

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 3 期（总第 71 期）

- 海外：美货币政策临近加息尾声，欧元区通胀压力未见缓解
- 宏观：国内经济企稳回升态势明显，固定资产投资增速回升
- 机构：央行决定降准 0.25 个百分点，稳健的货币政策要精准有力
- 市场：市场窄幅震荡预期分化增强，债市长端利率小幅下行

本期推荐：股票市场国际联动与金融传染

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 3 月

学术指导（按姓氏音序排列）：

贲圣林 曹 彤 管清友 瞿 强 涂永红

张之骥 赵锡军

主编：宋科

编委（按姓氏音序排列）：

黄 楠 宋 科 孙 超 王 剑 张 炎

张 瑜 朱霜霜

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析.....	- 1 -
2. 汇率展望：波动为主，或呈现两段论.....	- 11 -
(二) 国内宏观.....	- 12 -
1. 经济：经济呈企稳回升态势，生产、投资、消费等改善.....	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比低于预期，PPI 同比降幅继续走扩.....	- 16 -
3. 金融：社融大幅度超预期，企业中长期新增贷款继续超预期...	- 18 -
(三) 商业银行.....	- 19 -
1. 央行决定降准 0.25 个百分点；稳健的货币政策要精准有力.....	- 19 -
2. 2023 年 2 月货币金融数据分析.....	- 20 -
(四) 资本市场.....	- 21 -
1. 股市：投资者逐步从熊市思维转向关注后续上涨节奏.....	- 21 -
2. 债市：长端利率小幅下行.....	- 24 -
二、宏观经济专题：股票市场国际联动与金融传染	- 26 -
(一) 摘要.....	- 26 -
(二) 引言.....	- 26 -
三、主要经济数据	- 30 -

图表目录

图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.7%(注:单位%)	- 5 -
图 2: 美国 2 月非制造业 PMI 升至 47.7	- 5 -
图 3: 美国 2 月 CPI 同比降至 6%(注:单位%)	- 6 -
图 4: 美国 2 月失业率升至 3.6%(注:单位%)	- 6 -
图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年率-0.1%(注:单位%)	- 8 -

图 6: 欧元区 2 月服务业 PMI 降至 48.5	- 8 -
图 7: 欧元区 1 月失业率持平于 6.7%(注:单位%)	- 8 -
图 8: 欧元区 2 月 HICP 同比降至 8.5%(注:单位%)	- 9 -
图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.1%(注:单位%)	- 10 -
图 10: 日本 3 月服务业 PMI 升至 54.2	- 10 -
图 11: 日本 1 月失业率升至 2.4%(注:单位%)	- 11 -
图 12: 2 月日本 CPI 同比降至 3.3%(注:单位%)	- 11 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 3 -
表 2: 经济数据一览	- 30 -

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

美国就业再超预期；2月通胀如期放缓；货币政策临近加息尾声。经济方面，2月新增非农就业人数再度好于预期，新增非农就业人数31.1万，好于预期22.5万，前值50.4万，凸显就业市场韧性。通胀方面，受去年基数偏高影响，2月美国CPI同比读数再次大幅放缓；核心CPI同比则略有下行，两者走势均符合海外一致预期。2月美国CPI同比6%，预期6%；核心CPI同比5.5%，预期5.5%。季调CPI环比0.4%，预期0.4%；季调核心CPI环比0.5%，预期0.4%。货币政策方面，美联储3月FOMC会议如期加息25bp，会议声明中删除了“持续加息”的前瞻指引，改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”，同时新增“委员会将密切关注后续的信息，并评估对货币政策的影响”。一方面明确了美联储加息即将进入尾声的预期；另一方面也为后续货币政策调整留出空间。欧元区经济勉强避免衰退，潜在通胀压力未见缓解，3月兑现50bp加息承诺。经济方面，2022Q4欧元区实际GDP环比由0.1%修正为0%，勉强避免经济衰退。展望未来，预计一季度经济仍然低迷。一方面，对于家庭消费需求，由于通胀高企，不断上涨的生活成本继续给消费者带来压力；另一方面，对于工

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 1 - <http://www.imi.org.cn/>

业生产需求，新订单流入继续以显著的速度下降，反映出由于客户支出仍然低迷，需求持续疲软。货币政策方面，3月如期加息 50bp，未作出进一步加息承诺。日本经济复苏势头偏软，能源降价带动通胀大幅放缓，3月会议如期未调整货币政策。经济方面，由于消费疲软，2022Q4 日本实际 GDP 环比由 0.2% 下修为 0%。通胀方面，政府对能源补贴带动能源价格大幅下行，2月日本整体 CPI 同比大幅放缓至 3.3%，1月为 4.4%。不过更能反映潜在通胀趋势、剔除食品和能源的 CPI 同比小幅上行，2月为 2.1%，1月为 1.9%。货币政策方面，3月会议如期未调整超宽松货币政策。

	指标	2021Q3		2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2		与上期比较
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
美国	实际 GDP 增速(环比折年率, %)	2.7		7		-1.6			-0.6			3.2			2.7			-		-	
	失业率(%)	5.2	4.8	4.5	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4	3.6	↑
	CPI(同比, %)	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	6.0	↓
	货币政策	美联储 3月 FOMC 会议如期加息 25bp，在会议声明中删除了“持续加息”的前瞻指引，改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”，同时新增“委员会将密切关注后续的信息，并评估对货币政策的影响”。																			
欧元区	实际 GDP 增速(环比折年率, %)	9.4		2.2		2.5			3.6			1.5			-0.1			-		-	
	失业率(%)	7.5	7.4	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	-
	CPI(同比, %)	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	10.6	10.1	9.2	8.6	8.5	↓

	指标	2021Q3		2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2		与上期比较
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
	货币政策	3月	欧央行加息 50bp, 会议声明的前瞻指引中删掉了对未来的加息承诺, 但是特别强调“预计通胀将在太长时间保持在过高水平 (too high for too long) ”。																		
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-1.4		4.5			-1.8			4.7			-1.1		0.1				-	-	-
	失业率 (%)	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.4	2.3	2.4	-	-
	CPI (同比, %)	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.0	3.0	3.7	3.8	4.0	4.3	3.3	↓
	货币政策	3月 10 日, 日央行召开货币政策会议, 维持-0.1%的负利率和 10 年期日本国债收益率波动区间 0±0.5%不变。																			

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业再超预期; 2 月通胀如期放缓; 货币政策临近加息尾声

经济方面, 新增非农继续超预期凸显就业市场韧性。2 月新增非农就业人数再度好于预期, 新增非农就业人数 31.1 万, 好于预期 22.5 万, 前值 50.4 万。行业结构上, 批发零售业新增就业人口继续回升。2 月零售业和批发业新增就业人数分别录得 5 万人、1.1 万人, 较前值提升 1.6 万人、0.2 万人。2 月多数服务业新增非农就业人数较上月有所回落, 不过服务业合计新增就业人口仍在 20 万人以上, 处于历史偏高水平。

通胀方面, 受去年基数偏高影响, 2 月美国 CPI 同比读数再次大

幅放缓；核心 CPI 同比则略有下行，两者走势均符合海外一致预期。

2 月美国 CPI 同比 6%，预期 6%；核心 CPI 同比 5.5%，预期 5.5%。

季调 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%；季调核心 CPI 环比 0.5%，预期 0.4%。

通胀宽度明显收窄，表明广泛的价格上涨压力有所消退，逻辑上，有利于通胀预期降温。同比涨幅过 2%、5% 的 CPI 细项比例分别为 77.5%、54.9%，上月为 83.1%、57.7%。同比涨幅过 2%、5% 的核心 CPI 细项比例分别为 72.5%、45.1%，上月为 78.4%、47.1%。

货币政策方面，加息尾声临近，降息仍待观察。美联储 3 月 FOMC 会议如期加息 25bp，会议声明中删除了“持续加息”的前瞻指引，改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”，同时新增“委员会将密切关注后续的信息，并评估对货币政策的影响”。这一声明内容的变化，一方面明确了美联储加息即将进入尾声的预期；另一方面也为后续货币政策调整留出空间，即美联储将更多基于未来的经济数据与风险事件发展而调整货币政策。当下来看，美联储表面看起来是出于金融稳定和物价稳定的选择难题中，但本质是货币政策工具影响不对称（利率敏感性不同）和目标（抑制通胀）的困境。金融稳定的背后是 wall street，其代表精英，经过太多年的超低利率环境，天然对利率走高极敏感，所以先行出现点状流动性风险。物价稳定的背后是 main street，其代表民众，太多年的居民去杠杆，当下存在超额储蓄，其对利率当下并不完全敏感，所以依然消费韧性支撑通胀。不同于明确表态的欧洲，当下美联储尚未给我们清晰的表态，那就意味着大概率延续目前

的惯性路线前进——两手齐抓，一边加息继续努力接近目标，一边风险缓解工具及时出台避免恐慌扩散。



图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.7%(注:单位%)

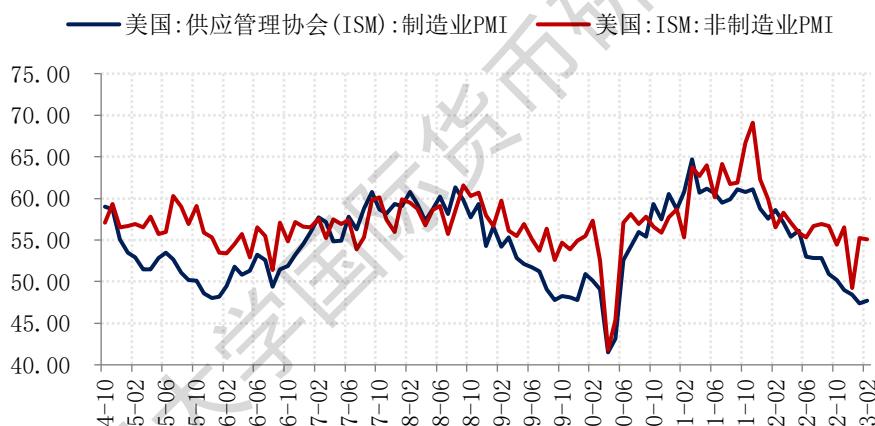


图 2: 美国 2 月非制造业 PMI 升至 47.7

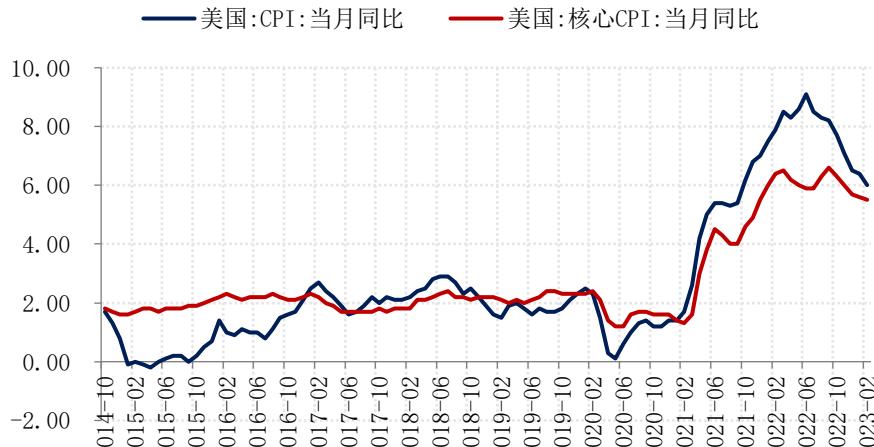


图 3: 美国 2 月 CPI 同比降至 6%(注:单位%)



图 4: 美国 2 月失业率升至 3.6%(注:单位%)

(2) 欧元区经济勉强避免衰退，潜在通胀压力未见缓解，3 月兑现 50bp 加息承诺

欧元区经济四季度勉强避免衰退，整体需求仍然低迷。2022Q4 欧元区实际 GDP 环比由 0.1%修正为 0%，陷入停滞，勉强避免经济衰退。展望未来，预计一季度经济仍然低迷。一方面，对于家庭消费需求，由于通胀高企，不断上涨的生活成本继续给消费者带来压力。作为观测欧元区消费需求的指标，欧元区 1 月零售销售环比仅 0.3%，

远不及预期 1%。另一方面，对于工业生产需求，2 月欧元区制造业 PMI 降至 48.5，其中新订单流入继续以显著的速度下降，反映出由于客户支出仍然低迷，需求持续疲软。

通胀方面，通胀放缓幅度不及预期，潜在通胀压力未见缓解。2 月，欧元区 HICP 同比微幅降至 8.5%，高于预期 8.2%，前值 8.6%。整体通胀的下降主要由能源降价贡献，但剔除食品和能源的核心通胀仍在涨价，显示潜在通胀压力仍强。2 月能源分项同比降至 13.7%，1 月为 18.9%；2 月，剔除食品和能源的核心 HICP 同比 5.6%，1 月为 5.3%。

货币政策方面，3 月如期加息 50bp，未作出进一步加息承诺。在近期欧美银行业接连爆出不利消息的风波中，3 月欧央行仍坚持加息 50bp，兑现了此前的加息承诺。同时，在金融风险事件带来的前景高度不确定背景下，欧央行会议声明的前瞻指引中删掉了对未来的加息承诺，增加了未来政策灵活调整的空间，但是特别强调“预计通胀将在太长时间保持在过高水平（too high for too long）”的高通胀风险，行长拉加德在新闻发布会上多次表态“价格稳定与金融稳定间不存在权衡”，暗示加息控通胀仍是欧央行重要任务，加息未完。



图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年率-0.1%(注:单位%)

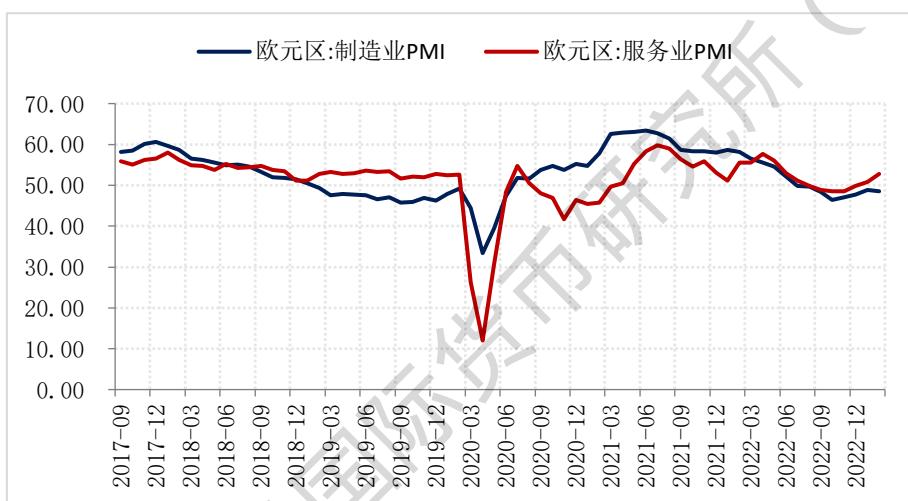


图 6: 欧元区 2 月服务业 PMI 降至 48.5

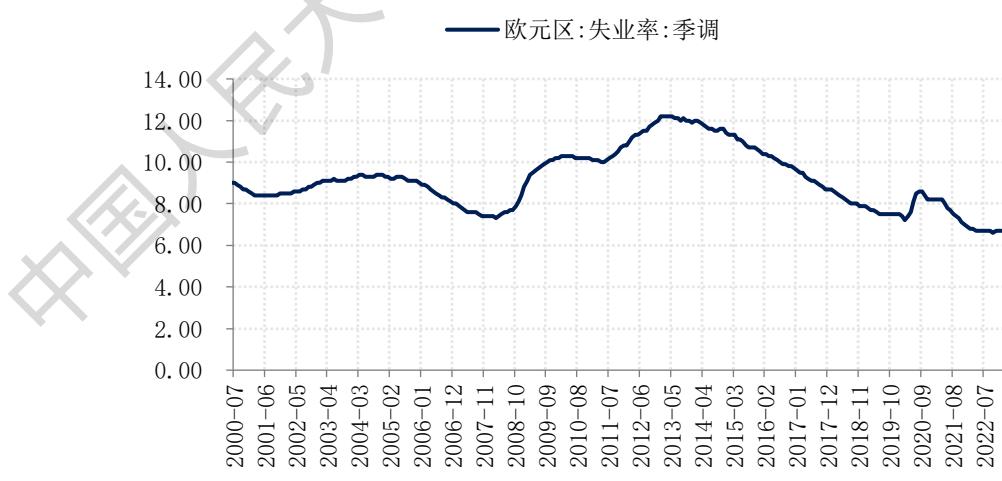


图 7: 欧元区 1 月失业率持平于 6.7%(注:单位%)

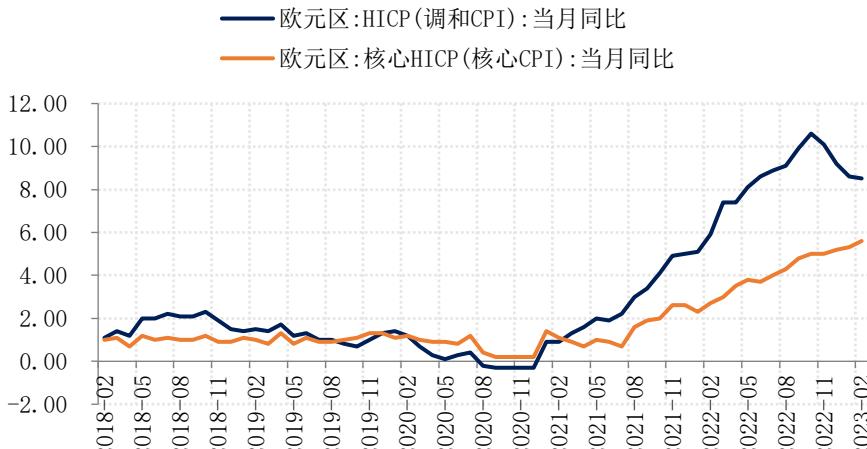


图 8: 欧元区 2 月 HICP 同比降至 8.5% (注:单位%)

(3) 日本经济复苏势头偏软，能源降价带动通胀大幅放缓，3 月会议如期未调整货币政策

经济方面，复苏势头不够强劲，前景面临下行风险。由于消费疲软，2022Q4 日本实际 GDP 环比由 0.2% 下修为 0%，陷入停滞，勉强避免了衰退。往后看，预计一季度日本经济将小幅回升，主要是受益于重新放开后海外游客涌入、国内游客出行需求受旅游补贴提振，叠加能源补贴也将增加居民可支配收入。但日本经济前景仍然面临下行风险，主要源自外部需求或将减弱，带来出口受抑。

通胀方面，能源降价带动整体通胀大幅放缓，剔除食品和能源的核心通胀小幅上行。政府对能源补贴带动能源价格大幅下行，2 月日本整体 CPI 同比大幅放缓至 3.3%，1 月为 4.4%；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比降至 3.1%，1 月为 4.2%。不过更能反映潜在通胀趋势、剔除食品和能源的 CPI 同比小幅上行，2 月为 2.1%，1 月为 1.9%，

可能暗示着日本向达成可持续的 2% 价格稳定目标更进一步。

货币政策方面,3月会议如期未调整超宽松货币政策。3月10日,日央行召开货币政策会议,此次会议是现任日银行长黑田东彦在任的最后一次会议,未对超宽松政策做调整,维持-0.1%的负利率和10年期日本国债收益率波动区间0±0.5%不变,符合市场预期。



图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.1%(注:单位%)

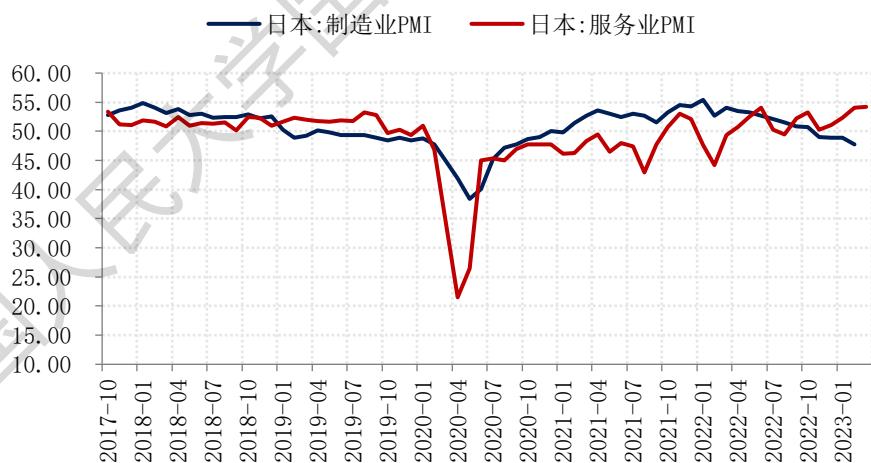


图 10: 日本 3 月服务业 PMI 升至 54.2



图 11: 日本 1 月失业率升至 2.4%(注:单位%)

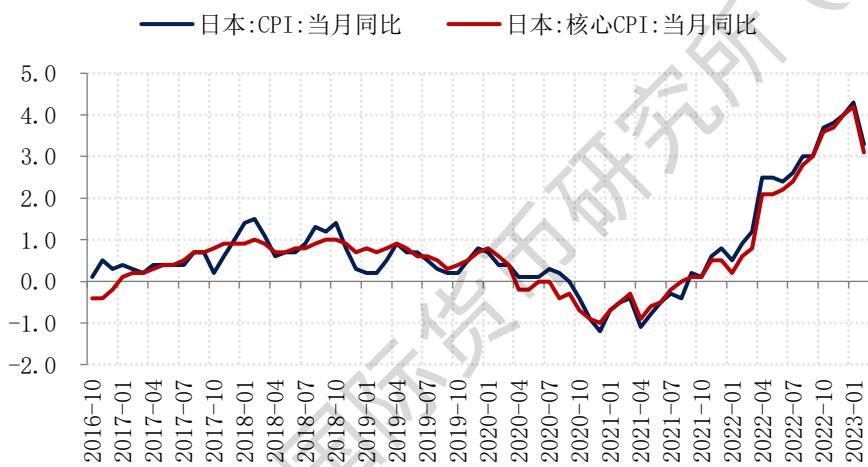


图 12: 2 月日本 CPI 同比降至 3.3%(注:单位%)

2. 汇率展望：波动为主，或呈现两段论

预计汇率未来波动为主，或呈现两段论。

第一段：年初（一季度），汇率或有偏贬值运行的可能性。 在这一阶段，由于美联储加息短期难以停止，因此预计年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、汇率弹性放大、贬值概率更大。

第二段：二季度开始到下半年，汇率稳定或略升。 一则，如美国

需求明确回落、通胀明确回归，届时美元指数的支撑因素将弱化。二则，2023年在全球经济“比差”中我国更有优势。因而在美元指数压制消退、中国经济在全球相对地位走强的背景下，人民币在这一阶段或有望稳定甚至略升。

（二）国内宏观²

2023年1-2月，经济总体上呈明显复苏态势。具体看，工业生产增速回暖，固定资产投资稳固增长，高技术产业投资快速增长，消费增速恢复较快，除进出口数据外，其余数据均有不同程度改善，尤其是此前对经济拖累较严重的消费和地产投资2023年前2月均有较明显的改善。往后看，随着稳增长政策不断加码，以及市场需求的逐步释放，预计3月份经济数据将有望延续回暖态势。

通胀方面，2月CPI同比低于预期，核心CPI环比下降。由于节后需求回落，且供应充足，春节错月等因素影响，加之去年同期基数较高，CPI同比涨幅较上月回落，低于市场预期，其中猪肉、鲜菜价格下降，负向拉动显著。PPI方面，由于基数效应，其同比降幅扩张，生产资料价格环比转升，环比由降转持平，且成本端涨价传导放缓，原油、黑色等上游价格企稳，中下游行业涨价回落。

1. 经济：经济呈企稳回升态势，生产、投资、消费等改善

（1）经济呈向上修复趋势

² 撰写人：IMI研究员孙超

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 12 - <http://www.imi.org.cn/>

2023年1-2月，经济总体上呈明显复苏态势。具体看，工业生产增速回暖，固定资产投资稳固增长，高技术产业投资快速增长，消费增速恢复较快，除进出口数据外，其余数据均有不同程度改善，尤其是此前对经济拖累较严重的消费和地产投资2023年前2月均有较明显的改善。往后看，随着稳增长政策不断加码，以及市场需求的逐步释放，预计3月份经济数据将有望延续回暖态势。

（2）工业生产增速回暖

1-2月工业生产增速回暖。1-2月份，全国规模以上工业增加值累计同比实际增长2.4%，较上月回升1.1个百分点，2月份工业增加值同比增加18.77%。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.12%。

分三大门类看，1-2月份，采矿业增加值同比增长4.7%，较上月减少0.2个百分点；制造业增长2.1%，较上月增加1.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%，较上月回落4.6个百分点。从具体行业上看，1-2月份，41个大类行业中有22个行业增加值保持同比增长。其中，受购置税优惠政策退坡影响，汽车消费走弱拖累生产，汽车制造业同比微降1.0%。此外，节后各地重大项目密集开工，黑色金属冶炼和压延加工业和有色金属冶炼等行业同比分别增长5.9%和6.7%，保持较快增速。而水泥产量累计同比增速从去年的-10.80%回升至-0.6%，这也印证了房地产施工端的活跃情况，较高需求拉动了水泥产量增速。

（3）2月制造业和基建投资增速上行，房地产投资增速仍然为

负，但下滑幅度较去年 12 月明显缩窄

1—2 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.5%，前值去年 12 月份为 5.1%。其中基础设施投资（狭义）同比增长 9%，房地产开发投资同比下降 5.7%，制造业投资同比增长 8.1%；去年 12 月分别为 9.4%、-10% 和 9.1%。2 月制造业和基建投资增速上行，房地产投资增速仍然为负，但下滑幅度较去年 12 月明显缩窄。

2 月地产销售有所改善，房地产投资同比下滑幅度明显缩窄。房屋销售方面，2023 年 1-2 月商品房销售额和销售面积同比分别为 -0.1% 和 -3.6%，降幅分别较去年 12 月大幅缩窄 26.6 百分点和 20.7 百分点，回暖趋势明显。房地产施工方面，2023 年 1-2 月房屋施工面积同比 -4.4%，较去年 12 月增加 2.8 百分点，其中新开工面积同比 -9.4%，较去年 12 月增加 30 百分点；竣工面积同比增加 8.0%，较去年 12 月增加 23 百分点。随着多座城市下调首套住房贷款利率、居民收入预期转好等因素，未来房地产市场将持续活跃，推动房地产投资进一步向好。

基础设施投资（广义）同比增长 12.18%，较去年 12 月份上涨 0.66 个百分点，保持高增速。基建投资分项中，电热水投资增速维持高位，同比增长 25.4%，较去年增速提高 6.1%；水利公共设施投资同比增速有小幅下滑，下降 0.5% 至 9.8%；交运仓储投资增速维持在 9.2% 左右。今年地方政府新增专项债增加至 3.8 万亿元，且专项债发行落地节奏整体前置，预期上半年基建增速有望维持高位，但高基数作用可能基建增速带来一定拖累。

制造业投资 1-2 月累计同比 8.1%，带动 1-2 月固定资产投资总体增速 2.4 个百分点。政策对于制造业的支持力度持续加大，叠加 1-2 月企业中长期贷款明显增多，带动制造业投资维持高位。高技术制造业投资延续高增长，1-2 月同比增长 16.2%，增速较制造业投资高 8.1 个百分点。后续制造业仍将保持一定韧性，支撑经济向上修复。

(4) 消费同比改善，餐饮收入大幅修复

2 月社会消费品零售总额同比 3.5%，较去年 12 月回升 5.3 个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长由去年 12 月的 -2.6% 上涨为 5%，餐饮收入同比由 -14.1% 大幅上行为 9.2%，商品零售同比由 -0.1% 上涨为 2.9%。当月消费修复幅度较大，主要是受益于疫情扰动明显改善，餐饮收入大幅修复，春节对于消费具有一定拉动作用，地产改善带动相关消费回暖等因素。主要细分行业中，多数行业同比增速均上升，其中石油制品消费增速上升明显，由 -3.8% 上升至 9.8%，纺织服装、家电音像增幅依旧为负，但有所回升。汽车行业增速下降 4.3%，主要是由于年前补贴等措施透支部分需求，预计年后在各地政府持续发放汽车消费券、补贴新能源汽车政策下，汽车市场将回归稳定增长。地产后周期类的消费有所好转，家具、建筑及装潢材料及家用电器和音像器材的同比增速分别录得 5.2%、-0.9% 和 -1.9%，前值分别为 -5.8%、-8.9% 和 -13.1%。

(5) 出口偏弱，进口有望改善

以美元计价，1-2 月份，我国进出口总值 8957.2 亿美元，同比回落 8.3%。其中，出口 5063.02 亿美元，同比回落 6.8%；进口 3894.16 亿美元，同比回落 13.9%。贸易顺差 1172.86 亿美元，同比缩小 11.8%。从贸易伙伴看，对美国、欧盟、东盟、日本、韩国等主要贸易伙伴出口均出现不同程度回落，对“一带一路”沿线国家出口增长 10.4%，对“RCEP”成员国出口增长 3.5%。进口方面，铁矿石、原油、大豆等大宗商品进口量价齐跌，其中铁矿石进口量下降 21.4%，进口均价下降 31.1%；原油进口量下降 11.8%，进口均价下降 30.3%；大豆进口量下降 10.1%，进口均价下降 13.8%。从贸易方式看，一般贸易进出口增长 3.8%，占进出口总值的比重提升至 55.1%；加工贸易进出口下降 11.8%，占进出口总值的比重下降至 35.1%；保税物流进出口增长 1.1%，占进出口总值的比重提升至 9.8%。从商品结构看，机电产品、高新技术产品出口增长 3.5%，占出口总值的比重提升至 59.9%；劳动密集型产品出口下降 8.1%，占出口总值的比重下降至 34.1%。进口方面，机电产品、高新技术产品进口下降 10.4%，占进口总值的比重下降至 45.1%；劳动密集型产品进口下降 13.9%，占进口总值的比重下降至 38.1%。

亿美元，同比回落 10.2%。贸易顺差 1168.9 亿美元，前值 780 亿美元。

从出口国别看，我国对美国出口收缩加剧，对其他主要伙伴出口有所改善。本月出口东盟同比增长 9%，比上月增加 1.5 个百分点，成为出口边际改善的主要拉动。出口美国减少 21.8%，比上月下降 2.3 个百分点，出口欧盟下降 12.2%，比上月高 5.3 个百分点。从主要出口商品来看，部分原材料和汽车保持高景气，制造业中间品、半导体产业链产品持续低迷，消费品有所分化，海外商品需求的回落反映在了鞋靴、服装、箱包的回落上。整体上，随着全球需求降温，尤其是欧美等发达国家需求减弱，我国外贸出口面临下滑压力，加之去年上半年同期高基数效应的压制作用，今年上半年出口增速未来下行压力变大。

我国 1-2 月进口同比降 10.2%。铁矿砂、煤、原油等大宗商品进口量增价跌，国际大宗商品价格出现回落，进口价格支撑作用减弱。从需求来看，国内稳增长压力增大，以基建为抓手，扩大投资，大宗商品需求将会有所增加。

2. 通胀：CPI 同比低于预期，PPI 同比降幅继续走扩

（1）CPI 同比低于预期，核心 CPI 环比下降

2 月 CPI 同比上涨 1%，前值 2.1%，环比下降 0.5%。核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅缩小 0.4 个百分点。CPI 同比涨幅缩小主要是节后需求回落，且供应充足，春节错月等因素影响，加之去年同期基数较

高导致的。从环比看，CPI 由上月上涨 0.8% 转为下降 0.5%。其中，食品价格同比上涨 2.6%，涨幅缩小 3.6 个百分点。食品中，受节后天气回暖，市场鲜活食品供应补量，鲜菜、鲜果、蛋类与水产品价格皆出现季节性回落，分别环比下降 4.4%、1.2%、3.6% 和 1.5%；受养殖户加快出栏、能繁母猪存栏环比微增等因素影响，猪肉价格环比继续下跌，下降为 11.4%，贡献了约 34% 的整体环比降幅。非食品价格同比上涨 0.6%，涨幅缩小 0.6 个百分点。环比上月下降 0.5 个百分点至 -0.2%。非食品中，居民消费需求仍较低，衣着类环比下行 0.1%，生活用品及服务价格环比持平，教育文娱环比下降 0.8%。而随着国际油价维持低位震荡，交通工具用燃料项 2 月环比上涨 1.0%，交通工具使用和维修项环比下行 1.4%，通信工具环比下行 0.6%，综合作用下导致交通和通信细分项环比下跌 0.5%。往后看，猪肉价格逐渐企稳，线下餐饮消费逐渐复苏，食品价格同比或稳中有升，疫情限制解除后商务活动趋于活跃，服务消费需求带动服务 CPI 温和上行，预计非食品价格短期也呈现稳中趋涨态势，综合来看，CPI 同比涨幅或稳中有升。

(2) PPI 同比降幅继续走扩，生产资料价格环比转升

2 月 PPI 同比下降 1.4%，前值下降 0.8%，环比持平，同比由于基数原因持续回落。从环比看，生产资料价格由下降 0.5% 转为上涨 0.1%；生活资料价格下跌 0.3%，跌幅与上月相同。分行业来看，输入性因素推动国内石油相关行业价格上行，石油开采、石油加工环比转正至 1.7% 和 0.6%；黑色矿采、有色矿采环比涨幅分别扩大 0.5 和 1.6

个百分点；金属相关行业市场预期向好、需求有所恢复，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.0%。中下游制造业环比多数为负，其中，非金属矿物、食品制造等环比降幅扩大 0.2 个百分点以上。往后看，国际油价或延续震荡，随着“金三银四”到来，国内经济逐步复苏，预计国内工业品价格继续走高，PPI 降幅或略有收窄。

3. 金融：社融大幅度超预期，企业中长期新增贷款继续超预期

2 月新增人民币贷款 18100 亿元，社会融资规模增量 31600 亿元，M2 同比 12.9%，M1 同比 5.8%。2 月社融存量同比 9.9%，比 1 月提升 0.5 个百分点。

（1）2 月新增社融大幅超预期，信贷高增依然得益于企业部门

2 月新增社融、人民币贷款继续超市场预期。政府债券发行加快，表外融资减少；且企业贷款结构继续改善，居民贷款符合消费复苏特点。2 月社融存量 353.97 万亿元，同比增长 9.9%，比 1 月上升 0.5 个百分点，社会融资规模新增 31600 亿元，同比多增 19430 亿元。2 月新增人民币贷款 18200 亿元，创历年新高；表外融资三项合计减少 81 亿元，新增未贴现银行承兑汇票减少 70 亿元；企业债券新增融资 3644 亿元，创 2018 以来同期最高值；新增政府债券融资 813 亿元，同比多增 541 亿元，政府债券发行加快，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。信贷结构方面，金融机构 2 月新增人民币贷款 18100 亿元，同比多增 5928 亿元，企业部门的信贷

需求强于居民部门。其中居民贷款新增 2081 亿元，同比多增 5450 亿元，居民中长期贷款新增 863 亿元，同比多增 1322 亿元；企业贷款新增 16100 亿元，同比多增 3700 亿元，企业中长期贷款新增 11100 亿元，同比多增 6048 亿元。2 月社融总量大幅超预期，结构也出现了好转迹象，虽然隐忧仍存，主要表现为住户贷款恢复偏慢，企业和住户仍倾向于定期存款。但在稳增长政策持续发力下，实体经济融资需求大幅回升，推动社融走强，经济复苏信心充足。

（2）M1、M2 均维持较高增速

M2 增速创新高，M1-M2 负剪刀差收窄。2 月 M1 同比增长 5.8%，较上月下降 0.9 个百分点，比上年同期高 1.1 个百分点。2 月 M1 回落主要源于春节错位，货币需求回落，M1 增速较上月出现放缓。2 月 M2 同比 12.9%，较上月上升 0.3 个百分点，主因是贷款创造存款、居民消费意愿改善缓慢。M1-M2 剪刀差由上月 -5.9% 收窄至 -7.1%，也反映 2 月实体经济活力的一定程度反复。

（三）商业银行³

1. 央行决定降准 0.25 个百分点；稳健的货币政策要精准有力

（1）央行决定降准 0.25 个百分点

3 月 17 日，央行宣布，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）。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文姝（北京物资学院经济学院）

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 19 - <http://www.imi.org.cn/>

构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。此次降准旨在推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕。

（2）稳健的货币政策要精准有力

2月24日，央行发布2022年第四季度货币政策执行报告。对于下一阶段重点工作，报告显示，稳健的货币政策要精准有力，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。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。保持金融体系总体稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。今年的政府工作报告也强调了，“稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

2. 2023年2月货币金融数据分析

2月末，广义货币（M2）余额275.52万亿元，同比增长12.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和3.7个百分点；人民币贷款余额221.56万亿元，同比增长11.6%，增速分别比上月末和上年同期

高 0.3 个和 0.1 个百分点；人民币存款余额 268.2 万亿元，同比增长 12.4%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点。

（四）资本市场⁴

1. 股市：投资者逐步从熊市思维转向关注后续上涨节奏

（1）基本面更新

自 2022 年 11 月以来，市场经历了将近三个季度的修复，资本市场投资者逐步从熊市思维转向关注后续上涨节奏。通胀方面，2 月 CPI 1% 显著低于市场预期，主要体现在需求端不足。猪肉价格低位波动，蔬菜价格有所下降。预计 3 月份 CPI 并不会有很大起色。PPI 方面，3 月份大宗商品整体波动下行，品种略有分化，上游原油、铁矿石价格均有所下行，中游螺纹钢有所下行，铜价窄幅震荡，下游水泥价格略有回升。预计 3 月份 PPI 同比降幅继续扩张。房价方面：2 月百城房价环比降幅继续收窄，其中一线城市环比转涨，二、三线城市环比降幅均收窄；但百城房价同比增速继续放缓：2 月房价上涨 -0.06%（1 月为 -0.03%），降幅继续扩大；其中，一线 -0.13%（1 月 0.01%），二线 0.23%（1 月 0.17%），三线 -0.69%（1 月 -0.70%）。房地产行业总体景气度有所回升，但整体仍处于低景气度水平。从数据来看，2 月份房地产开发景气指数为 94.67，前值 94.45。需密切关注行业景气高频数据，一二月份的数据的短期结构性回暖或因此前积压需求，

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 21 - <http://www.imi.org.cn/>

谨防未来两个月可能的“倒春寒”。金融环境方面总体继续保持相对友好的趋势。2月社融存量同比明显反弹，人民币信贷和政府债券发行的超额增长是社融存量同比反弹的主要贡献项。社融反弹原因主要为政府广义财政扩张，体现为政府债券融资、基建企业贷款、以及政策扶持之下可能的部分制造业企业信贷增长。从支撑社融存量同比反弹的因素来看，广义财政扩张的影响较为明显，其可持续性有待进一步观察。其中，居民中长期贷款存量同比的反弹是低基数效应。居民短期贷款存量同比2月反弹显著，可持续性需要继续观察。货币方面，央行宣布降低存款准备金率0.25个百分点，补充长期流动性，支持实体企业发展，同时为未来政策留下空间。

经济活动方面，预计3月份出口降幅或继续收窄。工业生产修复相对偏弱。2023年1-2月，工业增加值同比增速为2.4%，较去年12月的1.3%有小幅改善，生产改善幅度较小，有部分的原因是去年1-2月的基数相对较高。1月和2月季调环比增速分别为0.26%和0.12%，与历年同期相比相对偏低，反映当前工业生产还是呈现弱复苏的趋势。外需偏弱或是拖累整体生产的主要原因。分具体行业看，大部分行业生产边际改善，但出口型行业表现相对偏弱。电气机械行业仍然保持高景气，生产增速在所有行业中最高，为13.9%;运输设备是生产增速回升最快的行业，当月同比从去年12月的2.0%大幅抬升至9.7%，这些行业均受益于国内复工复产、项目开工的加速推进。相对来说生产增速仍然偏低的纺织、橡塑、通用设备、电子设备等行业，其出口占总产出比重相对较高，外需回落是行业生产修复偏慢的主要掣肘。服

服务业生产反弹较快。1-2月服务业生产指数同比上涨5.5%，较去年12年由负转正，且为2021年8月以来的最高值。从我们跟踪的高频数据中，地铁客运量数据主要反映居民城市内公共交通出行，百城拥堵延时指数主要反映自驾出行。从这两个指标来看，在今年春节后，居民出行意愿明显增强，说明随着疫情影响的逐步消退，人口流动快速恢复，线下服务业重现活力。

（2）市场回顾与展望

三月以来，市场整体窄幅震荡，随着两会给出了5%的经济目标，经济弱复苏逐步成为市场一致预期，数字经济与央企重估仍是主线，预期、情绪、资金分化再度增强。指数方面，主要宽基指数多数收跌，上证50、沪深300、中证500、中证1000分别录得-3.06%、-1.04%、-0.75%、-1.26%的收益。科创50和上证指数涨幅居前。风格方面，成长价值风格阶段性有所收敛。行业方面多数下跌，但AI与中特估持续强势，其中由于ChatGPT主题，传媒、计算机领涨，中字头引领建筑表现占优，赛道股则持续调整，市场仍继续处于存量博弈中。

展望后市，我们仍认识市场将处于存量博弈的格局，前期由于ChatGPT、中字头等推升的主题及行业拥挤度已经达到相对高点，随着短期催化的逐步消化相对收益投资者需关注热点板块回调风险。虽然人工智能的应用可以给予市场对于其未来赋能产业巨大的想想空间，中字头的重估也是今年重要主线，随着一季报行情即将开启，从性价比的角度，后市资金可能会选择业绩增长稳健的优质标的进行回补，绝对收益投资者可以考虑对于此前失血赛道中的优质标的进行适

当配置。

2. 债市：长端利率小幅下行

(1) 降准的落地，跨季压力不大，长端利率小幅下行

流动性方面，央行3月逆回购净回笼15670亿元，其中投放12980亿元，到期26100亿元，另MLF净投放2810亿元。随着降准的落地，资金面的短期担忧暂时出现缓解，跨季压力不大。3月DR001、DR007平均利率分别为1.58%、1.98%，较2月分别下降14BP、16BP。

利率债方面，3月长端利率下行，国债活跃券230004由2.911%下降5BP至2.861%，十年国开220220收益率由3.101%下降5BP至3.051%。本月长端利率小幅下行主要受央行降准资金落地、宽信用加速政策等因素影响。

(2) 中票收益率下行，信用利差收窄

3月（截止到27日）信用债（企业债、公司债、短融、中票、定向工具）净融资713.14亿元，其中发行14,903.96亿元，到期14,190.82亿元，净融资相对2月份下降2194.03亿元，相对2022年同期下降1588.19亿元。收益率方面，3月各等级、各期限中票收益率普遍明显下行。AAA中票1年期、3年期、5年期收益率相对2月底分别下行8BP、9BP、11.6BP至2.74%、3%、3.19%；AA+中票1年期、3年期、5年期收益率相对2月底分别下行6.5BP、17.7BP、13.3BP至2.88%、3.23%、3.59%。从信用利差看，3月信用利差普遍小幅压缩，3月底1年期AAA、AA+中票信用利差相对2月末分别压缩1.65BP、0.65BP，

而 5 年期 AAA、AA+ 中票信用利差分别压缩 4BP、3.9BP。据 CFETS 数据，3 月期限利差走窄，3 月末 AAA 中票 3Y-1Y、AAA 中票 5Y-1Y 期限利差相对 2 月底分布压缩 2.2BP、2.3BP。整体上看，3 月随着降准的落地，资金面的短期担忧暂时出现缓解，跨季压力不大，利率债、信用债收益率小幅普遍下行。

（3）市场展望及配置建议

利率债市场未来受到经济基本面偏利空、银行间流动性中性偏空，信贷扩张中性偏空的影响，预计短期 10 年期国债利率将震荡偏弱，利率曲线震荡为主。中期而言，经济增速可能会逐步向上，债券利率中枢会逐步抬升，利率曲线或小幅走阔。

信用利差震荡。过去一个月信用债市场出现了一波修复行情，信用利差再度向下压缩，超出预期。回顾去看，推动信用利差向下压缩的主要动力是配置需求边际回暖，春节前部分流出的理财资金在春节后回流，理财规模小幅上升。同时，保险资金在节后增配，一起推动了信用债配置需求上升。同时，本阶段的信用债供给相对偏少，不少企业在前期市场调整时，选择取消发行，造成了阶段性供给小于需求的局面。展望后期，阶段性需求大于供给已被市场消化，3 月资金波动加大，可能会导致信用利差小幅调整。中期而言，考虑到市场对经济预期的转变，利率整体呈底部抬升走势，信用利差仍可能是偏震荡上行的走势。

二、宏观经济专题： 股票市场国际联动与金融传染

（一）摘要

为了更好地解释 2020 年以来中国股票市场与其他主要股票市场间的金融传染问题，本文采用内生状态转移的马尔可夫区制转移向量自回归模型作为统一分析框架，讨论了中国股票市场和美国、英国、法国、德国、日本股票市场间的金融传染特征，并为研究中国股票市场金融传染渠道提供了典型事实和经验证据。模型估计结果表明，相较于美国、法国、日本，中国股票市场是金融传染的接受者。中国股票市场与美国、英国、法国、德国、日本股票市场间存在着随状态大幅改变的同时性市场联动关系。当经济从不确定性较低的状态转移到不确定性高的状态时，同时性的市场联动变得更加剧烈。本文结论与金融传染病理论的预测相符，而且表明金融传染主要渠道会随经济状态的改变而改变。

（二）引言

2020 年初及俄乌战争爆发之际，各国股票市场在短期内出现了较大幅度的价格波动。上海证券综合指数曾单日下跌 7.72%，而在 2020 年 3 月美国股票市场前所未有地出现了 4 次熔断。在此期间，大部分国家的股票市场收益率具有更大方差、峰度和更低偏度。美国

⁵ 撰写人：中国人民大学财政金融学院教授，中国财政金融政策研究中心研究员钱宗鑫；中国人民大学财政金融学院博士研究生付鹏璐；中国人民大学财政金融学院副教授、中国财政金融政策研究中心、国际货币研究所副所长宋科。本文原载于《中国工业经济》2023 年第 2 期的《股票市场国际联动与金融传染》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/Show?id=84997>

等主要经济体的股票市场收益率与中国股票市场收益率的相关性显著提升。与 2000—2019 年相比，2020 年以来中国股票市场收益率与美国、英国、法国、德国、日本股票市场收益率的相关性提升 60%以上；中国与美国、英国、法国、德国股票市场收益率的平均相关性甚至高于美国次贷危机期间。

国际关系变动引起的经济活动规律变动、产业链变化，以及政策调整有着较强的复杂性，导致当前国际间金融市场联动有可能发生结构性变化。首先，公共卫生安全相关概率分布的改变使各国公共卫生政策以及货币政策等相关经济刺激计划发生变化。其次，俄乌战争以及相关贸易制裁直接改变了各国贸易联系和原有经济活动规律，可能导致各国股票市场的基本面相关性等因素发生改变，进而使得各国股票市场间市场联动规律出现结构性变化。因此，应重视经济状态变化对金融传染规律的影响。更为重要的是，党的二十大报告提出了强化金融稳定保障体系、守住不发生系统性风险底线的要求。充分了解国际间股票市场的金融传染，预防以股票市场为媒介的金融传染，对于统筹发展与安全、有效制定并实施金融监管政策具有重要意义。

鉴于此，本文参考 Kim et al (2008) 提出的内生转移的马尔可夫区制转移回归模型，将其应用到金融传染问题研究中。该方法将金融传染划分为同时性的市场联动和存在领先—滞后关系的市场联动，综合了既有研究中对金融传染的定义和度量方法，更好地结合了金融传染病的相关理论，并避免了分样本研究可能产生的小样本偏误和预检验偏误，形成了更加统一的研究框架。在此基础上，本文分别讨论了

中国股票市场和美国、英国、法国、德国、日本股票市场间的金融传染特征，为研究中国股票市场金融传染渠道提供了典型事实和经验证据。结果表明：①在样本期内，相较于美国、法国、日本，中国股票市场是金融传染的接受者。②中国股票市场与美国、英国、法国、德国、日本的股票市场均存在随状态大幅改变的同时性市场联动关系，且同时性股票市场联动在市场不确定高的状态下更强。③当市场状态发生改变时，中国股票市场与美国、法国、日本的股票市场间产生金融传染关系的主要渠道可能会有所转换，主要体现在金融传染表现形式的转变上。当经济从不确定性较低的状态转移到不确定性高的状态时，同时性市场联动增强，但是以领先—落后形式表现的市场联动变得不再显著。可以看到，本文为研究中国股票市场与其他主要经济体股票市场间金融传染的主要渠道提供了经验证据，所得结论与流动性转移理论、安全资产转移理论、基本面传染理论等金融传染理论的预测一致，而且不能拒绝警示理论。具体而言，为了讨论中国股票市场联动的主要渠道，本文进一步研究了模型中状态转移概率矩阵的影响因素。结果发现，作为全球经济状态代理变量的全球公共卫生压力、全球大宗商品指数超额收益率对金融传染的状态转移概率存在显著影响，与基本面传染理论的预测一致。同时，名义广义美元指数收益率上升，提高了向高市场不确定性、高同时性市场联动状态转移的概率，与安全资产转移、流动性转移理论的预测一致。在排除以上全球因素后，代表本国基本面信息的各国主权 CDS 息差、短期国债收益率、股票市场收益率同样对金融传染状态存在影响，与警示理论预测

相符。

中国 人 民 大 学 国 际 货 币 研 究 所 (IMI)

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22-May	22-Jun	22-July	22-Aug	22-Sept	22-Oct	22-Nov	22-Dec	23-Jan	23-Feb
CPI	同比	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0
PPI	同比	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4
制造业 PMI	指数	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6
工业增加值	累计增长	3.3	3.4	3.5	3.6	3.9	4.0	3.8	3.6		2.4
工业企业利润总额	累计同比	1.0	1.0	-1.1	-2.1	-2.3	-3.0	-3.6	-4.0		-22.9
固定资产投资完成额	累计同比	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1		5.5
社会消费品零售总额	同比	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		
进出口总值	当期值同比	11.1	10.3	11.0	4.1	3.4	-0.4	-9.5	-8.9	-15.1	1.3
M2	同比	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9
社会融资规模	存量(万亿元)	329.19	334.27	334.90	337.21	340.65	341.42	343.19	344.21	350.93	353.97
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	18884	28063	6790	12541	24738	6152	12136	13983	57602	

⁶ 撰写人: IMI 助理研究员张必佳。表中为空部分为暂未公布数据。

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作，仅供派发予特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但IMI对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，IMI及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所（IMI）推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同，本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中，宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色，主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析，提高了本报告的学术内涵。本报告由IMI研究员倾力打造，由各位资深学术委员倾情指导，是IMI的主要学术产品之一。

