



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

疫后重启初现 ——2023年2月宏观经济月报

2023年2月28日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

刘阳，财政政策/实体经济 lyldd@cmbchina.com

王天程，海外经济/实体经济 wangtiancheng@cmbchina.com 牛梦琦，货币政策/实体经济 niumengqi@cmbchina.com

张冰莹，实体经济 zhangbingying@cmbchina.com

一、宏观概览：美国经济反弹，中国重启初现



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute



海外宏观

- **美国1月经济出现阶段性反弹，超额储蓄和金融条件转松支撑需求回暖。**服务业PMI大幅反弹至55.2（前值49.2）；零售环比增速3.0%（预期2.0%），核心零售环比增速2.6%（预期0.2%），均创下近两年新高；密歇根大学消费者信心指数反弹至65以上
- **美国1月新增非农就业大超市场预期。**1月新增非农就业51.7万，市场预期18.3万。失业率3.4%创1970s以来新低。薪资环比增速保持0.3%，未见上行
- **美国CPI通胀下行放缓，广度走阔。**1月美国CPI同比6.4%（预期6.2%），较前值回落0.1pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.5%），较前值回落0.1pct。**除二手车、房租、医疗外的核心通胀分项环比动能多数反弹**
- **美联储2月加息25bp**，CME期货显示政策利率下限高点达到5.25%以上的概率已近80%，经济反弹为通胀提供了韧性支撑，**美联储追上通胀曲线的时点延后至二季度。预计美国经济将于年中陷入“浅衰退”，美联储2023年年内降息的概率不高**



实体与货币

- **1月内需修复提振CPI通胀，能源价格拖累与高基数效应共同拖累PPI通胀。**1月CPI同比增长2.1%，小幅低于市场预期，主因在猪价下跌速度超出市场预期；核心CPI同比增长1.0%，环比增速0.4%，处于季节性上沿位置，指向内需修复已实质性启动；PPI同比增长-0.8%（市场预期-0.3%），较前值下行0.1pct
- **前瞻地看**，上半年PPI通胀仍将在基数效应压制下处于收缩区间，但CPI通胀则在需求回暖支撑下温和扩张，预计CPI-PPI通胀剪刀差或仍将走阔，下游利润有望改善
- **1月新增人民币贷款4.93万亿（预期4.08万亿），较去年同期多增7,308亿。**政策支持力度加大叠加企业预期改善，企业中长期贷款和短贷均创历史新高；居民贷款仍表现不佳，居民加杠杆购房意愿仍然较弱；**1月新增社融5.98万亿，高于市场预期（5.68万亿），**存量同比增速回落0.2pct至9.4%。表内信贷是社融的支撑项，未贴现票据、企业债券、政府债券和外币贷款均对社融构成拖累

二、本月主要经济数据

指 标	单 位	2023-02 (预测)	2023-01	2022-12	2022-11	2022-02	2022-01
工业增加值*	当月同比, %	3.6		1.3	2.2	3.9	
社会消费品零售总额*	当月同比, %	-3.4		-1.8	-5.9	6.7	
全社会固定资产投资*	累计同比, %	2.4		5.1	5.3	12.2	
其中: 基建投资 (全口径) *	累计同比, %	6.0		10.4	11.7	8.6	
制造业投资*	累计同比, %	8.2		7.4	9.3	20.9	
房地产投资*	累计同比, %	-15.0		-10.0	-9.8	4.7	
出口 (以美元计) *	当月同比, %	-13.0		-9.9	-8.7	24.0	
进口 (以美元计) *	当月同比, %	-2.9		-7.5	-10.6	21.0	
CPI	当月同比, %	1.9	2.1	1.8	1.6	0.9	0.9
PPI	当月同比, %	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	8.8	9.1
社会融资规模	当月同比, %	9.8	9.4	9.6	10.0	10.2	10.5
M2	当月同比, %	12.4	12.6	11.8	12.4	9.2	9.8
1年期LPR	%	3.65	3.65	3.65	3.65	3.70	3.70
5年期LPR	%	4.30	4.30	4.30	4.30	4.60	4.60

注: 红色表示本月数据高于预期, 绿色表示本月数据低于预期, 无标注表示符合预期

*带星号为1-2月累计值

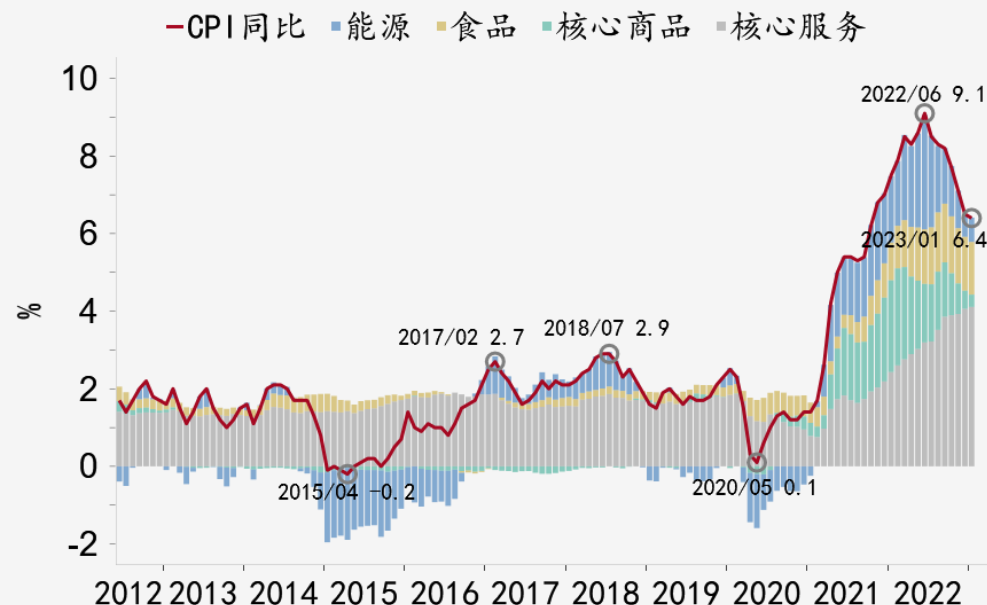
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(一) 美国通胀：广度走阔，下行放缓

- 1月美国CPI通胀6.4%（预期6.2%），较前值回落0.1pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.5%），较前值回落0.1pct
- 国际油价企稳回升驱动能源价格上行；服务分项带动食品项环比动能反弹；核心商品除汽车外环比动能全面反弹；核心服务除房租、医疗外小分项环比动能多数反弹。前瞻地看，高利率将对通胀广度再度构成压制，CPI通胀仍将于年中跌至4%以下

1月美国CPI通胀下行放缓

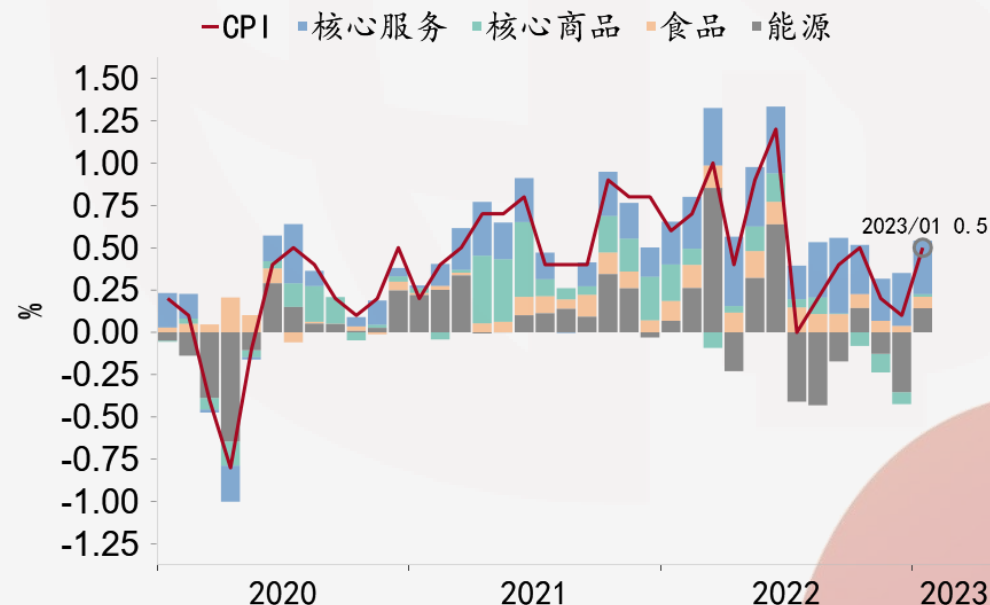
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

能源项驱动1月美国CPI环比增速转正

美国CPI环比增速及构成（季调）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

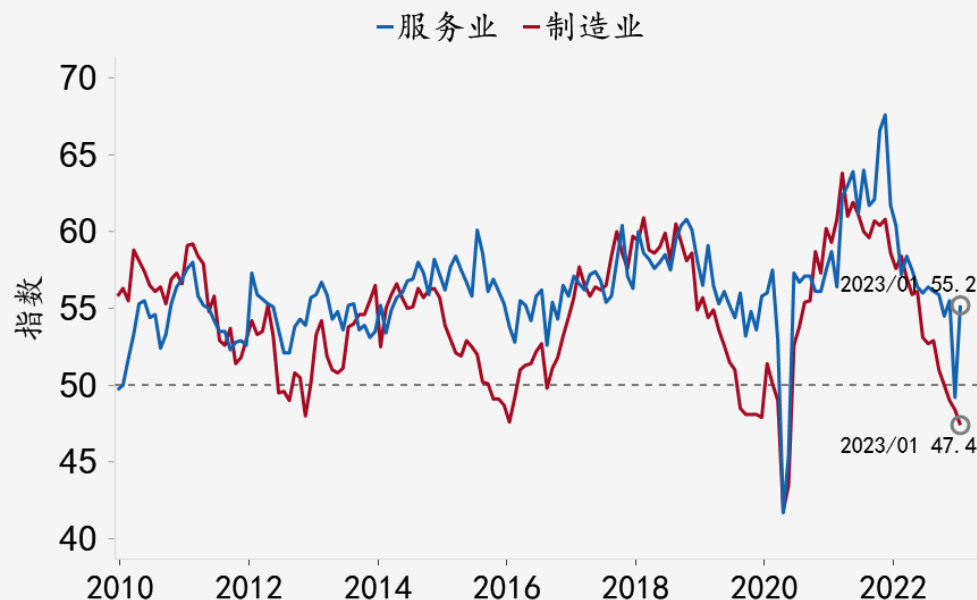
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(二) 美国经济：阶段性反弹

- 美国1月服务业PMI指数大幅反弹至荣枯线上方，且零售数据大超市场预期，指向美国经济开启阶段性反弹。美国1月服务业PMI大幅反弹至55.2（前值49.2）；零售环比增速3.0%（预期2.0%），核心零售环比增速2.6%（预期0.2%），均创下近两年新高
- 美国1月新增非农就业大超预期，服务业就业强势反弹，但薪资增速未见显著反弹。1月新增非农就业51.7万，大幅超出市场预期的18.5万。失业率3.4%创1970s以来新低。劳动参与率仍低于疫前约1.0pct。平均时薪环比增速0.3%，符合市场预期

1月美国服务业ISM-PMI指数显著反弹

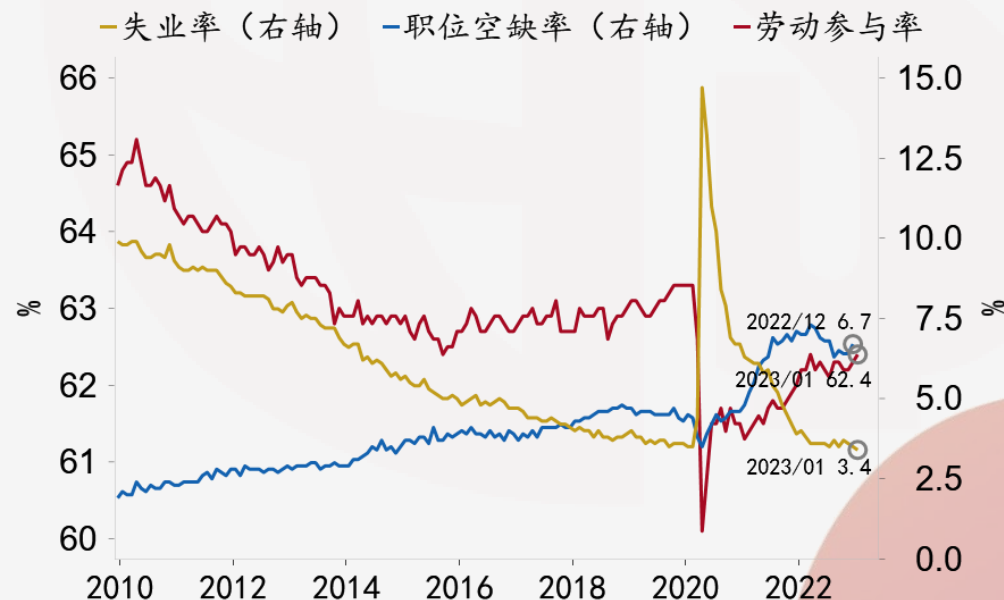
美国ISM-PMI指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美国就业市场薪资增速显著放缓

美国失业率与劳动参与率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

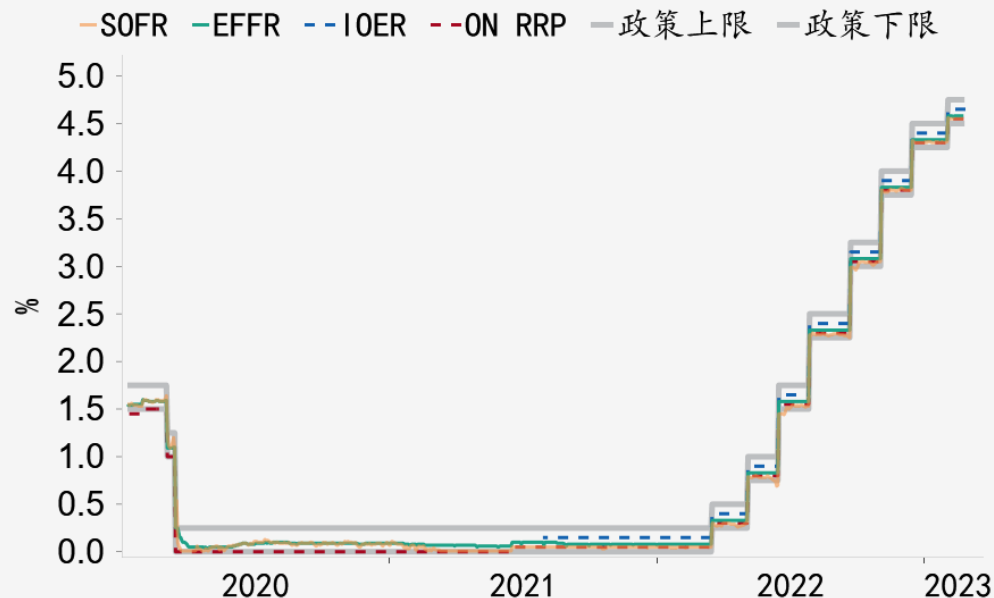
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

(三) 美联储：加息周期更高更久

- 美联储2022年3月至今已加息450bp，为40年来最快加息速度。2月FOMC会议加息25bp，加息速度进一步放缓。鲍威尔承认通胀已在放缓；但后续发布的会议纪要指向美联储整体态度仍然偏“鹰”，与会者认为未来仍将继续加息，部分人担心通胀反弹
- 1月美国CPI通胀下行放缓，广度走阔；虽然平均时薪增速显著放缓，但非农就业人数大幅超出市场预期，职位空缺仍然高企；市场预期政策利率下限高点达到5.25%以上的概率已近80%。美联储追上通胀曲线的时点亦延后至2023年二季度
- 市场仍预期美联储或将于2023年下半年降息20bp，即认为利率在最高点不会全年停留。由于劳动参与率中枢或已永久性下行，失业率中枢也将相应下行，如若美联储不对失业率目标进行调整，利率在最高点停留的时长或将超出市场预期

美联储已将政策利率加至4.5-4.75%区间

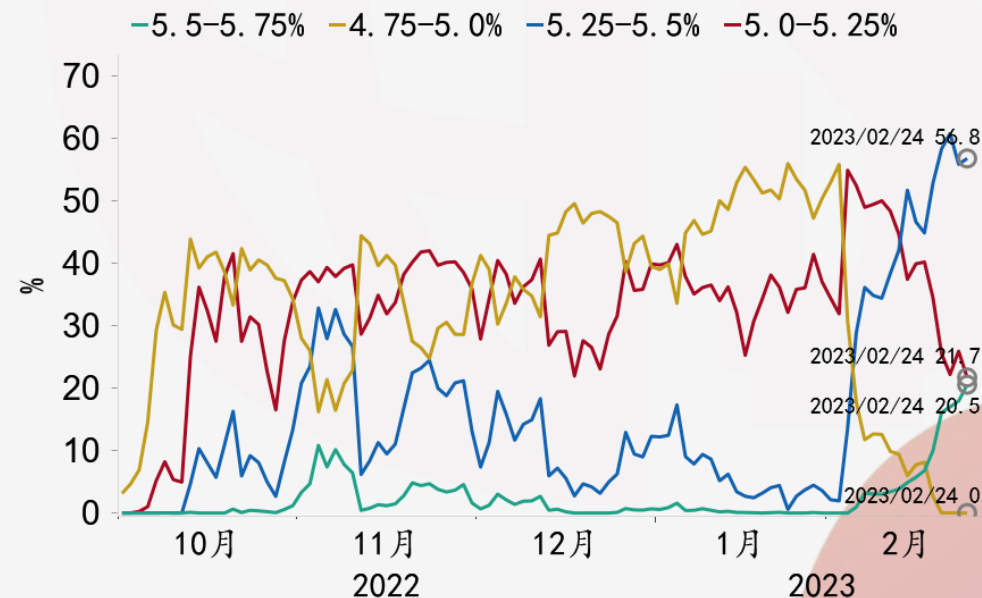
美联储利率操作框架



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

CME数据显示2023年2月加息25bp概率已达98%

美联储加息周期终点概率分布（2023年6月FOMC）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

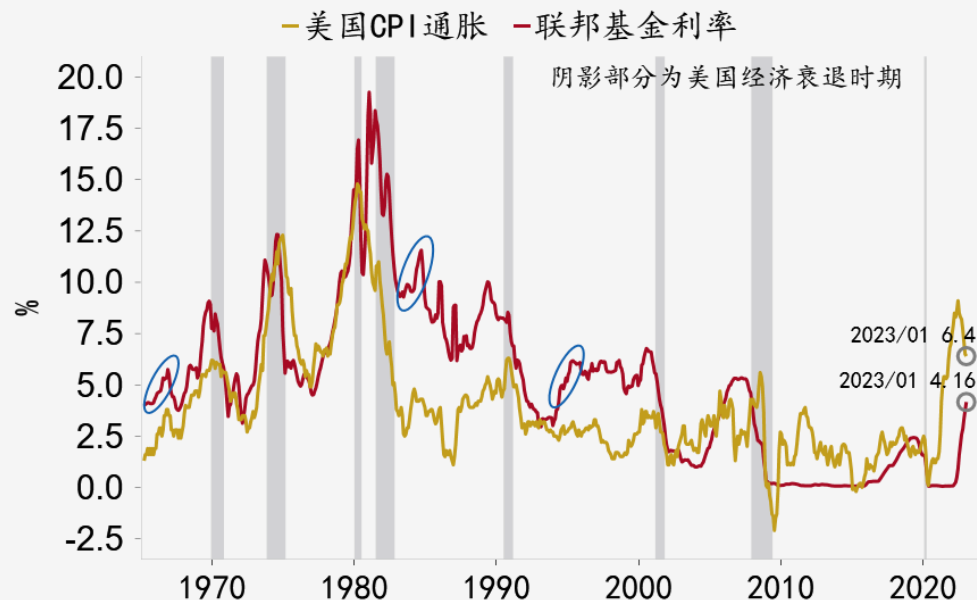
三、美国经济：通胀下行放缓，衰退时点延后

（四）美国经济前瞻：“浅衰退”还是“硬着陆”

- 1960年至今，美国共经历12轮紧缩周期、9次衰退，加息周期后经济实现“软着陆”只有三次，均为为应对经济过热的“预防式加息”，宏观环境与当前存在显著差别
- “浅衰退”还是“硬着陆”，或取决于着陆时的超额储蓄水平。按现有趋势，超额储蓄将于2024年回归疫前水平。如若美联储“更高更久”的加息让美国经济于年中着陆，则为“浅衰退”；如若美联储言行不一使得着陆时点延后，则可能导致“硬着陆”

加息周期与经济衰退如影随形

美国加息周期与经济衰退



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

超额储蓄是美国经济韧性的重要来源

疫情下美国超额储蓄与储蓄率



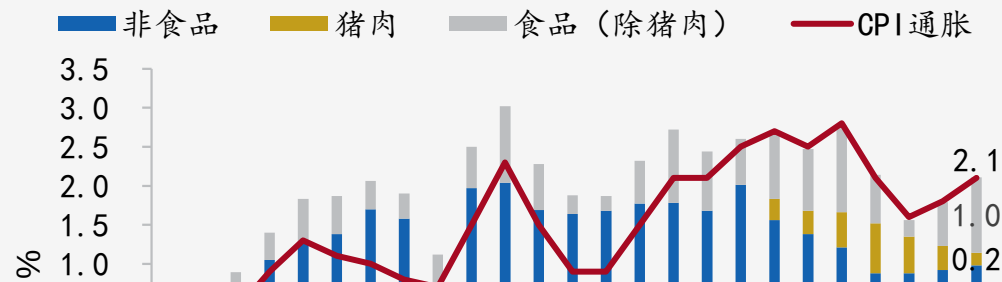
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：疫后重启初现端倪

- 1月CPI通胀小幅低于市场预期，主因仍在猪价下跌速度超出市场预期。核心CPI环比动能位于季节性上沿位置，且鲜菜、鲜果、水产品价格涨幅超季节性，内需有所回暖。1月CPI同比增长2.1%，预计2023年上半年仍将在2.0%附近徘徊，环比增长0.8%
- 1月PPI通胀受基数效应压制，环比增速则受原油价格拖累。1月PPI通胀-0.8%，环比增速-0.4%。上中下游剪刀差显著收窄，指向上游跌幅已在向下游传导；黑色、有色系走强，煤炭则逆季节性走弱。预计未来几个月PPI通胀跌幅仍将在基数效应影响下走阔

除猪肉外的食品项支撑1月CPI通胀

CPI 食品与非食品



PPI通胀连续四个月为负

PPI 同比与环比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52870

