

### 核心观点：

今年一季度数据显示，国内经济运行开局良好，复苏动能明显回升，消费和出口提供较大支撑。

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

# 一季度开局良好，内外部压力仍大

## 报告摘要

- 国内方面，今年一季度经济运行开局良好，经济数据超出市场预期，复苏动能明显回升。其中，消费为稳住经济大盘提供了较大支撑，出口超预期回升。但制造业投资仍存在隐忧，且房地产投资修复斜率放缓，国内就业压力仍然突出，因此，经济恢复的基础还不牢固，仍需政策呵护。
- 海外方面，美国 GDP 增速连续两个季度放缓，主要受私人投资下降拖累。但个人消费支出韧性较高，叠加 3 月份核心 CPI 同比增速出现反弹，需警惕通胀压力重新抬头。如果经济持续展现韧性且通胀下降的速度不够快，市场对美联储降息的预期将有所减弱。

### 重点关注：

- 4 月底政治局会议
- 4 月国内社零、通胀、金融等数据
- 美联储 5 月议息会议

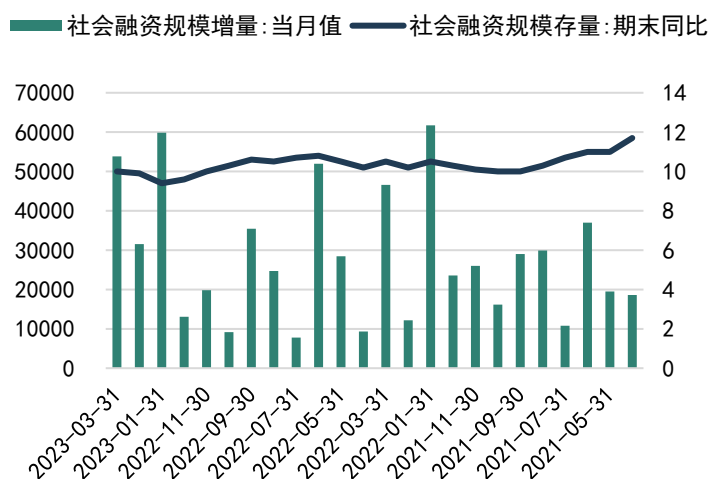
## 一、一季度开局良好，经济数据大超预期

今年一季度经济运行开局良好，经济数据超出市场预期，复苏动能明显回升。一季度 GDP 同比增长 4.5%，预期增长 4.0%，前值增长 2.9%。其中，消费为稳住经济大盘提供了较大支撑，一季度，社会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%，上年四季度为下降 2.7%，3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%。基建投资和制造业投资由于基数效应，对经济的支撑略有下降，1-3 月固定资产投资累计同比增长 5.1%，前值增长 5.5%，3 月份固定资产投资环比下降 0.25%。当前，制造业投资仍存在隐忧，且房地产投资修复斜率放缓，国内就业压力仍然突出，因此，经济恢复的基础还不牢固，仍需政策呵护。

### （一）3 月社融超预期，宽信用推动经济回升

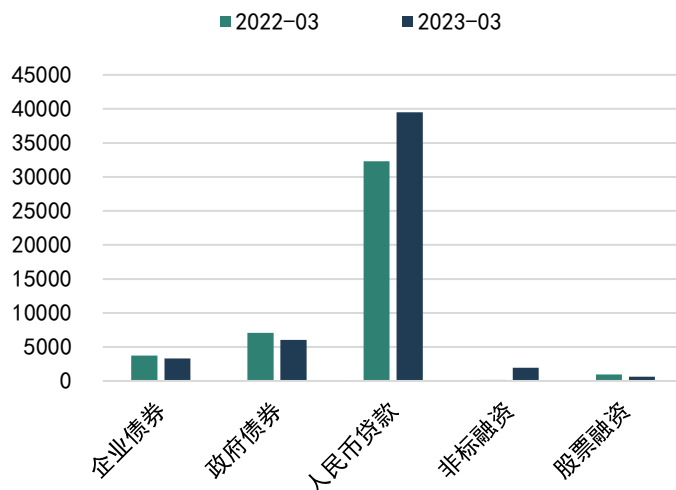
3 月社融总量持续高增，3 月我国新增社融 5.38 万亿，较去年同期多增 7079 亿，再创历史同期新高；在去年同期基数走高的背景下，3 月社融存量同比增速略升至 10%，较前月抬升 0.1 个百分点。人民币信贷的同比高增是社融的核心支撑因素，3 月份新增人民币贷款 3.89 万亿元，同比多增 7497 亿元，信贷余额增速续升至 11.8%，创 2021 年 11 月以来新高。政府债和企业债同比小幅增加，其中，政府债券新增 6022 亿元，同比少增 1052 亿元，专项债发行维持高位，但大额到期压制净融资规模，总体小幅拖累社融；企业债券融资新增 3288 亿元，同比少增 462 亿元，3 月信用债风险溢价先降后升使得企业债券融资同比少增。3 月非标融资新增 1919 亿，同比多增 1784 亿，一方面与去年同期基数偏低有关，另一方面也与实体融资需求回暖、票据贴现减少导致未贴现票据量增加有关。

图1 社融增速持续抬升



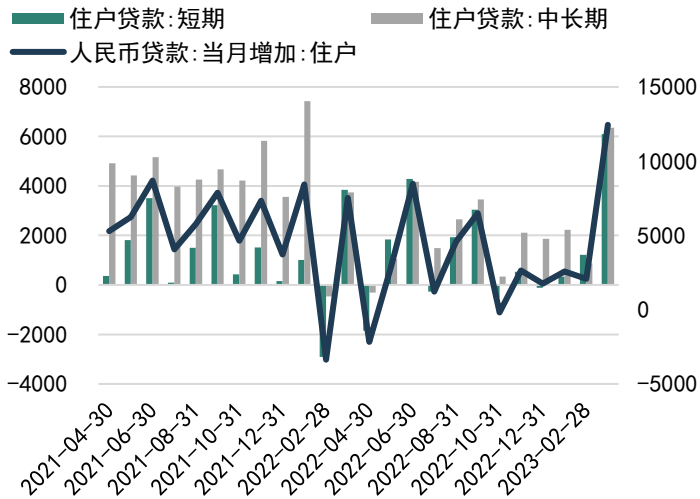
数据来源：同花顺，前海期货

图2 社融分项当月新增

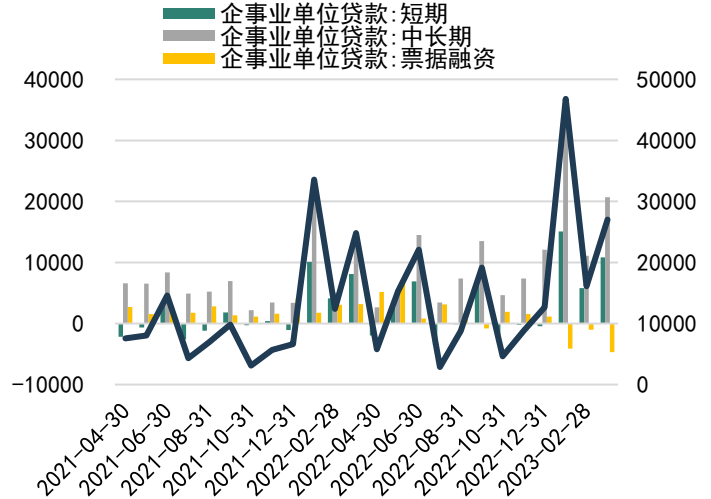


数据来源：同花顺，前海期货

3月信贷除了总量持续高增外，结构也有所改善，企业端和居民端分化有所收敛。居民端贷款连续第二个月同比多增，中长期贷款表现好于短期贷款。3月居民贷款新增1.25万亿，同比多增4908亿。随着商品房销售增速边际回升，房地产步入修复通道，带动中长期贷款同比多增2613亿。短贷方面，疫情因素逐渐消除，居民旅游、出行等活动增多下消费贷需求提升，居民短贷新增6094亿，同比多增2246亿。企业中长贷连续创历史同期新高，3月非金融企业贷款新增2.7万亿，同比多增2200亿，环比多增1.09万亿。其中，中长贷当月新增2.07万亿，同比多增7252亿；短贷新增1.08万亿，同比多增2726亿。一方面与实体融资需求回暖有关，基建投资和制造业投资均保持较快增长，另一方面也与稳增长政策支持下，金融机构加快流动性投放有关。

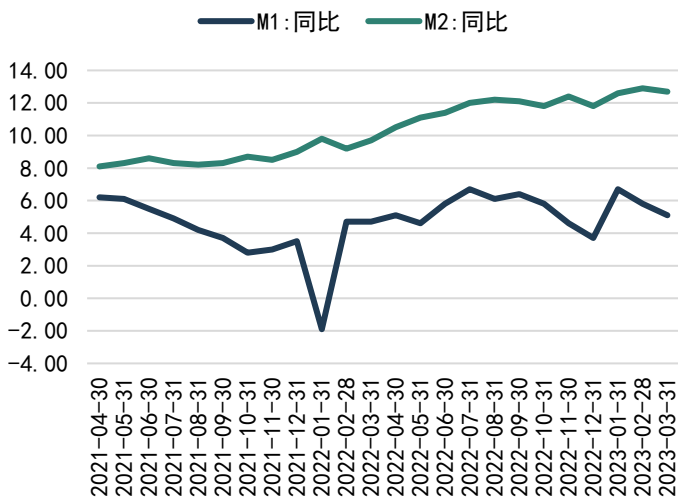
**图3 住户贷款**


数据来源：同花顺，前海期货

**图4 企事业单位贷款**


数据来源：同花顺，前海期货

3月 M2 同比增速下降 0.2 个百分点至 12.7%，一定程度上受去年同期基数走高的影响，M1 增速也下行至 5.1%，“M2-M1” 增速剪刀差走阔 0.5 个百分点至 7.6%，指向资金活化程度依然不高。居民储蓄意愿仍然较强，居民存款新增 2.9 万亿，同比多增 2051 亿，但同比多增幅度有所下降。

**图5 M1 与 M2 同比增速**


数据来源：同花顺，前海期货

**图6 当月新增人民币存款**


数据来源：同花顺，前海期货

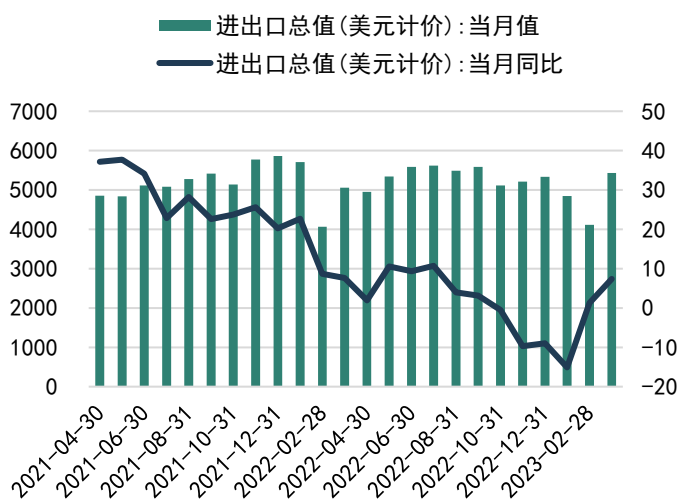
整体来看，今年以来社融和信贷数据已经连续 3 个月大超预期，结构也延续改善。但市场对社融高增的可持续性和经济内生动能的强度仍存在顾虑。一方面，一季度经济数据显示经济弱复苏的预期不断兑现，另一方面，居民存款多增，M1 增速持续回落，均指向经济复苏的内生动能不足。

企业和居民的预期依然较弱，稳增长政策仍需持续加力。后续来看，信贷投放最为强劲的阶段可能已经过去，未来需要进一步观察反映经济内生动能的高频数据走势，特别是地产端修复的持续性。

## (二) 3月外贸数据超预期，对欧美出口增速大幅改善

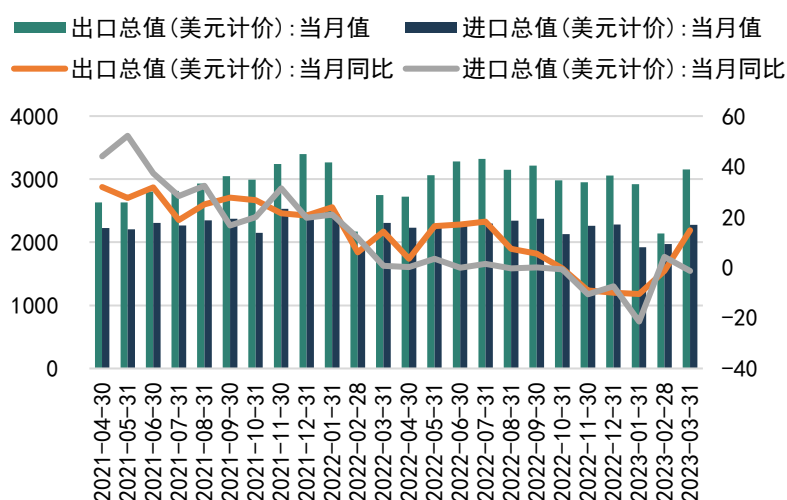
3月份国内延续弱复苏，进口增速暂未回正，而出口超预期回升，最终贸易差额再次走阔。3月出口金额（以美元计）同比增长14.8%，前值下降6.8%。3月进口金额（以美元计）同比下降1.4%，降幅较1-2月大幅收窄8.8个百分点。贸易顺差881.9亿美元，预期410.5亿美元，前值1168.8亿美元。尽管当前内需的稳步恢复已开始对进口形成支撑，但改善幅度不如出口，贸易顺差继续走阔。此前市场普遍预计3月出口增速偏弱，主要基于欧美外需回落拖累出口预期，3月外贸数据高于预期，除去年同期低基数之外，主要得益于对欧美出口增速的大幅改善。

图7 我国进出口总值持续回升



数据来源：同花顺，前海期货

图8 我国出口和进口金额当月同比(%)



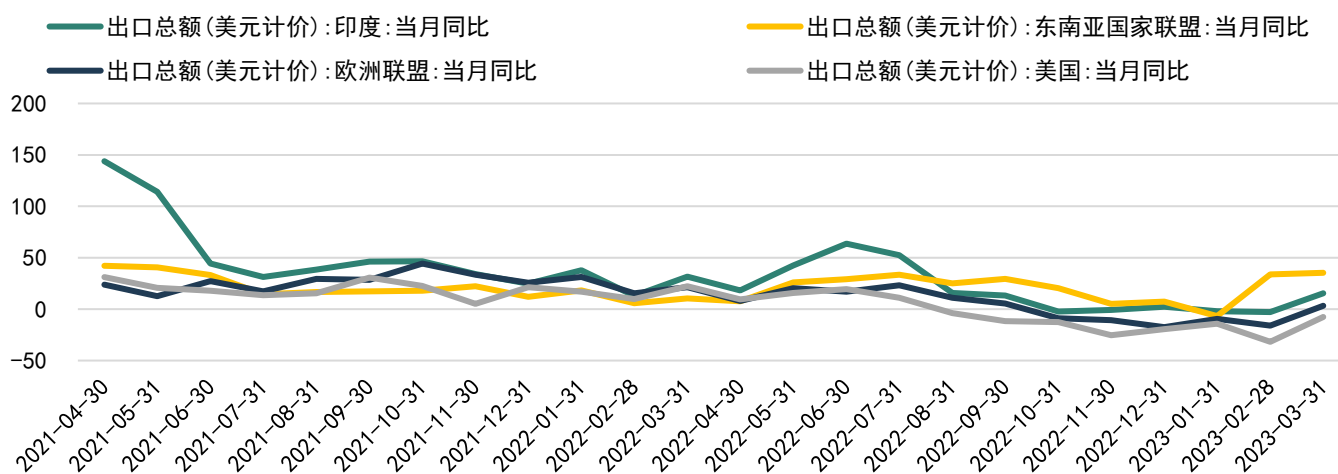
数据来源：同花顺，前海期货

分区域来看，3月我国对发展中国家的出口更为强劲，其中对东盟的出口持续高增，3月对东盟出口同比增速达35.43%，除东盟外，俄罗斯对我国出口增速贡献较大，3月我国对俄罗斯出口同比增长136.4%，除低基数效应外，也与国际制裁背景下，俄罗斯进口转向我国有关。发达经济体中，欧美对我国出口增速的拖累作用在减弱，我国对美国的出口跌幅收窄，或由于美国消费数据回落，带动补库需求；对欧盟出口当月同比增速由负

转正，或由于欧洲罢工潮短期扰动下，供需缺口加大；对日韩等国的出口增速则进一步下行。

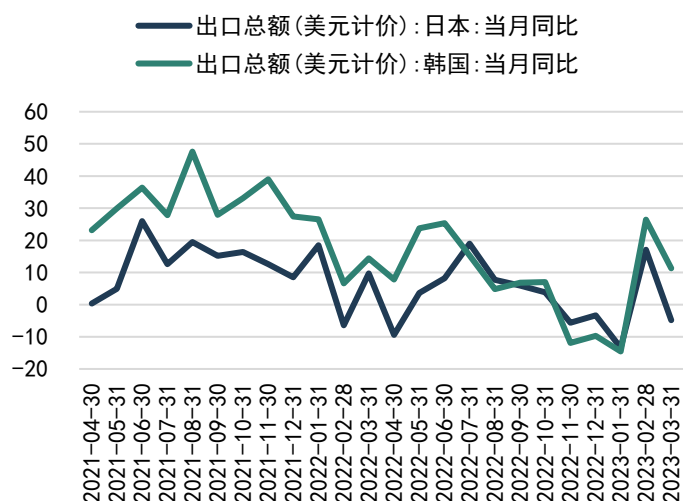
分产品来看，汽车是最大亮点，汽车产业链相关产品的出口延续去年的高景气度水平，汽车（含底盘）以及汽车零配件对整体机电出口起着明显拉动作用。纺织服装、家具玩具等产品出口普遍回暖，而手机、集成电路等消费电子依旧起着拖累作用。

图9 分国别出口金额当月同比 (%)



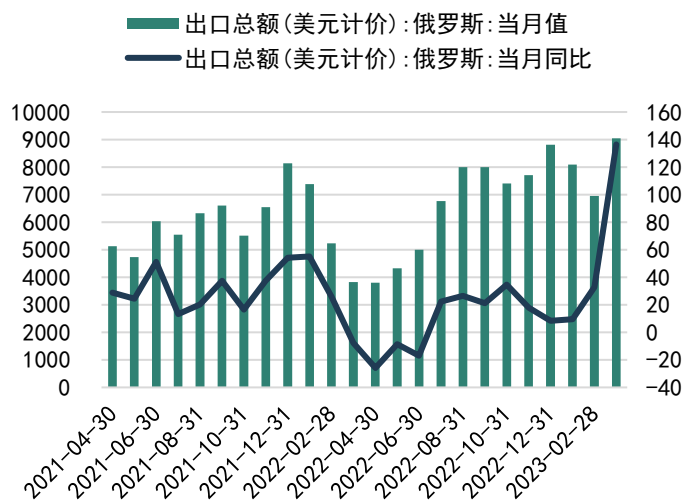
数据来源：同花顺，前海期货

图10 对日韩出口金额当月同比 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

图11 对俄罗斯出口金额当月值和当月同比 (美元计价; %)



数据来源：同花顺，前海期货

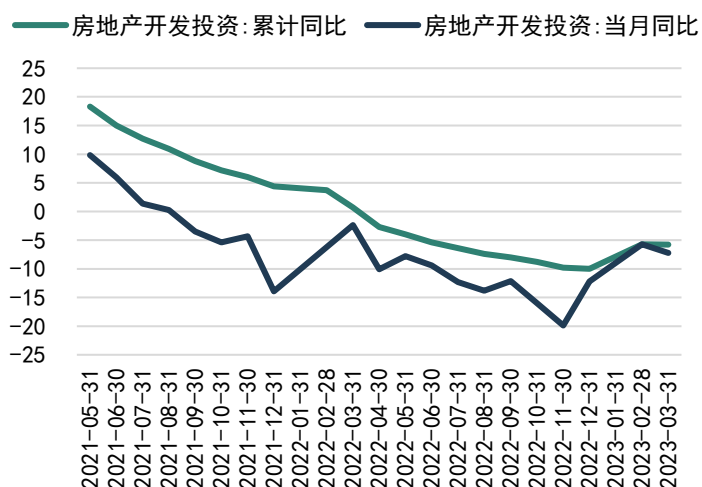
3月超预期的出口表现与去年四季度疫情影响下，订单推迟和年初企业集中出海抢订单有较大关系，短期来看，4月出口有望延续强势。但中

长期来看，海外加息背景下，欧美主要经济体需求仍在继续降温，其外溢效应也在不断显现，进而也会影响东盟主要国家对中国的进口需求，我国出口仍旧面临下行压力。随着外贸保稳提质政策的不断出台，叠加中国与东盟、“一带一路”国家经贸合作等红利持续释放，有望为 2023 年我国出口提供支撑。

### （三）一季度房地产市场投资和销售进一步改善

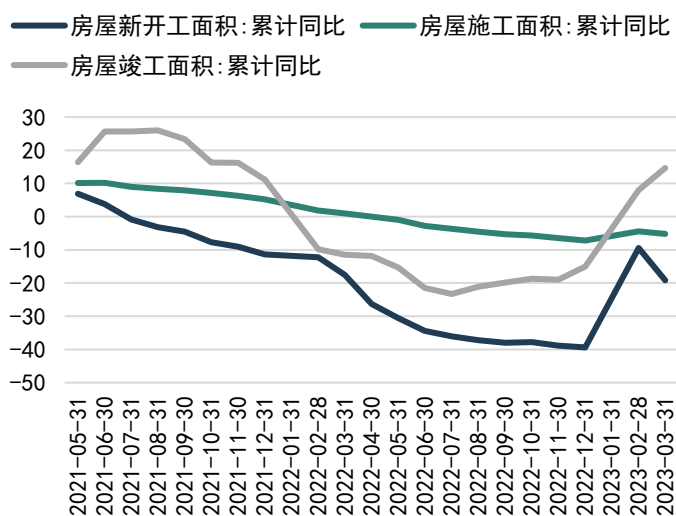
房地产市场自去年四季度触底后缓慢修复，今年一季度，房地产投资、销售、融资等进一步改善。房地产开发投资降幅边际回落，3 月同比增速较 1-2 月下行 1.5 个百分点至-7.2%，1-3 月房地产开发投资同比下降 5.8%，较 1-2 月回落 0.1 个百分点。在去年 3 月份房屋新开工与施工基数偏低背景下，3 月当月新开工、施工面积同比增速分别为-29.0%、-34.2%，均较 2 月大幅回落，或因商品房销售环比增速放缓，使得开发商对开工更加谨慎；竣工面积持续回升，3 月份竣工面积同比增速上行 24 个百分点至 32.0%，创近 19 个月最高，或受保交楼推动影响，同时也表明开发商资金紧张情况有所缓解。土地成交面积出现明显下滑，土地购置费用仍维持低位，3 月 100 大中城市成交土地数量和占地面积同比增速均较 2 月大幅下滑，表明房企信心仍然偏弱。

图 12 房地产开发投资增速 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

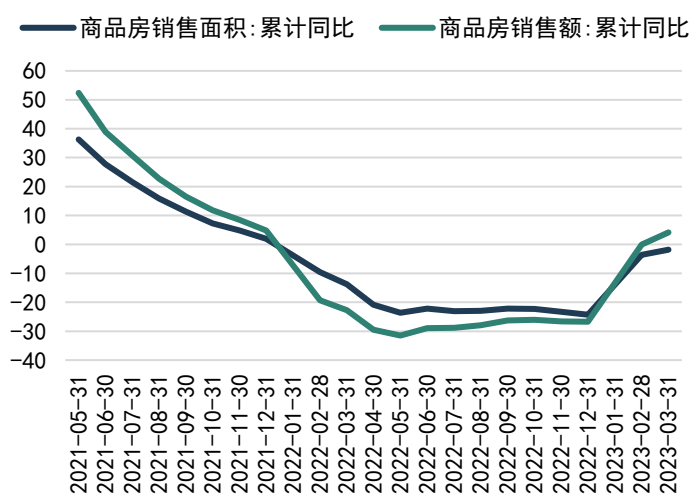
图 13 房屋新开工、施工和竣工面积增速 (%)



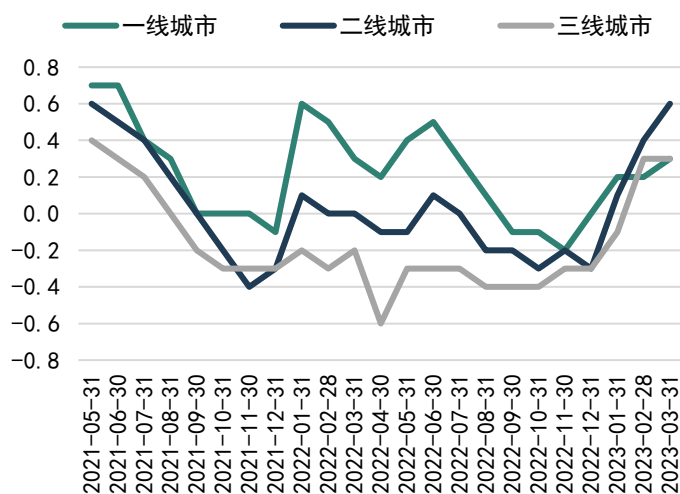
数据来源：同花顺，前海期货

销售方面，1-3 月份商品房销售面积累计降幅较去年四季度收窄 22.5

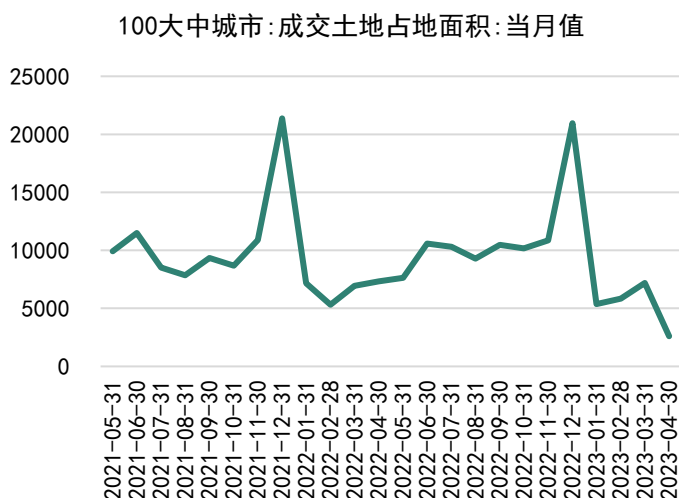
个百分点至-1.8%，销售金额增速回升 30.8 个百分点至 4.1%。在 1-2 月商品房积压需求集中释放后，3 月商品房销售修复动能边际放缓。3 月商品房销售面积降幅较 1-2 月小幅收窄 0.1 个百分点至-3.54%，但销售同比增速改善主要受去年同期基数走低影响。4 月份以来大中城市商品房销售面积有所回升，新建商品住宅价格指数也在持续走高，一定程度上使得开发商资金状况有所改善，未来几个月房屋竣工有望继续较快增长，但房屋新开工的显著改善可能要等到下半年。

**图 14 商品房销售增速 (%)**


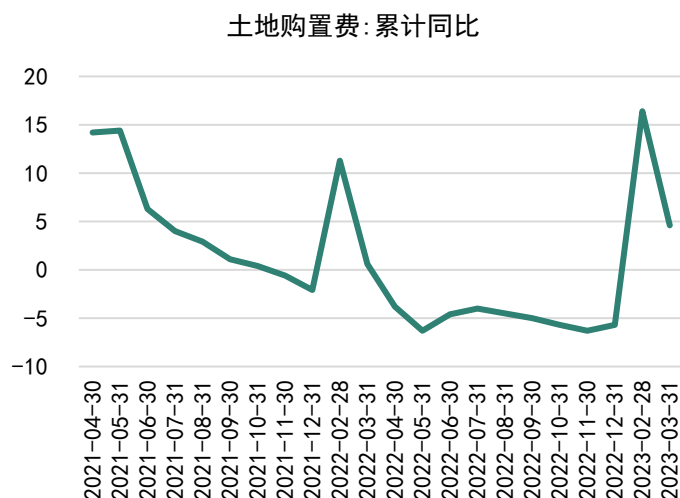
数据来源：同花顺，前海期货

**图 15 新建商品住宅价格指数环比 (%)**


数据来源：同花顺，前海期货

**图 16 土地成交面积 (万平方米)**


数据来源：同花顺，前海期货

**图 17 土地购置费用累计同比 (%)**


数据来源：同花顺，前海期货

整体来看，随着刚性和改善性合理住房需求的释放，房地产销售出现



积极变化，但前期积压需求释放效应将趋弱，同时，由于房企土地购置、新开工等增量行为仍然低迷，房地产投资修复斜率或较为平缓。不过，随着经济进一步复苏，或提振居民信心，去年同期低基数效应也将对二季度房地产相关指标形成支撑，房地产销售或持续温和修复，房地产开发投资也有望逐步企稳。

## 二、美国一季度经济低于市场预期，通胀压力重新抬头

美国 2023 年一季度实际 GDP 环比折年增长 1.1%，预期 2%，前值 2.6%，明显不及市场预期，这是美国 GDP 增速连续两个季度放缓。个人消费支出增长 3.7%，前值 1%，拉动 GDP 增长 2.5 个百分点，个人消费支出韧性较高。私人投资下降 12.5%，拖累 GDP 下降约 2.3 个百分点。进口和出口增速均由负转正，净出口拉动 GDP 环比约 0.1 个百分点，低于前值的 0.4 个百分点。

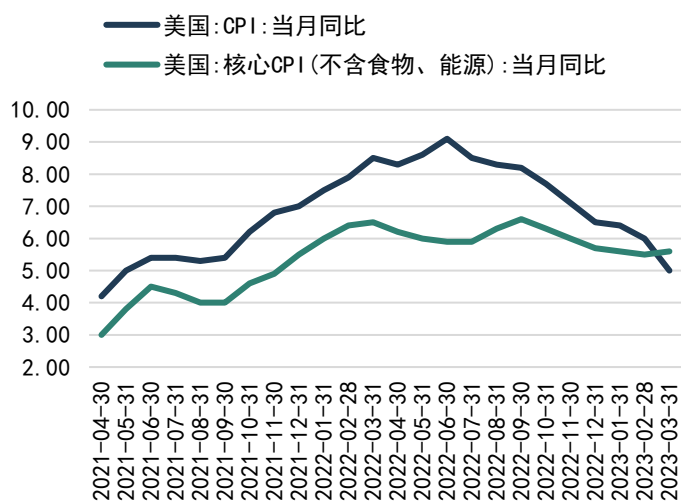
受服务项目价格拉动，一季度 PCE 意外反弹。一季度 PCE 与核心 PCE 双双反弹至 4.2% 和 4.9%，前值 3.7% 和 4.4%，主要受娱乐、餐饮、交通等服务业价格上涨影响。美国 3 月 CPI 同比增长 5.0%，预期 5.1%，前值 6.0%。核心 CPI 同比由上月的 5.5% 升至 5.6%，环比由上月 0.5% 降至 0.4%，核心 CPI 总体较为稳定，当月同比增速出现反弹，显示通胀仍然具有一定粘性，通胀绝对水平仍然偏高，结合就业数据来看，非农就业报告显示 3 月失业率超预期下降，美国劳动力市场虽有降温迹象但韧性仍强。从市场的加息路径预期来看，低于预期的通胀数据并没有显著改变市场认为 5 月加息的概率，但是进一步推动了年内降息的预期。

4 月份美国 Markit 制造业 PMI 和服务业商务活动指数初值显示，美国国内经济景气程度上升。美国 Markit 制造业 PMI 自去年 10 月以来重回荣枯线之上，较上月反弹 1.1 个百分点至 50.4；服务业商务活动指数小幅回落 0.1 个百分点，但仍维持去年 5 月份以来的高位。制造业逆势上行，服务业仍有韧性，或意味着美国经济短期内衰退风险降低，叠加 3 月份核心 CPI 同比增速出现反弹，需警惕通胀压力重新抬头。

美联储理事库克表示，如果数据表明美国经济仍然强劲，美联储恐怕还得在收紧货币政策方面继续努力。当前美国通胀虽有放缓，但仍然较高，如果经济持续展现韧性且通胀下降的速度不够快，市场对美联储降息的预

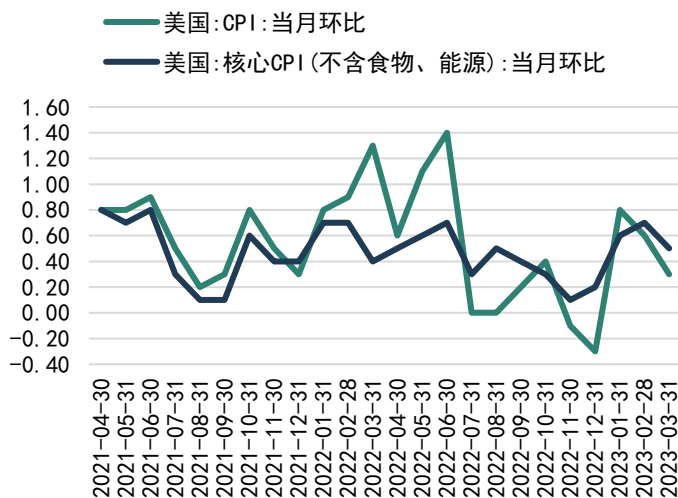
期将有所减弱。

图 18 美国 CPI、核心 CPI 当月同比 (%)



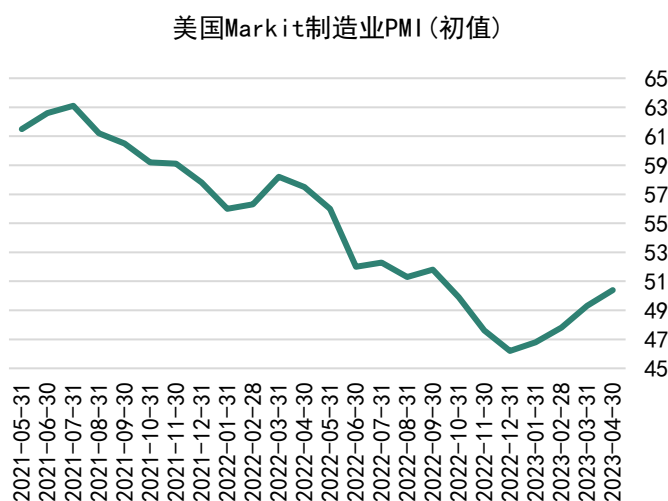
数据来源: 同花顺, 前海期货

图 19 美国 CPI、核心 CPI 当月环比 (%)



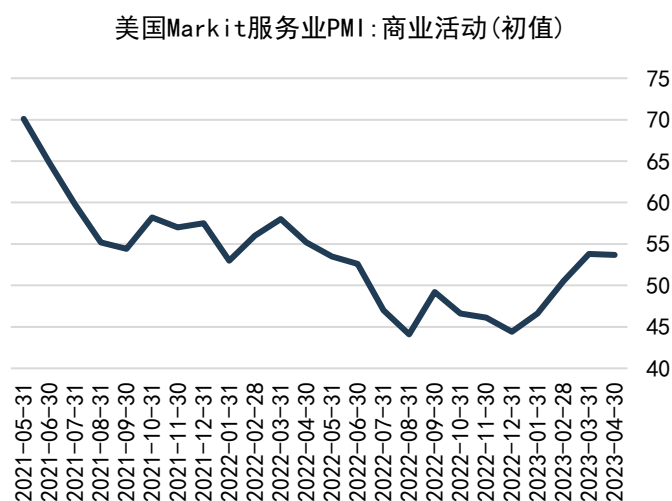
数据来源: 同花顺, 前海期货

图 20 美国 Markit 制造业 PMI (初值) (%)



数据来源: 同花顺, 前海期货

图 21 美国 Markit 服务业 PMI:商业活动(初值) (%)



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>