



### 核心观点：

3月高频数据显示，经济修复斜率边际回落，需求恢复动能不强，经济弱复苏现实与年度增长目标之间仍需要宏观政策加大支持力度。

前海期货有限公司  
投资咨询业务资格

### 投资研究中心

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com.net

从业资格号：F3063109

投资咨询号：Z0016509

## 经济整体弱复苏，政策力度偏稳健

### 报告摘要

- 国内方面，3月高频数据显示，经济修复斜率边际回落，主要由于当前稳增长政策空间尚未完全释放，投资端和消费端信心仍显不足，需求恢复动能不强。央行超预期降准能够加强对实体经济特别是中小微企业的支持，提振市场信心。
- 海外方面，美联储3月议息会议释放的信号依然偏鸽派，短期内，对于银行业危机的考量可能使美联储放缓加息速度，但美联储抑制通胀的决心强烈，政策转向的概率较低，因此市场对于年内暂停加息预期恐难以兑现。

### 重点关注：

- 3月国内社零、通胀、金融等数据
- 美国及欧元区3月PMI、CPI、失业率
- 海外银行业风险事件的持续扰动

## 一、经济弱复苏预期兑现，政策表述整体稳健

3月高频数据显示，经济修复斜率边际回落，主要由于当前稳增长政策空间尚未完全释放，投资端和消费端信心仍显不足，需求恢复动能不强，内需仍然较弱，尤其是房地产市场，在宽信用环境下，地产部门虽然边际改善，但持续性和斜率有待观察，金融数据和工业企业利润数据均指向企业当前盈利能力不足，居民端消费意愿尚未企稳，经济弱复苏预期逐渐兑现。此外，就业压力仍严峻，出口对工业生产的支持力度仍趋降，经济弱复苏现实与年度增长目标之间仍需要宏观政策加大支持力度。

今年政府工作报告中“5%左右”的全年经济增速目标处于市场此前预期的下沿，叠加目前已出台的政策整体偏稳健，市场关于后续稳增长政策的预期不断下修。当前经济仍处于爬坡阶段，复苏的持续性有待政策的托举，因此，后续稳增长政策加码值得期待，市场预期也有望上修。

### （一）经济增长目标总体稳健

《政府工作报告》提出，今年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右；城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。这一目标基本符合市场预期，既兼顾了短期稳增长的需要，也避免了过度刺激，当前内需乏力，外部打压遏制不断，经济反弹的空间受限，相对稳健的目标更符合实际情况。今年的就业目标是城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右，近年大学毕业生数量持续攀升，稳就业压力进一步加大。

在经济工作重点部分，提出“着力扩大国内需求”、“加快建设现代化产业体系”、“切实落实‘两个毫不动摇’”、“更大力度吸引和利用外资”、“有效防范化解重大经济金融风险”、“稳定粮食生产和推进乡村振兴”、“推动发展方式绿色转型”、“保障基本民生和发展社会事业”等重点。新增阐述部分，包括“稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复”、“实施城市更新行动”、“加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。加快前沿技术研发和应用推广。完善现代物流体系”。提出房地产要“防止无序扩张”，地方政府债务要“优化债务期限结构，降低利息负担”等。可以看出今年政策重心在于产业政策，重点聚焦现代化产业体

系和科技自立自强。

3月17日李强总理主持召开新一届国务院第一次全体会议。李强指出，要牢牢把握高质量发展这个首要任务，坚持稳字当头、稳中求进，科学精准实施宏观政策，综合施策释放内需潜能，推动经济运行持续整体好转。要把发展经济的着力点放在实体经济上，打好关键核心技术攻坚战，加快建设现代化产业体系。要进一步深化改革开放，谋划实施新一轮国有企业改革，促进民营经济发展壮大，稳住外贸外资基本盘。要有效防范化解重大风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线。要全力抓好农业农村工作，切实保障粮食和重要农产品稳定安全供给，巩固拓展脱贫攻坚成果。要深入推进污染防治，持续改善生态环境质量，积极稳妥推进碳达峰碳中和。

整体来看，政府总量政策目标稳健，工作方向聚焦稳增长和扩内需，现代化产业体系和科技创新等重点领域有望迎来产业政策催化，后续需关注4月底中央政治局会议上对经济工作的部署。

表1 历年政府工作报告目标

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>GDP 增速 (%)</b>	6.5%左右	6.0%-6.5%	未设定	6%以上	5.5%左右	5%左右
<b>CPI 增速 (%)</b>	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右
<b>M2、社融增速</b>	合理增长，流动性合理充裕	与 GDP 名义增速相匹配	明显高于去年	与 GDP 名义增速基本匹配	与 GDP 名义增速基本匹配	与 GDP 名义增速基本匹配
<b>城镇新增就业</b>	1100 万以上	1100 万以上	900 万以上	1100 万以上	1100 万以上	1200 万左右
<b>宏观杠杆率</b>	基本稳定	基本稳定	--	基本稳定	基本稳定	--
<b>赤字率</b>	2.6%	2.8%	3.6%以上	3.2%左右	2.8%左右	3%
<b>地方专项债</b>	1.35 万亿	2.15 万亿	3.75 万亿	3.65 万亿	3.65 万亿	3.8 万亿

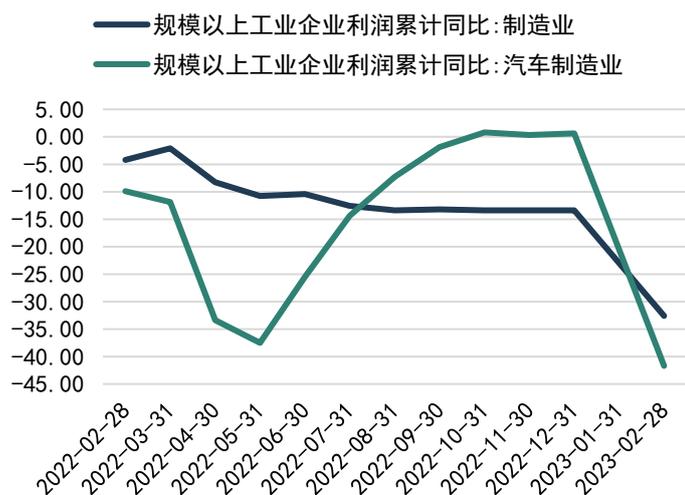
数据来源：政府工作报告，前海期货

## （二）工业企业需求端依然较弱，汽车消费低迷

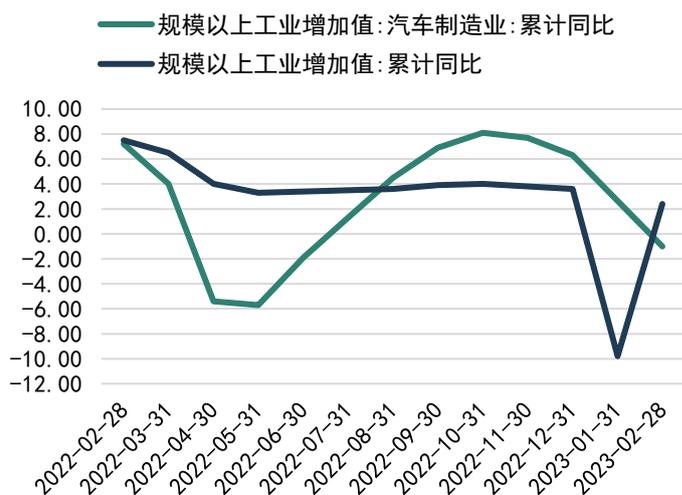
2023年1-2月，规模以上工业企业利润累计同比增速降幅进一步扩大18.9个百分点至-22.9%，主要受价格和利润率拖累。从行业收入结构来看，1-2月上、中、下游工业企业累计收入增速相比2022年全年水平均出现明显回落。其中上游收入增速下行至6.1%，依然保持正增长，受益于电力、热力、燃气及水生产和供应业的景气，上游利润依然保持正增长；中、下游工业企业1-2月累计收入增速均出现负增长，分别回落至-1.8%、-1.4%。整体而言，1-2月工业企业效益数据并未出现改善，而是呈现降幅的进一步扩大，除了经济恢复基础尚不牢固外，价格端和利润率的拖累是主要原因。

整体来看，工业企业的需求端依然较弱，汽车消费仍然低迷，汽车制造业增加值和利润增速出现较大回落。1-2月汽车零售额同比增速由正转负，从去年12月的4.6%降至-9.4%，拖累社零消费总体增速1.5个百分点。燃油车购置税减半和新能源汽车购置补贴政策均于去年底到期，在提振去年底汽车销售的同时，又透支了今年初的汽车销售。近期多个省市出台了促消费政策，多个车企竞相降价，都有助于促进汽车销售回暖。从3月中观高频数据来看，终端消费需求有所好转。3月前三周，乘联会乘用车批发、零售销量增速降幅均出现收窄。但在整个新能源汽车价格体系尚未出现探底迹象前，消费者有较浓厚的观望情绪。

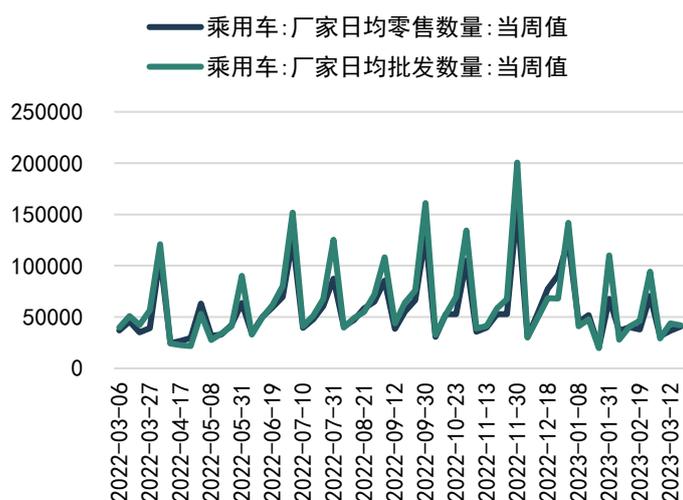
3月23日，工业和信息化部召开重点行业协会座谈会，分析研判一季度工业经济运行形势，研究重点行业稳增长政策措施。会议提出要发挥优势、因业施策，引导企业加大设备更新改造投资力度，积极搭建产销对接平台，着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，努力扩大家电、家居、绿色建材消费。要推动产业体系优化升级，加快改造升级传统产业，巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位，培育壮大新能源、新材料等新兴产业，前瞻性布局未来产业。要密切关注企业特别是中小微企业、民营企业面临的困难问题，畅通政企沟通渠道，依法保护企业权益，用真招实策稳定市场预期和提振企业信心。此外，乘联会等多个机构呼吁下半年出台刺激汽车消费政策，从稳定汽车消费，促进内需角度看，政策支持仍有可能，叠加二季度经济和消费信心回暖，汽车等大宗消费或将进入复苏通道。

**图1 规上工业企业利润同比增速偏低 (%)**


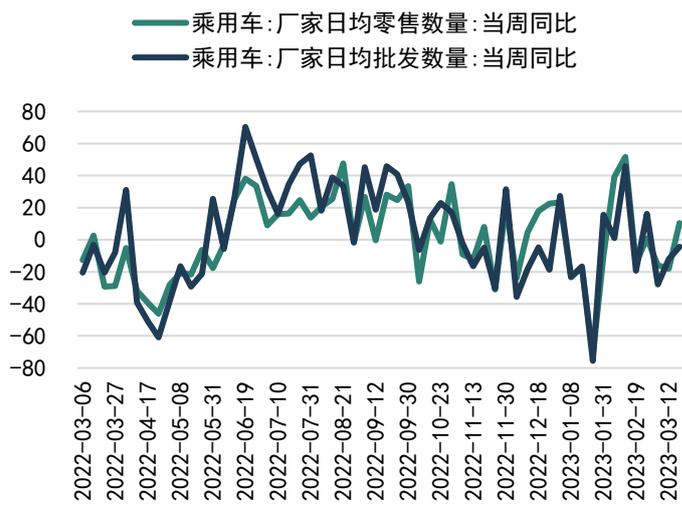
数据来源: 同花顺, 前海期货

**图2 汽车制造业增加值增速为负 (%)**


数据来源: 同花顺, 前海期货

**图3 乘用车销售数量低于去年同期 (%)**


数据来源: 同花顺, 前海期货

**图4 乘用车销售同比降幅收窄 (%)**


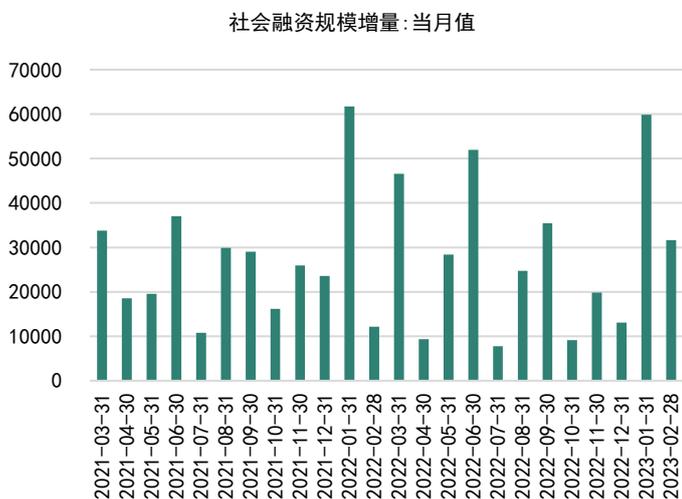
数据来源: 同花顺, 前海期货

### (三) 2月金融数据超预期, 信贷延续强劲增长

2月新增社融大幅超预期, 2月社融存量同比增长9.9%, 增速较上月扩大0.5个百分点, 2月社融新增3.16万亿元, 高于市场预期, 且高于去年同期的1.98万亿元。社融主要分项均出现改善, 其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.82万亿元, 同比多增9241亿元, 创历年新高; 政府债券发行加快, 2月新增政府债券融资8138亿元, 同比多增5416亿元, 今年新增地方政府债发行节奏整体靠前, 发行规模保持较高强度; 企业债券新增融资3644亿元, 创2018年以来同期最高值, 债券融资利率在2月有

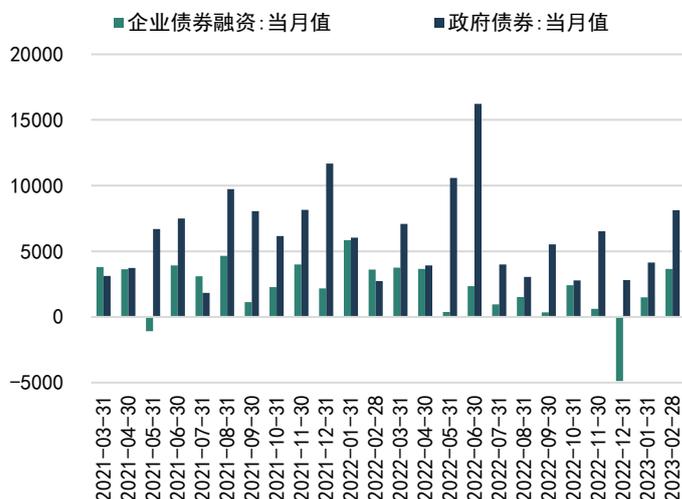
所下降，带动债券融资需求恢复；表外融资减少，非标三项合计-81 亿元，新增未贴现银行承兑汇票减少 70 亿元，新增信托贷款融资转正。

图 5 2 月份社会融资规模增量（亿元）



数据来源：同花顺，前海期货

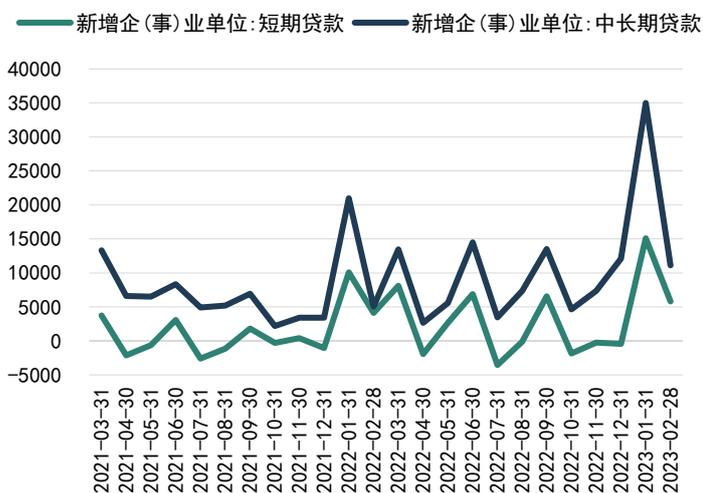
图 6 2 月份新增企业债和政府债规模（亿元）



数据来源：同花顺，前海期货

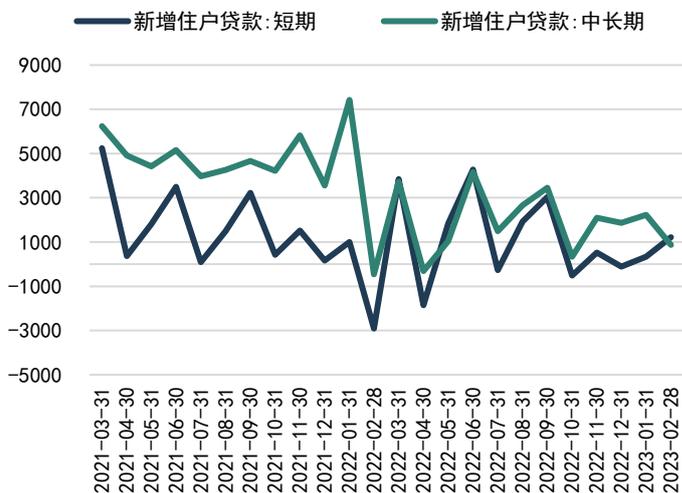
2 月信贷高增主要得益于企业部门，居民贷款增速有所回升。2 月企业贷款增加 1.61 万亿元，明显好于历年同期。企业贷款结构延续改善，2 月企业中长期贷款增加 1.11 万亿元，同比多增 6048 亿元，信贷投放“适度靠前发力”监管要求下，银行一季度信贷投放动能强，中长贷延续多增趋势。居民中长期贷款微幅好转，2 月居民中长期贷款新增 863 亿元，好于去年同期，主要和地产政策效应释放下房地产销售的好转有关。

图 7 新增人民币贷款-企事业单位（亿元）



数据来源：同花顺，前海期货

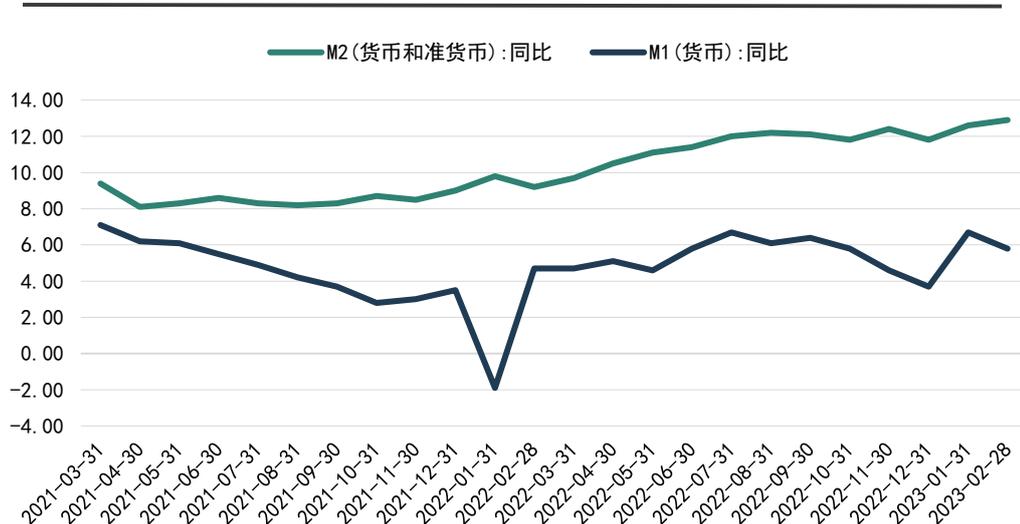
图 8 新增人民币贷款-住户（亿元）



数据来源：同花顺，前海期货

2月M2增速为12.9%，前值12.6%，M2和社融增速差由上月的3.2%回落至3.0%，整体仍处于高位。M1和M2增速差缩小至-7.1%，显示企业经营活力有所恢复。

图9 M1及M2增速(%)



数据来源：同花顺，前海期货

整体来看，2月社融总量大幅超预期，结构也出现了改善迹象，但居民端贷款修复仍然偏慢，2月住户存款增速进一步增长至18.30%，当月增加7926亿元，同比多增1.08万亿元，显示居民就业和收入预期并未完全恢复，消费和支出意愿较弱。宽信用的主要制约是居民端，而2月居民贷款仍显低迷，居民储蓄倾向并未实质性降低。后续稳增长政策仍需聚焦于对就业和收入的提振，从而提升居民加杠杆的意愿和能力。

#### (四) 超预期降准提振市场信心

3月17日人民银行发布公告，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%。在近期经济持续复苏、社融明显改善背景下，叠加前期MLF已经有所扩量，本次降准超出市场预期。

央行超预期宣布降准，引发了市场对3月20日LPR是否会下调的猜想。最新贷款市场报价利率显示，1年期与5年期LPR均保持不变。自2022年8月非对称调降后，LPR已连续7个月维持不变，主要在于3月中期借

贷便利（MLF）操作利率未做调整，LPR 报价基础稳定，叠加近年来银行加大对实体经济支持力度，企业贷款加权平均利率处于历史较低水平。

央行此次降准能够为商业银行释放长期流动性，降低金融机构负债成本，提高信贷投放的积极性，从而进一步加强对实体经济特别是中小微企业的支持，引导实体经济综合融资成本下行，帮助中小微企业盈利修复。稳增长是我国当前的首要目标，我国货币政策稳健宽松的方向不会改变。后续来看，预计上半年货币政策仍将保持宽松以呵护经济恢复性增长，但总量层面货币政策的力度可能会逐步收敛，结构性货币政策或仍是政策首选。

财政政策方面，3月17日，新一届国务院第一次全体会议提出，“要牢牢把握高质量发展这个首要任务”，“科学精准实施宏观政策，综合施策释放内需潜能”。今年稳增长的主线不会变，财政政策会更加积极，开年以来财政政策前置发力，截至3月17日，新增专项债发行1.19万亿。但今年专项债发行节奏前置程度难以超越去年水平，且专项债余额限额空间的启用概率也将低于去年，这意味着全年广义财政支出的扩张更加依赖于财政收入的回升带动，即税收收入、土地出让收入的修复，这是后续财政政策值得关注的方向之一。

## 二、美联储如期加息 25bp，加息或接近尾声

2月美国CPI和核心CPI同比增速持续回落，基本符合市场预期。美国2月CPI同比上涨6%，前值上涨6.4%，同比增速连续8个月下滑，增速创2021年10月以来最低。国际油价再度转跌，能源价格同比、环比双双回落，带动美国通胀总体下行。剔除能源、食品价格后的核心CPI环比上涨0.5%，涨幅较前月扩大0.1个百分点，核心CPI同比涨幅为5.5%，增速连续5个月下滑，创2022年1月以来最低。旺盛的服务消费以及就业需求是服务通胀的重要支撑。美国服务业PMI连续第二个月高于55，新增非农就业人数亦连续第二个月大超市场预期，就业和价格数据均反映美国服务业需求旺盛，服务通胀回落较为困难。

2月美国通胀水平虽有所回调，但仍远高于美联储设定的2%长期目标。即便硅谷银行破产事件引发市场大幅波动，美联储仍将稳定价格作为货币政策的优先考量，并在3月货币政策会议上宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至4.75%至5%的水平。在连续第九次加息后，美联储

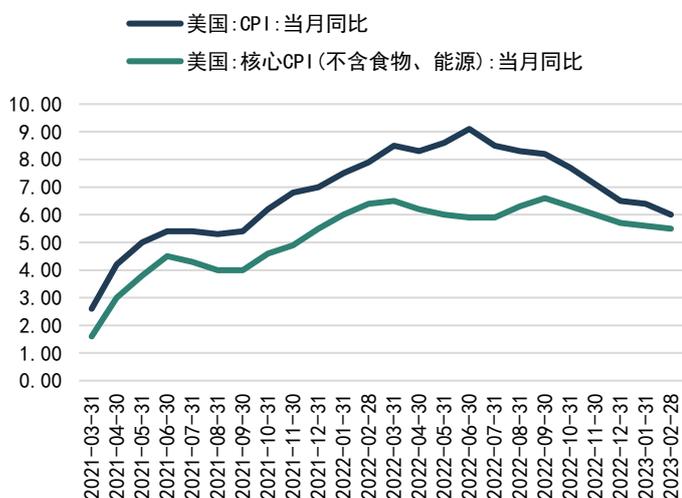
当天暗示本轮加息接近尾声。鲍威尔表示，他们曾经考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的支持，委员会仍致力于将通胀率压低至 2%，与会者认为今年不会降息。

关于银行业危机，鲍威尔表示，准备动用所有工具来确保银行系统的安全，一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济，并承诺将从本次银行业危机中汲取教训。鲍威尔表示银行危机可能只会产生适度的影响，但其将导致信贷条件更为紧缩，这将可以替代加息，同时也表示降息并不是基准情形。

3 月全球大类资产的主要定价逻辑为避险情绪升温，硅谷银行破产引发的连锁反应推动风险偏好大幅下降，加剧全球投资者对于金融危机再度爆发的担忧。3 月议息会议释放的信号依然偏鸽派，对于贵金属和美债的提振较明显，但股指仍受衰退预期升温的抑制。短期来看，金融危机全面爆发的概率不大，但中期看金融系统不稳定性和潜在风险仍大，一定程度上掣肘欧美货币政策，使得经济陷入衰退或滞胀的可能增大。

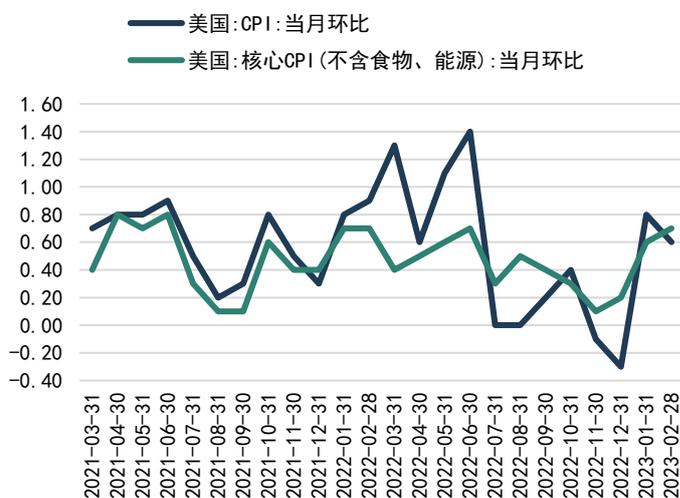
美国通胀增速已经连续 8 个月下滑，通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下，美联储减缓加息步伐具备持续性，加息幅度可能回归每次调整 25bp 的常态，但降息路径尚不明确。当前 6% 的通胀水平仍远高于美联储设定的 2% 的长期目标，美联储政策转向的概率较低，因此市场对于年内暂停加息的预期恐难以兑现。

图 10 美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

图 11 美国 CPI、核心 CPI 环比增速 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfc.net>