

【每周经济观察】

两会政策目标不及预期，2月贸易、通胀、社融数据喜忧参半

研究中心

2023年3月10日



要点：两会政策目标不及预期，2月贸易、通胀、社融数据喜忧参半

- **一周行情回顾：**3月3日-3月10日，随着两会召开以及2月数据陆续出来，“强预期”基本结束，权益市场及商品市场均出现明显回调，十年期国债收益率重回2.8%水平，静待基本面更多数据出台印证经济复苏的斜率及成分
- **1-2月出口降幅好于预期，进口降幅超预期**
 - ✓ 1-2月我国出口累计同比为-6.8%，好于市场预期，较12月同比增速收窄0.7个百分点。对应运价指数、订单指数等高频数据，预计1月出口同比降幅较大，而2月当月由于春节错位和节后开工等影响预计改善较多。而1-2月进口金额同比由12月的-9.9%进一步走阔至-10.2%，与内需不振及进口品金额回落有关
 - ✓ 出口方面，分商品看，成品油出口高位回落，机电产品与高新技术产品出口同比跌幅有所收窄；分国别看，对美出口同比降幅走阔至-21.8%，对欧盟及英国出口降幅略有收窄但仍约-15%水平，对东盟出口同比增速由12月的7.48%小幅提升至9%，东盟自去年四季度以来已成为拉动出口增长的主要支撑
 - ✓ 进口方面，分商品看，成品油进口金额由正转负，机电产品跌幅收窄，高新技术产品进口金额跌幅较去年12月小幅扩大；分国别看，对主要地区进口同比均处收缩区间
- **2月份通胀水平超预期回落，CPI重回“1”字头**
 - ✓ 2月CPI同比上涨1.0%，环比下跌0.5%，PPI同比下降1.4%，环比持平。剔除季节性因素及春节错位影响，CPI回落仍超预期。分项看，随着春节旺季结束，食品价格出现季节性回落，而服务项目价格亦出现明显回落，主要受劳动力复工到位影响。整体来看消费复苏进程缓慢，内需不振问题仍突出
- **社融数据总量及结构均表现靓丽，但有春节错位影响，关注可持续性**
 - ✓ 受存款增长支撑，2月M2增速继续创新高至12.9%，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复
 - ✓ 2月新增社融3.16万亿元，比上年同期多增1.95万亿元，主要受春节错位影响，人民币贷款及政府发债均是有力支撑。新增人民币贷款1.81万亿元，同比多增5928亿元。其中企业中长期贷款维持高位，受基建投资配套融资需求及制造业企业融资需求回暖带动，这与银行信贷投放加速导致资金面趋紧一致。而居民端中长期贷款首次转正是对房地产销售市场的有利支撑，但金额极小，其可持续性仍待观察
- **风险提示** 稳增长政策不及预期；海外经济衰退超预期；美联储货币政策节奏超预期；地缘政治变化超预期

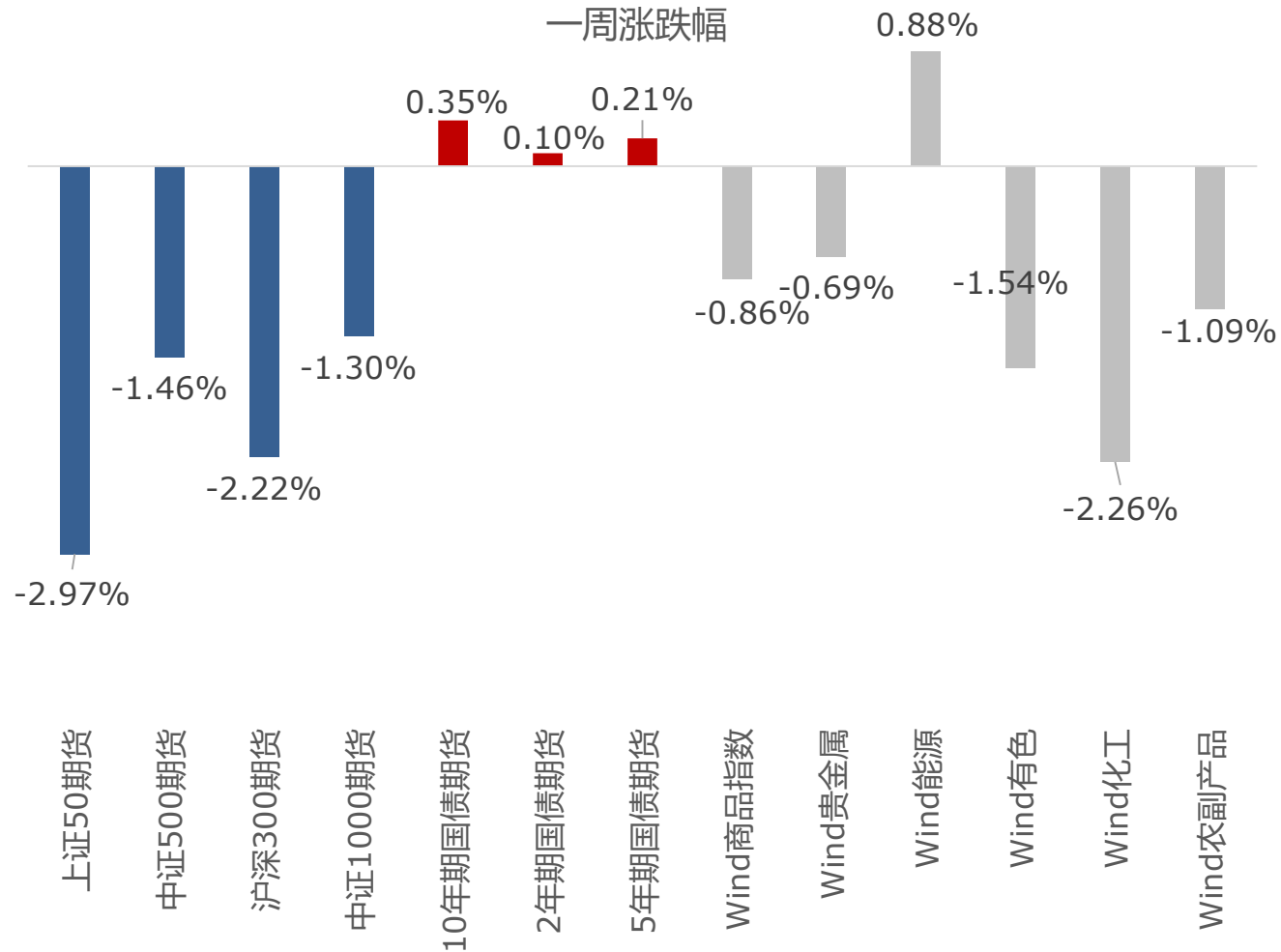
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：3月3日-3月10日，权益市场继续回调，商品除贵金属外普跌

- 随着两会召开以及2月数据陆续出来，“强预期”基本结束，权益市场及商品市场均出现明显回调，十年期国债收益率重回2.8%水平，静待基本面更多数据出台印证经济复苏的斜率及成分。



- **两会顺利召开**：包括审议政府工作报告、审议国务院机构改革方案等

- **2月进出口、CPI、社融数据公布**：数据未出现全面好转，出口略好于预期，进口及CPI不及预期，居民新增贷款出现同比多增，但有春节错位因素影响

- **硅谷流动性问题引发市场恐慌**：3月10日，硅谷银行出售投资组合中的部分证券将导致18亿美元的亏损，并寻求通过出售普通股和优先股募资22.5亿美元，这被华尔街视为是恐慌性的资产抛售和对股权的猛烈稀释，硅谷银行暴跌

第二部分

两会重点信息解读



今年政府工作报告提出的发展主要预期目标较为稳健

- 今年政府工作报告提出，外部环境不确定性加大，国内经济增长企稳向上基础尚需巩固，在此基础上提出较为稳健的增长目标，处于市场预期的下沿

关于经济形势的表述

中央经济工作会议

- 当前**我国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
- 现有**外部环境动荡不安**，给我国经济带来的影响加深

- **外部环境不确定性加大**，全球通胀仍处于高位，世界经济和贸易增长动能减弱，外部打压遏制不断上升
- **国内经济增长企稳向上基础尚需巩固**，需求不足仍是突出矛盾，民间投资和民营企业预期不稳，中小微企业和个体工商户有不少困难，稳就业任务艰巨，一些基层财政收支矛盾较大。房地产市场风险隐患较多，一些中小金融机构风险暴露

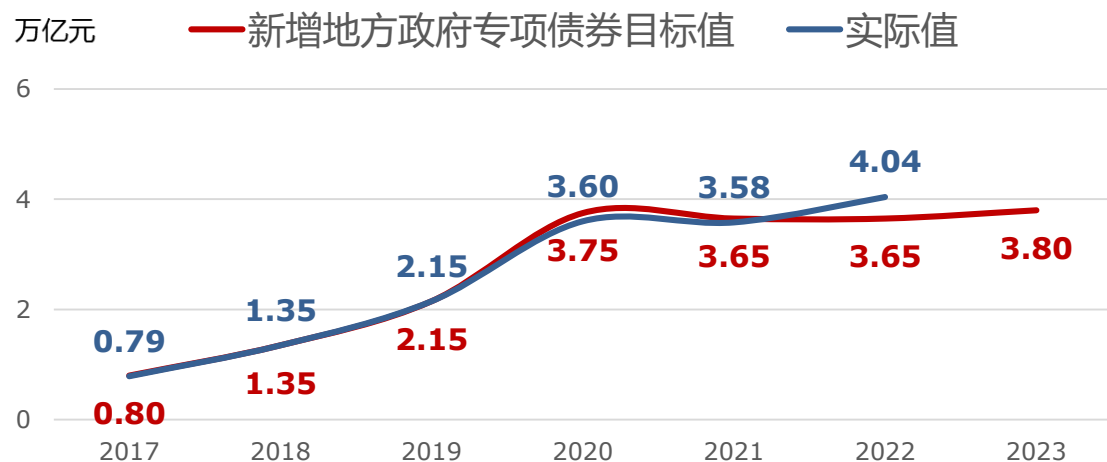
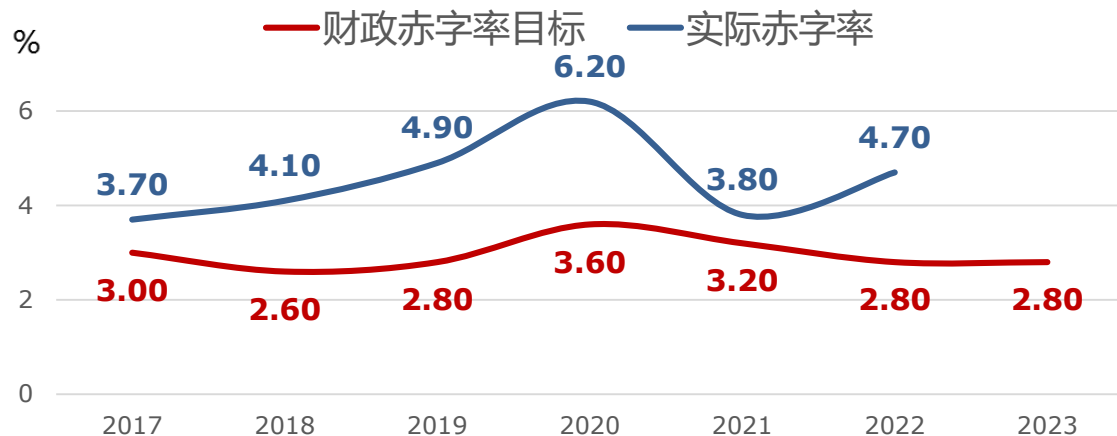
政府工作报告

政府工作主要预期目标

- **国内生产总值增长5%左右**；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善
- **积极的财政政策要加力提效**。赤字率拟按3%安排。完善税费优惠政策，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。做好基层“三保”工作
- **稳健的货币政策要精准有力**。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
- **产业政策要发展和安全并举**。促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。
- **科技政策要聚焦自立自强**。完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位
- **社会政策要兜牢民生底线**。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置，切实保障好基本民生

2023年财政政策基调为“加力提效”，兼顾稳增长与防风险

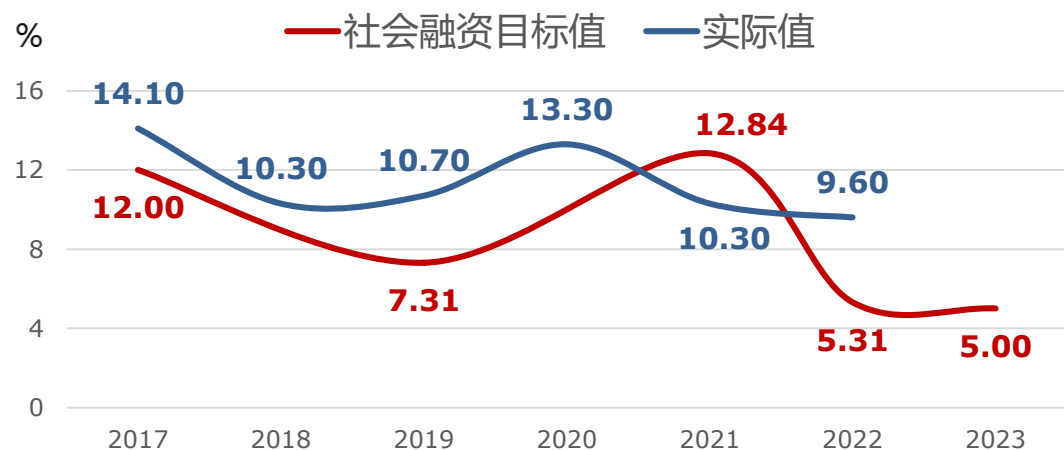
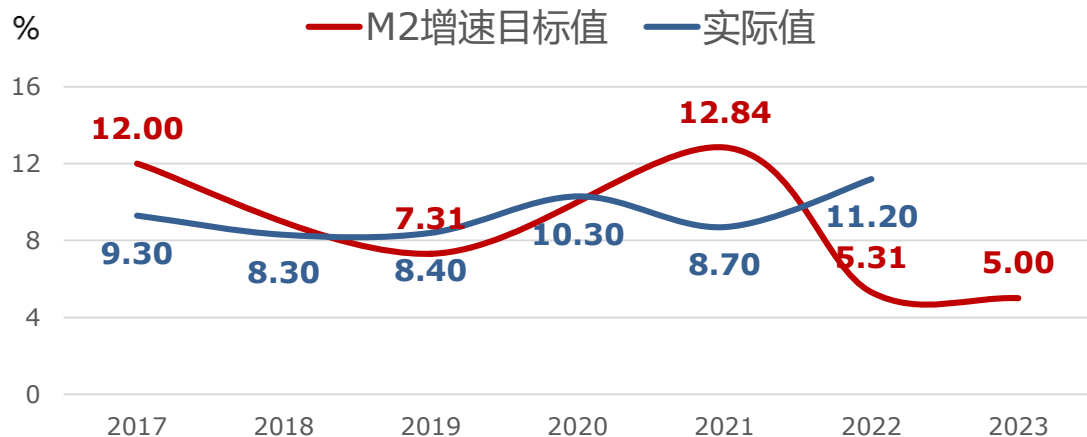
- 财政政策“加力提效”体现在赤字率和专项债上调，减税降费从追求规模转向注重精准有效，同时明确要求“防范化解地方债务风险”



- ◆ **赤字规模方面**，赤字率3%，高于去年0.2个百分点，赤字规模为3.88万亿，高于去年5100亿元。分结构看，**地方赤字持平**，新增赤字全部为中央赤字，通过国债发行弥补，这实际上是中央加杠杆、转移支付给地方以缓解地方债务压力风险的体现。同时需要注意的是**广义赤字规模大概下滑**
- ◆ **专项债方面**，专项债额度3.8万亿，高于去年1500亿元，**短期内有利于扩大基建投资**，保障重大项目开工。若考虑结存限额空间，则理论空间有4.95万亿，但受专项债使用范围限制
- ◆ **减税降费方面**，今年提出“完善税费优惠政策”“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”，这意味着从追求减税降税的规模**逐步转向效率效果和精准性针对性**，例如突出对中小微企业、个体工商户以及特困行业的支持
- ◆ **地方债务方面**，明确提出“地方债务**防范化解地方政府债务风险**，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。”

2023年货币政策基调为“精准有力”，实为稳货币+调结构

- 2021年定调“灵活精准、合理适度”而实际货币政策边际收紧，M2及社融增速均低于目标。今年货币政策定调为“精准有力”，政策可能已在逐步转向中性。考虑到资金面偏紧及宽信用的重任，降准仍有空间，而结构性工具仍是主力

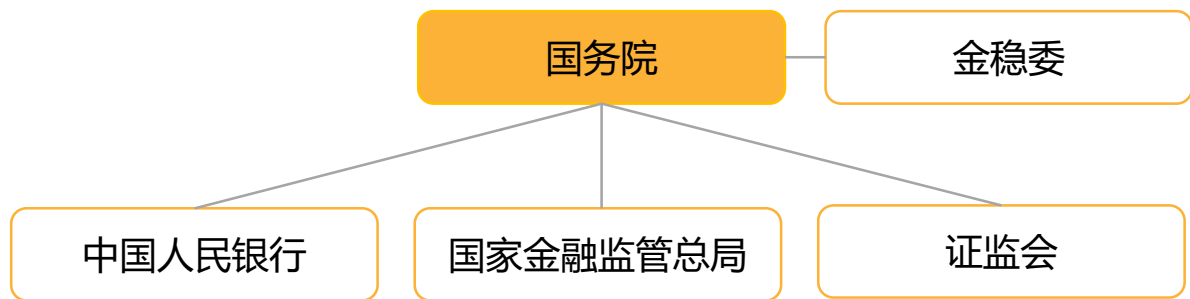


- ◆ **总量工具方面**，国新办发布会上中国人民银行行长回应“是否仍需考虑降准或降息来刺激经济增长”的问题时，也提到“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的”，“**用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济**，综合考虑还是一种比较有效的方式”
- ◆ **信贷方面**，未再提及总体信贷增长目标（2022年提到“扩大新增贷款规模”）和普惠小微贷款增长目标（2022年为“推动普惠小微贷款明显增长”，2021年为“国有大行普惠小微贷款增速大于30%”），而是更注重结构，要求**加大对于制造业、普惠小微、高新技术企业的支持**

新一轮国务院机构改革方案正式出台：金融监管体系大改革

■ 本次金融监管体制重大变革，核心要义在于强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。随着金融监管顶层设计的优化，未来监管效率及统筹协调能力有望显著提升，有助于引导金融服务实体经济向高质量发展

■ “一委一行两会” 变为 “一委一行一局一会”



- 重回31+5的分行体制，外加地级市的中心支行
- 不再保留县级支行，相关权限上收到地市级中心支行
- 统一负责除证券业之外的金融业监管
- 增加金控集团的筹建和监管（原属央行）、金融消费者保护（原属央行）
- 投资者保护（原属证监会）
- 增加企业债发行审核职责（原属发改委）

- 深化地方金融监管体制改革
- 完善国有金融资本管理体制
- 加强金融管理部门工作人员统一规范管理

我国金融监管体制改革脉络	
第一阶段 (1985年)	<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行正式成为监管当局为标志，人民银行将商业银行职能剥离，独立行使央行职能，对银行业、信托业、证券业进行“一元”监管
第二阶段 (1998-2003年)	<ul style="list-style-type: none"> • 随着层次资本市场逐渐形成，上交所、深交所相继成立，1998年证监会和保监会成立，分别负责对证券业、保险业的监管，“一行两会”格局形成，分业监管确立
第三阶段 (2003-2017年)	<ul style="list-style-type: none"> • 随着银监会2003年成立，“一行三会”分业监管格局不断细化完善，助力我国金融体系快速发展
第四阶段 (2017年至今)	<ul style="list-style-type: none"> • 2017年，为防范化解系统性金融风险、强化人民银行宏观审慎管理及金融监管部门监管职责、确保金融安全及稳定发展，国务院金融稳定发展委员会获批设立；2018年，原银监会和原保监会合并重组为银保监会，而宏观审慎政策职责划入人民银行，形成了“一委一行两会”的金融监管架构。而本次监管体制“一委一行一局一会”的改革，更好地突出了功能监管以及完善金融监管协调，是持续深化金融体系改革的体现，也是基于“平稳化解高风险中小金融机构风险，大型金融机构健康发展，金融体系稳健运行，守住了不发生系统性风险的底线”的必然要求

新一轮国务院机构改革方案正式出台：重视科技、乡村振兴、老龄化

- **重组优化了科学技术部，分散部分职能的同时，加强了推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理等职能；组建国家数据局，由发改委管理；改革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，不再保留单设的国家乡村振兴局。完善老龄工作体制，全国老龄工作委员会办公室改设在民政部，强化其综合协调老龄事业发展职责**

改革方向	改革内容
重新组建科学技术部	加强科学技术部推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合等职能
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
优化农业农村部职责	将国家乡村振兴局的牵头开展防止返贫监测和帮扶，组织拟订乡村振兴重点帮扶县和重点地区帮扶政策，组织开展东西部协作、对口支援、社会帮扶，研究提出中央财政衔接推进乡村振兴相关资金分配建议方案并指导、监督资金使用，推动乡村帮扶产业发展，推动农村社会事业和公共服务发展等职责划入农业农村部，在农业农村部加挂国家乡村振兴局牌子
完善老龄工作体制	实施积极应对人口老龄化国家战略，推动实现全体老年人享有基本养老服务，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

第三部分

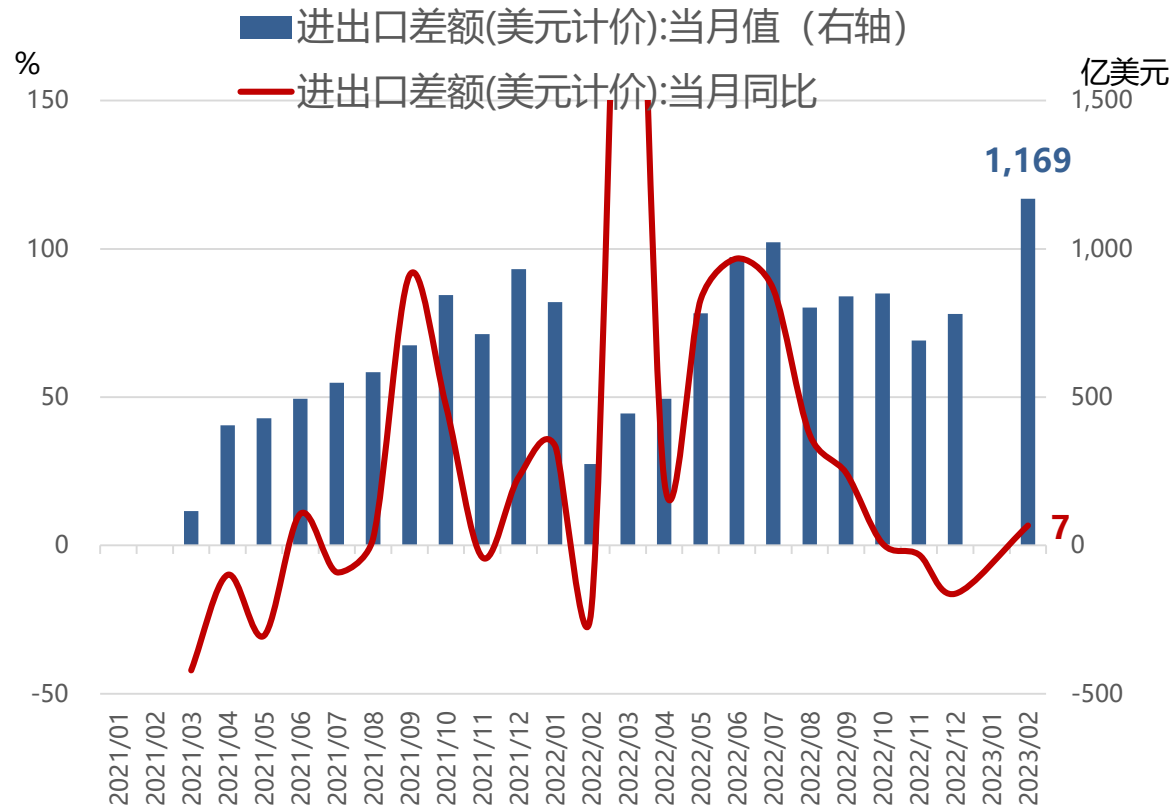
2月进出口、通胀及社融数据有喜有忧



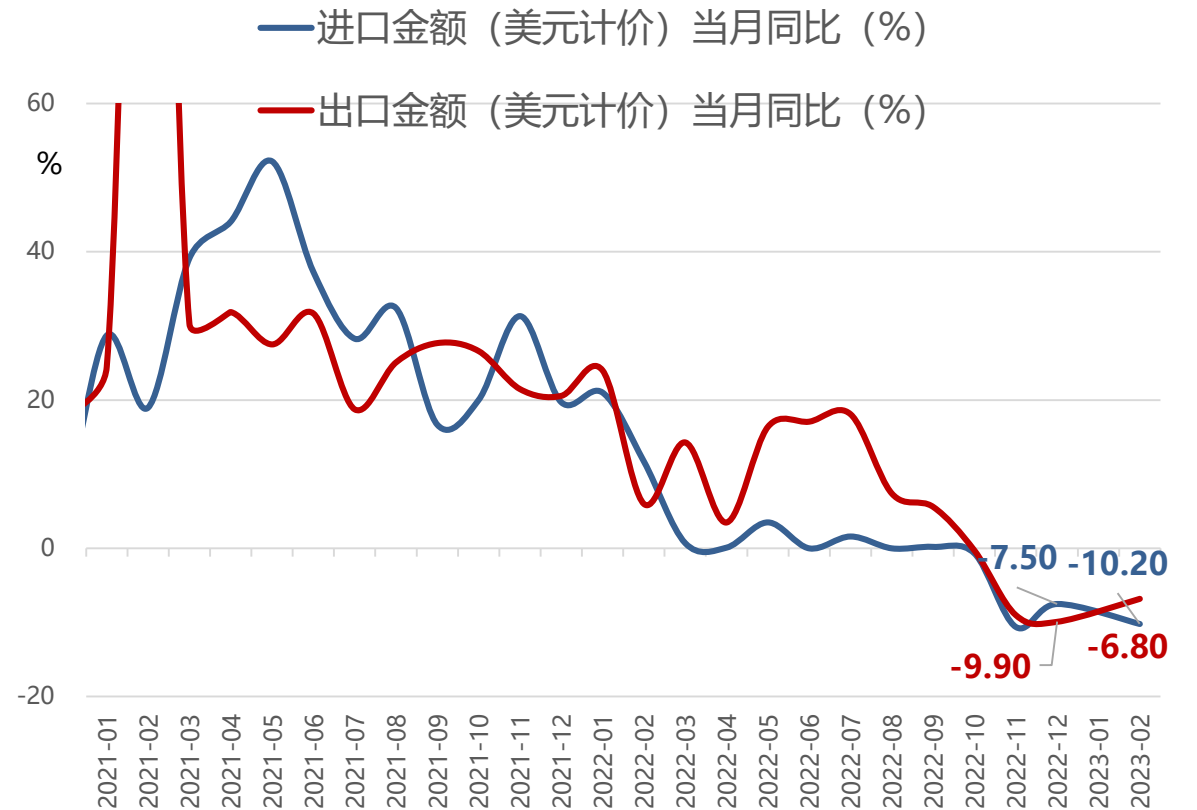
1-2月出口降幅好于预期，进口降幅超预期

- 1-2月我国出口累计同比为-6.8%，好于市场预期，较12月同比增速收窄0.7个百分点。对应运价指数、订单指数等高频数据，预计1月出口同比降幅较大，而2月当月由于春节错位和节后开工等影响预计改善较多。而1-2月进口金额同比由12月的-9.9%进一步走阔至-10.2%，与内需不振及进口品金额回落有关

1-2月国内进出口差额为1169亿美元



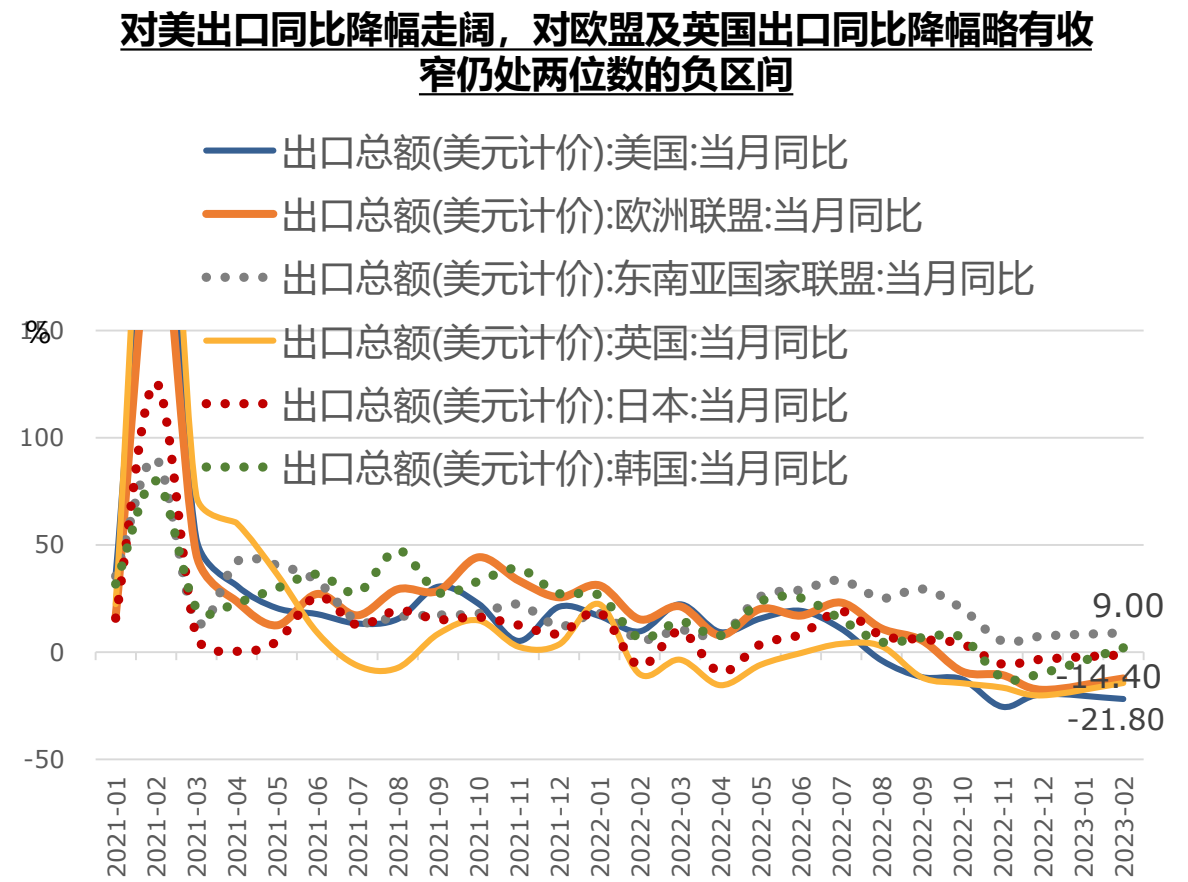
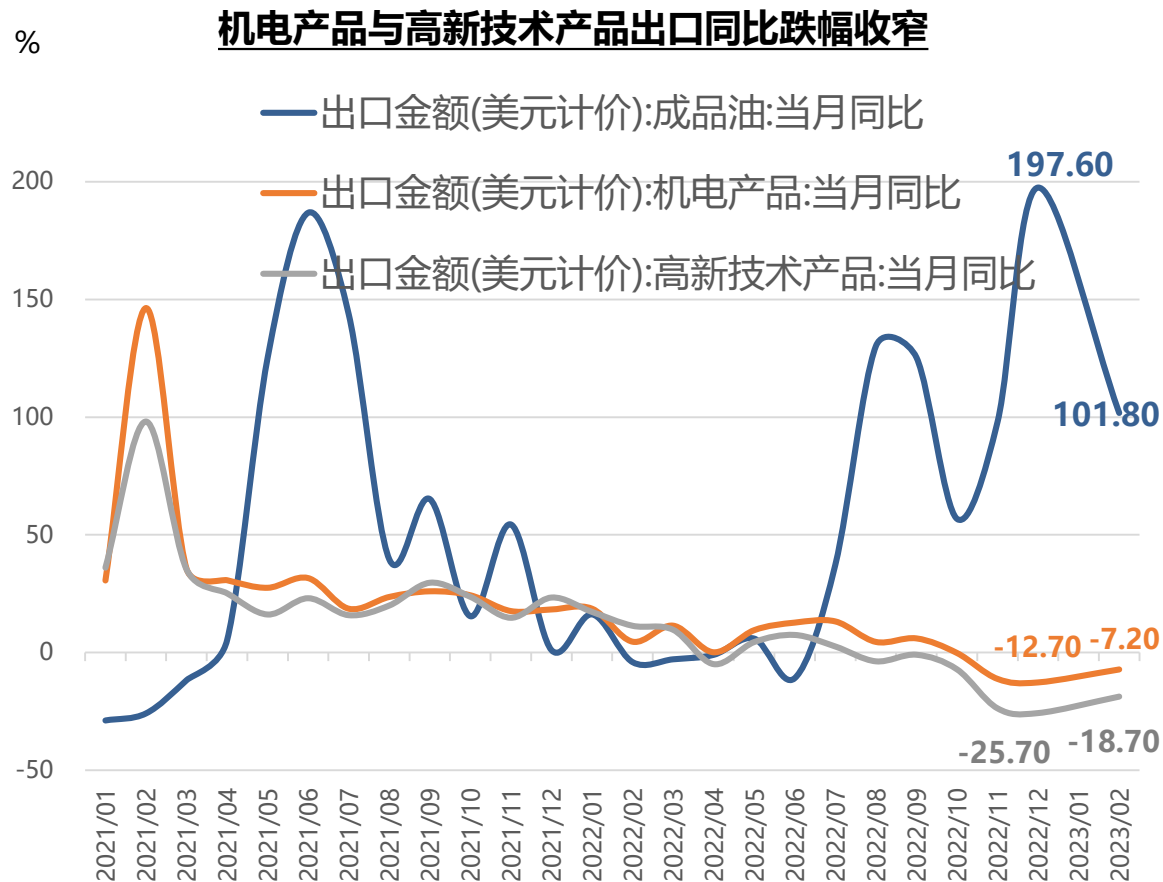
与12月相比，1-2月出口降幅收窄，进口降幅进一步走阔



注：2月进出口数据用1-2月累计同比替代

出口：机电及高新技术产品出口同比降幅有所收窄，对美出口降幅走阔

- 分商品看，成品油出口高位回落，机电产品与高新技术产品出口同比跌幅有所收窄
- 分国别看，对美出口同比降幅走阔至-21.8%，对欧盟及英国出口降幅略有收窄但仍约-15%水平，对东盟出口同比增速由12月的7.48%小幅提升至9%，东盟自去年四季度以来已成为拉动出口增长的主要支撑



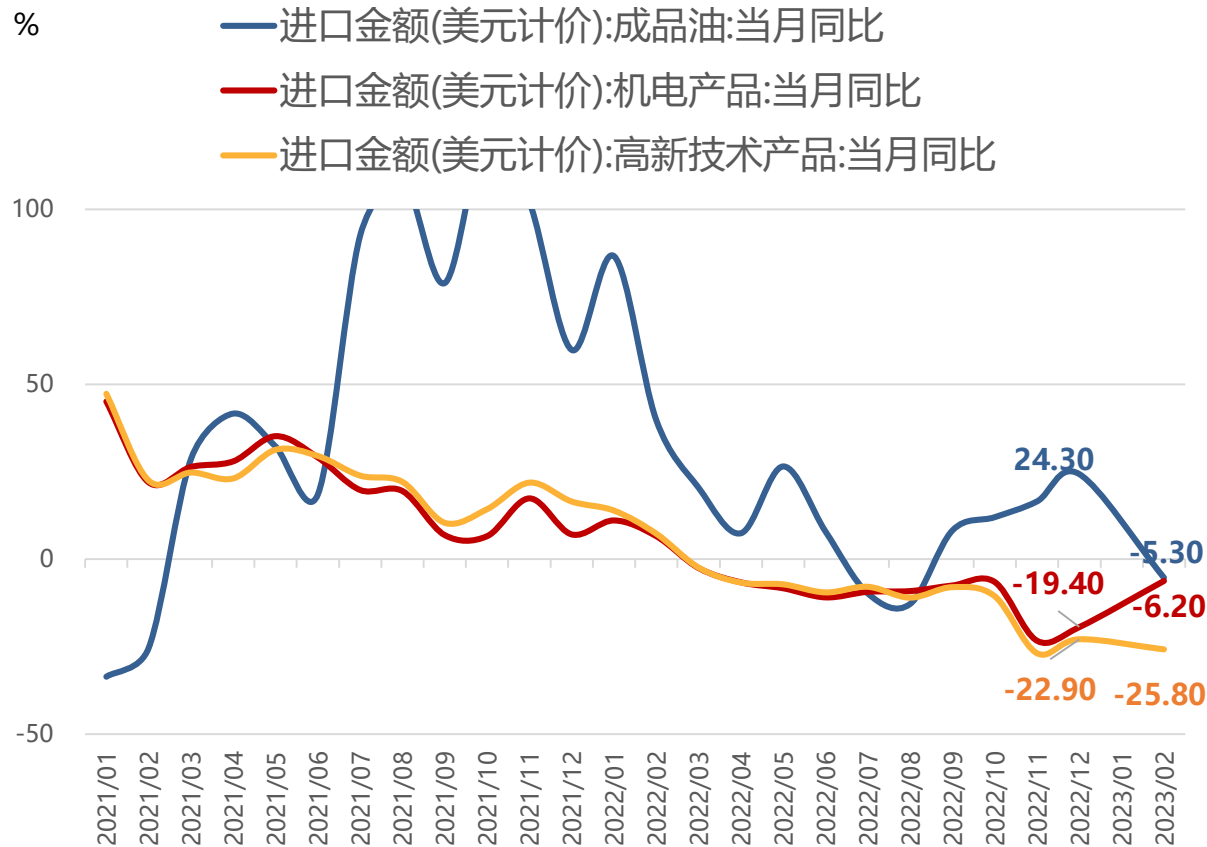
注：2月进出口数据用1-2月累计同比替代

数据来源：Wind、广州期货研究中心

进口：机电和高新技术产品同比负增长，对主要地区进口均下滑

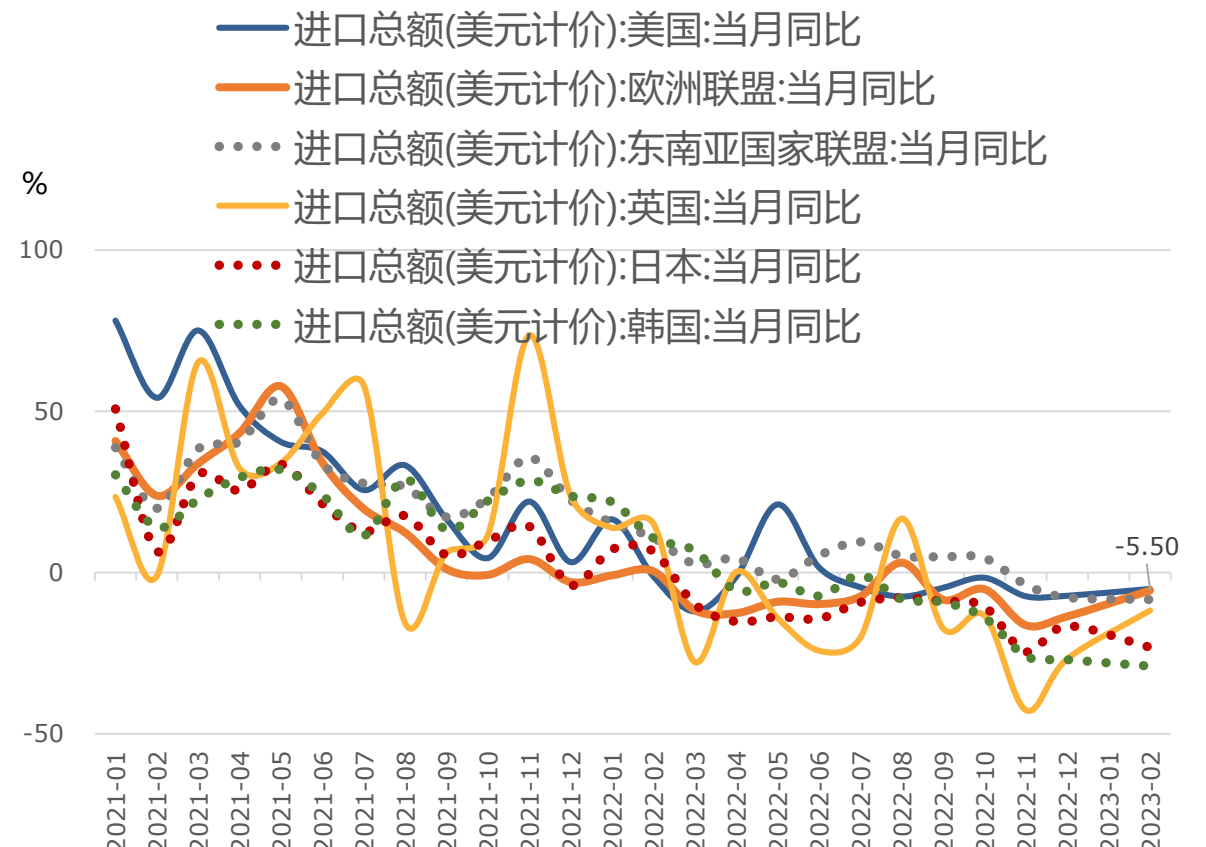
- 分商品看，成品油进口金额由正转负，机电产品跌幅收窄，高新技术产品进口金额跌幅较去年12月小幅扩大
- 分国别看，对主要地区进口同比均处收缩区间

机电进口金额跌幅收窄，高新技术跌幅扩大



注：2月进出口数据用1-2月累计同比替代

对美国进口同比降幅持平，对日本、东盟进口降幅有所走阔

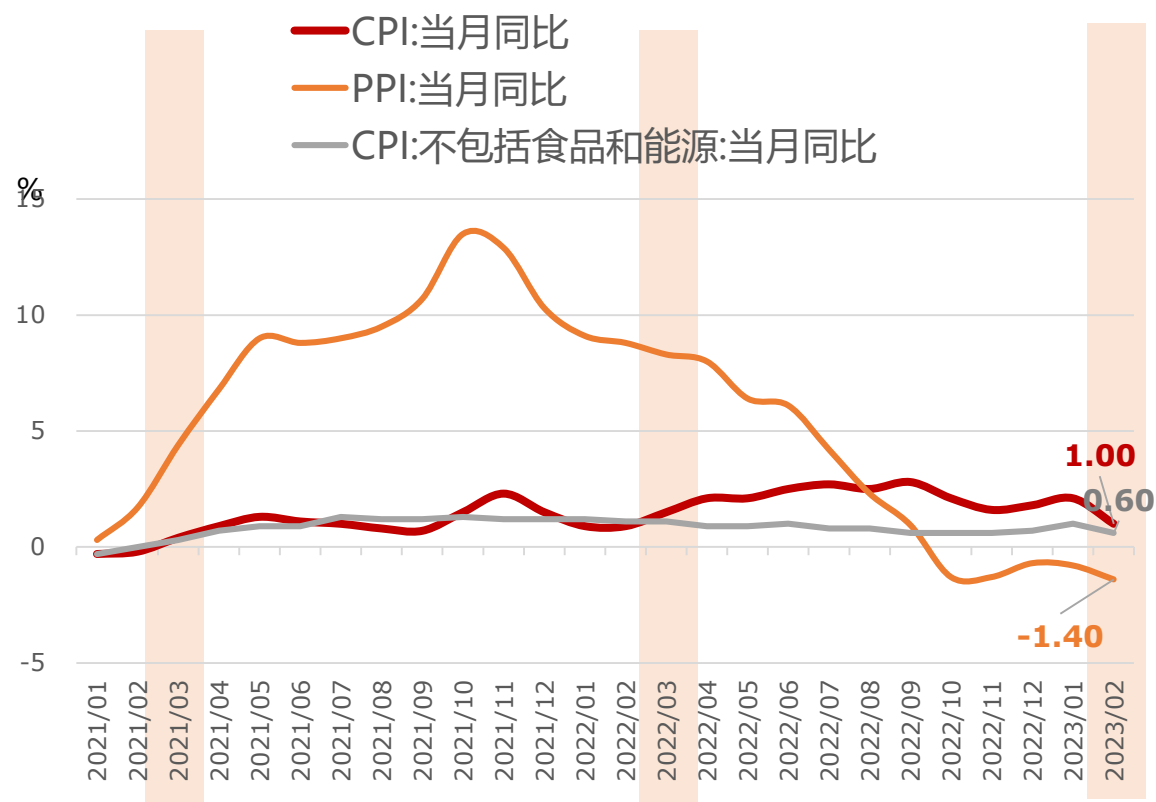


数据来源：Wind、广州期货研究中心

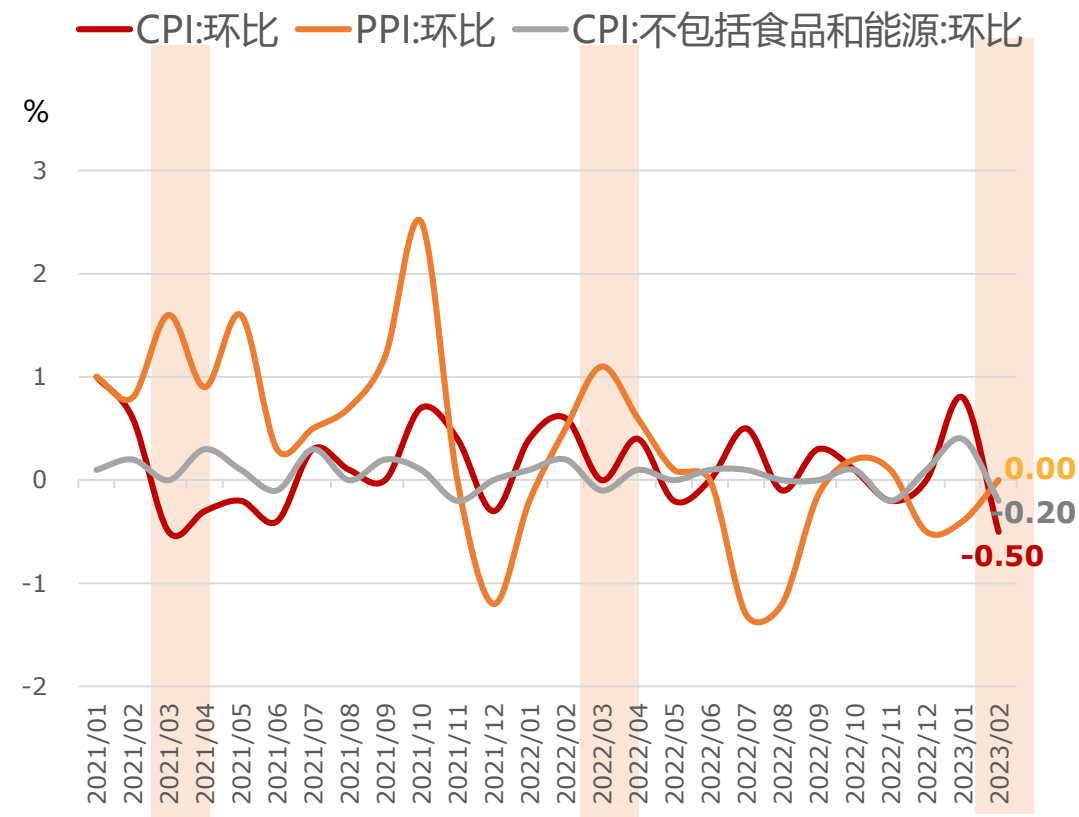
2月份通胀水平超预期回落，CPI重回“1”字头

- 2月CPI同比上涨1.0%，环比下跌0.5%，PPI同比下降1.4%，环比持平。剔除季节性因素及春节错位影响，CPI回落仍超预期

2月CPI同比回落至1.0% (前值为2.1%) 超市场预期



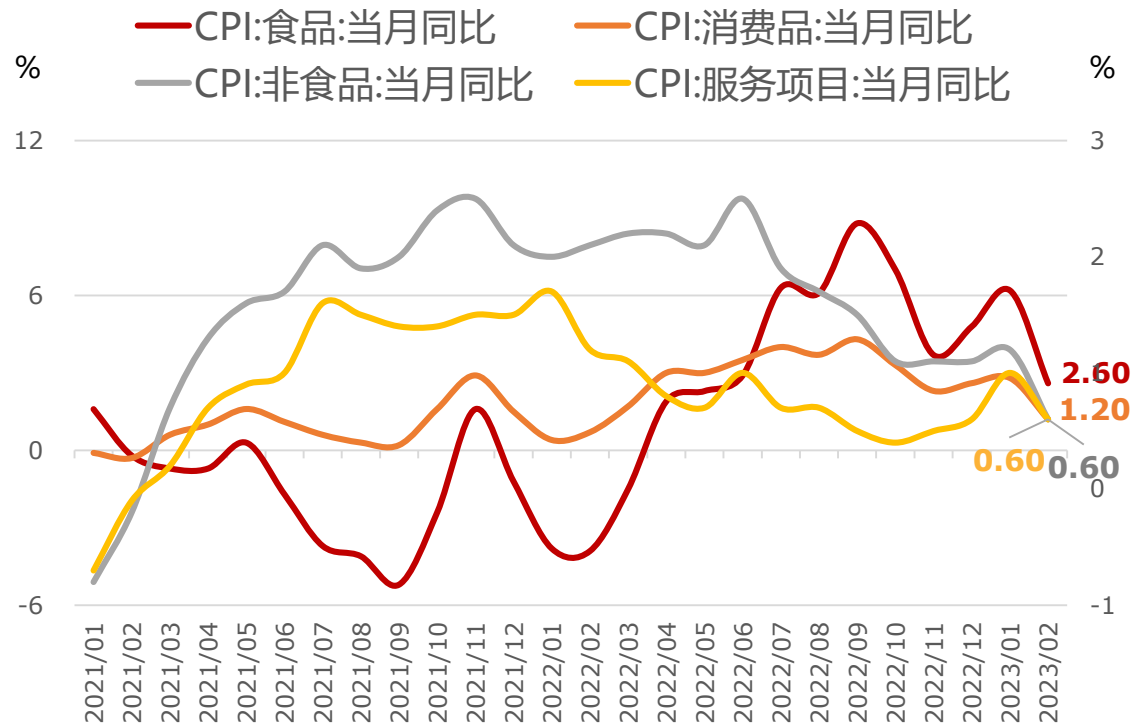
剔除季节性因素及春节错位影响，CPI回落仍超预期



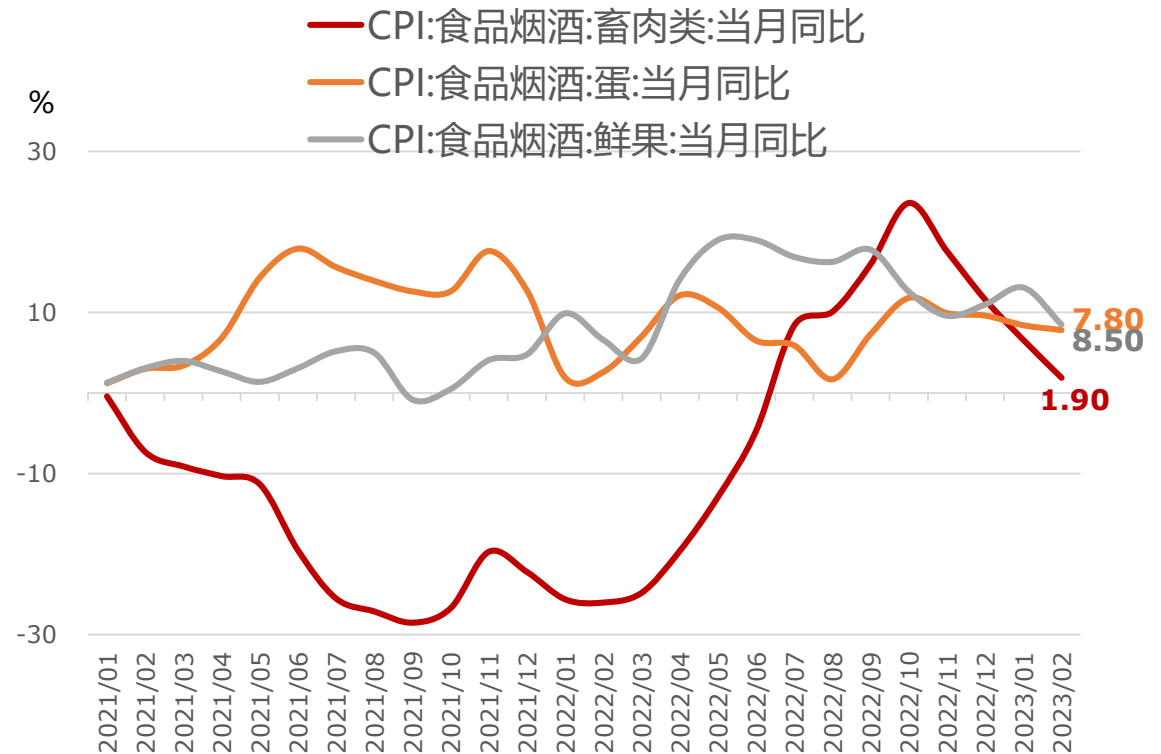
食品价格出现季节性回落，服务业价格受劳动力到位影响回落

- 随着春节旺季结束，食品价格出现季节性回落，而服务项目价格亦出现明显回落，主要受劳动力复工到位影响。整体来看消费复苏进程缓慢，内需不振问题仍突出

食品、消费品、服务项目等价格涨幅均有回落



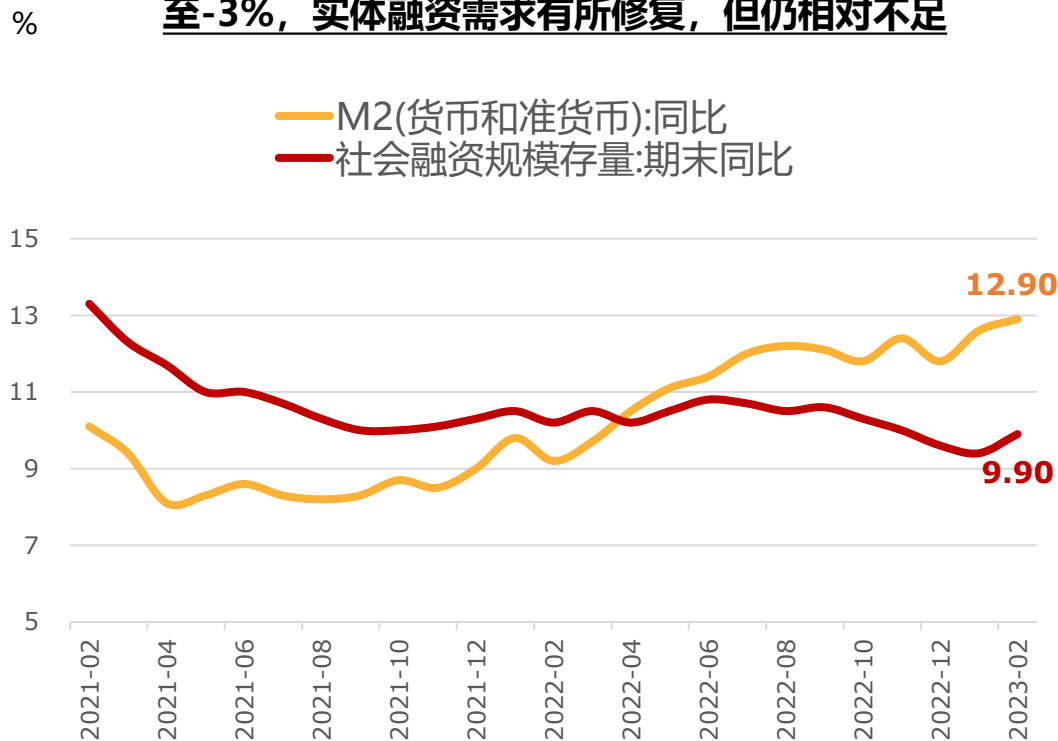
2月鲜菜、蛋类等价格季节性回落，鲜果、水产品出现超季节性跌幅



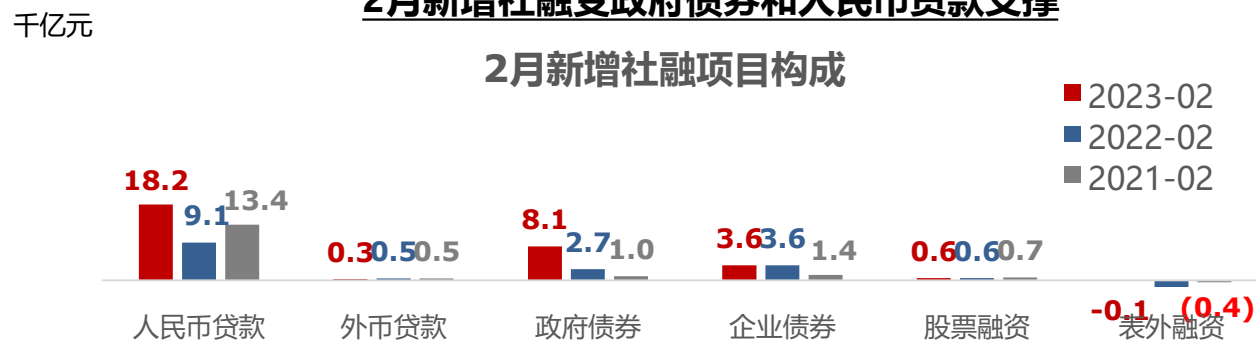
社融数据总量及结构均表现靓丽，但有春节错位影响，后续关注可持续性

- 受存款增长支撑，2月M2增速继续创新高至12.9%，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复
- 2月新增社融3.16万亿元，比上年同期多增1.95万亿元，主要受春节错位影响，人民币贷款及政府发债均是有力支撑。新增人民币贷款1.81万亿元，同比多增5928亿元。其中企业中长期贷款维持高位，受基建投资配套融资需求及制造业企业融资需求回暖带动，这与银行信贷投放加速导致资金面趋紧一致。而居民端中长期贷款首次转正是对房地产销售市场的有利支撑，但金额极小，其可持续性仍待观察

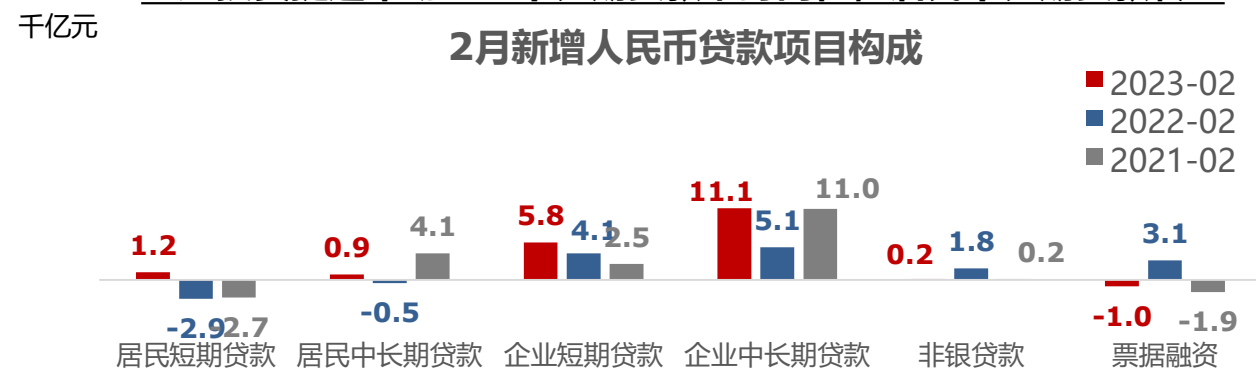
存量社融与M2同比增速剪刀差由前值-3.2%收窄至-3%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



2月新增社融受政府债券和人民币贷款支撑



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



数据来源：Wind、广州期货研究中心

第四部分

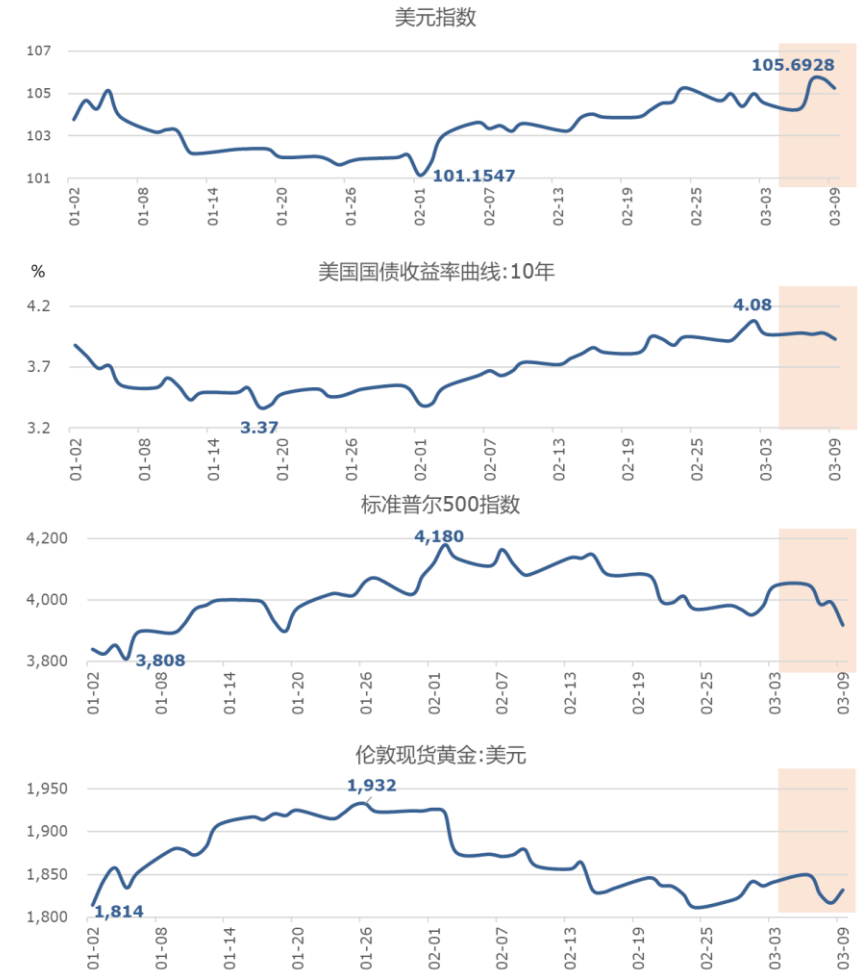
美联储加息预期来回摇摆



美联储加息态度反复，失业人数大幅增加

- 本周美联储多位官员发表讲话，关于抗通胀工作的表述暗示继续加息，市场对美联储货币政策转向的节奏预期持续摇摆和修正。从美元指数、美债、黄金现价看，已基本回吐今年以来的涨（跌）幅，周内有所小幅反弹

美联储官员	讲话内容
鲍威尔	鲍威尔指出，最新的经济数据比预期的要强，这表明 最终的利率水平可能会比此前的预期要高 ，美银最新预计称，美国经济将会在第三季度陷入技术性衰退，衰退将持续到明年第一季度。
鲍威尔	鲍威尔强调，美联储目前 未就3月加息幅度作出决定 ，美联储会对接下来公布的就业、通胀、零售数据进行分析后再决定具体加息幅度。鲍威尔同时表示，目前已公布数据显示， 最终利率水平可能将高于此前预期 。如果整体数据显示需加快紧缩进度，美联储未来将加快加息步伐。
巴尔金	美国基准利率可能会升至5.5%-5.75%，就像目前市场上一些人押注的那样，且预计 明年3月之前美联储将不会开始降息 。



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 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	杭州城星路营业部 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	苏州营业部 联系电话: 0512-69883586 办公地址: 中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	上海陆家嘴营业部 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 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2302房	深圳营业部 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	佛山分公司 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	东莞营业部 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 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	清远营业部 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	肇庆营业部 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	华南分公司 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 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	湖北分公司 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	山东分公司 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	郑州营业部 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 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	四川分公司 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	机构业务部 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	机构事业一部 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
机构事业二部 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 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	广期资本管理(上海)有限公司 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