



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年被福布斯评选为美国最佳银行之一的硅谷银行破产，使市场开始重新审视美联储紧缩的影响。

综上，对于国内经济来说，投资先行带动的经济开门红在金融数据中再次获得验证。虽然有观点对政府工作报告提出的政策前景保持谨慎，暂且不论这种观点的合理性，即使抛开政策力度不谈，市场对于政策的目标-经济复苏应该是一致认同的。2月PMI数据及金融数据已直接证明了经济复苏的政策目标正在实现，经济成色正在不断超出悲观者的预期，那么当前可以说投资者所关注的企业盈利也将进入上行通道。而对于消费，春节期间的出行数据已说明居民消费意愿已开

始恢复,当前的核心是投资带动经济开门红之后居民收入增长支撑消费能力的提升及可持续性。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)。

2.1 海外宏观热点及一句话点评

拜登政府公布 2024 财年预算案,医保注资、富人加税引关注。拜登政府 9 日发布 2024 财年预算方案。保障医保、社保等民生福利的延续性,同时向美国富人加税,成为这份总额约 6.88 万亿美元预算案最引人注目的内容。美国 2024 财年自 2023 年 10 月 1 日开始。白宫和国会须在此之前就拨款问题达成一致,以便联邦政府继续获得保持运转的资金。这份预算案的总额,较 2023 财年的 6.37 万亿美元进一步提高。在社会性支出方面,该预算案提出,将优先保障联邦医疗保险和社会安全保险的相关支出,同时扩大儿童养育税收抵免。拜登政府计划为将在 5 年内面临支付困难的联邦医保项目提供资金,确保其偿付能力可以延长至少 25 年。计划加税,拜登政府计划向“占美国人口 0.01%的亿万富翁”征收 25% 的最低所得税,同时拟取消特朗普政府时期针对富人的税收优惠政策。该预算案同时承诺,在未来 10 年内削减联邦财政赤字 3 万亿美元。在国防预算方面,拜登政府计划为五角大楼拨款 8420 亿美元,这一数字较 2023 财年高出 260 亿美元。其中,用于支持乌克兰、欧洲盟友的预算为 60 亿美元;用于印太地区的“关键投资”达 91 亿美元。由于共和党控制美国国会众议院,拜登政府此份预算完整获批的概率不大,但从预算案中可以看出,美国将继续增加军费开支、增加科技投入、加大印太地区投资,进一步挤压中国战略空间。

美国就业增长连续 11 个月超出预期,但失业率上升,工资增速降温。3 月 10 日晚间,美国劳工部公布的最新数据显示,2 月非农新增就业人数 31.1 万人,高于预期的 22.5 万人,前值为 51.7 万人(修正值为 50.4 万人)。美国非农新增就业已经连续 11 个月超过预期,为 1998 年彭博追踪该数据以来的最长连涨纪录。此前公布的 ADP 就业数据同样超预期,美国 2 月 ADP 就业人数变动为增加 24.2 万,预估为增加 20 万,前值为增加 10.6 万。同时,美国 2 月失业率为 3.6%,

预期和前值均为 3.4%；2 月平均时薪同比增长 4.6%，预期 4.7%，前值 4.4%。非农数据公布后，美元指数短线下挫约超 0.7%，市场押注美联储 3 月加息 50 基点的可能性为 50%左右，较稍早前的 80%大幅下降，目前与加息 25 个基点的预期几乎持平。虽然就业数据依然超预期，但失业率上升表明紧张的就业市场有所缓和，一定程度上降低了美联储加息预期。就业数据公布后，3 月加息 50 个基点概率下降，具体加息幅度将取决于下周公布的 2 月 CPI 数据。根据 10 日美联储利率掙期完全定价，美联储将在年底前降息 25 个基点，首次降息由明年提前至今年年底，反映出市场对当前美国经济基本面走弱形成一致预期。

加息加剧美债付息压力，财政赤字大幅扩大。美国联邦政府 2 月份的预算赤字扩大了 2620 亿美元，使本财年前 5 个月的赤字达到 7230 亿美元。根据美国财政部周五公布的月度预算数据，政府为未偿债务支付的利息再次成为赤字的主要驱动因素。2 月份的利息支出为 460 亿美元，本财年迄今为止的利息支出约为 3070 亿美元，比去年同期猛增 29%左右。经调整后，本财政年度的联邦赤字比前一年扩大了 62%。急剧增长的国债利息压力是财政赤字大幅增长的主要因素，围绕如何应对此种状况美国两党意见不一，民主党提议大幅加税并提高债务上限，共和党则坚持先削减支出。2 月预算赤字的大幅增长，将逼迫两党加快解决分歧。此外，不断增长的债务压力也是美联储决定加息政策不得不考虑的另一重要因素。

美联储“褐皮书”：预计美国未来几个月经济状况不会有太大改善。当地时间 3 月 8 日，美联储发布经济状况“褐皮书”。“褐皮书”显示，美国整体的经济活动在 2023 年初略有增加，劳动力市场状况依然稳健，通货膨胀压力仍然普遍存在。总体而言，供应链紧张的状况继续缓解，消费者支出总体保持稳定，汽车销售情况几乎没有变化，但库存水平继续改善。多个地区表示，高通胀和较高利率继续减少消费者的可支配收入和购买力，旅游业仍然强劲。报告显示，制造业在经历了一段时间的收缩后趋于稳定，住房市场受到库存异常低的限制仍然低迷，但东部沿海一些地区的住房市场活动出现了超出季节性正常水平的意外增长。总体而言，全美贷款需求下降，信贷标准收紧，拖欠率小幅上升，能源活动持平至略有下降，农业状况喜忧参半。在不确定性加剧的情况下，预计美国未来几个月内经济状况不会有太大改善。美联储每年发布 8 次褐皮书，主要内容为通过地区储备银行对美国经济进行摸底。从本次褐皮书内容上看，美国经济韧性较强，消

费和就业市场热度较高，但随着加息政策逐步推进，消费、就业、物价有望逐步下行。

美国财政部进一步削减国库券发行规模，受制于债务上限压力。3月8日，随着政府寻求保持在法定债务上限内的借款能力，美国财政部进一步下调国库券招标计划。美国财政部周二表示，计划周四发行650亿美元的4周期国库券，比上次发行的同等期限少了100亿美元。当天的8周期国库券国债招标规模为550亿美元，比上次减少50亿美元。17周期国库券的发行规模仍为360亿美元。此前，财政部上周宣布把本周3个月期国库券招标规模削减30亿美元。根据Wrightson ICAP的估算，周一公布的公共债务月度表显示，截至2月底，财政部拥有约540亿美元的调节空间。美国债务规模在1月19日曾达到31.4亿美元的法定债务上限，经采取措施后避免了债务违约。美国预算办公室发布报告说，如果国会不及时解决债务上限问题，联邦政府将在今年7月至9月间出现债务违约。当前提升债务上限问题久决不定，短期美国财政部将继续压制国债发行规模。

美联储主席鲍威尔3月8日众议院金融委员会听证会要点总结。1、利率政策：必须强调，美联储尚未就未来加息步伐做出任何决定。在评估利率政策时，观察更多的数据报告将是至关重要的。职位空缺、CPI、PPI和就业报告数据都是美联储观察的目标。美联储在利率政策上没有设定过既定路线。2、缩表：量化紧缩（QT）进展顺利。3、通胀：通胀正在回落，但仍处于相当高的水平。高通胀的原因部分来自极度紧绷的就业市场。如果通胀未能被驯服，后果代价将极其严重。全球供应链紧张状况有望得到缓解。4、财政/债务上限：国会应该提高债务上限。任何人都不能想当然地认为，在美国债务违约时，美联储会出面保护美国经济。美联储未曾，也没有在财政政策领域寻求扮演任何角色。5、加密数字货币：重申在加密货币监管领域应当有明晰的监管框架。美国各州政府也应该在加密货币监管方面扮演积极角色。美联储需要国会的批准才能发行可被用于零售领域的央行数字货币。6、气候变化：美联储不寻求成为气候政策的制定者。至少在本人任期内，美联储不会成为气候政策制定者。美联储在气候议题上的管辖范围仅限于银行监管。

波罗的海干散货运价指数连续第三周上涨，各类型船运价指数走高。波罗的海干散货运价指数周五上涨45点或3.3%，至1424点，为2022年12月下旬以

来的最高水平，本周上涨约 17.6%。海岬型船运价指数上涨 82 点或 5%，至 1744 点，本周上涨约 46%，为连续第三周上涨。海岬型船日均获利增加 683 美元，至 14466 美元。巴拿马型船运价指数上涨 30 点或 1.9% 至 1654 点，本周上涨 5.7%，亦连续第三周上涨。巴拿马型船日均获利增加 267 美元，至 14884 美元。超灵便型散货船运价指数上涨 29 点至 1209 点。自今年 2 月 15 日达到 530 点的最低值以来，波罗的海干散货指数连涨三周至 1424 点，涨幅 169%。近期干散货市场回暖主要源于全球铁矿石和粮食需求复苏，市场预期改善。干散货指数的上涨间接反映了国内经济复苏带动大宗商品需求回暖，短期看指数仍将维持强势。

德国通胀仍处于数十年高位。德国联邦统计局数据显示，德国 2 月 CPI 同比增长 8.7%，前值 8.7%，预期 8.7%；环比增长 0.8%，前值 1%，预期 0.8%。德国 2 月通胀年率企稳，但仍处于高位，有越来越多的迹象表明，价格压力正扩大到波动较大的食品和能源以外的类别。2 月德国家用能源和汽车燃料价格同比上涨 19.1%，较 1 月 23.1% 的涨幅有所放缓。然而，食品价格涨幅从一个月前的 20.2% 加速至 21.8%。德国 2 月通胀主要受食品价格影响，涨幅超过能源，整体通胀仍然较为顽固，短期仍将维持高位，欧洲央行 3 月大概率将加息 50 个基点。

英国经济强于预期，推升英国央行继续加息幅度。英国国家统计局的数据显示，英国 1 月 GDP 增长 0.3%，部分收复了去年 12 月因罢工导致的 0.5% 跌幅。从细节来看，当月服务业增长 0.5% (贡献 +0.43%)，而生产产出下降 0.3% (贡献 -0.04%)，建筑活动下降 1.7% (贡献 -0.10%)。这一数据提高了人们对经济可能避免长期衰退或完全避免衰退的希望。但也给英国央行带来了进一步的压力，迫使其继续提高利率，以压低两位数的通胀。1 月 GDP 数据体现了英国经济的韧性，并给予英国央行为遏制通胀继续加息更大的空间，预计年内英国央行将继续累计加息 100 个基点至 5%。

荷兰限制 DUV 光刻机出口。在跟美国政府达成协议 1 个多月后，当地时间 3 月 8 日，荷兰政府以“国家安全”为由，宣布将对包括“最先进的”深紫外光刻机 (DUV) 在内的特定半导体制造设备实施新的出口管制。由此荷兰将光刻机出口管制的范围，由极紫外光刻机 (EUV) 扩大到了 DUV。由于 DUV 仍占很大出货比重，荷兰光刻机巨头 ASML 很快发布声明，称该公司需要申请许可证，才能出口最先进的浸没式 DUV 光刻机，但新的出口管制，并不适用于所有的浸没式 DUV，而只是针对

“最先进的”。根据 ASML 财报，2022 年该公司共出货 345 台光刻系统，其中有 81 台浸没式 DUV 光刻机 (ArFi)，占比为 23%。所有产品中，42% 销往中国台湾，29% 销往韩国，14% 销往中国大陆，销往美国的只有 7%。

阿根廷大旱持续，大豆产量恐创历史新低。阿根廷是大豆油、面粉和玉米出口大国，眼下正遭遇 60 年以来最严重干旱。阿根廷罗萨里奥谷物交易所 8 日大幅下调 2022-23 年度大豆和玉米产量预期。罗萨里奥谷物交易所上月预测，阿根廷这个种植季的大豆和玉米产量分别将达到 3450 万吨和 4250 万吨。8 日发布的最新报告将两种农作物产量预期分别下调至 2700 万吨和 3500 万吨。这意味着 2022-23 年度阿根廷大豆产量可能创历史新低。

日本首次获得重稀土权益，可满足国内 3 成需求。据日经新闻，日本商社双日与日本石油天然气金属矿产资源机构将采购澳大利亚莱纳斯即将开始生产的重稀土，目前双方已签订合同，最早将于 3 月内向莱纳斯出资约 2 亿澳元，莱纳斯最早于几年内开始生产镨和铽，最多向日本供应其中的 65%。日本每年采购的镨和铽合计达到数百吨。据日本经济产业省介绍，此次签约可满足日本国内的约 3 成需求。

日本第四季度 GDP 年化季率低于预期。日本第四季度实际 GDP 年化季率修正值 0.1%，预期 0.80%，前值 0.60%。日本第四季度实际 GDP 季率 0%，预期 0.20%，前值 0.20%。日本第四季度名义 GDP 季率修正值 1.2%，预期 1.30%，前值 1.30%。数据显示，受消费疲软拖累，日本第四季度经济增长略低于最初预期，突显其经济复苏的脆弱性。数据显示，占 GDP 一半以上的私人消费增长了 0.3%，低于最初估计的增长 0.5%，并拖累了整体数据。**居民消费疲软是数据下修的主要因素，表明当前日本经济恢复仍然较为脆弱，宽松的货币政策有望持续。**

韩国第四季度 GDP 环比萎缩 0.4%，同比增长 1.3%。韩国央行周二发布第四季度国内生产总值(GDP)修正值，当季经济同比增长 1.3%，初值为增长 1.4%；环比萎缩 0.4%，与初值一致。数据显示，韩国第四季度制造业环比下降 4.4%，同比下降 2.7%；第四季度批发、零售、住宿和餐饮服务环比增长 1%，同比增长 5.8%。**为复苏经济韩国政府已颁布措施支持出口和赴韩旅游，此外韩日两国将就日本对韩出口管制问题加快双边会谈，旨在解除从 2019 年持续至今的对韩出口管制强**

化措施。短期看，韩国经济有望在一系列措施下回暖，但海外需求放缓、半导体出口受挫压力仍然较大。

黑田东彦 10 年任期最后一次会议，日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%不变。黑田东彦 10 年任期最后一次会议，日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，符合市场预期。日本央行将收益率曲线控制区间维持在-0.5%至 0.5%不变。日本央行保持利率前瞻性指引不变。日本央行将 ETF 年度购买上限维持在 12 万亿日元不变。日本央行利率决议公布后，美元兑日元 USD/JPY 短线走高近 100 点，报 136.81。此前市场普遍预计，日本央行将在此次会议上按兵不动，坚持现有的货币政策，将政策调整的决策权留给新任行长植田和男及其领导团队。日本央行行长黑田东彦认为，到目前为止，银行的运作没有问题；不认为宽松政策已经产生了副作用；预计利率将维持在目前的低位或更低水平；如有必要，将毫不犹豫地进一步放松货币政策。黑田东彦认可安倍经济学的三支箭，施行较为宽松的货币政策，并在控制通胀、支持出口、稳定就业、支撑股市上取得了一定成果。后任者植田和男大概率将继续推行货币宽松政策。

中沙伊三国发表联合声明，沙特和伊朗宣布恢复两国外交关系。中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国，3 月 10 日在北京发表三方联合声明。《声明》指出，为响应中华人民共和国主席习近平关于中国支持沙特阿拉伯王国同伊朗伊斯兰共和国发展睦邻友好关系的积极倡议，沙特国务大臣、内阁成员、国家安全顾问穆萨伊德·本·穆罕默德·艾班和伊朗最高国家安全委员会秘书阿里·沙姆哈尼分别率领沙特和伊朗代表团于 3 月 6 日至 10 日在北京举行会谈。沙伊双方赞赏并感谢中国领导人和政府承办和支持此次会谈并推动其取得成功。三国宣布，沙特和伊朗达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。三国表示愿尽一切努力，加强国际地区和平与安全。

2.2 国内宏观热点及一句话点评

十四届全国人大一次会议胜利召开，习近平当选中华人民共和国主席、中华人民共和国中央军事委员会主席。十四届全国人大一次会议 10 日上午选举习近平为中华人民共和国主席、中华人民共和国中央军事委员会主席。会议同时选举

赵乐际为第十四届全国人民代表大会常务委员会委员长，选举韩正为中华人民共和国副主席，李鸿忠、王东明、肖捷、郑建邦、丁仲礼、郝明金、蔡达峰、何维、武维华、铁凝、彭清华、张庆伟、洛桑江村、雪克来提·扎克尔同志当选为第十四届全国人民代表大会常务委员会副委员长，刘奇同志当选为第十四届全国人民代表大会常务委员会秘书长。根据宪法，国家主席习近平提名李强为国务院总理人选，大会经投票表决，决定李强为中华人民共和国国务院总理。

党的二十届二中全会通过了《党和国家机构改革方案》，深化国务院机构改革是其中的一项重要任务。主要内容包括：**一、重新组建科学技术部。**国家自然科学基金委员会仍由科学技术部管理。科学技术部不再保留国家外国专家局牌子。**二、组建国家金融监督管理总局。**统一负责除证券业之外的金融业监管，作为国务院直属机构。国家金融监督管理总局在中国银行保险监督管理委员会基础上组建，将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，中国证券监督管理委员会的投资者保护职责划入国家金融监督管理总局。不再保留中国银行保险监督管理委员会。**三、深化地方金融监管体制改革。**建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。地方政府设立的金融监管机构专司监管职责，不再加挂金融工作局、金融办公室等牌子。**四、中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构。**划入国家发展和改革委员会的企业债券发行审核职责，由中国证券监督管理委员会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。**五、统筹推进中国人民银行分支机构改革。**撤销中国人民银行大区分行及分行营业管理部、总行直属营业管理部和省会城市中心支行，在31个省（自治区、直辖市）设立省级分行，在深圳、大连、宁波、青岛、厦门设立计划单列市分行。**六、完善国有金融资本管理体制。**按照国有金融资本出资人相关管理规定，将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构，由其根据国务院授权统一履行出资人职责。**七、加强金融管理部门工作人员统一规范管理。**中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局及其分支机构、派出机构均使用行政编制，工作人员纳入国家公务员统一规范管理，执行国家公务员工资待遇标准。**八、组建国家数据局。**负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统

筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。**九、优化农业农村部职责。**在农业农村部加挂国家乡村振兴局牌子。全国脱贫攻坚目标任务完成后的过渡期内，有关帮扶政策、财政支持、项目安排保持总体稳定，资金项目相对独立运行管理。不再保留单设的国家乡村振兴局。**十、完善老龄工作体制。**将国家卫生健康委员会的组织拟订并协调落实应对人口老龄化政策措施、承担全国老龄工作委员会的具体工作等职责划入民政部。全国老龄工作委员会办公室改设在民政部，强化其综合协调、督促指导、组织推进老龄事业发展职责。中国老龄协会改由民政部代管。**十一、完善知识产权管理体制。**将国家知识产权局由国家市场监督管理总局管理的国家局调整为国务院直属机构。**十二、国家信访局调整为国务院直属机构。**将国家信访局由国务院办公厅管理的国家局调整为国务院直属机构。**十三、精减中央国家机关人员编制。**中央国家机关各部门人员编制统一按照 5% 的比例进行精减，收回的编制主要用于加强重点领域和重要工作。

2 月中小企业发展指数继续上升。3 月 10 日，中国中小企业协会发布的数据显示，2 月份中小企业发展指数（SMEDI）为 89.6，在上月大幅回升的基础上，进一步回升 0.7 个点，连续两个月上升且上升幅度达到两年来次高，其中，分项指数和分行业指数均全面回升。8 个行业中，社会服务业、信息传输计算机服务软件业和住宿餐饮业指数上升明显；分项指数中，效益指数、市场指数和综合经营指数上升较为明显。**中小企业发展指数的回升，体现了经济的持续回暖。整体看，基建投资项目开工建设增多，中小企业订单增长，开工率率大幅提升。中小企业复工复产率的增长，有助于稳固就业基本盘。**

发改委副主任强调使居民有稳定收入能消费。国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会。国家发展改革委副主任李春临表示表示，消费能力来自于就业、来自于收入，所以一定要创新就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，多渠道增加城乡居民收入，做好基本消费品保供稳价工作，使居民有稳定收入能消费，没有后顾之忧敢消费。此外，培育消费新增长点，大力倡导绿色消费、新型消费，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化卫生体育等重点领域的消费，鼓励发展消费新业态新模式新场景，进一步激发消费市场活力等。

中国往来日本韩国泰国航线密集增班。截至3月10日，3月以来，已有包括大韩航空、韩亚航空、日本航空等多家外航司宣布大面积恢复往返中国的航班。韩国多家航司本月起将陆续增开赴华航班，上半年有望恢复至新冠疫情暴发前的逾四成水平。3月1日至3月8日中泰直飞日均航班量63架次，环比2月增加36.6%。而中韩直飞日均航班量29架次，与2月基本持平。中日直飞日均航班量28架次，与2月基本持平。但与2019年同期相比，航班量仍有较大差距。**整体看，目前国内经济和消费仍处于复苏初期，国际航线持续增开体现了良好的复苏趋势，但复苏的最终幅度一定程度上取决于居民收入预期恢复水平。**

特高压核准及开工呈现提速迹象。国家电网特高压公司3月6日发布了2023年度集中采购批次计划安排，特高压建设分公司分别在今年1月、4月、7月和10月完成共四批次集中采购招标。近期特高压核准及开工有明显提速迹象，国家发展改革委核准建设陇东-山东±800千伏特高压直流输电工程，这是我国首个“风光火储一体化”送电的特高压工程。**特高压建设进入高峰期，投资提速有望进一步提升企业开工率，助力稳增长，而首个“风光火储一体化”送电的特高压工程的核准，有望加速我国电力绿色转型，助力实现双碳目标。**

13省2023年重点建设项目清单发布，风电总容量将近50GW。根据公开信息不完全统计，截至目前，甘肃、山东、广西等13个省（市、区）发布2023年重点建设项目清单，涉及354个风电项目，总容量超48.7GW。从统计详情来看，贵州省2023年重点建设清单中风电相关项目最多，共计111个，其中含收尾项目8个，续建项目14个，新建项目68个，预备项目21个。**从今年各省公布的建设项目情况来看，虽然传统基建仍然占比较大，但基建投资正向数字基建、新能源领域倾斜。**

深圳首个不限购区域诞生，深汕合作区取消个人商品住房限购。据南方都市报，网传消息显示，深汕住建局日前发布《关于积极支持刚性和改善型住房需求的通知》，该通知涉及深汕特别合作区限购和限售政策的调整。调整主要在三个方面：一是放开限购，暂停对自然人实施商品住房限购，即无需提供无房证明；二是优化商品住房转让管理，即自取得不动产权证书之日起2年内禁止转让；三是推行优先申购制度，小于120平商品住房仍旧优先面向深汕辖区户籍居民销售，第二批销售放开对其他区域客户购买；大户型购买资格不限。购房者或其家

庭在深汕辖区内已有商品住房的，不再享有优先申购资格。本次深圳放开限购，是在“房住不炒”的总基调下对房地产行业的又一重磅政策，对其他地区具有一定的示范效应。

上海楼市呈现积极复苏迹象。多家房地产经纪机构数据显示，上海2月二手房成交量1.9万套，为2022年7月以来的成交高点。“链家所有门店在节后的带看量有显著增长，成交周期开始缩短。”上海链家研究院首席分析师杨雨蕾说，从2月份的成交结构来看，90平方米以下的刚需占比出现最大增长，较1月份提高5个百分点，这说明市场信心恢复后，刚需购房者积极入市。

大连春季房交会展会期间购新房可获政府补贴200元/平方米。2023大连春季房交会将于3月15日-20日在大连星海会展中心召开。本届房交会的主题是“展品质促销量，享购房补贴”，个人在展会期间购买市内四区（中西沙甘）及高新园区参展的新建商品房，给予每平方米200元购房补贴。此外，为了促进展会成交让利购房人，组委会将组织开发商根据自身项目情况，提供专属房源和专属特价房等优惠活动。2023年以来，辽宁省人民政府印发了《辽宁省进一步稳经济若干政策举措》，其中提及“鼓励合理住房消费”。2月还召开了住房和城乡建设工作会议，对支持刚性和改善性住房需求，满足外来人口、引进人才以及多孩家庭、养老家庭的合理住房需求作出部署。据数据监测显示，2023年2月，大连商品房成交面积为26.9万平方米，同比增加39.5%，环比增加74.1%；商品住宅成交面积为19.1万平方米，同比增加41.8%，环比增加115.3%。此外，驻马店出台稳楼市27条措施，支持企事业单位团购在售商品住房，其中提到，支持新兴产业单位、科研机构、产业园区、大专院校、企事业单位，集中团购商品住房解决职工住房问题。

江苏常州取消新房2年限售期，取得不动产权证即可交易。江苏省常州市住房和城乡建设局网站7日发布《关于调整优化房地产相关政策的通知》提出，商品住房自取得不动产权证后即可上市交易。通知提到，商品住房自取得不动产权证后即可上市交易；新建商品住房可按栋申领预售许可证；已完成备案的新建商品住房买卖合同，经买卖双方协商一致需注销合同备案的，所涉限制性规定不再执行；“商品住房项目在价格备案后10个工作日内需申领商品房预售许可证”之

规定不再执行。通知自 2023 年 2 月 15 日起施行。之前有关规定与本通知不一致的，按本通知执行。此前，常州新建商品住房有 2 年的限售期限。

14 家上市房企计划再融资，预计募资总额超过 570 亿。在全面实行股票发行注册制过程中，4 家房地产企业的再融资申请已顺利平移至交易所，近日均已受理，分别为福星股份，拟募集 13.41 亿元；荣盛发展，拟募集 30 亿元；华发股份，拟募集 60 亿元；保利发展，拟募集 125 亿元。另外还有 10 家上市房企已经发布再融资预案，分别是嘉凯城、大名城、三湘印象、苏宁环球、中南建设、新黄浦、天地源、迪马股份、万科 A、中交地产。14 家企业募资规模相差较大，最大的募资规模是最小的 15 倍。其中，万科 A 和保利发展计划募资超过 100 亿元，其中万科 A 计划募资 150 亿元，位列第一。嘉凯城募资规模最小，计划募资 10.25 亿元。**政策对于优质房企的融资支持持续发力，未来房企融资将呈现分化，优质房企将获得更多信贷支持。当前房地产行业呈现复苏迹象，但三四月份受到期债务较多影响，仍面临较大偿债压力。**

两部门印发《集体经营性建设用地使用权出让合同》《集体经营性建设用地使用权出让监管协议》示范文本（试点试行）。近日，为深化农村集体经营性建设用地入市试点工作，规范集体经营性建设用地使用权出让合同管理，根据《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国土地管理法》和《中华人民共和国土地管理法实施条例》，自然资源部和国家市场监督管理总局制定了《集体经营性建设用地使用权出让合同》《集体经营性建设用地使用权出让监管协议》示范文本（试点试行），现印发。各地自然资源主管部门要督促当事人严格履行合同，并落实好监管责任，做好相关使用说明和档案管理工作。

全国人大代表蔡继明：深化土地资源配改革，健全城乡统一土地大市场。清华大学社会科学学院教授、政治经济学研究中心主任蔡继明长期从事土地制度和城市化问题研究。他今年已是第 26 年参加全国“两会”，并再次准备了农村宅基地等土地资源配改革的建议。蔡继明在接受记者专访时指出，需加快推进土地的计划管理向市场化配置转变，改革现行的土地用途管制制度。蔡继明表示，据统计，我国农村现有集体建设用地相当于城镇建设用地的 2 倍以上，其中 70% 以上为宅基地，而农村目前常住人口不足 40%，数千万亩宅基地长期处于闲置或低效利用状态，应取消对集体土地入市不必要的限制，扩大宅基地使用权流转范围。

宅基地和集体经营性建设用地流转是增加农村居民财产性收入的重要举措之一，进而有助于释放我国消费潜力，推动国内大循环。前述示范文本的发布，属于推动集体经营性建设用地入市流转的基础性工作，宅基地和集体经营性建设用地流转有望在更大范围推开，为发挥消费的基础性作用奠定稳固基础。

图表2：下周重点关注

数据	预期	前值
固定资产投资完成额累计同比	4.5%	5.1%
社会消费品零售额当月同比	1.9%	-1.8%
工业增加值当月同比	4.0%	1.3%
3月MLF操作	2.75%	2.75%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 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。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048