.67 | 1,218.00 | 6.73 | 4876.00 | -2,911.00 | (23.67) | 9005.00 | 4112 | 17.85 | 1982.00 |
| 中长期 | 6,348.00 | 16.32 | 863.00 | 4.77 | 5485.00 | -459.00 | (3.73) | 6807.00 | 4617.4 | 20.04 | 1730.60 |
| 非金融性公司及其他部门 | 27,000.00 | 69.41 | 16,100.00 | 88.95 | 10900.00 | 12,400.00 | 100.81 | 14600.00 | 15522.4 | 67.37 | 11477.60 |
| 短期 | 10,815.00 | 27.80 | 5,785.00 | 31.96 | 5030.00 | 4,111.00 | 33.42 | 6704.00 | 4903.8 | 21.28 | 5911.20 |
| 中长期 | 20,700.00 | 53.21 | 11,100.00 | 61.33 | 9600.00 | 5,052.00 | 41.07 | 15648.00 | 9515.8 | 41.30 | 11184.20 |
| 票据融资 | -4,687.00 | (12.05) | -989.00 | (5.46) | (3698.00) | 3,052.00 | 24.81 | (7739.00) | 919.238 | 3.99 | (5606.24) |
| 非银行业金融机构 | -379.00 | (0.97) | 173.00 | 0.96 | (552.00) | 1,790.00 | 14.55 | (2169.00) | -1118.8 | (4.86) | 739.80 |

数据来源：Wind 南华研究

但 M1 同比却仍然踌躇不前。也就是说企业的活化资金依然不多，企业的投资意愿依然不强，始终成为软肋。

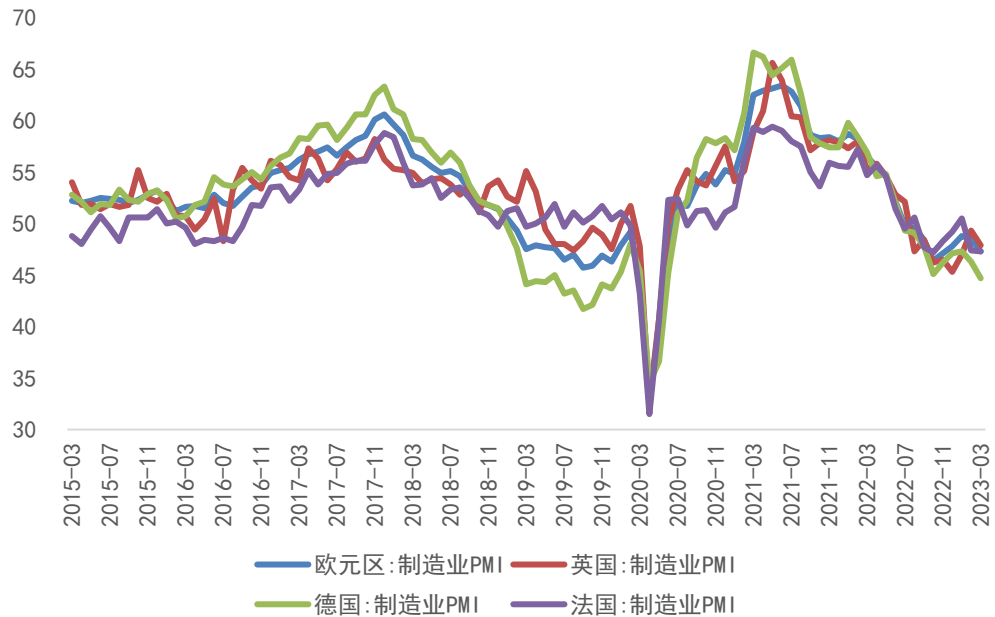
在我们看来，这可能跟本轮周期特性有关。经历过疫情之后，企业和居民杠杆压力都很大，只有政府，特别是中央政府相对具有加杠杆的空间。本轮疫后的修复也主要靠政府推动，社融一开始的高增也是政府力量支撑的结果。从外力助推到内生转化传导的时滞会相对更长。

但是不要质疑，时滞相对较长，但不是不来。而且在这种政府推动型的复苏局面下，政府的支持会相对更加持久，特别是财政政策。

最后说一说出口。3月以美元计出口同比增速 14.8%，远高于预期的-7.1%，也远高于 2月的-1.3%。粗看不可思议，但是细究的话，其实也很难看出有什么问题。高速增长的地方为东盟、非洲、拉美以及俄罗斯，这些地区本身就是我们正在拓展的地区。而我们一直关注的欧洲和美国地区尽管依然增速较低，但也有反弹，主要跟前段时间外围金融宽松指数提升下，制造业 PMI 有所回升有关。

当然市场上关于积压订单以及疫情后各地政府出海抢订单的解释其实也是比较合理的。尽管订单积压等原因可能意味着之后出口增速会出现明显回落，但综合其他原因来看，市场上先前对于 2023 年出口增速普遍为负的预期是过于悲观的。我们依然认为 2023 年出口增速维持在 0 值附近。

图 1.1.6: 欧美制造业 PMI 曾短暂回升



资料来源: Wind 南华研究

1.2. 转向复苏期的货币政策

本次货币政策例会召开时间比预想中晚了两周,从内容上来看,变化也很多。第一,对经济整体的描述乐观了不少,从“最大程度稳住经济社会基本盘”转向“经济运行整体好转”、“国内经济呈现恢复向好态势”;第二,货币政策强调“逆周期与跨周期调节”转向“要精准有力,搞好跨周期调节”,删去了“逆周期调节”表述;第三,有些之前口头提过,只是现在有了正式表述,例如“保持信贷合理增长、节奏平稳”;第四,更加注重政策的带动作用,“促进政府投资带动民间投资”;第五,结构性货币政策工具从“做加法”到“聚焦重点、合理适度、有进有退”;第六,成本降幅有限,从“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”变为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”;第七,地产表述也修改较多,但不是新说法,跟之前信息差不多;第八,宏观政策不仅扩大需求,还要注重“改革创新和防范化解风险”。

表 1.2.1: 货币政策例会表述对比 (绿色为新增)

| | 一季度例会 0414 | 四季度例会 1230 |
|-------------|--|---|
| 前期评价 | 今年以来 宏观政策坚持稳字当头、稳中求进,推动经济运行整体好转 。稳健的货币政策精准有力,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,切实服务实体经济,有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放, 存款利率市场化调整 | 2022 年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展,有效实施宏观政策,最大程度稳住经济社会发展基本盘。 稳健的货币政策灵活适度,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,切实服务实体 |

| | | |
|-------------|---|--|
| | <p>机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率双向浮动、弹性增强，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。</p> | <p>经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率双向浮动、弹性增强，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。</p> |
| 国内外经济金融形势分析 | <p>当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。</p> | <p>当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境动荡不安，国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。</p> |
| 政策定调 | <p>要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节</p> | <p>要坚持稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，</p> |
| 货币政策 | <p>更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。</p> <p>在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。</p> <p>结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。</p> | <p>加大稳健货币政策实施力度，要精准有力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，增强信心，攻坚克难，着力稳增长稳就业稳物价，着力支持扩大内需，着力为实体经济提供更有力的支持。</p> <p>进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。</p> <p>在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。</p> <p>结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减</p> |

| | | |
|--------|---|---|
| | | 排支持工具，综合施策支持区域协调发展。 |
| 银行业 | 深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。 | 深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。 |
| 利率传导机制 | 完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本 稳中有降 。 | 完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。 |
| 汇率 | 深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 | 深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 |
| 实体经济 | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持科技创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 |
| 消费金融 | 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗 | 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业 |

| | | |
|------|--|---|
| | 和重点群体创业就业的金融支持力度。 | 稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。 |
| 房地产 | 有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 ，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求， 加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。 | 扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，维护住房消费者合法权益，确保房地产市场平稳发展。 |
| 平台经济 | 引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。 | 引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。 |
| 金融开放 | 推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。 | 推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。 |
| 展望 | 打好宏观政策、 扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳 ，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，统筹金融支持实体经济与防风险，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。 | 加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调，落实好稳经济一揽子政策和接续政策，充分发挥货币信贷政策效能，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，统筹金融支持实体经济与防风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。 |

资料来源：央行 南华研究

易纲在发言中表示，中国经济正在企稳回升，通胀保持低位，房地产市场出现积极变化，预计今年 GDP 增速将达 5%左右

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点