

二〇二三年三月

国际国内经济形势分析

二〇二三年四月二十六日

目 录

一、国际经济形势	10
(一) 国际主要经济体经济形势	10
1、美国	10
2、欧元区	11
3、日本	14
4、俄罗斯	16
5、印度	18
6、越南	20
(二) 国际大宗商品价格趋势	23
1、黄金	23
2、石油	25
3、人民币汇率	29
二、国内经济形势	33
(一) 国内主要经济指标	33
1、国内生产总值(GDP)	34
2、居民消费价格指数(CPI)	35
3、全国工业生产者出厂价格(PPI)	35
4、固定资产投资	36
5、财政收入	37

6、对外贸易进出口	38
7、狭义货币、广义货币(M1、M2)	39
8、工业增加值	40
(二)国内大宗商品价格趋势	41
1、钢铁	41
2、铜	44
3、焦炭	46
4、水泥	49
5、铝	51
6、房价	54
三、国际国内热点	57

国际国内经济形势分析报告

总 论

全球经济在经历新冠肺炎疫情和乌克兰危机后，处在逐步复苏轨道上，供应链中断正在缓解，乌克兰危机造成的能源和食品市场混乱也在消退。虽然全球经济增长预期有所上调但仍相对疲弱。3月爆发的美欧银行业危机更是引发市场剧烈震荡。在美欧金融监管机构快速介入后，国际金融市场得以暂时平息。当下全球经济面临的风险依旧很多，通货膨胀加速、美联储加息、债务危机，以政治划线处理经济贸易问题，影响全球经济前景。总之，世界经济要从整体上走出目前的困境，除了缓解通胀压力以外，防控金融风险也很重要，更重要的还是要调整经济结构，加强宏观经济政策的协调，特别是要加强国际经济的合作，唯有如此才能走出困境。

美国经济整体仍有韧性。美国2022年GDP总额为25.46万亿美元，2023年美国一季度GDP环比预计增长2.0%，个人消费支出是主要增长驱动力；美国3月份CPI同比增幅5.0%，低于预期；美国3月非农新增就业美国3月新增非农就业23.6万人，略低于预期。银行危机已暂告一段落，信用紧缩的影响仍有待观察。美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大。

欧元区服务业的强驱动，拉动欧元区经济复苏。2022年欧元区国家国内生产总值约为16.6万亿美元；欧元区3月

调和 CPI 同比上升 6.9%。欧洲能源危机缓解、供应链逐步复原与通胀压力减小，这使得欧洲市场情绪得到一定程度上的缓解。不过欧元区核心通胀率不降反升，潜在的价格压力仍然强劲，整体上压力较大，抑制通胀要面临的挑战更多。另外，在欧央行加息进程中，可能会抑制社会需求、危害实体经济。

日本经济持续修复，日债受追捧。2022 年 GDP 仍然是全球第三，达到 4.23 万亿美元，增速 1.1%；日本 3 月份 CPI 同比上升 3.1%。全球新冠疫情基本消退、日元升值降低贸易赤字、日本政府天量财政刺激计划都将推动日本经济的复苏。不过，日本经济的潜在风险同样存在，如政府负债率极高、央行行长换届后的加息预期、地缘冲突导致的能源短缺、通胀上升、长期老龄化等问题。

俄罗斯国内经济循环向好、运输量加速扩大、市场情绪乐观。2022 年俄罗斯国内生产总值（GDP）下降 2.1%，3 月份 CPI 同比增长 3.51%。总体来看，俄经济在新增长模式下保持了积极发展态势。不过，俄经济面临的外部风险因素并没有消失，企业经营困难、房地产行业失衡、通胀过度放缓、劳动力短缺，都是俄罗斯经济发展过程中需要解决的内部问题。外部仍面临西方的制裁，不过由于俄罗斯正在探索新的石油结算方式，或能规避掉一些因西方制裁对经济产生的不利影响。

印度国内需求支撑经济，国内就业压力加大。2022 年印度 GDP 同比上涨 6.7%，总量达到 3.39 万亿美元；印度 3 月份的 CPI 同比增长 5.66%。公共资本支出主导的基础设施投资将成为主要的增长动力，而私营企业资本支出可能仍将保持相当低迷。印度储备银行自去年 5 月以来的加息也可能对今年的经济增长产生影响。印度今年的通胀率将高于当前的预期。

越南零售业保持强劲势头，劳动力市场运行平稳，金融环境宽松。2022 年，越南 GDP 总值为 4090 亿美元，3 月 CPI 年率 3.35%。制造业出口急剧萎缩导致增长放缓，若外部和国内需求持续疲软，将对越南经济产生不小的冲击。越南国家银行刚刚降低政策利率以刺激经济增长，美国进一步收紧货币政策可能会影响汇率管理，可能会对越南的金融环境，外资投资产生影响。

2023 年，一季度国内生产总值（GDP）284997 亿元，同比增长 4.5%；2023 年 3 月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨 0.7%；2023 年 3 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降 2.5%，环比持平；2023 年 1-3 月，全国固定资产投资 107282 亿元，同比增长 5.1%；2023 年 1-3 月累计，全国一般公共预算收入 62341 亿元，同比增长 0.5%；2023 年 1-3 月份，货物进出口总额 98877 亿元，同比增长 4.8%；2023 年 3 月末，广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比

增长 12.7%；2023 年 1—3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%。

一季度，各项稳增长稳就业稳物价政策举措靠前发力，积极因素累积增多，国民经济企稳回升，开局良好，经济活力的提升以及市场信心的修复，经济如期转入回升轨道，特别是在数据上甚至超出市场预期。但也要注意，无论从当季 GDP 同比增长水平，还是从两年平均增速衡量，一季度经济运行尚未恢复到常态，基数因素以及疫情防控政策优化后需求和生产能力集中释放是主要原因，经济回升基础尚不牢固，仍处于经济复苏的初期阶段，特别是物价水平持续低迷，特别是 PPI 连续六个月负增长，通缩的风险正在聚集，稳增长压力始终没有减弱。而且，当前经济超预期的回升，主要受消费强劲反弹与外贸超预期表现推动，国内消费较常年仍有差距，房地产处于企稳复苏阶段。未来经济复苏的可持续动力有赖于消费和房地产的真正恢复，同时才能对冲海外需求前景不确定性。因此，宏观调控的政策基调不能改变。

3 月大宗商品的价格变化情况。3 月份**黄金**重拾涨势。市场对欧洲央行加息预期升温，欧元和英镑走高，打压美元走势。市场对银行业动荡的担忧情绪回升，给金价提供避险支撑；欧美商业活动加速，国际**油价**企稳回升。主要受到欧美商业活动加速、地缘政治经济局势和美国计划补充战略原油储备的提振。然而，西方主要央行将进一步加息以遏制顽

固的通胀加剧经济衰退风险，并将削弱需求，以及美国活跃钻井平台数增加，限制了油价反弹空间；人民币汇率窄幅波动，外汇市场供需均衡。人民币外汇市场供需趋于均衡，尽管海外资本持续加仓人民币资产，但经济复苏令企业进口采购量与对外付款额双双增加，起到相互平衡的作用；3月钢材价格呈现先涨后跌趋势，市场实际需求恢复不及预期，市场高位成交乏力，价格整体偏弱运行。成交基本集中在上半个月，后半月不仅价格有所下跌，市场需求也开始饱和。目前钢价继续处于底部回升，缓幅探涨的过程中；3月份铜价先抑后扬。目前海外金融机构危机缓和，叠加美联储按预期温和加息，市场情绪有所修复。国内经济复苏，基本面有韧性，精铜供需双增，社库去化，对铜价具备支撑。预计铜价短期内将以震荡偏强运行为主；3月焦炭市场延续弱势，焦炭价格大幅下跌。焦企开工积极，新投产能释放加快，而下游钢厂因亏损以及冬季检修力度加大，需求下降。供增需减情况下，焦炭供应偏紧局面逐渐改变，转为供应宽松片；3月全国水泥价格行情震荡上行。需求持续回升，尽管经历了雨水天气的影响，导致南方多地需求受挫，但在基建强劲发力的带动下，整体好于去年同期；铝价整体呈现出先抑后扬的走势。国内宏观刺激不断，地产数据边际转暖，原料供应紧张，库存开始加速去化，为铝价格形成一定支撑。目前正处于消费季节性环比不断改善的阶段，铝价短期内或将维持

偏强的走势；**楼市**信心总体在恢复，当前各类城市出现了普涨现象，房价企稳的动力、特征和趋势非常明确。市场形势相对稳定，在银行放款加速、房贷利率总体处于历史低位水平、地方政策调整扶持等多方面支持下，市场信心总体略有恢复。

国际国内热点方面。一是梅德韦杰夫警告：若 G7 禁止对俄出口，俄将终止《黑海谷物倡议》G7 正在考虑近乎全面禁止向俄罗斯出口。今年 3 月，俄罗斯宣布将倡议延期 60 天。G7 农业部长也在 23 日发布联合声明，强调成员国将强化粮食安全，并呼吁“延长、全面实施和扩大”通过黑海出口乌克兰谷物的协议。二是不动产登记发生历史性变革。全国自然资源和不动产确权登记工作会议在四川成都召开。会议要求，要系统谋划未来五年的确权登记工作，持续深化不动产登记改革创新，全面保护人民群众不动产权利，持续推进农村不动产确权登记，完善自然资源确权登记制度，加强统一登记基础建设。三是不动产“带押过户”模式将全面推进。自然资源部、中国银保监会联合印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》提出，各地要在已有工作的基础上，根据当地“带押过户”推行情况、模式及配套措施情况，深入探索，以点带面，积极做好“带押过户”。

一、国际经济形势

2023年3月美国经济整体仍有韧性。新增非农就业符合预期，失业率低于预期；欧元区服务业的强驱动，拉动欧元区经济复苏；日本经济持续修复，日债受追捧；俄罗斯国内经济循环向好，市场情绪乐观；印度国内需求支撑经济，国内就业压力加大；越南零售业保持强劲势头，劳动力市场运行平稳，金融环境宽松。

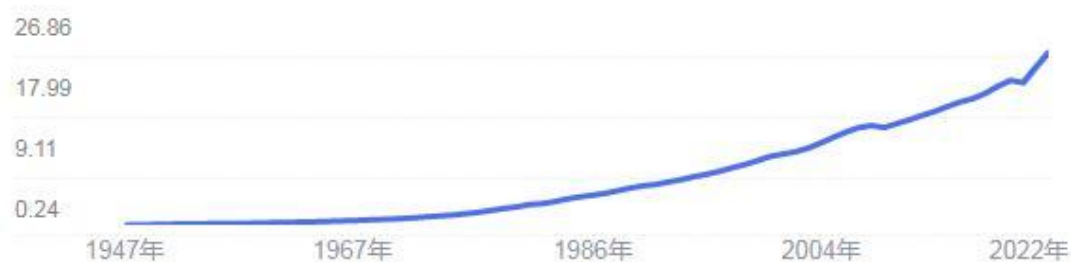
（一）国际主要经济体经济形势

1、美国经济发展形势

2023年3月美国新增非农就业基本符合预期，失业率低于预期，整体仍有韧性，与本周公布的其他数据形成对比，因此市场衰退预期有所修正，对于美联储5月加息的预期上升，美债利率和美元指数上扬。往后看，银行危机已暂告一段落，信用紧缩的影响仍有待观察，美联储暂难找到有力证据支撑停止加息的选择。此外，欧佩克+宣布减产，国际油价更具支撑，威胁通胀回落的前景。总之，美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大，6月会否加息仍需观察数据。

在经济发展速度方面，美国一季度GDP环比预计增长2.0%，个人消费支出是主要增长驱动力。非住宅投资可能增长2.0%，住宅投资下降7.0%。鉴于1月份强劲的支出和就业数据，一季度GDP数据亮眼不足为奇。继续预测二季度实际GDP增速放缓至0.5%。

图一：美国 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，美国 3 月份消费者价格指数（CPI）同比增长 5.0%，低于预期。综合来看，3 月美国 CPI 回落的主要贡献项是能源价格，核心 CPI 总体较为稳定，虽然当月同比增速出现反弹，但符合市场预期。CPI 主要的正贡献则仍然来自在统计数据上滞后于现实的住房通胀。尽管该项目同比增速仍然有所提升，但是二阶导的回落显示了该项目未来数月可能朝着已经显著降温的美国房地产的现实回归。如果在 CPI 权重中占比超过 30% 的住房通胀在未来数月能够进入放缓的通道，那么这无疑有助于推动美国 CPI 整体持续回落。另一方面，住房以外的核心服务价格增长出现了相对明显的放缓，这也同近期美国劳动力市场边际降温的情况是一致的。美国 3 月新增非农就业 23.6 万，低于市场预期，创 2020 年 12 月以来新低；平均时薪同比上涨 4.2%，低于市场预期 4.3% 和前值 4.6%。CPI 数据发布后，市场最初的“膝跳反应”呈现一定的“软着陆”交易特征，显示市场认为通胀压力的边际放缓有助于各类资产带来普遍提振：美债收益率和美元指数跳水，美股，铜油以及黄金则跳涨，但是这一过程的强度和长度都不是很显著。

在就业方面，2023年3月美国新增非农就业连续三月放缓、基本符合预期，大幅低于近半年以来的平均水平。美国3月新增非农就业23.6万人，略低于预期23.9万人，但较前值32.6万人明显回落，大幅低于2022年9月以来的月度平均水平。结构上，3月商品生产、服务生产以及政府部门的新增就业人数较2月均有所回落，其中商品生产的新增就业人数是自2021年5月以来首次转负。细分行业中，大部分行业新增就业再次放缓，仅运输仓储业新增就业小幅上升。

美国3月失业率回落至3.5%，劳动参与率再度回升0.1个百分点。3月劳动参与率再度回升0.1个百分点至62.6%，对应新增劳动力48万人，是2022年平均水平的2.25倍，自2022年底以来劳动力人口持续修复。劳动力供给方面，3月美国劳动力人口为1667.3万人，较2015-2019趋势增长水平低255.3万人，缺口已连续四个月收窄。

美国3月工资同比增速回落创2021年6月以来新低，但环比增速有所回升。美国3月非农平均时薪为33.18美元，同比增长4.2%，创2021年6月以来新低；环比增长0.3%，持平于预期但高于前值0.2%；同时，非农非管理人员平均时薪同比为5.1%，低于前值5.3%。2022年下半年以来，非农非管理人員工资同比增速与当月物价同比较为接近，因此经验上预计3月美国PCE同比或在5.1%左右。整体来看，3月美国非农数据仍有韧性。

通胀方面，美国3月就业数据公布后，市场对5月加息的预期升温。虽然招聘市场已经出现疲软信号，但劳动供求缺口大、失业率居“低”不上，叠加原油价格再度上行和银行业危机暂时缓解，美联储加息的必要性和可行性都更充分。美债收益率上涨，美元指数上行。整体来看，目前美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大。

美国就业市场尚不具备大幅降温的基础。劳动力市场供求状况有所改善，但3月新增非农不弱，薪资环比增速加快，失业率更是再次下跌了0.1个百分点，都证明美国劳动力市场依然保持火热。尤其考虑到，截至2月美国劳动力供需缺口仍有约400万人，即便未来经济开始降温，美国劳动力市场仍将在较长时间里处于“供不应求”的格局。

原油等大宗商品价格走高，或再次推升商品通胀。OPEC联合减产、美国原油库存和战略储备下降，使美国对于国际油价的控制能力减弱，并且能源革命下石油开采投资动力不足，令原油市场高垄断、紧供给的格局或将在中长期内保持。商品通胀重燃仍具有一定的风险性，并可以通过影响居民通胀预期导致通胀降温不力甚至加速。

目前银行业危机已暂告一段落，信贷紧缩的影响有待观察。美联储总资产环比减少736亿美元，降幅扩大；美联储贴现窗口贷款总额环比减少184.5亿美元，已连续三周收缩；货币市场共同基金资产环比上涨490.7亿美元，涨幅收窄。

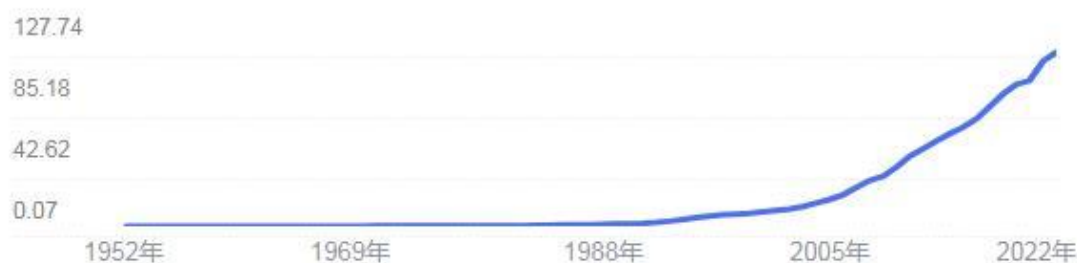
这些数据表明，银行业危机仍在降温，并未出现广泛的传播与扩散，美国金融体系依然保持相对稳健。

2、欧元区经济发展形势

欧元区服务业的强驱动，拉动欧元区经济复苏。主要原因在于欧洲能源危机缓解、供应链逐步复原与通胀压力减小，这使得欧洲市场情绪得到一定程度上的缓解。不过在欧央行加息进程中，可能会抑制社会需求、危害实体经济。

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 3 月调和 CPI 同比上升 6.9%，低于预期的 7.1%和前值 8.6%，涨幅放缓幅度超市场预期；欧元区 3 月核心调和 CPI 同比初值 5.7%，符合预期，

也高于 2 月 5.6% 的涨幅。环比看，欧元区 3 月调和 CPI 初值环比上升 0.9%，低于预期的 1.1%，较上个月则上升了 0.1 个百分点。从细分项看，3 月份食品、酒类和烟草类价格是涨幅最高的分项，同比上涨 15.4%，前值为 15%；其次是非能源工业品价格，同比上涨 6.6%，前值为 6.8%；服务类同比上涨 5%，前值为 4.8%；能源价格同比下降 0.9%，前值为上涨 13.7%。3 月中旬，欧央行无惧硅谷银行倒闭、瑞信危机影响，如期将主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别提升 50 个基点至 3.5%、3.75%、3%，以符合其确保通胀及时回归 2% 目标的决心。

制造业方面，欧元区综合 PMI 指数已经连续 4 个月高于荣枯线。主要原因可能在于欧洲能源危机缓解、供应链逐步复原与通胀压力减小，这使得欧洲市场情绪得到一定程度上的缓解，但欧元区经济复苏的态势在各个成员国之间存在差异。

在 2022 年的大部分时间里，欧元区制造业和服务业 PMI 数据十分接近，并在 2022 年秋季触底。然而此后二者出现分歧，服务业 PMI 出现明显上行，制造业 PMI 则表现低迷。事实上进入 2023 年以来，欧元区多国出现了一些好转的迹象，但是最大的两个经济体德国和法国制造业表现不佳，拖累了欧元区整体制造业复苏的步伐。

虽然制造业和服务业出现了分歧，但目前还没有足够的证据表明欧元区的制造业和服务业出现了失衡。制造业 PMI 指标中最“重量级”的是生产指数和新订单指数，而这两项指标目前都在改善。至于雇员指数，自疫情以来就从未跌落 50 大关，表明劳动力市场呈现出积极趋势。供应商配送时间指数是唯一正恶化的一项，这是因为交货时间缩短了。对制造业来说，虽然现在 PPI 指数仍然很高，但由于能源价格的下跌，这一重要指数也会下跌，未来制造业前景比较乐观。

欧元区的复苏面临挑战，分行业来看，3 月份欧元区经济活动的增长主要依赖于来自服务业的强驱动，但制造业依然低迷，商品需求持续下滑。不过，欧元区制造业与服务行业近期发展态势的差异，并不能反映出长期性的产业结构调整倾向，而是更多地受到诸如疫情、能源危机等短期因素的干扰。

通货膨胀方面，欧元区核心通胀率不降反升，潜在的价格压力仍然强劲，并且工资密集型行业的通胀已经开始增加，对核心通胀上行的贡献增加。欧元区通胀率下降的确是个积极信号，但不能太过乐观，核心通胀仍在上升，表明抗通胀的斗争远未结束。虽然欧元区通胀有一定缓解，但整体上压力较大，需要警惕价格上涨的结构，现在其他产品领域，包括工资、服务的价格都在上涨，抑制通胀要面临的挑战更

多。另外，在欧央行加息进程中，可能会抑制社会需求、危害实体经济。

总体而言欧元区的前景仍然不明朗，不过美国通胀形势有所好转，也是一个好消息，不必要过度放大对前景的悲观情绪。但尤其需要注意，随着欧元区的复苏，政策制定者需要时刻保持警惕并且密切关注局势，采取实际行动来控制通胀和促进经济可持续增长。俄乌冲突局势、美国政经状况都会很大程度上影响欧洲复苏进程，欧央行在制定后续货币政策时会顾虑重重，以小幅加息为主。

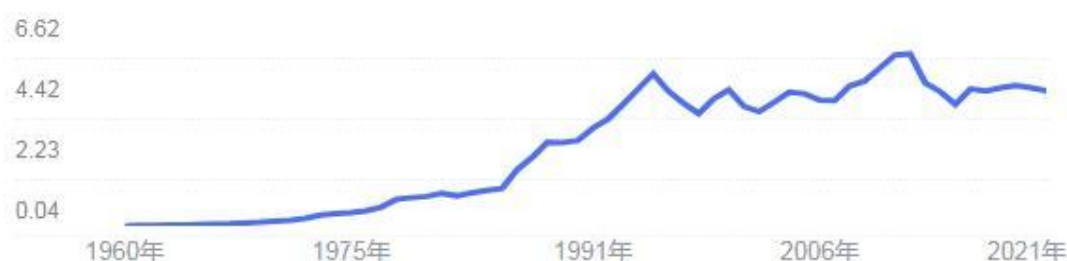
3、日本经济发展形势

全球新冠疫情基本消退、日元升值降低贸易赤字、日本政府天量财政刺激计划都将推动日本经济的复苏。不过，日本经济的潜在风险同样存在，如政府负债率极高、央行行长换届后的加息预期、地缘冲突导致的能源短缺、通胀上升、长期老龄化等问题。

在经济发展速度方面，2022年日本实际GDP修正值录得545.82万亿日元，同比增长1%，连续两年正增长，经济逐步回归正轨，但低于去年2.2%的增速。随着疫情管控的放开，占日本GDP一半以上的私人消费是拉动日本经济发展的最关键板块。不过，相比其他主要经济体，除了深陷冲突的俄罗斯出现负增长，日本经济增速是2022年最为缓慢的，新冠疫情、俄乌冲突、日元贬值、人口老龄化对于日本经济

产生明显的利空影响。并且，日本年度经济尚未恢复至疫情前同期水平，2022 年 GDP 修正值低于 2019 年 1.2 个百分点。

图三：日本 GDP 走势图（年度）



在消费品价格指数方面，3 月去除生鲜食品后的核心消费价格指数（CPI）同比上升 3.1%，达到 104.1，连续 19 个月同比上升。数据显示，食品价格、外出就餐价格等上涨是推升 3 月核心 CPI 的主要原因，与此同时，政府对电费及燃气费实施的补贴对物价上涨产生一定抑制作用，当月电费同比下降 8.5%。报告同时显示，2022 财年（2022 年 4 月至 2023 年 3 月）日本核心消费价格指数比前一个财年上升 3.0%，为 1981 财年以来最大升幅。日本目前面临的成本推升型通胀 2 月起明显回落，下半年通胀率有可能重回 2% 以下。

今年一季度日本经济恢复形势相对较好，1-3 月综合 PMI 均高于荣枯线，其中服务业 PMI 分别录得 52.3、54 和 54.2，扩张速度明显，但制造业 PMI 低于荣枯线，深陷萎缩之中。贸易方面，日本是资源进口大国，去年由于日元兑美元汇率大幅贬值，日本贸易赤字成为 GDP 负项，去年 10 月日本赤字规模一度达到 2.32 万亿日元，严重制约经济发展。随着美元逐步走弱，日本在今年前两个月的贸易赤字大幅收窄，

今年 1-2 月大幅收窄至 1.82 和 1.19 万亿日元。其中，1-2 月日本贸易出口总额同比增长 5.6%。

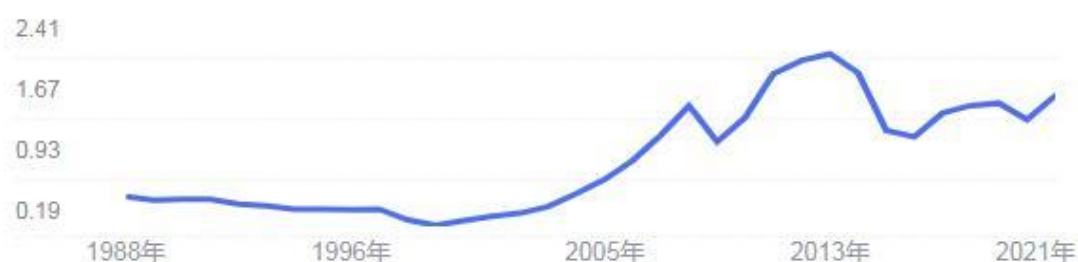
国债收益方面，日本 10 年期国债收益率始终保持在 5% 以上。随着欧美央行接连暴雷，诸多国际投资者紧急将资本转移至亚洲避险。日本作为亚洲最重要的发达经济体市场，自然受到国际资本的青睐，大批资本抢购日本国债，促使日本国债收益率持续走低。随着欧美央行和政府及时救市，市场恐慌情绪有所放缓，对于日本国债的避险需求略有降温。

4、俄罗斯经济发展形势

俄罗斯国内经济循环向好、运输量加速扩大、市场情绪乐观。总体来看，俄经济在新增长模式下保持了积极发展态势。不过，俄经济面临的外部风险因素并没有消失。

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）



近期俄经济展现积极趋势：一是国内经济循环向好。4月初以来，俄零售贸易额增长近25%。二是运输量加速扩大，3月份俄铁路运输量增长2%，到4月初该指标达3.6%，且国内和国际运输均呈增长态势。三是市场情绪乐观，3月份俄经济景气指数达56.8%，处于历史较高水平。这直接说明了俄企业态度积极乐观，有理由相信俄经济将继续回暖。

经济动态也反映在预算指标中。今年一季度，俄综合预算收入超13万亿卢布，与去年大致持平。其中，非石油和天然气收入增长约14%，为1.4万亿卢布，而油气收入下降约1.3万亿卢布。普京认为，这主要是由于去年基数较高以及当前国际市场环境的特殊性，他预计，到二季度末，在油价上涨的背景下，预算将得到额外的油气出口收入的补充。

总体上俄经济在新增长模式下保持了积极发展态势。根据4月份的结果，俄实质GDP将大幅增长，俄经济的增长潜力超出了外界预测。国际货币基金组织（IMF）最近将俄罗斯2023年GDP增长预期从1月份的0.3%上调至0.7%。不仅如此，俄国内对经济的预测也在上调，政府预估本年度俄经济增幅将达1%。

不过，俄经济面临的外部风险因素并没有消失。

首先，监测政策对行业 and 中小企业的支 持效果，及时发现 问题并解决企业出现的经营困难，如汽车业、木材加工业以及化肥行业仍面临严峻的生产形势。普京要求政府及时有

力执行已经制定的解决方案，同时注意市场的反馈。

其次，解决房地产行业失衡问题。尽管去年俄房地产行业创造了不俗成绩，但房地产市场供需开始出现失衡迹象，房屋存在积压现象，或将导致供给减少。“有必要确保建筑业的可持续、长期发展，最重要的是有必要支持住房需求。”普京说。

再次，警惕通胀过度放缓。俄罗斯央行数据显示，3月份俄通货膨胀年化水平降至3.5%，已经低于4%的目标值，到4月底或降至3%以下。普京称，这是很长一段时间以来通货膨胀首次低于中央银行的目标，然而重要的是不仅要避免通胀过快上涨，还要避免通胀过度放缓，这也会对宏观经济活动产生负面影响，抑制商业计划的扩张、新产品的开发和创造新的就业机会。

最后，克服劳动力短缺问题。这是近期俄经济急需解决的关键问题。虽然俄3.5%的失业率创历史最低水平，但劳动力短缺不容忽视。对此，一是要发挥高失业率地区的人才潜力，二是有必要在经济和社会领域应用自动化技术，三是要增加投资，培养意义重大、需求旺盛行业的专家。为此俄将不仅实施扩大专业计划、建设新大学等长期项目，还将重视短期项目对补充劳动力的意义。

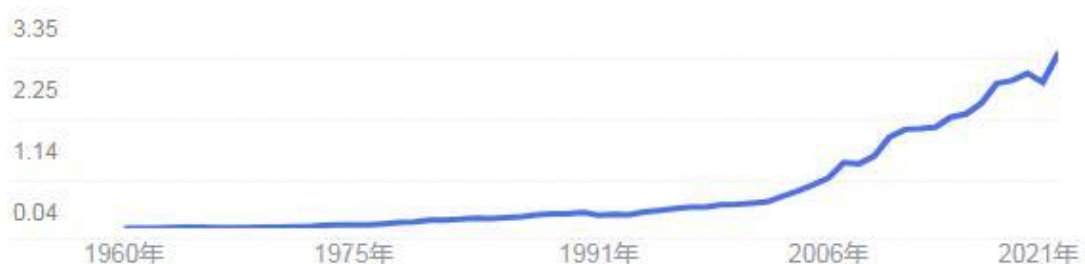
5、印度经济发展形势

印度国内需求支撑经济，国内就业压力加大。公共资本

支出主导的基础设施投资将成为主要的增长动力，而私营企业资本支出可能仍将保持相当低迷。印度储备银行自去年5月以来的加息也可能对今年的经济增长产生影响。印度今年通胀率将高于当前的预期。

在经济发展速度方面，2022年的经济实际提升6.7%，完成的名义GDP上涨至265.59万亿卢比；2023财年（2022.4.1-2023.3.31）GDP达到273.08万亿卢比，同比上涨7%。印度国内生产总值（GDP）今年和明年都有望达到6%左右，增长率排在世界前列。其实自2020至2022年的三年间，印度经济起伏远比其他国家猛烈，因疫情两次大幅下滑，之后恢复至疫情前的水平。其间的年平均增长率为3.5%，与疫情前的一年不相上下。

图五：印度 GDP 走势图（年度）



就业方面，印度今后10年要满足劳动年龄人口的就业需求，有必要增加2亿个就业岗位。但是，10年来，每年有700万至900万名求职者进入市场，印度未能实现就业岗位净增。这样的人口动态压力经常达到沸点，导致抗议示威和暴力活动爆发。因城市地区就业机会少，疫情发生后数千万人回到农村，靠农业生产勉强维持生计，如今仍有很多人留

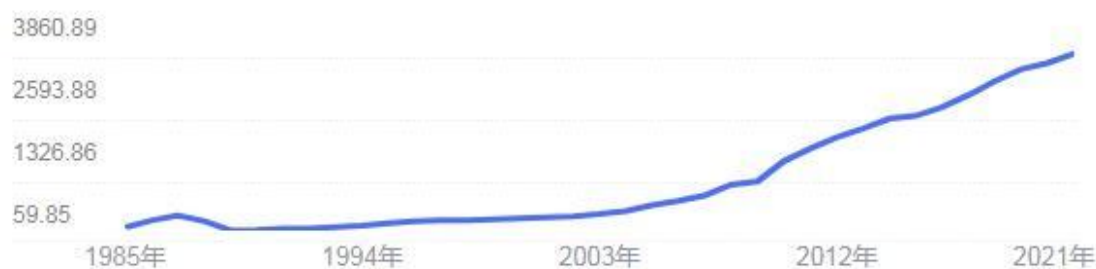
在农村。印度经济问题在于制造业规模小，缺乏竞争力。印度制造业在 GDP 中占比例约为 14%，而中国和越南制造业在 GDP 中占比分别为 27%和 25%。韩国、中国以及越南之所以创造出大量就业机会，归功于劳动密集型制造业的产品出口。14 亿人口的印度和 1 亿人口的越南，产品出口额不相上下。

6、越南经济发展形势

越南零售业保持强劲势头，劳动力市场运行平稳，金融环境宽松。不过制造业出口急剧萎缩导致增长放缓。若外部和国内需求持续疲软，将对越南经济产生不小的冲击。

在经济增长方面，一季度越南 GDP 增速放缓至 3.3%，是近十年来首季度增速的第二低值，主要是由于国际需求降低，导致出口急剧下降 11.8%，工业产值下降 0.4%；同期，农业增速为 2.5%；得益于国内需求强劲和国际旅客回流，服务业增长 6.8%，是一季度经济增长的主要贡献部门。

越南 GDP 走势图（年度）



消费品和服务零售方面，总体通胀率和核心通胀率继续缓和。2022 年 3 月至 2023 年 1 月，总体通胀率和核心通胀率呈持续上升态势，但自 2 月起有所放缓。居民消费价格指数（CPI）涨幅从 1 月份的 4.9%回落至 2 月的 4.3%和 3 月的

3.4%，核心通胀率从5.2%小幅下降至2月的5.0%和3月的4.9%。通胀主要拉动因素是食品、住房及建材价格上涨。3月当月，运输服务价格同比下降了4.9%。自2022年10月国际油价相对稳定以来，交通运输对通胀的影响微乎其微。工业和农业部门的生产者价格指数（PPI）从2022年四季度的2.8%和6.5%分别下降至1.1%和5.0%。其中，工业部门PPI的下降主要与大宗商品价格特别是燃料价格下降有关。

工业生产方面，工业生产方面指数为1.6%，同比有所下降，但3月当月出现改善，环比增长9.4%。大多数细分门类特别是采矿、纺织、金属制造、运输车辆制造均实现环比增长。电子和家具制造则是例外，同比分别下降13%和21.7%，反映出智能手机、计算机和其他电子产品、家具出口分别下降了42%、11%和22.8%。2月采购经理人指数达到51.2后，3月再次回落至47.7，制造业复苏前景仍不确定。

零售业方面保持强劲势头，商品和服务零售环比和同比增速分别达1.9%和13.4%，连续13个月实现同比两位数增长。商品销售增长稳健，3月当月同比增速11.3%。同期，占零售总额20%的服务涨势明显，其中，住宿和餐饮同比增长25.5%，旅游服务同比增长113.9%。国际游客数量达到270万。

就业方面，劳动力市场保持平稳运行。一季度失业率与2022年四季度持平，保持在2.3%，略高于疫情前的2.1%。不充分就业率由2022年四季度的2.0%略降至1.9%，但仍高于疫前的1.2%。劳动力参与率小幅提升至68.1%，但仍低于

疫前的 71.3%。尽管全国就业总体水平同比增长 2.2%，但几个大型制造中心，如胡志明市、头顿、平福，北宁、北江、太原等地的就业水平出现下降，降幅从 0.4%到 5.5%不等，反映出两个季度以来制造业的放缓。

外部投资方面，外国直接投资协议额持续呈现下降趋势。一季度，越南外国直接投资协议额连续第五个季度出现下降，同比下降 40%，反映出全球经济前景高度不确定和发达经济体为控制通胀收紧货币环境。外国直接投资实际到位放缓，较上一季度环比下降 38%。制造业和房地产仍是吸引外资的重点部门，约占一季度协议总额的 80%。

金融信贷方面，尽管国内金融环境更为宽松，但信贷增速仍然出现下滑。一季度信贷增速由 2022 年四季度的 14.17% 放缓至 9.5%，跌至自 2020 年以来的最低水平。增速下滑反映出越南经济活动特别是工业和房地产行业增速放缓及高利率环境。为刺激经济，越南国家银行自 2023 年 3 月中旬起将政策利率下调 100 个基点，并于月底进一步下调 50 个基点。再贴现和隔夜贷款利率相应分别从 4.5%和 7.0%下调至 3.5%和 6.0%。再融资利率从 6.0%下调 50 个基点至 5.5%。各商业银行的存贷款利率相应向下调整，使金融环境更为宽松。

(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3月--2023年3月黄金价格走势



图八：2023年3月国际黄金价格走势



3 月份黄金重拾涨势。隔夜欧洲央行官员的讲话偏向鹰派，市场对欧洲央行加息 50 个基点的预期升温。欧元和英镑走高，打压美元走势。

2001 年后黄金价格的起飞。2001 年美国经济结束了长达 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。

一方面，隔夜欧洲央行官员的讲话偏向鹰派，市场对欧洲央行下周加息 50 个基点的预期升温。预期英国央行 5 月将升息，后续可能进一步再升息。而市场普遍预期美联储下

周将仅加息 25 个基点并结束加息周期。欧元和英镑走高，打压美元走势。另一方面，一季度存款减少逾千亿美元，第一共和银行盘后大跌逾 20%，市场对银行业动荡的担忧情绪回升，给金价提供避险支撑。值得一提的是，4 月份德克萨斯州的制造业活动萎缩，也给金价提供了一些避险支撑。

整体来看，短线美元和美债收益率走弱，市场避险情绪也在升温，市场对美国经济数据预期不佳，基本面短线偏向黄金多头。技术面来看，过去几个交易日金价持续震荡回调，但均收盘于 1980 关口上方，暗示逢低买盘较强，需要提防金价重拾涨势的可能性。

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3月--2023年3月石油价格走势



图十三：2023年3月份石油价格走势



欧美商业活动加速，国际油价企稳回升，主要受到欧美商业活动加速、地缘政治经济局势和美国计划补充战略原油储备的提振。然而，西方主要央行将进一步加息以遏制顽固的通胀加剧经济衰退风险，并将削弱需求，以及美国活跃钻井平台数增加，限制了油价反弹空间。美国和欧元区的商业活动在4月份加快了步伐，刺激市场乐观情绪回升，提振了

原油等风险资产吸引力。

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。

西方考虑对俄罗斯实施更多制裁，加剧地缘政治局势紧张，可能威胁原油供应，这支撑了油价。欧盟将提议禁止多数商品经俄罗斯过境，欧盟正试图收紧对俄罗斯实施的制裁措施的执行力度。提议中的新制裁方案将是俄乌冲突爆发以来，欧盟对俄罗斯实施的第11套制裁，还可能针对那些没有开启导航系统的油轮和船只。欧盟正在制定的一揽子计划的主要重点将是填补漏洞，并处理对现有限制的规避。而俄罗斯方面表示，如果七国集团全面禁止向俄罗斯出口商品，俄罗斯方面将以终止黑海港口农产品外运协议作为回应。与此同时，俄罗斯原油出口成功找到新的出路，缓解供应担忧，也给油价带来压力。巴基斯坦方面表示，根据伊斯兰堡和莫斯科之间达成的协议，巴基斯坦已就折价采购俄罗斯原油下了第一笔订单，货物将于5月运抵卡拉奇港。巴基斯坦订单为俄罗斯石油开拓亚洲市场提供了一个新的出路。

拜登政府正在考虑补充特别战略石油储备，这或会限制油价下行空间。如果油价处于合适的位置，美国政府可能会在今年秋天开始补充战略石油储备。除此之外，中国积极的经济前景增强了复苏的希望，并最终加强了这个世界第二大经济体的原油需求，中国是世界上最大的原油进口国，中国

经济复苏将支撑油价。然而，市场担忧西方央行进一步升息以加强其在通胀问题上的主导地位，加大全球经济放缓的风险，并将严重削弱原油需求，令油价难以延续反弹。西方各国央行正在为5月份新一轮加息周期做准备，以降低各自经济体的持续通胀。随着制造业活动受到严重打击，全球央行采取更为保守的货币政策，将重新引发人们对全球衰退的担忧。

在美联储去年采取了适当的激进措施来降低价格压力之后，联储货币政策下一阶段的前景已经变得不太明朗。最近的通胀在很大程度上与国际因素有关，包括全球供应链中断和大宗商品价格飙升。乌克兰冲突、亚洲经济的重新开放以及欧佩克+关于石油供应的决定是今年可能影响美国经济的一些国际力量。

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3月--2023年3月美元兑人民币走势图



图十八：2023年3月份美元兑人民币走势图



人民币汇率窄幅波动，外汇市场供需均衡。一方面因为人民币外汇市场供需趋于均衡，尽管海外资本持续加仓人民币资产，但经济复苏令企业进口采购量与对外付款额双双增加，起到相互平衡的作用；另一方面美元指数走势也陷入“迷茫”，由于市场对美联储何时结束加息周期仍存在某些分歧，导致投资机构不敢贸然押注美元涨跌。当前人民币走势保持平稳，意味着在各方作用下，当前汇率在某种程度达到均衡水准。

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。

但是，当前人民币汇率的相对静止状态，体现了三大因素的博弈，经济预期、结售汇与美元。就外部环境而言，尽管美元指数趋跌，但在美国经济衰退尚未“铁板钉钉”前，市场不敢贸然沽空美元；就内部环境而言，机构正在关注经济数据能否进一步印证中国经济较快复苏，未能给人民币对美元汇率上涨提供动力。

人民币汇率突然窄幅波动的另一个原因，是去年底防疫措施优化吸引大量海外资本抄底人民币并获取相对丰厚的回报，如今这些海外资本正逐步获利离场，无形间令人民币汇率涨势受限，这也造成当前人民币汇率“无视”美元下跌而岿然

不动的奇特现象。

当前国内广义财政政策维持积极扩张，加之货币信贷政策宽松、房地产活动有望结束下行，这都有助于支撑经济复苏与人民币汇率。未来人民币汇率或将渐进升值，因为汇率升值有望与资本流动形成正循环。尽管未来美联储加息幅度与美国经济衰退几率仍将很大程度影响人民币汇率波动，但随着中国经济持续复苏增长，年内人民币对美元汇率的均衡汇率仍在 6.7-6.8 之间。

事实上，当前外部环境对人民币汇率构成一定的支撑。一是美联储很可能在 5 月加息后结束加息周期，令美元指数趋于下跌；二是欧美经济衰退风险加大，令更多全球资本纷纷涌入中国资产避险。由于硅谷银行挤兑破产风波导致美国中小银行流失大量存款，所形成的信贷紧缩状况“替代”了加息效应，因此市场普遍预期美联储在 5 月加息后将暂停加息。

二、国内经济形势

（一）国内主要经济指标

2023 年，一季度国内生产总值（GDP）284997 亿元，同比增长 4.5%；2023 年 3 月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨 0.7%；2023 年 3 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降 2.5%，环比持平；2023 年 1-3 月，全国固定资产投资 107282 亿元，同比增长 5.1%；2023 年 1-3 月累计，全国一般公共预算收入 62341 亿元，同比增长 0.5%；2023

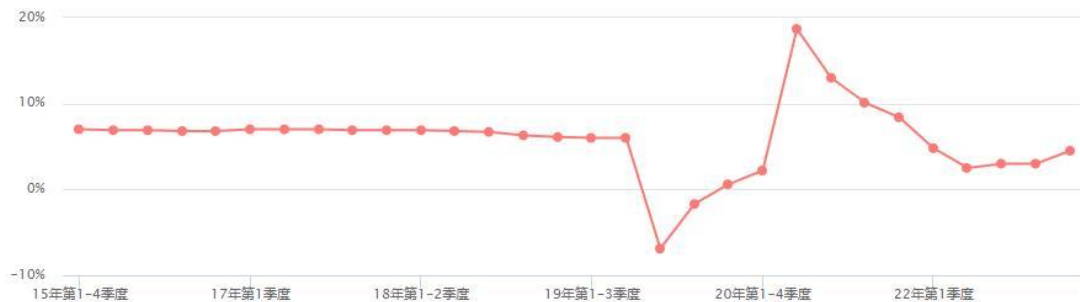
年 1-3 月份，货物进出口总额 98877 亿元，同比增长 4.8%；2023 年 3 月末，广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%；2023 年 1—3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%。

1、国内生产总值（GDP）

一季度国内生产总值 284997 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，比上年四季度环比增长 2.2%。分产业看，第一产业增加值 11575 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 107947 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 165475 亿元，增长 5.4%。

较去年四季度上行 1.6 个百分点。经济修复的超预期因素主要来自出口和消费。一是由于积压订单回补以及外需韧性超预期，一季度以人民币计价的出口金额同比增长 8.4%，贸易顺差创同期历史新高，同比扩张 44%。二是受服务消费拉动，3 月消费修复幅度超预期，推动一季度社零同比增长 5.8%。

图十九：中国 GDP 同比增幅走势图

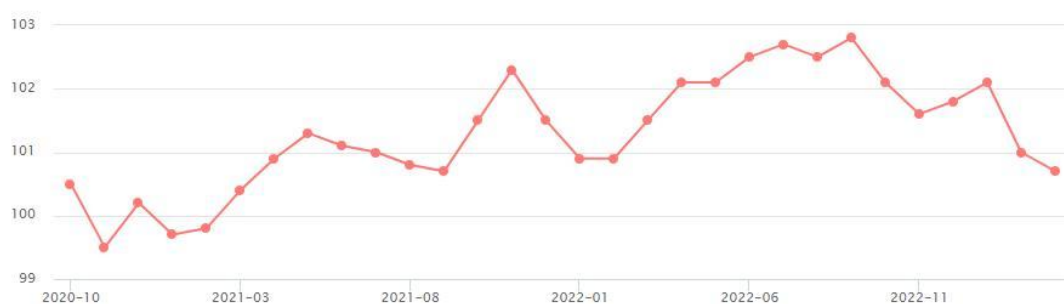


2、全国居民消费价格指数（CPI）

2023年3月份，全国居民消费价格同比上涨0.7%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨0.6%；食品价格上涨2.4%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.8%。1—3月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.3%。3月份，全国居民消费价格环比下降0.3%。

CPI通胀显著低于市场预期。一是猪肉价格环比跌幅大幅收窄；二是蔬菜价格环比跌幅走阔，但符合季节性特征；三是核心通胀环比增速在服务分项带动下小幅反弹至季节性上沿位置，旅游和家庭服务是主要贡献项；四是核心商品价格在汽车价格拖累下表现疲弱；五是交通工具用燃料价格在国际油价驱动下转跌。若猪价持续探底且核心通胀水平未见进一步修复，二季度CPI通胀将向0逼近，不排除发生短暂通缩。

图二十：中国CPI同比增幅走势图



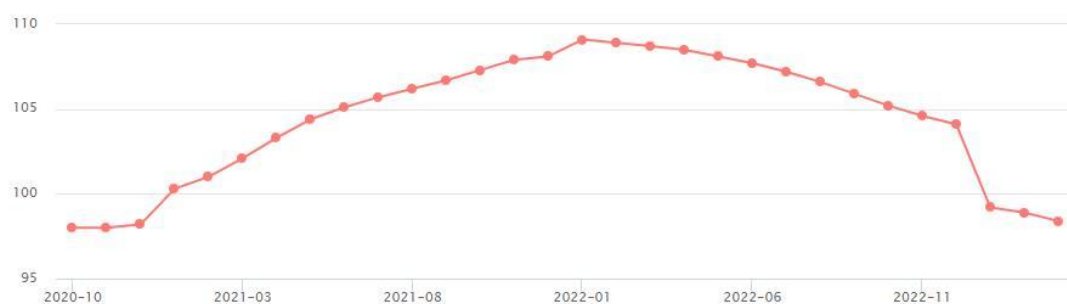
3、全国工业生产者出厂价格（PPI）

2023年3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降1.8%，环比

持平。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。

PPI 通胀基本符合市场预期，在去年同期基数快速走高影响下快速下行。从产业链看，上游商品价格通缩但下游需求温和扩张；分项看，黑色、有色价格受基建、地产开工持续支撑，石油价格在国际油价带动下回落，煤炭价格则在保供稳价和季节变化双重影响下下行。受去年同期基数进一步走高影响，PPI 通胀将于二季度在-3.0%附近探底，年内或持续为负。

图二十一：中国 PPI 同比增幅走势图



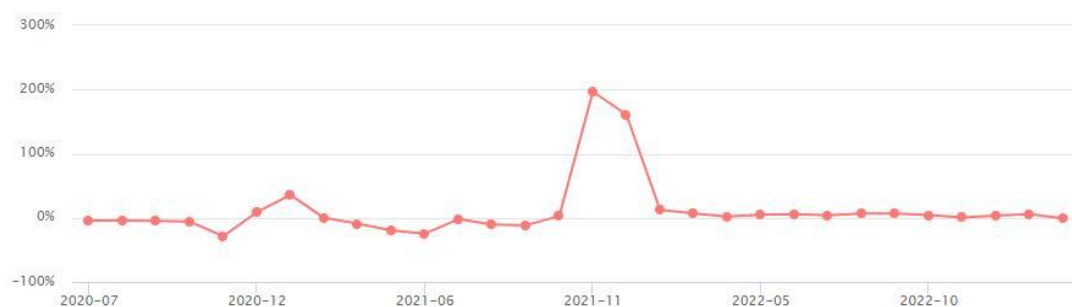
4、固定资产投资

1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）107282 亿元，同比增长 5.1%。其中，民间固定资产投资 58532 亿元，同比增长 0.6%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.25%。分产业看，第一产业投资 2425 亿元，同比增长 0.5%；第二产业投资 33964 亿元，增长 8.7%；第三产业投资 70894 亿元，增长 3.6%。

一季度固定资产投资累计同比增长 5.1%，持平于 2022

年全年，较去年四季度明显改善。其中，基建受政策持续发力托举，在高基数下实现 10.8% 的较高增长；制造业投资稳健增长，3 月全国城镇固定资产投资改善有所放缓，其中，房地产投资降幅再度扩大，基建和制造业投资仍保持较高增长，但增速有所放缓。

图二十二：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

一季度，全国一般公共预算收入 62341 亿元，同比增长 0.5%。其中，中央一般公共预算收入 27603 亿元，同比下降 4.7%；地方一般公共预算本级收入 34738 亿元，同比增长 5%。全国税收收入 51707 亿元，同比下降 1.4%；非税收入 10634 亿元，同比增长 10.9%。

一季度全国一般公共预算收入增速由负转正。两点特殊因素影响一季度财政收入增速：一是 2021 年末部分收入在 2022 年初入库，抬高了基数；二是 2022 年制造业中小微企业缓税在今年入库和部分税收错期入库，抬高了今年的收入。扣除上述特殊因素影响后，一季度财政收入增速为 3.0%。按月来看，1、2、3 月份分别增长 1%、4%、6%，财政收入呈

回稳向上态势。

图二十三：中国财政收入趋势图

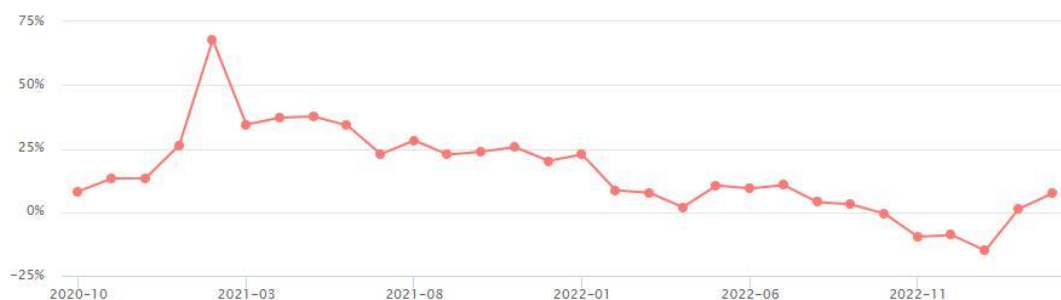


6、对外贸易进出口

一季度，货物进出口总额 98877 亿元，同比增长 4.8%。其中，出口 56484 亿元，增长 8.4%；进口 42393 亿元，增长 0.2%。进出口相抵，贸易顺差 14090 亿元。一般贸易进出口增长 7.9%，占进出口总额的比重为 65.3%，比上年同期提高 1.9 个百分点。民营企业进出口增长 14.4%，占进出口总额的比重为 52.4%。3 月份，进出口总额 37094 亿元，同比增长 15.5%。其中，出口 21552 亿元，增长 23.4%；进口 15542 亿元，增长 6.1%。

3 月出口反弹，进口仍弱，商品贸易顺差大幅扩张，一季度出口对经济增长的拉动好于预期。前瞻地看，未来出口增速或波动下行。二季度外需韧性和积压订单或仍对出口形成一定支撑，叠加去年 4 月基数偏低，短期内出口或出现较高增长，但随着 5-6 月基数抬升，以及美欧经济增长放缓甚至陷入衰退，我国出口增速仍趋于放缓。进口有望随着内需逐渐修复。短期内贸易顺差或维持韧性，中期或逐步回落。

图二十四：中国进出口总值同比增幅走势图



7、M1、M2

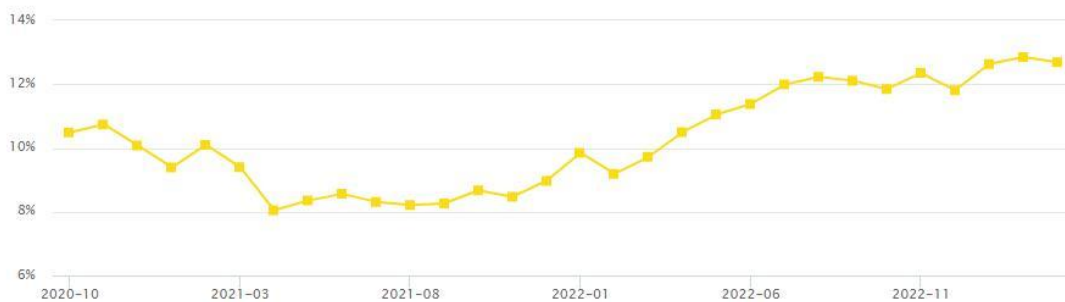
3月末，广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；狭义货币（M1）余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。

3月M2同比增速下降至12.7%。居民储蓄意愿仍然较强，但同比多增幅度快速下降，结合1季度房地产企稳，表明居民资产负债表收缩的态势有所缓解。企业贷款高增派生存款，但因去年同期高基数转为同比少增。

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

3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。1—3 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.0%。

一季度规上工业增加值同比增长 3.0%，增速较去年四季度加快 0.3 个百分点，但较实际 GDP 增速低 1.5 个百分点，反映出生产端的修复显著弱于整体经济，表明工业生产仍然受到整体需求不足、预期较弱、工业产品价格下降、工业企业利润下滑等因素的制约。上一次出现工业增加值累计增速低于实际 GDP 增速 1 个百分点以上的时点是 2020 年一季度，当时主要是由于新冠疫情暴发，供给端首当其冲，收缩幅度大于整体经济。

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

3月份国内主要商品价格走势大多呈现震荡的走势。钢材价格呈现先涨后跌趋势，市场实际需求恢复不及预期，价格整体偏弱运行；铜价先抑后扬。目前海外金融机构危机缓和，国内经济复苏，对铜价具备支撑；焦炭市场延续弱势，焦炭价格大幅下跌；全国水泥价格行情震荡上行，需求持续回升；铝价整体呈现出先抑后扬的走势。国内宏观刺激不断，地产数据边际转暖，为铝价格形成一定支撑；楼市信心总体在恢复，当前各类城市出现了普涨现象，房价企稳的动力、特征和趋势非常明确。

1、钢铁

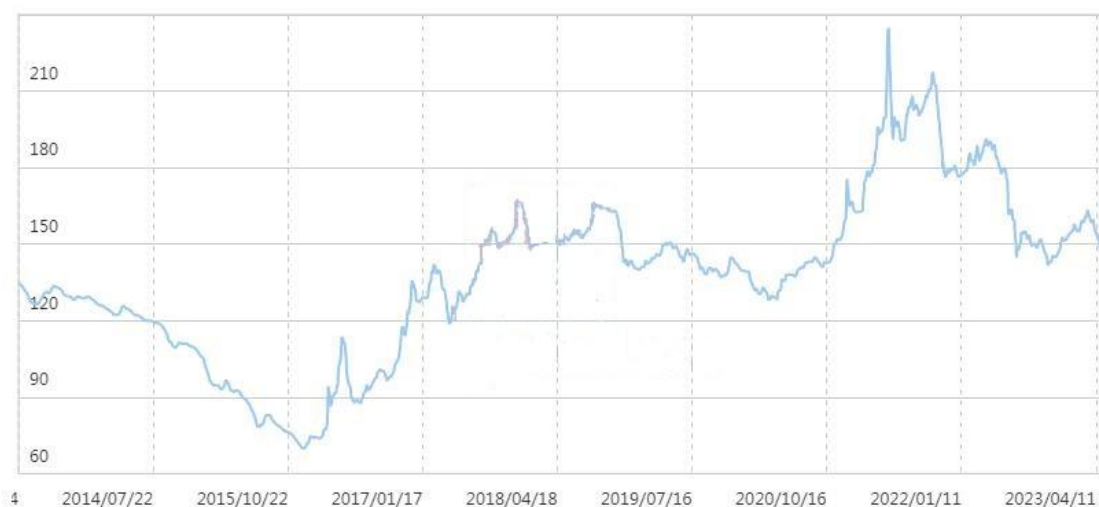
3月钢材价格呈现先涨后跌趋势，市场实际需求恢复不及预期，现货市场高位成交乏力，价格整体偏弱运行。成交基本集中在上半个月，首先价格上涨带动商户出货良好，其次3月各市场需求有所增加，但后半月不仅盘面有所下跌，市场需求也开始饱和，消耗速度慢，商户出货明显吃力，目前钢价继续处于底部回升，缓幅探涨的过程中。旺季需求仍未证伪，基本面数据表现却也相对一般。短期盘面表示相对纠结。预计短期依旧处于小幅探涨，震荡博弈的过程中。

3月份钢材现货市场价格上半月震荡上行，下半月出现回落；3月初随着需求逐步释放，叠加成本端推动，厂商价

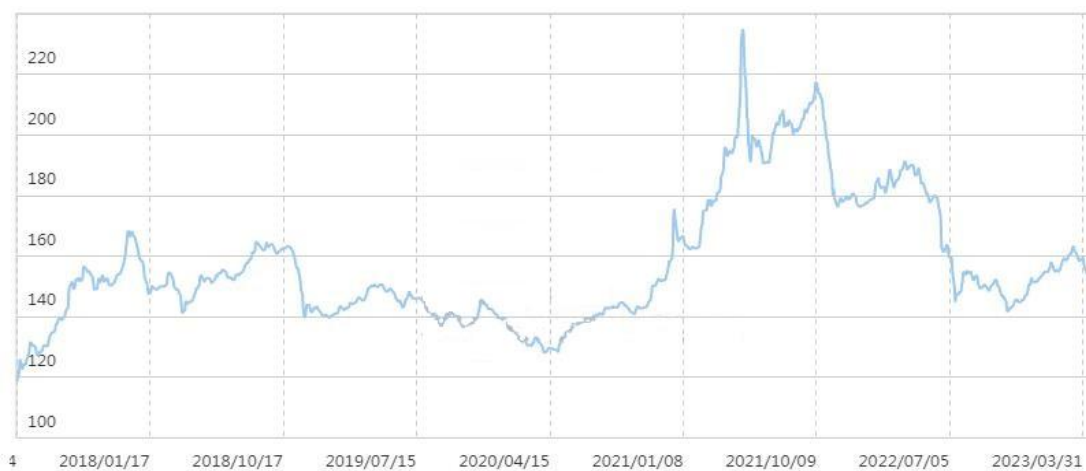
格逐步推涨；而下旬主要是受海外银行风险等宏观因素扰动，市场避险情绪升温，交投活跃度明显下降，期现市场均出现大幅调整，市价弱势下移；从未来一段时间来看，供给端，社库、厂库均出现下移，部分地区市场钢企到货量减少，厂商压力不大，且价格接近成本线，挺价意愿较浓，钢材下方存在较强支撑；需求方面，目前处于传统消费旺季，但真实需求未有显著放量，市场情绪仍偏谨慎，同时一旦价格出现上涨，高位资源成交或再度受阻，综合来看，目前供需基本面未有明显矛盾，且外部环境影响逐步减弱，

3月整体价格呈现先涨后跌趋势，当前宏观经济形势比较复杂，对市场影响较大。3月份经济表现比1、2月份更好：主要经济指标向好，消费和投资的主要指标继续改善，而就业和价格总体稳定，市场预期明显改善。短期来看，近期市场需求表现平平，但原料价格坚挺，对成材仍有支撑。

图二十八：十年钢铁价格综合指数走势图



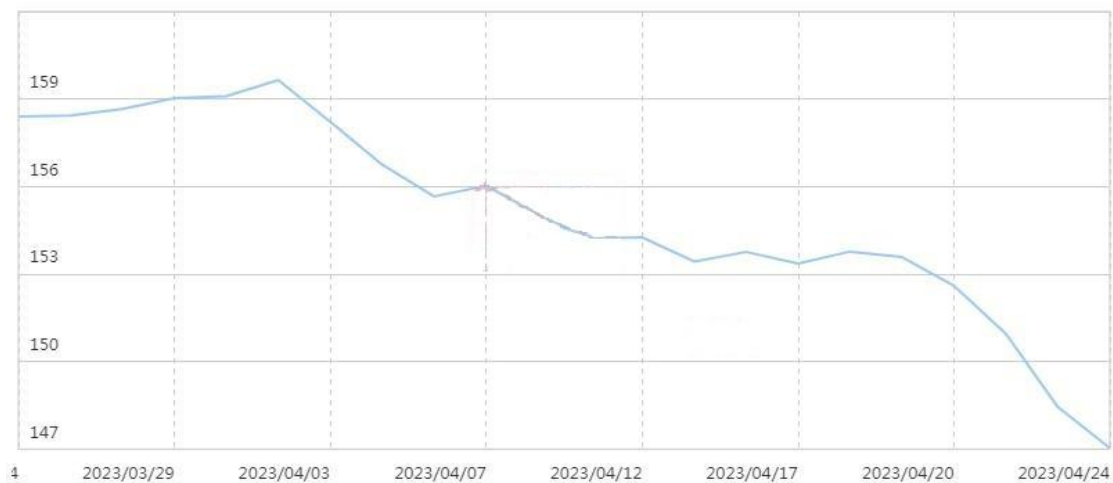
图二十九：五年钢铁价格综合指数走势图



图三十：2022年3月--2023年3月
钢铁价格综合指数走势



图三十一：2023年3月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

3 月份铜价先抑后扬。月初铜价持稳运行，紧接着美国硅谷银行光速倒闭点燃银行业危机的导火索，市场恐慌情绪迅速蔓延，并在瑞士信贷暴雷事件后跌落谷底，铜价破位下行最低至 66000 附近，后续在欧美央行及监管机构的帮助下，市场情绪逐步缓和，铜价开启反弹之路，并回到前期震荡区间。市场再度押注美联储加息放缓，同时，国内库存持续走低，基本面支撑强劲，月末铜价多次冲高，但均在 70000 一线附近回落，并企稳于 69000 上方。

市场方面，月初下游消费逐渐好转，国内库存由增转降；月中旬期间，铜价因宏观风险急跌至 6.6 万附近，吸引大批抄底入市，升水一路上涨至春节以来的高位；随着进口盈利窗口修复，货源流入增多，并且铜价涨至高位徘徊，下游再度驻足观望；叠加进入一季度尾声，部分贸易商同样进入观望，预计市场交投重新活跃。

目前海外金融机构危机缓和，瑞银集团同意收购瑞士信贷，叠加美联储按预期温和加息，市场情绪有所修复，美元指数和美债收益率下行，也对铜价形成支撑。但海外经济下行压力依然存在，近忧缓解，远虑仍存。铜基本面来看，表现依然强势，铜库存进入快速去库状态。铜价现处于一个动态平衡状态，短期僵持状态为主。预计铜价短期内将以震荡偏强运行为主。

3月开工天数增加和需求的缓慢复苏，再生铜杆企业开工率整体环比增加。分地区看，河北天津市场整体开工率意外下滑，主要原因在于大成、廊坊当地再生铜杆企业主动减产甚至停产；河南市场开工率平稳回升，3月开工负荷率在36.35%；江苏、湖北和江西等市场开工负荷率也同步上调，其中湖北市场最高开工负荷率在37.57%，继续领跑市场。废铜供应相对去年下半年宽松，因国内经济稳步回暖，下游需求释放，再生铜跟产量跟进。但是从运行区间分析，并未出现传统旺季的特征。而且各地间政策差异，竞价引发的利润亏损抑制开工积极性。

近期全球显性库存47.77万吨，周环比减少3.75万吨。国内方面，各地区的库存均出现下降，总库存较去年同期的14.88万吨多5.12万吨，其中上海较上年同期高2.57万吨，广东地区高1.14万吨，江苏地区高1.12万吨，重庆地区高0.29万吨。上期所铜期货周度库存161152吨，整体来看，国内经济复苏，基本面有韧性，精铜供需双增，社库去化，对铜价具备支撑。

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3月--2023年3月份铜价指数走势图



图三十五：2023年3月份铜价指数走势图



3、焦炭

3月焦炭市场延续弱势，焦炭价格大幅下跌。钢厂焦炭采购价已经下调八轮累计800元/吨。焦企开工积极，新投产产能释放加快，而下游钢厂因亏损以及冬季检修力度加大，需求下降。供增需减情况下，焦炭供应偏紧局面逐渐改变，转为供应宽松。

3月份唐山市对21家企业绩效评级进行调整，其中涉及9家长流程钢厂降级，唐山严格的环保限产拉开序幕。此次唐山地区环保力度空前严峻，有多数钢企由于环保设备不达标政府要求强制关停，至今个别钢厂仍未复产，焦炭需求大幅下降，焦炭价格下跌节奏也加快，前三轮降价为基本为一周一轮，而第四轮开始四天一轮。焦炭价格接连下跌，山西省18家焦化企业组成焦炭产业联盟提议联合保价，但因焦炭供应过高，保价支撑不足，因此焦炭价格继续下调。未来一段时间，焦炭需求有进一步下降可能，短期焦炭需求难有增量；但因焦企利润空间有限，焦炭下行空间有限，叠加中间贸易商询盘活跃，有抄底拿货行为，为焦炭价格提供短时支撑，预计焦炭市场先弱后稳。

价格方面，3月焦炭价格大幅下跌，3月初第七轮下跌已落实，目前焦炭价格已累计下跌800元/吨，同时焦炭还有一定下跌空间。焦炭价格的下跌原因：一是焦炭产能释放太快以及高利润刺激下焦企高开工；二是由于节后下游需求被抑制，唐山环保限产30-50%，力度严格。供应方面，受利润以及出货不畅影响，3月焦炭产量高位回落，3月底独立焦企全样本焦炭日均产量72.48万吨，月环比减少2.39万吨，焦炉产能利用率87.55%，月环比下降2.91%。需求方面，内蒙古新投焦化产能受能耗双控政策影响，出焦或有延迟，其他区域或因焦炭目前处于下行趋势而推迟出焦时间，焦炭

供应短期或继续下降。受唐山环保限产影响，3月高炉炼铁产能利用率高位回落，从目前政策形势来看，新投产能大概率难以如期释放，需求上升空间有限。

库存方面，焦企库存下降，虽目前焦炭供需关系有所好转，但下游钢厂拿货积极性不佳，多为贸易商抄底拿货，可持续不高，后续需观望贸易商入场抢占部分资源后，钢厂采购积极性将被调动起来。利润方面，焦炭价格已经下跌八轮，部分区域已在亏损，焦企生产积极性下降以及出货困难被动减产现象，这对焦价企稳提供一定支撑。春节后钢厂利润持续上涨、焦化利润一路下跌，焦钢利润差距拉大，焦企挺价心态增加。

当前中间商投机需求上升，局部地区焦企出货有所好转，焦企库存逐步往港口转移，市场交投氛围调动，市场看涨氛围渐起；焦企挺价态度明显，有意提涨；不过，钢厂焦炭整体库存已有所好转，再加上环保限产抑制，需求难以释放，焦企提涨支撑不足预计短期内焦炭市场依旧偏弱运行。

图三十六：十年焦炭价格走势



图三十七：2022年3月--2023年3月焦炭价格走势



图三十八：2023年3月份焦炭价格走势



4、水泥

3月水泥需求持续回升，尽管经历了雨水天气的影响，导致南方多地需求受挫，但在基建强劲发力的带动下，整体好于去年同期。3月出库量为560.625万吨，周环比提升125.39%，年同比提升10%；基建水泥直供量为175.5万吨，同比提升30.65%。

停窑延长，库存低于去年。本月窑线运转率76.92%，较上月末上升32.05个百分点，较去年同期下降1.07个百分点。南方部分地区及北方市场开窑后，窑线运转率大幅回升，但由于局部市场错峰停窑天数增加，较之去年同期略有下

行。正因如此，在需求好于去年的情况下，水泥企业库位低于去年同期。

全国水泥价格震荡上行。3月以来，全国水泥价格行情震荡上行。华东熟料价格五连涨，水泥生产成本持续增加，加之工程进度恢复较好，水泥价格上涨；华南资金拨付后用于部分重点工程启动，加之外围水泥流入受限，本地水泥价格连续上涨，但局部市场由于供应增加，价格小幅下降；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；西南前期水泥价格大幅上涨，涨幅达50-60元/吨，但后期由于需求恢复不及预期，价格回落，实际价格大打折扣。

下游需求持续提升。2022年上半年基建水泥需求的高点出现在4月中下旬为189万吨；2023年据当北方需求回暖，而南方地区水泥用量逐渐趋于相对稳定来看，预计在4-5月份，水泥基建用量达到上半年最高点，且无不利因素制约，需求高于去年同期。

图三十九：水泥价格走势



5、铝

2022年3月以来，铝价整体呈现先抑后扬的走势。海外方面，美联储如期加息25个基点，但是美联储表示信贷条件收紧或可等同加息，让市场看到了美联储本轮加息周期或已接近尾声的可能性，宏观压力略有缓解。另外，瑞士信贷、硅谷银行破产的热度消退，宏观对于系统性风险的恐慌情绪回落，美联储加息预期放缓，美指下探，加上“金三银四”消费旺季下，铝价震荡上行。国内方面，2月制造业PMI全面好转，较1月上升2.5个百分点至52.6%，提振国内经济修复预期。政府工作报告关于GDP的目标是5%左右，低于此前市场预期，政策对外部环境不确定性预留空间，同时更加注重高质量发展。另外，央行宣布降低金融机构存款准备金率，本次降准出现在经济与金融数据仍偏强的时点，传递了政策主动性较强的信号。

市场方面，华南地区华东地区价格差距拉大，因前期云南，贵州，四川等周边地区限电减产，南方地区货源偏紧，且目前来看，产能仍未完全恢复，因此华南地区价格仍保持较高位置。随着宏观面的好转，且旺季消费延续向好态势，4月铝价仍有望偏好，华东地区现货铝或在18.3-1.92万附近震荡，华南地区现货铝或在1.85-1.95万附近震荡。库存方面，LME铝库存结束2月份的增加趋势，出现下降，进入

3月，上旬电解铝库存基本维持在高位，随着下游需求好转，电解铝库存出现拐点，中旬开始不断下滑，整体看，3月上旬所铝库存先增后降，月内一度增加至31万吨上方，随后下降。

3月国内废铝价格表现不一，国内主流地区铝合金旧白料为15300-15500元/吨，光亮铝线价格为16500-16700元/吨，铝合金型材料及铝线价格普遍上调200-300元/吨；易拉罐市场主流价格为12800-13100元/吨，稳中上调；和2月份相比多偏稳。3月上海A00铝锭价格涨340元/吨，废铝出现品种差异，生铝价格多偏稳，铝合金、铝线上调200-300元；整体看，中上旬因铝锭价格走软，废铝回落情况下，持货商惜售，市场货源收紧，下旬随着行情回暖，持货情况有所好转，但整体废料缺货情况不改，铝厂补库困难，实际成交价格偏高，废铝价格易涨难跌属性较强。

3月份，铝价整体呈现出先抑后扬的走势。近期美联储加息预期放缓，美元指数下探，国内宏观刺激不断，地产数据边际转暖，基本面上，原料供应紧张，库存开始加速去化，为电解铝价格形成一定支撑。整体来看，宏观氛围逐渐企稳，交易重心再度回归国内现实基本面，尤其是现货市场的需求情况，目前正处于消费季节性环比不断改善的阶段，铝价短期内或将维持偏强的走势。

图四十：二十年沪铝价格走势图



图四十一：十年沪铝价格走势图



图四十二：五年沪铝价格走势图



图四十三：2022年3月--2023年3月沪铝价格走势图



图四十四：2023年3月份沪铝价格走势图



6、房价

表一：2023年3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	71717 元/m ²	0.66%
2	北京	71294 元/m ²	0.39%
3	深圳	67484 元/m ²	1.14%↓
4	厦门	54387 元/m ²	0.3%
5	广州	46818 元/m ²	3.41%
6	杭州	45066 元/m ²	4.26%
7	陵水	39635 元/m ²	3.49%↓
8	三亚	38292 元/m ²	11%↓
9	南京	34476 元/m ²	2.14%↓
10	东莞	31109 元/m ²	4.9%

楼市信心总体在恢复，二手房价格基本走出低谷。3月份，70个大中城市商品住宅销售价格上涨城市个数增加，各线城市商品住宅销售价格环比上涨。国家统计局发布的《70个大中城市商品住宅销售价格变动情况》显示，3月份70个大中城市新建商品住宅价格环比上涨的城市有64个，环比下跌的城市5个，1个城市持平；二手住宅方面，环比上涨的城市有57个，环比下跌的城市降至13个。与2月份相比，3月份继续保持着良好复苏态势。70个大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市个数分别增加9个和17个。

各线城市新房价格环比增长。从各城市表现来看，新建商品住宅价格方面，3月份武汉、昆明和徐州三个城市位列涨幅前三，环比涨幅分别为1.3%、1.2%和1%；牡丹江、泉州和丹东处于跌幅前三位，环比跌幅分别为：-0.7%、-0.6%和-0.5%。当前，房价指数呈现“环比保持正增长、同比跌幅持续收窄”的良好态势。3月份全国70个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为0.4%，同比涨幅为-1.4%。房价指数的表现，和市场交易活跃有较好的关系。今年3月份各地房屋销售继续保持强劲拉升，进一步带动房价指数回暖。

当前各类城市出现了普涨现象，房价企稳的动力、特征和趋势非常明确。尽管4月部分城市交易有所下滑，但不影响房价走出低谷。在其看来，房价企稳和去年四季度金融16

条以来的政策推进有关，同时也说明市场信心持续恢复。从一季度房价整体表现来看，走势好于预期，这对于二季度房企和购房者等方面都会产生积极影响。

二手房价格指数基本走出低谷。二手住宅价格方面，遵义以 0.9% 的环比涨幅居首；哈尔滨、成都和西安位列第二，环比涨幅均为 0.8%；丹东和岳阳位居跌幅前两位，环比跌幅分别为 -0.6% 和 -0.5%，乌鲁木齐和吉林以 -0.3% 的跌幅处于第三。同比方面，上涨城市数量较 2 月份增加 1 个，包括成都、北京、上海、南充、无锡、长沙、昆明和徐州在内的 8 个城市处于上涨态势。与一手房市场相似，当前二手房市场也保持了复苏回暖态势。3 月份全国 70 个城市二手住宅价格环比涨幅为 0.3%，同比涨幅为 -2.9%。3 月份一二三线城市二手住宅销售价格环比涨幅分别为 0.5%、0.3% 和 0.2%；同比涨幅为 1.1%、-2.4% 和 -3.9%。

从数据上看，二手房价格指数基本走出低谷，趋势与一手房相似。3 月份二手房环比上涨城市数量明显增加，说明房东的预期也在变化。当前重点城市二手房交易拉升态势超过一手房，尤其是好学区和好房型的二手房交易更好。同时，需要注意到，一季度二手房最大的特点是挂牌量明显增加，其中一部分和房东急于换房等因素有关。各地要积极落实好购房政策，以促进二手房交易更加顺畅和活跃。

从目前的数据看，市场形势还是相对稳定。在银行放款

加速、房贷利率总体处于历史低位水平、地方政策调整扶持等多方面支持下，市场信心总体略有恢复，3月份的市场成交量有望继续保持上升态势。

三、国际国内热点

（一）梅德韦杰夫警告：若 G7 禁止对俄出口，俄将终止《黑海谷物倡议》。G7 正在考虑近乎全面禁止向俄罗斯出口。俄罗斯对此表示密切关注，并警告称对俄的新旧制裁将损害全球经济。《黑海谷物倡议》于去年 7 月由俄罗斯、土耳其、乌克兰和联合国四方共同达成，原定于去年 11 月到期，各方在到期之际决定将其延长 120 天。今年 3 月，俄罗斯宣布将倡议延期 60 天。G7 农业部长也在 23 日发布联合声明，强调成员国将强化粮食安全，并呼吁“延长、全面实施和扩大”通过黑海出口乌克兰谷物的协议。

（二）不动产登记发生历史性变革。近日，全国自然资源和不动产确权登记工作会议在四川成都召开。会议指出，2013 年 3 月《国务院机构改革和职能转变方案》明确提出建立不动产统一登记制度，至今已经整整十年。会议强调，十年来，不动产登记从分散到统一，发生了不可逆转的历史性变革。全面建立和实施不动产统一登记制度。目前，全国约 3000 个大厅、4 万个窗口、10 万人的登记队伍，每天为 40 万群众和企业提供各类登记服务，十年来累计颁发不动产权证书 7.9 亿多本、不动产登记证明 3.6 亿多份，电子证书证

明 3.3 亿多本。会议要求，要系统谋划未来五年的确权登记工作，持续深化不动产登记改革创新，全面保护人民群众不动产权利，持续推进农村不动产确权登记，完善自然资源确权登记制度，加强统一登记基础建设。

（三）不动产“带押过户”模式将全面推进。作为当前加快推动经济运行稳步回升的重要举措之一，不动产“带押过户”模式得到全面推进。自然资源部、中国银保监会联合印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》（以下称《通知》）提出，各地要在已有工作的基础上，根据当地“带押过户”推行情况、模式及配套措施情况，深入探索，以点带面，积极做好“带押过户”。“带押过户”是指依据《民法典》有关规定，抵押期间抵押人可以转让抵押财产。在申请办理已抵押不动产转移登记时，无需提前归还旧贷款、注销抵押登记，即可完成过户、再次抵押和发放新贷款等手续，实现不动产登记和抵押贷款的有效衔接。“带押过户”主要适用于在银行业金融机构存在未结清的按揭贷款，且按揭贷款当前无逾期。