

# 【每周经济观察】

3月经济修复方向确定，  
国内外经济周期错位明显

研究中心

2023年4月7日



## 要点：3月经济修复方向确定，国内外经济周期错位明显

- **一周行情回顾：**在海外经济衰退预期加强、国内经济复苏方向明确的背景下，权益市场持续反弹，股债跷跷板效应出现。商品板块分化，贵金属在美国就业数据超预期回落支撑下创新高，能源板块受意外减产计划拉动
- **国内经济修复方向确认**
  - ✓ **3月信贷需求维持，以基建为主要支撑。**（1）**票据市场高位运行显示信贷需求旺盛。**票据贴现利率自1月份快速拉升后维持较高水平，4月第一周有所回落但仍处相对高位。同时，新增票据融资规模1-2月持续收缩，说明信贷需求旺盛，对以票据贴现充规模的需求较去年显著回落。（2）**银行资金压力边际缓解但仍相对偏紧。**（3）**信贷ABS发行较慢侧面说明优质信贷资产“结构荒”。**在监管机构持续推进及规范不良处置的大背景下，信贷ABS发行边际回暖但仍处低位，说明消费信贷出表需求不足，侧面说明信贷投放或集中于基建领域。但从信贷投放到不良资产形成到出表需求有一定时滞，此为滞后指标
  - ✓ **基建投资稳步推进，专项债发行节奏加速。**新增专项债发行节奏与去年基本持平，规模较去年略有提升，预计发行节奏仍将提速。各项基建开工率处于上升通道，显示基建投资开工进度稳健
  - ✓ **房地产一手房销售端有所回暖，二手房市场活跃度有所降温。**土地市场方面，今年以来累计成交总额及成交规划建筑面积累计高于去年同期。商品房销售方面，3月下旬以来环比有所改善，但销售端的彻底企稳仍需观察。从二手房出售挂牌量指数看，3月活跃度小幅回落，需结合价格信息做判断
- **欧美流动性风险缓和，经济衰退压力加大**
  - ✓ **市场恐慌情绪回落至事件前水平。**自3月9日硅谷事件以来，金油比和VIX飙升，暗示市场恐慌情绪。本周金油比明显回落至25警戒线以下，VIX回落至事件前水平
  - ✓ **避险资产价格回落但仍处高位，**市场恐慌情绪回落但衰退预期升温，推动贵金属价格屡破前高，美债收益率明显下行
  - ✓ **权益市场持续反弹。**自欧美银行出险以来，美股快速下探后随着监管当局快速反应而企稳反弹，目前三大指数均上涨超事件前点位，欧洲股市在瑞信事件后亦逐步修复，欧洲主要指数基本修复3月跌幅
  - ✓ **美国银行流动性压力边际缓和。**3月15号以来，美国小型银行存款搬家现象有所缓解，美联储周度资产负债表显示对银行的流动性支持亦增速放缓
  - ✓ **数据显示美国经济下行压力加大，而就业市场有降温迹象。**美国3月PMI指数持续处于收缩区间，其中ISM PMI环比下降，Markit PMI环比有所回升，说明大型企业景气度较私营企业更为低迷。从分项看，就业指数、物价指数、新订单指数均处在收缩区间且环比下跌；美国新订单表现疲软，低于预期；就业市场最新数据显示有边际降温的迹象
- **风险提示** 海外流动性风险发酵超预期；海外货币政策走势超预期；国内稳增长政策不及预期

# 第一部分

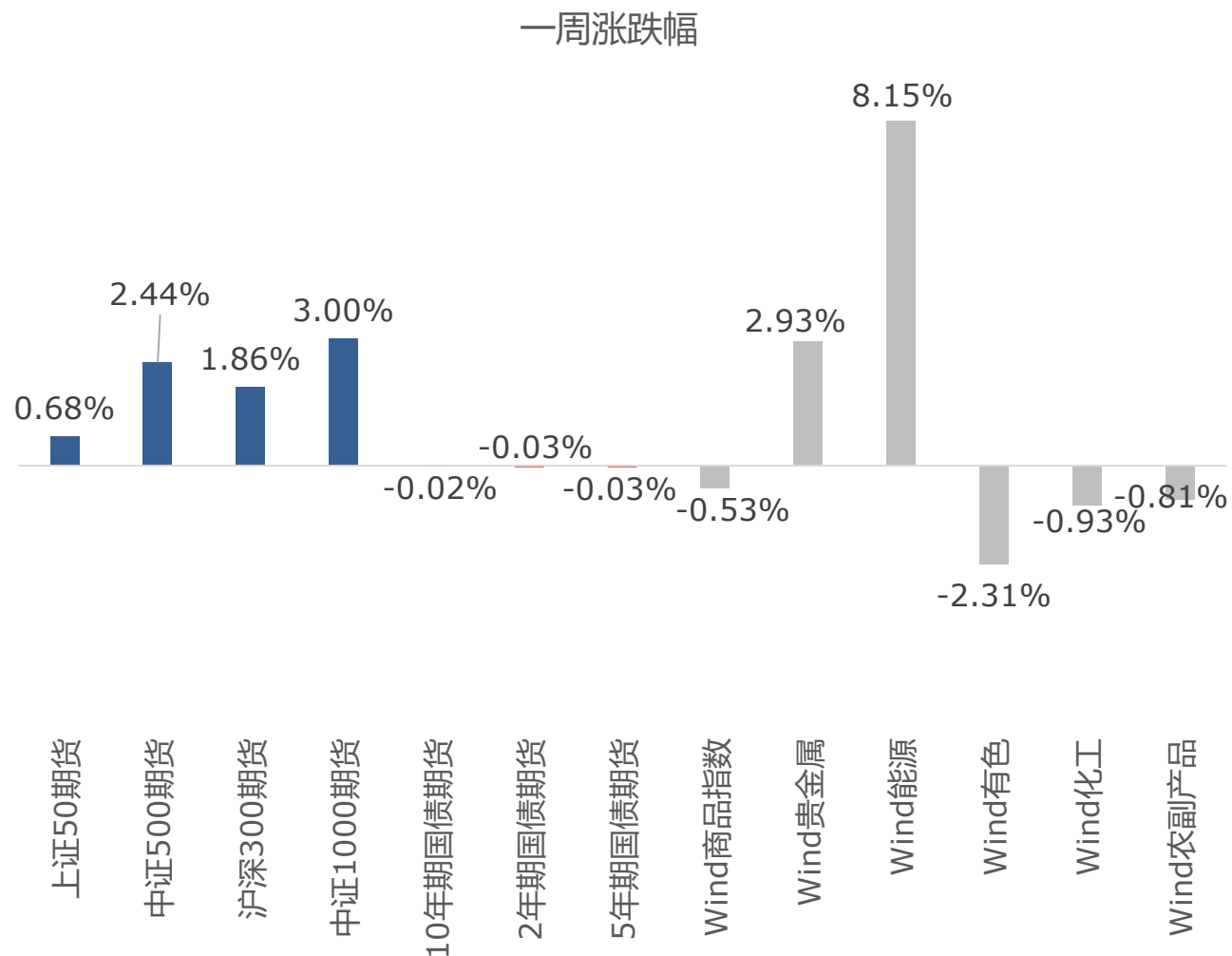
## 一周行情回顾





# 行情回顾：4月3日-4月7日，权益市场持续回暖，能源板块异动拉升

- 在海外经济衰退预期加强、国内经济复苏方向明确的背景下，权益市场持续反弹，股债跷跷板效应出现。商品板块分化，贵金属在美国就业数据超预期回落支撑下创新高，能源板块受意外减产计划拉动



- **3月税收及房地产销售同比增长**：国家统计局表示，一季度累计组织税收收入46756亿元，同比增长0.5%。房地产业1-2月销售收入由负转正同比增长2.3%，3月同比增长18%

- **清明假期出游情况**：清明假期我国国内旅游出游2376.64万人次，较去年增长22.7%；预计实现国内旅游收入65.20亿元，较去年清明假期当日增长29.1%

- **欧派克+减产计划**：沙特、俄罗斯和伊拉克在内的8个OPEC+成员国联合宣布“自愿减产”。但俄罗斯50万桶/日的减产延续前期的决定，抛开俄罗斯的减产之外，其他国家“新增”的减产力度累积为114.9万桶/日

- **美国超级数据周**：美国3月ISM制造业PMI录得46.3，为2020年5月以来的最低数；2月底职位空缺数量为993.1万个，低于市场预期；3月ADP就业人数为14.5万人，低于市场预期；2月份贸易逆差扩大2.7%，进口额下降1.5%

- **特朗普被捕**：4月4日周二，美国前总统特朗普正式被拘捕，受到刑事罪名指控，首次出庭接受传讯。庭审记录显示，特朗普对34项与伪造商业记录有关重罪指控均不认罪

## 第二部分

## 经济修复监测



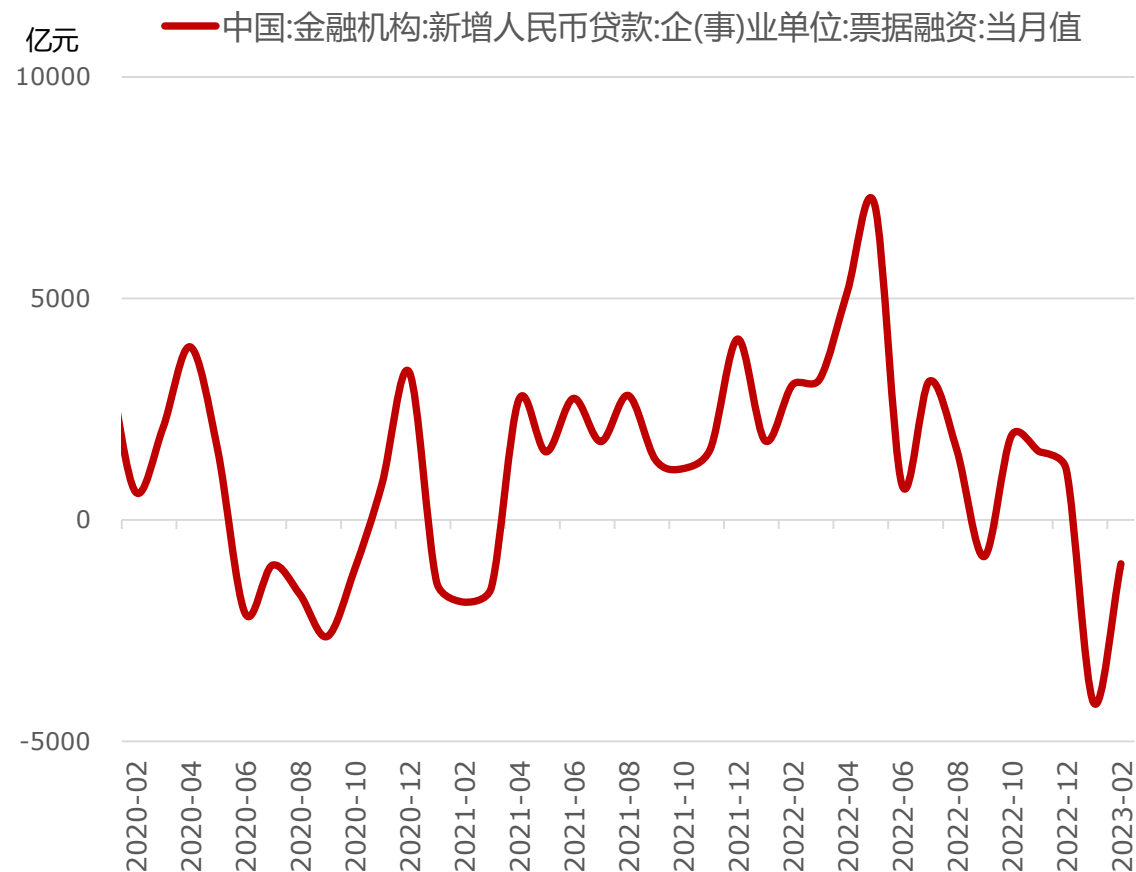
## 票据市场高位运行显示信贷需求旺盛

- 票据贴现利率自1月份快速拉升后维持较高水平，4月第一周有所回落但仍处相对高位。同时，新增票据融资规模1-2月持续收缩，说明信贷需求旺盛，对以票据贴现充规模的需求较去年显著回落

### 国股行票据直贴半年期利率自1月拉升后维持在2.45%-2.70%水平，4月第一周有所回落但仍处相对高位



### 2023年1-2月新增票据融资规模出现收缩



注: 数据截至4月6日

数据来源: Wind、广州期货研究中心

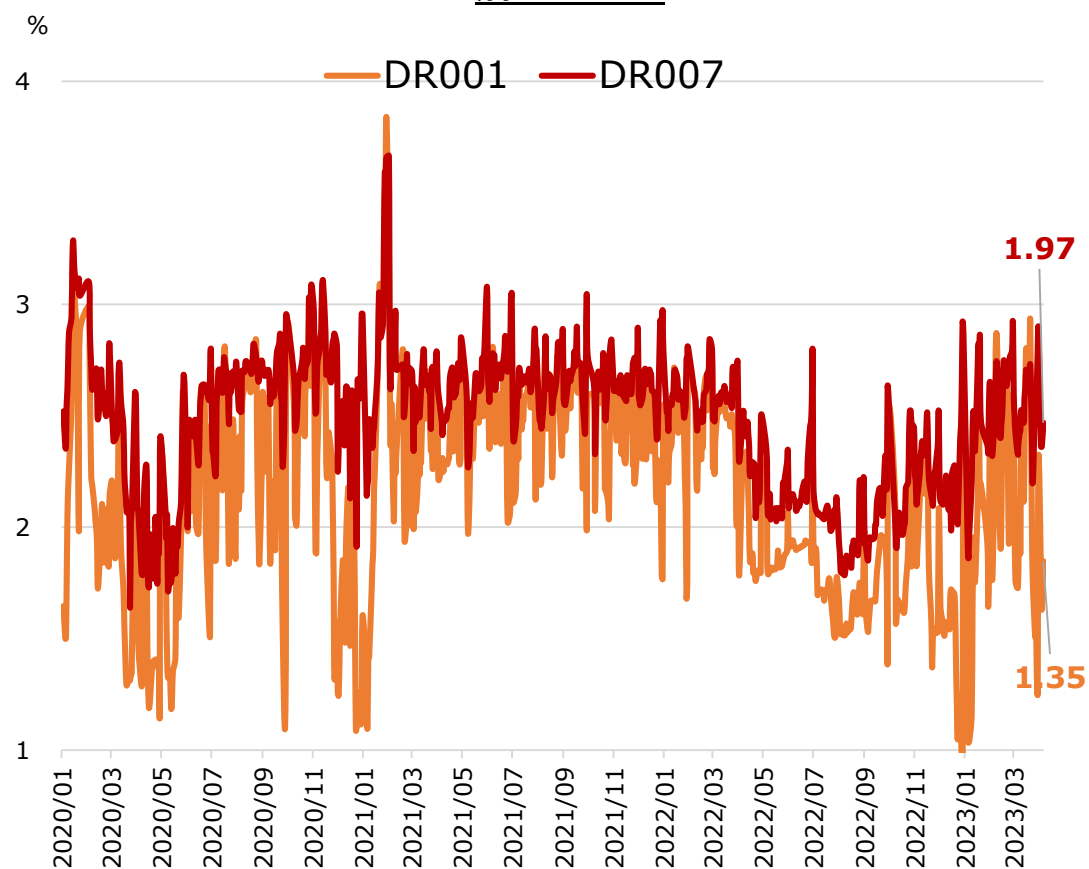
# 银行资金压力边际缓解但仍相对偏紧

## ■ 受央行流动性操作影响，银行资金压力有所缓解

**同业存单到期收益率3月中旬触顶后有所回落**



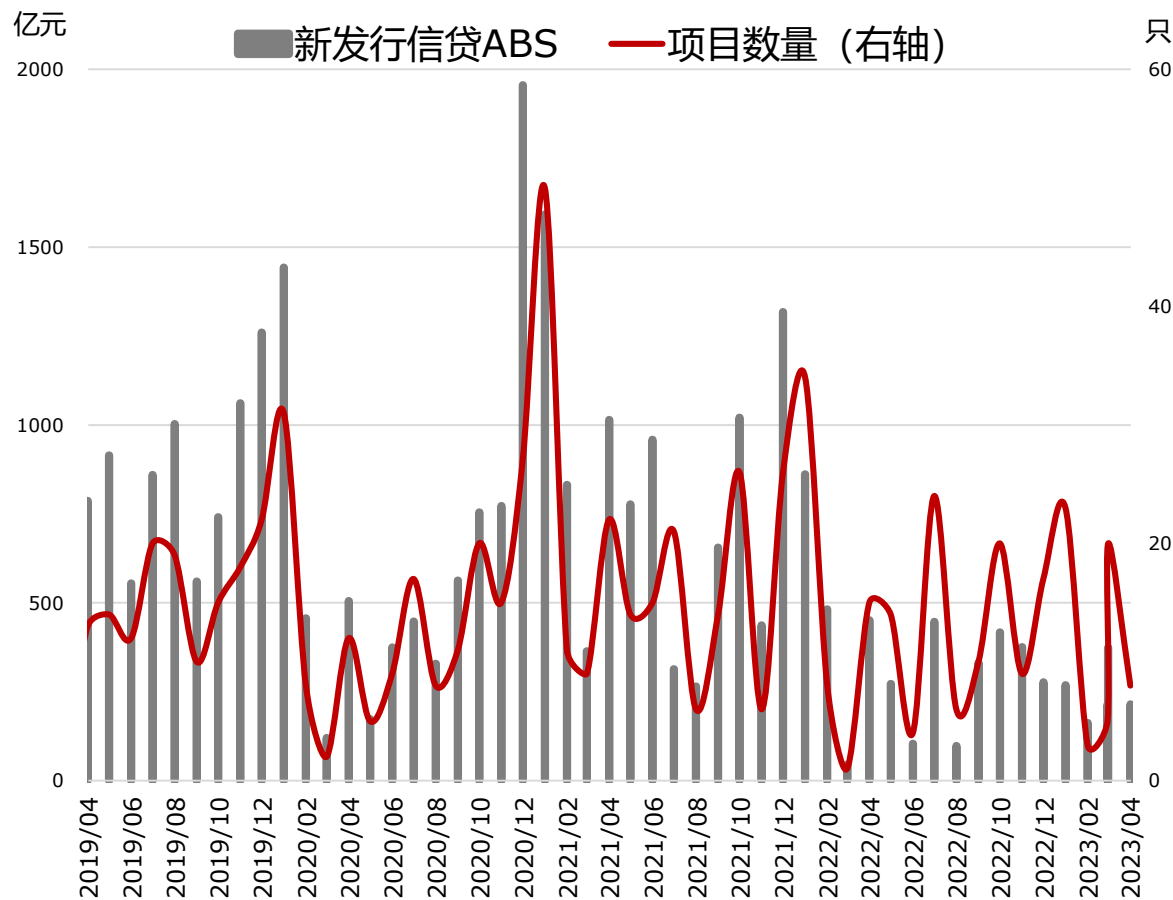
**DR001自季末的1.81%回落至1.35%，DR007自季末的2.39%回落至1.97%**



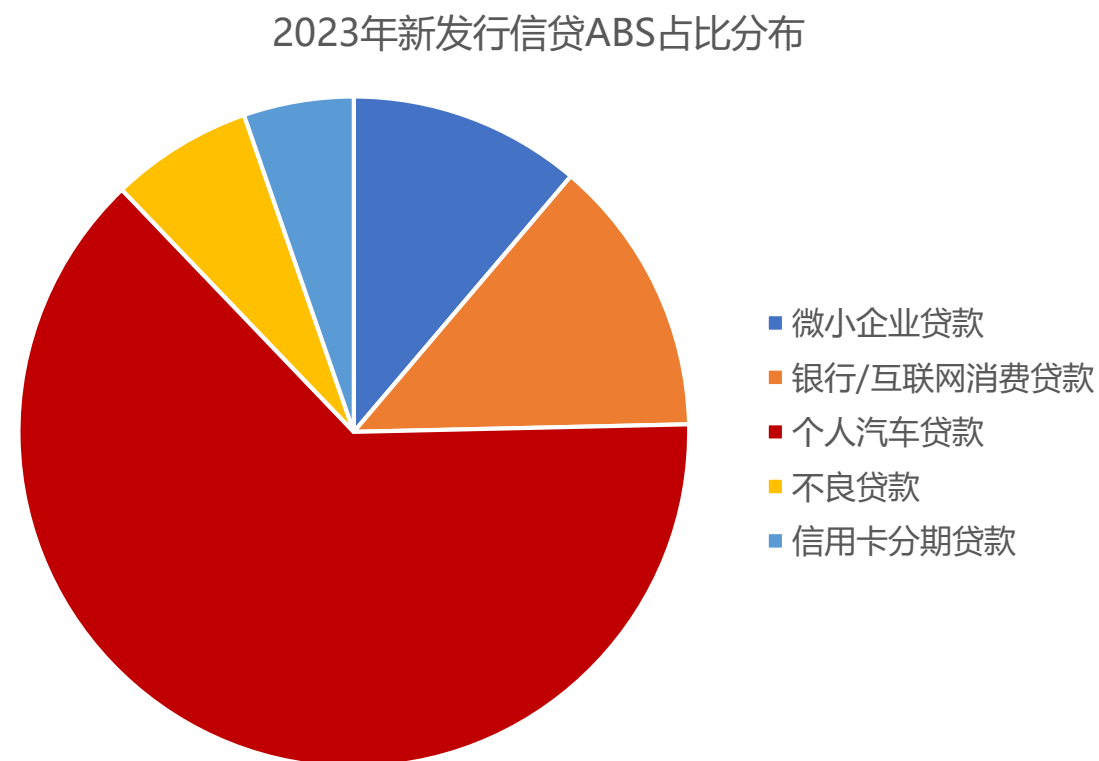
# 信贷ABS发行较慢侧面说明优质信贷资产“结构荒”

■ 在监管机构持续推进及规范不良处置的大背景下，信贷ABS发行边际回暖但仍处低位，说明消费信贷出表需求不足，侧面说明信贷投放或集中于基建领域。但从信贷投放到不良资产形成到出表需求有一定时滞，此为滞后指标

**2023新发行信贷ABS同比回暖，项目数量小幅增加**



**2023年个人汽车贷款新发行信贷ABS占比最大，高达63.20%**





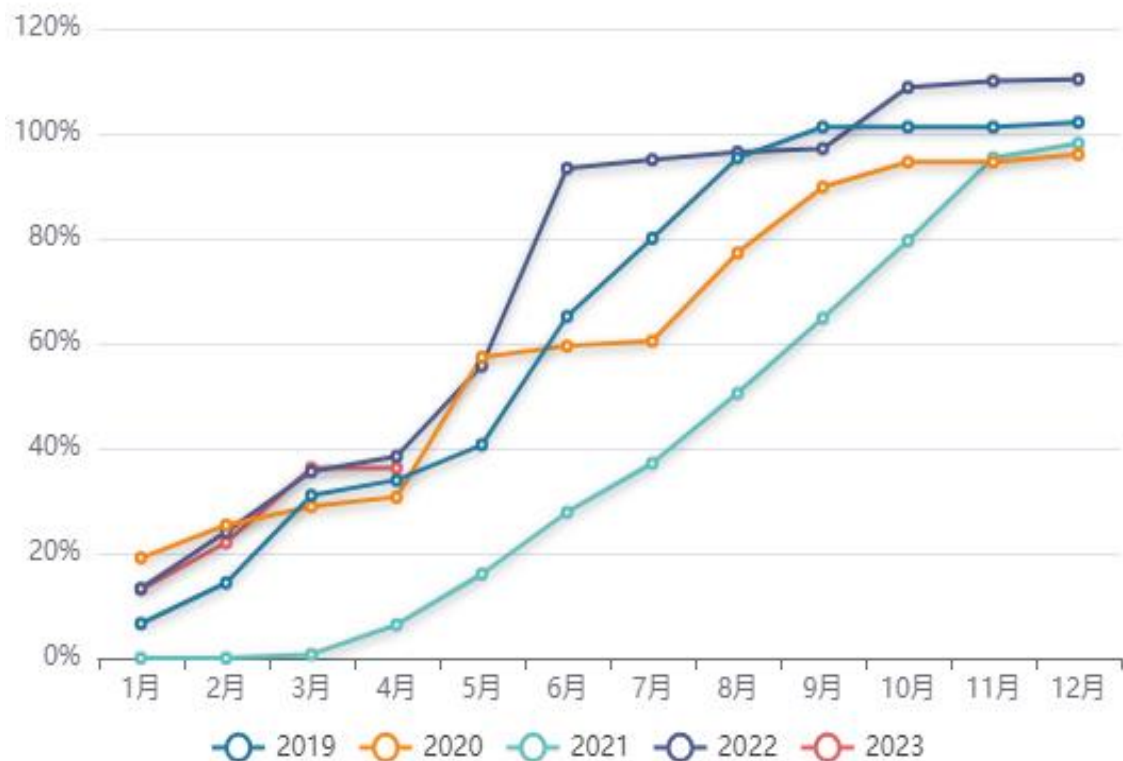
# 基建投资稳步推进，专项债发行节奏加速

■ 新增专项债发行节奏与去年基本持平，规模较去年略有提升，预计发行节奏仍将提速。各项基建开工率处于上升通道，显示基建投资开工进度稳健

截至4月6日，今年新增专项债1.38万亿元，占提前批额度63%，

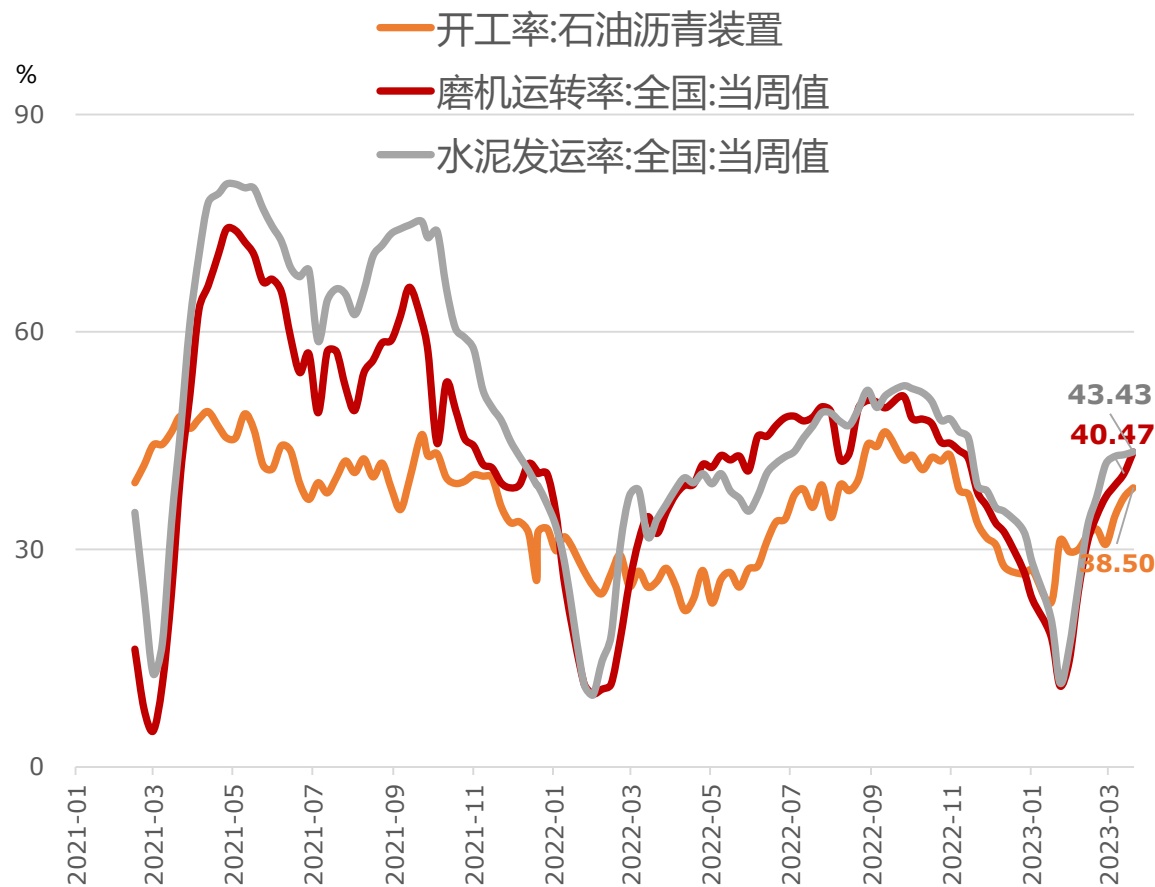
占全年额度36%

发行节奏



注：数据截至4月6日

## 基建开工率自春节复工后持续上升

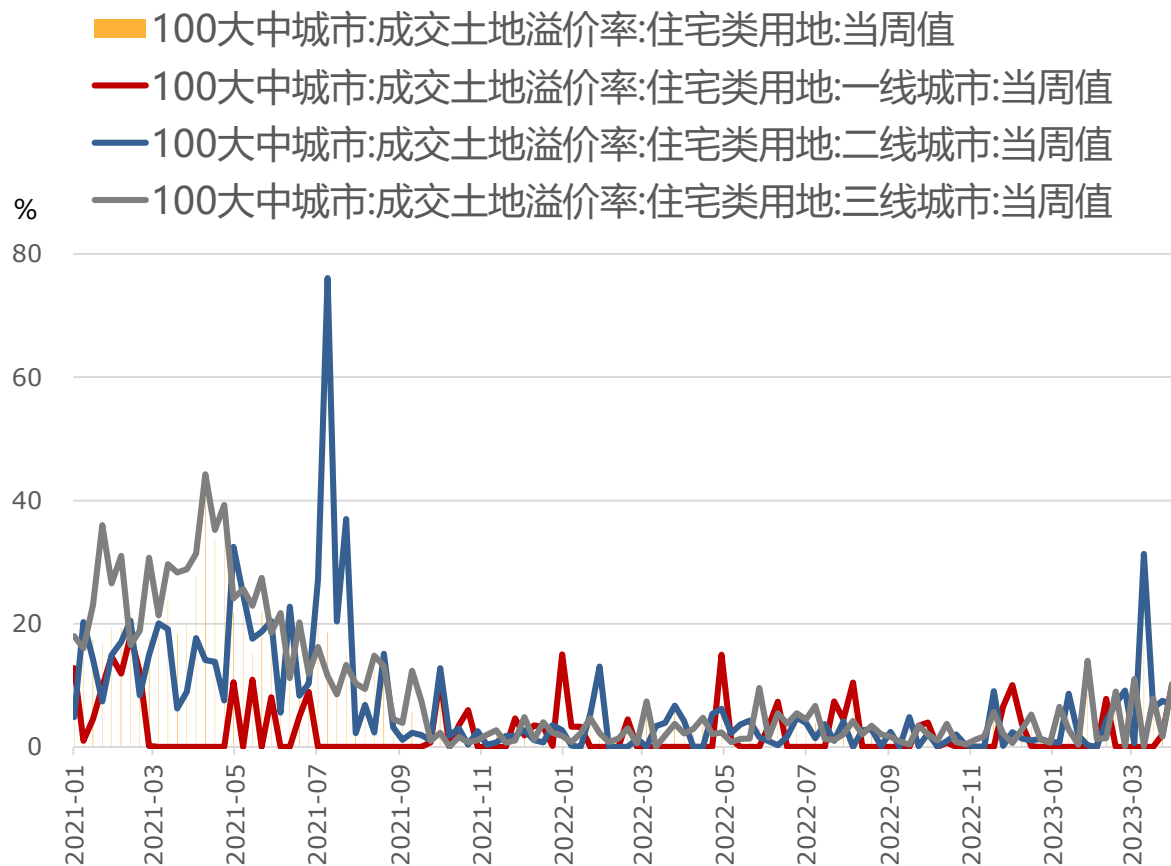


数据来源：Wind、广州期货研究中心

# 房地产一手房销售端有所回暖

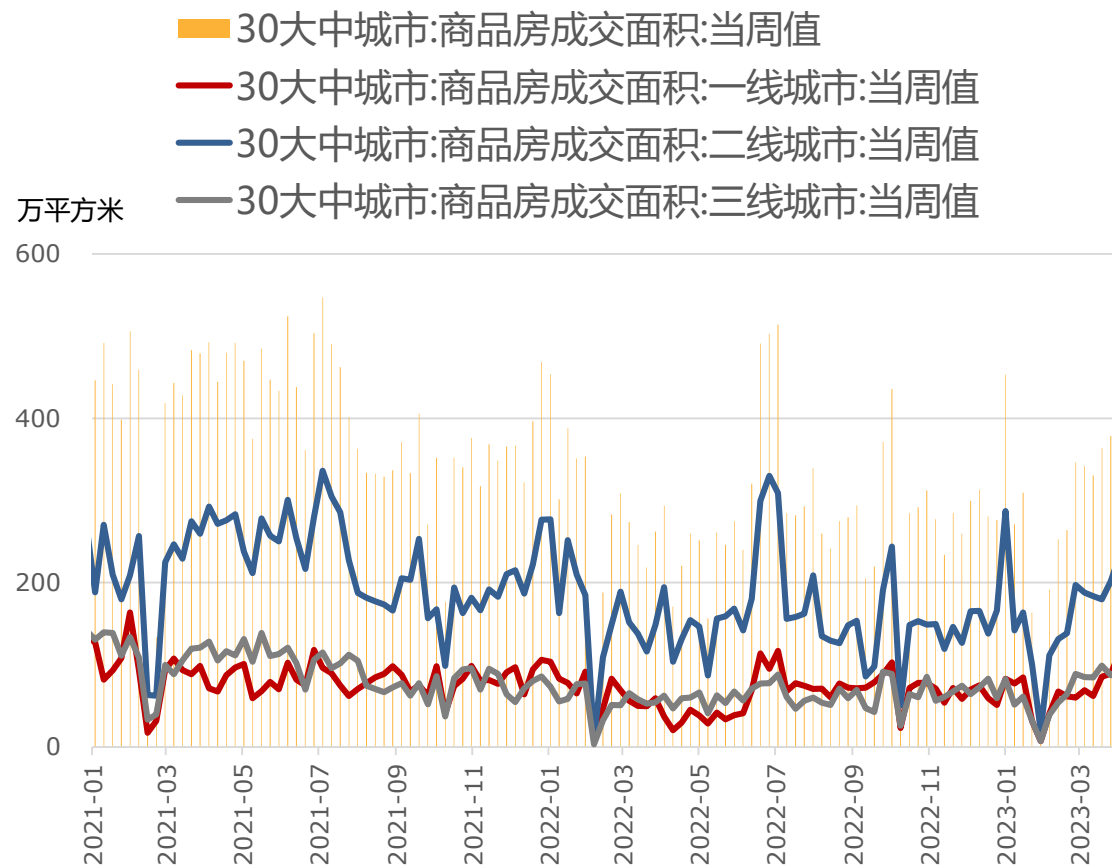
■ 土地市场方面，今年以来累计成交总额及成交规划建筑面积累计高于去年同期。商品房销售方面，3月下旬以来环比有所改善，但销售端的彻底企稳仍需观察

## 4月一线、三线城市成交土地溢价率有所上升



注：数据截至4月2日

## 3月商品房成交面积小幅回暖，4月第一周继续上升至440万平方米

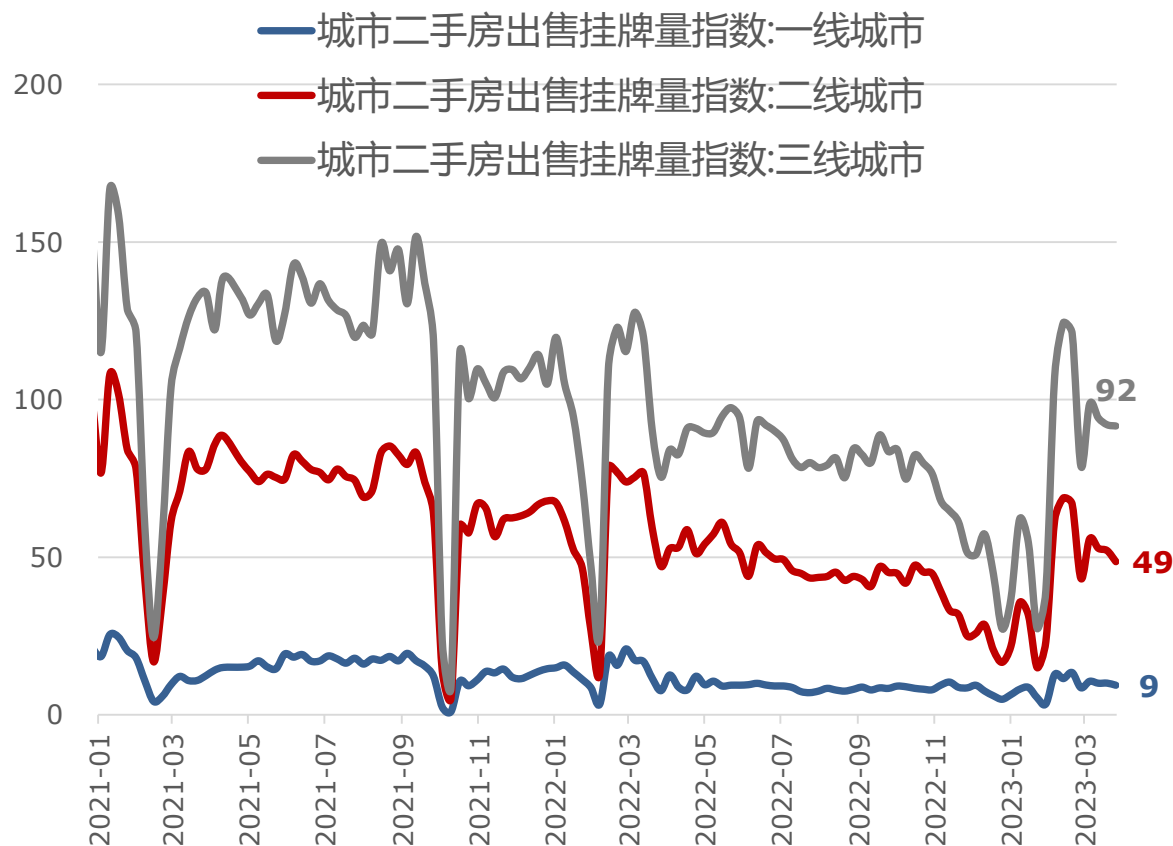


数据来源：Wind、广州期货研究中心

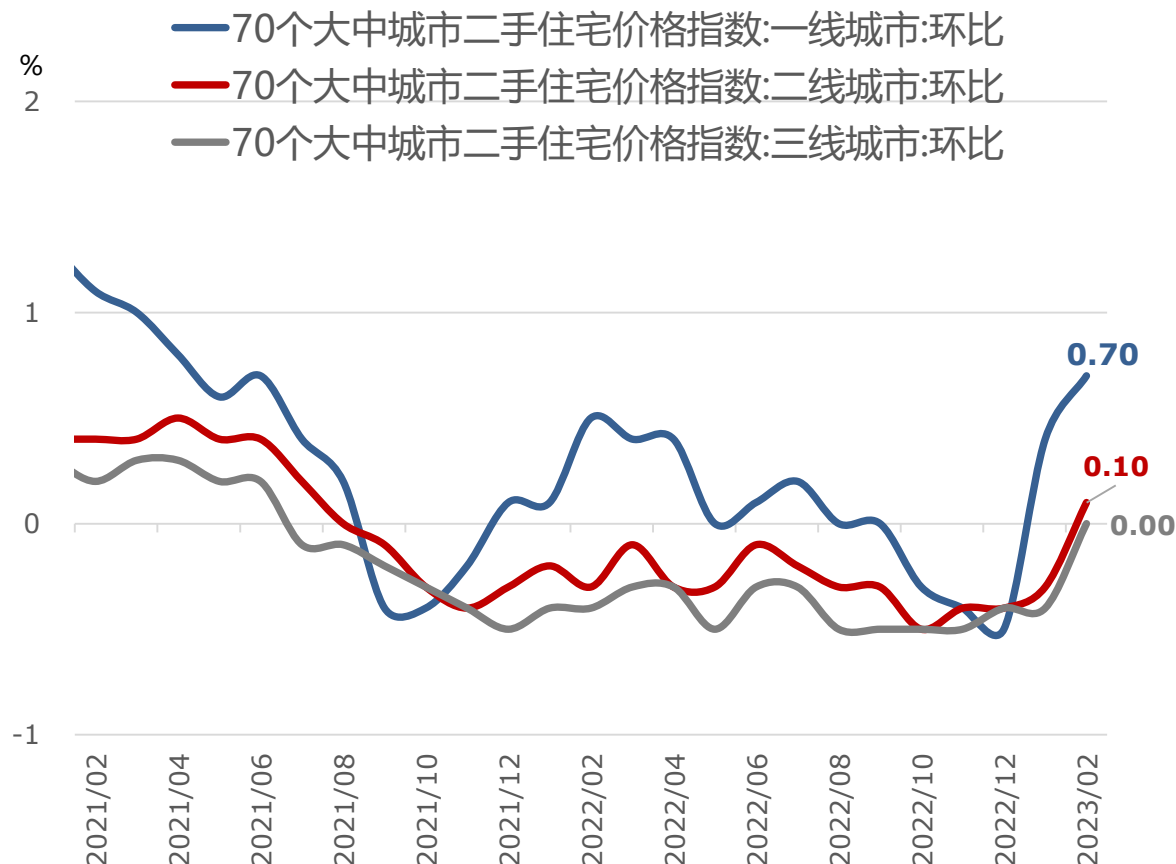
# 房地产二手房市场活跃度有所降温

■ 从二手房出售挂牌量指数看，3月活跃度小幅回落，需结合价格信息做判断

### 二手房出售挂牌量指数有所回落



### 一线城市住宅价格指数环比上升



注：左图数据截至4月2日，右图数据截至2月

# 第三部分

## 欧美银行风险事件监测

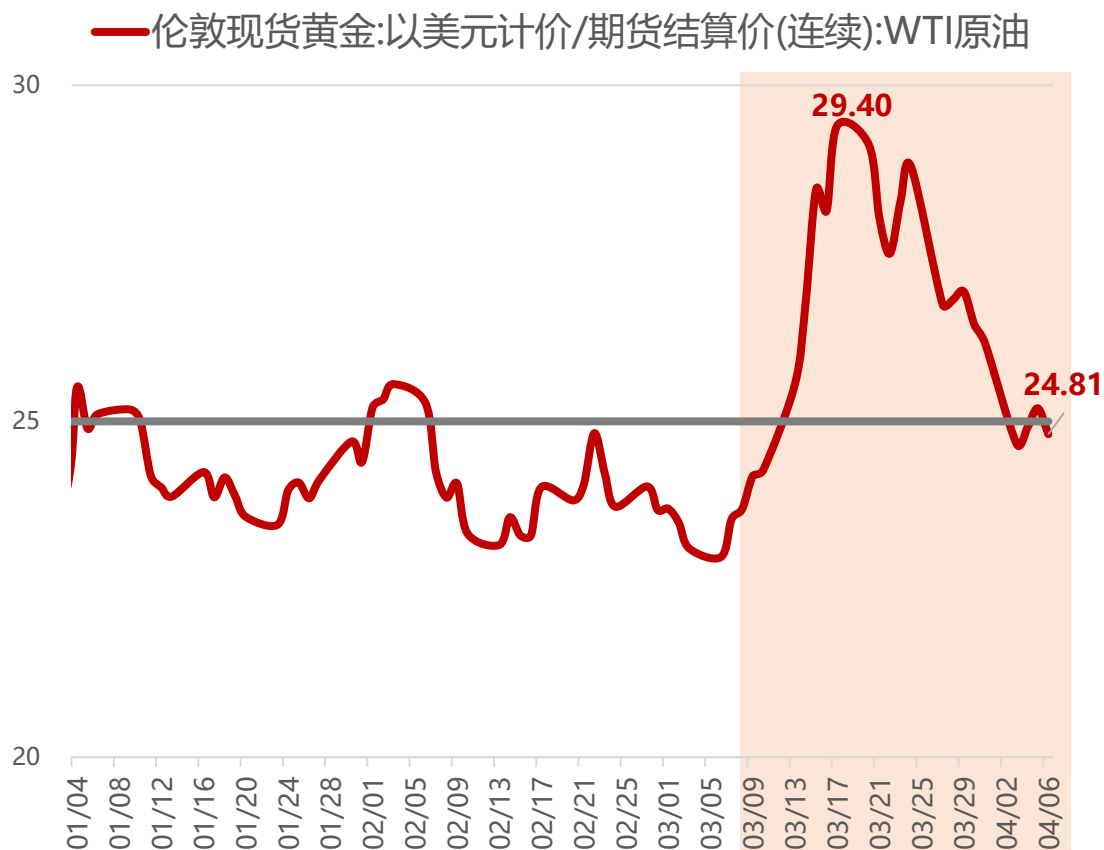




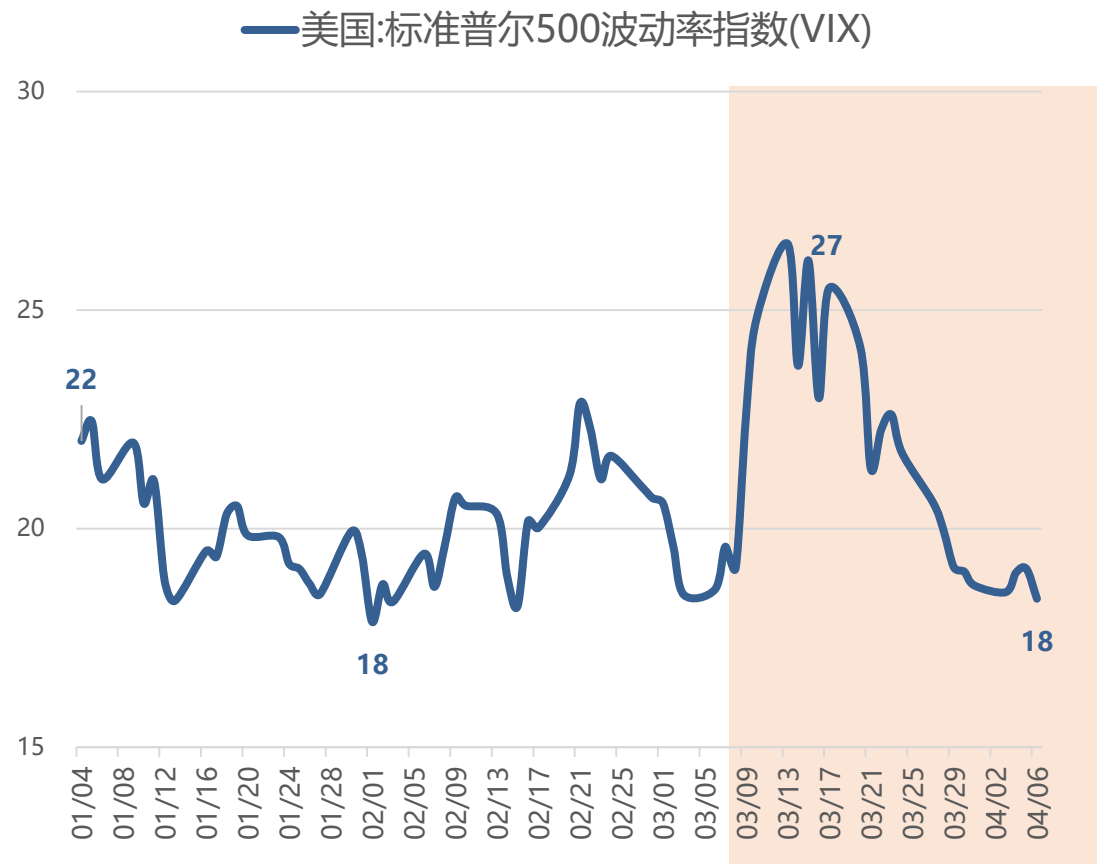
# 市场恐慌情绪基本回落至事件前水平

- 自3月9日硅谷事件以来，**金油比和VIX飙升**，暗示市场恐慌情绪。本周金油比明显回落至25警戒线以下，VIX回落至事件前水平

### 金油比本周回落至警戒线以下



### VIX恐慌指数回落至风险事件前水平



注：数据截至4月6日

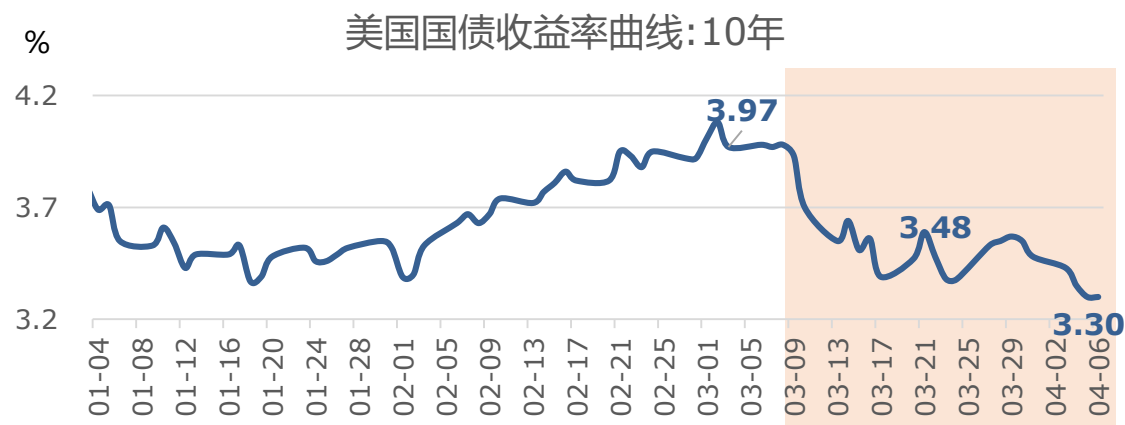
# 避险资产价格回落但仍处高位

■ 市场恐慌情绪回落但衰退预期升温，推动贵金属价格屡破前高，美债收益率明显下行

**伦敦现金盘中触及高点2031**



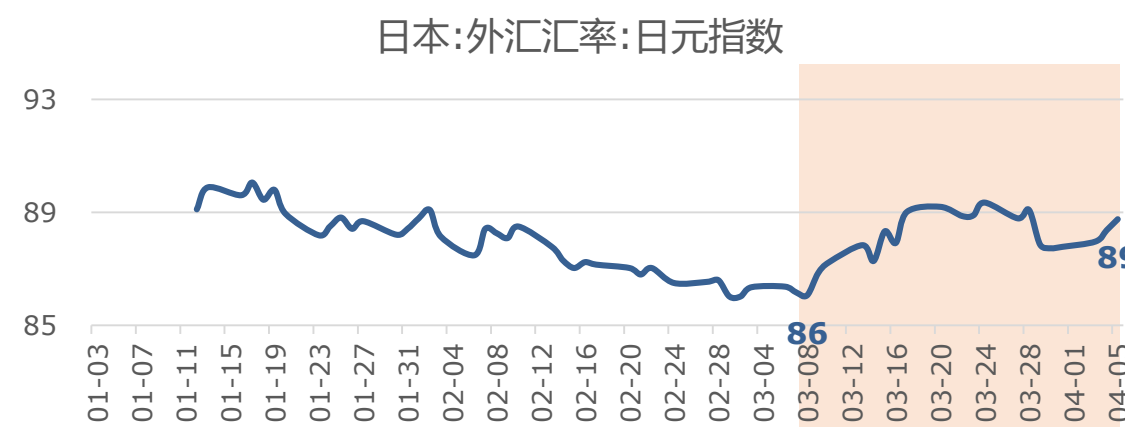
**美债收益率本周回落13bp**



**美元指数窄幅震荡**



**日元指数小幅上升**



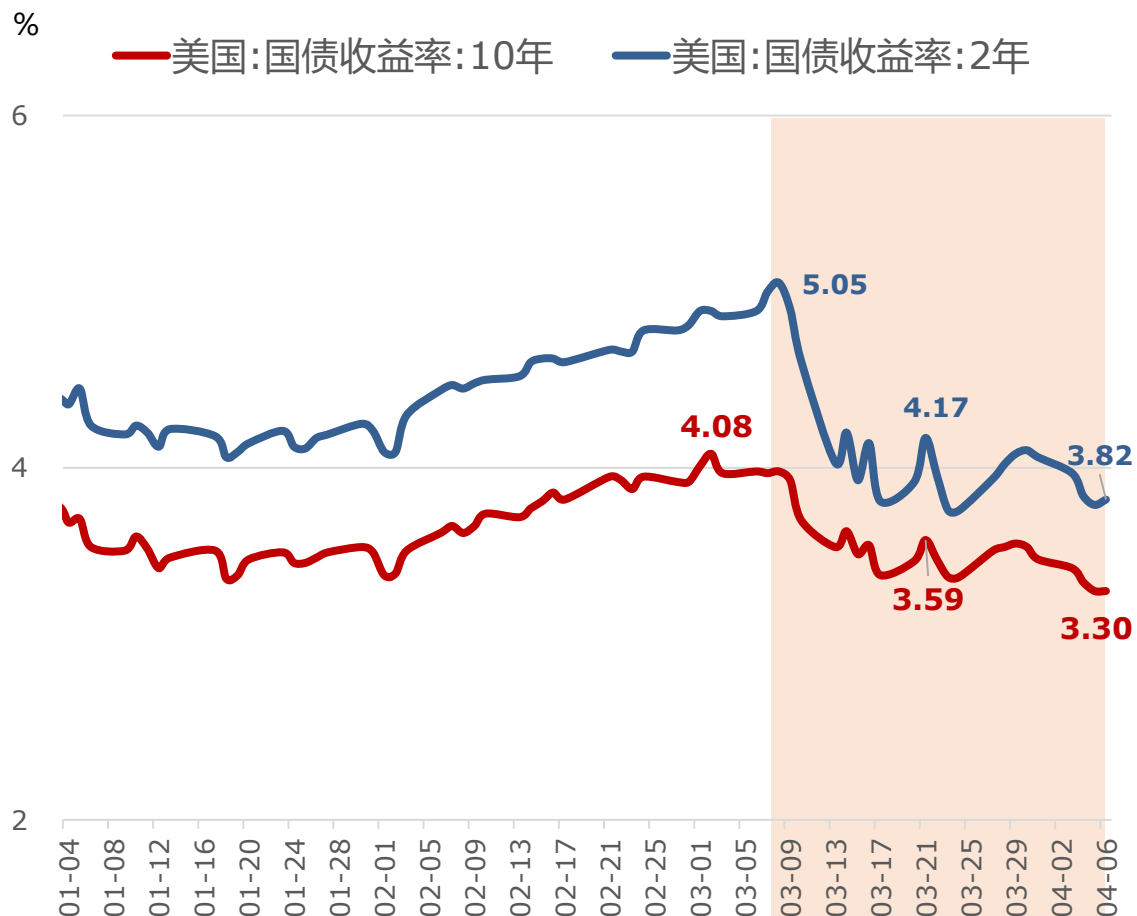
注: 欧美数据截至4月6日, 日本数据截至4月5日

数据来源: Wind、广州期货研究中心

# 主要债券收益率小幅下行，目前在3月15日点位附近

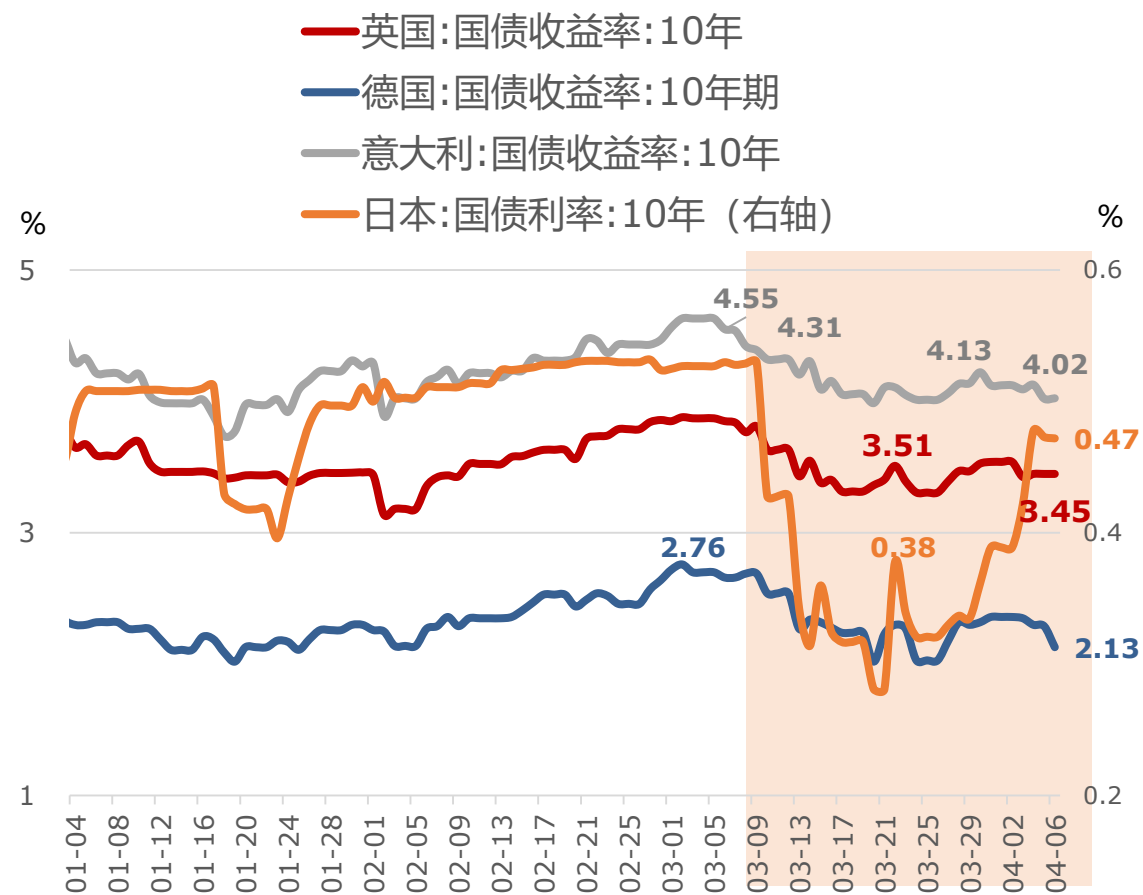
■ 欧美国债收益率自上周反弹后再次幅回落，长端利率处于3月15日点位附近水平

美债收益率本周重回下行通道，10Y-2Y自22年下半年以来维持倒挂



注：数据截至4月6日

日本国债收益率走高，欧洲国债收益率小幅回落

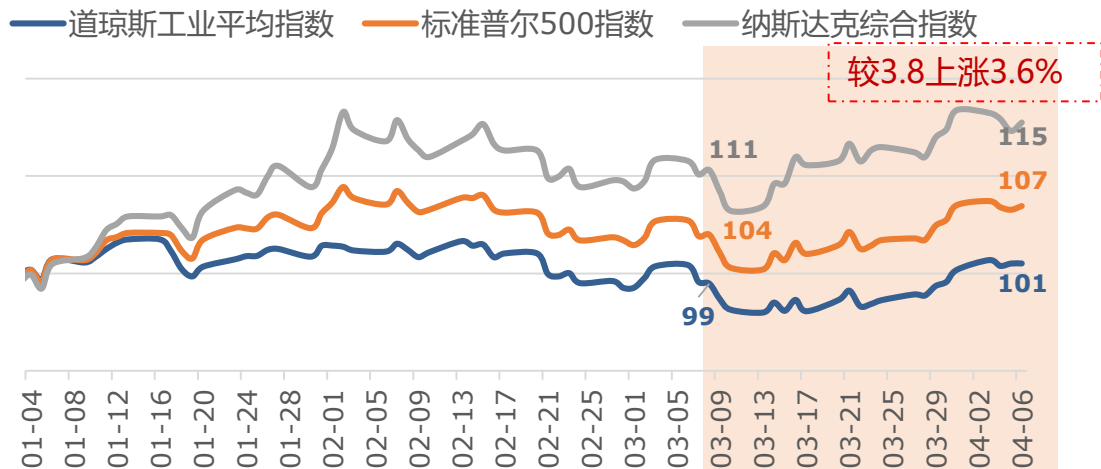


数据来源：Wind、广州期货研究中心

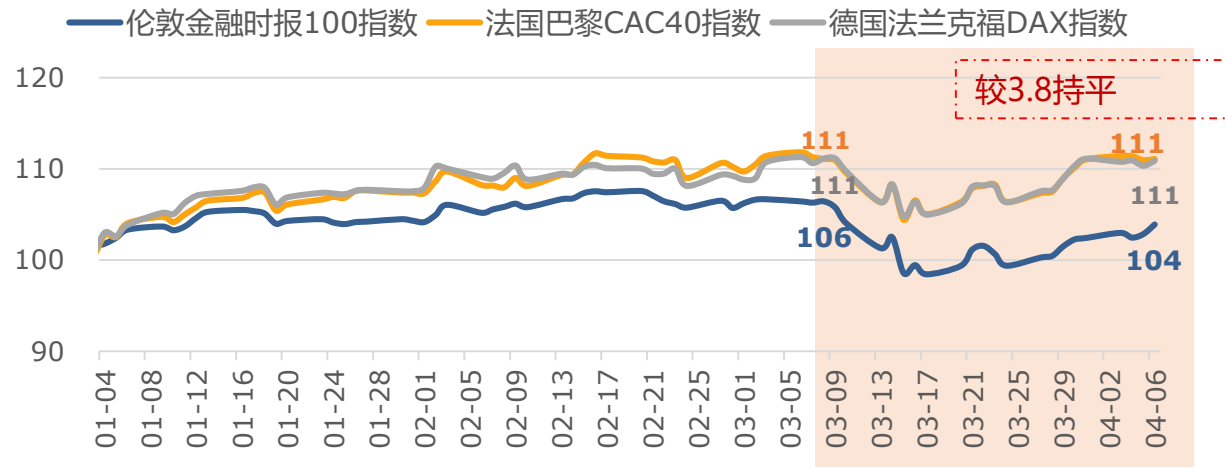
# 权益市场大盘指数修复至风险事件前水平，但科技及银行板块仍趋谨慎

- 自欧美银行出险以来，美股快速下探后随着监管当局快速反应而企稳反弹，目前三大指数均上涨超事件前点位，欧洲股市在瑞信事件后亦逐步修复，欧洲主要指数基本修复3月跌幅

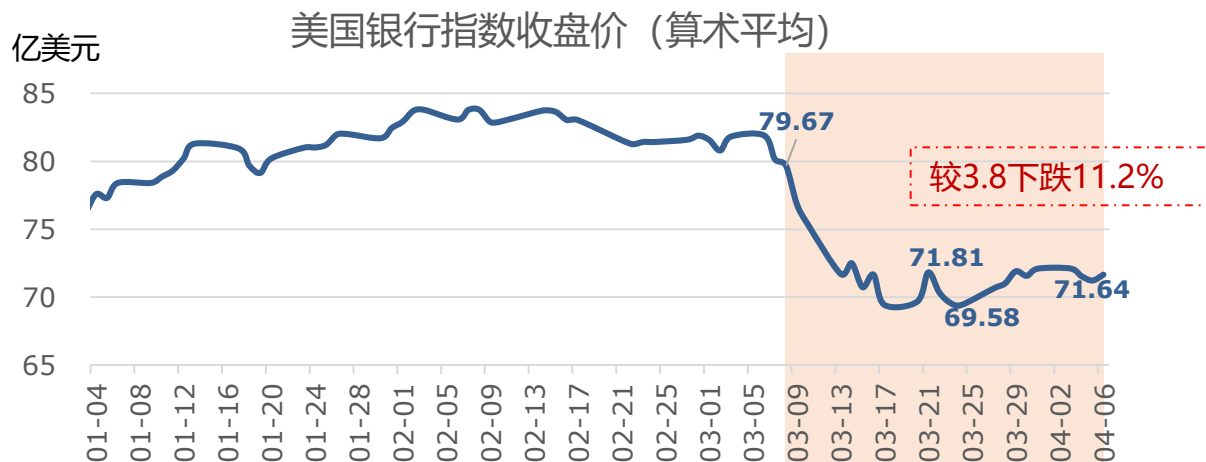
### 美股小幅上扬



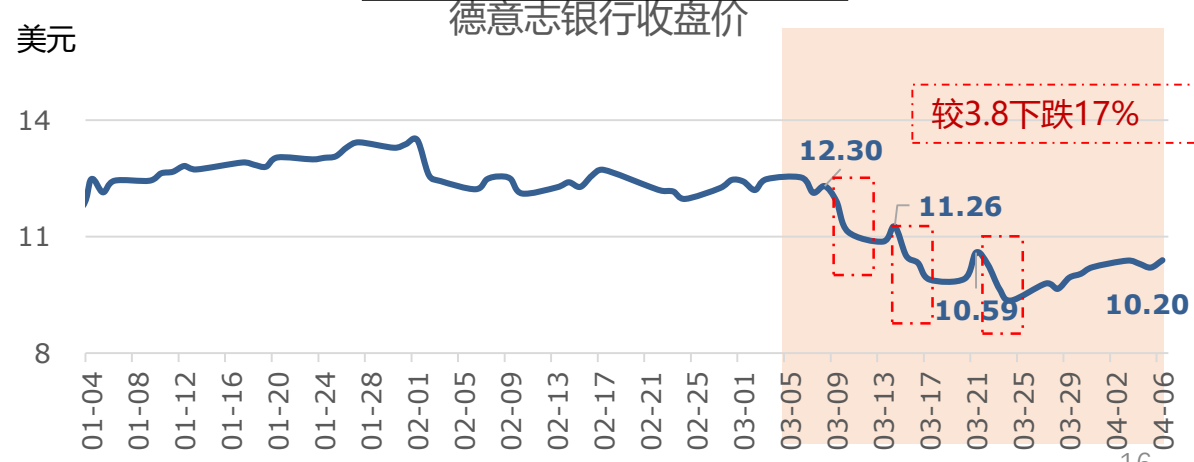
### 欧洲权益市场企稳



### 本周美国银行修复不明显



### 德意志银行股价本周窄幅震荡



注：数据截至4月6日，股票指数按首日100进行标准化

数据来源：Wind、广州期货研究中心

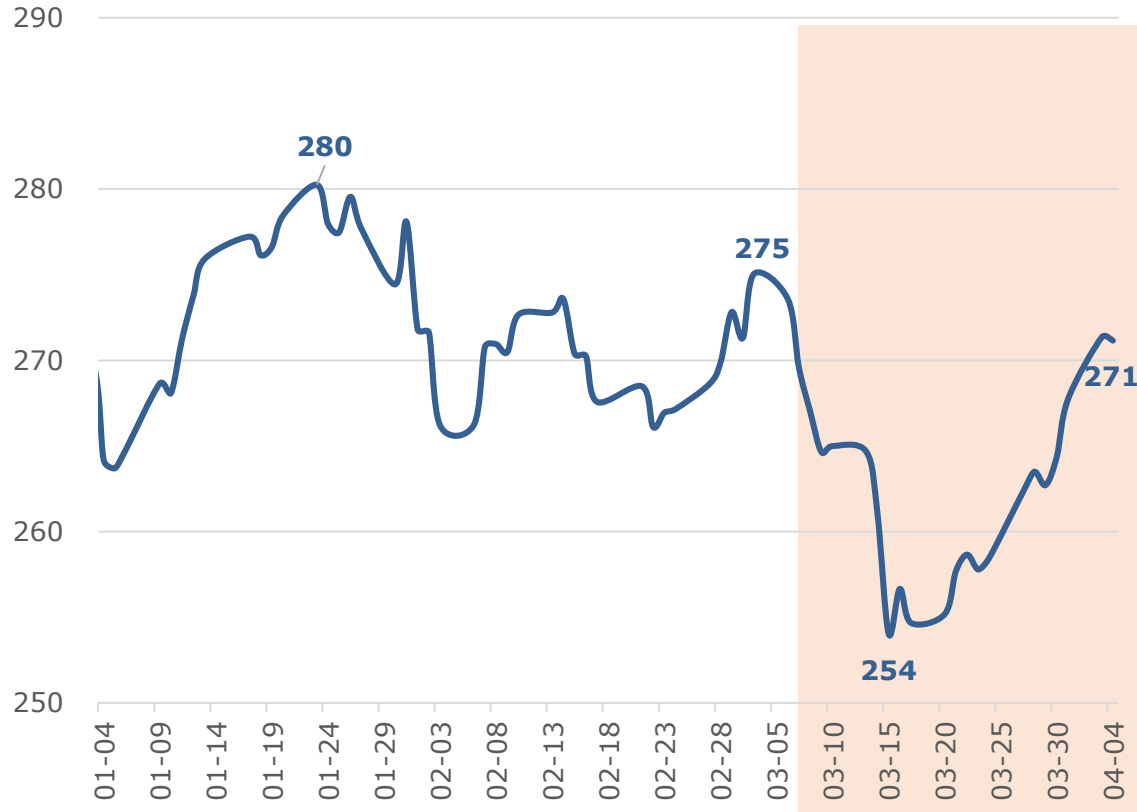


# 商品市场反弹，能源、工业品、农产品已修复3月跌幅

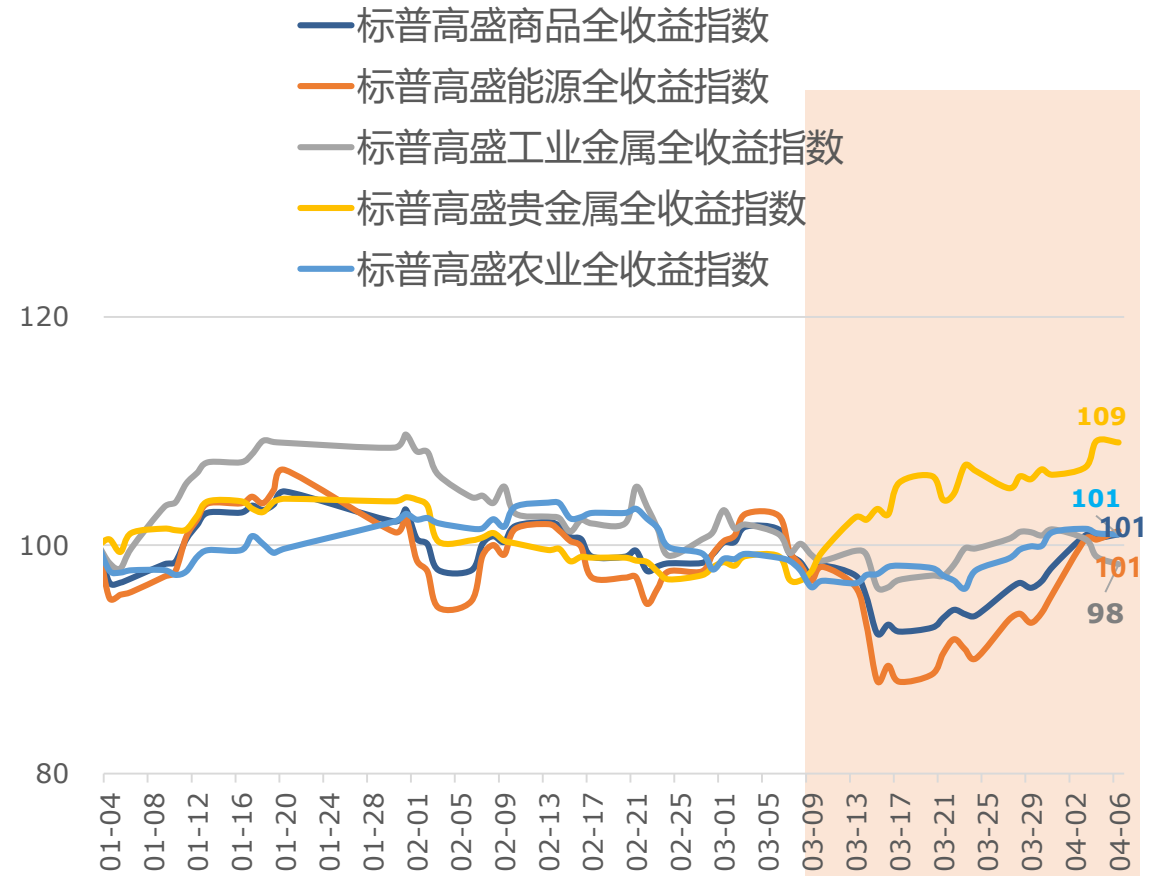
■ RJ/CRB指数自3月初以来大幅下跌，中旬开始逐渐回暖，标普高盛全收益指数中，能源、工业品、农产品已修复3月跌幅

**RJ/CRB指数上升趋势明显**

RJ/CRB商品价格指数



**标普高盛全收益指数中，能源、工业品、农产品已修复3月跌幅**



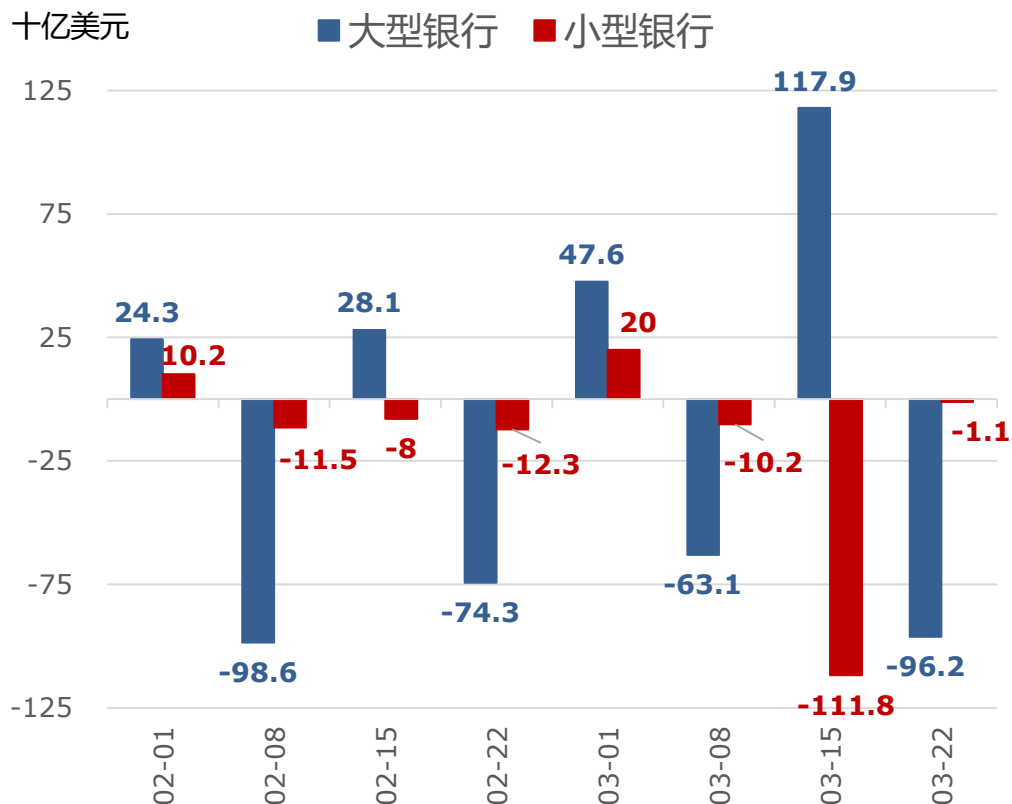
注：左图数据截至4月4日，右图数据截至4月6日，全收益指数按首日100进行标准化

# 美国银行流动性压力边际缓和

■ 3月15号以来，美国小型银行存款搬家现象缓解，美联储周度资产负债表显示对银行的流动性支持亦增速放缓，显示流动性压力边际缓和

## 存款搬家现象有所缓解

美国商业银行周度其它类型存款规模变动 (非季调)



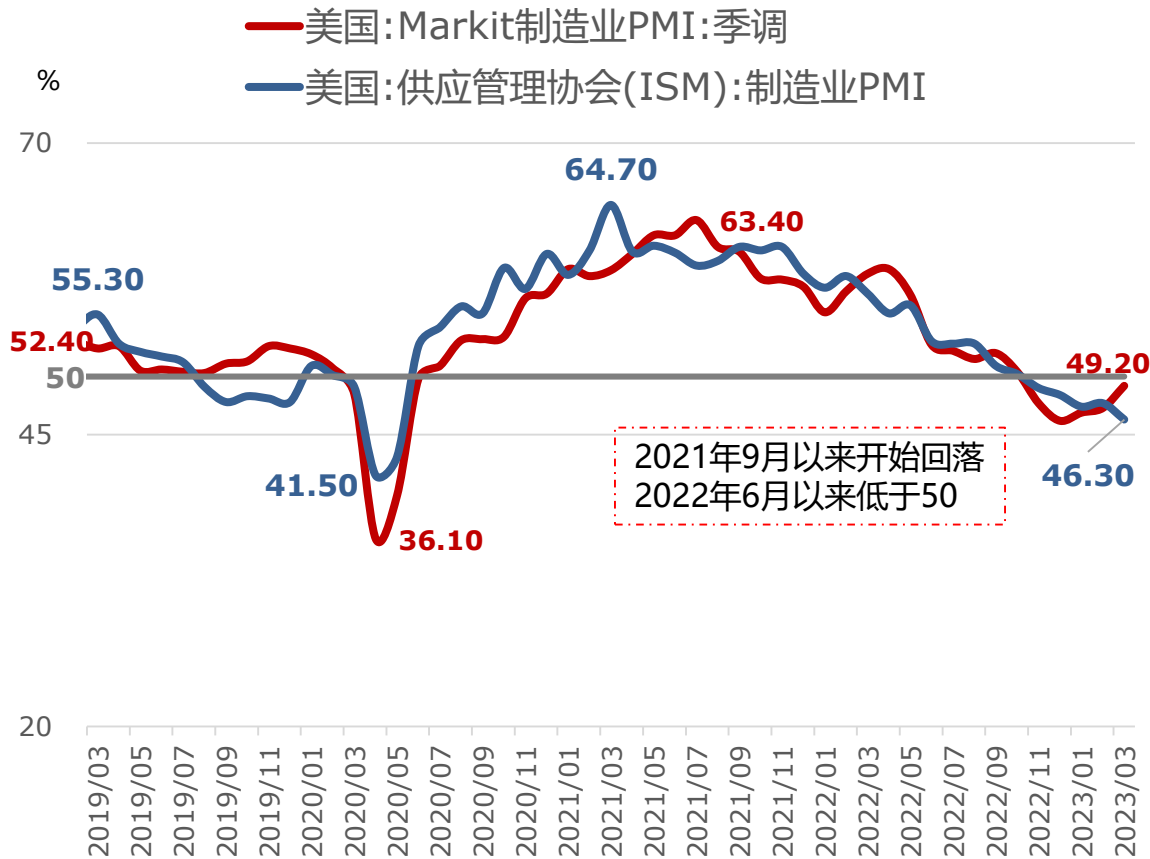
## 美联储资产负债表周度变动一览

(单位: 百万美元)	2023.4.5	2023.3.29	2023.3.22	2023.3.15	2023.3.8
<b>总</b>	<b>8,682,173</b>	<b>8,755,772</b>	<b>8,783,807</b>	<b>8,689,367</b>	<b>8,391,761</b>
<b>储备银行信贷</b>	<b>8,595,344</b>	<b>8,669,146</b>	<b>8,697,234</b>	<b>8,603,097</b>	<b>8,305,716</b>
持有证券	7,877,114	7,926,131	7,936,558	7,940,014	7,948,335
国债	5,280,287	5,329,303	5,328,976	5,328,927	5,335,948
短债	280,966	281,840	282,374	283,187	283,960
通胀补偿	4,517,796	4,566,632	102,945	283,187	101,222
长债, 通胀指数	377,024	377,024	377,024	102,083	377,024
长债, 名义	104,500	103,806	4,566,632	377,024	4,573,742
MBS	2,594,480	2,594,480	2,605,235	4,566,632	2,610,040
机构	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
摊销discount	-27,362	-27,421	-27,594	-27,720	-27,844
摊销premium	304,395	304,958	305,773	306,448	307,032
其他: 逆回购	40,000	55,000	60,000	0	0
外国货币当局	40,000	55,000	60,000	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>贷款</b>	<b>332,449</b>	<b>342,667</b>	<b>354,194</b>	<b>318,148</b>	<b>15,209</b>
一级信贷	69,705	88,157	110,248	152,853	4,581
二级信贷	0	0	0	0	0
季节性信贷	0	3	4	4	0
PPPLF	9,115	10,005	10,469	10,549	10,628
BTFP	79,021	64,403	53,669	11,943	0
其他信贷拓展	174,609	180,100	179,800	142,800	0
MS Facilitics LLC	22,326	22,304	22,282	22,261	22,431
Municipal Liquidity Facility LLC	5,602	5,602	5,599	5,597	5,594
TALF II LLC	1,932	1,946	1,944	1,942	1,941
<b>央行流动性互换</b>	<b>478</b>	<b>585</b>	<b>587</b>	<b>472</b>	<b>411</b>
其他	38,932	37,849	38,167	36,119	33,377

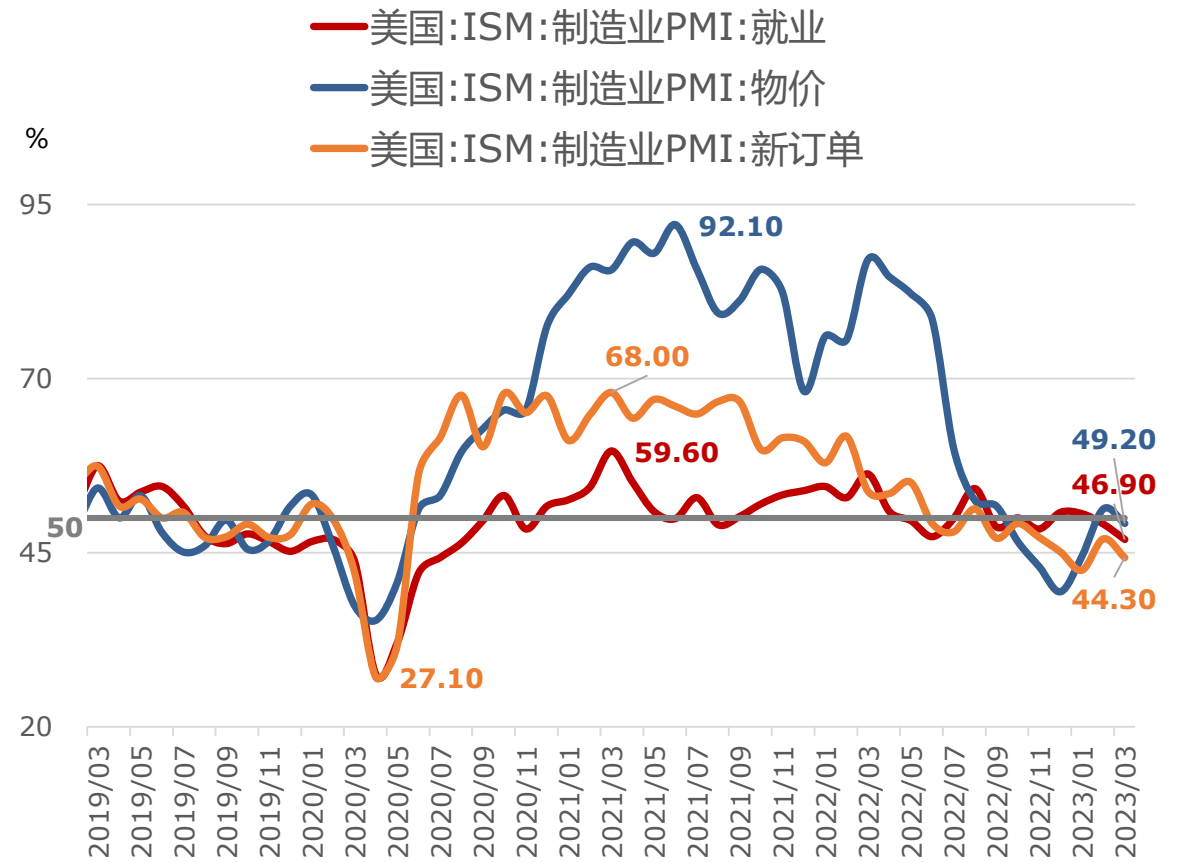
## 3月份美国制造业PMI延续弱势

- 美国3月PMI指数持续处于收缩区间，其中ISM PMI环比下降，Markit PMI环比有所回升，说明大型企业景气度较私营企业更为低迷。从分项看，就业指数、物价指数、新订单指数均处在收缩区间且环比下跌

**3月ISM制造PMI下降至46.3%，Markit制造业PMI回升至49.2%，二者走势有所背离但均处荣枯线以下**



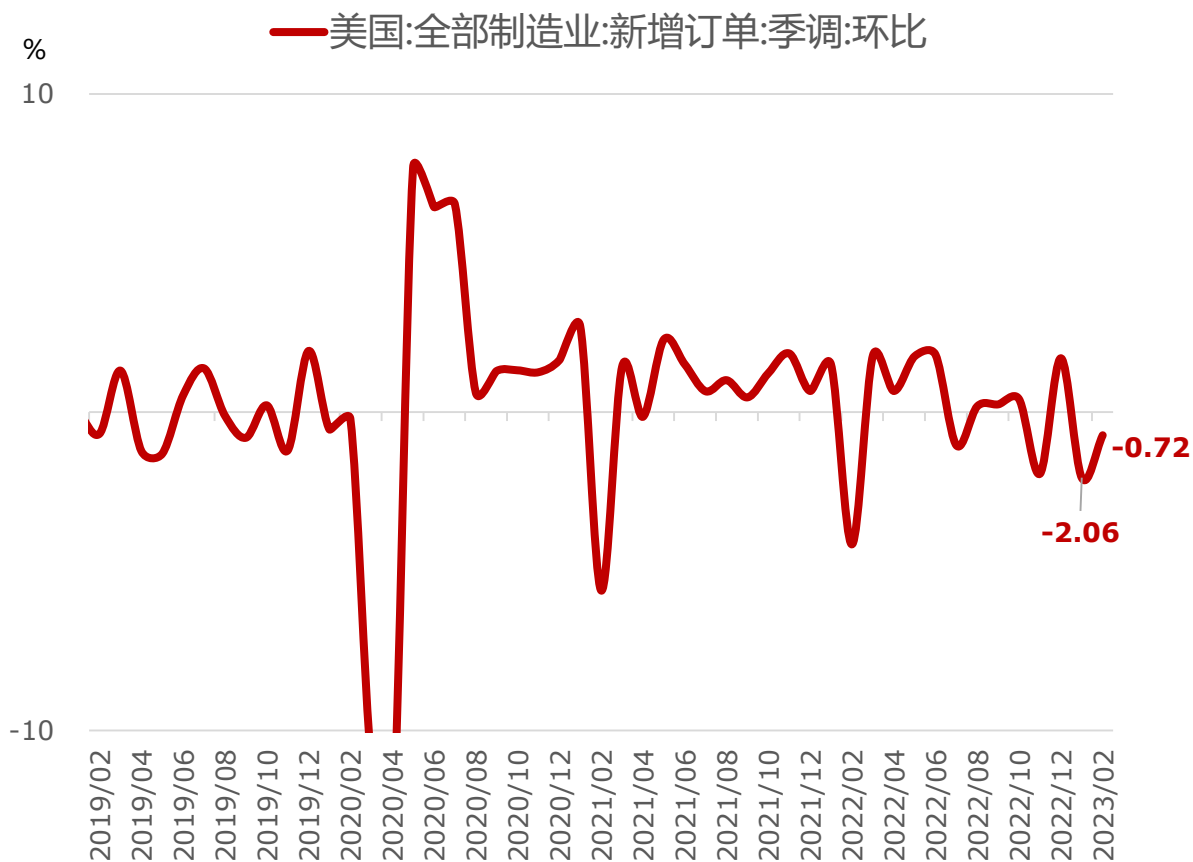
**分项来看，3月就业、物价、新订单PMI均有下降**



# 美国新订单表现疲软，低于预期

- 2月制造业新增订单环比仍在收缩区间，2月耐用品新增订单连续三个月环比减少

### 2月制造业新增订单环比为-0.72%



### 耐用品新增订单环比连续三月为负

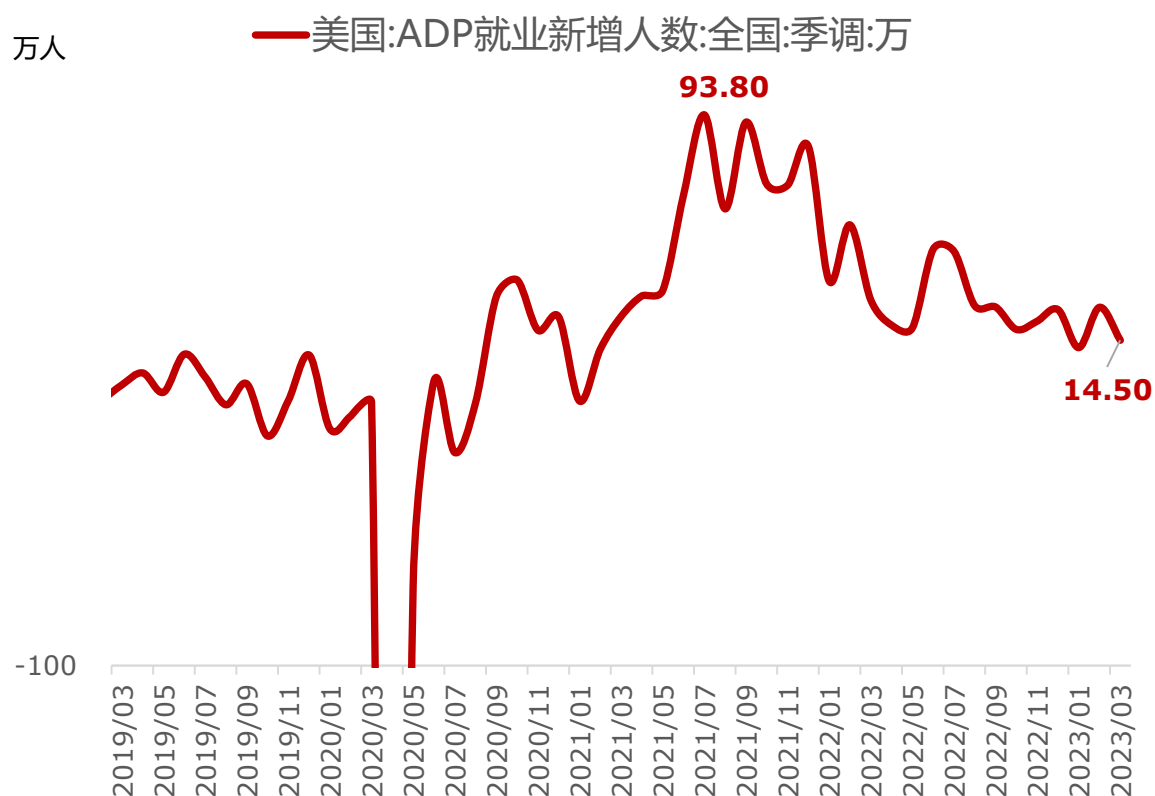




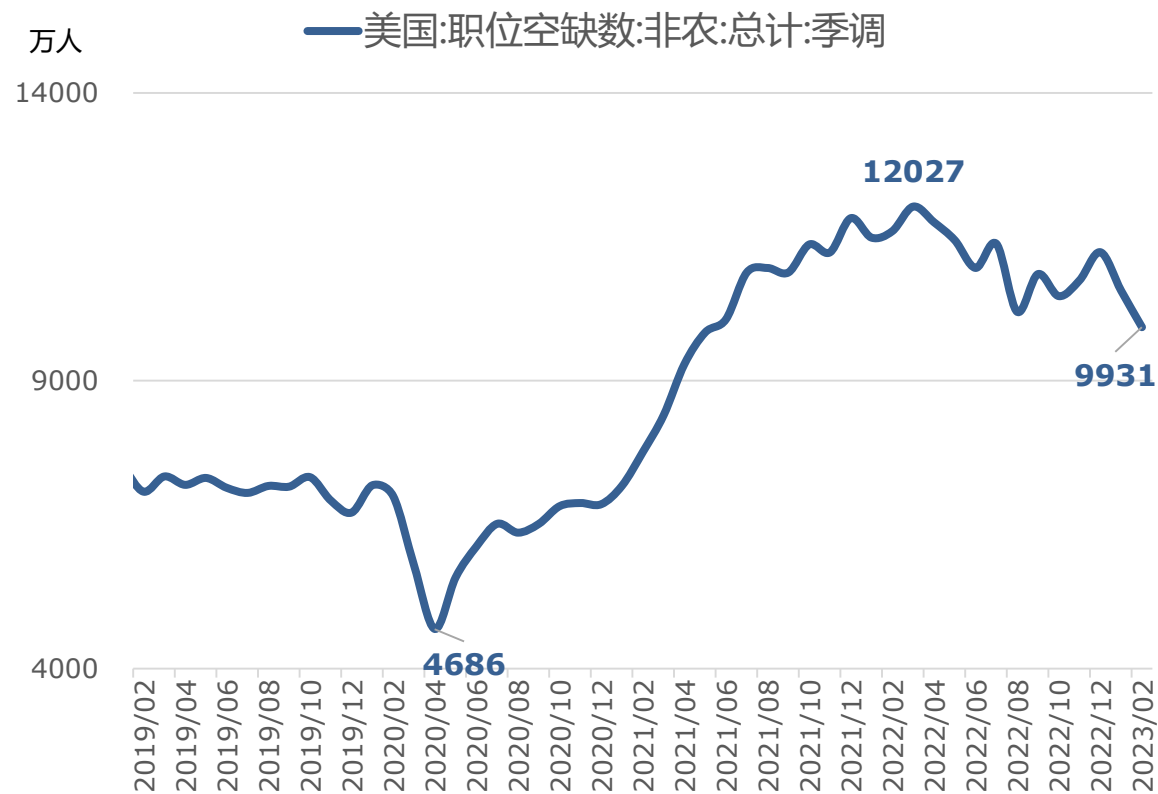
# 美国就业市场最新数据显示有边际降温的迹象

- 美国3月ADP就业人数新增14.5万人，2月份职位空缺降至990万，双双低于市场预期，暗示美国劳动力市场紧缺局面或边际缓和

**美国3月ADP就业人数新增14.5万人，低于市场预期的20万人**



**2月美国职位空缺数由前值的10563降至9931万**



# 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



<b>上海分公司</b> 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	<b>杭州城星路营业部</b> 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	<b>四川分公司</b> 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	<b>上海陆家嘴营业部</b> 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
<b>广东金融高新区分公司</b> 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2301、2302房	<b>深圳营业部</b> 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	<b>佛山分公司</b> 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	<b>东莞营业部</b> 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
<b>广州营业部</b> 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	<b>清远营业部</b> 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	<b>肇庆营业部</b> 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	<b>华南分公司</b> 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
<b>北京分公司</b> 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	<b>湖北分公司</b> 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	<b>山东分公司</b> 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	<b>郑州营业部</b> 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
<b>青岛分公司</b> 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	<b>机构业务部</b> 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	<b>机构事业一部</b> 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	<b>机构事业二部</b> 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
<b>机构事业三部</b> 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	<b>广期资本管理(上海)有限公司</b> 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](http://www.gzf2010.com.cn)