



核心观点：

年初至今，高频数据显示国内经济修复持续向好，房地产市场回暖，政策频频发力，后续需重点关注提振内需的相关政策。

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

供需复苏初现，政策频频发力

报告摘要

- 国内方面，年初以来，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情消退、复工复产加快等有利因素，国内经济景气水平继续回升，房地产市场回暖，社融回升，经济形势好于预期。后续复苏的关键仍在于房地产市场信心能否得到进一步提振，房企投资销售数据能否持续改善。
- 海外方面，1 月经济数据的强劲，令市场重新评估美国经济和通胀的韧性，前期对美联储加息放缓过于乐观的预期已出现相对明显修正。市场普遍预测美联储将在 3 月、5 月和 6 月的会议上分别加息 25 个基点，同时不排除加息 50 个基点的可能性。

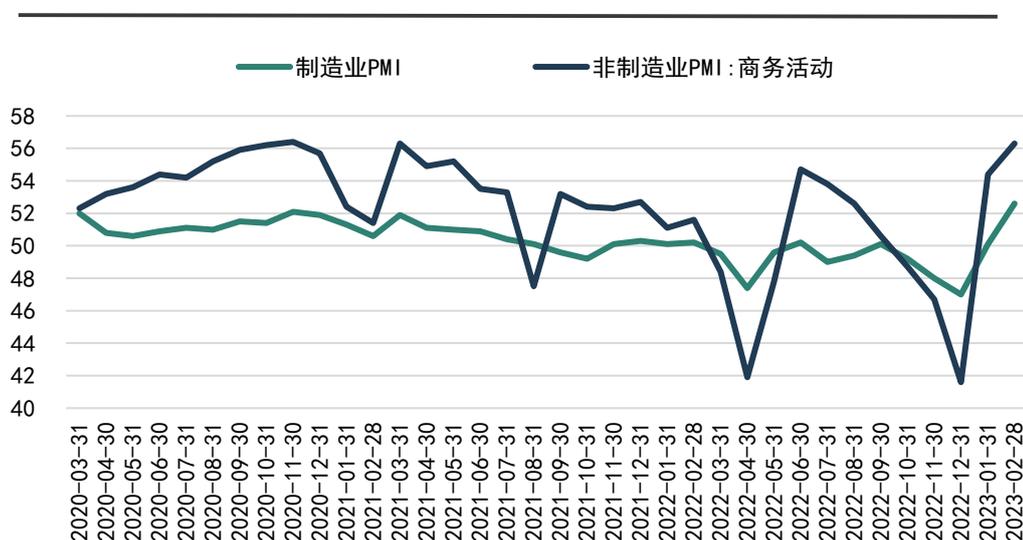
重点关注：

- 3 月份全国两会
- 2 月国内社零、通胀、金融等数据
- 美国及欧元区 2 月 PMI、CPI、失业率
- 海外央行货币政策边际变化

一、1-2月国内经济修复持续向好

年初以来，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情消退、复工复产加快等有利因素，国内经济景气水平继续回升，2月份，制造业采购经理指数（PMI）、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 52.6%、56.3%和 56.4%，高于上月 2.5、1.9 和 3.5 个百分点，三大指数均连续两个月位于扩张区间。此外，高频数据显示，房地产市场回暖，基建投资回升，出口韧性仍强，经济形势好于预期。

图1 制造业 PMI 和非制造业 PMI 重回景气区间（%）



数据来源：同花顺，前海期货

（一）信贷支撑社融超市场预期，后续关键在居民和企业预期改善

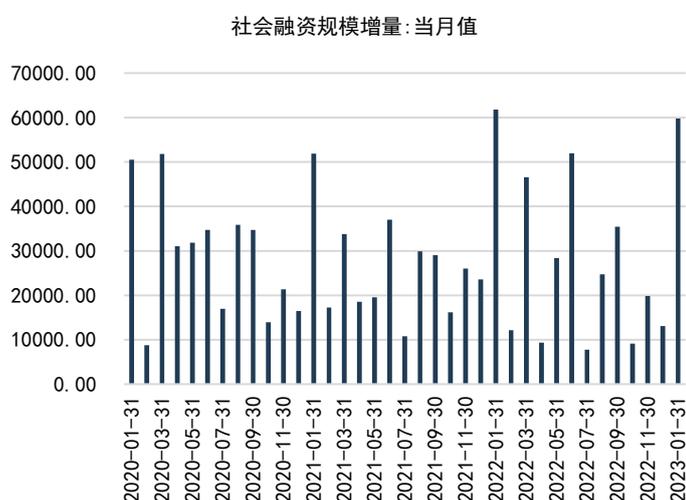
2023 年 1 月末，社会融资规模存量同比增长 9.4%，增速较上月回落 0.2 个百分点。1 月社融增量为 5.98 万亿元，虽然同比少增 1959 亿元（2022 年 1 月新增社融 6.18 万亿），但超过市场预期的 5.68 万亿元，在季节性因素下，相比 12 月 1.4 万亿元的规模回暖。

其中，1 月新增人民币贷款同比多增 7312 亿元，是 1 月新增社融的主要支撑项，而新增企业债券、新增政府债券和新增未贴现银行承兑汇票分别同比少增 4352 亿元、1886 亿元和 1770 亿元，是 1 月社融增量的主要拖累项。债券融资主要受短期内信用利差抬升影响，后续有望逐步恢复，而政府债在今年专项债靠前发力情况下，后续也会对社会融形成支撑。

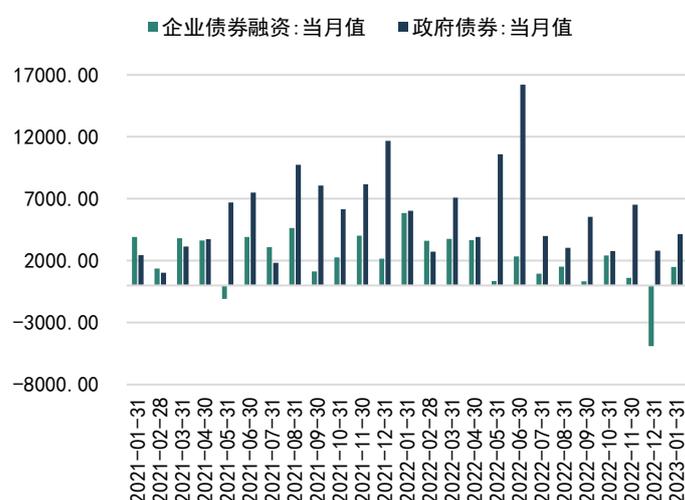
表 1 1 月份新增社融结构和变化（亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债券	股票融资	政府债券
新增	59800	49000	-131.00	584.00	-62.00	2963.00	1486.00	964	4140.00
环比变动	46742	35000	1534.00	685.00	702	3517.00	6373.00	-479	1331.00
同比变动	-1959	9200	-1162	156	618	-1770	-4352	-475	-1886

数据来源：同花顺，前海期货

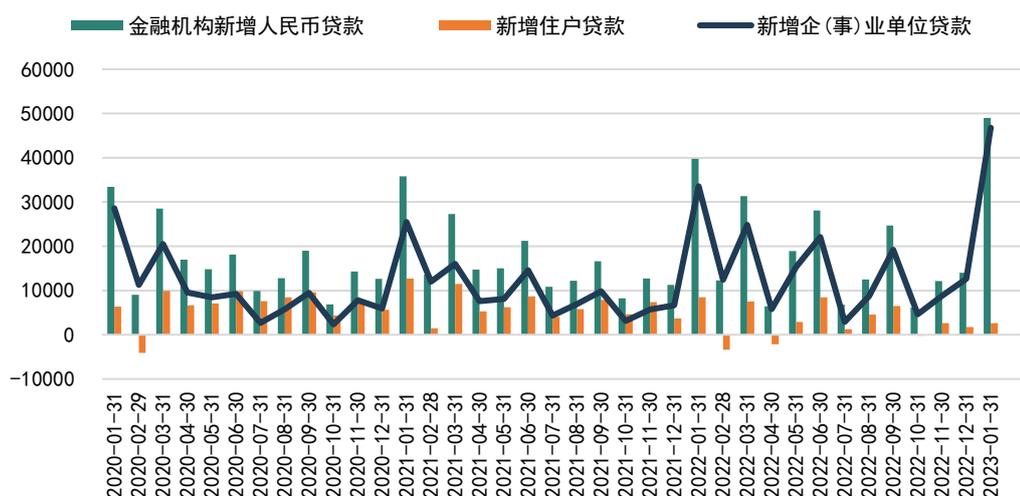
图 2 1 月份社会融资规模增量（亿元）


数据来源：同花顺，前海期货

图 3 1 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

1 月新增人民币贷款 4.90 万亿元，同比多增 9200 亿元，贷款总量继续改善。结构上 1 月居民信贷和企业信贷再次呈现明显分化。居民端中长期和短期贷款分别同比少增 5193 亿元和 665 亿元。1 月居民信贷仍然较弱，核心原因在于房地产销售市场依然较低迷和居民消费有待进一步恢复。1 月居民中长期贷款 2231 亿元，仍然偏弱，同比少增 5193 亿元，环比改善幅度也明显低于季节性，显示房地产需求在 1 月尚未明显恢复。由于房地产开发企业目前仍处于资产负债表的修复阶段，新房销售恢复滞后于二手房，因此开发商拿地仍然比较谨慎。此外，依靠土地收入的地方城投平台资产负债表的恢复也相对滞后，城投债发行力度可能也会减弱。地产融资最差的阶段可能已经过去，但恢复的节奏可能慢于以往。

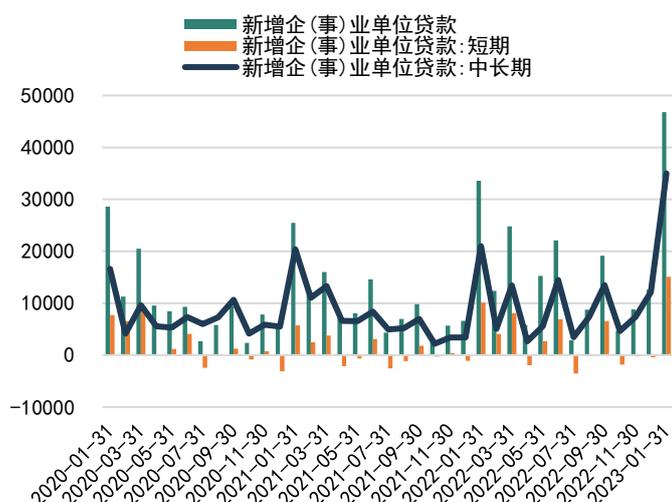
图4 金融机构新增人民币贷款（亿元）


数据来源：同花顺，前海期货

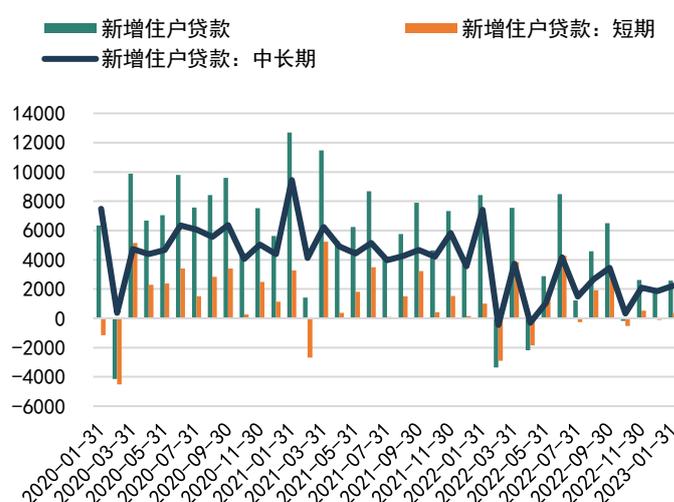
企业端中长期贷款和短期贷款分别同比多增 1.4 万亿元和 5000 亿元。

1 月企业短期贷款和中长期贷款均实现同比大幅多增，维持强势回升态势。

一方面，金融 16 条后，房地产企业融资条件放宽，房地产行业信贷扩张有所恢复；另一方面，防疫政策实质性调整后，经济恢复预期明显增强，制造业企业预期好转，融资扩张意愿恢复。在监管部门政策措施推动下，多地在贷款投放加速的同时，融资成本进一步下降。预计企业贷款结构将继续改善，中长期贷款仍将保持较高增长。

图5 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6 新增人民币贷款-住户（亿元）


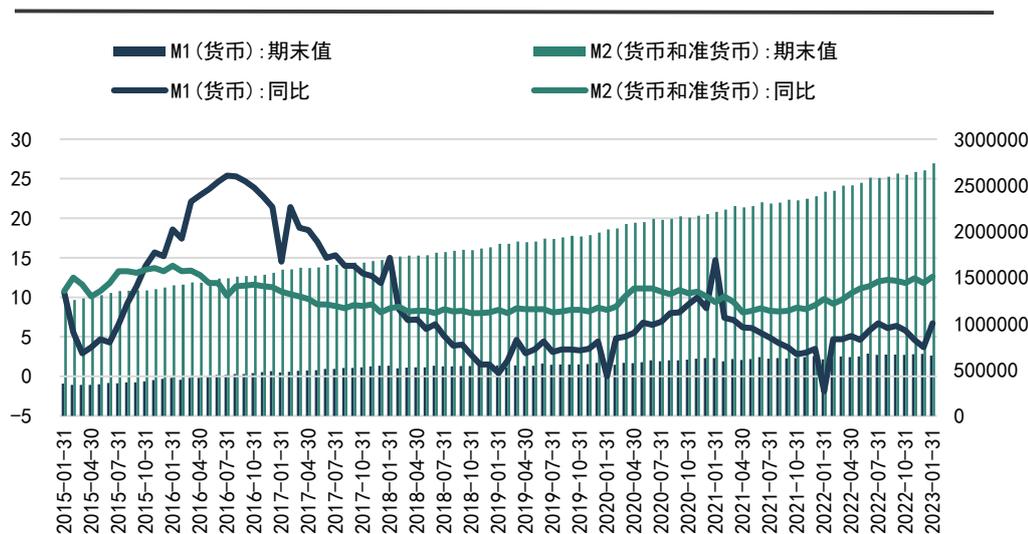
数据来源：同花顺，前海期货

1 月信贷高增长带动 M1、M2 增速同步提升。2023 年 1 月 M1 同比增长

6.7%，较上月提升 3.0 个百分点。春节假期错位因素叠加经济复苏预期增强下，企业经济活动加速恢复，M1 增速较去年 12 月明显提升。M2 同比增长 12.6%，较上月提升 0.8 个百分点。核心原因在于信贷政策相对宽松下企业贷款额度大幅增加，贷款创造的存款增速较快。但 M2 增速与社融存量增速差进一步走阔，表明实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

从存款结构来看，居民、企业存款同比多增，春节假期对数据构成一定扰动。居民存款同比多增 7900 亿元，相比近五年春节月同期多增 3.9 万亿元；企业存款同比多增 6845 亿元，相比近五年春节月同期多增 7827 亿元，基本符合季节性规律。

图 7 M1 及 M2 余额（亿元；右轴）、M1 及 M2 增速（%；左轴）



数据来源：同花顺，前海期货

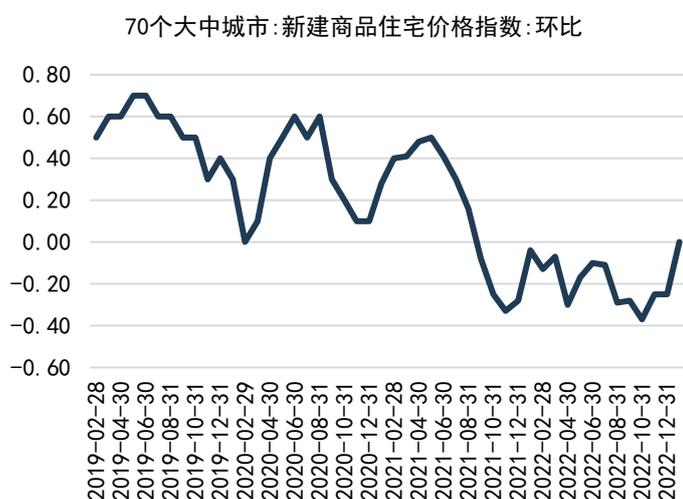
整体来看，1 月金融数据，特别是信贷数据反映出目前企业预期明显增强，经济复苏趋势进一步显现。但新增企业贷款的同比多增与新增居民贷款的同比少增分化明显、M2 增速与社融增速之间的差进一步走阔，表明当前社融的修复并不全面。后续社融能否进一步企稳向上主要取决于两点：一是房地产市场信心能否得到进一步提振，以便带动居民中长期贷款企稳；二是宽货币到宽信用的转化能否进一步落实，通过疏通宽信用传导机制，提升企业整体融资意愿。

（二）房地产市场持续回暖

年初至今，地产需求端政策效果持续显现，加之前期地产积压需求，多重政策利好叠加下，2月以来地产销售逐步回暖。

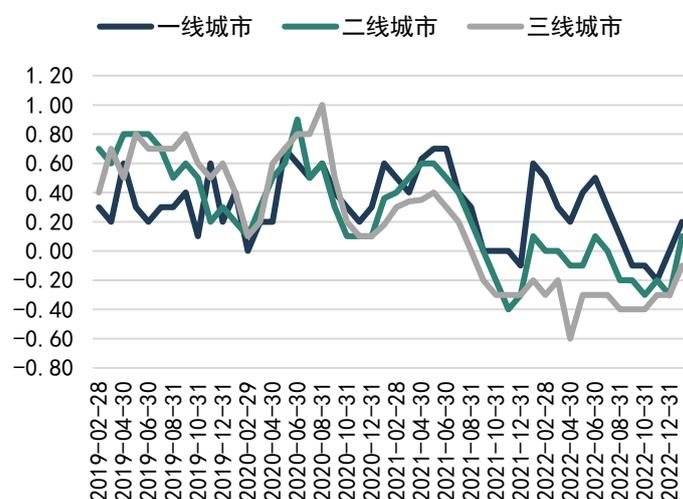
国家统计局数据显示，1月份，70个大中城市商品住宅销售价格中，一线城市商品住宅销售价格环比转涨、二三线城市环比降势趋缓；一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比下降。2月以来，30大中城市商品房成交面积和成交套数持续恢复。

图8 70个大中城市新建商品住宅价格环比（%）



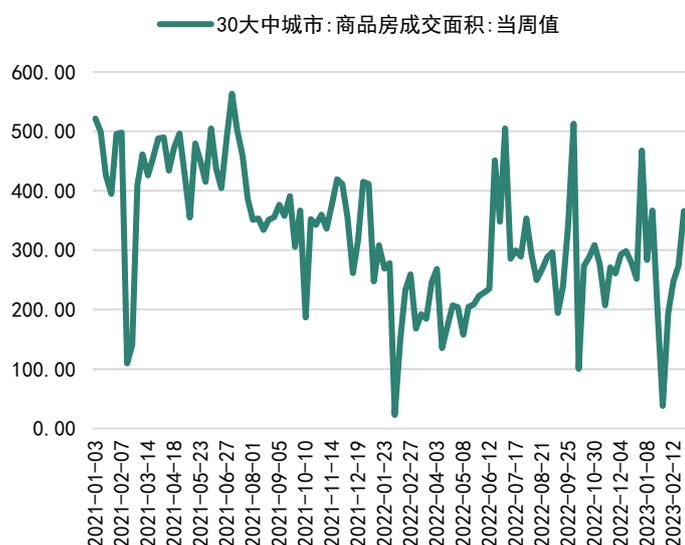
数据来源：同花顺，前海期货

图9 各线城市新建商品住宅价格环比（%）



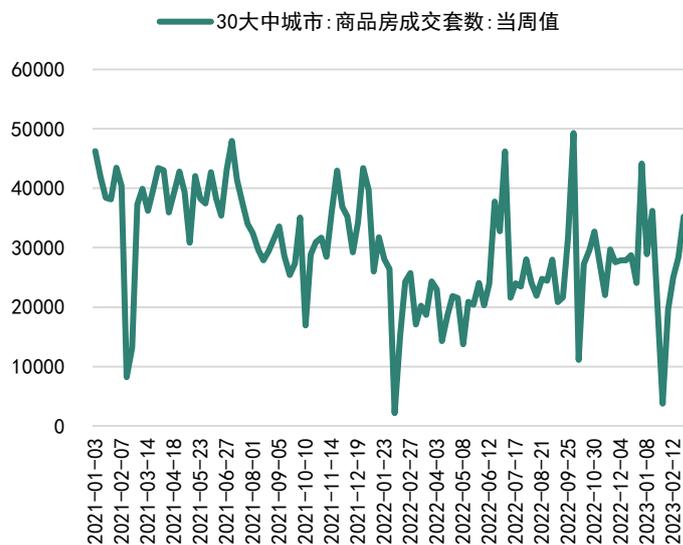
数据来源：同花顺，前海期货

图10 30大中城市商品房成交面积（万平方米）



数据来源：同花顺，前海期货

图11 30大中城市商品房成交套数（套）



数据来源：同花顺，前海期货

自去年年末金融 16 条等政策以来，房企融资环境已经明显改善，今年以来房地产市场主基调仍以稳为主，楼市政策环境仍保持相对宽松，政策加大对供给端的支持，各地因城施策支持地产政策相继推出。央行四季度货币政策执行报告提出，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，稳妥实施房地产金融审慎管理制度；扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况。当前房地产市场情绪有所修复，但更多体现在一线和部分强二线城市，多数城市购房者仍持观望态度，三年疫情严重影响家庭的风险承担意愿，在当前居民不愿意加杠杆的情况下，市场修复尚需时日，3 月或为房地产销售数据和投资数据的重要观察窗口。当前，在销售端已经存在边际企稳迹象的情况下，政策重心可能会进一步向保交楼和保主体倾斜，预计相关的政策可能会在接下来加码发力。

（三）1 月 CPI 温和上行，PPI 下行

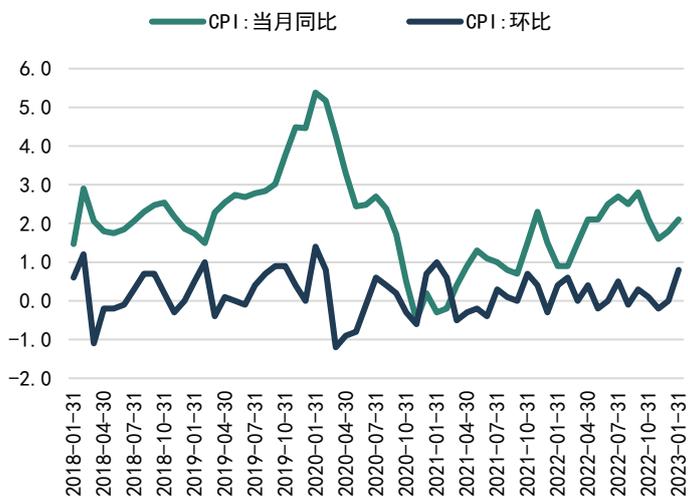
2023 年 1 月 CPI 同比增长 2.1%，涨幅较上月上升 0.3 个百分点，延续去年四季度以来的震荡走势。扣除食品和能源因素后，1 月核心 CPI 同比增长 1.0%，较去年 12 月小幅上涨 0.3 个百分点，反映春节效应和疫情防控优化带动消费价格上行。虽然消费持续恢复之下，核心 CPI 上行趋势初显，但考虑到猪肉价格下行趋势以及油价去年的高基数，CPI 并不具备持续上行的基础。预计后续核心 CPI 同比读数持续回升，环比动能依赖消费尤其是服务消费修复的持续性。

2023 年 1 月 PPI 同比下降 0.8%，下行幅度较去年 12 月加深 0.1 个百分点，环比下降 0.4 个百分点。国际油价下跌的滞后效应影响国内石油相关行业价格下行；煤炭保供发力下，国内煤价回落带动相关行业价格转跌；地产预期好转，铁矿石和钢材价格边际上行。整体来看，目前 PPI 仍处在探底过程中。后续高基数作用叠加原油价格弱势将持续拖累 PPI 同比，且房地产依然在筑底，短期钢材和水泥价格将依然承压，难以形成对 PPI 的支撑。

央行四季度货币政策执行报告中提出“密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定”，“要加强监测研判，持续关注通胀反弹压力”。随着消费需求释放，服务价格可能面临明显的通胀压力。如果到下半年通胀出现超季节性的持续走高，将对货币政策宽

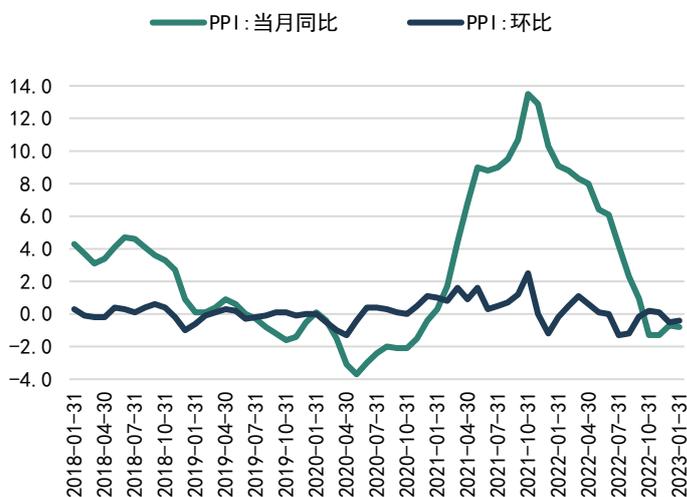
松的节奏、空间形成抑制。

图 12 1月CPI温和上行(%)



数据来源：同花顺，前海期货

图 13 1月PPI下行(%)



数据来源：同花顺，前海期货

(四) 宽信用基调延续，财政政策加力提效

财政政策方面，财政部在 2022 年度财政收支情况网上新闻发布会答记者问环节表示，2023 年财政部将加力提效实施积极财政政策，保持必要的财政支出强度，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围，持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减，带动扩大社会投资，推动经济运行整体好转。2 月 22 日，刘昆部长再次提出，发挥财政稳投资促销费作用，着力扩大国内需求。

货币政策方面，2 月 24 日央行发布《四季度货币政策执行报告》，提出将精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，保持货币信贷合理增长，引导综合融资成本稳中有降，发挥好结构性货币政策工具的激励引导作用。总体来看，央行延续宽信用政策基调，信贷增速有望保持平稳增长，社融增速在基数影响下，全年或震荡走高。为确保信贷投放的持续性，央行更多运用结构性政策工具推动实体融资成本下降，同时加强对特定领域的信贷投放。近期货币政策仍将保持稳健宽松的大基调，以支持经济、内需修复，尤其是上半年。其中信贷政策是实现各项调控目标的核心，政策利率、准备金利率或存在调整空间。

二、美国通胀继续超预期，2月FOMC联储表态偏鹰

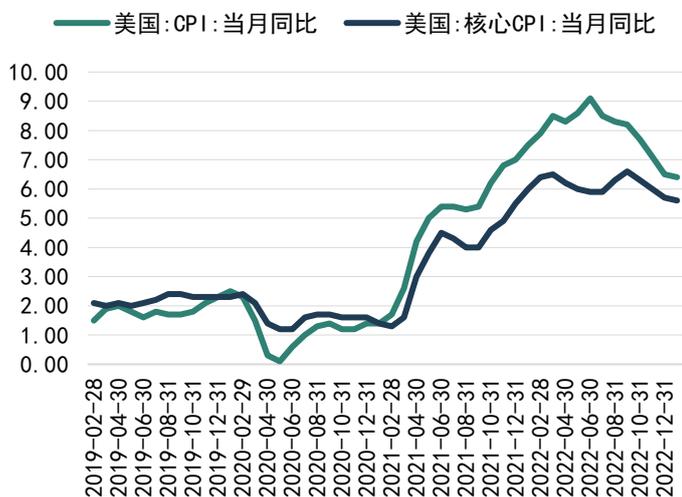
美国1月CPI和PPI环比双双回升，通胀回落进程有所减慢，与此同时，非农就业、1月零售销售等数据大超预期，显示美国经济仍有韧性。

美国1月CPI同比（非季调）为6.4%，高于预期值6.2%，低于前值6.5%；核心CPI（非季调）同比为5.6%，高于预期值5.5%，低于前值5.7%。核心服务仍是拉动CPI的主要因素，且同比贡献度继续增长。

美国1月PCE物价指数同比上涨5.4%，预期5.0%；环比增0.6%，为2022年7月以来的最大涨幅。同样，服务价格上涨是PCE超预期的主要原因。1月服务业分项PCE物价指数同比5.7%，前值5.4%，继续创下新高。住房和公用事业仍是主要拉动项，拉动服务业PCE物价指数2.3个百分点。

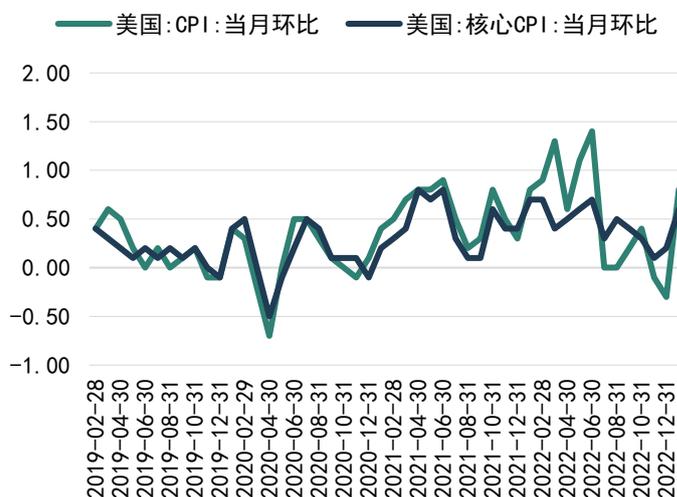
当前美国劳动力市场仍然强劲，市场需求并未出现显著降温，1月零售数据表现强劲，降低短期内美国经济步入衰退的概率。由于当前美联储的决策几乎取决于劳务市场和通胀的动态变化，在1月强劲的非农数据之后，海外投资者开始对此前过于乐观的宽松预期进行纠偏。

图 14 美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

图 15 美国 CPI、核心 CPI 环比增速 (%)



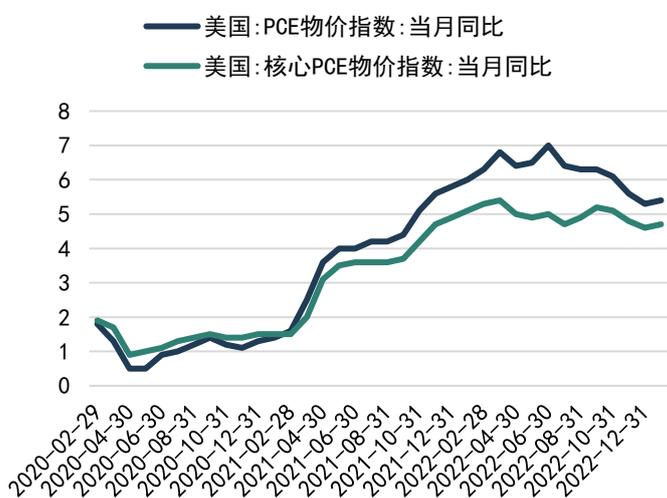
数据来源：同花顺，前海期货

当地时间 2 月 22 日，美联储发布货币政策会议纪要。纪要指出，通胀率仍远高于美联储设定的 2% 长期目标，且确定通胀正处于持续下行道路上仍需更多证据，同时，持续紧张的就业市场将对通胀造成上升压力，美联储持续加息是必要的。多数美联储官员认为放缓加息步伐是平衡紧缩货币政策风险的最佳方式，在加息点位方面，“几乎所有委员支持 25BP 的加息

幅度，仅有部分委员表示偏向 50BP 加息幅度”，缓解了市场对于美联储加息 50BP 的担忧，市场对于未来政策解读更偏中性。

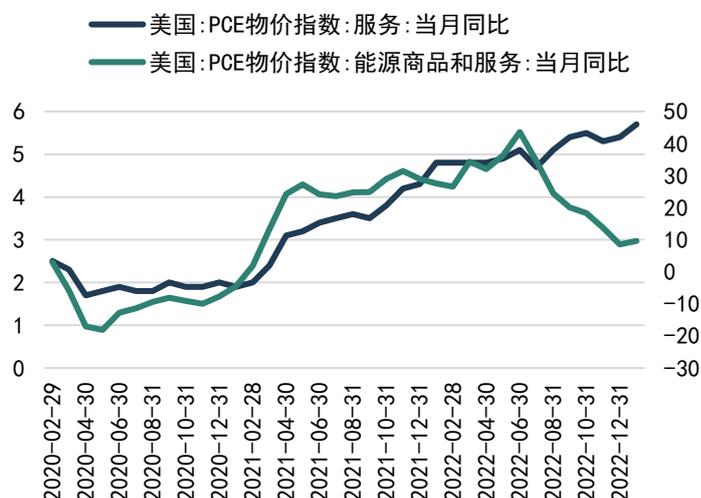
在美联储 3 月议息会议前，仍有一期就业和通胀数据供参考，预计通胀不会出现断崖式下滑。1 月经济数据的强劲，令市场不得不重新评估美国经济和通胀的韧性，前期对美联储加息放缓过于乐观的预期已出现相对明显修正。需要警惕的是，随着消费和就业数据升温，通胀下行趋势将会受阻，从而延续美联储加息周期，市场普遍预测美联储将在 3 月、5 月和 6 月的会议上分别加息 25 个基点，同时不排除加息 50 个基点的可能性。

图 16 美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

图 17 美国服务通胀高企 (%)



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>

