

对宏观复苏不妨更乐观一些——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2023年04月06日

研究结论

- **低基数优势足以推升3月消费走高，支撑一季度GDP增速。**年初消费数据显示，汽车与除汽车之外的消费出现较大分歧：（1）对于汽车来说，消费刺激政策一定程度上透支了今年的需求，这一因素3月还将持续，但“价格战”已经体现出一定的促销效果（乘联会预计3月狭义乘用车零售同比持平，环比改善14.5%）。在乐观情形下，我们假设3月份限额以上汽车销售额与1、2月均值持平，悲观情形我们假设价格整体下降12%左右；（2）关于非汽车消费，不妨更多参考中高频数据的启示。我们在1月月报《从商场、招聘等数据捕捉当下改变》及每周周报中曾介绍我们对商场数据的跟踪，从最新数据来看，有多个典型商场已能观察到3月工作日日均客流较2月份的变化，报复性消费确实呈现边际上的消退，尤其是在前期消费表现更为强劲的城市。在乐观情形下，假设除汽车外的消费环比按照天数之比、日均消费强度变化增长，为1、2月均值的102%，悲观按照历史上的较低水平99%。按照总体社零中两者的比例加权，3月单月社零同比增速预计为6.5%-9.8%，基数的作用还是能够明显抬升增速，中性条件下，一季度整体社零增速5.0%。展望二季度，消费在5%的基础上，还将进一步回升。如果2023年一二季度所体现出的季节性与2017-2019年均值持平，则上半年整体增速7.7%，二季度单季在10%以上，这一增速将对GDP增长构成有力支撑。
- **投资数据依然显示出政府投资强，民间信心弱，制造业强，第三产业弱的特征，内需对基建的承接尚未完成。**我们认为有以下几方面的原因：（1）基建项目往往需要若干年才能完成，因此增速具有一定的持续性；（2）地方依然鼓足干劲；（3）民间投资中的制造业投资增速并不弱，意味着表现相对较差的是民间投资中的其他行业，例如第三产业（1、2月累计同比-5.2%），因此民间投资信心并非整体低迷，而是呈现不均修复。考虑到当前消费的环比表现并不算超预期，有必要对相关投资的修复给予更多耐心。展望3月乃至二季度，以上因素很难发生根本转变。
- **地产数据表现是最重要的观察指标。**一方面，价格是提振信心的关键所在，目前来看政策起到了一定效果。百城住宅价格指数同比虽然还处在负区间，但环比涨幅2、3月均为正，摆脱了过去连续7个月的负增长。环比的上涨有利于提振信心，而信心将进一步稳固前期上涨，有望具备持续性；另一方面，当前政策对地产投资端的传导已经初露端倪。虽然城市之间的分化难以避免，但核心城市土地市场有所回暖。以上特征表明短期房地产数据有望继续强于预期，但后续尤其是下半年是否还将延续，会成为2023年宏观经济的最关键指标，需要承认的是目前隐忧仍在：（1）即便是热门城市，也存在成交溢价率偏低，核心与非核心地块分化明显的问题；（2）对于非热门城市来说，政策已经无法改变由住房保有量、人口流动所决定的“天花板”，这会成为全国层面数据的最大掣肘。
- **对于一季度来说，如果社零增速5%，叠加同比0%左右的净出口以及当前的投资增速，GDP增速超过4%是大概率事件，可能接近4.5%。**随着二季度消费增速进一步走高，即便净出口和投资再有回落，GDP增速也大概率超过7%，全年完成两会既定目标，达到5.5%左右具有较高确定性。如何看待这样的增长水平？我们认为：（1）相比去年而言，宏观环境的不确定性已有很大程度改善，内需恢复、信心改善的趋势并不会逆转，预期向下的空间并不大；（2）积极迎接同比高增和内需的自我修复。实际上，从2020年下半年至今，从绝对值的角度，我们从未迎来过“完全充分”的修复，但即便如此，基数所带来的高增也会在体感上增强信心，改善市场情绪，这一点2021年上半年已经有所演绎；（3）从去年中央经济工作会议、今年两会等情况来看，营商环境、对外开放、国企改革、数字经济、核心科技等领域的产业政策有望陆续落地，改善企业积极性，从根本上推动高质量发展。
- 风险提示：疫情存在阶段性反弹的风险；海外流动性风险进一步蔓延传导到国内的风险；假设条件变化影响测算结果。

证券分析师

陈至奕 021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔 sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

如何看待一年一度的两会期待？——月度 2023-03-03
宏观经济回顾与展望

重大项目密集开工释放何种信号？——月 2023-02-08
度宏观经济回顾与展望

从商场、招聘等数据捕捉当下改变——月 2023-01-02
度宏观经济回顾与展望

目 录

迎接同比高增，积极看待复苏	3
消费迎接同比高增	3
基建强于民间投资的格局并无改变	4
地产数据表现是最重要的观察指标	4
积极看待内需修复的中长期趋势	5
1-2 月经济数据回顾：	5
CPI 回落主要受到食品价格影响	5
工业生产表现平稳	6
消费温和复苏	6
基建和制造业投资依然偏强	7
出口降幅收窄	7
信贷总量高增，结构改善	7
风险提示	8

迎接同比高增，积极看待复苏

3 月份陆续公布了 1、2 月份经济数据，总体来说，有修复但斜率一般，重点体现在：（1）通胀在 1 月冲高之后迅速回落，剔除食品和能源的核心通胀也没有体现出超季节性的上涨，未能传递需求转旺的信号；（2）1-2 月社零增速录得 3.5%，虽然较去年年末有很大改善，但这一增速尚不足以提振市场情绪，如，同样以疫情中的月份为基数，2022 年 1-2 月社零增速为 6.7%；（3）强基建、弱内需的格局没有发生根本转变，1-2 月广义基建增速 12.2%，较去年年底进一步上行，而同期民间投资增速为 0.8%，甚至低于去年年末的 0.9%。在此背景下，3 月乃至二季度经济修复将是怎样的成色，如何在经济数据中剥离同比和环比各自的影响，成为市场关注的焦点：

消费迎接同比高增

报复性消费动能边际减弱是必然事件，作为宏观经济复苏的最后一环，不宜对消费力的释放有过高预期。不过，低基数优势足以推升 3 月消费走高，支撑一季度 GDP 增速。

年初消费数据显示，汽车与除汽车之外的消费出现较大分歧。对于汽车来说，消费刺激政策一定程度上透支了今年的需求，导致汽车从社零的拉动项转为拖累项，这一因素 3 月还将持续。考虑到“价格战”已经体现出一定的促销效果，3 月份的拖累可能主要在价格而非销量。3 月 24 日，乘联会官微发文表示，2023 年 3 月狭义乘用车零售销量预计 159.0 万辆，环比增长 14.5%，同比持平，而 1-2 月累计同比为-19.8%。对比中国汽车工业协会，1-2 月汽车销量累计同比-15%，两者相差不大，但对比统计局（同时体现出量、价的共同变化），1、2 月汽车销售额同比为-9.4%，意味着价格战的因素在 1、2 月份尚未充分体现，3 月份会更加明确，但销量有望因此边际改善。

在乐观情形下，我们假设 3 月份限额以上汽车销售额与 1、2 月均值持平（而 2018-2019 年汽车 3 月为 1、2 月均值的 107.2%、106.6%，2021 年为 118.6%，2020、2022 年属特殊情况，但也都高于 100%，分别为 146%、102%），即价格战通过量升价跌稳住了整体汽车销售收入。这一假设下，3 月同比为-8%，好于统计局公布的 1、2 月汽车销售同比-9.4%，差于手动计算的汽车销售同比-6.5%（以上全部采用限额以上汽车销售累计值口径进行计算）。悲观情形我们假设价格整体下降 12%左右，则 3 月汽车销售额同比负增扩大到-12%。

关于非汽车消费，不妨更多参考中高频数据的启示。我们在 1 月月报《从商场、招聘等数据捕捉当下改变》及每周周报中曾介绍我们对商场数据的跟踪，从最新数据来看，有多个典型商场已能观察到 3 月工作日日均客流较 2 月份的变化，如北京荟聚中心下降 5.9%，世纪金源购物中心下降 2.2%，重庆三峡广场和龙湖时代天街分别变动 0.2%和-3.7%，哈尔滨哈西万达广场下降 4.9%，兰州中心下降 9%，西安盛龙广场增长 1.8%，泰安万达广场增长 2%，南京万达茂增长 5%，武汉世界城光谷步行街增长 5.8%。相比 2 月工作日多数商场客流均值较 1 月工作日呈现两位数增长（可能由于 1 月节假日有强释放，综合导致整体上 2 月社零季调环比为负），报复性消费确实呈现边际上的消退，尤其是在前期消费表现更为强劲的城市。

在乐观情形下，假设除汽车外的消费环比按照天数之比（1、2 月份为 28+31 天，3 月为 31 天）、日均消费强度变化（中高频数据显示 3 月工作日日均客流较 2 月下降 1.9%，但还需要考虑到 1、2 月节假日导致整体日均客流还会更高，假设下降 3%）增长，为 1、2 月均值的 102%（2017-2019 年分别为 100%、99%、104%，均值 2020-2022 年分别为 114%、111%、99%），悲观按照历史上的较低水平 99%。

之后，按照总体社零中两者的比例加权，3 月单月社零同比增速预计为 6.5%-9.7%，基数的作用还是能够明显抬升增速，中性条件下，一季度整体社零增速 5.0%。

展望二季度，消费在 5% 的基础上，还将进一步回升。一方面，去年 4、5 月份，社会消费品零售环比季调均为负增长，直到 6 月才有所改观，另一方面，虽然消费是宏观经济复苏的滞后指标，但在宏观环境趋于稳定，政策红利持续释放的当下，并没有理由认为环比会明显向下。如果 2023 年一二季度所体现出的季节性与 2017-2019 年均值持平，则上半年整体增速在 7.6-7.7% 之间，二季度单季在 10% 以上，这一增速将对 GDP 增长构成有力支撑。

基建强于民间投资的格局并无改变

在《如何看待两会政府工作报告？》中我们指出，通过传统财政货币政策进行强力逆周期调节的阶段趋于结束，稳增长将进一步从财政、货币政策转向产业政策，未来或更加强调为市场主体保驾护航，激发内生动能。不过，年初数据显示，当前投资数据依然显示出政府投资强，民间信心弱，制造业强，第三产业弱的特征，内需对基建的承接尚未完成。我们认为有以下几方面的原因：

- 基建项目往往需要若干年才能完成，因此增速具有一定的持续性；
- 地方依然鼓足干劲。在《地方如何开新局？——地方两会再观察》中我们发现，重大项目和基建依然是各地稳增长的重要抓手，固定资产投资增速的目标普遍较高（25 个省市公布了 2023 年固定资产投资增速目标，算术平均 8.5%）；
- 制造业投资下台阶（1、2 月累计同比 8.1%，2022 年全年 9.1%，2021 年全年 13.5%）部分源于 PPI 的拖累，如果扣除 PPI，用“实际”制造业投资来衡量，则年初增长 9.2%，好于去年 5%、2021 年 5.4%。且值得注意的是，民间投资中的制造业投资增速并不弱，意味着表现相对较差的是民间投资中的其他行业，例如第三产业（1、2 月累计同比-5.2%，依然处于负增区间），因此民间投资信心并非整体低迷，而是呈现不均衡修复。考虑到当前消费的环比表现并不超预期，有必要对相关投资的修复给予更多耐心。

展望 3 月乃至二季度，以上因素很难发生根本转变，预计基建高增还将延续，制造业表现较为温和，民间投资有望低位改善。

地产数据表现是最重要的观察指标

近期全国性的地产支持政策与地方性的“因城施策”双管齐下，各有亮点。一方面，3 月 30 日，自然资源部、中国银保监会印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》，对协同做好不动产“带押过户”作出全面部署，自此“带押过户”从地方性政策走向了全国化、常态化，在居民释放改善性需求的过程中提供便利；另一方面，热门城市如厦门近期出现政策的进一步调整，单身人士可以购买第二套住房，具有一定信号意义。

实际数据同样显示，地产对宏观经济的支持有望超出预期：

- 价格是提振信心的关键所在，目前来看政策起到了一定效果。百城住宅价格指数同比虽然还处在负区间，但环比涨幅 2、3 月均为正，摆脱了过去连续 7 个月的负增长；70 大中城市中，新建商品住宅价格环比上涨的城市 1、2 月分别为 36、55 个，2 月已触及 2021 年 7 月以来最多。环比的上涨有利于提振信心，而信心将进一步稳固前期上涨，有望具备持续性；

- 当前政策对地产投资端的传导已经初露端倪。虽然城市之间的分化难以避免，但核心城市土地市场表现强于预期。根据媒体公开报道，在土拍规则调整优化、地方政府实践“少量多次”的背景下，杭州、南京、北京等城市土拍市场有所回暖，参拍房企数量明显增加。

以上特征表明短期房地产数据有望继续强于预期，但后续尤其是下半年是否还将延续，会成为2023年宏观经济的最关键指标，需要承认的是目前隐忧仍在：（1）即便是热门城市，也存在成交溢价率偏低，核心与非核心地块分化明显的问题；（2）这些热门城市的“因城施策”相对其他城市来说更为克制也更为延迟，但表现反而更好，意味着对于其他城市来说，政策已经无法改变由住房保有量、人口流动所决定的“天花板”，这会成为全国层面数据的最大掣肘。

积极看待内需修复的中长期趋势

就业压力、低通胀、弱外需的结合，有利于稳增长政策持续在位，不妨放平预期，积极迎接内需的自我修复。3月17日央行宣布降准，标志着宏观政策还在为经济复苏提供保障，宽松的时间窗口尚未关闭。一方面，年初城镇调查失业率略高于目标，其中青年群体就业情况尤为严峻，16-24岁人口调查失业率为18.1%（17.3%），比去年同期高出2.8个百分点；另一方面，如前文所述，当前消费复苏还不那么充分，民间投资在部分行业上缺乏信心，地产的修复还刚刚开始，叠加外需走弱，海外流动性风险是否会有更进一步演绎尚不可知，都构成政策无法轻易退出的理由。

对于一季度来说，社零增速5%，叠加同比0%左右的净出口以及当前的投资增速，GDP增速超过4%是大概率事件，可能接近4.5%。随着二季度消费增速进一步走高，即便净出口和投资再有回落，GDP增速也大概率超过7%，全年完成两会既定目标，达到5.5%左右具有较高确定性。如何看待这样的增长水平？我们认为：

- 风物长宜放眼量。相比去年而言，宏观环境的不确定性已有很大幅度改善，在外部不发生重大风险、国内疫情无变异等条件之下，内需恢复、信心改善的趋势并不会逆转，即便不是一时之功，因此预期进一步向下的空间并不大；
- 积极迎接同比高增和内需的自我修复。实际上，从2020年下半年至今，从绝对值的角度，我们从未迎来过“完全充分”的修复，但即便如此，基数所带来的高增也会在体感上增强信心，改善市场情绪，这一点2021年上半年已经有所演绎；
- 从去年中央经济工作会议、今年两会等情况来看，营商环境、对外开放、国企改革、数字经济、核心科技等领域的产业政策有望陆续落地，改善企业积极性，从根本上推动高质量发展。

1-2月经济数据回顾：

CPI回落主要受到食品价格影响

2023年2月CPI同比1%（前值2.1%，后同，对于1-2月累计数据前值指去年12月当月），环比-0.5%（0.8%）。CPI超预期回落，同比1%的涨幅低于万得一致预期的1.8%，其中核心CPI同比0.6%，比上月回落0.4个百分点，核心CPI回落主要是受春节错位效应的拖累，在调整春节错位因素后，核心CPI的表现与正常年份相近：

- 往年春节的影响主要在2-3月份，2月份春节推升需求，节后3月份价格随需求回落而下降，因此可以通过比较今年1-2月份与往年2-3月份来排除季节性影响。今年前两个月核心CPI环比平均增长0.1%，与2021年2-3月的均值相等。

- 服务价格环比平均上涨 0.2%，略好于 2021 年 2-3 月的均值 0.15%；旅游价格环比平均上涨 1.4%，高于 2021 年 2-3 月的均值 0.4%。
- 与 2021 年对比，核心商品和服务价格当前的修复力度与彼时基本相当，但受疫情影响最大的服务消费（尤其是旅游等）价格上涨比较明显，而且与疫情前的 2018 年 2-3 月相比，也能得出同样的结论（2019 年春节在 2 月初，春节效应落在 1-3 月，因而难以与今年对比）。

PPI 处于底部震荡阶段，同比为-1.4%（-0.8%），已连续 17 个月下行，环比持平（-0.4%），呈现的结构性特征包括：

- 石油价格同比回落继续拖累 PPI，石油和天然气开采业同比-3%（5.3%），由于高基数，价格同比降幅显著扩大；
- 金属相关原材料价格普遍改善，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.7%（1.5%），有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1%（0%），统计局指出原因在于金属相关行业市场预期向好、需求有所恢复；
- 中下游价格相对偏弱，例如汽车制造业同比-0.8%（-0.5%）、计算机、通信和其他电子设备制造业同比-0.5%（0.4%）。

总的来看，CPI 同比回落主要受高波动的食品价格以及季节性因素的影响，与消费景气度关系更大的核心 CPI 符合季节性表现，服务价格表现超季节性。在基数走高的影响下，后续几个月 CPI 同比大概率比较温和，服务价格或继续上行。PPI 方面，考虑到油价同比继续下降等因素，短期内 PPI 或延续负增长，但环比有望持续改善。

工业生产表现平稳

1-2 月工业增加值同比增长 2.4%，两年平均增长 4.9%，表现不弱，其中制造业两年平均增长 4.7%。不过，行业间结构分化加剧，上游普遍强于下游，化学原料及化学制品制造业同比增长 11%（10.8%）、有色金属冶炼及压延加工业同比增长 6.3%（9.4%）；纺织业、通用设备制造业、汽车制造业同比分别为-3%（-4.7%）、-3.4%（-0.9%）、-5.9%（4.9%），通用设备制造业等在出口中占比较高，同期出口走弱拖累了下游生产。

消费温和复苏

1-2 月社会消费品零售同比为 3.5%，去年汽车消费刺激政策一定程度上透支了今年的需求，导致汽车从社零的拉动项转为拖累项，扣除汽车外的社零呈温和复苏，1-2 月除汽车以外的消费品零售额同比增长 5%，两年平均增长 6%。若和疫情前增长趋势相比，社零增速略低于增长趋势，但餐饮收入增长已经正常化，1-2 月同比增长 9.2%。值得注意的是，2 月社零环比为-0.02%（1 月为 0.61%），社零环比通常在春节所在月份下滑，春节后回升，然而今年春节后社零环比反而转负，消费修复的斜率仍待观察。

消费修复力度方面，餐饮等场景消费>化妆品等可选消费>地产后周期>必选消费>汽车消费。前期受疫情压制越显著的消费品类在疫后修复的弹性越大，从 1-2 月限额以上消费来看，可选消费中化妆品、金银珠宝同比分别增长 3.8%（-19.3%）、5.9%（-18.4%），地产后周期消费品——家具类同比增长 5.2%（-5.8%），必需消费品粮油食品同比增长 9%（10.5%），汽车同比-9.4%（4.6%）。

基建和制造业投资依然偏强

1-2 月固定资产投资累计同比增长 5.5%，地产对投资的拖累减弱，基建和制造业投资维持韧性，推动固定资产投资上行：

- 1-2 月房地产开发投资完成额同比降幅收敛至-5.7%（-10%），同时商品房销售和竣工大幅好转，同比分别为-3.6%（-24.3%）、8%（-15%），考虑到投资修复通常滞后于销售，年初地产投资大幅改善可能是由于保交楼的大力推进；
- 制造业投资小幅回落至 8.1%（9.1%），考虑到高基数，制造业投资依然偏强；
- 基建投资同比为 12.2%（11.5%），基建项目自身的惯性、专项债前置和政策性金融工具持续推进助推了年初的基建增速。

出口降幅收窄

1-2 月出口金额累计同比下降 6.8%，降幅较去年 12 月当月同比有所收窄。分商品来看：

- 消费品出口承压。其中社交相关商品需求不足，1-2 月服装、鞋靴、箱包出口金额累计同比增速分别为-14.7%、-11.6%、3.3%（-10.1%、2.5%、14.8%），东盟也面临类似的困难，据胡志明市劳动局文件，全球最大运动鞋代工台湾省宝成公司将在越南裁员。
- 机电产品出口降幅收窄。1-2 月机电产品出口金额累计同比增速为-7.2%（-12.7%），占总出口的比重为 58.1%（去年全年为 57.1%）。其中，电子中间投入品出口下行压力较大，如集成电路累计同比增速为-25.8%（-15.6%），手机、自动数据处理设备等消费电子产品稍有好转；机械产品出口有一定改善，如通用机械设备出口累计同比增速为-3.7%（-13.4%）；汽车在高基数下表现依然可圈可点，汽车（含底盘）、汽车零配件出口累计同比增速分别为 65.2%、4%（90.8%、-2%）。

分地域来看，对东盟、韩国、俄罗斯出口增长，对美欧日等发达国家回落。1-2 月对美、欧盟、东盟、日、韩、俄出口金额同比增速为-21.8%、-12.3%、8.3%、-1.6%、1.4%、19.2%（-19.5%、-17.5%、7.5%、-3.3%、-9.7%、8.3%）；出口占比分别为 14.1%、15.8%、16.3%、5.3%、4.7%、3%（14.8%、14.2%、17.5%、4.6%、4.4%、2.9%）。与 2022 年同期比，1-2 月对东盟、韩国、俄罗斯出口占比均有抬升，与此同时美国降幅最大，欧盟其次。

最新一期出口数据在高基数的情况下降幅收窄证明了中国出口份额近期并未走弱，国内供应链堵点减少也改善了去年 Q4 出口份额回落的压力。不过外需降温的担忧仍在，近期市场广泛关心的港口空箱堆积就和发达国家需求走弱有关，世界贸易组织发布最新一期货物贸易晴雨表读数也仅 92.2，较上一期 96.2 明显下降，远远低于基准值 100。展望后续，中国出口份额中枢远高于疫情前仍是大概率事件，需关注“中国——东盟&韩国——美国”这绕道出口的渠道，以及中欧战略合作进展对中国出口份额的支撑；相较之下虽然目前海外衰退风险放缓，但部分指标尚未脱离绝对低位，加上美国库存依然较高，外需整体较弱（特别是对于电子产品来说），外需变化还需要紧密观察。

信贷总量高增，结构改善

2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿，去年同期 1.2 万亿；社会融资规模存量为 353.97 万亿，同比增长 9.9%（9.4%）。新增社融和信贷均延续了开年以来强劲的表现，实体信贷、政府债券和未贴现银行承兑汇票为主要拉动项，外币贷款、股票融资和委托贷款则低于去年同期。偏强的社

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

融一是由于春节错位效应，2月工作日多于去年同期；其次也反映了稳增长政策在落地见效，重大项目开工、政策性金融工具项目持续推进、专项债发行前置等推动了融资需求，对应于年初基建表现可能偏强；三是企业融资需求或在改善、居民风险偏好修复。

信贷总量增长的同时，结构也呈现改善的趋势，企业中长期贷款延续高增，居民信贷结束了连续15个月的同比负增，居民短贷和中长期贷款表现均超季节性：

- 2月新增居民户贷款2081亿，同比多增5450亿，其中居民短期贷款新增1218亿，同比多增4219亿，即使考虑春节错位的影响后，居民短期信贷依旧大幅好于去年，可能指向疫情防控措施优化调整后，居民部门消费倾向和风险偏好均有所修复；居民中长期贷款新增863亿，同比多增1332亿，尽管新增的绝对规模仍然偏低，但结束了持续14个月的同比负增，对应同期商品房销售改善（2月30大中城市商品房成交面积同比增长超30%），仍具有信号意义。随着地产销售端改善、房价企稳回升，居民杠杆率有望重新扩张，信贷由企业“独挑大梁”转向由居民和企业共同推动。
- 企业中长期贷款延续高增长，指向当前稳增长力度偏强，企业投资意愿也在好转。2月新增企业中长期贷款1.1万亿，同比多增6048亿，我们理解开年企业中长期贷款持续高增的动能，一是反映当前稳增长力度偏强，今年前两个月专项债净融资8612亿，带动基建相关融资需求；二是企业投资偏好可能随经济复苏而修复，2月BCI企业投资前瞻指数比上月提升9个百分点。
- 受春节错位的影响，2月政府债券同比多增5416亿，2023年提前批专项债额度2.19万亿，远超去年1.46万亿，且发改委明确一季度将加快推动提前批专项债发行使用，一季度政府债券有望支撑社融；企业债券结束了连续3个月同比负增，表明理财赎回风波的影响趋近尾声。
- 2月表外三项合计收缩81亿，同比大幅少减4972亿，其中未贴现银行承兑汇票同比少减4158亿，可能是由于信贷表现较好，银行将票据从表外转表内的意愿较弱。

开年以来信贷强劲，且与实体经济联系紧密的企业中长期贷款表现亮眼，体现政策为经济修复提供了强劲支持，居民信贷也呈现改善的迹象。不过，3月3日央行行长易纲在新闻发布会上表示，“货币信贷的总量要适度，节奏要平稳”，3月5日央行副行长刘国强表示，“不盲目追求信贷高增长”，后续政策对信贷高增的支持可能有所减弱，信贷扩张的驱动力将转向经济内生修复带来的融资需求、地产景气度修复、以及居民预期转变。

风险提示

- 疫情存在阶段性反弹风险，从而抑制国内线下消费；
- 海外流动性风险进一步蔓延，传导到国内；
- 假设条件变化影响测算结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。