

国内经济或好于预期，美国通胀持续回落

观点

1、在通胀回落的同时衰退风险上升，本周大宗商品继续偏弱震荡。展望未来，国内方面，近期公布的出口、社融等数据超出市场预期，表明经济复苏势头良好，3月经济表现或好于预期，但结构上出现分化，即服务需求偏强而商品需求偏弱，这对商品价格走势有一定的压制，未来政策或针对经济复苏的薄弱环节进行适当调节，内需持续回升依旧值得期待。海外来看，美国通胀持续下行，压力得到缓解，预计美联储将在5月结束加息进程，但年内是否降息仍存在不确定性，与此同时，由于海外经济下行压力持续加大，“硬着陆”风险有所上升，仍需警惕海外衰退交易卷土重来。

核心逻辑

(1) 本周商品偏弱震荡，尽管美国通胀继续回落，美联储加息接近尾声有助于提升风险偏好，但美国经济下行甚至衰退的风险有所提升，叠加国内需求尤其是商品需求恢复偏慢，这压制了商品的走势。

(2) **美国通胀继续回落确认加息接近尾声。**美国3月CPI同比增速回落至5.0%，低于市场预期的，表明美国的通胀压力得到了缓解，能源和食品价格环比增速回落是主要的贡献，同时核心CPI环比增速也较前值有所下滑。在美联储持续大幅加息的背景下，美国经济开始显现疲态，制造业ISM指数大幅下跌、就业缺口持续收敛、薪资增速放缓，这些都对通胀下行产生影响，此外，硅谷银行事件造成的金融条件收紧也对通胀有一定的抑制作用。与此同时，美联储3月会议纪要显示，银行业危机之下，多位官员下调利率峰值预期，美国可能很快结束加息。目前基本可以确定美联储将在5月加息25BP后将停止加息，但是，由于核心通胀尤其是服务通胀依然强韧，美联储需要让高利率持续相当长的一段时间，下半年是否降息有待观察。

(3) **中国经济复苏超预期。**近期公布的出口、社融等数据超出市场预期，表明经济复苏势头良好：1) 3月出口同比增长14.8%，大幅超出市场预期，尽管外需下滑不可避免，出口高增的趋势难以持续，但中国产业链的优势巨大，出口存在韧性，全年的出口可能好于此前市场的预期。2) 3月新增社融、信贷继续超市场预期，总量结构上双双改善，此前偏弱的居民贷款明显回暖；企业贷款维持强劲，这与央行发布的一季度企业、城镇储户、银行家问卷调查报告相互印证，表明随着经济的不断回暖，居民、企业的贷款需求均有所提升。但经济复苏过程中也存在一些隐忧，主要是国内经济复苏出现了结构上的不同步（如居民端的服务消费偏强而商品消费偏弱，服务业复



宏观·周度报告

2023年4月16日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 经济复苏超预期

近期公布的出口、社融等数据超出市场预期，表明经济复苏势头良好，但也存在一些隐忧，主要是国内经济复苏出现了结构上的不同步（如居民端的服务消费偏强而商品消费偏弱，服务业复苏依旧强劲而制造业复苏有所放缓）以及海外经济衰退的风险依然较大。

（1）出口强劲增长，远超市场预期

海关总署的数据显示，2023年3月，我国实现出口总值3155.9亿美元，同比+14.8%，大幅超出市场预期（-5.05%），与上月环比+47.5%，表现亮眼。3月实现进口总值2274.0亿美元，同比降幅大幅收窄至-1.40%，优于市场预期（-4.86%）。3月实现贸易顺差881.9亿美元，市场预期顺差444.03亿美元。本月出口数据结束了自去年10月以来的连续负增长，并一举实现两位数的高增，进出口数据全线超过市场预期。

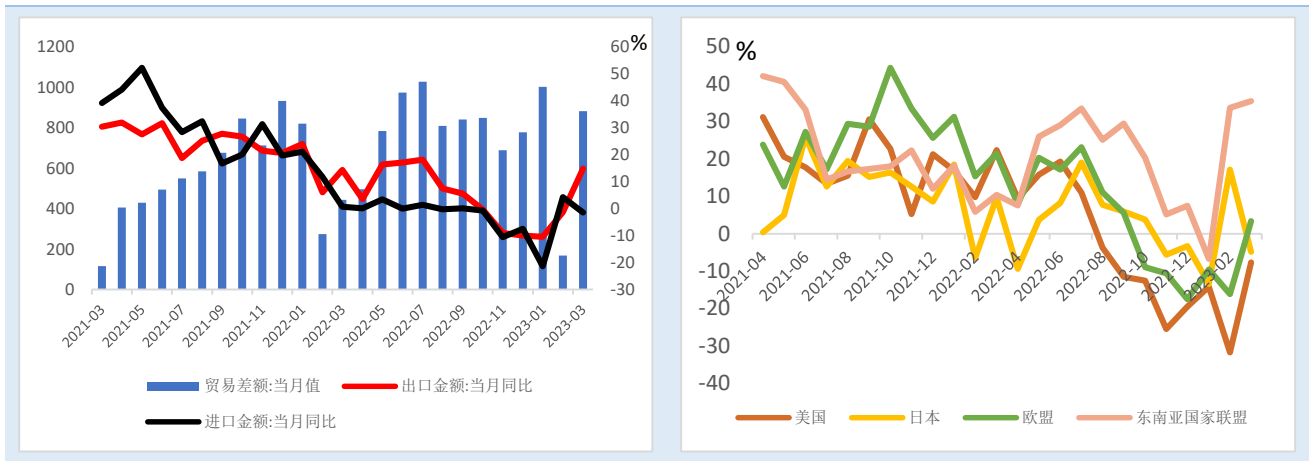
出口的全面超预期可能有以下几个方面的原因：一是海外订单回流，随着国内疫情结束，供应链安全得到保证，此前流出的部分订单开始回流中国，这体现为中国与周边国家“此消彼长”效应（中国疫情反弹以来中国与越南出口表现出了反向关系）；二是，海外需求存在一定的韧性，这与3月PMI新出口订单保持扩张区间相互印证，尤其是东南亚国家经济出现了回暖，带动了对该地区出口的明显增长。值得关注的是，汽车出口实现了大幅增长，这背后是制造业升级，国产车在全球汽车产业链中低位明显提升。

与此同时，我们看到进口亦实现了超预期回升，3月同比降幅收窄到1.4%，具体商品来看，农产品和工业品原材料进口增速较高，煤、石油、铁矿石等商品均为正增长，数量增长则更为明显，显示出国内能源及基建等领域的需求复苏较快。

往后看，3月份亮眼的出口数据或难以持续，因为海外经济加速下行走向衰退的趋势刚刚开始，在连续大幅加息的负面影响下，海外经济疲态初显，银行业危机造成的信贷紧缩进一步加大经济衰退的风险，美欧经济“软着陆”的难度较大，所以，从长期来看外需下滑不可避免，出口高增的趋势难以持续。但同时应该意识到，中国产业链的优势巨大，出口存在韧性，全年的出口可能好于此前市场的预期。

图表 1：外贸表现好于预期

图表 2：对主要国家和地区的出口增速（单月）



数据来源: Wind

(2) 新增社融、信贷继续超市场预期

4月11日,央行发布3月金融数据显示,3月M2同比12.7%,前值12.9%,M1同比5.1%,前值5.8%。新增人民币贷款3.89万亿元,前值为1.81万亿元。社会融资规模增量5.38万亿元,前值为3.16万亿元。社融存量增速升至10%,前值9.9%。新增社融、人民币贷款均继续超出市场预期。

1) **贷款结构继续改善**。居民部门来看:3月居民部门贷款增加1.24万亿元,同比多增4908亿元。从结构上看,短期贷款增加6094亿元,同比多增2246亿元,在汽车表现不佳的背景下,可能与居民出行消费、低利率下存量债务置换有关;中长期贷款新增6348亿元,同比多增2613亿元,随着稳地产政策的逐步推出和落地,房地产销售出现边际改善,带动居民中长期贷款明显回升。企业部门来看:3月企业贷款新增2.7万亿元,同比多增2200亿元,其中短期贷款增加1.08万亿元,同比多增2726亿元;新增中长期贷款2.07万亿元,同比多增7252亿元,延续高增的趋势,信贷前置发力依然明显。一方面,基建投资、制造业投资旺盛带动企业中长期贷款多增;另一方面,去年以来落地的政策性开发性金融工具尚有配套融资需求。

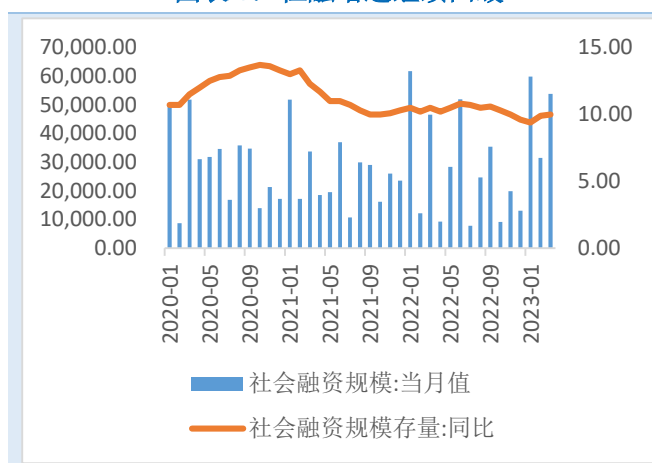
2) **社融存量增速回归两位数增长**。从社融结构上看,人民币贷款和表外票据融资是社融的主要贡献项,企业债券和政府债券对社融构成一定拖累。3月末贴现银行承兑汇票同比多增1503亿元,企业开票意愿较高。企业债券融资新增3350亿元,同比少增400亿元,风险事件后债市的融资规模仍在逐步恢复的过程中。在3月财政政策继续前置发力下,政府债券融资新增6022亿元,维持相对高位,但同比少增1052亿元。总的来看,当月新增社融规模创历年同期最高,带动社融增速回升至10.0%。

3) **M2-M1剪刀差走阔,经济活力仍然不足**。M2同比增长12.7%,主要由于贷款多增带动存款派生,而去年同期基数较高,影响M2增速回落。与此同时,M1增速同样出现回落且幅度大于M2,这导致了M2-M1剪刀差进一步走阔,背后可能反映出经济活力仍然不足,资金可能存在一定的空转现象。3月人民币存款增加5.71万亿元,同比多增1.22万亿元。其中住户存款新增2.91万亿元,虽然仍同比多增2051亿元,但幅度较前期已明显减少,表明当前居民预防性储蓄的现象边际上有所缓解,这与一季度央行问卷调查中

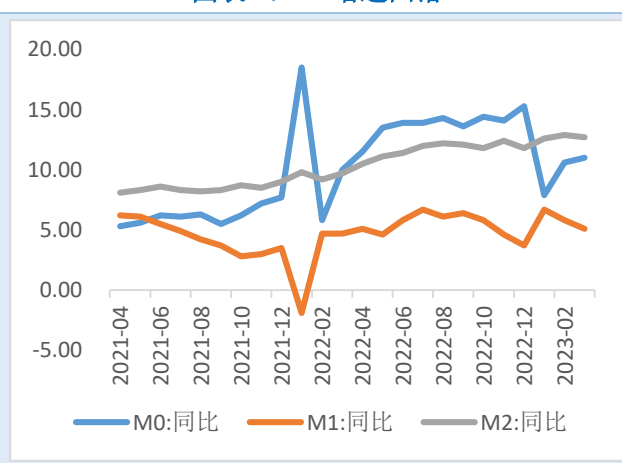
倾向“更多储蓄”的居民占比下降相符。后续在经济稳健复苏及市场信心修复下，再加上基数效应，M2 增速或逐渐回落。

3 月新增社融、信贷继续超市场预期，总量结构上双双改善，此前偏弱的居民贷款明显回暖；企业贷款维持强劲，这与央行发布的一季度企业、城镇储户、银行家问卷调查报告相互印证，表明随着经济的不断回暖，居民、企业的贷款需求均有所提升。不过，结合 3 月的通胀数据来看，反映出的现象是投资需求整体偏强，而消费需求可能强在场景恢复后的服务业消费，商品消费表现仍然偏弱。此外，如房地产销售等是否存在积压需求集中释放所带来的高增，仍需持续观察。

图表 3：社融增速继续回暖



图表 4：M2 增速回落



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 货币政策委员会召开 2023 年第一季度例会

4 月 14 日，央行网站消息称，央行货币政策委员会 2023 年第一季度（总第 100 次）例会近期在京召开。会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，推动经济运行整体好转。

会议指出，当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有有力支持。

会议指出，要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有有力支持。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持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。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建

设，促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。

在结构性货币政策方面，会议表示，结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。

对于存款利率，会议指出，贷款市场报价利率改革红利持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥。会议同时表示，完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。

（2）国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》

4 月 12 日，国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》，明确总体要求和任务举措，推动能源转型不断向纵深发展，提出了全国能源生产总量达到 47.5 亿吨标准煤左右、发电装机达到 27.9 亿千瓦左右、发电量达到 9.36 万亿千瓦时左右、“西电东送”输电能力达到 3.1 亿千瓦左右、非化石能源占能源消费总量比重提高到 18.3%左右、非化石能源发电装机占比提高到 51.9%左右、风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%、单位国内生产总值能耗同比降低 2%左右等 2023 年目标。

1.3 美国通胀继续回落确认加息接近尾声

（1）美国通胀继续缓解

4 月 12 日，美国劳工部公布的数据显示，3 月 CPI 同比增长 5.0%，预期为 5.1%，前值为 6%；3 月核心 CPI 同比增长 5.6%，预期为 5.6%，前值为 5.5%。3 月 CPI 环比增长 0.1%，预期为 0.2%，前值为 0.4%；3 月核心 CPI 环比 0.4%，预期为 0.4%，前值为 0.5%。

具体来看，能源价格回落导致能源分项环比下降 2.9pct 至-3.5%，叠加 2022 年 3 月的高基数，能源分项同比从 5.2%大幅下降至-6.4%，是 CPI 同比增速回落的最大贡献。但近期 OPEC 超预期减产导致油价上行，油价基数效应消退，未来 CPI 同比的下降幅度将明显放缓。同时，食品价格环比从 0.4%降至 0%。核心服务方面，房屋租金的居高不下是推动核心通胀的主要因素，3 月业主等价租金通胀和主要居所租金通胀环比均继续增长 0.5%，涨幅较上月收敛 0.3%；其他服务来看，医疗护理服务环比减少 0.5%，运输服务环比增加 1.1%。核心商品方面，占比较大的二手车和卡车指数也延续近期的下降态势，环比下跌 0.9%，拉低核心商品通胀，其他商品方面，家具、新车、教育和服装均有所增长。

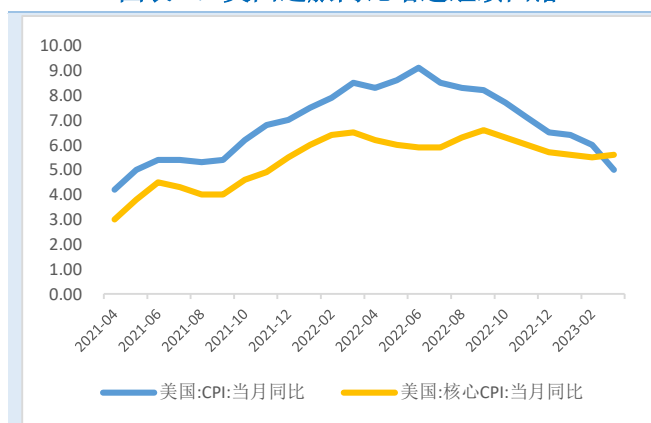
总体上来看，美国 3 月的通胀数据是低于市场预期的，表明美国的通胀压力得到了缓解，能源和食品价格环比增速回落是主要的贡献，同时核心 CPI 环比增速也较前值有所下滑。在美联储持续大幅加息的背

景下，美国经济开始显现疲态，制造业 ISM 指数大幅下跌、就业缺口持续收敛、薪资增速放缓，这些都对通胀下行产生影响，此外，硅谷银行事件造成的金融条件收紧也对通胀有一定的抑制作用。

与此同时，美联储 3 月会议纪要透露出暂停加息讯息，纪要显示，银行业危机之下，多位官员下调利率峰值预期，预计经济将在年内温和衰退，许多官员强调政策保持灵活的必要性，好几人曾考虑 3 月暂停加息，多位 FOMC 票委也表示通胀将逐渐走低，美国可能很快结束加息。

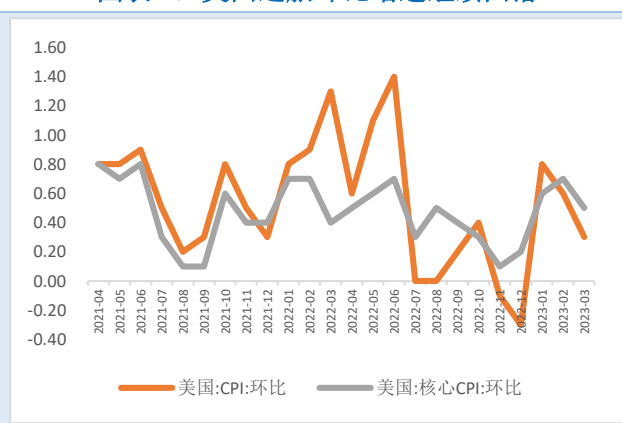
3 月通胀数据出炉后，基本可以确定美联储将在 5 月加息 25BP 后将停止加息，但是，由于核心通胀尤其是服务通胀依然强韧，美联储需要让高利率持续相当长的一段时间，下半年是否降息有待观察。

图表 5：美国通胀同比增速继续回落



数据来源：Wind

图表 6：美国通胀环比增速继续回落



数据来源：Wind

(2) IMF 下调全球经济增长预期

当地时间 4 月 11 日，IMF 发布最新一期《世界经济展望》，在通胀居高不下、金融部门出现动荡的背景下，全球经济硬着陆的可能性正急剧上升。IMF 下调了对全球经济增长的预期，预计今年全球的平均增长率为 2.8%，低于 2022 年预测的 3.4% 和今年 1 月份预测的 2.9%；预测今年全球通胀率为 7%，低于 2022 年预测的 8.7%，但高于 1 月份预测的 6.6%；到 2023 年全球经济增长率降至 2% 以下的可能性为 25%，出现“严重下行情景”的可能性则为 15%。

分国别来看，报告显示，今年的经济放缓主要集中在发达经济体，约有 90% 发达经济体的经济增速将出现下滑，全球经济增长仍然动力不足。预计美国 2023 年将增长 1.6%，低于 2022 年预测的 2.1%，但高于 1 月份预测的 1.4%；预计 20 个欧元区国家 2023 年经济增长仅为 0.8%，但仍比其 1 月份的预测略有上调；同时，许多新兴市场和发展中经济体正在回暖，中国和印度的增长势头依然强劲，2023 年全年增速预期分别为 5.2% 和 5.9%，两国将贡献全球经济增长的一半。从中期角度来看，IMF 预计未来五年全球经济增长将保持在 3% 左右，这是 IMF 自 1990 年以来作出的最低中期经济增速预测，远低于过去二十年 3.8% 的平均水平，其因素包括新冠疫情的创伤性影响、结构性改革步伐放缓、地缘经济分裂、创新技术放缓等。报

告称，全球经济“正在进入一个危险阶段，在此阶段经济增长仍处于历史低位，金融风险已经上升，但通胀尚未彻底扭转局面”。

（3）日本央行新任行长亮相

当地时间 4 月 10 日，日本央行新任行长植田和男在就职新闻发布会上发表讲话称，他将竭尽全力确保物价和金融体系的稳定，鉴于当前的经济和价格形势，将继续维持超宽松的货币政策不变。与鸽派前任行长黑田东彦不同，植田和男的货币政策态度更偏向中立。

目前，新官上任的植田和男面临 YCC 退场、可持续通胀、金融稳定三重压力。植田和男表示，日本经济还没有到需要大幅加息的状态，负利率政策是当前货币宽松的基础，因此目前维持负利率是适当的。对于市场最为关注的 YCC 政策，他认为，考虑到目前的经济和物价情况，继续实行 YCC 政策是适当的，在 YCC 框架下继续实行货币宽松政策是适当的，现在处于等待阶段以观察去年 12 月政策调整的效果；对于实现 2% 通胀目标，他不能确切说明何时能实现日本央行 2% 的通胀目标，外部冲击是未能达到通胀目标的一大原因。2 月，日本 CPI 同比上涨 3.3%，较 1 月回落 1.0 个百分点，开始出现拐点回落。对于当前的银行业危机，他表示西方国家采取了许多措施遏制金融恐慌之后，金融市场正在恢复稳定，但金融市场的不确定性和焦虑情绪还没有完全消散，将继续密切关注金融市场。**短期来看，植田和男不会很快调整超宽松货币政策，4 月议息会议上货币政策调整的概率不大，市场也视植田和男的发言为鸽派。**

。

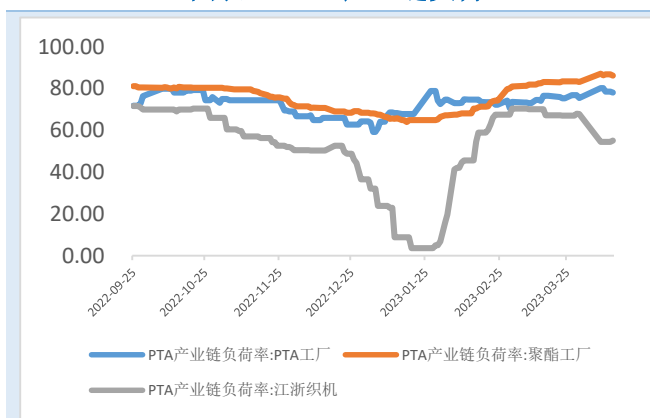
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

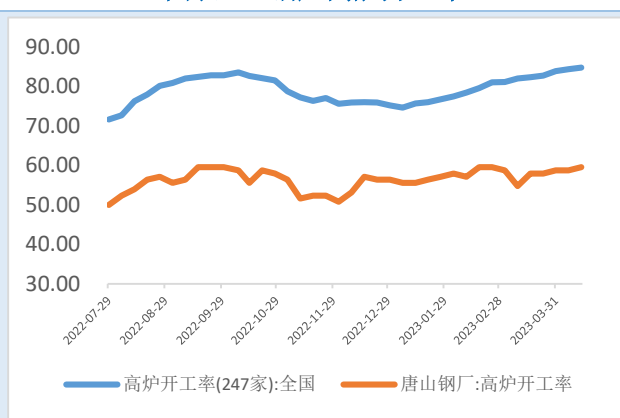
化工：价格回落，开工率平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格回落，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率稳中升至 78%，聚酯工厂负荷率稳中有升至 86%，江浙织机稳步复产，负荷率回落至 55%。

钢铁：生产稳步回升，需求有所回落。全国高炉开工率本周上升 0.44 个百分点至 84.74%。随着下游需求出现下滑，钢厂开工率或见顶回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需有所走弱，总库存去化放缓。受降雨天气和投机需求走弱的影响，下游实际成交有所放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

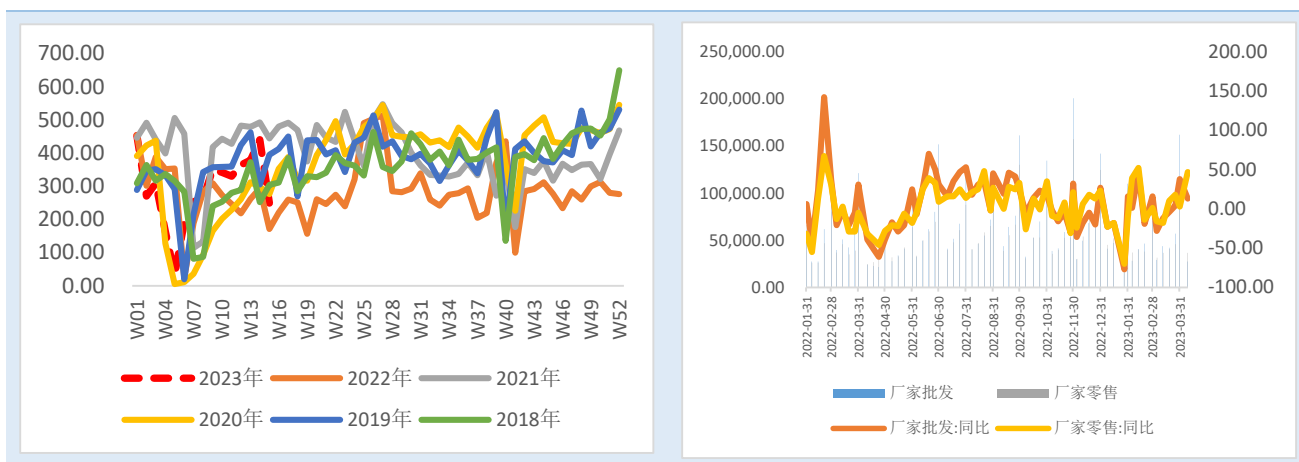
2.2 地产销售周环比上升，乘用车消费回升

房地产销售周环比上升。截至 4 月 12 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 52.16%，按均值计，4 月环比下降 27.16%，同比上升 20.41%，一、二、三线城市 4 月同比增速分别为 93.99%、7.31%和 8.61%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-57.54%，一、二、三线城市环比增速分别为-21.86%、-72.53%和-51.76%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 10.11%，其次是三线城市为 5.31%，最后是一线城市，为 0.0%。

汽车零售表现回升。根据乘联会数据，4 月 1 日-4 月 9 日，乘用车市场零售 32.8 万辆，同比去年同期增长 47%，较上月同期增长 8%。今年以来累计零售 461.4 万辆，同比下降 10%。4 月 1 日-4 月 9 日，乘用车新能源车市场零售 9.1 万辆，同比去年同期下降 8%，较上月同期下降 5%。今年以来累计零售 141.4 万辆，同比增长 21%。在国家 and 多地促消费政策推动下，近期车展等线下活动，全面活跃市场气氛并将加速聚拢人气。

图表 9：30 大中城市地产销售：周

图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格继续走低。本周蔬菜均价环比跌 2.17%，猪肉均价环比下跌 1.87%。

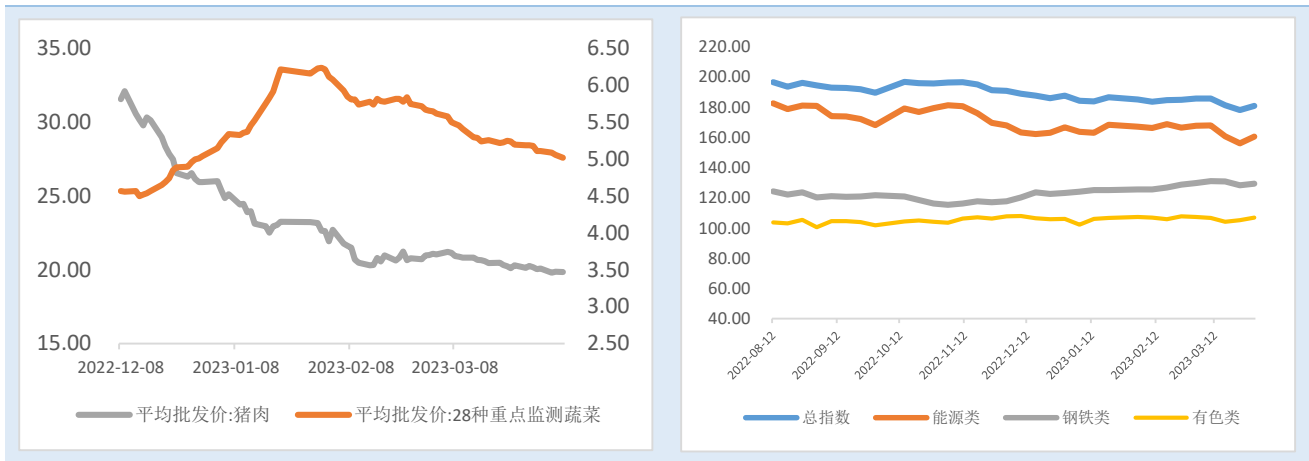
中国 3 月 CPI 同比 0.7%，预期 1.0%，前值 1.0%。3 月 CPI 环比-0.3%，前值-0.5%。中国 3 月 PPI 同比-2.5%，预期-2.5%，前值-1.4%。3 月 PPI 环比持平，前值为持平。

(2) 3 月通胀继续回落。3 月 CPI 同比增速继续回落，食品和非食品同步回落，扣除食品和能源的核心 CPI 同样出现回落。本轮经济复苏存在一个特点，供应端的恢复快于需求端的恢复，从而导致短期物价整体表现偏弱。此外，由于服务类消费好于耐用品消费，这也导致非食品价格整体平稳。现阶段由于食品和能源价格环比都在走弱，后续 CPI 同比增速或仍将处于低位。

(3) PPI 同比增速继续探底。在 3 月份 2.5% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.0 个百分点，新涨价影响约为-0.5 个百分点。去年同期高基数是 PPI 同比继续探底的主要原因，此外，国际大宗商品价格下跌也是拖累工业品价格的主要原因。现阶段在内需恢复弱于预期、外需下行压力加大的背景下，工业品价格或难有较好的表现，上下波动空间均有限，PPI 同比增速将继续受基数效应较大的影响，年内表现为前高后低。

图表 11: 食品价格多数回落

图表 12: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎