

复苏动力不弱，仍在初期

——3月月报

◆ 核心观点

· **经济复苏情况：仍在初期。**1-2月的经济数据总体符合“弱复苏”的预期，PMI持续回升；受年初疫情爆发影响，消费和工业仍在恢复中，耐用消费拖累较明显，内循环改善仍需时日，但基建和地产超预期，经济修复的动力总体并不弱；社融同样在改善，在政策引导激励和低贷款利率的环境下，居民和企业融资需求的确在好转，2月末社融存量增速达到9.9%，较上月提高0.5个百分点，为去年9月以来首次回升。同时2月，M2同比12.9%，主要来自于住户存款同比大幅多增，反映当前风险偏好依然较低，居民仍然倾向于“超额储蓄”。

· **政策力度：相关表述偏谨慎。**《政府工作报告》提出全年经济增长预期目标为5%左右，赤字率拟安排3%，赤字规模3.88万亿元，较上一年增加5100亿元，地方政府专项债券拟安排3.8万亿元，较上一年增加1500亿元。可能是出于全球经济面临的不确定性以及与中长期增长目标相衔接的考虑，报告整体表述较为审慎，属于市场预期下限范围。房地产政策强调对优质房企的呵护，同时也要防止无序扩张，预计短期不会出台过度的刺激政策。

· **大类资产判断：1) 股市：**经济内生韧性有所体现，但扩内需、稳就业的政策方向不变，对力度的预期有所下修，这解释了2月以来股市波动较大的原因。往后看，出行链和基建仍能为经济复苏提供支持，地产的持续性需要进一步观察，股市短期进一步下跌空间不大，建议适当寻找机会。2) **利率：**在政府工作报告、海外银行事件、美联储加息预期降温、降准等因素的影响下，债市整体表现偏强，在经济仍处复苏初期、政策预期收缩的背景下，利率大幅上行的概率不高，预计十年期国债仍在2.8-3.0%之间波动。3) **贵金属：**我们预计美联储加息进入尾声，长端美债收益率和美元向下的空间大于向上的空间，并且在能源转型、全球产业链重构及服务通胀粘性下，长期通胀中枢难以快速回落，全球央行增持黄金，战略配置地位提升。我们预计金价中枢仍有上行空间。

◆ **风险提示：美联储加息超预期、出现系统性金融风险、地缘政治冲突**

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观深度-经济复苏中的波折与关键》2023-01-05

《策略周报-二十大报告学习：创新驱动、安全保障，推动高质量发展》2022-11-04

《宏观月报-逆风解意，向阳而生》2022-10-01

《宏观月报-疫情扰动、地产拖累》2022-09-01

正文目录

一、国内经济复苏情况	3
二、近期政策的力度	6
三、大类资产判断	7
四、风险提示	8

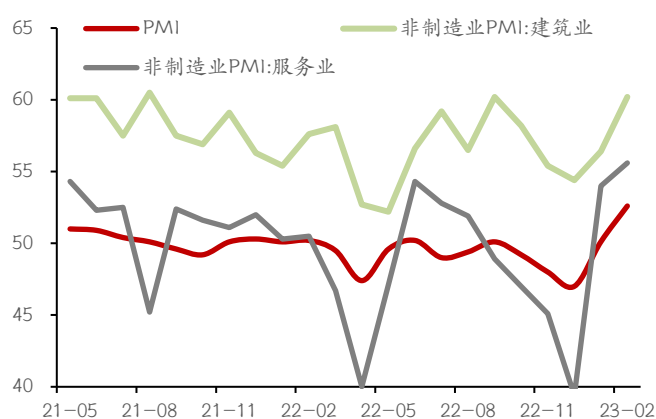
图表目录

图 1 PMI (%)	3
图 2 制造业 PMI 分项 (%)	3
图 3 社零增速：1-2 月 (%)	3
图 4 社零增速：商品、餐饮 (%)	3
图 5 商品房销售情况 (%)	4
图 6 房地产开发情况 (%)	4
图 7 地方政府专项债净融资 (亿元)	4
图 8 基建相关高频数据 (万吨、%)	4
图 9 部分产品进口情况 (%)	4
图 10 存量社融增速 (%)	5
图 11 社融主要分项：同比多增 (亿元)	5
图 12 M1、M2 (%)	5
图 13 信贷主要分项：同比多增 (亿元)	5
图 14 CME 利率期货合约显示市场预期美联储加息放缓	7
图 15 2023 年中长期流动性缺口较大 (亿元)	7

一、国内经济复苏情况

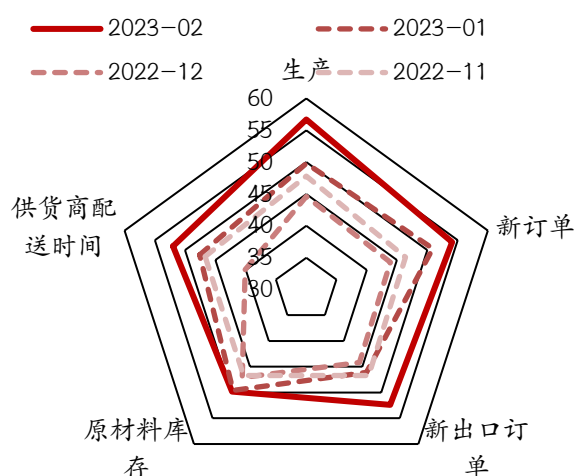
PMI 继续回升，生产端仍在复苏。2月制造业 PMI 52.6%，景气度继续回升，生产经营活动扩张明显；制造业 PMI 分项环比全面上行并基本回升至荣枯线以上，其中生产量、新出口订单、积压订单和进口等涨幅靠前分别较上月上行 6.9%、6.3%、4.8%和 4.6%，显示制造业总需求开始回升，供需两端承压已明显改善；生产经营活动预期已回升至高位 57.5%；同时，供应商配送时间也上行 4.4%至 52%高于往年均值，显示疫情对供应链的扰动效应或已基本消退。大中小企业 PMI 继续上行，大型企业景气度最高，但中、小企业环比改善更明显。非制造业 PMI 56.3%，服务业、建筑业 PMI 分别上行 1.6%、3.8%至 55.6%和 60.2%，继续保持扩张区间。1-2 月工业增加值累计同比增长 2.4%，较 2022 年全年 3.6%的增速有所下降，主要是由于去年年初基数较高和今年年初疫情达峰的影响。随着经济修复加快，生产端有望加速。

图 1 PMI (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

图 2 制造业 PMI 分项 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

消费仍在复苏初期。1-2 月社零同比 3.5%，仍然远低于疫情前数据，我们认为主要还是受到年初疫情集中爆发后的尾部效应对消费存在一定的拖累。按照国务院联防联控机制 1 月 14 日发布会，全国急诊诊疗人次在 2023 年 1 月 2 日达峰 152.6 万人次，之后持续下降，1 月 12 日下降到 109.2 万人次，较峰值时下降 28.4%。1-2 月社零增速最快的是药品类，印证疫情达峰的影响。同时，2 月餐饮收入同比 9.2%，为疫情常态化以来单月增速最高。负增长的主要是汽车、手机、家电等耐用消费品，内循环改善传导至收入端还需时日。

图 3 社零增速：1-2 月 (%)

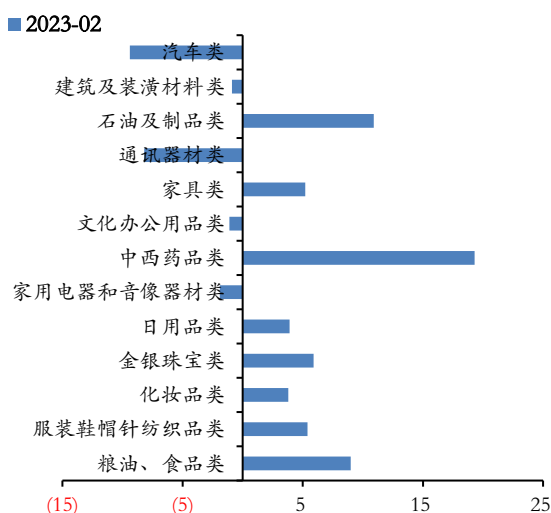
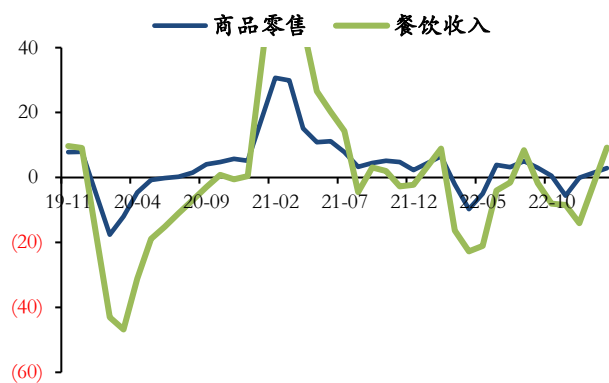


图 4 社零增速：商品、餐饮 (%)

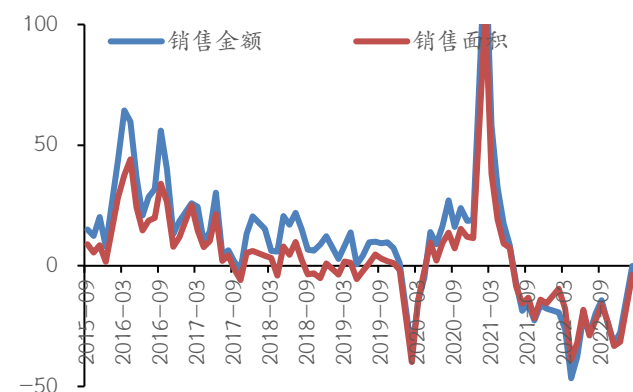


资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

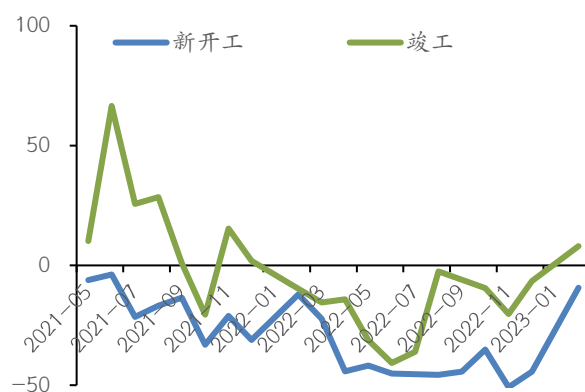
地产改善超预期。地产投资同比增长-5.7%，去年1-2月的同比是3.7%，随着后续基数显著降低，地产投资完成额降幅将进一步收窄，对经济增长的拖累较2022年明显减轻。1-2月地产销售面积同比增长-3.6%，销售金额同比-0.1%，销售端开局较好；新开工面积同比增长-9.4%，施工面积同比-4.4%，“保交楼”背景下，竣工同比增长8.0%。房地产开发企业到位资金21331亿元，同比增长-15.2%，跌幅较2022年显著收窄。

图5 商品房销售情况(%)



资料来源：wind，万和证券研究所

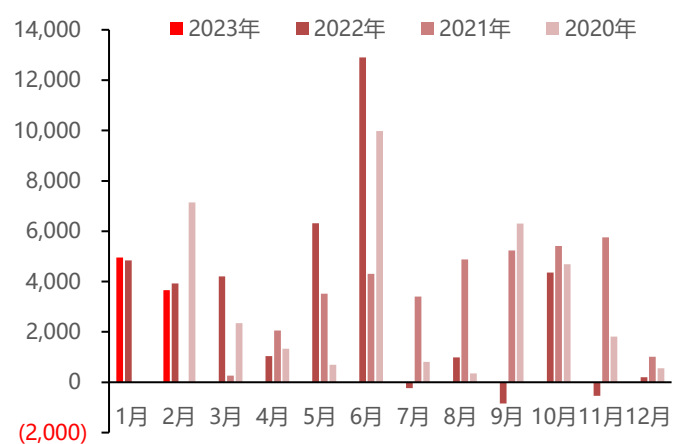
图6 房地产开发情况(%)



资料来源：wind，万和证券研究所

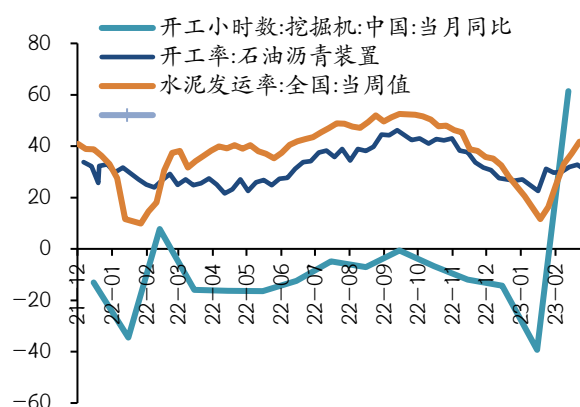
基建继续加速。1-2月基础设施投资同比12.18%，较去年全年的增速进一步走高，我们理解主要与专项债提前批的影响集中释放有关，3月基建相关高频数据继续保持向上，为经济修复、就业改善提供动力。

图7 地方政府专项债净融资(亿元)



资料来源：wind，万和证券研究所

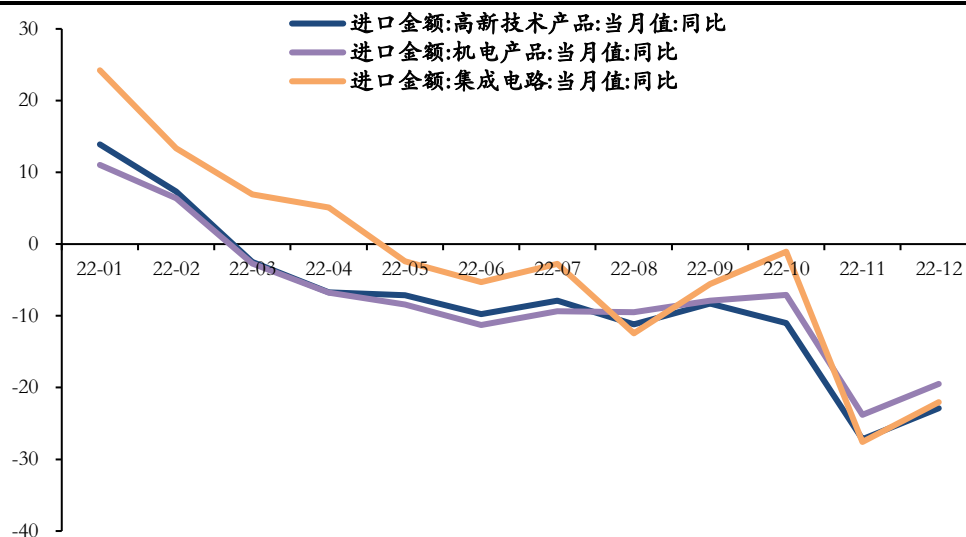
图8 基建相关高频数据(万吨、%)



资料来源：wind，万和证券研究所

出口降幅收窄，进口受地缘政治扰动不及预期。1-2月我国出口5063亿美元，累计下降6.8%，主要受欧美经济增长放缓的影响，欧美等发达经济体的制造业PMI仍处于收缩区间，我国对美国、欧盟出口同比分别下降21.8%、12.2%；以越南、泰国、印度为代表的南亚和东南亚国家制造业PMI依旧保持在荣枯线以上运行，相应的对东盟出口同比9%，保持了较高韧性。进口3894.2亿美元，同比下降10.2%，在地缘政治因素扰动下，机电产品、集成电路、高新技术产品进口同比降幅分别为26%、31%、26%，压制了整体进口表现。随着国内经济复苏的稳步推进，年内资源品进口需求或有所修复，但地缘政治对于我国集成电路等产品进口的扰动仍然存在不确定性。

图9 部分产品进口情况(%)

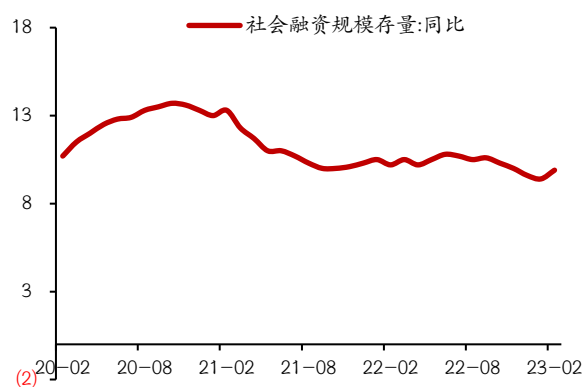


资料来源: wind, 万和证券研究所

社融改善。2月新增社融3.16万亿元,同比多增1.94万亿元;金融机构新增人民币贷款1.81万亿元,同比多增5800亿元,在政策引导激励和低贷款利率的环境下,实体融资需求确有明显好转,居民贷款同比多增5450亿,其中中长期贷款同比多增1322亿元,显示出地产信心有所回升;企业部门的信贷同比多增3700亿,延续扩张。2月末社融存量增速达到9.9%,较上月提高0.5个百分点,为去年9月以来首次回升。

M2新高。2月M2同比增速录得12.9%,增速分别比上月末和上年同期高0.3个和3.7个百分点,M2上行主要来自于住户存款同比大幅多增,1-2月累计多增1.8万亿,反映当前风险偏好依然较低,在金融资产价值波动较大的背景下,居民仍然倾向于“超额储蓄”。

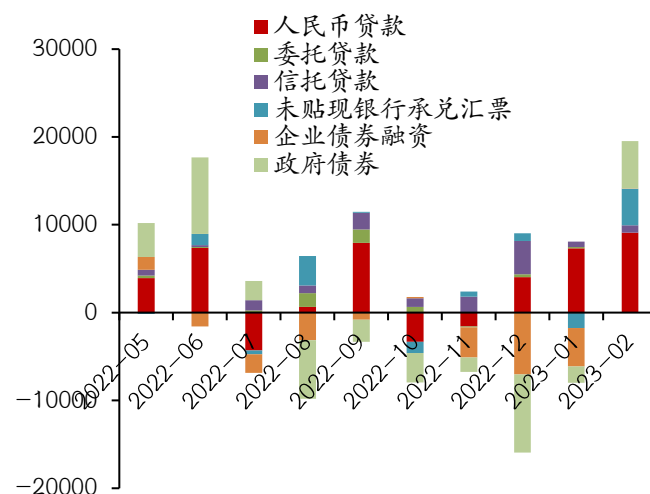
图 10 存量社融增速 (%)



资料来源: wind, 万和证券研究所

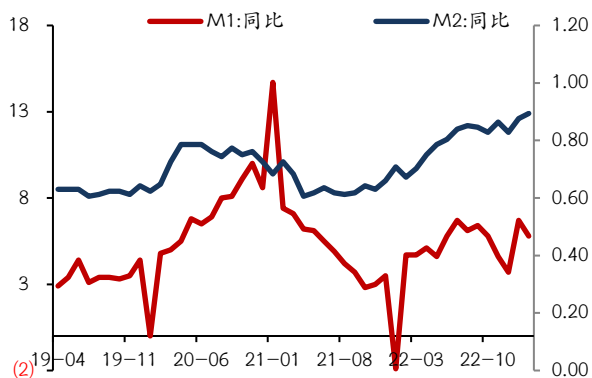
图 12 M1、M2 (%)

图 11 社融主要分项:同比多增(亿元)

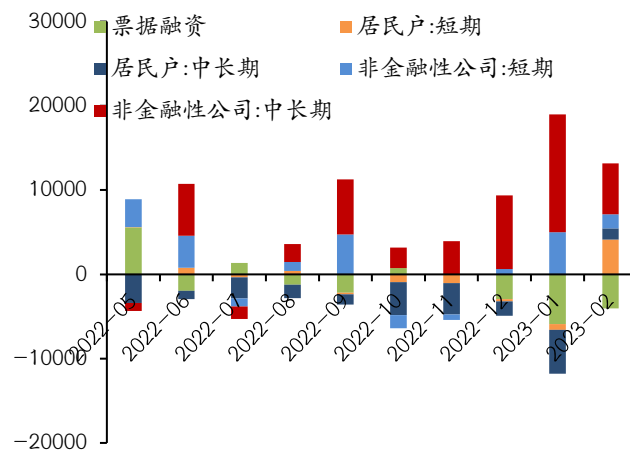


资料来源: wind, 万和证券研究所

图 13 信贷主要分项:同比多增(亿元)



资料来源: wind, 万和证券研究所



资料来源: wind, 万和证券研究所

二、近期政策的力度

政府工作报告对2023年政策目标、政策实施力度的表述均偏稳健。2023年3月5日，中华人民共和国第十四届全国人民代表大会在京召开，李克强总理作政府工作报告，《报告》提出全年经济增长预期目标为5%左右，赤字率拟安排3%，赤字规模3.88万亿元，较上一年增加5100亿元，地方政府专项债券拟安排3.8万亿元，较上一年增加1500亿元。政府工作报告中的增长目标、财政目标属于市场预期的下限范围，可能是出于全球经济面临的不确定性以及与中长期增长目标相衔接的考虑，整体表述较为审慎。房地产政策强调对优质房企的呵护，也要防止无序扩张。2023年政府工作报告在今年工作重点中未出现“房住不炒”，更明确地支持“刚性和改善性住房需求”。今年政府工作报告提及“化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”和“防止无序扩张”，预计未来房地产发债主体支持政策与市场化出清并存，政府的态度为“托而不举”，预计不会出台过度的刺激政策。

表1:2023政府工作报告政策目标及2022年对比

指标	2023	2022
GDP	5%左右↓	5.5%左右
城镇新增就业	1200万左右↑	1100万以上
城镇调查失业率	5.5%	5.5%
CPI	3%	3%
居民收入	5%↓	5.5%
粮食产量	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上
生态环境及能耗	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	生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制
进出口	促稳提质	保稳提质
赤字率	3%↑	2.8%
新增专项债	3.8万亿↑	3.65万亿
其他表述	未提及金融机构上缴利润 未强调减税降费力度 提及政府负债率指标	
货币政策取向	稳健的货币政策要精准有力	加大稳健的货币政策实施力度
流动性	无	保持流动性合理充裕

M2 和社融增速	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	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配
支持实体经济	支持实体经济发展	为实体经济提供更有支持引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
利率	无	推动金融机构降低实际贷款利率；综合融资成本实实在在下降
宏观杠杆率	无	保持宏观杠杆率基本稳定
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， 防止无序扩张 ，促进 房地产业平稳发展 。 加强住房保障体系建设， 支持刚性和改善性住房需求 ，解决好新市民、青年人等住房问题。	继续保障好群众住房需求，坚持 房子是用来住的、不是用来炒的 定位，探索新的发展模式，坚持 租购并举 ，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 稳地价、稳房价、稳预期 ，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展

资料来源：中国政府网，万和证券研究所

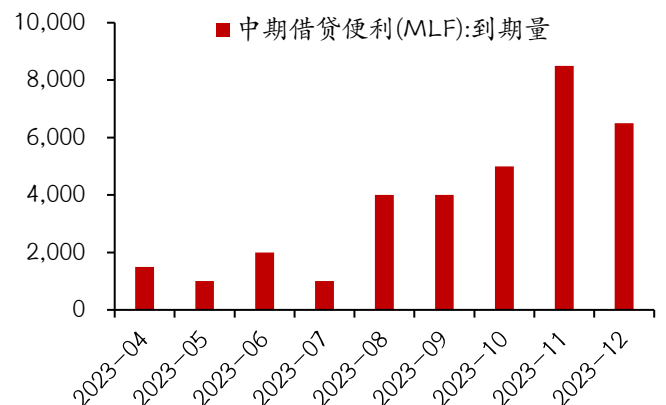
超预期降准旨在补充中长期流动性，LPR 下调或需更强政策信号。2023 年 3 月 17 日中国人民银行公告称，决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。此前 3 月 15 日央行大额超量续作 MLF 实现了 2810 亿元中长期资金净投放，导致市场 3 月降准预期有所下降，本次降准 25bps 超出市场预期。本次降准公告中重提“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”，并强调“兼顾内外平衡”。近期国内需求修复势头良好、通胀压力较小，且海外部分银行出现风险事件或扰动美联储加息节奏，为本次降准提供了较合适的窗口，核心目标在于补充中长期流动性。年初两个月新增信贷规模均超预期，消耗超储导致银行间流动性水位降低，反映在资金利率中枢抬升至政策利率以上。本次降准 25bps 将释放约 5000 亿元资金，仍难以覆盖全年中长期流动性缺口，年内除 MLF 超额续作外或仍有降准的需要，降息则更多需要关注海外货币政策取向和金融风险发展情况。

图 14 CME 利率期货合约显示市场预期美联储加息放缓

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
3/22/2023		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.7%	61.3%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	51.2%	27.5%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.3%	49.7%	28.6%	1.4%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	24.1%	47.0%	25.1%	1.2%	0.0%
9/20/2023	0.0%	0.0%	1.6%	15.9%	38.3%	33.4%	10.3%	0.5%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.6%	7.3%	24.9%	36.3%	24.2%	6.4%	0.3%	0.0%
12/13/2023	0.4%	4.6%	17.6%	31.6%	29.2%	13.7%	2.8%	0.1%	0.0%
1/31/2024	2.1%	9.8%	23.3%	30.6%	23.0%	9.3%	1.7%	0.1%	0.0%
3/20/2024	6.0%	16.5%	26.9%	26.8%	16.1%	5.5%	0.9%	0.0%	0.0%
5/1/2024	14.0%	24.4%	26.8%	18.7%	8.1%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%
6/19/2024	17.5%	25.2%	24.1%	15.2%	6.1%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%
7/31/2024	21.8%	24.6%	19.1%	10.1%	3.5%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME fedwatch，万和证券研究所

图 15 2023 年中长期流动性缺口较大（亿元）



资料来源：wind，万和证券研究所

三、大类资产判断

股市：基本面方面，1-2 月数据中消费和工业仍在恢复中，耐用消费是短板，基建和地产超预期，出口下行压力仍然较大，经济过热概率不高；政策方面，就业依旧有结构性压力，扩内需、稳就业的政策方向不变，但政府工作报告的相关表述偏审慎，市场对于政策实施力度的预期有所下修。这也解释了 2 月以来股市波动较大的原因，往后看，出行链和基建仍能为经济复苏提供支持，地产的持续性需要进一步观察，**股市短期进一步下跌空间不大，建议适当寻找机会。**

利率：在政府工作报告、海外银行事件、美联储加息预期降温、降准等因素的影响下，债市整体表现偏强，截至 3 月 20 日，10 年期国债利率下行至 2.86%，较月初下降 5bp。在经济仍处复苏初期、政策预期收缩的背景下，利率大幅上行的概率不高，**预计十年期国债仍在 2.8-3.0%之间波动。**

贵金属：我们预计美联储加息进入尾声，长端美债收益率和美元向下的空间大于向上的空间，并且在能源转型、逆全球化及服务业通胀粘性下，长期通胀中枢难以快速回落，全球央行增持黄金，战略配置地位提升。**我们预计金价中枢仍有上行空间。**

四、风险提示

美联储加息超预期、出现系统性金融风险、地缘政治冲突

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>