

国内经济有望“冬去春来”

观点

1、本周商品指数震荡走高，工业品主要是受国内复苏预期推动，农产品则受到极端天气的干扰。展望下一阶段的行情，当前正处于岁末年初，市场的交投情绪并不高，成交量有所下滑。国内依旧是“弱现实强预期”的格局，一方面，疫情的影响还将持续一段时间，实际需求仍处于低点；另一方面，疫情高峰过后经济的自然修复、稳增长政策的推出又带来较为乐观的预期；海外则仍是“强现实弱预期”的格局，经济基本面的现实状况尚可，但经济下行的压力持续加大，经济衰退依旧是未来不得不面对的风险。此外，地缘政治因素导致供应链恢复缓慢，供应端的扰动持续存在。综合来看，多空因素交织复杂，商品走势或仍有反复，建议以波段操作为主。

核心逻辑

1) 本周商品指数震荡走高，受国内经济复苏的乐观预期推动，黑色系商品涨幅居前，受天气因素的干扰，农产品板块也出现了较为明显的上涨。此外，能化和基本金属也都有不同程度的上涨。

2) 美国房价继续下行，日本央行重申超级宽松。①美国公布的房价数据显示，伴随着美联储持续加息，以及人们担心未来经济陷入衰退，美国房价继续下滑，而美国房价走势往往领先于 CPI 中的住房租金分项，预计美国住房租金 CPI 在 2023 年某个时点也将转为下行，从而减弱对美国通胀的支撑。②黑田东彦表示在观察到日本债券市场的恶化后，调整 YCC 旨在改善市场功能，日本央行将通过保持宽松的金融条件来维持“最大程度的支持”。12月26日，黑田东彦重申，调整收益率曲线控制计划绝对不意味着退出超级宽松政策的第一步，而是宽松政策可持续并顺利平稳运行的一种方式。目前来看日本经济复苏仍偏弱，未来仍有较大不确定性。

3) 国内经济有望“冬去春来”。中国 12 月制造业 PMI 指数下滑至 47.0%，主因是防疫政策放开之后，疫情大规模扩散，对经济的供需两端均造成了明显冲击。往后看，国内的专家普遍认为疫情可能在 1 个月左右达到感染高峰，同时，百度健康问诊指数和百度疫情搜索指数已经开始回落，这些或表明本轮疫情对经济冲击最为明显的阶段在 12 月至 2023 年 1 月初。而随着第一轮新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道，从目前的数据来看，主要城市的地铁出行人数、拥堵指数在 12 月下旬已经有所回升。不过，考虑到今年春节较早，经济正式修复可能要等到 2 月春节假期后，彼

时疫情影响减弱叠加节后返岗或将正式推动国内经济进入修复期。

宏观·周度报告

2023 年 1 月 1 日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



一、宏观和政策跟踪

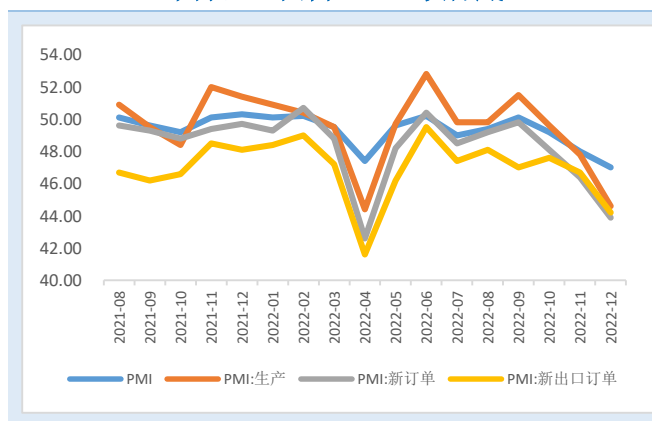
1.1 国内经济有望“冬去春来”

统计局公布的数据显示，中国 12 月制造业 PMI 指数下滑至 47.0%，预期 48.0%，前值 48.0%；非制造业 PMI 指数为 41.6%，预期 45.0%，前值 46.7%。

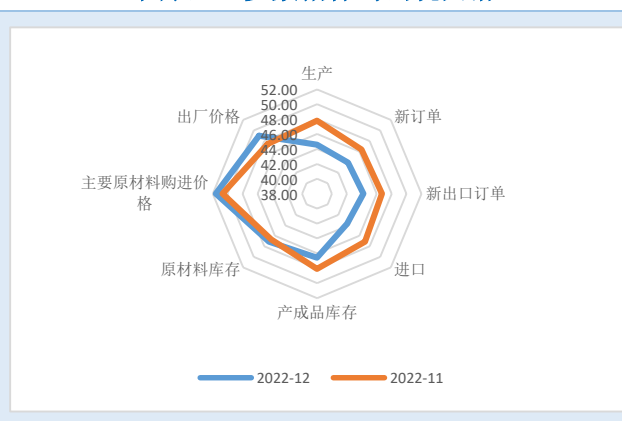
12 月 PMI 下探至年内最低读数，并连续第三个月位于荣枯线之下，其中，PMI 新订单指数、生产指数和从业人员指数分别较上月下降 2.5、3.2 和 2.6 个百分点，原材料库存、主要原材料购进价格、出厂价格分别回升 0.4、0.9、1.6 个百分点此外，新出口订单和进口订单指数分别下降 2.5 和 3.4 个百分点。主要原因是防疫政策放开之后，人员大规模感染，对经济的供需两端均造成了明显冲击，一方面，人流状况明显走弱，主要城市地铁客运量和拥堵指数有所回落，另一方面，感染激增导致缺勤现象严重。

往后看，国内的专家普遍认为疫情可能在 1 个月左右达到感染高峰，同时，我们观察到 12 月下旬开始，百度健康问诊指数和百度疫情搜索指数已经开始回落，这些因素或表明本轮疫情对经济冲击最为明显的阶段在 12 月至 2023 年 1 月初。而随着第一轮新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道。从目前的数据来看，主要城市的地铁出行人数、拥堵指数在 12 月下旬已经有所回升，例如，北京地铁客运量（7 日移动平均）从 12 月 17 日的 156 万人次修复至 29 日的 369 万人次，拥堵延时指数也从 1.14 的低点回升至 30 日的 1.61。不过，考虑到今年的春节比较早，1 月 7 日即开启春运，“返乡潮”的到来可能会使得 1 月就业、生产等修复速度偏慢，同时，大量的人口流动可能带来第二轮疫情感染高峰，将对春节期间的消费造成拖累。因此，经济正式修复可能要等到 2 月春节假期后，彼时疫情影响减弱叠加节后返岗或将正式推动国内经济进入修复期。

图表 1：国内 PMI 二次探底



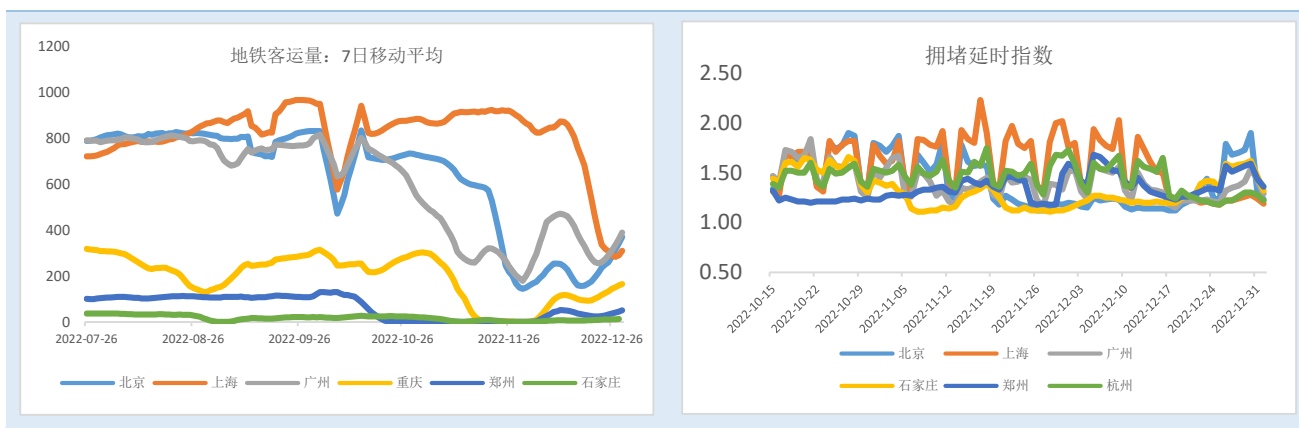
图表 2：多数指标均出现回落



数据来源：Wind

图表 3：主要城市地铁客运量（万人）

图表 4：主要城市拥堵延时指数



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

1、新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”

国务院联防联控机制印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案。2023年1月8日起,对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。依据传染病防治法,对新冠病毒感染者不再实行隔离措施,不再判定密切接触者;不再划定高低风险区;对新冠病毒感染者实施分级分类收治并适时调整医疗保障政策;检测策略调整为“愿检尽检”;调整疫情信息发布频次和内容。依据国境卫生检疫法,不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。

国务院联防联控机制召开新闻发布会,介绍新冠病毒感染实施“乙类乙管”措施有关情况。发布会主要内容有:我国疫情防控工作重心从“防感染”转向“保健康、防重症”;重症患者救治是当前工作重点;全国总体床位资源和设备资源能够满足重症患者救治需求;监测报告将根据疫情情况作动态调整,最终回归到乙类传染病每月公布一次;现在出现的“白肺”与原始毒株和疫苗接种没有关系。

2、央行货币政策委员会召开第四季度例会

央行货币政策委员会召开2022年第四季度例会指出,要坚持稳字当头、稳中求进,强化跨周期和逆周期调节,加大稳健货币政策实施力度,要精准有力,发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能,增强信心,攻坚克难,着力稳增长稳就业稳物价,着力支持扩大内需,着力为实体经济提供更有力的支持。

进一步疏通货币政策传导机制,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。用好政策性开发性金融工具,重点发力支持和带动基础设施建设。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下,保持物价水平基本稳定。

结构性货币政策工具要继续做好“加法”,强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持,落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具,综合施策支持区域协调发展。完善市场化利率形成和传导机制,优化央行政

策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，**推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。**

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，改善优质头部房企资产负债状况**，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，维护住房消费者合法权益，确保房地产市场平稳发展。引导平台企业金融业务规范健康发展，**提升平台企业金融活动常态化监管水平**。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

3、全国财政工作视频会议在北京召开

12月29日，全国财政工作视频会议在北京召开。全国财政工作视频会议强调，2023年积极的财政政策要加力提效，更直接更有效发挥积极财政政策作用。要优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，适度扩大财政支出规模。发挥财政稳投资促消费作用，强化政府投资对全社会投资的引导带动，促进恢复和扩大消费，加力稳定外贸外资，着力扩大国内需求。

一是增强财政政策的针对性有效性，优化完善助企纾困政策，激发各类市场主体活力，落实落细就业优先政策，大力提振市场主体信心。

二是发挥财政稳投资促消费作用，强化政府投资对全社会投资的引导带动，促进恢复和扩大消费，加力稳定外贸外资，着力扩大国内需求。

三是提升科技投入效能，强化高水平科技自立自强，推动产业结构优化升级，支持加快建设农业强国，推动建设现代化产业体系。

四是切实兜牢民生底线，支持建设高质量教育体系，促进提高医疗卫生服务能力，健全社会保障体系，持续改善生态环境质量，坚决兜住基层“三保”底线。

五是积极稳妥防范化解风险隐患，继续抓实化解地方政府隐性债务风险，加强地方政府融资平台公司治理，积极配合防范化解重要领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。

六是深入推进改革创新，优化预算管理制度，深化财政体制改革，完善税收制度，强化国有资产和资本管理，加强会计管理工作，全面提升财政管理现代化水平。

七是大力加强财会监督，健全财会监督体系和工作机制，进一步突出监督重点，加强与各类监督贯通协调，不断提升监督效能，进一步严肃财经纪律。

八是深化对外财经交流合作，积极参与全球经济治理，加强多双边经贸合作，支持高质量共建“一带一路”，推进更高水平对外开放。

4、全国发展和改革工作会议在京召开

全国发展和改革工作会议 28 日在京召开。国家发改委主任何立峰指出，全国发展改革部门要认真落实党中央确定的疫情防控优化措施，更好统筹疫情防控和经济社会发展。着力稳增长、稳就业、稳物价，大力提振市场信心，积极扩大国内有效需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，推动经济运行整体好转。全力打通制约高质量发展的卡点瓶颈，强化高水平科技自立自强，加快建设现代化产业体系，建设现代物流体系，积极稳妥推进碳达峰碳中和。推动构建高水平社会主义市场经济体制，推进高水平对外开放。扎实推动区域城乡重大战略部署落地，切实做好民生保障。进一步提高防范化解重大风险能力，强化粮食、能源资源、重要产业链供应链安全保障，以新安全格局保障新发展格局。

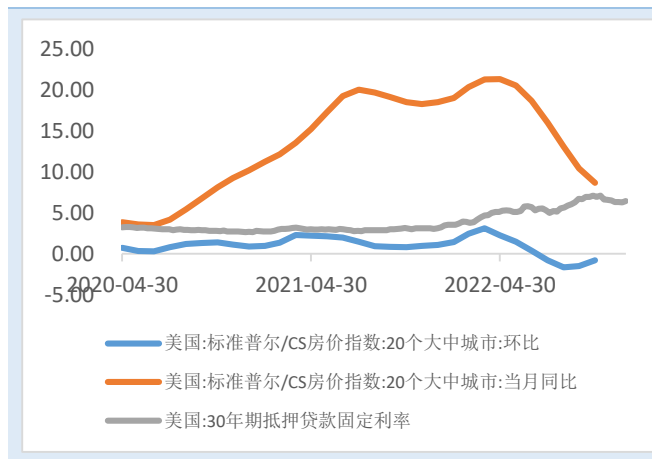
1.3 美国房地产市场继续疲软，日本央行重申超宽松政策

(1) 美国房价继续下滑，房地产市场或继续疲软

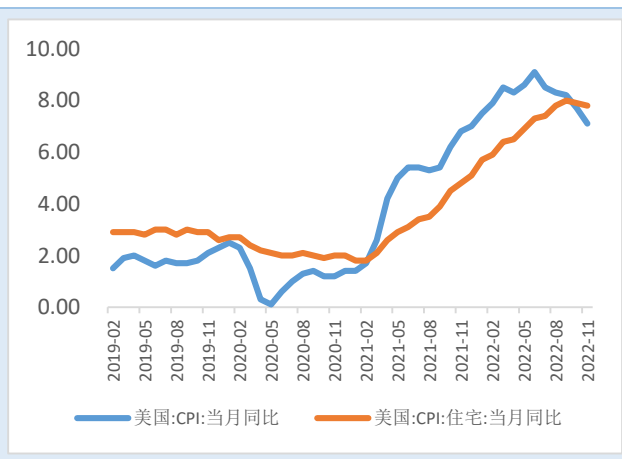
美国公布的房价数据显示，伴随着美联储持续加息，以及人们担心未来经济陷入衰退，美国房价继续下滑，数据显示，美国 10 月 S&P/CS 20 个大城市季调后房价指数环比跌 0.52%，为连续第四个月下跌，预期跌 1.2%，9 月前值由跌 1.24%修正为跌 1.35%；同比涨 8.64%，预期为 8%，9 月前值由 10.43%修正为 10.41%。美国 10 月 FHFA 房价指数环比持平，预期为跌 0.8%，前值为涨 0.1%。同比增幅从 9 月份的 11.1% 放缓至 9.8%，是自 2020 年 9 月以来首次出现非两位数的增长。美国房地产价格在 10 月继续下滑，主要由于抵押贷款利率的上升，以及对经济前景的担忧，房地美数据显示，30 年期固定抵押贷款的利率在 10 月达到 7.08%，11 月再次触及该水平，但此后有所回落，11 月的均值为 6.8%，较 10 月的 6.9% 小幅回落。

美国房价走势往往领先于 CPI 中的住房租金分项，11 月美国住房租金 CPI 环比上行 0.6%，同比上涨 7.2%，仍在呈上升态势，但由于租金走势滞后于房价，S&P/CS 20 个大城市季调后房价指数于 2022 年 7 月开始出现拐点，并持续下探，预计美国住房租金 CPI 在 2023 年某个时点也将转为下行，从而减弱对美国通胀的支撑。

图表 5：美国房价及房贷利率



图表 6：美国通胀有望持续回落

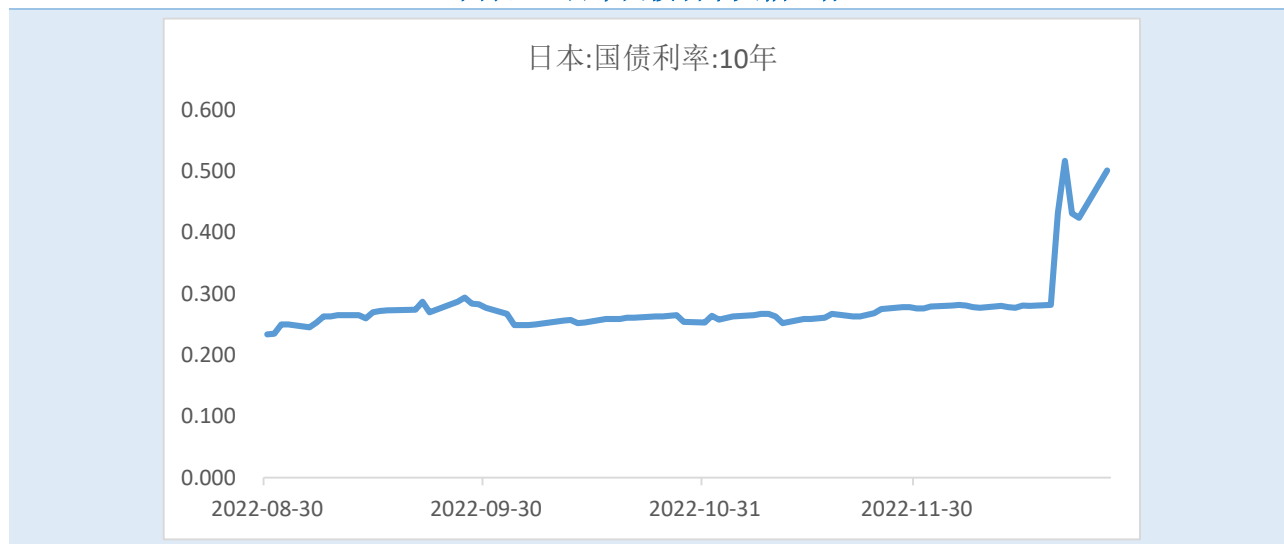


(2) 日本央行行长重申维持超级宽松政策

12月20日，日本央行意外地调整了收益率曲线控制计划，宣布将收益率目标上限从0.25%上调至0.5%左右，此举引发了市场猜测，日本央行正朝着政策正常化迈出第一步。黑田东彦则表示在观察到日本债券市场的恶化后，这一举措旨在改善市场功能，日本央行将通过保持宽松的金融条件来维持“最大程度的支持”。12月26日，黑田东彦在商业游说团体Keidanren主办的一次活动上重申，调整收益率曲线控制计划绝对不意味着退出超级宽松政策的第一步，而是宽松政策可持续并顺利平稳运行的一种方式。

目前来看日本经济复苏仍偏弱势，未来仍有较大不确定性。从数据来看，消费方面：日本11月零售销售同比增长了2.6%，为连续第九个月增长，原因是边境管制的取消以及日本政策的国内旅游补贴提振了消费需求，但远低于普遍预期的3.7%。11月零售额环比同样意外下滑，较10月份下降1.1%，为5个月来首次，主因是物价上涨导致被压抑后释放的需求开始降温，超过了游客回归带来的提振。就业方面：日本11月的失业率降至2.5%，较上月下降0.1个百分点，近3个月首次改善，原因包括新求职人数较上月减少等，而就业岗位保持在2020年3月以来的最高水平。物价方面：11月日本消费者物价指数为103.8.较上年同期上涨3.7%，这是自1981年12月以来的最大同比涨幅，创40年11个月新高。日本连续15个月上涨的CPI显示出受日元贬值等影响，食品和能源等商品价格正在上涨。

图表 7：日本国债利率大幅上行



数据来源：wind

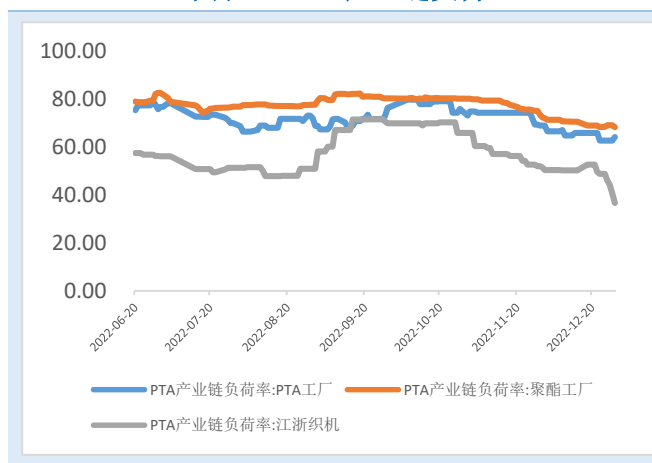
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

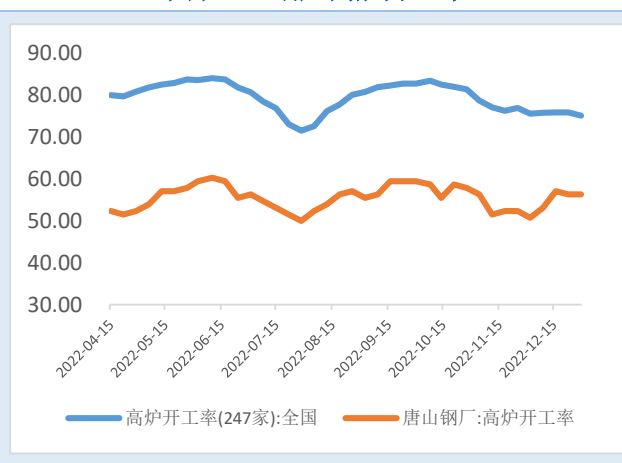
化工：需求依旧偏弱，开工率稳中有降。需求方面，聚酯产业链多数产品价格上涨，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有降，其中，PTA 开工率降至 62.78%，聚酯工厂负荷率降至 68.46%，江浙织机负荷率降至 36.67%。

钢铁：生产稳中有降，需求持续放缓。全国高炉开工率本周小幅下降 0.72 个百分点至 75.21%。目前钢厂仍旧处于亏损边缘，开工率或保持偏低水平。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，社库、厂库双双累积，表需持续走弱。进入传统的消费淡季，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

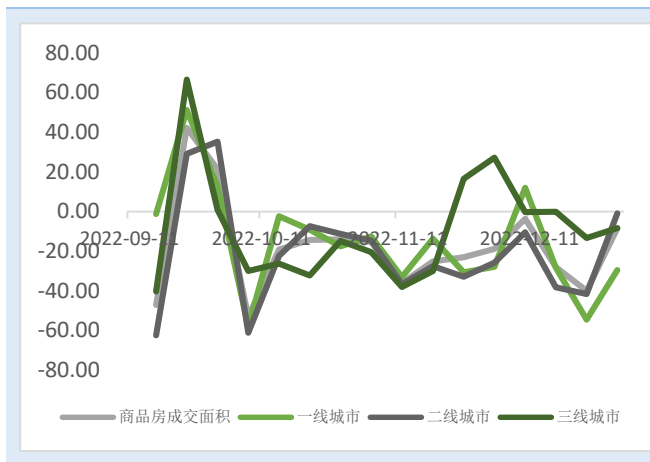
2.2 地产销售月环比上升，汽车销售表现回暖

房地产销售月环比上升。截至 12 月 29 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比升高 48.82%，按均值计，12 月环比上升 14.28%，同比下降 25.39%，一、二、三线城市 12 月同比增速分别为 58.84%、58.03% 和 14.33%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 45.93%，一、二、三线城市环比增速分别为-66.32%、101.97%和 41.96%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 2.40%，其次为二线城市，溢价率为 1.33%，一线城市最低。

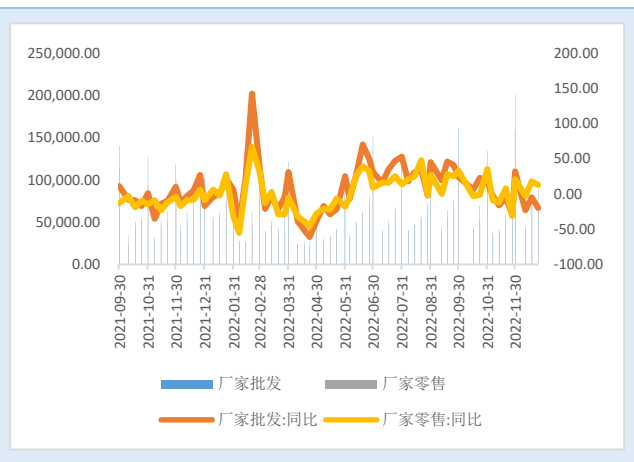
乘用车销售表现回暖。乘联会数据显示，12 月 19-25 日，乘用车市场零售 63.3 万辆，同比增长 13%，环比上周增长 17%，较上月同期增长 70%；乘用车市场批发 46.8 万辆，同比下降 20%，环比上周下降 2%，较上月同期增长 3%。12 月 1-25 日，乘用车市场零售 167.4 万辆，同比去年增长 9%，较上月同期增长 47%；全国乘用车厂商批发 141.4 万辆，同比去年下降 17%，较上月同期增长 11%。

生产端来看，受疫情导致缺勤的影响，汽车开工率小幅回落，12月29日当周半钢胎开工率回落至53.59%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

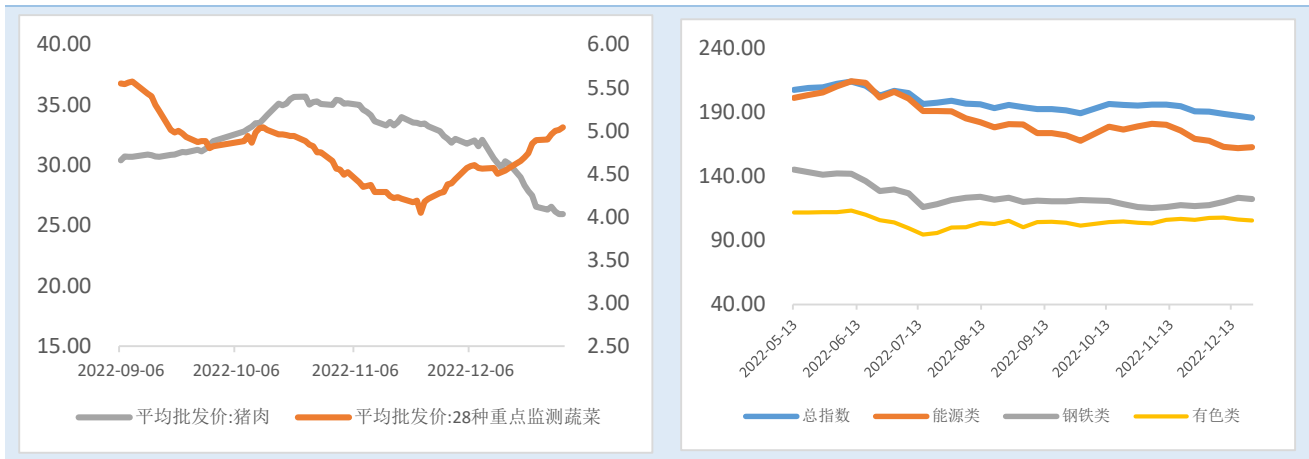
(1) **本周食品价格涨跌互现。**本周蔬菜均价环比上涨 4.58%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 5.97%。

(2) **国内通胀短期无虞，疫后或温和回升。**近期猪肉价格持续回落，但蔬菜价格季节性上涨，预计食品价格整体对通胀影响有限。往后看，猪肉等食品价格在岁末年初的季节性因素推动下或仍然有小幅上涨的压力，但生猪存栏量目前已触底回升，中长期的压力将逐步得到缓解，而且国际能源供给已经出现缓和，预计食品和能源价格不会对 2023 年通胀构成持续性的压力。需要关注的是如果后续国内防疫调整顺利、经济逐渐重启，2023 年国内通胀料将有回升的动力，但考虑到与西方国家不同的是，国内货币没有超发且面临的供给环境也大不相同，疫后通胀应不存在大幅上升的压力。

(3) **PPI 上升压力不大，2023 年同比前低后高。**考虑到 2023 年基建投资保持高强度的同时，地产投资改善幅度力度有限，国内工业品需求总体将趋于温和改善，带动 PPI 环比在二季度之后持续转正。不过，海外主要经济体陷入衰退的风险持续加大，部分以海外需求定价为主的商品不具备明显反弹的基础。因此，预计 2023 年 PPI 同比将出现反弹，但力度不会太大，节奏上前低后高。

图表 12：食品价格多数回落

图表 11：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎