



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

通胀、经济平稳，货币回落

——2023年3月份中国宏观数据预测

日期： 2023年04月04日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济良好开局，托底政策仍需维持》

——2023年03月23日

《首月效应延续不改回落趋势》

——2023年03月17日

《通胀、货币回落，经济开局平稳》

——2023年03月06日

■ 主要观点

3月份宏观数据预测：CPI=0.9%，PPI=-2.7%，M2=12.4%，M1=5.6%，新增信贷21000亿，信贷增速=11.5%；出口=1.8%，进口=-13.3%，顺差=800（USD）亿，工业=4.0%，消费=4.0%，投资=5.8%。

市场看法：经济“新档位”水平认识初成

最新的市场预期表明，市场对中国经济的整体信心有所提升，平稳预期进一步强化。对于2023-2025年经济走势，平稳仍是市场共识，从年度经济增速预期变化稳定的情况看，“增速换挡”后的新档位水平认识已形成，预计GDP增速为5.0%是市场对经济增长“新档位”的普遍认识。

我们看法：通胀低位延续，货币趋下行

经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们和市场主流预期期间存在差异，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。对于中国的货币环境前景，与市场预期不同，我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。

房地产市场：楼市放松延续，成交平稳

3月楼市延续了放松趋势，各地陆续因城施策，根据自身情况对楼市进行了不同程度的松绑，疫情前严格的“四限”措施，继续在多地得到放松。尽管伴随房地产市场经营环境变化，但楼市“小阳春”现象并没有出现，从主要城市房地产市场交易统计情况看，房地产市场成交平稳，价格在年初回升后并没有出现持续。

经济预期改善下市场稳中偏暖趋势不变

综合来看，中国经济仍处在“底部走稳”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 对宏观经济形势的即期认识	3
1.1 市场看法：经济“新档位”水平认识初成.....	3
1.2 我们看法：通胀低位延续，货币趋下行.....	3
2 三月高频数据、政策分析	4
2.1 房地产市场：楼市放松延续，成交平稳.....	4
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行.....	6
3 三月份宏观数据预测与解释	9
3.1 电力消费平稳预示经济仍在底部.....	9
3.2 工业、消费、投资延续平稳中缓回升态势.....	9
4 宏观数据对经济和资本市场的影响	12
4.1 经济景气信心改善.....	12
4.2 经济预期改善下市场稳中偏暖趋势不变.....	12
5 风险提示：	13

图

图 1：主要城市中原房价指数回升停止.....	4
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）.....	5
图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平方米）.....	6
图 4：猪肉价格延续下降走稳（全国，元/公斤）.....	7
图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）.....	8
图 6：中国工业经济增速平稳回升（%，月）.....	10
图 7：中国社会零售增长延续回升（%，月）.....	11
图 8：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）.....	12

表

表 1：2023 年 3 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）.....	9
---	---

1 对宏观经济形势的即期认识

1.1 市场看法：经济“新档位”水平认识初成

我们在《宏观平稳仍为市场主流预期，但分歧较阔》（2023年3月8日）报告中曾指出，按照《证券市场周刊》进行的对中国短期运行数据的市场提前 POLL（2月份数据未公布前进行的2023年3月份中国经济数据预测），对中国经济运行格局的市场主流预期保持平稳：2022年末相比，3月份工业增长将略有提升，投资则基本持平，消费或有较大程度改善。从市场预期的中值和均值数据看，三大经济运行指标（工业、投资和消费）的组合变化，表明预期经济呈现了稳中回暖态势；不过从预测数据的宽分布格局看，机构间分歧较大。综合来看，随着2023年经济良好开局格局形成，市场对中国经济短期前景持续平稳回暖的预期进一步增强，对中国经济整体复苏状况更进一步看好，并保持了对中国经济中长期前景平稳的预期不变，经济复苏景气度进一步提升成为市场最新的主流看法。从对未来3Q的预期变化看，市场整体预期经济回升水平全都比上期提高。我们在《经济“新档位”水平的市场认识初成》（2023年3月2日）报告中曾指出，市场对中国经济的整体信心有所提升，平稳预期进一步强化。对于2023-2025年经济走势，平稳仍是市场共识，从年度经济增速预期变化稳定的情况看，“增速换挡”后的新档位水平认识已形成，预计GDP增速为5.0%是市场对经济增长“新档位”的普遍认识。

1.2 我们看法：通胀低位延续，货币趋下行

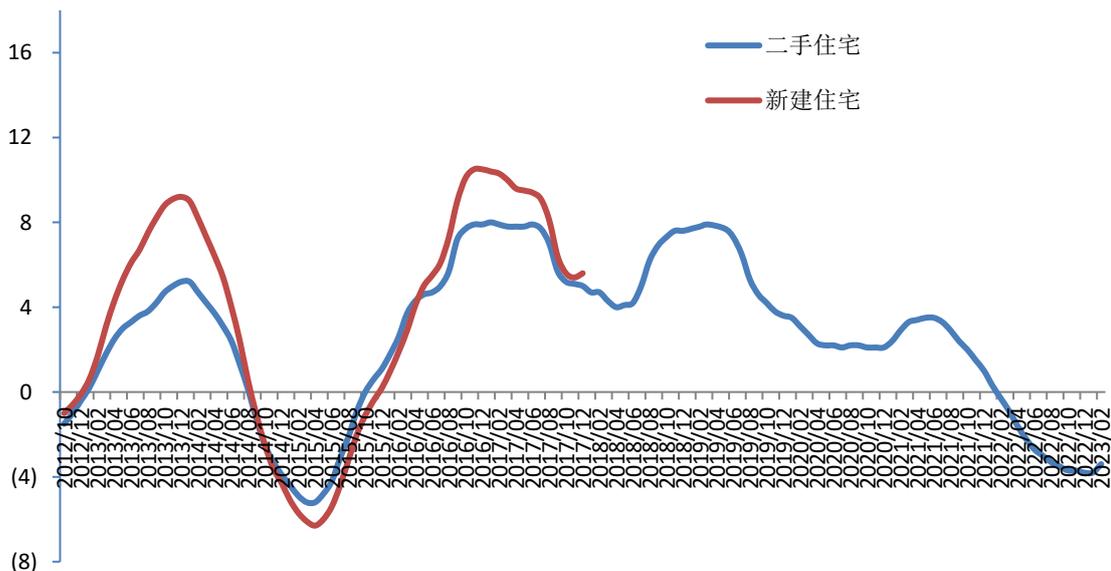
我们一直认为，经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们和市场主流预期期间存在差异，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。对2023年物价前景，我们认为消费品将在现有水准上延续缓慢下降态势，工业品价格同比负值状态将成常态。消费为正、工业为负的物价结构状态，有利于工业经济甚至整个宏观经济体系效益的改善。我们认为对中国消费价格指数中的关键商品——猪肉，在产业结构趋成熟的整合期间，低价或持续1-2年，因而CPI同比或呈现延续下降的态势。对于中国的货币环境前景，与市场预期不同，我们仍然认为，2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。中国经济的通胀和运行前景，决定了中国货币体系的降准和降息仍在路上。外汇占款增长放缓后中国基础货币增长平稳，是中国货币体系的基础格局，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳的选择。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会

国家统计局公开信息显示，2023年2月份，随着政策效果逐步显现及住房需求进一步释放，70个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数继续增加，各线城市商品住宅销售价格环比总体上涨，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比降幅收窄。

2月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有55个和40个，比上月分别增加19个和27个。一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点；二手住宅销售价格环比由上月下降0.3%转为上涨0.1%。三线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降0.1%转为上涨0.3%；二手住宅销售价格环比由上月下降0.4%转为持平。

70个大中城市中，新建商品住宅销售价格同比上涨城市有14个，比上月减少1个；二手住宅销售价格同比上涨城市有7个，比上月增加1个。一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨1.7%，涨幅比上月回落0.4个百分点；二手住宅销售价格同比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降0.7%和2.9%，降幅比上月均收窄0.4个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降3.3%和4.4%，降幅比上月分别收窄0.5和0.3个百分点。

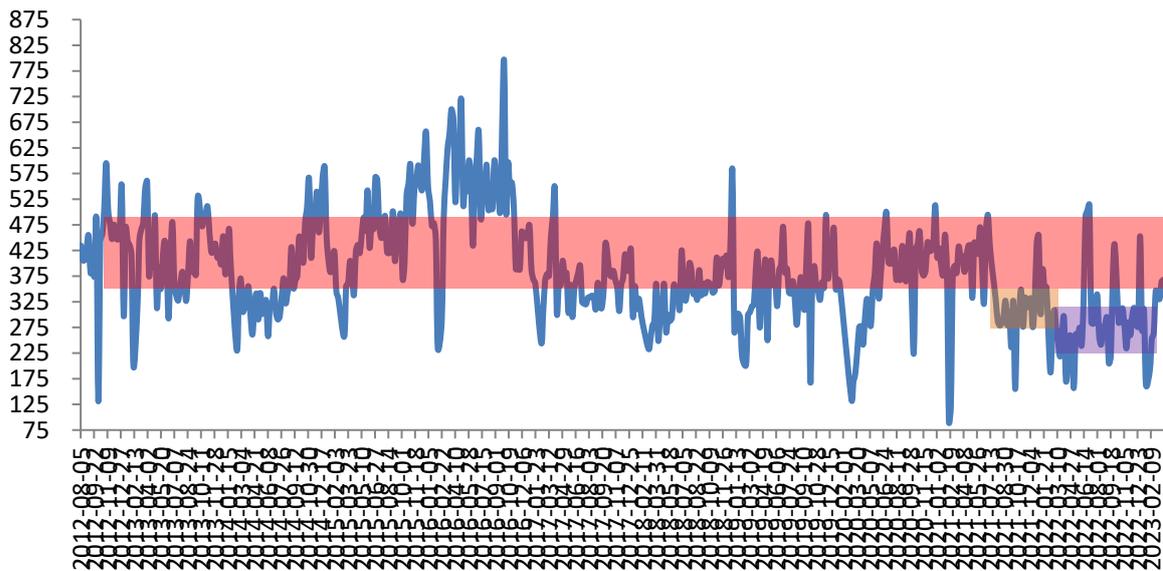
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 3 月的楼市成交仍然维持了相对平稳的态势，延续了 2022 年 2Q 以来的下台阶后低位平稳运行的局面。2022 年 Q4 以来各地先后不同程度对楼市调控采取了松动的措施，市场对楼市调控转向逐渐转向放松预期逐渐升高，但基于经济、社会和行业基本面的变化，楼市成交依然平稳，并没有出现持续回升局面；楼市成交虽有回升，但整体格局未变，并没有突破 2022 年 Q2 以来的平稳运行区间。2023 年 3 月份，全国 30 大中城市扣除春节因素影响的周成交规模平均为 351.0 万方，上月为 263.7 万方，2022 年 3 月份同期为 250.1 万方。从月度波动上看，2021 年 Q2 后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，调控放松政策还未见到成效，我们认为或难再刺激市场活跃。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降，高房价对实体经济的影响已渐次显现。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行

从商务部监测的日常消费品周度指数看，各类消费品走势基本呈现了季节性波动状况，猪肉价格运行呈现低位平稳延续态势。2023 年 3 月份，受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响，居民消费价格普遍有所下降，环比回落。对消费价格整体水平具有标杆指示性作用的猪肉价格变化，因产业结构正处集中整合期，市场结构的垄断竞争格局正在形成中，产业集中化稳定格局还在

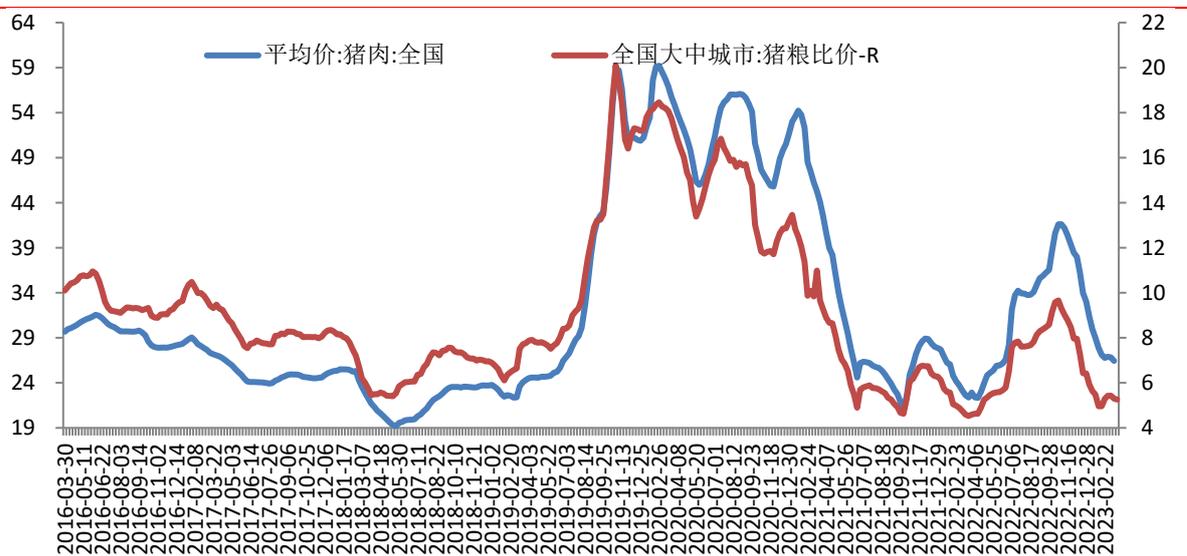
请务必阅读尾页重要声明

变化中，因而未来猪肉价格仍将在 1-2 年内处于平稳偏降的状态。相对于正常年景而言，当前消费品价格季节性规律作用下的上涨速度要缓和得多，主要消费品种猪肉则处周期性低迷阶段。

据商务部监测，2023 年 2 月 27 日至 3 月 5 日，全国食用农产品市场价格比前一周（环比，下同）上涨 0.2%，生产资料市场价格与前一周持平；3 月 6 日至 12 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.5%，生产资料市场价格上涨 0.2%；3 月 13 日至 19 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.3%，生产资料市场价格下降 0.1%。

综合各方面的因素看，按照固有的消费物价季节性运行规律，我们预计消费品价格 3 月份消费品价格水平环比回落 0.2，当月同比则为 0.9-1.0，或与上月基本持平。

图 4：猪肉价格延续下降走稳（全国，元/公斤）



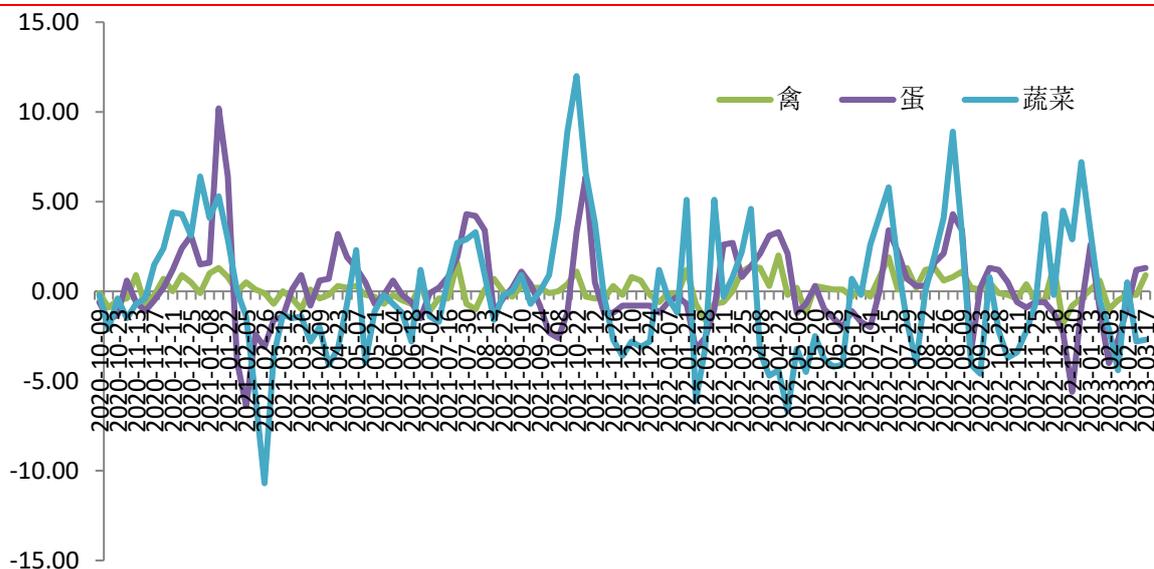
资料来源：Wind，上海证券研究所

作为消费品价格篮子构成中权重最大的食品篮子，季节性价格回落的态势是非常明显的。据商务部市场运行监测系统显示，3 月中旬，即 3 月 13 日至 19 日第三周，全国食用农产品市场价格比前一周（环比）下降 0.3%，生产资料市场价格下降 0.1%。粮油批发价格以降为主，其中大米、面粉均下降 0.2%，豆油、花生油分别下降 0.2%和 0.1%，菜籽油上涨 0.1%。30 种蔬菜平均批发价格每公斤 5.41 元，下降 2.7%，其中油菜、菠菜、生菜分别下降 13.6%、12.9%和 11.9%。6 种水果平均批发价格小幅上涨，其中西瓜、香蕉、梨分别上涨 9.7%、0.8%和 0.5%。肉类批发价格总体下降，其中猪肉每公斤 20.61 元，下降 1.7%，牛肉下降 0.1%，羊肉与前一周持平。禽产品批发价格略有上涨，其中鸡蛋、白条鸡分别上涨 1.3%

请务必阅读尾页重要声明

和 0.9%。水产品平均批发价格有所下降，其中鲤鱼、带鱼、鲫鱼分别下降 1.5%、1.1%和 1.0%。

图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 三月份宏观数据预测与解释

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对3月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1： 2023 年 3 月国内重要经济数据预测 (同比增长，除 PMI 外)

预 计 公 布 日 期	项 目	本 月 预 测	上 月 实 际	上 月 预 测	去 年 同 期
3/31	PMI	52.5	52.6	50.1	49.5
4/3	财新 PMI	51.5	51.6	49.5	48.1
4/11	CPI 涨幅%	0.9	1.0	1.5	1.5
	PPI 涨幅%	-2.7	-1.4	-1.7	8.3
4/13	出口增速%	1.8	-1.3	-8.0	14.3
	进口增速%	-13.3	4.2	-3.2	0.7
	贸易顺差 (亿美元)	800	168.2	800	443.5
4/18	城镇固定资产投资-当年累计%	5.8	5.5	5.0	9.3
4/18	工业增加值%	4.0	18.8		5.0
	当年累计%	2.5	2.4	4.0	6.5
4/18	M2 增速%	12.4	12.9	12.0	9.7
	M1 增速%	5.6	5.8	6.0	4.7
	信贷新增 (10 亿元)	2100	1810	1500	3130
	信贷增速	11.5	11.6	11.2	11.4
	信用增速	9.8	9.9	9.4	10.5
4/18	消费增速%	4.0	3.5	-1.0	-3.5
	当年累计%	3.6	3.5	-1.0	3.3
4/18	1 季度 GDP 增速%		上月预测: 4.0	本月调整: 3.5	
	当年累计%		上月预测: 6.0	本月调整: 5.5	

资料来源: wind, 上海证券研究所

3.1 电力消费平稳预示经济仍在底部

2023 年 3 月 21 日，国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据。1-2 月份，全国发电设备累计平均利用 569 小时，比上年同期减少 28 小时。其中，火电 720 小时，比上年同期减少 39 小时；核电 1209 小时，比上年同期增加 14 小时；风电 401 小时，比上年同期增加 78 小时。

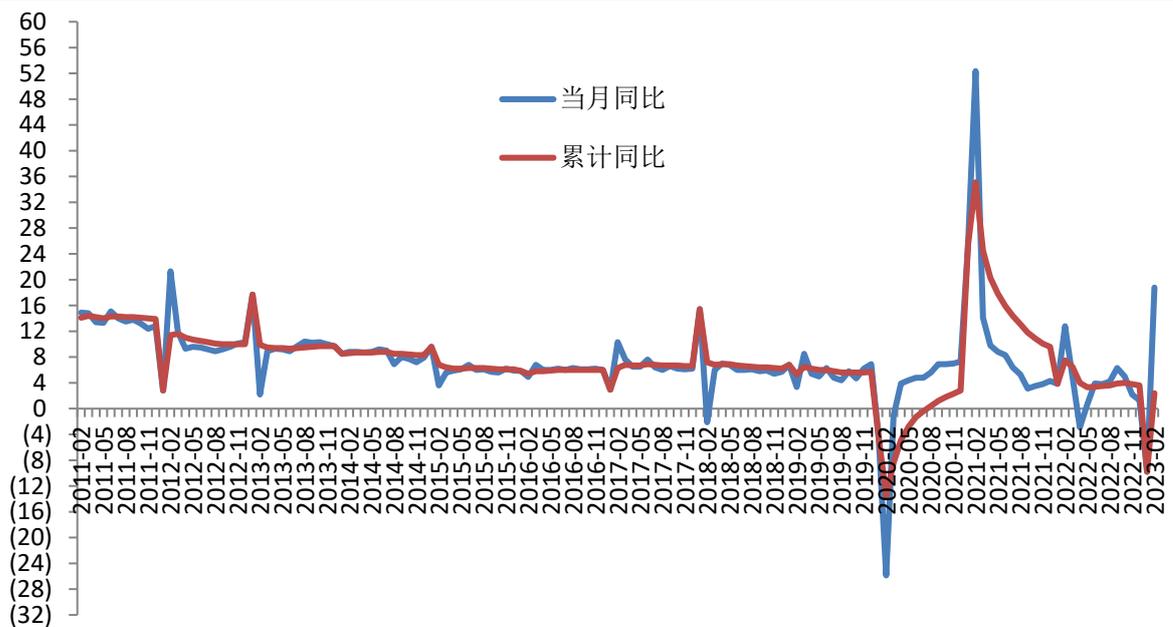
1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 676 亿元，同比增长 43.6%。其中，核电 87 亿元，同比增长 44.8%；太阳能发电 283 亿元，同比增长 199.9%。电网工程完成投资 319 亿元，同比增长 2.2%。

3.2 工业、消费、投资延续平稳中缓回升态势

请务必阅读尾页重要声明

2023年，工业生产企稳回升，多数行业和产品回升。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，增速较上年12月份加快1.1个百分点，结束了自上年4季度以来的逐月回落态势。从两年平均看，1-2月份同比增长4.9%，较上年12月份两年平均加快2.1个百分点。从三大门类看，采矿业增加值同比增长4.7%，制造业增长2.1%，电力热力燃气及水生产和供应业增长2.4%。在工业41个大类行业中，22个行业增加值实现增长，增长面达53.7%；28个行业增加值增速较上年12月份加快或降幅收窄，占68.3%。在统计的620种主要工业产品中，364种产品产量增速较上年12月份加快或降幅收窄，占58.7%。我们认为，虽然工业生产总体保持恢复态势，但需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力依然较大，外部环境动荡和疫情冲击对工业经济平稳运行影响明显；预计2023年中国工业经济回升仍将较为平稳缓慢。

图6：中国工业经济增速平稳回升（%，月）



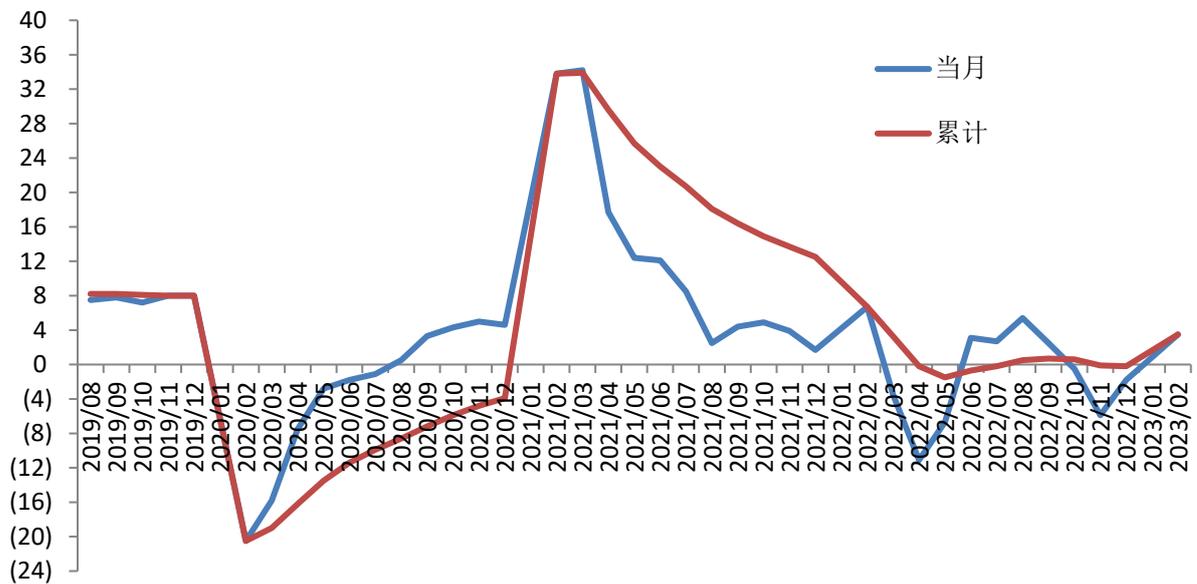
资料来源：wind，上海证券研究所

社会生活正常化后消费市场回暖态势明显，各地也加大了促消费的举措，多地出台了促销费措施。城乡市场同步恢复。1-2月份，城镇消费品零售额同比增长3.4%，2022年全年为下降0.3%；乡村消费品零售额同比增长4.5%，2022年与2021年基本持平。

随着各地区各部门推动促消费政策的显效发力，消费市场继续保持恢复态势，消费市场有望恢复向好。在疫情影响逐步消退、促消费政策持续发力等因素作用下，1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，扭转了2022年10月以来连续三个

月下降的趋势，在上年同期较高基数基础上持续恢复。

图 7：中国社会零售增长延续回升（%，月）

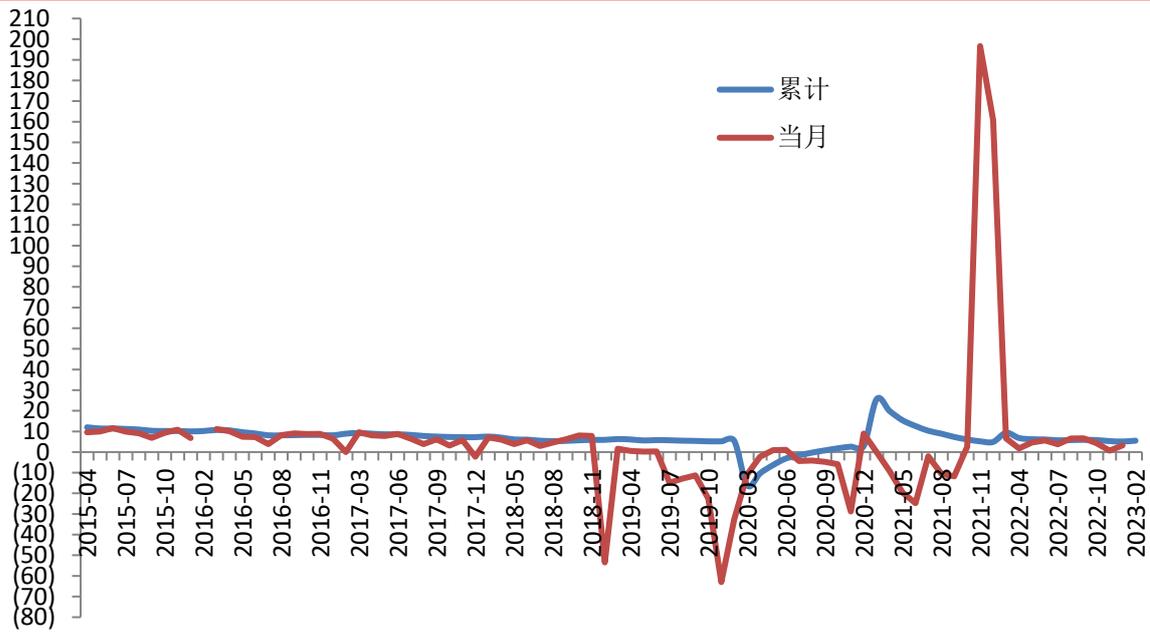


资料来源：wind，上海证券研究所

我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。2023 年以来，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量；因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼工作，推动固定资产投资稳定增长。1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）53577 亿元，同比增长 5.5%，增速比 2022 年全年加快 0.4 个百分点。从投资先行指标看，1-2 月份新开工项目计划总投资同比增长 11.8%，投资到位资金（不含房地产开发投资）增长 12.5%，为投资持续稳定增长提供了有力保障。

国家统计局公开信息显示，下阶段要持续做好扩大有效投资工作，进一步加快交通、水利、能源等重大基础设施建设，扩大先进制造业投资，加大传统制造业优化升级力度；依法保护民营企业产权和企业家权益，建立健全民间投资参与重大项目建设机制，进一步激发民间投资活力；持续释放房地产市场刚性和改善性住房需求，推进“保交楼”项目建设力度，逐步提振市场信心，不断巩固和拓展固定资产投资稳定增长的良好势头。在基础设施领域，政府也加大了重点项目落地建设的推进力度，各地都在争取建设项目尽早形成实物工作量，促进增长。因此，我们预计，2023 年中国投资增长将呈现缓慢回升态势。

图 8：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所

4 宏观数据对经济和资本市场的影响

4.1 经济景气信心改善

随着疫情管控政策改变，经济、社会生活全面恢复正常化后，经济恢复态势日渐明显；伴随更多经济运转指标的好转，市场对经济改善的整体预期将进一步增强。2 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 52.6%，比上月上升 2.5 个百分点，高于临界点，制造业景气水平继续上升。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数低于临界点。景气指标的变化，表明经济运行主体对经济前景信心逐渐恢复，市场对经济恢复的预期提高。

按照《证券市场周刊》进行的、对中国经济短期运行数据的市场提前 POLL（2 月份数据未公布前进行的 2023 年 3 月份中国经济数据预测），对中国经济运行格局的市场主流预期保持平稳：从市场预期的中值和均值数据看，三大经济运行指标（工业、投资和消费）的组合变化，表明经济呈现了稳中回暖态势；不过从预测数据的宽分布格局看，机构间分歧较大。

4.2 经济预期改善下市场稳中偏暖趋势不变

虽然 3 月份美联储继续加息 25BP，对国际金融市场造成了一定扰动，但从人民币汇率企稳态势看，对中国国际金融影响

有限。在全球资本过剩的时代背景下，世界经济重心向中国、向亚太转移的大趋势下，国际资本为中国等亚太新兴经济体吸引是不变趋势。

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部走稳”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。