

预期差异下的数据弱化

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年04月17日

投资摘要:

3月的社融、进出口和美国CPI数据均出现显著好转。社融和出口大幅增长，美国CPI同比较上月下降1个百分点。但表面的“超预期”并未在资本市场得到共鸣，“市场觉得”和“你觉得”出现了分歧。在市场反应帮助我们回调了对数据的利好解读后，我们仍需直面来自就业和内需的复苏压力，以及美国可能陷入经济衰退的压力情景。内需不足叠加外需收缩仍将继续限制经济复苏高度。

社融大幅增长

- 人民币信贷大幅增长，助新增社融延续2月强劲趋势。2023年3月新增社融5.38万亿元，前值3.16万亿元，同比多增7235亿元。其中新增人民币贷款3.95亿元，新增政府债券6022亿元，新增企业债券3288亿元，非标融资和外币贷款分别贡献1919亿元和427亿元。与历史各年的3月相比，2023年3月新增社融规模较大，主要贡献来自人民币贷款。
- 企业贷款和中长期贷款大幅增长。从部门来看，3月人民币贷款中企业部门新增2.7万亿元，同比多增2200亿元；居民部门新增1.24万亿元，同比多增4908亿元。从期限来看，新增中长期贷款2.7万亿元，同比多增9865亿元；新增短期贷款（含票据）1.22万亿元，同比少增2902亿元。随居民购房需求的回暖以及企业经营预期的好转，两部门新增中长期贷款均实现同比大幅增长。
- 股票市场反映平淡暗示社融数据并未超预期。尽管从绝对量上来看，在剔除季节性因素后3月社融增量相对历史较高。在4月12日社融数据发布当日，沪深300收跌0.07%，总体表现并不强势。同时当日国债期货主力合约收涨0.08%，再次弱化增量社融的超预期程度。进一步的，3月M2与M1增速差值再次走阔，货币定期化程度较高传递出需求弱化的信号。
- 债券市场和股票市场对社融数据的不同反映或提示资金空转，维持对经济复苏高度的谨慎判断。通常来讲，社融高增利好股市但不利于债市，3月的反差或提示存在企业将资金用于金融市场的套利行为，从而导致债市微涨而大盘指数微跌。如果上述逻辑成立，则目前来看经济复苏仍存一定的压力，我们维持在《复苏高度不可高估》中对复苏程度的谨慎判断。

出口增速翻正

- 3月出口金额增速大幅增长，1-3月累计出口金额增速翻正。以美元计价，3月当月出口同比增长14.8%，前值-1.3%，进口金额增速-1.4%，前值4.2%。1-3月累计出口金额增速0.5%，前值-6.8%，实现翻正。3月出口一反年初的颓势，出口金额在去年基数并不低的情况下实现了快速回升，但进口金额增长仍然乏力，当月增速较上月下降5.6个百分点。
- 对东盟出口成为增速最大贡献，对美国出口仍呈负增长。从主要贸易伙伴来看，3月出口金额高增速主要来自对东盟的出口，3月当月对东盟出口拉动增速5.3个百分点，而对美国出口金额仍同比负增长，拉低出口增速1.3个百分点，成为最大拖累项。
- 箱包、服装、玩具、机电产品成为3月出口增速主要贡献。从产品结构来看，对3月整体出口增速贡献最大的是机电产品（12.3%），拉动出口增速6.3个百分点。同时箱包（90.1%）、服装（31.9%）、鞋靴（32.3%）和玩具（30.9%）均对整体增速拉动显著。
- 股市再次负反馈或说明出口增速前期已充分定价。从数据来看，14.8%的出口金额增速实属不低，但与社融数据发布当天的情况相似，股票市场再次出现负反馈。海关出口快讯于4月13日发布，但当日沪深300向下跳空开市后收跌0.69%，中证1000当日收跌0.77%。进一步的，在出口商品中表现亮眼的服装、鞋靴等产品行业在4月13日收涨0.1%。整体来看，股市并未对亮眼的出口增速表现出过多的正向回应。可能原因是3月出口高增长依赖疫情达峰前未处理完成的堆积订单，市场或已充分定价。

美国核心通胀仍有上行可能

- 3月美国CPI同比大幅下降，但核心CPI同比环比上行。3月美国CPI当月同比5%，较前值6%显著下降，但以美国机动车价格和房租为主的核心CPI敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

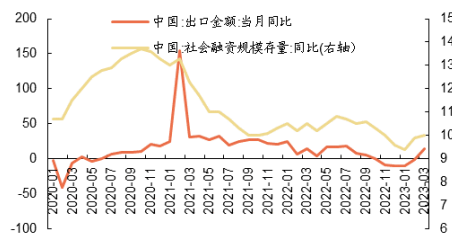
SAC执业证书编号：S1660519040001

李起

研究助理

SAC执业证书编号：S1660122090010

2020-2023年社融和出口金额当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 《警惕通胀的上行风险：宏观经济研究周报》2023-04-06
- 《复苏高度不可高估：宏观经济研究周报》2023-04-02
- 《边际降温但同比仍有支撑：宏观经济研究周报》2023-03-26
- 《方向确定但高度未知：宏观经济研究周报》2023-03-19
- 《复苏中的杠杆错位：宏观经济研究周报》2023-03-12

当月同比录得 5.6%，再次掉头向上。

- ◆ **通胀数据发布当天，美股收跌，10 年期美债收益率下行而黄金收涨。**4 月 12 日美国 CPI 数据发布当天，标普 500 和纳斯达克指数分别下挫，10 年期美债收益率先升后跌，黄金小幅收涨。在美国 CPI 同比出现显著下降后，美国市场并未表现出很强的乐观情绪，而“黄金涨+10 债收益率跌”的组合也大概率隐含市场对美国经济的衰退预期。整体来看，市场情绪仍然受到了核心 CPI 再次上行的打压，说明此前市场对 CPI 走势的预期仍存低估，也间接说明包含服务价格和房租的核心 CPI 可能是资本市场更为关注的指标。
- ◆ **美国核心 CPI 同比仍有较大上行风险，4-5 月核心 CPI 或突破 6%。**根据最新的美国二手车和租房市场数据，我们利用在报告《日中则昃》中提出的观测指标，对 4-5 月美国核心 CPI 当月同比进行了预测。我们判断，4 月美国核心 CPI 当月同比在 5.8% 左右，而 5 月核心 CPI 大概率破 6%。依据此判断，美国联邦基金利率在高位停留时间或超预期。

风险提示：海外需求超预期强劲、居民和企业需求超预期回暖、美国房租、薪资水平、机动车价格超预期下降。

2023 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202303E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	4.8	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	5.6	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	13.0	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	7.1	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-4.8	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	6.3	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0.7	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-2.5	-0.5
顺差对 GDP 增速拉动	0.6	1.8	0.5	0.3	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	6.9	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	10.0	9.0

说明：CPI 和 PPI 为全年同比，3 月预测为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日；CPI、PPI、美元兑人民币汇率和社融增速均为实际值。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 社融大幅增长.....	4
2. 出口增速翻正.....	5
3. 美国核心通胀仍有上行可能.....	7
4. 风险提示.....	7

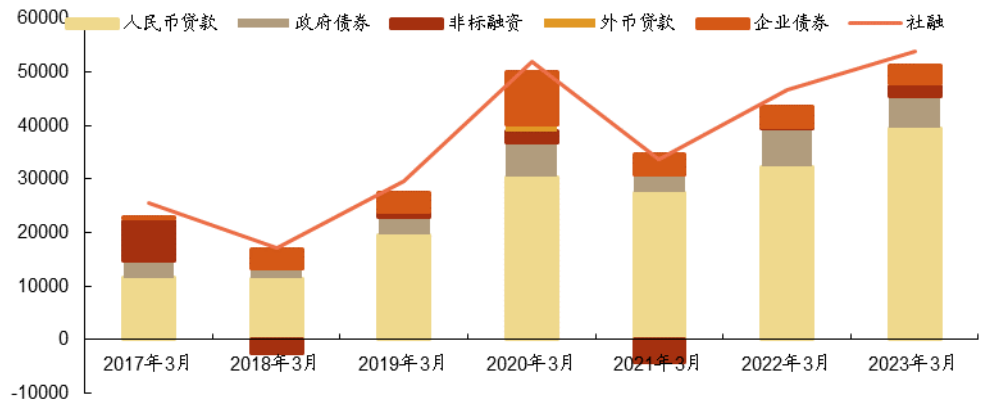
图表目录

图 1: 2017-2023 年各年 3 月社融结构 (亿元)	4
图 2: 2020-2023 年社融、M1 和 M2 同比增速 (%)	5
图 3: 2023 年 3 月主要国家对我国进出口金额增速拉动	5
图 4: 2023 年 3 月出口主要商品增速及对整体增速拉动	6
图 5: 2020-2023 年美国 CPI 及重要分项同比	7
表 1: 2023 年 3 月当月新增人民币贷款	4
表 2: 2023 年 3 月当月新增人民币贷款较去年同期	4

1. 社融大幅增长

人民币信贷大幅增长，助新增社融延续 2 月强劲趋势。2023 年 3 月新增社融 5.38 万亿元，前值 3.16 万亿元，同比多增 7235 亿元。其中新增人民币贷款 3.95 万亿元，新增政府债券 6022 亿元，新增企业债券 3288 亿元，非标融资（包含委托贷款、信托贷款、未贴现银票）和外币贷款分别贡献 1919 亿元和 427 亿元。与历史各年的 3 月相比，2023 年三月新增社融规模较大，主要贡献来自人民币贷款（图 1）。

图1：2017-2023 年各年 3 月社融结构（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

企业贷款和中长期贷款大幅增长。从部门来看，3 月人民币贷款中企业部门新增 2.7 万亿元，同比多增 2200 亿元；居民部门新增 1.24 万亿元，同比多增 4908 亿元。从期限来看，新增中长期贷款 2.7 万亿元，同比多增 9865 亿元；新增短期贷款（含票据）1.22 万亿元，同比少增 2902 亿元（表 1、表 2）。随居民购房需求的回暖以及企业经营预期的好转，两部门新增中长期贷款均实现同比大幅增长。

表1：2023 年 3 月当月新增人民币贷款

部门	中长期	短期（含票据）	合计
企业	20700	6128	27000
居民	6348	6094	12447
合计	27048	12222	39502

说明：企业、居民人民币贷款分项数据为金融机构口径，总数为社融口径。

资料来源：Wind，申港证券研究所

表2：2023 年 3 月当月新增人民币贷款较去年同期

部门	中长期	短期（含票据）	合计
企业	7252	-5148	2200
居民	2613	2246	4908
合计	9865	-2902	7211

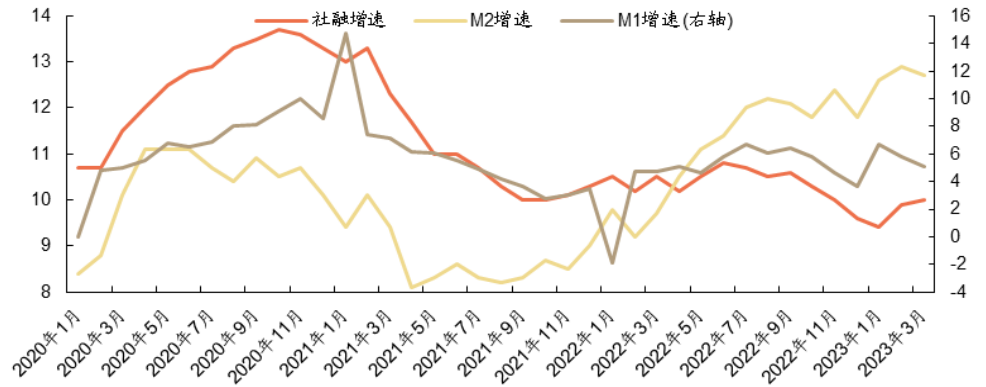
说明：企业、居民人民币贷款分项数据为金融机构口径，总数为社融口径。

资料来源：Wind，申港证券研究所

股票市场反映平淡暗示社融数据并未超预期。尽管从绝对量上来看，在剔除季节性

因素后 3 月社融增量相对历史较高。在 4 月 12 日社融数据发布当日，沪深 300 收跌 0.07%，总体表现并不强势。同时当日国债期货主力合约收涨 0.08%，再次弱化增量社融的超预期程度。进一步的，3 月 M1 增速 5.1%，前值 5.8%，M2 与 M1 增速差值再次走阔，货币定期化程度较高传递出需求弱化的信号（图 2）。

图2：2020-2023 年社融、M1 和 M2 同比增速（%）



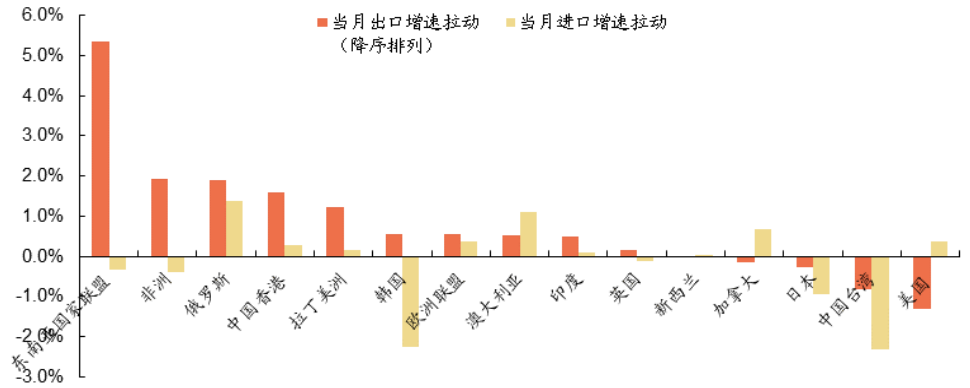
资料来源：Wind，申港证券研究所

债券市场和股票市场对社融数据的不同反应或提示资金空转，维持对经济复苏高度的谨慎判断。社融数据发布后的债券市场和股票市场对社融数据的不同反应引人思考。通常来讲，社融高增利好股市但不利于债市，3 月的反差或提示存在企业将资金用于金融市场的套利行为，从而导致债市微涨而大盘指数微跌。如果上述逻辑成立，则目前来看经济复苏仍存一定的压力，我们维持在《复苏高度不可高估》中对复苏程度的谨慎判断。

2. 出口增速翻正

3 月出口金额增速大幅增长，1-3 月累计出口金额增速翻正。以美元计价，3 月当月出口同比增长 14.8%，前值-1.3%，进口金额增速-1.4%，前值 4.2%。1-3 月累计出口金额增速 0.5%，前值-6.8%，实现翻正。3 月出口一反年初的颓势，出口金额在去年基数并不低的情况下实现了快速回升，但进口金额增长仍然乏力，当月增速较上月下降 5.6 个百分点。

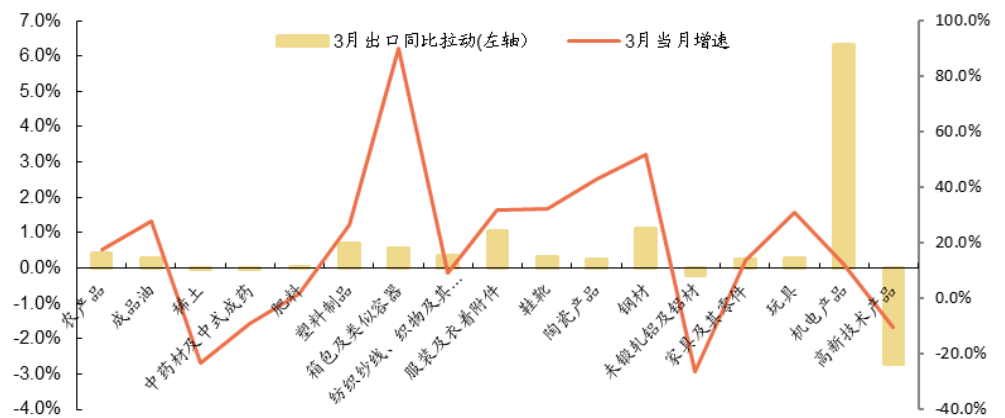
图3：2023 年 3 月主要国家对我国进出口金额增速拉动



资料来源：海关总署，申港证券研究所

对东盟出口成为增速最大贡献，对美国出口仍呈负增长。从主要贸易伙伴来看，3月出口金额高增速主要来自对东盟的出口，3月当月对东盟出口拉动增速5.3个百分点，而对美国出口金额仍同比负增长，拉低出口增速1.3个百分点，成为最大拖累项（图3）。

图4: 2023年3月出口主要商品增速及对整体增速拉动



资料来源：海关总署，申港证券研究所

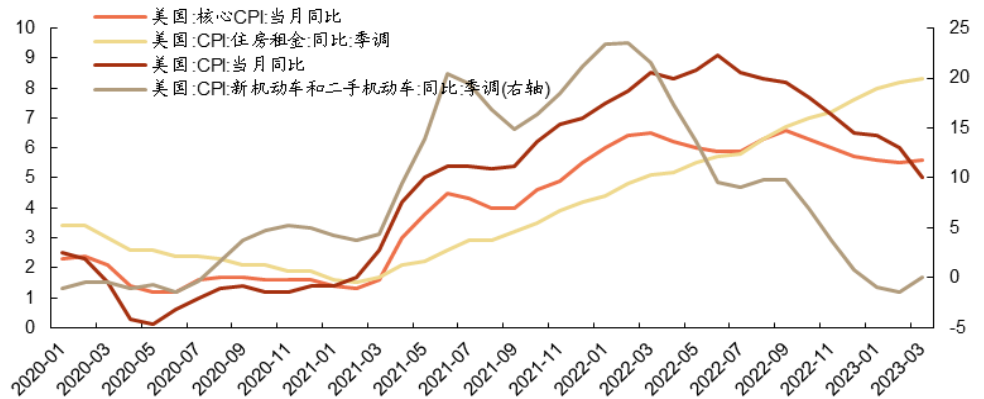
箱包、服装、玩具、机电产品成为3月出口增速主要贡献。从产品结构来看，对3月整体出口增速贡献最大的是机电产品（12.3%），拉动出口增速6.3个百分点。同时箱包（90.1%）、服装（31.9%）、鞋靴（32.3%）和玩具（30.9%）均对整体增速拉动显著（图4）。劳动密集型产品主要以转口贸易的形式向东盟国家出口，这与3月对东盟出口增速较高对应。

股市再次负反馈或说明出口增速前期已充分定价。从数据来看，14.8%的出口金额增速实属不低，但与社融数据发布当天的情况相似，股票市场再次出现负反馈。海关出口快讯于4月13日发布，但当日沪深300向下跳空开市后收跌0.69%，中证1000当日收跌0.77%。进一步的，在出口商品中表现亮眼的服装、鞋靴等产品行业在4月13日收涨0.1%。整体来看，股市并未对亮眼的出口增速表现出过多的积极回应。可能原因是3月出口高增长依赖疫情达峰前未处理完成的堆积订单，市场或已充分定价。

3. 美国核心通胀仍有上行可能

3月美国CPI同比大幅下降，但核心CPI同比环比上行。3月美国CPI当月同比5%，较前值6%显著下降，但以美国机动车价格和房租为主的核CPI当月同比录得5.6%，再次掉头向上，体现出较强的粘性（图5）。

图5：2020-2023年美国CPI及重要分项同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

通胀数据发布当天，美股收跌，10年期美债收益率下行而黄金收涨。4月12日美国CPI数据发布当天，标普500和纳斯达克指数分别下挫，10年期美债收益率先升后跌，黄金小幅收涨。在美国CPI同比出现显著下降后，美国股票并未表现出很强的乐观情绪，而“黄金涨+10债收益率跌”的组合也大概率隐含市场对美国经济的衰退预期。整体来看，市场情绪仍然受到了核心CPI再次上行的打压，说明此前市场对CPI走势的预期仍存低估，也间接说明包含服务价格和房租的核心CPI可能是资本市场更为关注的指标。

美国核心CPI同比仍有较大上行风险，4-5月核心CPI或突破6%。根据最新的美国二手车和租房市场数据，我们利用在报告《日中则昃》中提出的观测指标，对4-5月美国核心CPI当月同比进行了预测。我们判断，4月美国核心CPI当月同比在5.8%左右，而5月核心CPI大概率破6%。依据此判断，美国联邦基金利率在高位停留时间或超预期。

4. 风险提示

海外需求超预期强劲、居民和企业需求超预期回暖、美国房租、薪资水平、机动车价格超预期下降。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上