

二〇二三年二月

国际国内经济形势分析

二〇二三年三月二十六日

目 录

| | |
|--------------------------|----|
| 一、国际经济形势 | 7 |
| (一) 国际主要经济体经济形势 | 7 |
| 1、美国 | 7 |
| 2、欧元区 | 12 |
| 3、日本 | 14 |
| 4、俄罗斯 | 17 |
| 5、印度 | 19 |
| 6、越南 | 21 |
| (二) 国际大宗商品价格趋势 | 25 |
| 1、黄金 | 25 |
| 2、石油 | 28 |
| 3、人民币汇率 | 31 |
| 二、国内经济形势 | 34 |
| (一) 国内主要经济指标 | 34 |
| 1、国内生产总值(GDP) | 35 |
| 2、居民消费价格指数(CPI) | 36 |
| 3、全国工业生产者出厂价格(PPI) | 37 |
| 4、固定资产投资 | 38 |
| 5、财政收入 | 38 |

| | |
|--------------------------|----|
| 6、对外贸易进出口 | 39 |
| 7、狭义货币、广义货币(M1、M2) | 40 |
| 8、工业增加值 | 41 |
| (二)国内大宗商品价格趋势 | 41 |
| 1、钢铁 | 42 |
| 2、铜 | 45 |
| 3、焦炭 | 48 |
| 4、水泥 | 50 |
| 5、铝 | 53 |
| 6、房价 | 56 |
| 三、国际国内热点 | 59 |

国际国内经济形势分析报告

总 论

当前，百年变局加速演进，世界之变、时代之变、历史之变，正在以前所未有的方式展开，经济全球化遭遇逆流，单边主义、保护主义明显上升，产业链、供应链发展呈现区域化、本土化趋势，全球经济发展面临重大挑战，国际金融市场更趋动荡脆弱，高风险、高波动或成为常态。受地缘政治、气候变化等多重因素影响，当前全球主要经济体通胀位于世界多年来高位，发达国家央行大幅收紧货币政策，疫情后经济重启带来的顺周期动能逐步减弱，经济衰退风险上升，与此同时，能源危机、人口老龄化、贫富差距扩大进一步削弱了潜在增长动力。全球公共债务高企使得全球财政政策扩张空间受限。各个宏观调控政策，在稳增长、抑通胀、防风险中艰难平衡。历史经验显示，通过强力加大措施，同时实现抑制通胀和经济软着陆三个目标并非易事，全球经济复苏之路依然充满挑战。

美国经济增长步伐快于预期。美国 2022 年 GDP 总额为 25.46 万亿美元，占世界 GDP 的 25.08%；美国 2 月份 CPI 环比增长 0.4%，同比上涨 6%；美国 2 月非农新增就业 31.1 万人，失业率升至 3.6%，薪资增速低于预期。失业率低，通胀率正在下降，表明加息强于预期，经济仍在增长。同时，随着时间的推移，美联储激进政策对美国 GDP 增长的拖累将会

消退。

欧元区经济指标低于预期，经济无好转迹象。2022 年欧元区国家国内生产总值约为 16.6 万亿美元；欧元区 2 月 CPI 同比增速为 8.5%，短期内欧元区通胀水平仍将处于高位。俄乌冲突爆发后，欧洲追随美国对俄实施多轮制裁，但制裁引起的反噬效应令欧洲经济持续承压，通胀水平高企。欧元区经济指标都低于市场预期，欧洲经济仍看不到好转的迹象。

日本经济总量大但前景并不乐观。日本 2022 年 GDP 仍然是全球第三，达到 4.23 万亿美元，增速 1.1%；日本 2 月份 CPI 同比上涨 3.3%，显示原材料成本上涨的影响可能正在消退。在全球经济放缓、世界经济不确定因素增加，日元贬值、通胀压力上升、能源价格飙升等多重不利因素持续影响下，日本经济面临不小挑战。同时，欧美国家加息的影响尚未完全显现，日本经济前景难言乐观。俄罗斯经济存在一定的韧性与隐忧。

俄罗斯经济稳住了阵脚，但要实现平稳高速发展仍面临不小压力。2022 年俄罗斯国内生产总值（GDP）下降 2.1%。在制裁压力重重、地缘环境恶化的背景下，从外部看，西方层层加码的制裁将对俄经济造成持续伤害；从内部看，俄需要加快经济转型以获得新的发展动力。由于俄罗斯处于战时，许多数字没有办法科学评估。

印度经济高速增长但仍然存在挑战。印度高速增长背

后，印度经济“寡头化”现象日益凸显。2022年印度GDP同比上涨6.7%，高于中国3%的GDP增长率和美国2.1%的GDP增长率。GDP总量达到3.39万亿美元，GDP跃升世界第5位；印度2月份的CPI通胀从1月份的6.52%小幅回落至6.44%。作为一个超大型新兴经济体，印度经济风头正劲。但是，是否能夯实增长基础，将潜力故事转变为真正的国家经济实力，印度仍面临诸多变数和挑战。

越南经济内需持续旺盛。2022年，越南GDP总值为4090亿美元；无论是GDP总量还是人均GDP，越南都在2022年创出了历史最高。而更为重要的是，伴随着经济总量放大的还有经济增长质量的大幅提升。出口恢复增长，具有较强的持久性。经济增长的内驱动力强劲，商品出口的快速增长。经济持续高速发展。

中国经济正在企稳回升但存在不确定性。2022年，中国GDP为1210207亿元，比上年增长3.0%；2023年2月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨1.0%；2023年2月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降1.4%，环比持平；2023年1-2月，全国固定资产投资53577亿元，同比增长5.5%；2023年1-2月累计，全国一般公共预算收入45642亿元，同比下降1.2%；2023年1-2月份，货物进出口总额61768亿元，同比下降0.8%；2023年2月末，广义货币（M2）余额275.52万亿元，同比增长12.9%；2023年1—2月份，规

模以上工业增加值同比实际增长 2.4%，经济下行压力依然很大。

总体来看，我国生产需求明显改善，就业物价总体稳定，市场预期加快好转，经济运行呈现企稳回升态势。伴随着疫情防控较快平稳转段，经济循环加快畅通，经济运行企稳回升。但外部环境更趋复杂，需求不足仍较突出，经济回升基础尚不牢固。下阶段，要坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，加快政策落实落地，大力提振市场信心，推动经济运行整体好转，努力实现质的有效提升和量的合理增长。

2月大宗商品的价格变化情况。金价维持强劲的升势，主要因欧美银行业的担忧情绪支持了避险金价。如果发生银行危机或更广泛的金融市场崩溃，经济前景就变得更加不确定。若经济前景陷入衰退之中，对于美联储在2023年底降息预期必然会提升，而黄金或也就会因此迎来其高光时期；多因素致原油价格较大波动。由于美联储对进一步加息立场软化，国际原油期货价格明显上涨。而由于美国硅谷银行和签名银行倒闭以来引发了一系列连锁反应，极为敏感的原油市场出现大幅下挫。近期由于多方面因素交织的影响，国际油价预计将波动较大；美联储加息难阻美元下跌颓势，人民币有望掀起补涨行情。美联储进一步持续加息，美国各类风

险事件出现频率会增加。在这种情况下，中国经济稳健复苏前景有助于全球资本加仓中国资产，助力人民币汇率中长期逐步升值；钢材市场呈现预期向好。随着经济的逐步恢复，下游需求有所放量，将支撑市场趋向乐观，但也需要警惕产量过快释放给市场带来的压力。虽然短期钢价走势回调，但中长期延续偏强震荡观点不变；铜价呈窄幅震荡状态。主要原因是国内节前乐观预期被充分交易，且国际宏观形势和基本面均维持弱势，带动铜价下调。预计未来一段时间，铜价区间震荡，打破区间需要看到国内现实给予支撑或者美联储利率政策超预期变化；煤炭市场波动较大，保持窄幅低频震荡。终端客户多为刚需采购，价格持续大幅上涨的支撑不强，动力不足。目前，市场情况仍不明朗，一旦出现采购减少，煤价就很快会下跌；水泥价格行情震荡上行。在错峰生产常态化政策下，水泥企业库存压力有所缓解，水泥价格偏强运行。未来需求加速释放，原材料价格略有下移，企业库存增加，预计水泥价格承压上行；铝价整体呈现出震荡下跌的走势，节后高开后一路下跌，预计铝价短中期内仍然较难打破震荡的桎梏，大周期的震荡和小周期的波段行情相结合，宏观与产业的逻辑反复主导行情，短期行情仍以区间震荡为主；房地产仍然处于低迷状态。2月份房贷成本降低了二成，购房需求持续萎缩；

房企信心并未恢复。未来的房地产发展指标仍然疲软，商品房投资继续收缩。

国际国内热点方面。一是意外裁员、金融业疲软，瑞信风波正在冲击伦敦金融业。瑞士信贷银行虽然在瑞士政府的促成下，被瑞银集团收购，但金融动荡仍在冲击西方市场。在全球金融中心之一的伦敦，不少从业者遭遇意外裁员，伦敦金融业整体更趋疲软。二是吸引更多民间资本参与重大工程。今年全国两会期间，习近平总书记强调，要激发民间资本投资活力，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程、重点产业链供应链项目建设，为构建新发展格局、推动高质量发展作出更大贡献。三是抓紧抓好粮食和重要农产品生产，确保加快建设农业强国良好开局。全国春季农业生产工作会议3月23日在四川省德阳市召开。要加力扩种大豆油料，扎实抓好生猪和“菜篮子”工程，因地制宜加快构建多元化食物供给体系，提高其他重要农产品稳定安全供给水平。

一、国际经济形势

2023年2月，美国经济增长步伐快于预期。随着时间的推移，美联储激进政策对美国GDP增长的拖累将会消退；欧元区经济指标低于预期，经济无好转迹象，短期内欧元区通胀水平仍将处于高位；日本经济复苏面临多重挑战，日本经济前景难言乐观；俄罗斯经济稳住了阵脚，但要实现平稳高速发展仍面临不小压力；高速增长背后，印度经济“寡头化”现象日益凸显；越南经济内需持续旺，具有较强的持久性。

（一）国际主要经济体经济形势

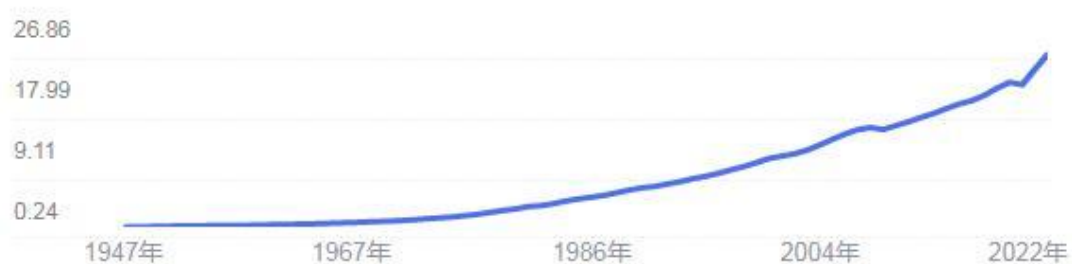
1、美国经济发展形势

2月份美国经济增长步伐快于预期。失业率低；通胀率正在下降；第2022年美国第三和第四季度的GDP增长率分别为2.6%和2.9%，表明加息强于预期，经济仍在增长。同时，随着时间的推移，美联储激进政策对美国GDP增长的拖累将会消退。

在经济发展速度方面，美国2022年第四季度经济增长2.9% 全年经济增长2.1%。数据显示，2022年第四季度美国

GDP 增长 2.9%，低于第三季度 3.2% 的增速。2022 年全年，美国 2022 年 GDP 总额为 2547460 亿美元，占世界 GDP 的 25.08%，较上年同期的 24.16% 增加了 0.92 个百分点。

图一：美国 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，美国 2 月份消费者价格指数（CPI）环比增长 0.4%，同比上涨 6%。这一数据符合市场普遍预期。尽管 2 月通胀数据创造了自 2021 年 9 月以来的最小同比增幅，但美国的整体物价水平仍处于高位。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 2 月份核心 CPI 环比上涨 0.5%，涨幅较 1 月扩大 0.1 个百分点；同比涨幅为 5.5%，是 2021 年 12 月以来最小值。从环比数据看，美国 2 月份居住成本上涨 0.8%，成为推动当月物价上涨的主要因素。食品价格上涨 0.4%，其中鸡蛋价格在连续两月飙升后，首次回落 6.7%。能源价格下降 0.6%，价格走势平稳。

由于近日美国两家银行在三天内相继被美国监管机构关闭，美联储将如何在加息抗通胀和保障金融系统稳定性之间寻求平衡，成为市场讨论的话题。美联储有可能在下周的

议息会后采用暂停加息的方式，在短期内稳定银行业和金融市场情绪，等到5月再恢复加息步骤。美国通胀虽有所缓解，但仍居高不下。美联储当前面临的问题是，在采取措施应对银行业风险的同时，如何通过提高利率来继续给美国经济“降温”。

在就业方面，美国2月非农新增就业31.1万人，失业率升至3.6%，薪资增速低于预期。继2月“小非农”数据超预期后，重磅非农新增就业也大超预期，不过，失业率上升加上平均时薪增速低于预期。这在美联储是否加快加息步伐方面释放了喜忧参半的信号。

2月非农新增就业人数31.1万人，预期为22.5万人，前值为51.7万人（修正值为50.4万人）；美国非农新增就业已经连续11个月超过预期，为1998年以来的最长连涨纪录。2月失业率为3.6%，预期和前值均为3.4%；平均时薪同比增长4.6%，预期4.7%，前值4.4%。另外，2月劳工参与率为62.5%，与前值相比基本保持不变。非农数据公布后，美元指数短线下挫约40点，报104.77。美股期货短线拉升，纳指期货一度涨0.6%。现货黄金短线走高5美元，现报1837.94美元/盎司。

新增就业虽大超预期，但失业率走高。2月非农新增就业人数31.1万人，大幅超过预期的22.5万人，前值为51.7万人（修正值为50.4万人）。2月失业率为3.6%，略高于

预期和前值的 3.4%。另值得一提的是，12 月份非农新增就业从 26 万下修到 23.9 万，1 月从 51.7 万下修到 50.4 万。经过这些修正后，去年 12 月和今年 1 月的新增就业合计比此前公布的数据低 3.4 万人。就业岗位增幅最大的是娱乐和休闲、零售、政府以及医疗部门，但在信息、交通以及仓储部门，就业人数出现下滑。

2 月份娱乐和休闲部门新增就业 10.5 万人，较前 6 个月平均值 9.1 万小幅拉升。其中，餐饮服务和饮酒场所增加了 7 万个工作岗位，住宿方面的就业岗位继续呈上升趋势，增加了 1.4 万个岗位。值得一提的是，休闲和酒店业的就业人数比 2020 年 2 月水平低 41 万个。2 月零售业新增就业 5 万人，政府部门新增就业 4.6 万人，专业和商业服务新增就业 4.5 万人，医疗服务新增就业 4.4 万人。2 月信息业新增就业减少了 2.5 万人，交通和仓储新增就业减少了 2.2 万人。

产业政策方面，美国政府实施产业政策，大举扩张的财经政策，巨额的补贴和税收减免也是推动经济增长的动力。美国总统拜登签署并实施的三大产业政策法案：《降低通货膨胀法案》《芯片和科学法案》和《基础设施和就业法案》是注入美国经济的强心剂。这三项法案代表了美国产业政策的革命性变化。尽管落实这三大法案并产生实际效果还有很长的路要走，但这三大法案部产生的经济刺激作用是显而易见的。

《基础设施和就业法案》涉及的投资资金高达 5500 亿美元，将用于美国的道路和桥梁、水基础设施、复原力、互联网等建设。《2022 年通胀削减法案》筹集的资金为 7380 亿美元，用于能源和气候变化、医疗法案补贴，以及税收改革。《芯片和科学法案》拨款总计 390 亿美元以投资建设美国国内的半导体生产线，130 亿美元用于研发以及劳动力素质的提升。

这三大法案带动的资金规模预计达到 3.8 万亿美元。仅在半导体领域，几个半导体巨头大举在美国本土投资办厂，台积电 400 亿美元投资于亚利桑那州凤凰城的工厂；英特尔 200 亿美元投资于俄亥俄州哥伦布市郊外的工厂；三星 170 亿美元投资于得克萨斯州泰勒市的工厂；德州仪器 300 亿美元投资于得克萨斯州谢尔曼市的工厂。如此庞大的投资注入经济，会助推经济增长。

俄乌冲突刺激了美国军火产业开足马力生产，这也成为刺激经济增长的一个因素。以海马斯火箭发射系统举例，海马斯是洛克希德的产品，一套海马斯造价 552 万美元，一枚火箭弹单价近 10 万美元，这不是出口价格。美国政府给洛克希德 6.31 亿美元采购海马斯。洛克希德的员工原本每周工作四天，现在开始额外加班，并再雇用 200 名员工。

个人消费支出方面。2023 年 1 月，美国个人支出环比增长 1.8%，从去年 12 月向下修正的 0.1% 反弹，超过市场预测

的 1.3%。这是自 2021 年 3 月以来的最大增幅，标志着消费者支出在今年年初的基础上强劲增长。

硅谷银行倒闭事件与美联储加息有联系，如果不是美联储的强加息，硅谷银行以正常价格抛售债券，很可能会筹集到足够资金应付挤兑，避免倒闭。这个事件与 2008 年的金融危机不同，不大可能引起全面的金融风暴。目前美国银行业的监管非常严格，银行防火墙都已经建立。事件发生后，美国监管当局迅速出手接管了硅谷银行，控制了外溢效应。银行倒闭事件等于在敦促美联储放缓加息的步骤，美联储有可能会放弃在 3 月 22 日会议上的加息举动。这对阻止经济衰退是件好事。

2、欧元区经济发展形势

欧元区经济指标低于预期，经济无好转迹象。俄乌冲突爆发后，欧洲追随美国对俄实施多轮制裁，但制裁引起的反噬效应令欧洲经济持续承压，通胀水平高企。欧元区经济指标都低于市场预期，欧洲经济仍看不到好转的迹象。

在经济发展速度方面，2022 年欧元区经济增长大幅放缓。2022 年欧元区国家国内生产总值（GDP）约为 16.6 万亿美元，2022 年一季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%。与 2021 年三、四季度 GDP 分别环比增长 2.2%和 0.3%相比，今年一季度经济扩张步伐有所放缓，2022 年第二季度欧元区经济同比增长 3.9%，欧元区第三季度 GDP 环比初值 0.2%，预估

为 0.1%，前值为 0.8%。欧元区四季度 GDP 录得 0.1%，欧元区第四季度 GDP 环比初值为 0.1%，同比初值为 1.9%。

图二：欧元区 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，欧元区 2 月整体 CPI 有所回落，核心通胀继续升温。欧元区 2 月调和 CPI 同比增速终值为 8.5%，与预期一致，前值为 8.6%。欧元区 2 月调和 CPI 环比增速终值为 0.8%，与预期、前值一致。欧元区 2 月核心调和 CPI 同比增速终值为 5.6%，与预期、前值一致。

欧元区 2 月通胀小幅回落，因服务成本飙升，但核心物价增长继续加速。由于能源价格的大幅下降被几乎所有其他领域价格的飙升所抵消，欧元区 20 个国家 2 月份的 CPI 涨幅仅从上月的 8.6% 降至 8.5%。与此同时，核心通胀继续加速增长，欧洲央行密切关注的剔除波动性较大的食品和燃料价格的 2 月（核心）通胀率从 1 月的 5.3% 跃升至 5.6%。

通胀方面，近日，欧洲央行再次加息 50 个基点，以遏制价格的历史性飙升。欧央行预计今年整体通胀回落速度快

于先前预期，但核心通胀被认为变得更具黏性。欧洲央行预计 2023 年欧元区通胀率为 5.3%，之前的预测为 6.3%；预计 2024 年通胀率为 2.9%，之前的预测为 3.4%；预计 2025 年通胀率为 2.1%，此前预测 2.3%。欧洲央行表示，2 月份不包括能源和食品的（核心）通胀率继续上升，预计 2023 年的平均通胀率将达到 4.6%，高于去年 12 月的预测。

这可能会让政策制定者感到担忧，因为通常由工资上涨推动的核心价格增长，往往会延长整体通胀的持续时间，使通胀更加难以控制。尽管欧洲央行在周四的政策声明中省略了通常的通胀风险评估，但风险倾向于上行，因为核心通胀被证明具有粘性。事实上，服务业对整体通胀的贡献程度在一年内翻了一番，这令人担忧，因为该行业对工资增长最为敏感，这很可能会造成物价-工资螺旋式通胀。而欧元区去年四季度劳动力成本同比增长 5.7%，远高于前值的 3.7%。未来几个月整体通胀可能继续放缓，主要是由于能源价格下跌；但核心价格增长可能继续上升，其下降所需的时间也可能是长期的。

3、日本经济发展形势

日本经济复苏面临多重挑战。在全球经济放缓、世界经济不确定因素增加，日元贬值、通胀压力上升、能源价格飙升等多重不利因素持续影响下，日本经济面临不小挑战。同时，欧美国家加息的影响尚未完全显现，日本经济前景难言

乐观。俄罗斯经济存在一定的韧性与隐忧。

在经济发展速度方面，日本 2022 年 GDP 仍然是全球第三，达到 4.23 万亿美元（约合 28.42 万亿人民币），但是 GDP 增速比德国还低，只有 1.1%。尽管 GDP 增速增长，但是由于去年美元加息过于猛烈，日元汇率出现了大幅度的贬值，所以日本 GDP 兑换为美元出现缩水。这也直接导致日本人均 GDP 跌至 3.3 万美元，快要被韩国人均反超，日本正在肉眼可见地走向经济下滑，GDP 已经跌回 20 年前的水平。

图三：日本 GDP 走势图（年度）



在消费品价格指数方面，日本 2 月份核心消费者价格指数（CPI）同比上涨 3.3%，较上月触及的 4.3% 的 42 年高点大幅回落，显示原材料成本上涨的影响可能正在消退。该指数是衡量日本经济走势的一个领先指标。

但通货膨胀率仍连续第九个月超过了日本央行 2% 的目标，令日本央行面临逐步退出经济刺激计划的压力。2 月核心 CPI 的涨幅与市场预测中值相符。该指数不包括生鲜食品，但包括燃料价格。随着过去燃料和原材料价格上涨的影响开始减弱，这一数据加大了日本消费者通胀将在 2 月份见顶的可能性。通胀放缓的部分原因是政府的能源补贴，以缓解家

庭因电费飙升而遭受的痛苦。不包括燃料和生鲜食品在内，东京 2 月 CPI 同比上涨 3.2%，高于 1 月份的 3.0%。该数据被日本央行视为衡量国内需求推动的价格压力的指标。

外贸方面。原油、液化天然气等能源价格高涨叠加日元贬值是导致日本贸易收支逆差的主要因素。由于煤炭、液化天然气、原油等产品进口额增幅显著，拉动当月日本进口额同比增加 8.3%，至 8.5524 万亿日元，日本进口额连续 25 个月同比增加。日本贸易赤字在短期内难以缩小。日本连续出现贸易逆差，凸显日本经济由于资源贫乏、依赖能源进口带来的经济脆弱性。日本经济高度依赖外部需求，如果世界经济继续低迷，2023 财年日本经济增幅很可能低于 1%。

内需方面。由于疫情反复，物价普遍持续上涨，对日本企业和消费者的影响尤为明显。高通胀背景下，物价涨幅超过工资涨幅的趋势将持续。由于通胀水平超过了名义工资的增长，2022 年经通胀调整的实际工资指数比上年下降 0.9%。实际收入不升反降，消费者进一步减少支出。国内需求的低迷，让企业生产和经营遭遇困境。2022 年日本破产企业超过 6400 家，较上一年增加 6.6%，是 3 年来首次增加。

货币政策方面。在全球主要央行大幅加息的背景下，自去年以来，日本持续面临本币贬值、进口成本上涨的压力，对该国经济造成广泛影响。去年 12 月，日本央行在结束货币政策会议后决定对当前超宽松货币政策进行部分调整，将

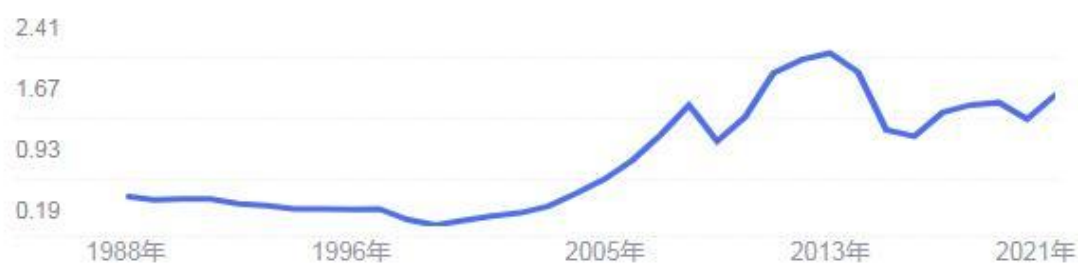
长期利率波动幅度由正负 0.25%扩大至正负 0.5%。日本共同社分析称，此举是“事实上的加息”，也是日本央行将退出超宽松货币政策的前奏。

4、俄罗斯经济发展形势

俄罗斯经济压力下稳住了阵脚。在制裁压力重重、地缘环境恶化的背景下，俄罗斯经济稳住了阵脚，但要实现平稳高速发展仍面临不小压力。从外部看，西方层层加码的制裁将对俄经济造成持续伤害；从内部看，俄需要加快经济转型以获得新的发展动力。

在经济发展速度方面，2022 年俄罗斯国内生产总值（GDP）下降 2.1%。去年俄罗斯批发和零售贸易、制造业、交通运输业等行业大幅下滑，矿业、农业、建筑业等出现增长。面对西方制裁，俄罗斯经济展现出良好韧性，经济表现好于预期。预计今年俄经济将处于萎缩 1%到增长 1%区间。

图四：俄罗斯 GDP 走势图（年度）



从外部条件来看，全球经济衰退的风险正在减弱，全球市场情绪正在改善。一方面，中国优化调整防疫政策，经济

动力显著提升；另一方面，发达国家抑制通胀的努力已经取得一定成果。此外，能源资源价格下降对包括俄罗斯主要贸易伙伴在内的众多经济体也产生了积极影响。

从内部形势来看，一方面，俄经济结构正在发生变化，如交通基础设施发展迅速，公共投资发挥着越来越重要的作用，总体来看，预算支出对社会总需求增长的推动作用日益明显；另一方面，劳动力市场指标良好，失业率已达历史最低水平，农民和建筑工人短缺。另外，物流状况也有所改善。

然而，俄经济前景仍谈不上“完全乐观”，值得关注的风险点依旧不少。从外部看，西方层层加码的制裁对俄造成持续伤害；从内部看，俄需要加快经济转型以获得新的发展动力。

一是能源贸易面临萎缩风险，石油价格下跌影响预算收入。若能源价格持续低于国家预算基准价格，则国家预算或将面临较大缺口。受制裁和天然气管道被炸毁等因素影响，预计今年俄石油和天然气出口收入将显著下降，至少在 2023 年上半年，石油和天然气公司的收入将面临不小压力。

二是经济内生动力不足，消费和私人投资或将持续受到抑制。在外部环境不确定性增加的背景下，消费和投资难以对经济增长产生大的拉动作用。由于供应变化和高度不确定性，俄家庭在房地产、汽车和出国旅行等方面的支出有所减少。

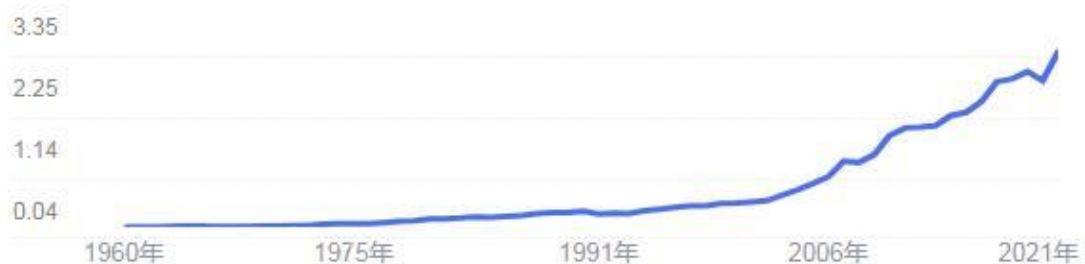
三是通货膨胀风险仍然存在，从中短期看，通货膨胀风险将再次上升。预算赤字和通货膨胀压力可能会超过预期，这将对出口和内需产生负面影响。

5、印度经济发展形势

高速增长背后，印度经济“寡头化”现象日益凸显。作为一个超大型新兴经济体，印度经济风头正劲，其增长的车轮一旦转动起来，确实能够为经济的不断向前提供一定的自我驱动力。但是，是否能夯实增长基础，将潜力故事转变为真正的国家经济实力，印度仍面临诸多变数和挑战。

在经济发展速度方面，2022年印度GDP同比上涨6.7%，高于中国3%的GDP增长率和美国2.1%的GDP增长率。GDP总量达到3.39万亿美元，GDP跃升世界第5位。2022年第一季度完成的名义GDP为59.97亿卢比，与去年同期相比，剔除商品与服务价格上涨因素后，实际提升了4.1%。2022年二季度印度GDP为36.85万亿卢比，同比增长13.5%，2022年第三季度实际GDP增长4.1%，第四季度增长4%。

图五：印度GDP走势图（年度）



在消费品价格指数方面，印度2月份的CPI通胀从1月

份的 6.52% 小幅回落至 6.44%。但仍高于印度储备银行 6% 的上限容忍区间。农村通胀率为 6.72%，城市通胀率为 6.10%。综合食品通胀率也接近 6% 的上限，为 5.95%。1 月份的通胀率为 6%。

印度政府的供给侧行动与灵活的通胀目标制度相协调，使价格上涨速度低于其他国家。印度在过去三年成功应对了“多重冲击”，显示出相当大的韧性。自去年 5 月以来，印度央行已将基准回购利率提高了 250 个基点。在按下暂停按钮之前，预计 4 月份将再次加息 25 个基点，至 6.75%。

从产业结构来看，印度政府对科技、知识密集型等价值链顶端产业的偏好，加大了二元经济的结构不均衡，难以解决“有增长无就业”的困境。自 20 世纪 80 年代末拉吉夫·甘地发动“计算机革命”开始，信息技术、软件科技等产业就成为拉动印度增长的有力引擎。这一模式延续至今，印度决策层期待以此绕过本国资本短缺、基础设施落后、劳动力素质偏低等发展短板，通过摘取产业链、价值链上最顶端的“果实”，实现对主要工业国家的“弯道超车”。

在头部产业蓬勃发展的同时，印度的农业、劳动密集型制造业长期发展滞后、生产效率低下，经济结构的二元性特征依然突出，大量劳动力人口无法在正规经济中寻得生计，只得栖身于低端服务业等非正式部门。疫情之后印度的劳动力参与率降至 46%，为亚洲最低的国家之一。对于即将成为

全球人口第一大国、劳动年龄人口超九亿的印度而言，如何为这些人口创造充足的正规就业，无疑是一项艰巨挑战。

印度经济“寡头化”现象日益凸显。莫迪政府乐于借助大财团、大企业力量来提升经济计划效率，创造漂亮的增长成绩单。在这一思路主导下，印度传统的社会经济基础——中小企业日益式微，大财团则依靠政府在融资、拿地、环保等多方面优惠政策高歌猛进，排挤外国企业，抢占基础设施、能源、通讯等国民经济基础性行业，坐收庞大租金。在此基础上，“执政党庇护财团——财团反哺执政党”的模式在印度日益牢固，利益集团对印度政府经济决策的影响力增大，导致其市场竞争环境恶化。

从外部环境来看，尽管在当前中美战略竞争加剧的国际格局中，印度看似左右逢源、如鱼得水，但由于美国等发达经济体为控制通胀采取货币紧缩政策，削弱商品、服务需求，外需对印度经济的实质性拉动作用减弱。

作为一个超大型新兴经济体，印度经济风头正劲，其增长的车轮一旦转动起来，确实能够为经济的不断向前提供一定的自我驱动力。但是，是否能夯实增长基础，将潜力故事转变为真正的国家经济实力，印度仍面临诸多变数和挑战。

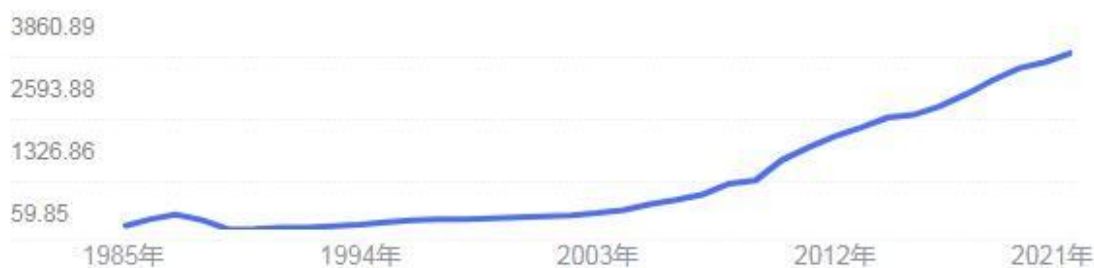
6、越南经济发展形势

越南经济内需持续旺盛。而更为重要的是，伴随着经济总量放大的还有经济增长质量的大幅提升。出口恢复增长，

具有较强的持久性。经济增长的内驱动力强劲，商品出口的快速增长。经济持续高速发展。

在经济增长方面，2022年，越南GDP总值为9513.3万亿越南盾，约合4090亿美元，这也是越南GDP首次突破4000亿美元。对应当年9950万的总人口，越南人均GDP提升至9560万越南盾（约4110美元）。无论是GDP总量还是人均GDP，越南都在2022年创出了历史最高。而更为重要的是，伴随着经济总量放大的还有经济增长质量的大幅提升。

越南GDP走势图（年度）



消费品和服务零售方面。2023年1-2月，越南的消费品和服务零售总额为994.2万亿越南盾，比去年同期增长13%，若剔除价格因素，则增长9.2%。与新冠疫情暴发之前的2019年同期相比，2023年前2个月的消费品和服务零售总额增长了24.9%。这意味着越南的内需已超过了疫情之前的水平。

分类看，商品零售额估计为781.8万亿越南盾，比去年同期增长10.1%；其中，服装类增长18.4%；食品类增长12.5%；家用电器、工具和设备增长4%；交通工具（汽车除外）增长3.4%。只有文教类产品下降了3.7%；住宿和餐饮服务收入估计为109.1万亿越南盾，比去年同期增长

31.6%，远超商品零售额的增长幅度；旅游收入估计为 4.7 万亿越南盾，是去年同期的 2.2 倍，因为今年许多省/市组织春季开放活动以吸引游客；来自其他服务的收入估计为 98.6 万亿越南盾，比去年同期增长 16.2%。

2023 年的越南的目标是大力推动国内市场发展，有效开拓近亿人口的国内市场。加强互联互通，确保必需品供需平衡，有助于稳定市场流通商品价格。社会消费品和服务业零售总额增速的计划目标是 8-9%。通胀的控制目标为 4.5% 以下。1-2 月，越南商品和服务零售额同比增长 13%，超过了 8-9% 的计划目标。CPI 同比上涨 3.5%，低于 4.5% 的通胀控制目标。

外贸方面。因春节因素越南 1 月出口下降，但 2 月出口迅速回升。2023 年前两个月，越南进出口总额预计为 960.6 亿美元，同比下降 13.2%；其中，出口额预计为 494.4 亿美元，下降 10.4%；进口额预计为 466.2 亿美元，下降了 16%。由于 1-2 月份越南盾兑美元汇率下跌了 5.1%，所以换算为越南盾，出口下降了 5.8%，进口下降了 11.7%。

分月看，越南 1 月份出口下跌，2 月份出口回升。2023 年 1 月份，越南出口额仅 236.1 亿美元，也同比大幅下降了 25.9%。2 月商品出口成交额预计为 258.8 亿美元，同比增长 11%。按越南盾计算，1 月出口下跌 22.1%，2 月份出口增长 16.7%。

2023 年 1-2 月货物贸易收支预计顺差 28.2 亿美元。在 2022 年 1-2 月的商品出口中，越南国内经济部门出口 115.2

亿美元，下降 21.1%，占出口总额的 23.3%。外商投资部门出口 379.2 亿美元，下降 6.6%，占比 76.7%。从出口组别结构看，燃料和矿产品出口 6.52 亿美元，占 1.3%；工业加工品预估 443.8 亿美元，占 89.8%；农林产品概算 34 亿美元，占 6.9%；海鲜产品估计为 10.1 亿美元，占 2%。

越南 2023 年前 2 个月进口商品结构，生产资料 436.4 亿美元，占比 93.6%；其中，机械、设备、工具及备件占 46.3%；原燃料材料占 47.3%。消费品估计为 29.8 亿美元，占 6.4%。从 2023 年前两个月的进出口市场来看，美国是越南最大的出口市场，预计出口额为 131 亿美元，占越南出口额的 26.5%，超过了十分之一。中国是越南最大的进口市场，初步统计的进口额为 146 亿美元，在越南商品进口总额中占比 31.3%，接近三分之一。

2023 年前 2 个月，越南对欧盟贸易顺差 48 亿美元，同比增长 1.8%；对华贸易逆差 64 亿美元，下降 39.8%；对韩贸易逆差 47 亿美元，下降 27.2%；对东盟贸易逆差 15 亿美元，下降 23.9%；对日贸易逆差 2.372 亿美元，增长 4.5%。

2023 年越南货物出口额的政府增长目标为 6%（本币）。1-2 月实际下降 5.8%，其中 1 月出口下跌 22.1%，2 月份出口增长 16.7%。

越南的内需旺盛、出口增长，具有较强的持久性。越南 1-2 月内需大幅增长 13%，是建立在较高的增长基础上的。2022 年越南社会消费品和服务零售总额为 5679.9 万亿越

盾，增长 19.8%，剔除价格因素也增长 15.6%。由此看，越南国内强劲的需求具有持久性和可靠性。

2022 年越南商品出口 3718.5 亿美元，增长 10.6%，进口 3606.5 亿美元，增长了 8.4%。2023 年 1 月份因为春节休假，越南出口大幅下降，但春节过后马上就恢复了出口增长的势头。作为欧洲、美国供应链调整的重要支点，越南的国外市场具有较长时期的扩张支撑。

应该说，越南令人印象深刻的经济增长的主要驱动力，第一还是越南国内强劲的消费需求，第二才是商品出口的快速增长。能够不依靠推升债务杠杆和政府大规模投资来推动经济持续高速发展，越南的经济改革还是比较成功的。

（二）国际大宗商品价格趋势

1、黄金

图六：十年黄金价格走势



图六：五年黄金价格走势



图七：2022年2月--2023年2月黄金价格走势



图八：2023年2月国际黄金价格走势



金价维持强劲的升势，主要因欧美银行业的担忧情绪支持了避险金价。为了缓解消费者的担忧，美国财政部、美联储发表联合声明称，政府将保护签名银行和硅谷银行持有的所有存款。尽管如此，传染风险似乎仍在增加。

2001年后黄金价格的起飞。2001年美国的经济结束了长达10年以“新经济”为特征的持续增长，美元开始对主要货币贬值，金价重整升势。直到2005年上半年黄金增长非常强劲，较上年同期按吨数计算上升了21%，以美元计算上升了29%。就价值而言，从2004年6月到2005年6月的12个月里，黄金饰品的需求达到了380亿美元，是有史以来需求最高的12个月。2008年受全球金融危机的影响，很多原先买入黄金以求避险的机构不得不大量抛售黄金来获得流动资金，黄金价格八九月份出现暴跌。金价在2016年上半年表现大放异彩，涨逾25%，下半年受美国大选尘埃落定、美联储加息落地等影响，出现大幅重挫，回吐2016年大半涨幅。2017年金价大幅振荡。全球货币政策正常化步伐加大，金价面临下行压2017年末金价有所回调。2020年国际金价震荡上行。新冠疫情暴发后，国际金融市场出现流动性风险，黄金价格先抑后扬。2022年地缘政治助推金价，俄乌战争爆发，国际黄金强劲。

随着消费者继续将资金转移到更大的银行，所有区域性银行都面临倒闭的风险。现在没有人是安全的，因此黄金可能比任何时候都开始具备上升的理由。目前市场焦点转向美联储3月的利率决议。这一点从美国国债收益率的新一轮下跌中可以看出，并成为对美元下行压力的一个关键因素。如果发生银行危机或更广泛的金融市场崩溃，家庭和企业就会

缩减开支，经济增长就会放缓，经济前景就变得更加不确定。若经济前景陷入衰退之中，对于美联储在 2023 年底降息预期必然会提升，而黄金或也就会因此迎来其高光时期。

2、石油

图九：二十年石油价格指数走势图



图十：十年石油价格指数走势图



图十一：五年石油价格指数走势图



图十二：2022年2月--2023年2月石油价格走势



图十三：2023年2月份石油价格走势



多因素致原油价格较大波动。由于美联储对进一步加息立场软化，国际原油价格明显上涨。而由于美国硅谷银行和签名银行倒闭以来引发了一系列连锁反应，极为敏感的原油市场出现大幅下挫。近期由于多方面因素交织的影响，国际油价预计将波动较大。

2016年--2022年，影响油价的主要因素为 OPEC+ 减产、地缘政治、新冠疫情以及全球经济状况等。几个重要事件包

括：2016年，随着原油价格的不断下降，OPEC内部经济较差的国家陷入了财政危机，而以沙特为代表的OPEC和以俄罗斯为代表的产油国意识到将非常规油气挤出。于是，OPEC与俄罗斯妥协，开始采取限产保价的策略支撑油价，原油的价格自2016年初开始见底。2017年，委内瑞拉经济动荡、伊朗核制裁，以及美国页岩油增产受到管输能力的限制导致国际原油供需趋紧。2018年，由于沙特改变态度增产，俄罗斯及美国同样增加产量，伊朗制裁不及预期等因素，原油市场从供给不足转向供给过剩，油价暴跌。2019年，沙特和科威特两个油田开始试生产，进一步抵消OPEC减产的努力，全球公共卫生事件或对全球经济反弹形成阻碍，进一步限制原油需求，虽然各国近期出台的刺激措施也缓解了市场的担忧情绪。2020年，国际油价开始于60美元/桶水平，随后遇上百年一遇的新冠肺炎令市场需求大减。直到12月OPEC+决定减缓2021年增产速度，才引领油价回升至50美元/桶水平。2021年各原油均价较2020年大幅反弹。国际原油价格整体呈现震荡上行价格，供需两端的利好成为油价上涨的主要支撑因素。6月之后，随着北半球进入夏季需求旺季，加之欧美防疫封锁的解除，全球能源需求的恢复速度进一步加快。2022年，国际原油市场的交易围绕地缘冲突、国内疫情、OPEC+与拜登政府间的博弈、海外宏观衰退等主线展开，油价维持中高位区间。

美联储公开市场委员会近期宣布加息 25 个基点，表示为了把通胀降至 2% 的目标，美联储关于未来加息的说法软化，这对风险资产的前景带来支撑，油价和股价走高。但其节奏比近期加息节奏要慢。进一步加息的前景暗示通胀仍旧是一个担忧，因而对原油价格而言可能是一个利空。如果利率上涨导致经济增长显著降低，这可能令石油需求承压。

美国两家地区性银行接连倒闭，随后第一共和银行获得纾困，瑞士信贷被收购，令银行板块遭到重挫，并加剧了市场对金融业动荡蔓延的担忧，这反过来又增强了全球对经济衰退可能性增加的焦虑。由于 2008 年全球金融危机以来首次出现的银行倒闭带来的风险扩散担忧触发巨大市场波动和资金避险流动，这导致纽约油价跌破 2023 年的波动区间，达到多年来的低点。

不过，即使银行危机导致原油价格暴跌，欧佩克在 2023 年底前仍将继续其减产 200 万桶/日的目标。此前在 2022 年 10 月 5 日，欧佩克与非欧佩克产油国举行第 33 次部长级会议，会议决定自 2022 年 11 月起，在 8 月产量的基础上将月度产量日均下调 200 万桶，减产规模相当于全球日均石油需求的 2%。考虑到当前的市场形势，俄罗斯决定在今年 7 月前将石油产量维持在一个较低的水平。

3、人民币汇率

图十四：二十年美元兑人民币走势图



图十五：十年美元兑人民币走势图



图十六：五年美元兑人民币走势图



图十七：2022年2月--2023年2月美元兑人民币走势图



图十八：2023年2月份美元兑人民币走势图



美联储加息难阻美元下跌颓势，人民币有望掀起补涨行情。尽管美国地区银行挤兑风波持续发酵，美联储仍然加息 25 个基点。然而，这种“鹰派”加息未能提振美元。在美联储宣布加息 25 个基点后，美元指数却一路下跌。若美联储进一步持续加息，美国各类风险事件出现频率会增加，造成美国提前进入衰退的可能性上升；即使硅谷银行破产事件加速美联储结束加息周期，美国经济衰退趋势也已出现。在这种情况下，中国经济稳健复苏前景有助于全球资本加仓中国资产，助力人民币汇率中长期逐步升值。

2016 年--2022 年，人民币兑美元汇率一直在 6.24-7.31 上下波动。2016 年人民币兑美元汇率中间价从 1 月初开始延续下跌趋势，全年震荡下行，其中在 5 月、10 月和 11 月跌幅均超过 1%。2017 年，人民币兑美元的升值幅度接近 7%。在全球经贸繁荣的大背景下，会在一定程度上增加对美元的结算需求，因此美元的相对稳定，以及人民币利用广泛的贸易优势，增加在国际货币结算体系中的应用。2018 年，人民币汇率小幅走弱，但贬值预期弱化。近期市场几乎看不到人民币走弱的空间，因此即使是美元指数被动走

强，交易力量仍然推着人民币走升。2019年，因国际投资者卖出中国股票和债券资产，或造成短期的国际资本外流，增加外汇市场需求，对人民币汇率产生压力，造成人民币汇率在年内波动频繁。2020年，新冠疫情冲击市场，令全球经济大幅受挫。人民币走势一波三折：年初国内疫情对经济产生较大影响，人民币大幅贬值，随后国内疫情稳住，逐步实现经济回暖，人民币持续升值。2021年美国PMI亦有所回落，美国基本面偏弱也压制了美元指数。中国人民银行MLF和逆回购利率，也抑制人民币了进一步升值。2022年海外需求走弱叠加我国年内严格的防疫政策导致我国出口增速由正转负，对人民币汇率形成拖累。

尽管美联储无视硅谷银行挤兑破产风波继续加息25个基点，但金融市场却聚焦美联储对未来货币政策的措辞变化——在美联储发布的货币政策声明里，删去了“继续加息是适宜的”措辞，改成“一些额外的政策紧缩可能是适当的”。这可能预示着美联储加息已接近尾声，导致美元指数大跌。但人民币汇率未能应声大涨，一个重要原因是中国央行降准令中美货币政策持续分化，导致人民币汇率估值承压。但随着美联储暗示加息周期接近尾声，中美货币政策分化趋势随之结束，正带动人民币汇率开启“补涨行情”。

不过离岸市场人民币买盘明显增加。毕竟随着美联储加息接近尾声，加之近期欧美银行风波给美联储未来加息带来新的不确定性，未来美元的利差优势将持续收窄。即便大量

资本因欧美银行业动荡无法流向新兴市场，也不会影响非美货币估值持续回升。当前金融市场对中国经济修复的信心持续巩固，加之美国经济下行压力加大，美联储或将在年中停止加息。因此人民币对美元的贬值空间相当有限。

二、国内经济形势

（一）国内主要经济指标

2022年，我国GDP为1210207亿元，比上年增长3.0%；2023年2月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨1.0%；2023年2月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降1.4%，环比持平；2023年1-2月，全国固定资产投资53577亿元，同比增长5.5%；2023年1-2月累计，全国一般公共预算收入45642亿元，同比下降1.2%；2023年1-2月份，货物进出口总额61768亿元，同比下降0.8%；2023年2月末，广义货币（M2）余额275.52万亿元，同比增长12.9%；2023年1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长2.4%。

1、国内生产总值（GDP）

2022年，我国GDP为1210207亿元，突破120万亿大关，按不变价格计算，比上年增长3.0%。按年平均汇率折算，我国GDP总量约为18.0万亿美元，稳居世界第二。分产业看，第一产业增加值88345亿元，增长4.1%，拉动经济增长0.3个百分点；第二产业增加值483164亿元，增长3.8%，拉动经济增长1.4个百分点；第三产业增加值638698亿元，增

长 2.3%，拉动经济增长 1.3 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 7.3%、39.9%和 52.8%。与上年相比，第一、二产业比重分别提高 0.1、0.6 个百分点，第三产业比重下降 0.7 个百分点。四季度，我国 GDP 为 335508 亿元，按不变价格计算，比上年同期增长 2.9%，较三季度有所回落。其中，第一产业增加值 33497 亿元，增长 4.0%，拉动经济增长 0.4 个百分点；第二产业增加值 132601 亿元，增长 3.4%，拉动经济增长 1.3 个百分点；第三产业增加值 169411 亿元，增长 2.3%，拉动经济增长 1.2 个百分点。从环比看，经调整季节因素后，四季度 GDP 环比增长 0.0%。

在疫情冲击后，供需因素均得到改善，叠加年初生产小月、消费大月的季节性特征，经济修复呈现两个特点。一是内需好于外需，出口降幅有所收窄但仍延续收缩，而国内消费和投资提速，修复态势有望延续。二是需求端修复好于供给端。在需求端，经济活动场景修复，叠加疫后需求回补缺口，消费快速反弹，尤其是服务消费。

图十九：中国 GDP 同比增幅走势图



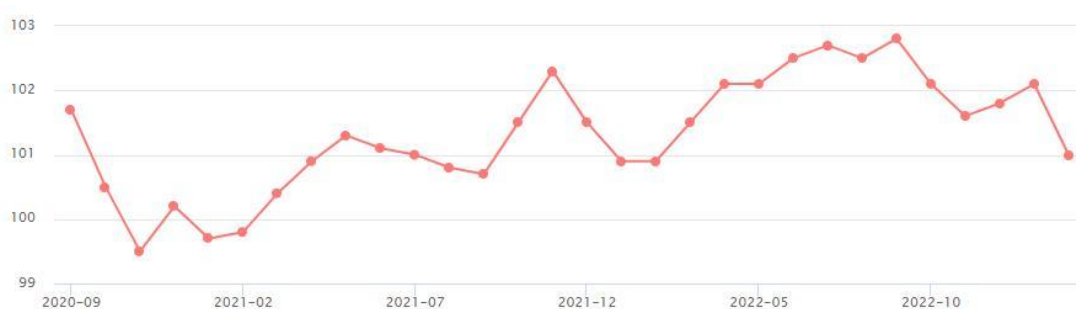
2、全国居民消费价格指数（CPI）

2023 年 2 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.0%。其

中，城市上涨 1.0%，农村上涨 1.0%；食品价格上涨 2.6%，非食品价格上涨 0.6%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格上涨 0.6%。1—2 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.5%。2 月份，全国居民消费价格环比下降 0.5%。其中，城市下降 0.5%，农村下降 0.5%；食品价格下降 2.0%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.6%，服务价格下降 0.4%。

2 月 CPI 通胀大幅低于市场预期，主因在鲜菜、鲜果、水产品 and 旅游四大分项价格回落幅度超出市场预期。结构特征有三：一是上个月价格涨幅超出季节性的四个分项（鲜菜、鲜果、水产品、旅游）本月跌幅亦均超出季节性，二是猪肉价格环比跌幅连续第二个月超过 10%，三是能源价格跌幅显著收窄。

图二十：中国 CPI 同比增幅走势图

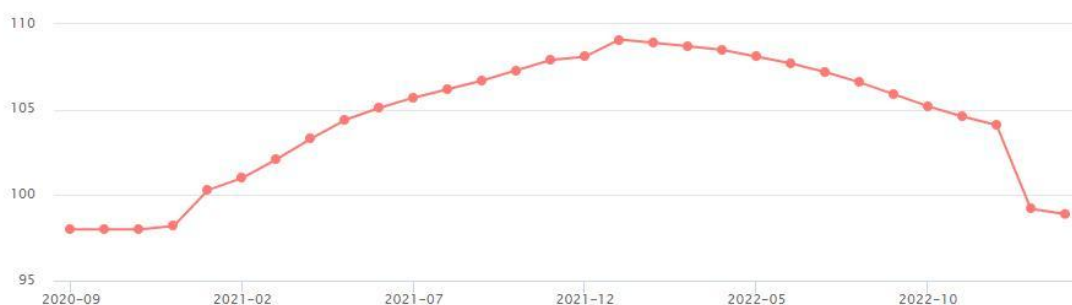


3、全国工业生产者出厂价格（PPI）

2023 年 2 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 0.5%，环比下降 0.2%。1—2 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.1%，工业生产者购进价格下降 0.2%。

2月PPI连续第五个月为负，主因在去年同期基数走高。PPI环比转正，主因在油价转涨。从产业链看，上中下游PPI通胀递减的格局未有改变，但环比格局较上月发生变动，中游PPI环比转正并反超下游，指向上游（大宗商品价格）和下游（需求端）均未能占据主导地位。

图二十一：中国PPI同比增幅走势图



4、固定资产投资

1—2月份，全国固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%。其中，民间固定资产投资29420亿元，同比增长0.8%。从环比看，2月份固定资产投资（不含农户）增长0.72%。

1—2月，全国城镇固定资产投资增速较2022年12月上行2.3个百分点，较2022年全年上行0.4个百分点，但略低于2019年同期水平（6.1%），整体好转。其中，房地产投资在低基数下降幅明显收窄，对经济的拖累有所缓解；基建和制造业投资边际提速，仍然是经济增长的主要支撑。

图二十二：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-2 月累计，全国一般公共预算收入 45642 亿元，同比下降 1.2%。其中，中央一般公共预算收入 21750 亿元，同比下降 4.5%；地方一般公共预算本级收入 23892 亿元，同比增长 2%。全国税收收入 39412 亿元，同比下降 3.4%；非税收入 6230 亿元，同比增长 15.6%。

整体上看，财政收入恢复不及预期，主要原因在于经济仍处重启阶段，工业生产仍受部分供需因素的制约，外需持续回落，内需修复不均衡不充分，经济增长动能仍需加强。一方面，经济重启加速，企业预期改善。另一方面，供给端修复不及需求端，尽管消费呈现全面修复的态势，但工业生产动能受限，高技术产业生产放缓，汽车等部分行业生产收缩，叠加汽车补贴政策退坡以及前期需求透支；随着经济企稳向好，叠加留抵退税基数较低，财政收入预计将恢复性增长。

图二十三：中国财政收入趋势图

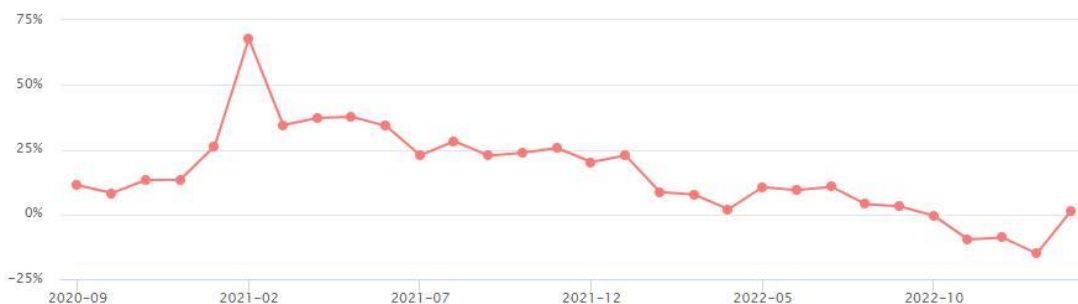


6、对外贸易进出口

1-2 月份，货物进出口总额 61768 亿元，同比下降 0.8%。其中，出口 34936 亿元，增长 0.9%；进口 26833 亿元，下降 2.9%。进出口相抵，贸易顺差 8103 亿元。一般贸易进出口增长 1.2%，占进出口总额的比重为 64.9%，比上年同期提高 1.3 个百分点。

1-2 月出口降幅收窄，进口加速下滑，商品贸易顺差同比衰退式扩张。短期内海外经济韧性或对出口有一定支撑，但中期内我国出口仍面临双重红利的消退，叠加“脱钩”、生产备份和产业转移等因素，全年出口或仍将承压。

图二十四：中国进出口总值同比增幅走势图



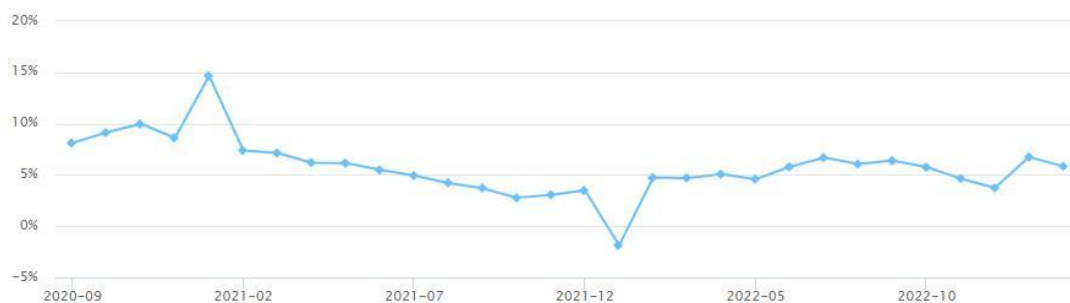
7、M1、M2

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

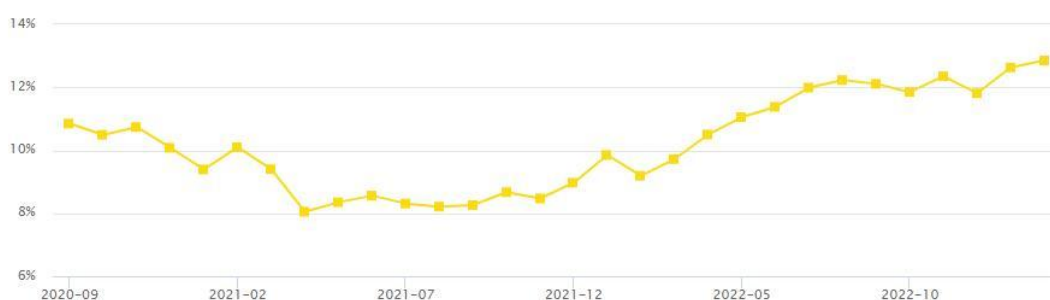
分点。狭义货币（M1）余额 65.79 万亿元，同比增长 5.8%，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 1.1 个百分点。

2 月 M2 同比增速再创新高。居民消费和购房意愿缓慢修复，使得居民存款居高不下；企业贷款需求旺盛派生存款，支撑企业存款同比多增。由于贷款需求回升带来存款高增，银行缴准压力加大，狭义流动性收紧，资金利率中枢均有所抬升。

图二十五：中国 M1 同比增幅走势图



图二十六：中国 M2 同比增幅走势图

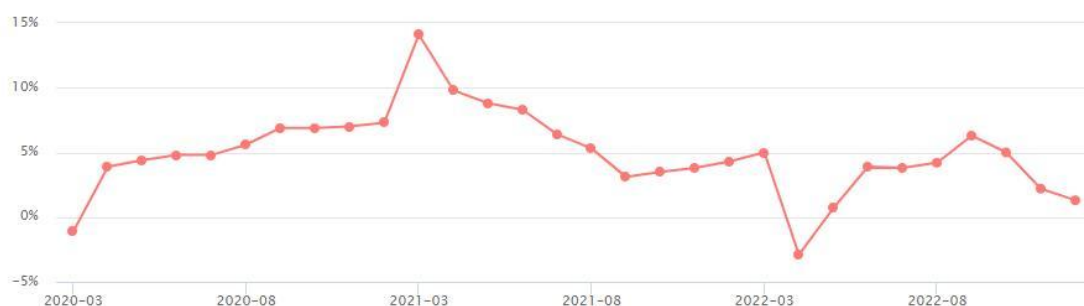


8、工业增加值

1—2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。

1-2 月规上工业增加值同比增速是自去年 10 月以来首次提速，两年平均增速 4.9%，但却弱于往年同期。工业生产动能仍受部分供需因素的制约，包括 1 月疫情、春节提前返乡，以及外需拖累等。

图二十七：中国工业增加值同比增幅走势图



(二) 国内大宗商品价格趋势

2 月份国内主要商品价格走势大多呈现震荡的走势。钢材市场呈现预期向好。虽然短期钢价走势回调，但中长期延续偏强震荡观点不变；铜价呈窄幅震荡状态。主要原因是国内节前乐观预期被充分交易，且国际宏观形势和基本面均维持弱势，带动铜价下调；煤炭市场波动较大，保持窄幅低频震荡。终端客户多为刚需采购，价格持续大幅上涨的支撑不强，动力不足；全国水泥价格行情震荡上行。工地开复工率“后来居上”且赶超去年农历水平，水泥需求提振；铝价整体呈现出震荡下跌的走势，节后高开后一路下跌，2 月下旬宽幅震荡，主要的驱动逻辑在于海外宏观情绪的走弱、库存的压力、市场需求的弱势等驱动因素的反复主导；房地产仍然处于

低迷状态。房贷成本降低了二成，购房需求持续萎缩；房企信心并未恢复。

1、钢铁

2月钢材市场呈现预期向好。随着经济的逐步恢复，下游需求有所放量，将支撑市场趋向乐观，但也需要警惕产量过快释放给市场带来的压力。当前钢材市场依然呈现供需双增格局，且成本端双焦偏强运行，虽然短期钢价走势回调，但中长期延续偏强震荡观点不变。短期来看，料市场震荡偏强。国际钢市震荡偏强运行。美国市场，美国国内粗钢产量为165.4万短吨，产能利用率为74%。去年同期产为175.5万短吨，产能利用率为80.8%。土耳其已开启震后重建工作，根据政府要求，近3-4个月对螺纹钢需求或将达到400万吨以上，另外，近期进口废钢价格大涨，对土耳其螺纹钢价格形成了强支撑。

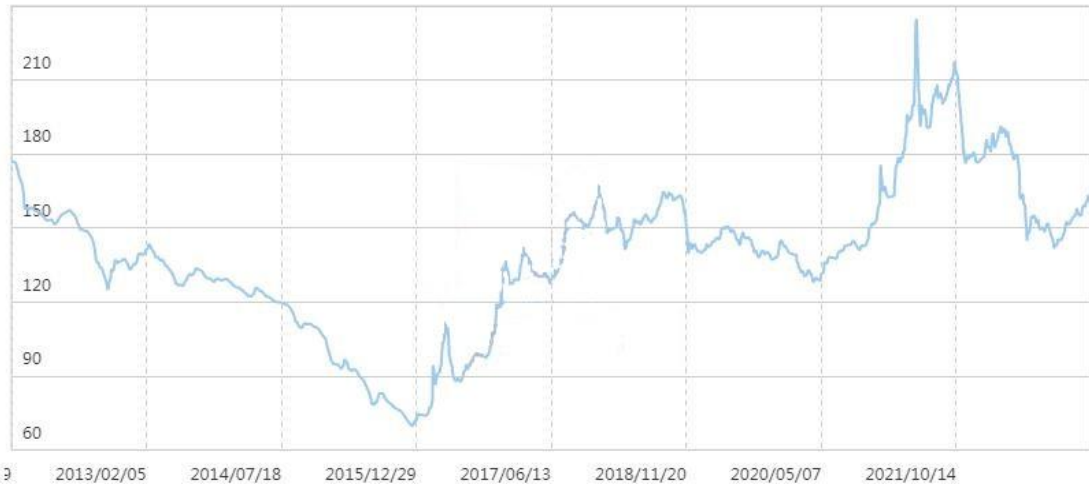
2月螺纹钢钢厂利润亏损空间已收窄，线材利润空间尚可，焦炭开启第一轮提涨，近期焦炭去库速度加快，钢厂对于焦炭采购积极性提高，随着成材下游需求逐步复苏，近日废钢价格走弱，电炉厂利润在仍处于亏损边缘，抑制了钢厂增产及补库意愿，部分钢企仍存在检修状态，产量回升速度放缓。随着3月份宏观预期的推动以及国内需求政策的落地，下游终端需求呈现回暖趋势，但释放力度需要关注，随着基本面的逐渐好转，短期内钢价或将较为坚挺。进入2月之后，

正月淡季需求基本结束，2月市场工地有明显回升，随着疫情快速过峰、整体新冠进入低流行水平，加之春节后开工、施工旺季的逐步到来，预计基建、房地产、制造业领域的用钢需求都有较强增长动力。

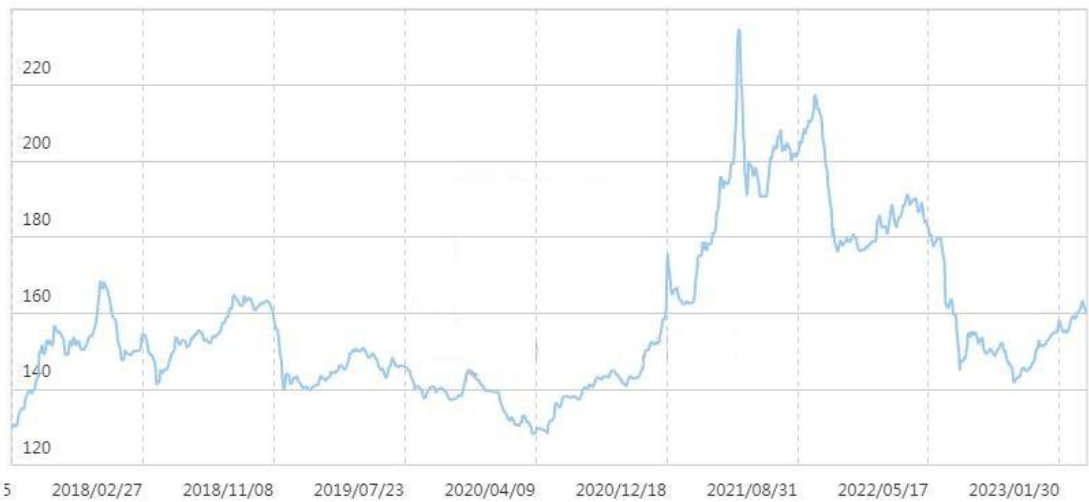
2月份钢材现货市场价格整体震荡偏强运行，2月初需求低迷，盘中成交表现清淡，市场心态谨慎，现货价格弱勢调整为主，2月中旬原料成本端支撑走强，加之工地陆续开工，需求逐步复苏，市场成交明显放量，商家信心增强，厂商价格维持坚挺。需求方面，来到“金三银四”关键时间节点，下游采购需求将逐步释放，同时在宏观政策面支持下，多地发布重大项目建设清单，各地区加快复工复产，有利于拉动钢材需求增多；钢企方面来看，山东、河北、内蒙等地部分焦企对焦炭提涨100-110元/吨，短期焦炭价格稳中偏强，钢材生产成本依然较高，厂商挺价意愿较强，同时部分市场已经出现库存拐点，供给方面销售压力不大，价格底部支撑坚挺。

需求逐渐回暖，主导价格偏强运行。需求增加明显，市场格局由强预期弱现实切换为强预期强现实，双强格局将驱动钢材价格进一步上行。后期市场演化路径，钢材需求增加—钢厂利润修复—钢厂增产—原料需求增加叠加库存偏低—成材与原料螺旋共振上行，警惕正向反馈的形成。

图二十八：十年钢铁价格综合指数走势图



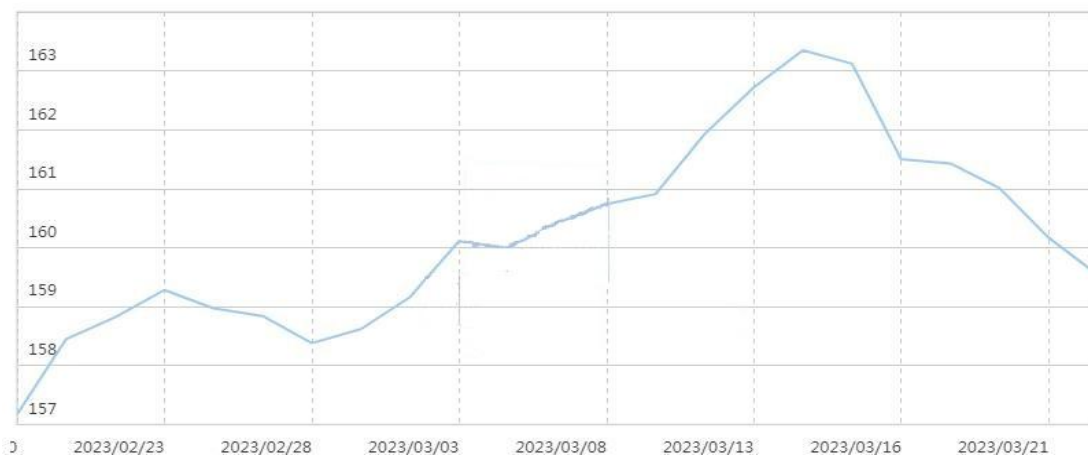
图二十九：五年钢铁价格综合指数走势图



图三十：2022年2月--2023年2月
钢铁价格综合指数走势



图三十一：2023年2月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

2月铜价呈窄幅震荡状态。月初铜价下行的主要原因是国内节前乐观预期被充分交易，且国际宏观形势和基本面均维持弱势，带动铜价下调。中旬，铜价来到了阶段性支撑位，铜价震荡上行。月末，美国和欧洲的加息压力和美元反弹持续压迫铜价，铜价高位走弱。

宏观方面，海外宏观数据屡超预期，美联储及欧洲央行均宣布加息，鹰派预期不断升温，美元指数高位运行，紧缩预期持续升温，宏观情绪并不乐观，铜价存在高位回落风险。国内方面，国内经济景气指数回升，复苏信心提振，乐观预期对铜价存在较强支撑。目前宏观经济衰退阴霾仍存，对铜价后市走势不宜过度乐观，存在高位回落风险，但短期内应仍为窄幅震荡状态。整体上，预计未来一段时间，铜价区间震荡，打破区间需要看到国内现实给予支撑或者美联储利率政策超预期变化。

2月废铜价格上涨成交活跃，但是下游铜杆需求低迷，整体氛围清淡。行情振幅扩大废铜价格重心上移，本月废铜

价格先涨后跌，月末价格较上期变化不大。随着节后市场成交氛围的恢复，叠加月中废铜价格的持续上涨，废铜现货方面贸易商清仓出货，再生铜杆企业积极补库，原料成交活跃度升温。但是传统旺季需求不强，终端起步不及预期，短期市场供强于求，企业随之开始降低库存。此次影响废铜价格的因素在于弱现实和强预期的碰撞，宏观方面，美联储加息论调的反复拉扯，终端利率上调的可能性增加，美元震荡性上涨，避险情绪升温令有色承压；国内市场不断通过政策的落地辅以宽松的货币政策支持，抬升市场的预期。但应是传统需求旺季的市场供需错位，强预期迟难得到印证，宏观压力逐渐放大。

此外，需求滞后引发的废铜短期内供应过剩，也难以支撑其价格持续走高，因此多因素综合废铜价格冲高回落。但是中长期分析，废铜供需基本面格局将延续供少于求，预计随着需求的升温，废铜价格仍有部分上涨空间。

图三十二：二十年铜价指数走势图



图三十三：十年铜价指数走势图



图三十四：2022年2月--2023年2月份铜价指数走势图



图三十五：2023年2月份铜价指数走势图



3、焦炭

2月份煤炭市场波动较大，保持窄幅低频震荡。终端客户多为刚需采购，价格持续大幅上涨的支撑不强，动力不足。环渤海港口方面，市场稳中偏弱运行，下游对高价抵触心理较强，市场询盘逐渐冷清，价格稍有下滑。目前，市场情况仍不明朗，一旦出现采购减少，煤价就很快会下跌；而一旦下游出现观望，煤价就很快跌下来。贸易商态度也出现分歧，

成本端支撑仍然较强，发运成本仍然倒挂，低价甩货后难以补库；因此，不急于低价抛货，也造成价格不会深跌。但也有贸易商基于港口库存高位，囤货意愿较低，背靠背运输，价格合适就出。

随着下游需求仍存，叠加成本支撑，预计煤价不会深跌。产地方面，下游拉运意愿偏低，主产区煤矿销售不佳，多数煤矿有库存压力，部分煤矿为刺激拉运继续调降煤价。现阶段区域内整体交投氛围不佳，短期内煤价维持偏弱运行状态。港口方面，受产地煤价下跌，终端少数刚需采购，市场看跌情绪较浓，后期港口市场仍有下跌空间；但成本支撑下，叠加部分非电行业采购支撑，预计港口煤价下跌幅度有限。

当前，终端电厂对所辖部分机组进行检修，正常运转机组负荷偏低，电厂日耗下降明显；主要消耗自身库存，并拉运长协煤维持正常发电，对市场煤采购需求比较冷清，仅个别电厂因长协兑现不达预期，且今年雨水偏少，水力发电一般，仍需刚需采购市场煤做补充。下游实际需求疲软，加之新一期内蒙古站台外购价公布，市场情绪一般，煤价报，还盘存在一定差距，实际成交有限。对于后市预期，现阶段产地市场下跌，终端少量用户刚需采购，市场看跌情绪较浓。随着气温回升，预计后期煤价仍有下跌空间；但在成本支撑下，下跌幅度有限。

即将步入季节性淡季，电厂消极补库，市场即将进入季

节性淡季；但部分非电行业开工备煤，支撑补库需求仍在。安监压力下，供应短期边际收紧；叠加大秦线春季集中修在即，下游仍有刚需采购压力，主推北煤南运依然繁忙。展望后市，随着非电开工负荷的逐渐增加，将接力供暖需求的退出，支撑电厂日耗比高位时下降不很明显，刚需采购依然存在。同时，稳经济政策效果持续显现，多项经济指标回升向好，全社会煤耗需求随着经济的加速启动也会快速释放，届时，市场煤价格仍有反弹可能。

图三十六：十年焦炭价格走势



图三十七：2022年2月--2023年2月焦炭价格走势



图三十八：2023年2月份焦炭价格走势



4、水泥

2月以来，全国水泥价格行情震荡上行。工地开复工率“后来居上”且赶超去年农历水平，水泥需求提振。在错峰生产常态化政策下，水泥企业库存压力有所缓解，加之熟料价格连续上涨，为修复利润，水泥价格偏强运行。3月需求加速释放，原材料价格略有下移，企业库存增加，预计水泥价格承压上行。

2月全国水泥用量加速增长。春节后，工地陆续启动，在基建投资力度加码支持下，重大工程率先发力，截至2月底，直供量（基建水泥用量）142万吨，周环比上升40.59%，农历同比提升2.89%。各地加大投资力度，基建开工率高且部分项目后续施工进度相对较好，水泥采购量持续增长且好于去年同期。不过由于资金短导致房建工地进度缓慢，市场整体需求仍不及去年农历同期。

一季度错峰加码，库存下行。一季度多地陆续执行错峰生产计划，部分地区停窑时间相较于去年有所延长，因此随着需求修复，多数水泥企业处于消耗库存状态，因此熟料窑线运转率及库容比均同比去年农历有所下降。

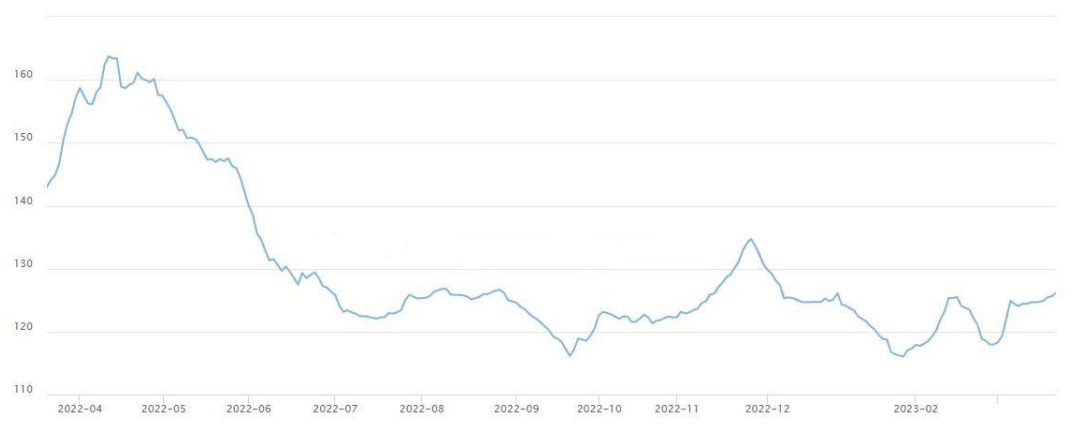
2月以来，全国水泥价格行情震荡上行，华东春节后熟料价格三连涨，加之多数企业停窑降库，因此需求修复中水泥价格应声上涨，涨幅在30元/吨左右。华南节后受下游工地陆续开复工带动，水泥企业日均出库量有明显提升，需求持续恢复，多地水泥价格连续上涨10-30元/吨。西南节后在基建率先发力的带动下，加之水泥企业停窑时间延长，水泥价格陆续上涨20-80元/吨，但由于市场竞争激烈及房建拖累，水泥价格涨跌互现。华中水利高速等项目开复工后，提振市场信心，水泥价格试探上涨10-30元/吨，但由于外围市场冲击，价格落地情况一般。三北受季节性因素影响，市场启动相对较慢，近期环保管控，部分区域工地停工，水泥价格弱势下行。

基建作为稳增长的重要一环，基建继续发挥其主力军的作用。专项资金逐步到位，各地积极推进基础设施重大工程建设，新开工项目增多；去年规划开工的项目由于流程问题今年得以实际落地建设；重要会议过后，基建需求将有明显提振；房建保交楼政策支持下，部分楼盘迎来复工建设；购房优惠政策刺激下，2月新房二手房销售回暖，房建需求将迎来边际改善；市政：3月以后旺季来临，施工强度跟上，已开工项目将陆续产生较多实物量；民用：2023年一号文件发布，文件锚定建设农业强国总目标，“三农”工作重心转向全面推进乡村振兴，农村建设带动民用需求持续增长。总

体来看，需求持续回暖。

随着3月传统旺季到来，与去年相比市场预期较好，在重大项目的开工建设带动下，整体市场需求或集中释放，水泥企业销量有明显提振。部分企业结束一季度错峰陆续开窑，熟料库存或将逐步上行，水泥供应增加。原燃料价格震荡偏弱，但跌幅或将有限，生产成本仍处于高位。总体来看，由于当前多数水泥企业价格处于低位，为修复利润，企业涨价心态较强，但在市场竞争格局下，水泥价格或将承压上行。

图三十九：水泥价格走势



5、铝

2月份，铝价整体呈现出震荡下跌的走势，节后高开后一路下跌，2月下旬宽幅震荡，主要的驱动逻辑在于海外宏观情绪的走弱、库存的压力、市场需求的弱勢等驱动因素的反复主导。

近期强美元走势代表的经济信号使得铝价承压，不管是来自海外加息预期强化和官员们鹰派的描述，还是目前国内

复苏进度得缓慢，尤其是地产链条的表现乏力使得市场信心一降再降；所以短期内或将承压，但是3月份是季节性旺季，尤其是两会后，各个部委出台较多的经济刺激政策将激发市场活力。

水电的紧张和煤矿事故带来的价格的暴力反弹给供给端带来支撑，3月份云南减产在逐渐展现，西南地区的到货量或将大幅下滑，而煤炭5500大卡煤价再度站上1200元/吨带来成本的提振；而传统的库存周期原本在2月底3月初达到顶点，但是因限装的因素变得平滑；至于需求端，目前恢复较为缓慢，不同的行业和不同的地区表现各异，从最直接的出库数据来看，目前仍然具有脉冲性，尚未达到旺季的水准。预计铝价短期内仍然较难打破震荡的桎梏，宏观与产业的逻辑反复主导行情。

目前巩义和华南地区，因仓库运力有限和设备检修的问题，出现货物限装情况，因此到货和入库统计量或一定程度有延迟。电解铝锭库存目前据市场反馈来看，预计短期内仍是小幅累库或者维持高位的情况。

春节后废铝价格涨跌幅度有限，铝亮线较节前下跌100元/吨，合金降100元/吨，生铝价格多表现持稳。对于企业复工情况来看，再生铝厂家较往年开工多有延迟，主要考虑到下游接单不佳，原料废铝资源偏紧等因素。目前厂家产能利用率已恢复至正常，但厂家减产，全国厂家产能利用率维

持在 60%-70%水平。

从目前市场的发展来看，短期来看，废铝供应情况仍偏紧，但下游需求情况并不持乐观态度，仍在缓慢恢复中，从长期来看，2023 年美联储加息预计在上半年完成最后一次加息，届时，美国基准利率将在 5.25%至 5.5%之间。从下游行业恢复情况，汽车、房地产等终端行业或下半年将出台相关优惠政策刺激经济发展。综合以上消息，2023 年铝价预计在下半年进入年内高点。预计铝价短中期内仍然较难打破震荡的桎梏，大周期的震荡和小周期的波段行情相结合，宏观与产业的逻辑反复主导行情，短期行情仍以区间震荡为主。

图四十：二十年沪铝价格走势



图四十一：十年沪铝价格走势



图四十二：五年沪铝价格走势



图四十三：2022年2月--2023年2月沪铝价格走势



图四十四：2023年2月份沪铝价格走势



6、房价

表一：2023年2月份全国一线城市平均房价表

| 排名 | 城市名称 | 平均房价 | 环比上月 |
|----|------|------------------------|--------|
| 1 | 上海 | 71248 元/m ² | 0.05%↓ |
| 2 | 北京 | 71017 元/m ² | 3.92% |

| | | | |
|----|----|------------------------|--------|
| 3 | 深圳 | 68265 元/m ² | 5.24%↓ |
| 4 | 厦门 | 54222 元/m ² | 0.13%↓ |
| 5 | 广州 | 45273 元/m ² | 10.6%↓ |
| 6 | 杭州 | 43225 元/m ² | 17.64% |
| 7 | 三亚 | 43046 元/m ² | 3.81% |
| 8 | 陵水 | 41068 元/m ² | 0.96% |
| 9 | 南京 | 35231 元/m ² | 0.33% |
| 10 | 东莞 | 29656 元/m ² | 3.97% |

2 月份房地产仍然处于低迷状态。从 2021 年 12 月份开始，中国各地就在寻求缓解房地产债务危机，消化房地产庞大库存，刺激房地产需求，推动房地产业复苏回暖带动经济上行的各种办法。一年多来，在政府加大对资金紧张开发商的支持力度、放宽购房限制、降低房贷成本之后，2023 年房地产市场出现了一些企稳的早期迹象，但同时也弥漫着更多继续低迷的情绪。

房贷成本降低了二成，但从居民购房贷款看，购房需求持续萎缩。应该说，一年多来在刺激房地产需求方面下得最大的功夫，便是持续降低房贷利率，为可能产生的住房需求准备了十分充足的贷款资金。这一轮降息是从 2021 年 12 月

20日将1年期的贷款市场报价利率LPR从3.85下调为3.8%、5年期以上LPR为4.65%保持不变开始的，到现在，已经累计降息4次，1年期LPR降低到3.65%，5年期的LPR降低到4.3%，分别降低了20和35个基点。具体到房贷利率，30年期的首套房贷利率已经从2021年的5.88%下调到目前的4.1-4.3%，房贷利息成本降低了28.6%。应该说，这个力度还是比较大的。

但由于居民收入债务率已经非常之高，加上对收入增长预期的失望，贷款成本大幅降低并未刺激到居民的购房需求。2023年1-2月住户部门新增贷款12988亿元，同比增长了159%，但其中主要用于购房的中长期贷款仅新增6131亿元，同比下降11.6%。而国家统计局公布的2023年1-2月房地产企业收到的居民购房定金和预付款为7112亿元，同比减少11.4%，个人按揭贷款3495亿元，同比减少15.3%。

从房地产投资与去化率看，房企信心并未恢复。国家统计局公布的1-2月房地产行业的8大统计指标，仅有房屋竣工面积和待售面积同比分别增长8%和14.9%。其他指标均有不同程度下降。其中显示房企对未来信心的4个指标中，房地产开发投资下降了5.7%，房屋施工面积和新开工面积分别下降了4.4%和9.4%，自筹资金下降了18.2%。

1-2月，我们在建的商品房面积有75亿平米，待售商品房面积有6.6亿平米。即使从3月份起一栋楼都不建，这81.6

亿平米的商品房，按照 1-2 月平均月销售 7566 万平米的速度，需要 109 个月、即 19 年零 1 个月才能销售完毕。按人均 40 平米的面积计算，81.6 亿平米足够 2.04 亿人居住。从中国目前所有行业生产的产品看，没有任何一个其他行业的产品去库存的压力，能够超过房地产行业。以上数据显现，未来的房地产发展指标仍然疲软，商品房投资继续收缩，尽管下降幅度收窄了，但这不是分子扩大了，而是分母缩小了。

从房地产上下游看，还看不到房地产行业回暖的迹象。一般来说，挖掘机、推土机、装载机、起重机、混凝土搅拌站机械设备，水泥、玻璃、钢材等工业产品，是房地产行业必备的原材料和生产设备。其产量与销售量，与房地产行业的扩张或萎缩高度相关。

2023 年 1-2 月，国内销售挖掘机同比下降 41.1%，1-2 月累计销售平地机同比下降 9.5%。累计销售汽车起重机同比下降 10.8%，1-2 月累计销售塔式起重机同比下降 23.4%。2023 年 1 月，混凝土搅拌车市场销售同比下降 63.1%，2 月数据未公布。1-2 月国家统计局公布的水泥产量同比下降 0.6%，平板玻璃下降 6.6%，钢材产量同比增长 3.6%。考虑到 1-2 月份固定资产投资 5.36 万亿，同比增长 5.5%，但房地产投资 1.37 万亿，同比下降了 5.7%，相信以上设备和产品销售到房地产行业的部分，同比下降幅度更大。从与楼盘建筑工地密切相关的外来户籍人口失业率看，2023 年 1-2

月分别为 5.6%和 5.9%，比同期的 5.1%和 5.6%分别增加了 0.5 和 0.3 个百分点，外来户籍劳动力失业人数 1-2 月平均增加了 7.5%。以上严重依赖房地产投资的产品和劳动力收缩，也描绘了 1-2 月份房地产行业低迷不振的现实。

三、国际国内热点

（一）意外裁员、金融业疲软，瑞信风波正在冲击伦敦金融业。瑞士信贷银行虽然在瑞士政府的促成下，被瑞银集团收购，但金融动荡仍在冲击西方市场。在全球金融中心之一的伦敦，不少从业者遭遇意外裁员，伦敦金融业整体更趋疲软。瑞士信贷银行是伦敦金融区最具影响力的银行机构之一，员工数超过 5000 人，涉及投资、技术、资产管理等多个工种。在英国脱欧后，部分金融岗位和资产缓慢流向欧盟其他金融中心，原本就引发人们对伦敦全球金融中心地位的担忧。瑞信被收购后，其他全球性银行也有所裁员，伦敦银行业预计会出现短期阵痛，面临整体市场修正的风险是明显的。

（二）吸引更多民间资本参与重大工程。今年全国两会期间，习近平总书记强调，要激发民间资本投资活力，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程、重点产业链供应链项目建设，为构建新发展格局、推动高质量发展作出更大贡献。一是拓宽民间资本投入渠道。参与国家重大工程，可拓宽民间资本中长期投入渠道，有利于提振民营企业发展信心

二是健全参与重大项目机制。目前，各地区各部门从放宽市场准入、破除隐性壁垒、优化营商环境等方面出台政策，不断建立健全民间投资参与重大项目建设机制。三是破解民营企业融资难题。尊重经济规律，遵循市场化原则，从科技、人才、金融、土地、数据等多方面着手，加大对专精特新、行业龙头、实体制造等企业支持力度，推动民间资本参与 PPP 项目形成良性循环，以整体提高民营企业参与国家重大工程建设投资的综合实力。

（三）抓紧抓好粮食和重要农产品生产，确保加快建设农业强国良好开局。全国春季农业生产工作会议 3 月 23 日在四川省德阳市召开。要严格落实粮食安全党政同责，强化政策支持引导，全面落实好各项稳产增产措施，确保粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。要加力扩种大豆油料，扎实抓好生猪和“菜篮子”工程，因地制宜加快构建多元化食物供给体系，提高其他重要农产品稳定安全供给水平。