



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

疫后重启初现 ——2023年2月宏观经济月报

2023年2月28日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

刘阳，财政政策/实体经济 lylidd@cmbchina.com

王天程，海外经济/实体经济 wangtiancheng@cmbchina.com 牛梦琦，货币政策/实体经济 niumengqi@cmbchina.com

张冰莹，实体经济 zhangbingying@cmbchina.com

一、宏观概览：美国经济反弹，中国重启初现



海外宏观

- **美国1月经济出现阶段性反弹，超额储蓄和金融条件转松支撑需求回暖。**服务业PMI大幅反弹至55.2（前值49.2）；零售环比增速3.0%（预期2.0%），核心零售环比增速2.6%（预期0.2%），均创下近两年新高；密歇根大学消费者信心指数反弹至65以上
- **美国1月新增非农就业大超市场预期。**1月新增非农就业51.7万，市场预期18.3万。失业率3.4%创1970s以来新低。薪资环比增速保持0.3%，未见上行
- **美国CPI通胀下行放缓，广度走阔。**1月美国CPI同比6.4%（预期6.2%），较前值回落0.1pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.5%），较前值回落0.1pct。**除二手车、房租、医疗外的核心通胀分项环比动能多数反弹**
- **美联储2月加息25bp，CME期货显示政策利率下限高点达到5.25%以上的概率已近80%，经济反弹为通胀提供了韧性支撑，美联储追上通胀曲线的时点延后至二季度。预计美国经济将于年中陷入“浅衰退”，美联储2023年年内降息的概率不高**



实体与货币

- **1月内需修复提振CPI通胀，能源价格拖累与高基数效应共同拖累PPI通胀。**1月CPI同比增长2.1%，小幅低于市场预期，主因在猪价下跌速度超出市场预期；核心CPI同比增长1.0%，环比增速0.4%，处于季节性上沿位置，指向内需修复已实质性启动；PPI同比增长-0.8%（市场预期-0.3%），较前值下行0.1pct
- **前瞻地看，上半年PPI通胀仍将在基数效应压制下处于收缩区间，但CPI通胀则在需求回暖支撑下温和扩张，预计CPI-PPI通胀剪刀差或仍将走阔，下游利润有望改善**
- **1月新增人民币贷款4.93万亿（预期4.08万亿），较去年同期多增7,308亿。**政策支持力度加大叠加企业预期改善，企业中长期贷款和短贷均创历史新高；居民贷款仍表现不佳，居民加杠杆购房意愿仍然较弱；**1月新增社融5.98万亿，高于市场预期（5.68万亿），**存量同比增速回落0.2pct至9.4%。表内信贷是社融的支撑项，未贴现票据、企业债券、政府债券和外币贷款均对社融构成拖累

二、本月主要经济数据

指标	单位	2023-02 (预测)	2023-01	2022-12	2022-11	2022-02	2022-01
工业增加值*	当月同比, %	3.6		1.3	2.2	3.9	
社会消费品零售总额*	当月同比, %	-3.4		-1.8	-5.9	6.7	
全社会固定资产投资*	累计同比, %	2.4		5.1	5.3	12.2	
其中: 基建投资 (全口径) *	累计同比, %	6.0		10.4	11.7	8.6	
制造业投资*	累计同比, %	8.2		7.4	9.3	20.9	
房地产投资*	累计同比, %	-15.0		-10.0	-9.8	4.7	
出口 (以美元计) *	当月同比, %	-13.0		-9.9	-8.7	24.0	
进口 (以美元计) *	当月同比, %	-2.9		-7.5	-10.6	21.0	
CPI	当月同比, %	1.9	2.1	1.8	1.6	0.9	0.9
PPI	当月同比, %	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	8.8	9.1
社会融资规模	当月同比, %	9.8	9.4	9.6	10.0	10.2	10.5
M2	当月同比, %	12.4	12.6	11.8	12.4	9.2	9.8
1年期LPR	%	3.65	3.65	3.65	3.65	3.70	3.70
5年期LPR	%	4.30	4.30	4.30	4.30	4.60	4.60

注: 红色表示本月数据高于预期, 绿色表示本月数据低于预期, 无标注表示符合预期

*带星号为1-2月累计值

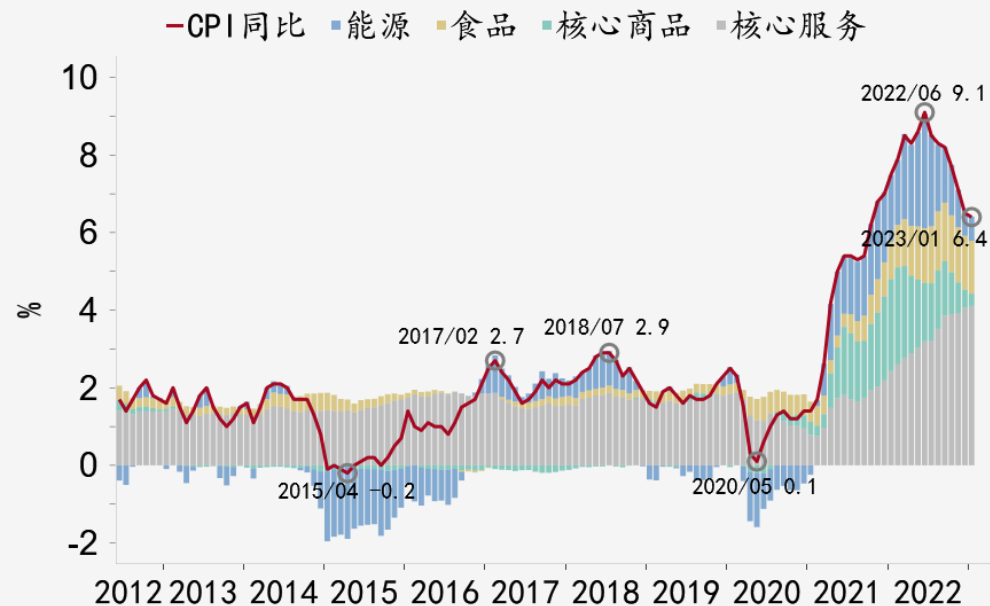
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(一) 美国通胀：广度走阔，下行放缓

- 1月美国CPI通胀6.4%（预期6.2%），较前值回落0.1pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.5%），较前值回落0.1pct
- 国际油价企稳回升驱动能源价格上行；服务分项带动食品项环比动能反弹；核心商品除汽车外环比动能全面反弹；核心服务除房租、医疗外小分项环比动能多数反弹。前瞻地看，高利率将对通胀广度再度构成压制，CPI通胀仍将于年中跌至4%以下

1月美国CPI通胀下行放缓

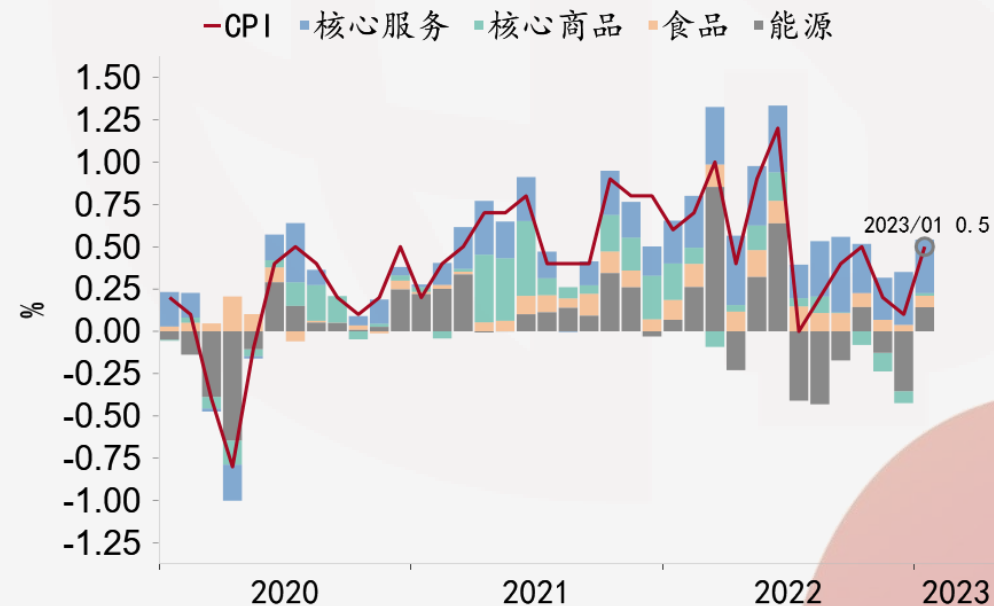
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

能源项驱动1月美国CPI环比增速转正

美国CPI环比增速及构成（季调）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

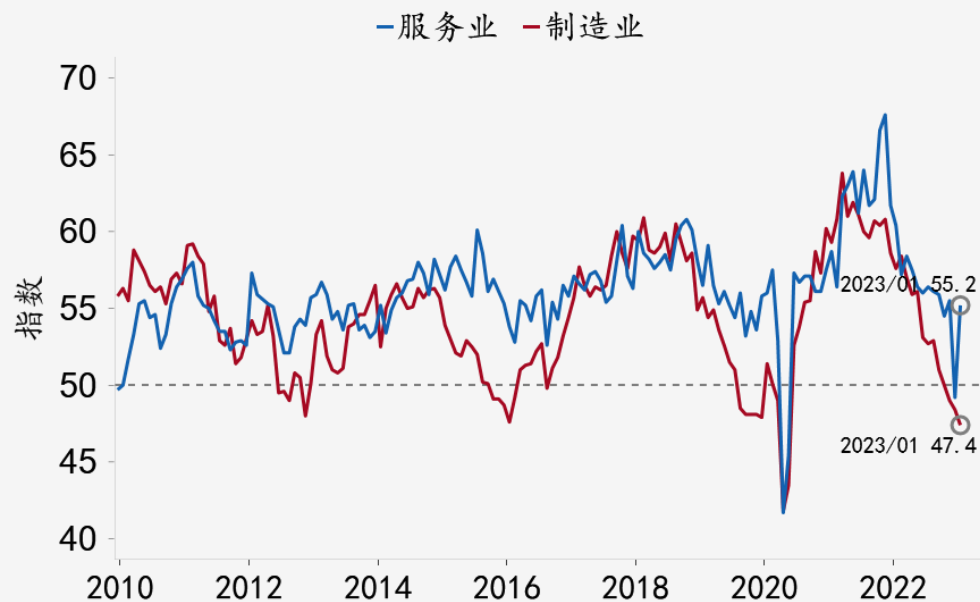
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(二) 美国经济：阶段性反弹

- 美国1月服务业PMI指数大幅反弹至荣枯线上方，且零售数据大超市场预期，指向美国经济开启阶段性反弹。美国1月服务业PMI大幅反弹至55.2（前值49.2）；零售环比增速3.0%（预期2.0%），核心零售环比增速2.6%（预期0.2%），均创下近两年新高
- 美国1月新增非农就业大超预期，服务业就业强势反弹，但薪资增速未见显著反弹。1月新增非农就业51.7万，大幅超出市场预期的18.5万。失业率3.4%创1970s以来新低。劳动参与率仍低于疫前约1.0pct。平均时薪环比增速0.3%，符合市场预期

1月美国服务业ISM-PMI指数显著反弹

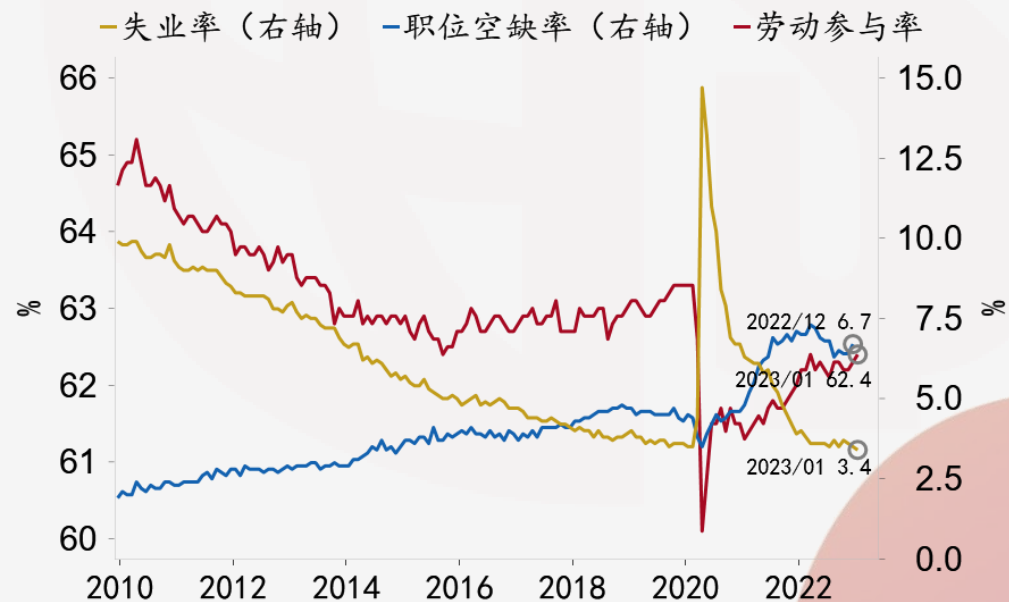
美国ISM-PMI指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美国就业市场薪资增速显著放缓

美国失业率与劳动参与率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

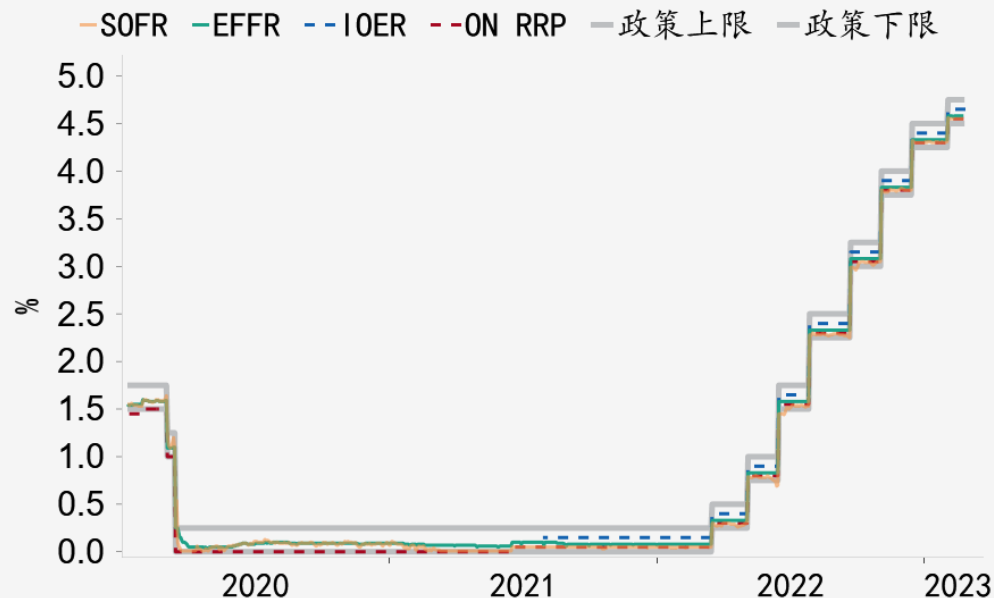
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(三) 美联储：加息周期更高更久

- 美联储2022年3月至今已加息450bp，为40年来最快加息速度。2月FOMC会议加息25bp，加息速度进一步放缓。鲍威尔承认通胀已在放缓；但后续发布的会议纪要指向美联储整体态度仍然偏“鹰”，与会者认为未来仍将继续加息，部分人担心通胀反弹
- 1月美国CPI通胀下行放缓，广度走阔；虽然平均时薪增速显著放缓，但非农就业人数大幅超出市场预期，职位空缺仍然高企；市场预期政策利率下限高点达到5.25%以上的概率已近80%。美联储追上通胀曲线的时点亦延后至2023年二季度
- 市场仍预期美联储或将于2023年下半年降息20bp，即认为利率在最高点不会全年停留。由于劳动参与率中枢或已永久性下行，失业率中枢也将相应下行，如若美联储不对失业率目标进行调整，利率在最高点停留的时长或将超出市场预期

美联储已将政策利率加至4.5-4.75%区间

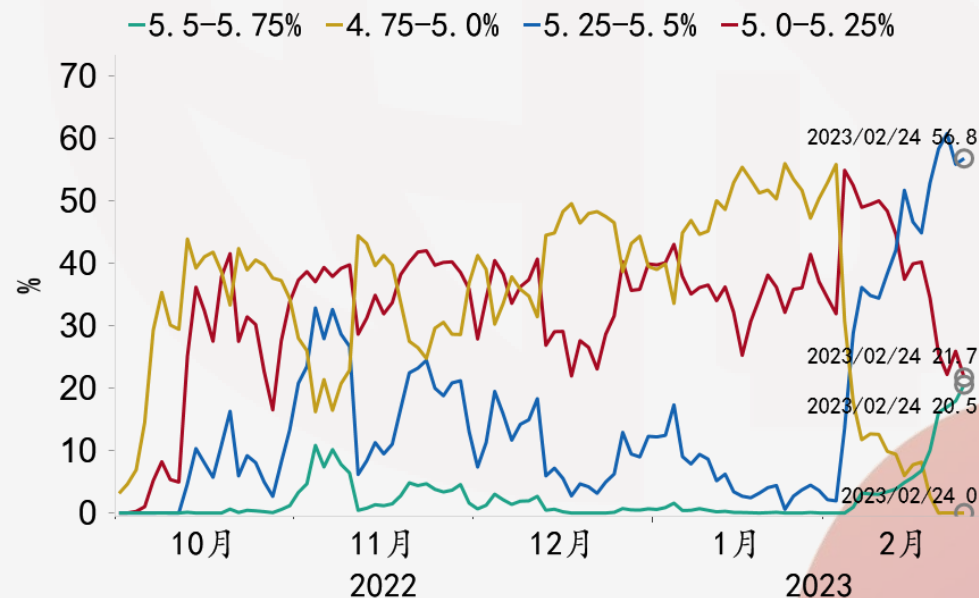
美联储利率操作框架



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

CME数据显示2023年2月加息25bp概率已达98%

美联储加息周期终点概率分布（2023年6月FOMC）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

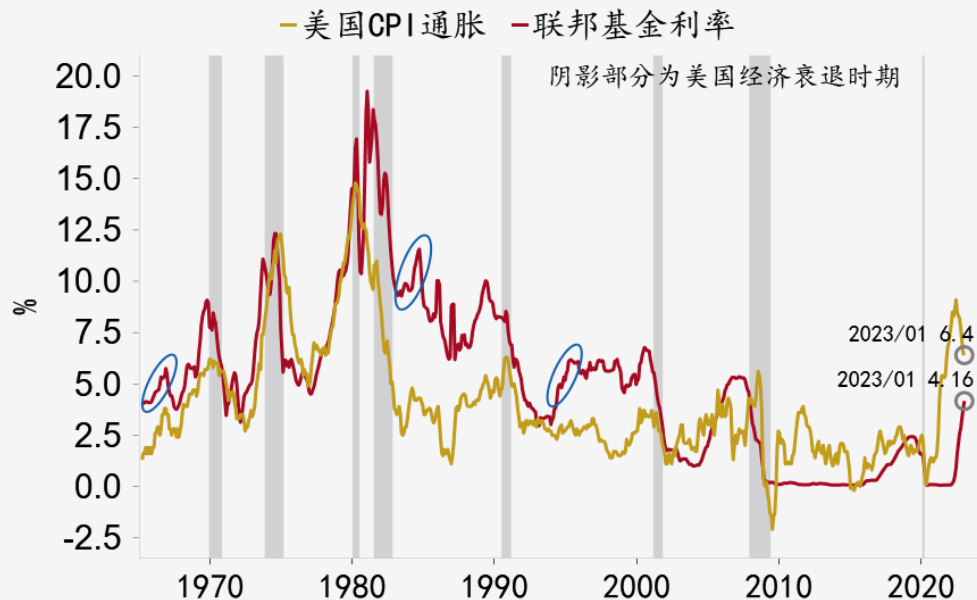
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(四) 美国经济前瞻：“浅衰退”还是“硬着陆”

- 1960年至今，美国共经历12轮紧缩周期、9次衰退，加息周期后经济实现“软着陆”只有三次，均为为应对经济过热的“预防式加息”，宏观环境与当前存在显著差别
- “浅衰退”还是“硬着陆”，或取决于着陆时的超额储蓄水平。按现有趋势，超额储蓄将于2024年回归疫前水平。如若美联储“更高更久”的加息让美国经济于年中着陆，则为“浅衰退”；如若美联储言行不一使得着陆时点延后，则可能导致“硬着陆”

加息周期与经济衰退如影随形

美国加息周期与经济衰退



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

超额储蓄是美国经济韧性的重要来源

疫情下美国超额储蓄与储蓄率



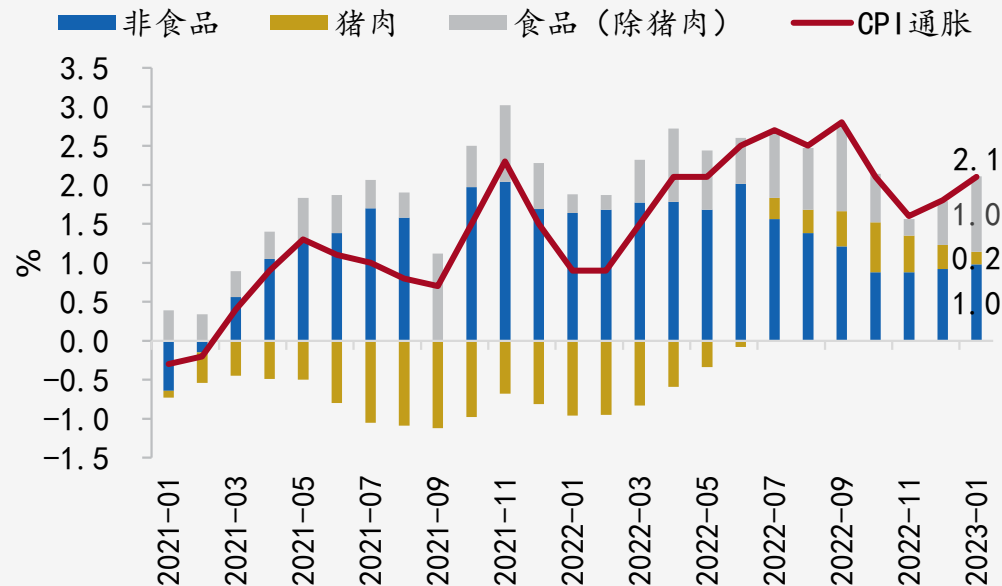
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：疫后重启初现端倪

- 1月CPI通胀小幅低于市场预期，主因仍在猪价下跌速度超出市场预期。核心CPI环比动能位于季节性上沿位置，且鲜菜、鲜果、水产品价格涨幅超季节性，内需有所回暖。1月CPI同比增长2.1%，预计2023年上半年仍将在2.0%附近徘徊，环比增长0.8%
- 1月PPI通胀受基数效应压制，环比增速则受原油价格拖累。1月PPI通胀-0.8%，环比增速-0.4%。上中下游剪刀差显著收窄，指向上游跌幅已在向下游传导；黑色、有色系走强，煤炭则逆季节性走弱。预计未来几个月PPI通胀跌幅仍将在基数效应影响下走阔

除猪肉外的食品项支撑1月CPI通胀

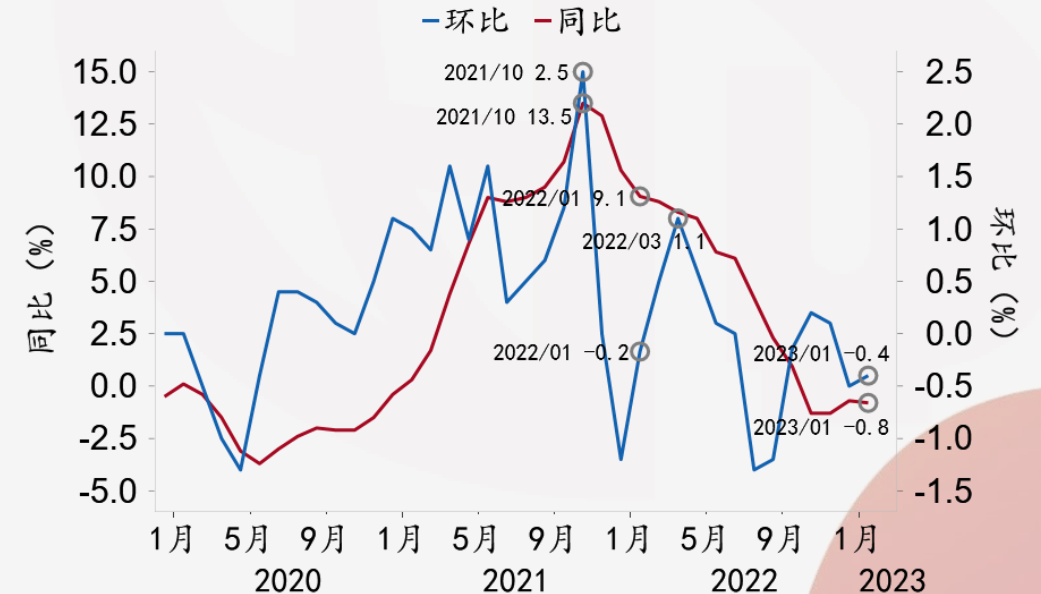
CPI食品与非食品



资料来源：Wind、招商银行研究院

PPI通胀连续四个月为负

PPI同比与环比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

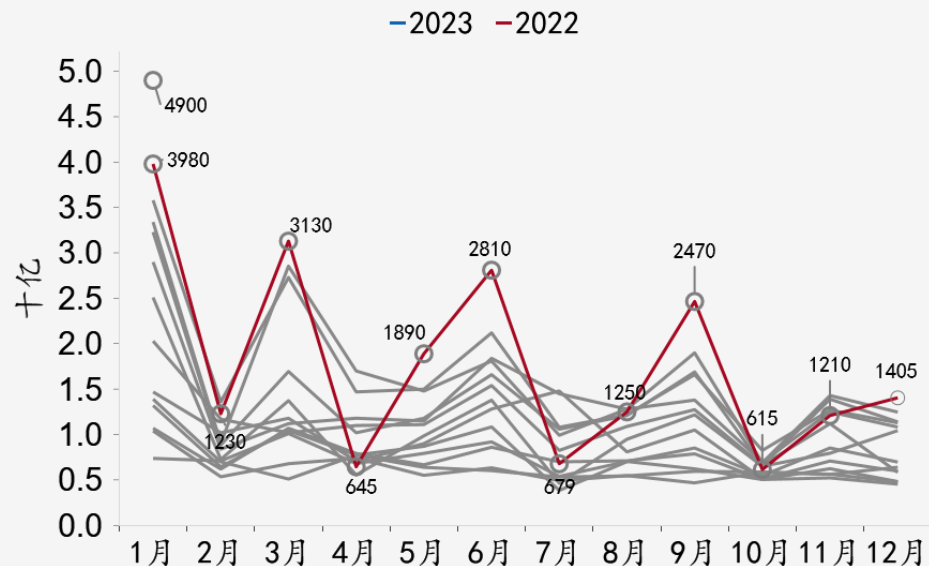
五、货币：企业信贷主导社融“开门红”

（一）信贷：企业贷款创历史新高，居民购房意愿未见改善

- 新增人民币贷款4.93万亿（预期4.08万亿），较去年同期多增7,308亿
- 政策支持叠加企业预期改善，企业贷款中长期贷款和短贷均创历史新高。1月非金融企业贷款新增4.68万亿，同比多增1.32万亿，环比多增3.42万亿。其中，中长贷当月新增3.50万亿，同比多增1.40万亿；短贷新增1.51万亿，同比多增5,000亿
- 居民贷款仍表现不佳。中长贷方面，房地产需求端仍未见明显起色，拖累居民中长贷同比少增5,193亿。短贷方面，由于春节消费仅温和复苏，并未出现报复性增长，叠加春节错位影响，居民短贷新增341亿，同比少增665亿

1月信贷增量略超预期

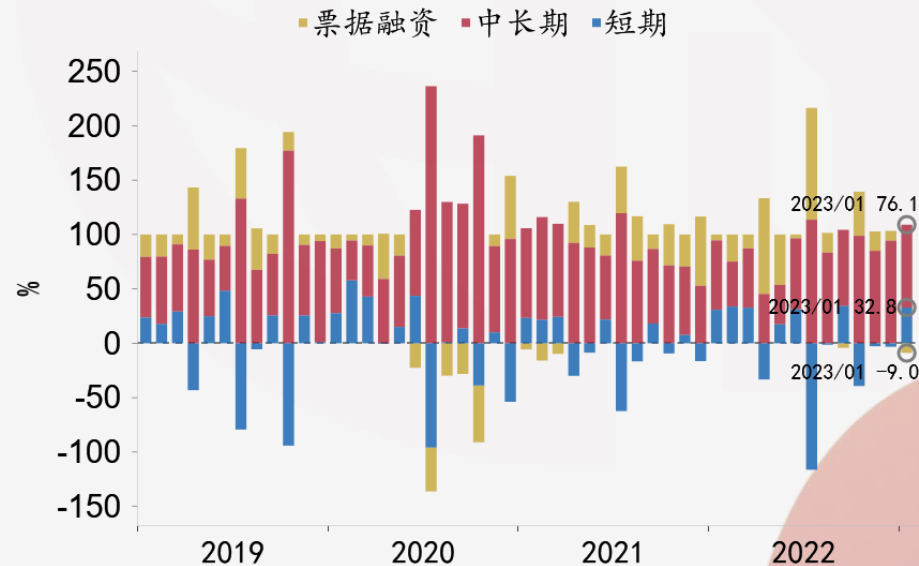
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

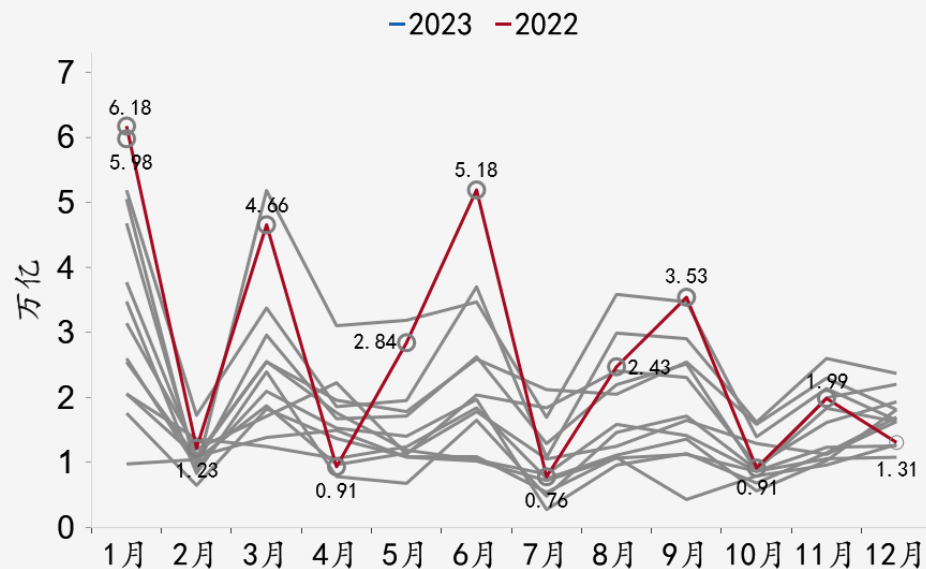
五、货币：企业信贷主导社融“开门红”

(二) 社融：表内信贷支撑

- 1月新增社融5.98万亿，高于市场预期（5.68万亿），存量同比增速回落0.2pct至9.4%
- 表内信贷是社融的支撑项，未贴现票据、企业债券、政府债券和外币贷款均对社融构成拖累
 - 信托贷款持续同比改善：基建信托取代房地产信托成为主流，1月信托贷款同比少减618亿
 - 政府融资仍小幅拖累社融：多地前置发行专项债，但由于基数效应，1月新增政府债融资4,140亿，同比少增1,886亿
 - 企业融资转向表内信贷：信用债利率偏高，银行加大信贷投放，1月企业债券融资新增1,486亿，同比大幅少增4,352亿

1月新增社融略超预期

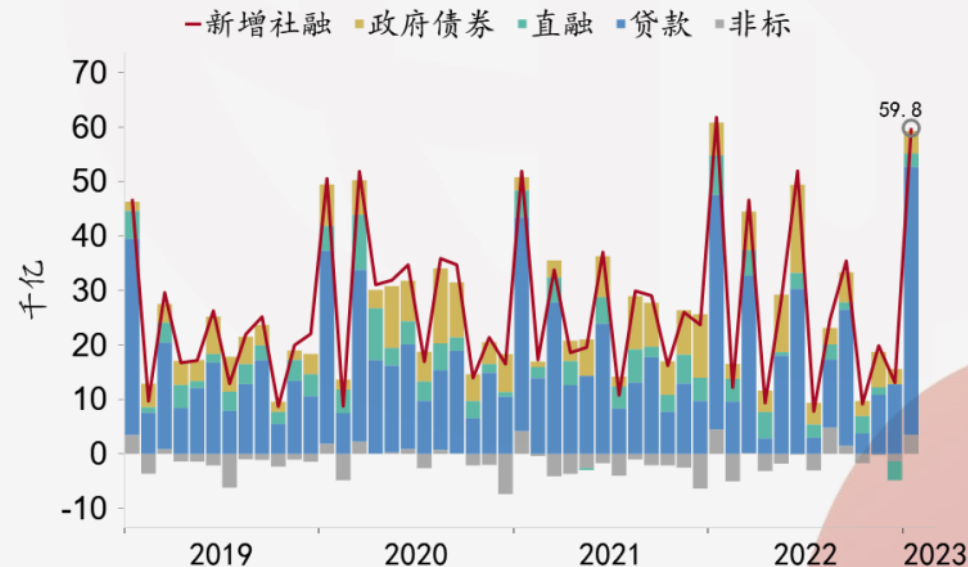
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

表外融资和直接融资成为社融拖累项

新增社融及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

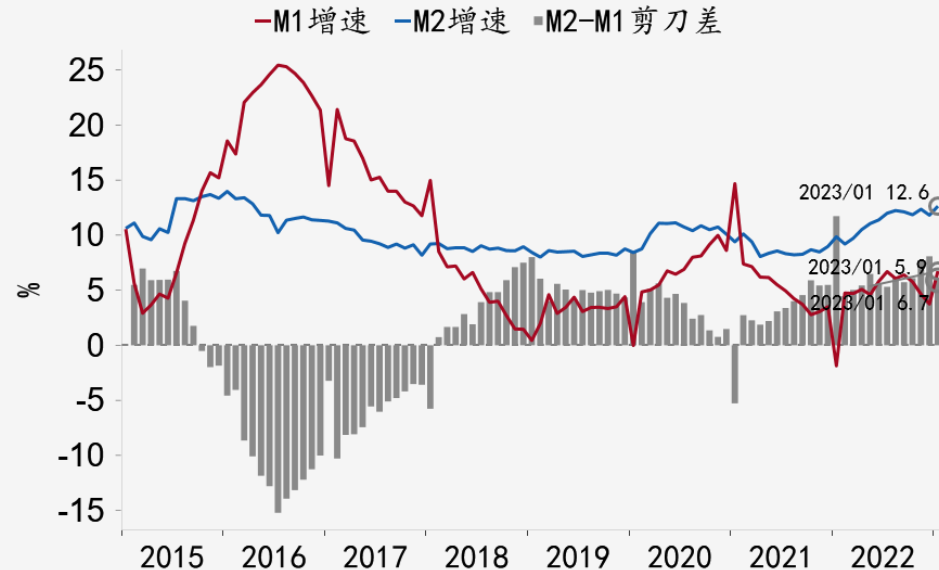
五、货币：企业信贷主导社融“开门红”

(三) 前瞻：居民存款继续高增拉升M2

- 1月M2同比增速上升0.8pct至12.6%，创近五年来最高水平
- M2同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）大幅走扩1.0pct至3.2pct，商业银行“资产荒”格局延续。贷款需求回升与存款高增导致缴准压力加大，叠加春节因素影响，狭义流动性收紧，节前和月末资金利率中枢均有所抬升。M1同比增速上升3.0pct至6.7%，“M2-M1”增速剪刀差大幅缩小2.2pct至5.9%，货币活化程度提升
- 前瞻地看，居民部门预期是我国经济和金融内生企稳的关键所在

1月M2-M1剪刀差缩小

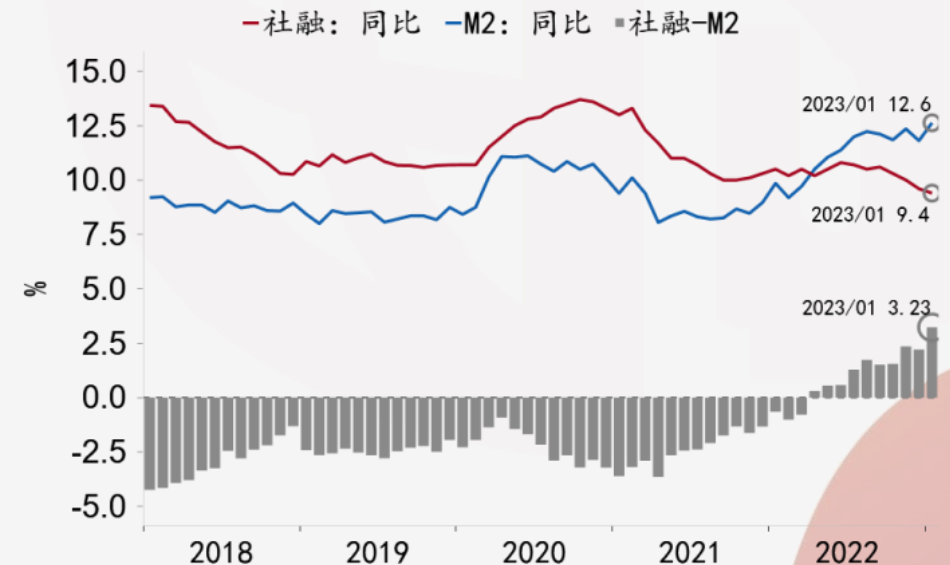
中国M2-M1剪刀差



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

广义流动性盈余大幅扩大1pct至3.2pct

社融存量与M2存量增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。



欢迎关注
招商银行研究院
官方微信公众号

研究有招 招财有道

宏观看招 行研出招 策略见招 区域进招 战略亮招 专家支招