

疤痕效应逐渐修复下指数延续震荡

2023年5月16日 星期二

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

从总量角度看，一季度经济恢复明显，但疫情“疤痕”效应显著存在，经济回升基础仍不够牢固，在报复性反弹后，增速或难维持。一方面经济快速反弹，一季度GDP同比增加4.5%，较前两个季度的增速大幅提高，制造业与非制造业PMI连续四个月上涨。另一方面，在经济快速恢复的背景下，一季度就业与信心的恢复推动消费转暖，稳经济、稳就业、稳物价政策持续发力。

指数行情看，一方面国内经济三重压力缓解，另一方面疫后快速反弹阶段已经过去。货币发行维持稳定，信用宽松远低于预期；地产发力难以为继，经济预期转弱。政策层面，稳经济、稳就业、稳物价的基调下仍以稳发展为主。海外方面，三大银行风险爆发，美国触发债务上限叠加美国一年期信贷违约掉期（CDS）上升，且预示外围市场仍存在风险；从盘面看，近期中特估与AI概念板块快速上涨或在之后调整中对IH带来压力，结构性行情仍然是主旋律。

报告目录

1. 一季度经济呈现增长迹象.....	3
2. 信贷扩张超预期，但通胀增速回落.....	6
3. 房地产恢复放缓.....	9
4. 出口有恢复迹象.....	11
5. 海外经济.....	11
6. 股指期货运行.....	14

图表目录

图表 1: PMI 季节性图表.....	4
图表 2: PMI 分项数据.....	4
图表 3: PMI 分项数据.....	5
图表 4: 战略性新兴产业采购经理指数.....	5
图表 5: 零售分项.....	6
图表 6: 新增社融分项.....	7
图表 7: 企业贷款.....	7
图表 8: 居民贷款.....	8
图表 9: 收入与就业预期.....	8
图表 10: 物价预期与消费储蓄意愿.....	9
图表 11: CPI&PPI.....	9
图表 12: 房地产对 GDP 累计同比贡献.....	10
图表 13: 彭博 2023 年 4 月海外经济体衰退概率预测.....	11
图表 14: 全球经济活动指数.....	12
图表 15: 制造业与非制造业 PMI.....	12
图表 16: 全球经济活动指数.....	13
图表 17: 通胀与核心通胀.....	13
图表 18: 货币政策收紧.....	14

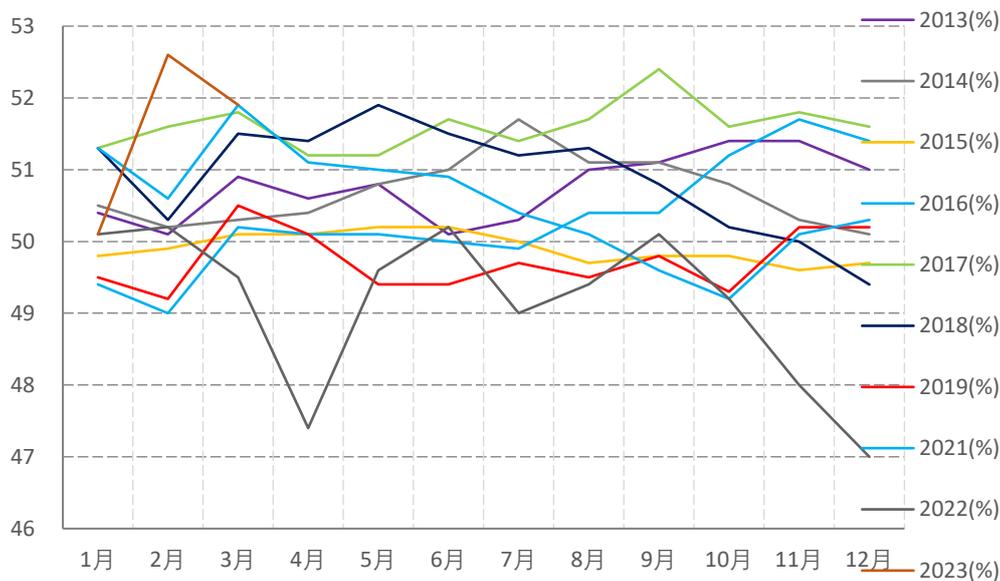
1. 一季度经济呈现增长迹象

伴随着 2022 年疫情对国内经济冲击进入尾声，自 1 月 8 日起对新型冠状病毒感染实行“乙类乙管”，较快实现疫情防控平稳转换，疫情及其相关因素对经济影响消退。宏观经济政策延续 2022 年中央经济工作会议稳中求进。依据“稳增长、稳就业、稳物价工作”。年初时我国经济恢复基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力较大，但一季度之后，压力得到有效缓解。我国经济韧性强、潜力大、活力足的基本面不变，预示了经济整体走出疫情冲击。关于政策方面，报告提及“各项稳经济政策继续靠前部署，财政、金融政策继续加大对重大项目建设、实体经济支持，各地因城施策推动房地产市场有所回暖”。自去年 11 月起房地产在三道箭等政策的扶持下有所回暖，前两个月经济活动恢复明显，就业物价总体运行稳定，市场信心和预期加快好转。

从总量角度看，一季度经济恢复明显，但疫情“疤痕”效应显著存在，经济回升基础仍不够牢固，在报复性反弹后，增速或难维持。一方面经济快速反弹，一季度 GDP 同比增加 4.5%，较前两个季度的增速大幅提高，制造业与非制造业 PMI 连续四个月上涨。另一方面，在经济快速恢复的背景下，一季度就业与信心的恢复推动消费转暖，稳经济、稳就业、稳物价政策持续发力。

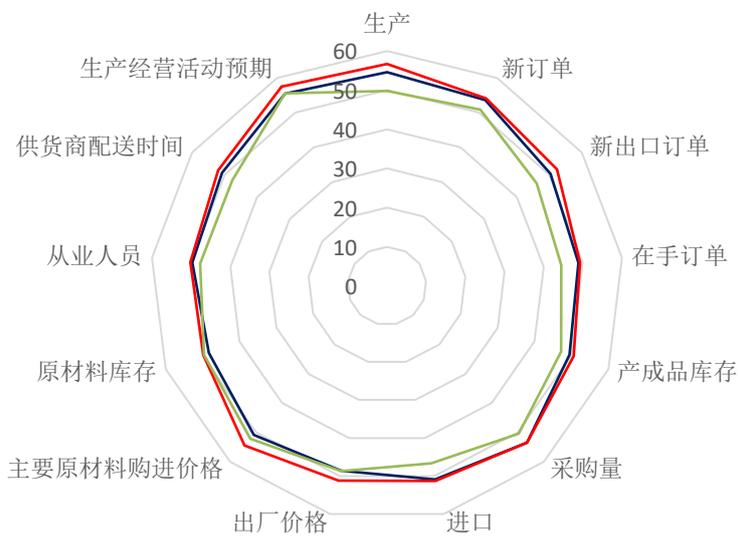
从结构性数据看，第一方面，服务业恢复较制造业更强。Q1 制造业 PMI 提升 4.9 个百分点，Q2 非制造业 PMI 提升 16.6 个百分点。其中，住宿和餐饮、软件和信息行业增速最为明显，GDP 分项分别同比增加 13.6% 和 11.2%。第二方面，在拉动经济的三驾马车中，受信心快速回升影响，消费率先恢复，净出口收窄，一季度消费同比增加 66%，投资同比增加 34.7%。从投资分项看，一季度制造业和基建基本维持稳增长，房地产投资快速增长，但 3 月略有回落。第三方面，在消费分项中，餐饮收入恢复最为明显。第四方面，受到收入制约，汽车补贴政策变化等影响，当前商品消费细分领域走势背离，日常消费恢复良好。

图表 1: PMI 季节性图表



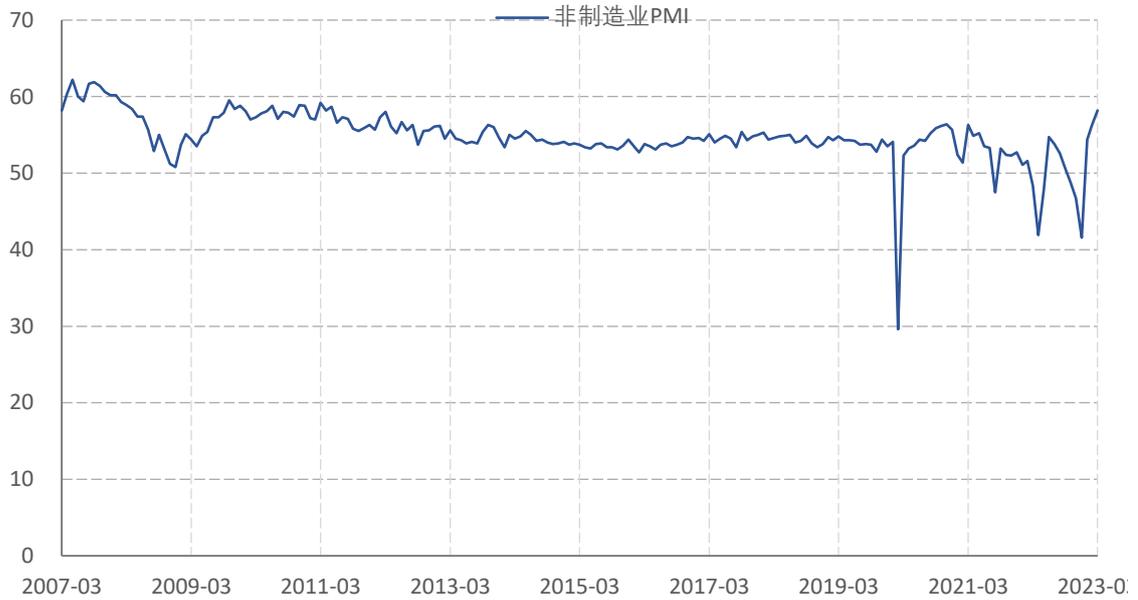
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 2: PMI 分项数据



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: PMI 分项数据



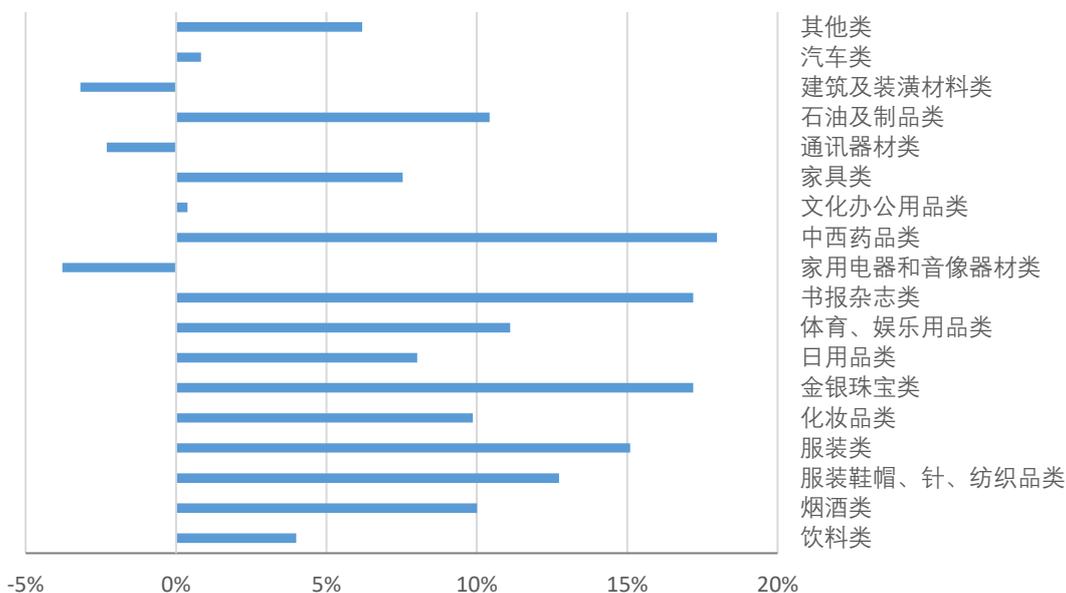
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 4: 战略性新兴产业采购经理指数



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 零售分项



数据来源: wind, 兴证期货研发部

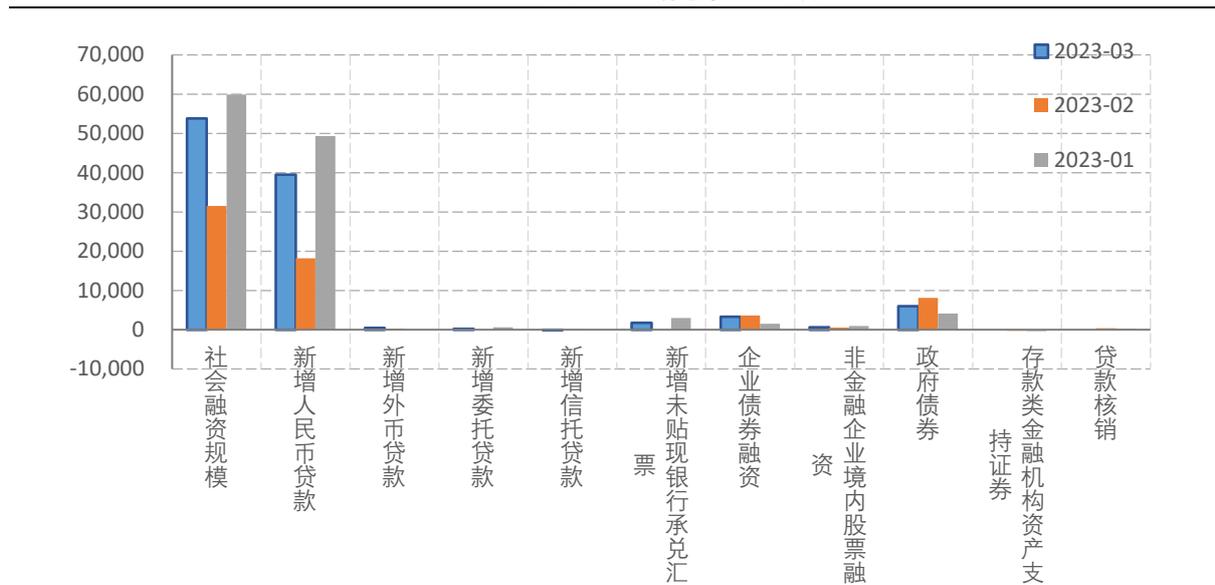
2. 信贷扩张超预期，但通胀增速回落

2023 年一季度，企业资金需求较强。一季度，新增社会融资规模累计 14.52 万亿元，创历史新高，同比多增 2.47 万亿元。其中，新增人民币贷款累计 10.7 万亿元，同比增加 2.36 万亿元。非金融企业境内股票融资 2149 亿元，同比减少 833 亿元；政府债券、企业债券出现分化，分别较去年同期增加 2478 亿元和减少 4718 亿元。由于专项债的额度下发提前，政府债券发行速度增加。企业端虽然企业债券较去年同期有所减少，但是一季度企业中长贷较去年同期增加 2.62 万亿元，预示企业融资途径转移而非企业资金需求减少。表外融资（新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票）合计同比增加 5760 亿元。

从期限结构看，企业中长期贷款占比持续抬升，居民中长期贷款占比下降。数据显示，2023 年企业新增中长期贷款 7.624 万亿元，占比 71.93%，较去年同期占比提升 11.73 个百分点；新增居民中长期贷款受到三月楼市出现“小阳春”影响升至 9442 亿元，中长贷占比为 55.22%，较去年同期下降 29.7 个百分点。

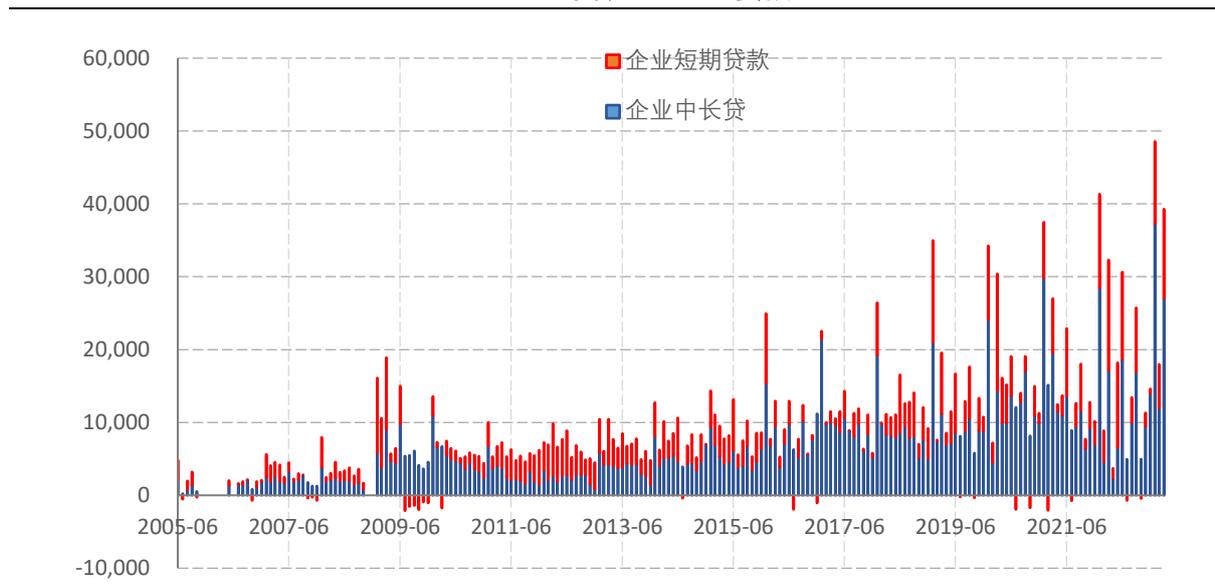
从货币发行看，2023年3月M2同比增加12.7%，继续在高位徘徊，为2016年以来高位，这或与居民储蓄增加有关，即疫情带来的“疤痕效应”仍未完全消除。依据2023年一季度央行调查结果显示，居民对物价预期减弱，对收入和就业的预期明显改善，倾向消费的居民较前一季度增加0.5个百分点，倾向储蓄的居民较前一季度减少3.8个百分点。疤痕效应或将逐渐减轻。

图表 6: 新增社融分项



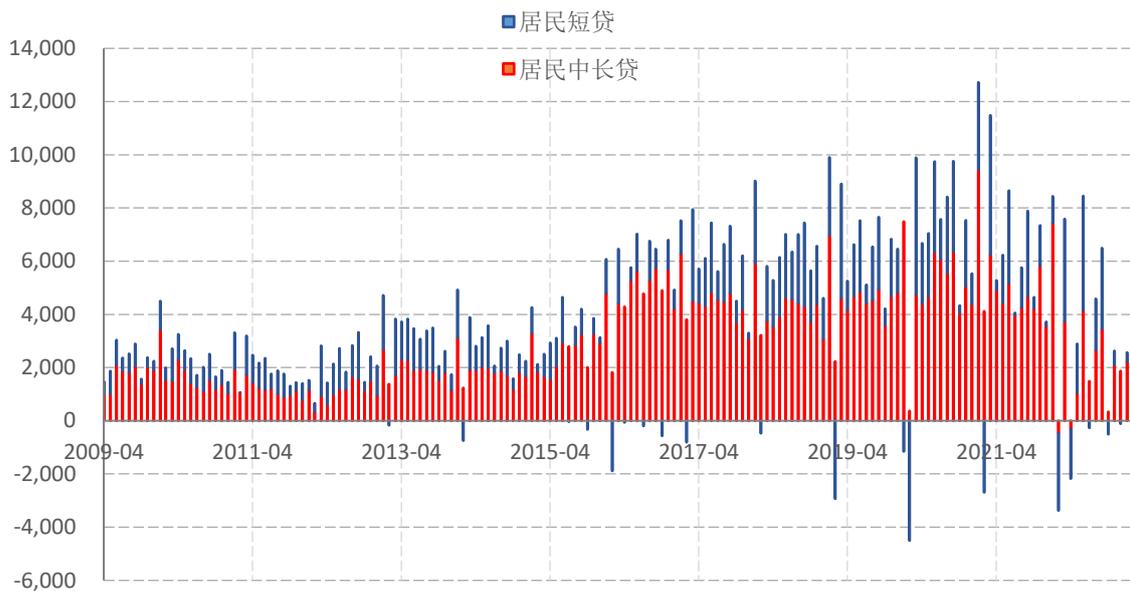
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 7: 企业贷款



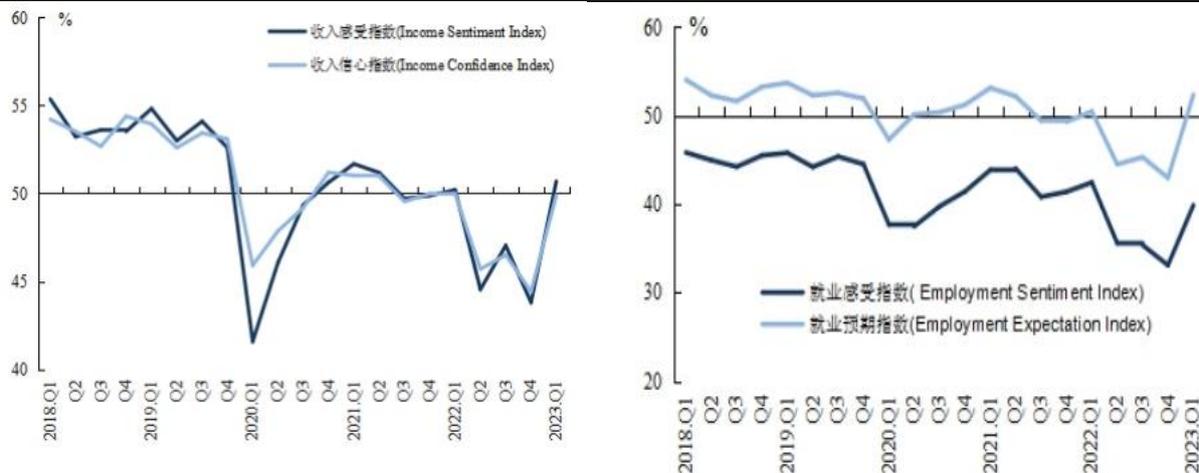
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 8: 居民贷款



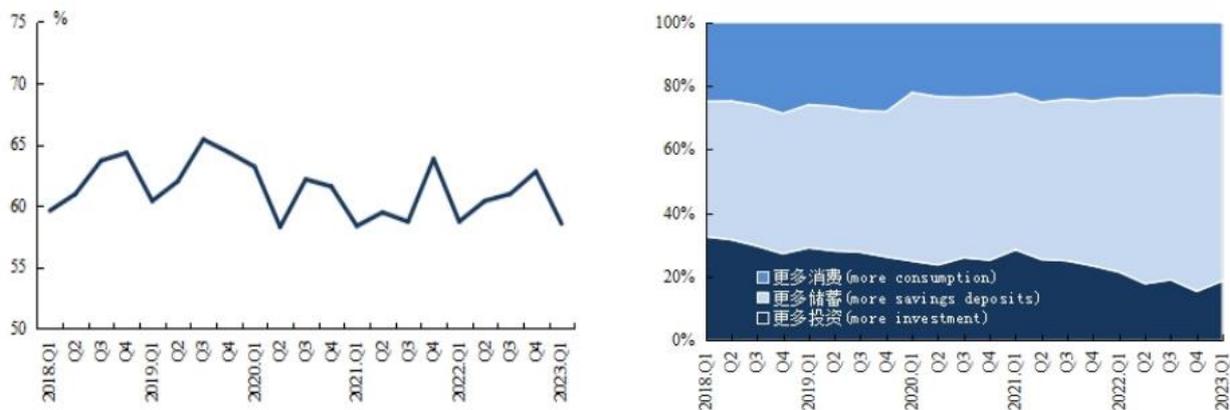
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 9: 收入与就业预期



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

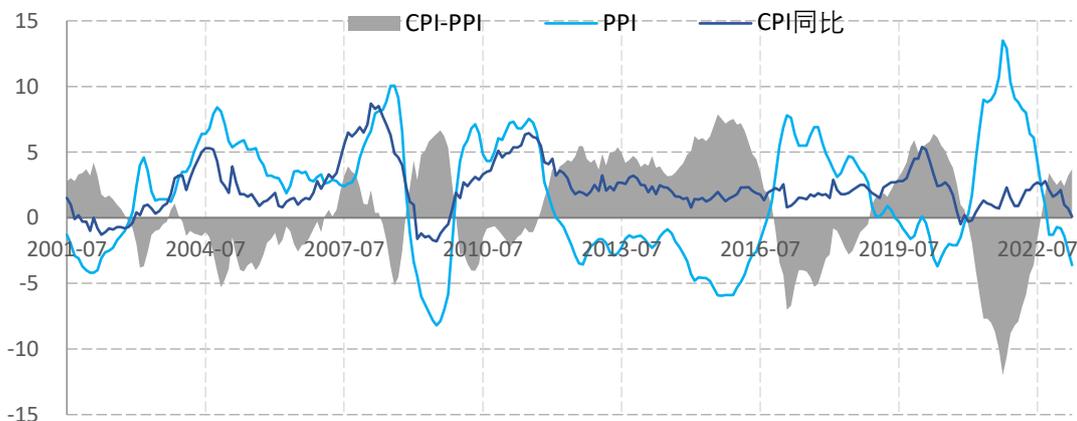
图表 10：物价预期与消费储蓄意愿



数据来源：Wind，兴证期货研发部

受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱即上年高基数影响，PPI 同比持续走低，食品价格的回落也拉低 CPI 同比，4 月这一趋势继续延伸，CPI 同比增加 0.1%，PPI 同比减少 3.6%。

图表 11：CPI&PPI



数据来源：wind，兴证期货研发部

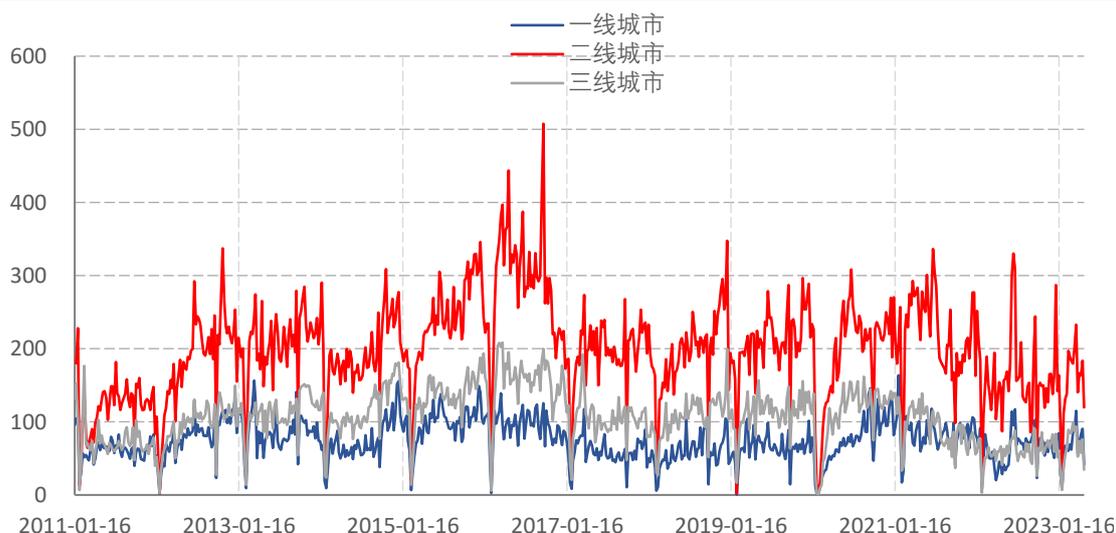
3. 房地产恢复放缓

2023 年一季度，楼市在政策的催化下，供给侧持续发力，叠加经济疫后反弹，房地产市场筑底迹象显现，居民预期好转及信贷需求改善预示地产的下游端或有效改善。

一方面，前期积压的需求加速释放。今年以来，三十大城市商品房成交面积有效改善，尤其一线城市商品房成交面积改善较为明显。另一方面，伴随着房地产风险防范化解工作的推进，一系列“保交楼、保民生、保稳定”举措。去年年底中央经济工作会议提及，要有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，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，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强党中央对金融工作集中统一领导。要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。截至 3 月 22 日，A 股有 8 家房地产企业发布再融资预案。

展望未来，房地产复苏仍有待观察。一方面，“房住不炒”的基调下，新增住房购置得到有效遏制；另一方面，虽然一季度整体居民端情绪有改善迹象，但整体超额储蓄向房地产转化仍有限；最后，房地产行业投资端增速减弱，而需求恢复持续性存疑，且一、二线城市需求空间释放相对充足，三线城市需求透支明显，整体并不乐观。

图表 12: 房地产对 GDP 累计同比贡献



数据来源: wind, 兴证期货研发部

4. 出口有恢复迹象

受到海外需求疲软、疫情导致贸易受阻及过往基数等因素影响，年初出口疲软。2023 年前三个月，出口金额同比分别为：-10.5%，-1.3%和 14.8%；进口金额同比分别为-21.3%，4.2%和-1.4%。四月，出口虽然较三月有回落，但仍高于预期 6.4 个百分点。分国别看，我国对美国、欧盟和日本的出口增速分别为-6.5%，11.53%和 3.87%，较 3 月同比增速均有不同程度的提高。虽然出口连续两个月回升，且超预期增长，但目前仍无法判断出现反转。

图表 13: 彭博 2023 年 4 月海外经济体衰退概率预测



数据来源：wind，兴证期货研发部

5. 海外经济

全球经济目前仍处于较高不确定性，一方面，过去三年新冠疫情的累计效应仍对经济产生冲击，另一方面，俄乌需求对于大宗商品的影响仍在持续中。全球多地经济通胀达到数十年高点，导致多国央行实行紧缩的货币政策，以对抗通胀。今年3月，在收紧的金融环境下，美国两家银行意外破产，瑞士银行信心崩溃导致其被收购。

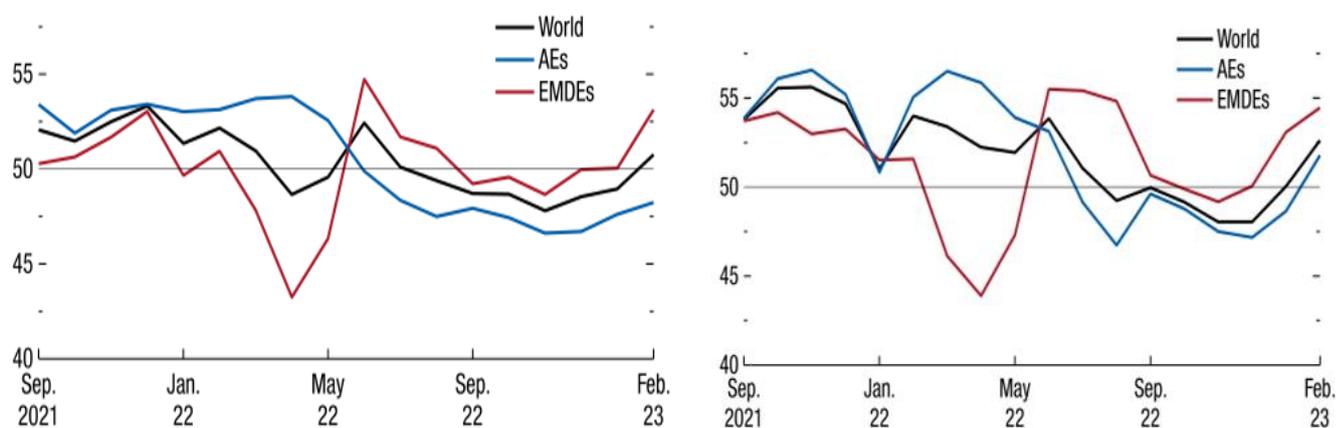
图表 14: 全球经济活动指数



数据来源: wind, 兴证期货研发部

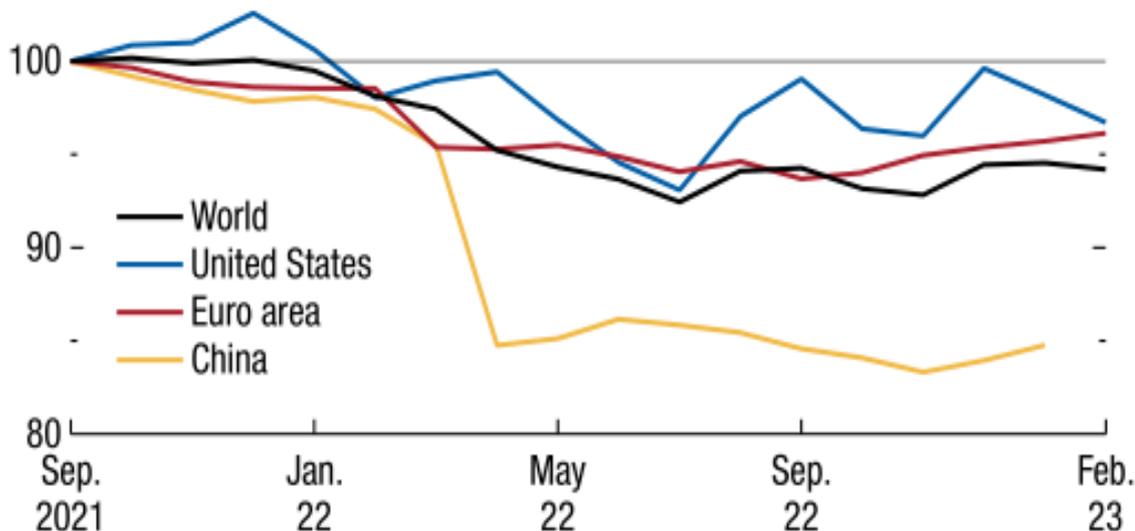
伴随着利率的快速上升，通胀正在下降，但由于金融部门压力，通胀仍居高不下。通胀自 2022 年年中以来在能源价格下降的带动下持续回落，但通胀与核心通胀仍保持在 2021 年前平均水平的两倍左右。到 2022 年底，美元和欧元区的职位空缺与失业人数达到几十年最高水平，劳动力市场吃紧，工资成本压力仍有控制，工资-价格螺旋仍有较大不确定性。随着市场对通胀的反映，市场暗示政策路径上移，缩小了美联储宣布的预期政策路径的差距，近期金融部门动荡和相关信贷条件收紧将市场暗示的政策利率路径推低。

图表 15: 制造业与非制造业 PMI



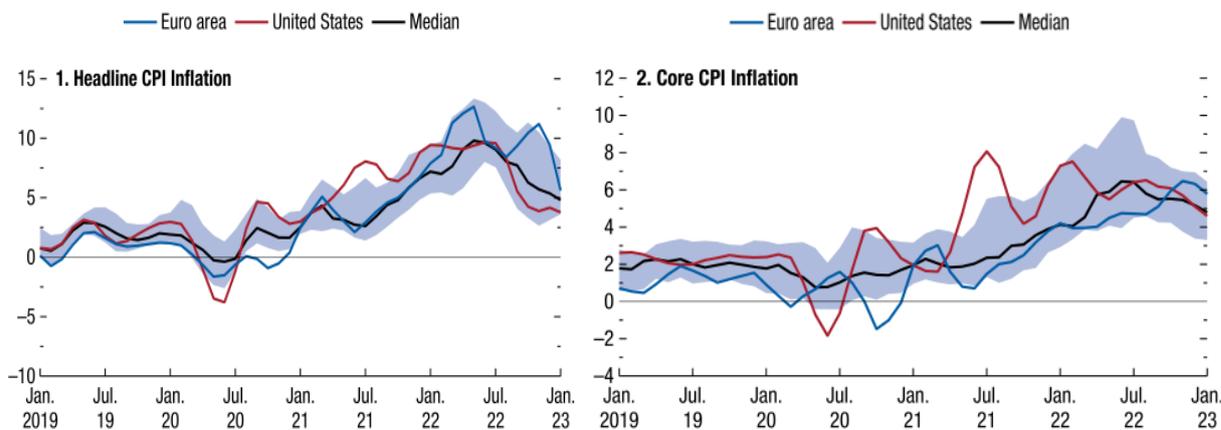
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 16: 全球经济活动指数



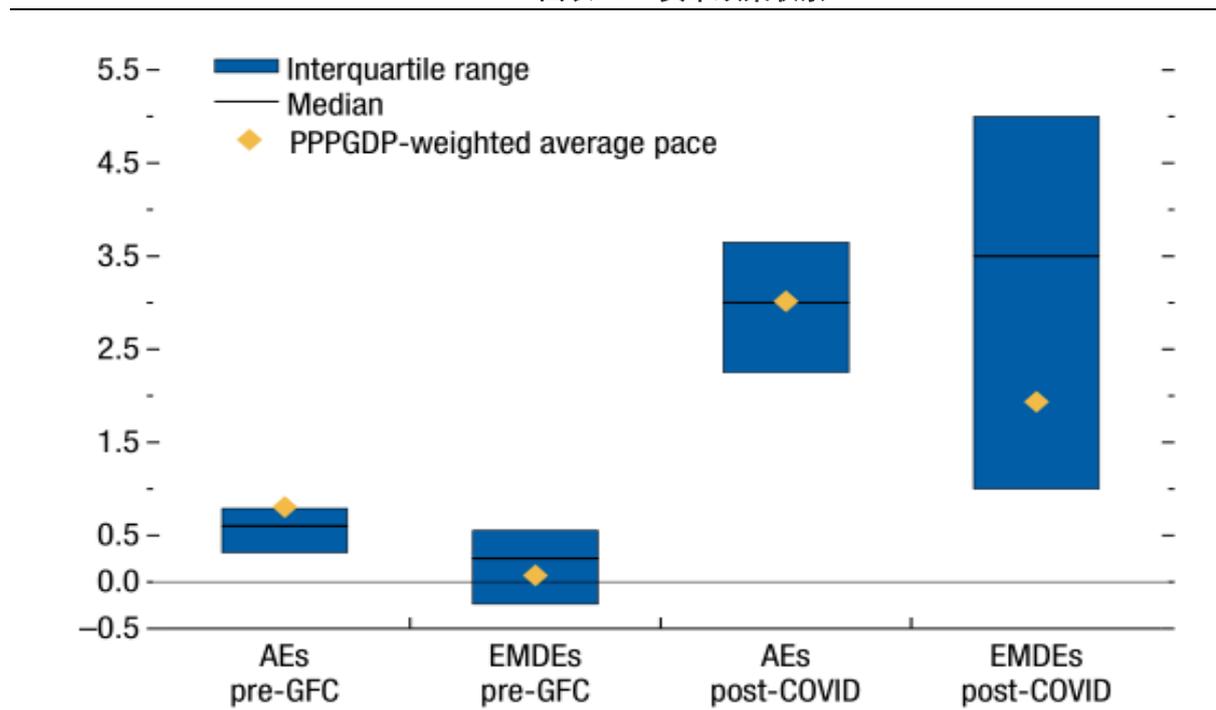
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 通胀与核心通胀



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 18: 货币政策收紧



数据来源: wind, 兴证期货研发部

6. 股指期货运行

一方面国内经济三重压力缓解, 另一方面疫后快速反弹阶段已经过去。货币发行维持稳定, 信用宽松远低于预期; 地产发力难以为继, 经济预期转弱。政策层面, 稳经济、稳就业、稳物价的基调下仍以稳发展为主。海外方面, 三大银行风险爆发, 美国触发债务上限叠加美国一年期信贷违约掉期 (CDS) 上升, 且预示外围市场仍存在风险; 从盘面看, 近期中特估与 AI 概念板块快速上涨或在之后调整中对 IH 带来压力, 结构性行情仍然是主旋律。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。