

经济复苏方向明确但力度不强，政策支撑仍是关键

2023年3月12日-3月18日周报

◆ 美国银行业潜在危机叠加通胀放缓，市场押注美联储将很快放缓加息并在年内开启降息步伐

上周到本周，市场对美联储的加息预期出现了短期内的快速调整，总体上对美联储加息预期经历了先升高之后再大幅下降的过程，其中硅谷银行事件的突发影响起了较大的作用。

上周先是因鲍威尔鹰派讲话和美国2月超预期的就业数据，市场对美联储年内加息预期抬升。但周五的硅谷银行事件使得市场预期美联储出于风险防范考量可能会在货币政策立场上适度向鸽派倾斜，市场对美联储年内加息前景的预期开始削弱。截止3月11日，市场对美联储3月会议加息50BP的预期为68.3%，年内利率高点为5.5%-5.75%，同时四季度降息预期重燃，市场预期年末利率或从高点降至5%-5.25%。

本周一，美国财政部、美联储、联邦存款保险公司在硅谷银行事件后宣布采取行动。美联储宣布新的紧急银行定期融资计划。硅谷银行的储户周一将可以支取所有资金。美国最新通胀数据显示：美国2月CPI同比+6%，预期+6%，连续第8个月下降，是2021年9月份以来最低值；2月PPI同比上涨4.6%，预期5.4%，前值5.7%。。伴随着美国公布通胀数据的走低，市场对美国通胀的预期也进一步下行。截止3月17日，美国5年期和10年期盈亏平衡通胀率分别较上周下行24个bp和16个bp。通胀的缓和，叠加美联储及时坚决采取措施应对硅谷银行事件，向市场传递出美联储对维持美国金融稳定的政策优先性，市场押注美联储将很快放缓加息并在年内开启降息步伐。截止3月18日，市场对美联储3月会议加息25BP的预期为62%，维持现有联邦基金利率不变的预期为38%，预期的年内利率高点已经由上周的5.5%-5.75%降为4.75%-5.0%，即3月加息25BP为年内最后一次加息，同时预期美联储开启降息的时间点已经由上周的四季度变为本周的二季度末，预期年末利率将降至3.75%-4.0%，较上周末的预期大幅下降125BP。

从目前的情况看，3月22日美联储议息会议上至多加息25BP已经几乎确定。需要重点关注的是美联储在此次会议上的相关政策表述，即硅谷银行事件以及这一事件所折射出的在美联储持续加息中可能会出现潜在金融稳定问题，将在美联储接下来的政策考量中占据多大比重。在美联储做出最新的关于“稳经济”、“控通胀”和“稳金融”三者政策权重和优先性的表述后，预计市场对美联储今年加息步伐调整的节奏的预期将经历进一步的调整后逐步稳固，美股和美债市场仍会在调整预期的同时经历较大波动。

◆ 1-2月经济修复明显，但不乏隐忧

2023年1-2月，经济总体上呈明显复苏态势。以支出法计，今年1-2月，除进出口数据外，其余数据均有不同程度改善，尤其是此前对经济拖累较严重的消费和地产投资，2023年前2月均有较明显的改善。展望后续，我国经济在疫情防控放开对经济的环比推高结束后，依然面临着不小的压力和不确定性：一是全球需求走弱之下，后续出口预

作者

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

降准宽信用的效果值得期待 —2023-03-18
1-2月经济修复明显，后续稳经济仍需政策支持 —2023-03-17
金融市场分析周报 —2023-03-14

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

计仍将持续下滑，对我国经济的拖累作用将持续加大。二是1-2月消费虽然总体呈修复态势，但2月单月社零环比录得历史性负值，叠加2月弱于季节性的核心CPI环比，我国消费后续的修复速度和程度仍将面临考验。三是1-2月房地产销售虽然改善明显，但疫情期间压抑的购房需求释放完毕之后，后续居民内在购房需求的回升能否支撑整个房地产价值链重回正循环，仍需进一步观察。

消费方面，2023年1-2月，社零当月同比+3.5%，去年10月、11月和12月为负后首次实现转正，好于市场预期的+2.9%。但2023年2月，社零环比录得-0.02%，为2011年至今2月社零环比唯一的负值。今年前2个月社零同比超预期显示1-2月消费总体的复苏势头较强，但单独2月社零环比历史上首次为负也显示，在疫情放开叠加春节假期对消费环比的推高结束后，消费复苏势头的持续性后续面临着较大的考验。

投资方面，2023年1-2月，固投同比+5.5%，较去年12月+2.4PCTS，其中，制造业和基建投资增速上行，二者投资增速均明显高于固投同比增速，房地产投资增速仍然为负，依然是固投的主要拖累项，但下滑幅度较去年12月明显缩窄。

2023年1-2月，制造业投资增速+8.1%，较去年12月+0.7PCTS，但较去年全年增速-1.0PCTS，带动1-2月固投总体增速+2.4PCTS。

2023年1-2月，房地产投资增速-5.7%，较去年12月+7.0PCTS，降幅大幅收窄，带动1-2月固投增速-1.6PCTS。2023年1-2月地产相关数据全面改善。施工端看，1-2月，房屋竣工面积当月同比较去年2月以来首次转正，新开工面积也较去年12月降幅明显收窄。销售端看，今年前两月房屋销售金额和销售面积同比跌幅均较去年12月大幅收窄。资金端看，房地产开发资金来源虽然同比仍然为负，但较去年12月改善亦比较明显。

2023年1-2月，基建投资同比+12.2%，较去年12月+1.8PCTS，保持高增速。2023年，稳经济仍是财政政策核心目标，财政依然保持靠前发力态势。根据我们的统计，今年1月和2月全国范围新增专项债发行分别达到4912亿元和3329亿元，继续为基建提供充足的资金来源。据我的钢铁不完全统计，2023年1月和2月，全国开工项目总投资额累计同比增长93%和14.2%。

工业增加值方面，2022年1-2月，工业增加值累计同比+2.4%，较12月同比增速+1.1PCTS。去年底以来政府更好地统筹疫情防控和经济发展，防控措施优化后市场预期好转，工业生产恢复加快，制造业景气度回升。

◆ MLF大幅增量续作+央行降准25BP“组合拳”补充中长期流动性水位

本周（3月13日-3月17日），逆回购方面，央行本周逆回购操作规模有所上升，累计投放7D逆回购4630亿元，利率维持2.0%；另有320亿元逆回购到期，央行通过逆回购净投放4310亿元。3月15日人民银行开展4810亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率维持2.75%。另有2000亿元MLF到期，本周累计净投放流动性7120亿元。此外，央行3月17日发布公告，决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，此次降准预计共计释放长期资金约6000亿元，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

货币市场方面，资金面持续趋紧，资金利率浮于政策利率上方，截止3月17日，DR007报收2.11%，较上周五上升8BP；SHIBOR1W报收2.09%，较上周五上升8BP，资金利率边际上升。2月以来DR007一直围绕OMO政策利率波动，DR0072月月度

均值超过政策利率达到 2.11%，截止 3 月 17 日 DR007 月内均值为 1.99%，OMO 利率对货币市场资金利率的引导作用较之以往显著增强。

伴随着经济的进一步复苏，融资需求改善或对资金利率形成坚实的支撑，资金面持续趋紧，中长期资金缺乏对流动性结构和总量层面都形成了压力，3 月央行进行了 MLF 增量平价续作叠加全面降准操作。MLF 净投放中期流动性 2810 亿元，降准释放长期资金约 6000 亿元。降准公告中央行补充了部分背景信息，称本次降准是“为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平”，随后再次强调了 2023 年政府工作报告中的货币政策，“稳健的货币政策要精准有力，保持广义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，支持实体经济发展”，本次降准表明央行保持流动性合理充裕的基调不变，稳定了市场预期。

◆ **本次降准并不意味着新一轮大规模宽松的开始，但流动性紧平衡之下有望实现较好的宽信用效果**

本次降准 0.25 个百分点，与去年的两次降准幅度持平，近两年降准已近似成为央行维持流动性合理充裕的常规操作，因此宽松的信号意义有所降低。同时，易纲行长在 3 月 3 日表示“目前我国货币政策的主要变量水平是比较合适的”，这显示货币政策在前期基础上难有大的动作，大概率以维持相对宽松的基调为主，说明本次降准很难被视为是新一轮大规模宽松的开始。

从降准对经济的利好效果来看，与去年的两次降准不同的是，去年两次降准时货币市场利率均明显低于政策利率，显示市场流动性十分充裕，经济的主要矛盾在于实体融资需求不足，而不是货币供给不足。而今年以来，随着疫情防控放开推动经济活动修复，融资需求回升，DR007 利率中枢明显上移，已回到围绕政策利率波动的状态，显示市场流动性处于相对紧平衡的状态。此时降准向银行体系补充低成本长期资金，弥补前期信贷扩张对基础货币的消耗，在推动信贷进一步扩张上的效果大概率会比前两次更加明显。

◆ **经济复苏方向明确，但力度不强，进一步的宏观政策组合拳值得期待**

从目前已经公布的 1-2 月经济数据来看，出口依然较弱，内需中的消费和投资回升且表现均好于预期。消费增速实现了由负转正，基建投资保持高位，房地产方面的新开工、商品房销售面积、房地产开发投资同比增速均有明显回升，但仍为负增长。通胀方面，CPI 和 PPI 的 2 月同比数据均较前值回落且低于市场预期。

总体上看，目前经济处于恢复的趋势中，但复苏的力度并不强。近期资本市场表现反映市场对后续经济复苏的强度和可持续性信心不足。后续复苏力度很大程度上取决于房地产销售和投资的改善是否具有持续性，而市场对于居民的购房能力存有较多的担忧。消费方面，在经历了年初疫情防控放开的报复性消费之后，后续消费能否持续修复，是否会受到年初消费的透支影响，有待进一步的观察。近期众多车企大幅促销来带动汽车销量，一定程度上体现了目前居民大额消费能力并不强的现实。

目前国内经济复苏形势并不算十分稳固，政策面还会继续保驾护航，这在今年的政府工作报告中已有明显体现，同时央行本次公告也提出打“好宏观政策组合拳”，在新一届政府上台后，后续进一步的稳增长政策值得期待。在经济走出疫情的恢复阶段，政府部门需要积极作为主动加杠杆，通过提振需求来加快带动企业和居民部门的恢复，因此后续财政方面的动作值得重点关注。货币政策大概率继续以维持充裕的流动性为主，

一方面央行通过降准趋势性增加银行体系中长期资金，体现货币政策支持实体经济的大方向，另一方面通过逆回购、MLF 等更加灵活的操作手段调节中短期流动性，维持货币政策调整的灵活性。预计后续货币市场利率继续保持在政策利率附近波动，短期内政策利率调降的概率较低，但不排除年内降息的可能，同时进一步降准也有空间，是否实施央行会根据后续经济数据相机抉择。

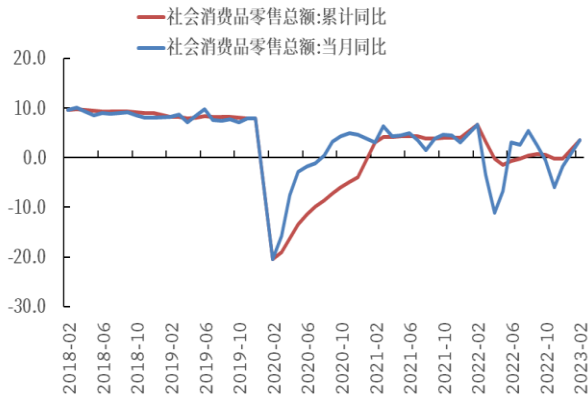
在政策维持积极的情况下，我们认为经济延续复苏趋势的概率较大，对全年实现 5% 左右的经济目标持相对乐观的判断。

◆ 债市趋稳，等待经济修复进程的进一步验证

截至 3 月 17 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.86%，较上周五持平。信用利差方面，3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 39BP，较上周五上行 2 BP。虽然 1-2 月经济数据整体先呈现复苏态势，消费、工业生产和投资方面表现均超预期，亮眼的经济数据造成了基本面的一定压力，但债市整体表现趋稳，市场仍在耐心等待经济修复进程的进一步验证。

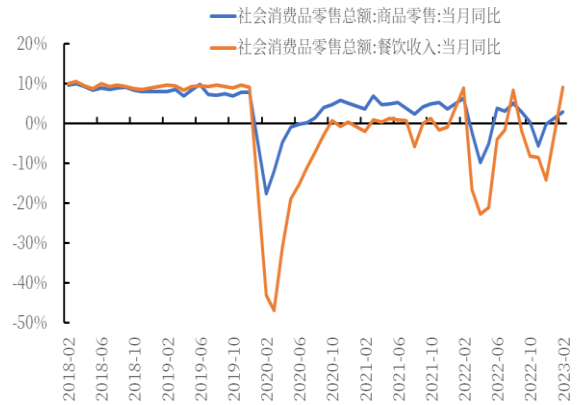
后续利率走势无需过度悲观，资金面上降准操作稳定了市场预期，央行保持流动性合理充裕的基调不变，年初以来资金面趋紧的态势有望改善；基本上，我国经济在疫情防控放开对经济的环比推高结束后，依然面临着不小的压力和不确定性。市场一直谨慎验证经济修复进程，“弱现实”被推翻需要更多强有力的数据佐证。

图1 2023年1-2月社零同比回升 (%)



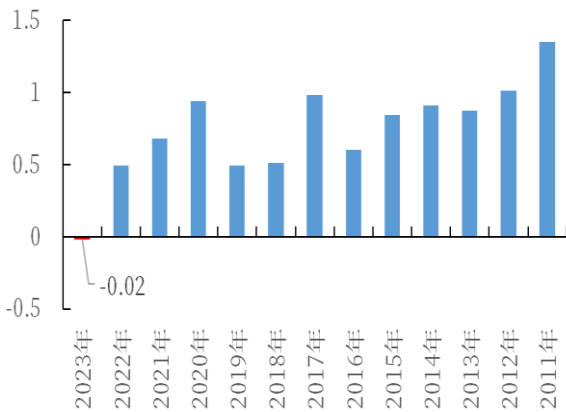
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图2 2023年1-2月餐饮和商品零售同步回升 (%)



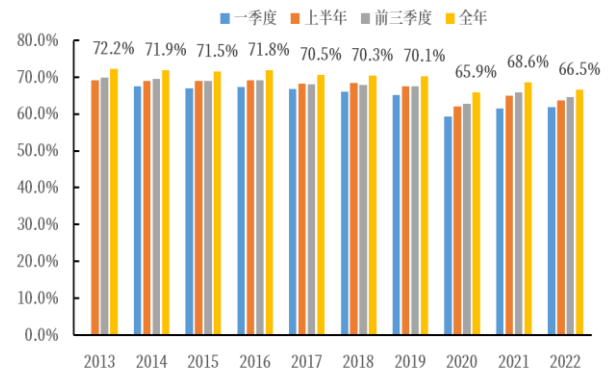
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 2011年以来历年2月社零环比 (%)



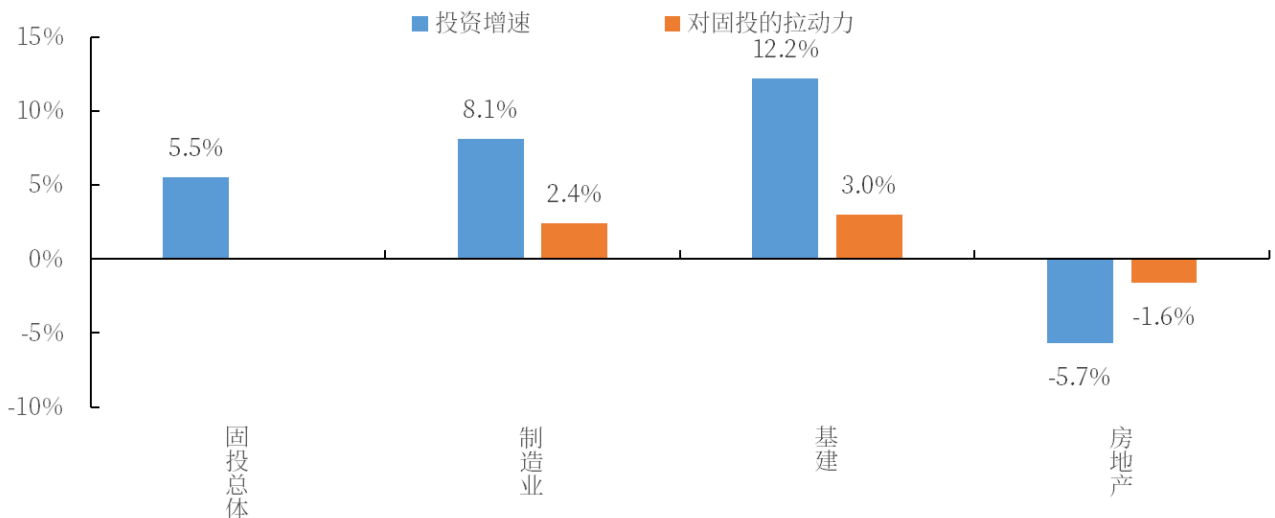
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 疫情之后居民消费倾向明显降低

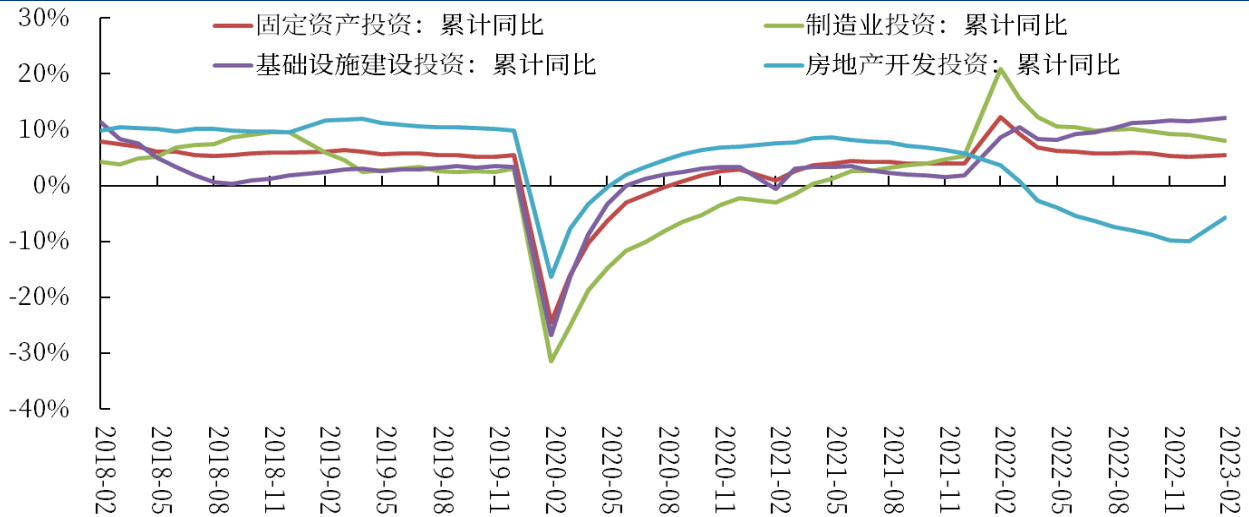


资料来源: wind, 中航证券研究所 (消费倾向=人均消费支出/人均可支配收入)

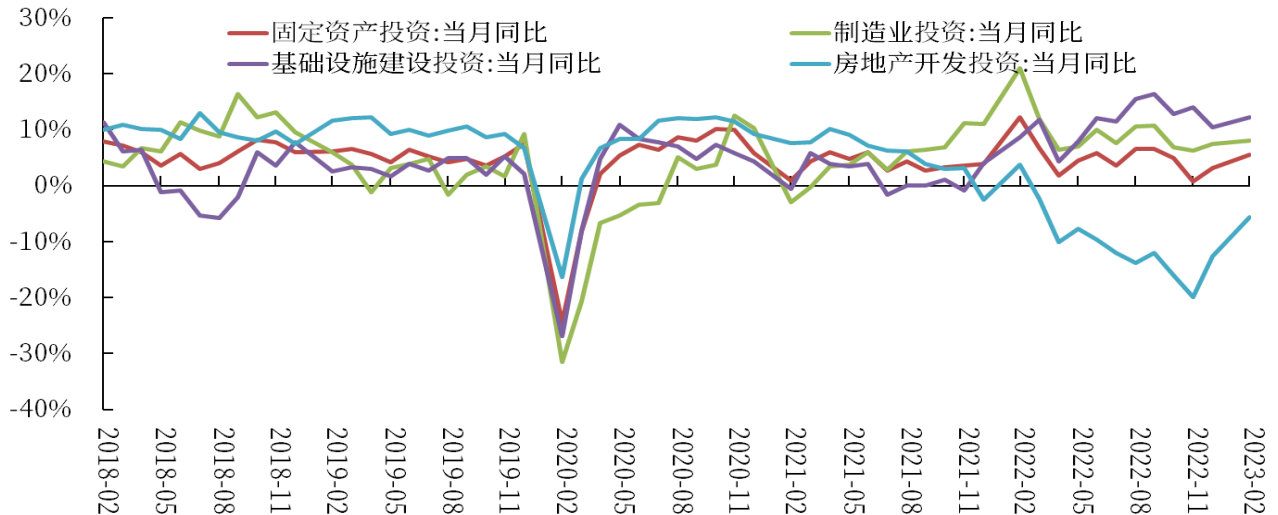
图5 2023年1-2月固投及主要分项投资增速及拉动力



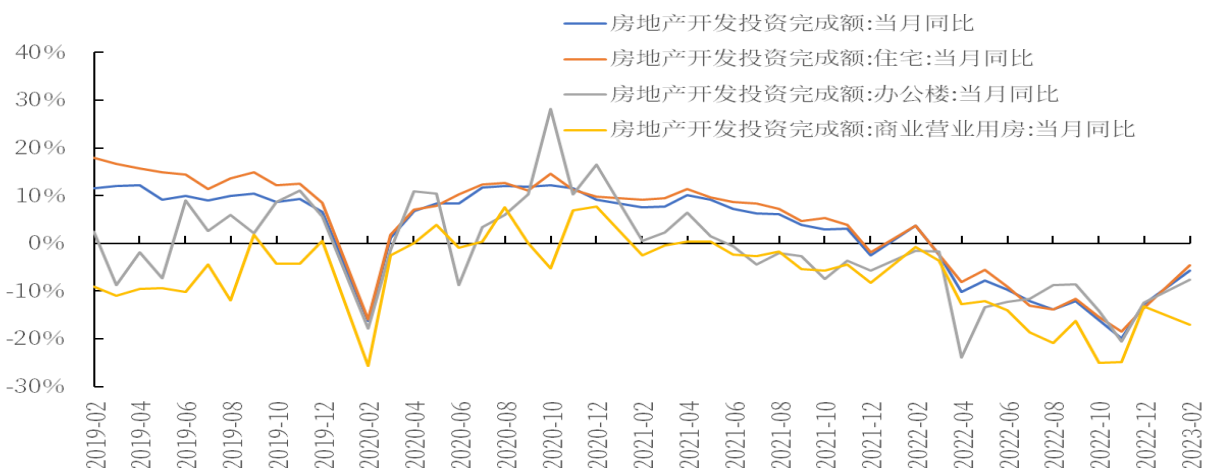
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 固投及主要分项累计同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图7 固投及主要分项当月同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图8 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）



公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637