

美联储继续放鹰，多数商品回落

观点

1、本周商品指数高位回落，受宏观因素影响，工业品、农产品双双走弱。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，成交量持续下滑。国内方面，需警惕“强预期”与“弱现实”之间的切换，内需引领下的复苏是比较大的趋势，但需求何时恢复以及多长程度上恢复是市场下一阶段博弈的重点。海外方面，加息和衰退预期的博弈是现阶段交易的重点，经济数据好一些，则交易加息的压制，经济数据差一些则担心衰退的影响，同时博弈暂停加息甚至开启新一轮宽松。总的来看，在主线不明的情况下，逻辑切换较快，交易难度极大，短期建议以波段操作为主。

核心逻辑

1) 本周商品指数高位回落，一方面，美联储释放偏鹰的信息打击市场情绪，另一方面，国内强预期降温，“弱现实”下部分商品高位回调。

2) 美国劳动力市场供需偏紧，美联储继续放鹰。①美联储12月的会议纪要被广泛解读为偏鹰的政策立场，体现在美联储对终点利率和降息时点的判断与市场预期存在差距，美联储预计终点利率将超过5%，且2023年不会降息。②美国劳动力市场仍偏紧。12月ISM制造业就业指标重返扩张，升至四个月新高，同日发布的美国11月JOLTS职位空缺数超预期升至近1046万。此外，美国12月新增非农就业22.3万，失业率低至3.5%，这些数据表明美国劳动力市场需求尚未大幅走软，或支持美联储继续加息。但数据显示美国国内经济下行压力持续加大，未来劳动力市场有望降温，且美国通胀处于下降的通道，预计终点利率在达到5%附近后有望暂停加息。

3) 财新制造业PMI降至三个月最低。12月，疫情防控措施优化后，短期内疫情感染人数激增，对经济景气度有所冲击，具体表现为供需、就业持续疲软，采购量和库存处于低水平。然而随着疫情限制措施的减少，制造业企业乐观情形显著提升。从近期的数据来看，在第一轮疫情达峰之后，地铁客运量、拥堵延时等出行数据均有较明显的恢复，而随着1月8日正式实施“乙类乙管”，出入境正式恢复通关，预计经济将进入恢复的趋势。不过，考虑到今年春节较早，“返乡潮”的到来可能会使得1月就业、生产和需求等修复速度偏慢，经济正式修复或在春节后，届时疫情影响减弱叠加节后返岗，国内经济或正式进入复苏阶段。

宏观·周度报告

2023年1月8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

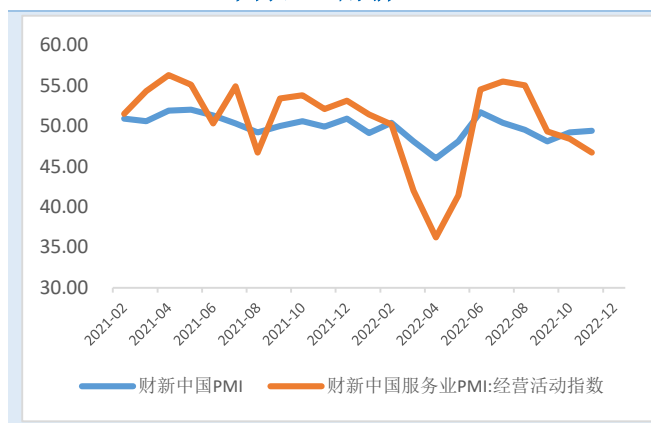
一、宏观和政策跟踪

1.1 国内经济有望进入恢复的趋势

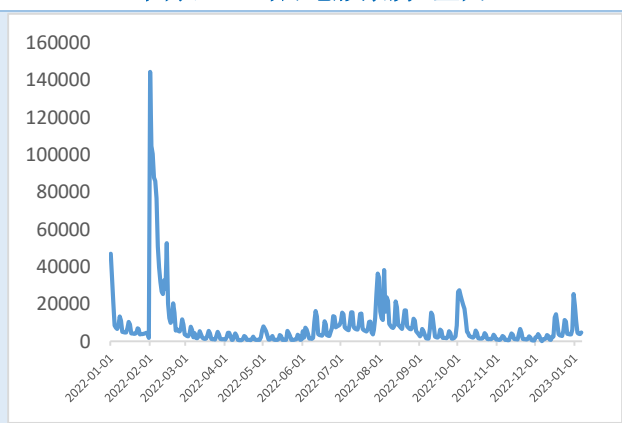
财新制造业 PMI 降至三个月最低。2022 年 12 月财新 PMI 录得 49.0%，较 11 月低 0.4 个百分点，降至近三个月来最低，呈继续收缩态势。虽然防疫措施进一步优化，但由于疫情大范围蔓延、感染人数持续增加，12 月中国制造业景气度连续第五个月低于荣枯线，且降幅扩大。这一走势与统计局制造业 PMI 一致。12 月，疫情防控措施优化后，短期内疫情感染人数激增，对经济景气度有所冲击，具体表现为供需、就业持续疲软，采购量和库存处于低水平。然而随着疫情限制措施的减少，制造业企业乐观情形显著提升。从近期的数据来看，在第一轮疫情达峰之后，地铁客运量、拥堵延时等出行数据均有较明显的恢复，而随着 1 月 8 日正式实施“乙类乙管”，出入境正式恢复通关，预计经济将进入恢复的趋势。不过，考虑到今年春节较早，“返乡潮”的到来可能会使得 1 月就业、生产和需求等修复速度偏慢，经济正式修复或在春节后，届时疫情影响减弱叠加节后返岗，国内经济或正式进入复苏阶段。

元旦假期数据总体表现平平，但消费场景恢复是亮点。2023 年元旦假期期间，出行、旅游以及电影票房相关数据表现较为平淡，主要受到多地疫情集中爆发的影响，但部分城市疫情达峰后消费出现复苏的迹象。另外，受前期疫情影响较大的消费场景正在恢复，例如，跨省游比重上升，跨境游热度也有提升，游客旅游半径正逐步扩大。此外，全国影院营业率在防疫措施优化后也呈快速上行的态势。预计随着多地疫情感染人数达峰，春节期间出行、旅游及观影等相关数据或呈复苏的态势，但疫情的负面影响可能会有所延续，相关数据短期内或较难恢复至疫情前同期水平。

图表 1：财新 PMI



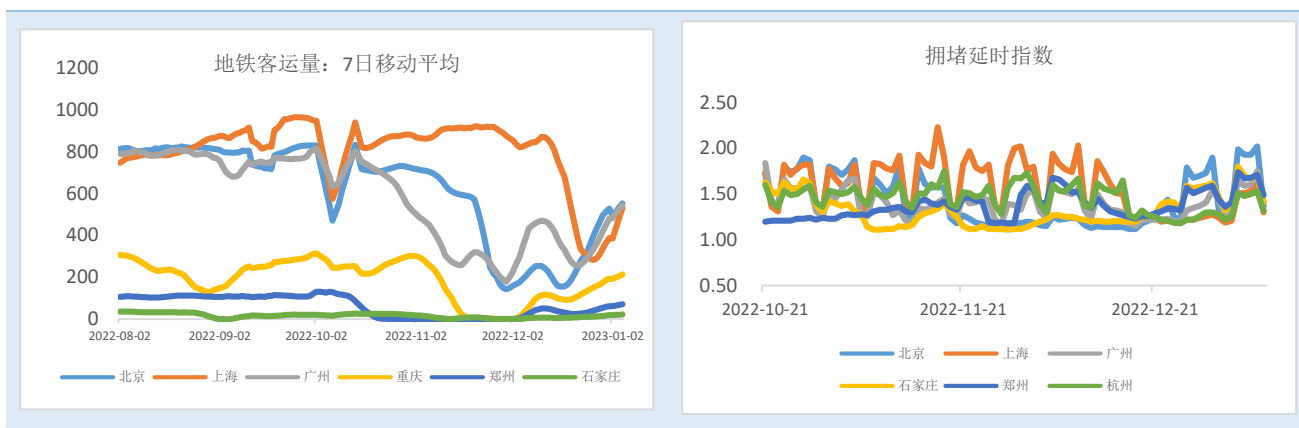
图表 2：当日电影票房:全国



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、积极的财政政策加力提效

1月3日，财政部部长刘昆日前接受新华社记者采访。刘昆表示，加大财政宏观调控力度主要是加力和提效两方面。加力，包括在财政支出、专项债以及财力下沉三方面加力，主要通过适度扩大财政支出规模合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大专项债投向领域和用作资本金范围，并持续增加中央对地方转移支付等。提效，一方面是完善税费优惠政策，增强精准性和针对性，着力助企纾困，另一方面是优化财政支出结构，有效带动扩大全社会投资，促进消费。同时，加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力。

2、央行工作会议提出七大举措

1月4日，中国人民银行召开2023年工作会议，总结2022年和五年来主要工作，分析当前形势，部署2023年工作。会议要求，2023年，人民银行要建设现代中央银行制度，大力提振市场信心，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，有效防范化解重大金融风险，持续深化金融改革开放。具体包括七方面举措，一是精准有力实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。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。多措并举降低市场主体融资成本。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。二是加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。**支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设。**坚持对各类所有制企业一视同仁，引导金融机构进一步解决好民营小微企业融资问题。落实金融16条措施，**支持房地产市场平稳健康发展。**三是持续推动金融风险防范化解。进一步发挥国务院金融委办公室牵头抓总作用。健全金融稳定保障基金管理制度。四是持续完善宏观审慎管理体系。优化宏观审慎压力测试机制。强化系统重要性银行监管。加强金融控股公司监管。五是持续深化国际金融合作和对外开放。做好二十国集团可持续金融牵头工作。稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。有序推进人民币国际化。六是持续深化金融改革。继续完善金融基础设施统筹监管框架。加强平台企业金融业务常态化监管。继续深化外汇领域改革开放。七是全面提升金融服务和水平。持续推进金融立法。扎实做好金融统计和研究工

作。不断提升支付监管质效。深化金融科技应用与管理。强化人民币现金管理。有序推进数字人民币试点。持续提升国库业务信息化水平。全面加强征信体系建设。扎实开展反洗钱监管。强化金融消费者权益保护。

3、房地产政策进一步加码

央行、银保监会决定，在阶段性调整差别化住房信贷政策基础上，建立新发放首套住房商业性个人住房贷款利率政策动态调整长效机制。自 2022 年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。地方政府按照因城施策原则，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。对于采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

据央视新闻，住建部部长倪虹指出，要精准施策，推动房地产市场平稳健康发展。对于购买第一套住房的要大力支持，首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。对于购买三套以上住房的，原则上不支持，就是不给投机炒房者重新入市留有空间。倪虹表示，自己对 2023 年住房城乡建设工作充满信心，对房地产市场企稳回升很有信心。

4、央行党委书记、银保监会主席郭树清重磅发声

央行党委书记、银保监会主席郭树清重磅发声。郭树清表示，将当期总收入最大可能地转化为消费和投资；金融政策要积极配合财政政策和社会政策，多渠道增加中低收入和受疫情影响较大群体的收入，提高消费能力；以满足新市民需求为重点，开发更多适销对路的金融产品，鼓励住房、汽车等大宗商品消费；货币政策加大向民营企业的倾斜力度，保持信贷总量有效增长，推动降低综合融资成本；丰富民营企业融资渠道，支持其通过发行股票债券获取更多金融资源；14 家平台企业金融业务专项整改已经基本完成，少数遗留问题也正在抓紧解决；努力促进房地产与金融正常循环；中长期看，人民币汇率会保持双向波动，但总体上将持续走强；进一步加快发展直接融资，深入推进股票发行注册制改革。

郭树清表示，金融机构将进一步树立“一视同仁”理念，公平公正对待各类所有制企业。货币政策加大向民营企业的倾斜力度，保持信贷总量有效增长，推动降低综合融资成本。丰富民营企业融资渠道，支持其通过发行股票债券获取更多金融资源；要高度关注通胀反弹的潜在可能性。考虑到当前海外通胀仍将高位运行，容易通过生产、流通等多个环节向我国传导，对此要保持高度警惕。

1.3 美联储放鹰，非农数据好坏参半

(1) 美联储会议纪要释放偏鹰信号

当地时间1月4日美联储发布2022年12月公开市场委员会(FOMC)的会议纪要,详细揭露了货币政策制定者对经济和加息路径的最新研判,继续展现偏鹰的论调和立场。在12月的FOMC上,美联储决定加息50BP,使得联邦基金利率区间进一步提升至4.25%-4.50%,2022全年累计加息425个基点,在披露的点阵图中,FOMC委员们对于本轮加息“终点的预测中值也从4.6%上升至5.1%,意味着2023年可能还有至少75个基点的加息。

12月的会议纪要显示与会者普遍认为需要维持限制性的货币政策立场,直到后续的数据能够提供通胀稳步回落至2%的信心,而这本身可能也需要一些时间,没有任何一位与会者预期在2023年开始降息会是妥当的行为。加息步伐放缓并不表示委员会实现价格稳定的目标有所减弱,或者判断通胀已经持续处于稳定下行的通道。通胀前景方面,与会者表示10月和11月通胀增速展现出“受欢迎的”下降,但同时强调需要更多的进展才能确信通胀持续处于下降的轨道上,与经济前景相关的不确定性仍然很高,通胀前景的风险仍然倾向于上行,同时价格压力可能最终会被证明比预期更加持久。

12月的会议纪要被广泛解读为偏鹰的政策立场,体现在美联储对终点利率和降息时点的判断与市场预期存在差距,纪要公布后,利率期货显示2月1日加息25BP的概率有所下降,终点利率也从4.75%-5.0%升至5.0%-5.25%,年内降息的概率也明显下降。美联储鹰派纪要发布后令道指和纳指两度转跌,标普逼近平盘,最终美股惊险收涨,美债收益率跌幅收窄,黄金连续两日盘中创近七个月高位。

现阶段美国房地产下行、制造业PMI指数萎缩、消费需求走弱等表明美国经济面临较大的下行压力,但劳动力市场却异常强劲,12月ISM制造业就业指标重返扩张,升至四个月新高,与同日发布的美国11月JOLTS职位空缺数超预期升至近1046万一道,此外,美国12月ADP就业人数增加23.5万人,远超普遍预期的15万人以及前值12.7万人,这些数据表明美国劳动力市场需求尚未大幅走软,或支持美联储继续加息。短期仍需密切关注美国劳动力市场及消费市场等数据情况。

(2) 美国劳动力市场供需仍然偏紧

当地时间1月6日,美国劳工部公布的数据显示,美国12月新增非农就业22.3万人(季调后),高于彭博一致预期的20.3万人,前值下修0.7万人至25.6万人。12月失业率为3.5%,低于预期和前值的3.7%;12月劳动参与率回升至62.3%,高于预期的62.2%。12月平均时薪环比为0.3%,前值为0.4%。

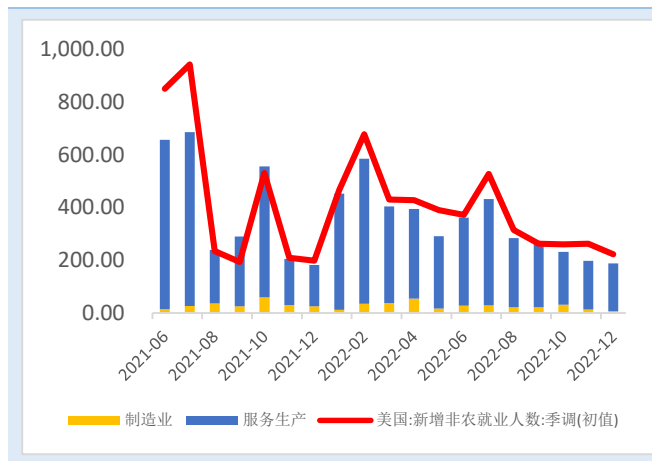
从具体行业来看,就业增长主要来自医疗保健和社会救助、休闲和酒店以及建筑业。休闲酒店娱乐新增就业6.7万人(前值7.9万人)、医疗保健和社会救助新增就业7.44万人(前值7.33万人)、教育和保健服务新增就业7.8万人(前值9万人)、信息业新增就业-0.5万人(前值2.2万人)、建筑业新增就业2.8万人(前值1.5万人)、制造业新增就业0.8万人(前值0.8万人)。往后看,在度过圣诞、元旦的消费旺季后,餐饮相关就业需求或将回落,同时,随就业市场和商业活动持续降温,相关服务需求加速

减少。从ADP数据来看，中小企业仍然处于扩招中，但是超过500人的大型企业开始裁员，未来随着裁员潮在科技、娱乐行业进一步蔓延，对非农就业的拖累也将逐步显现。

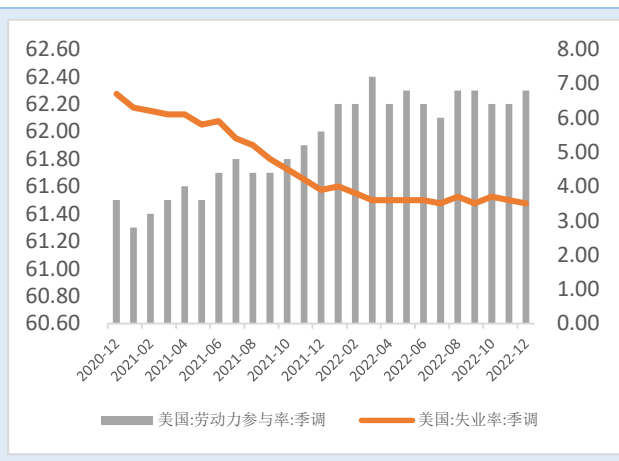
从失业率、劳动参与率、JOLTS 职位空缺数等数据可以看到目前美国劳动力市场供需仍然偏紧，一方面，劳工供给不足可能是与大量超额退休、工作意愿下滑以及美国移民政策偏紧等原因有关；另一方面，劳工需求方面，美国重启后总需求快速恢复，叠加大规模财政刺激，导致劳动力需求快速恢复。不过，12月平均时薪环比和同比双双回落，超预期下跌，服务业薪资回落幅度最大，这或预示着服务通胀压力有可能超预期下降。

12月的非农数据显示美国劳动力市场供需仍然偏紧，这或支持美联储继续加息，但一方面，PMI、房地产、消费等数据显示美国国内经济下行压力持续加大，部分大企业开始裁员，未来劳动力市场有望降温，另一方面，美国通胀处于下降的通道，薪资增速的回落或预示着服务通胀压力有可能超预期下降。因此，我们维持此前的判断，美联储将继续放缓加息，终点利率在达到5%附近后有望暂停加息。

图表 5: 美国非农就业好于预期



图表 6: 美国劳动力市场供需偏紧



数据来源: WIND

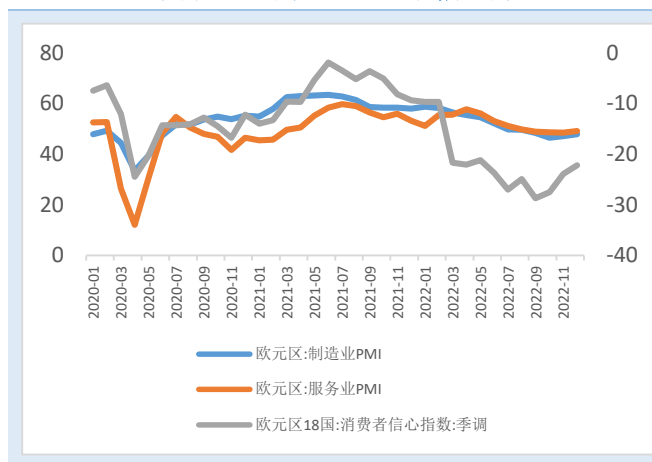
(3) 欧元区制造业继续回升，日本 PMI 连续两月萎缩

欧元区：12月制造业 PMI 继续回升，但前景仍面临不少挑战。当地时间1月2日，欧元区12月制造业 PMI 终值录得47.8%，较11月的47.1%上升0.7个百分点，连续两个月走高，但仍处于临界线下，说明欧元区经济下滑有所放缓。不过，欧元区11月CPI同比上涨10.1%，较上月下滑0.5个百分点，通胀压力出现缓解迹象。欧洲央行在12月会议上加息50bp，加息幅度有所放缓，但拉加德多次重申欧洲央行的鹰派立场，表示后续几次会议或维持50个基点的加息幅度，并计划从2023年3月开始主动缩表。在欧央行持续加息的背景下，欧元区制造业需求可能将继续承压，地缘政治因素也给欧洲经济前景带来不确定性，经济前景仍面临不少挑战。

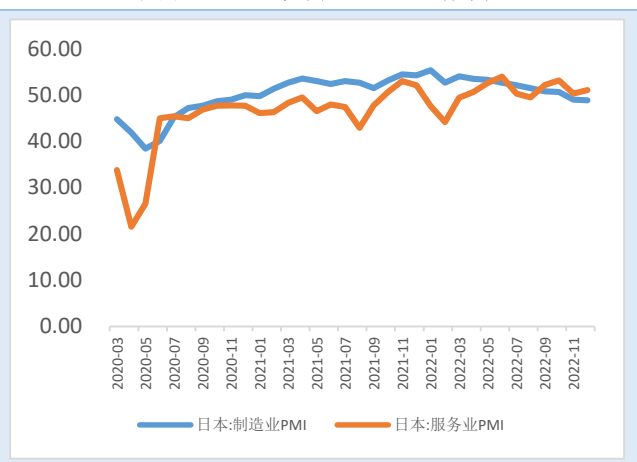
日本：12月制造业 PMI 连续两月萎缩，企业前景预期仍不乐观。1月4日，一项商业调查显示，日本12月制造业活动出现26个月来最大降幅，在全球经济放缓的背景下，企业活动进一步下滑。经季调后的

12月Jibun Bank日本制造业采购经理人指数(PMI)从11月的49.0%微降至48.9%。尽管略高于预期值,但该读数仍是自2020年10月以来的最低水平也是连续第二个月低于荣枯线,低迷的原因主要是当前的国际和国内需求环境疲软。

图表7: 欧元区 PMI 小幅回升



图表8: 日本制造业 PMI 微降



数据来源: WIND

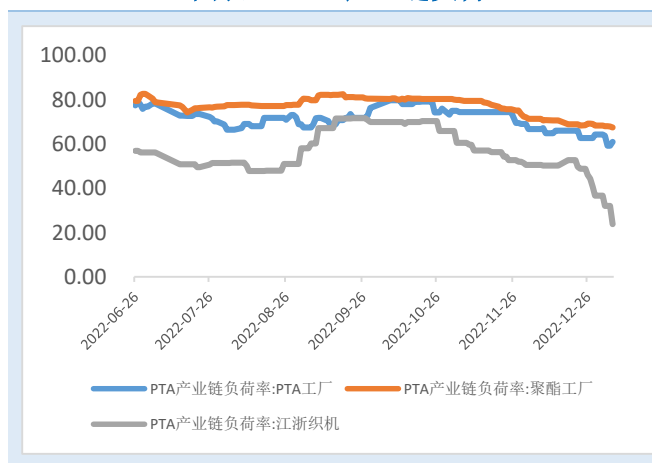
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

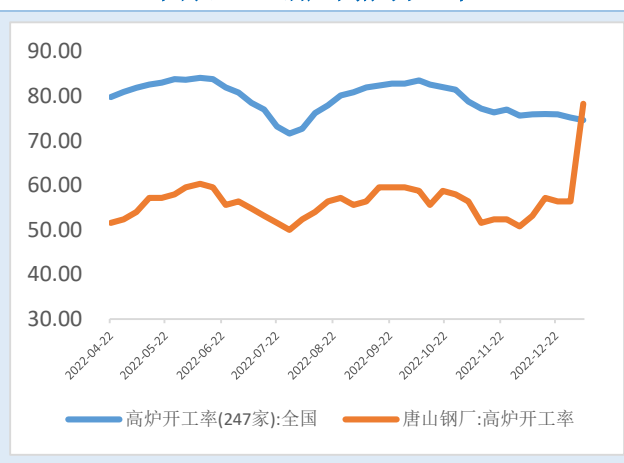
化工：需求依旧偏弱，开工率稳中有降。需求方面，聚酯产业链多数产品价格涨跌互现，涤纶 POY 价格延续上涨、PTA、聚酯切片价格同步回落。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有降，其中，PTA 开工率降至 61.07%，聚酯工厂负荷率降至 67.52%，江浙织机负荷率降至 32.15%。

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 0.57 个百分点至 74.64%。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，钢材产量继续小幅下降，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 9：PTA 产业链负荷



图表 10：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

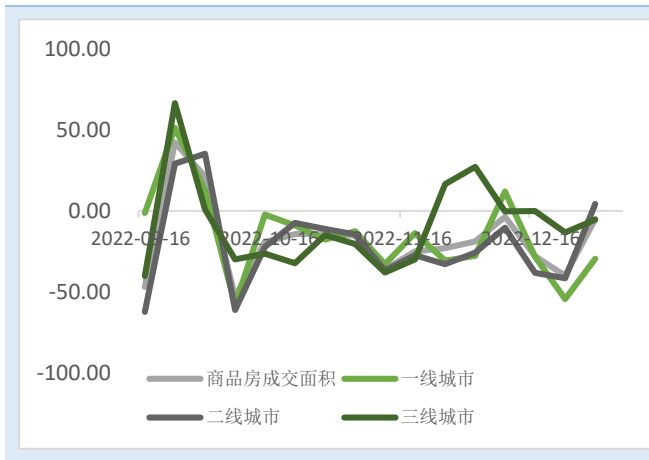
2.2 地产销售周环比下降，汽车销售表现回暖

房地产销售周环比下降。截至 1 月 5 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 39.06%，按均值计，1 月环比下降 18.51%，同比下降 19.15%，一、二、三线城市 1 月同比增速分别为 10.84%、-31.94%和 -17.20%；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-8.42%，一、二、三线城市环比增速分别为-7.87%、7.46%和-14.08%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 0.83%，其次为二线城市，溢价率为 0.06%，一线城市最低，为 0.00%。

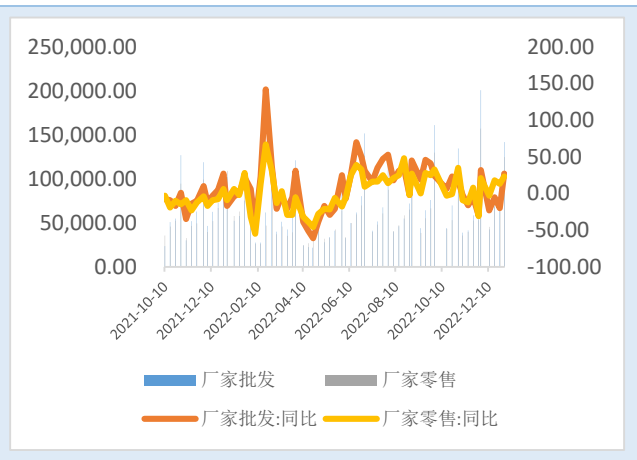
乘用车销售表现回暖。乘联会数据显示，今年 12 月第五周总体狭义乘用车市场零售达到日均 12.5 万辆，同比 2021 年 12 月第五周增长 23%，相对今年 11 月第五周均值增长 21%。新十条改变了车市的封控状态，市场明显回升，部分政策到期加上春节放假时间引导消费需求前置，行业终端价格持续下滑，刺激需求，也激发了消费者的购买欲望。

生产端来看，受疫情导致缺勤、以及元旦放假的影响，汽车开工率小幅回落，1月5日当周半钢胎开工率回落至 51.52%。

图表 11：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 12：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

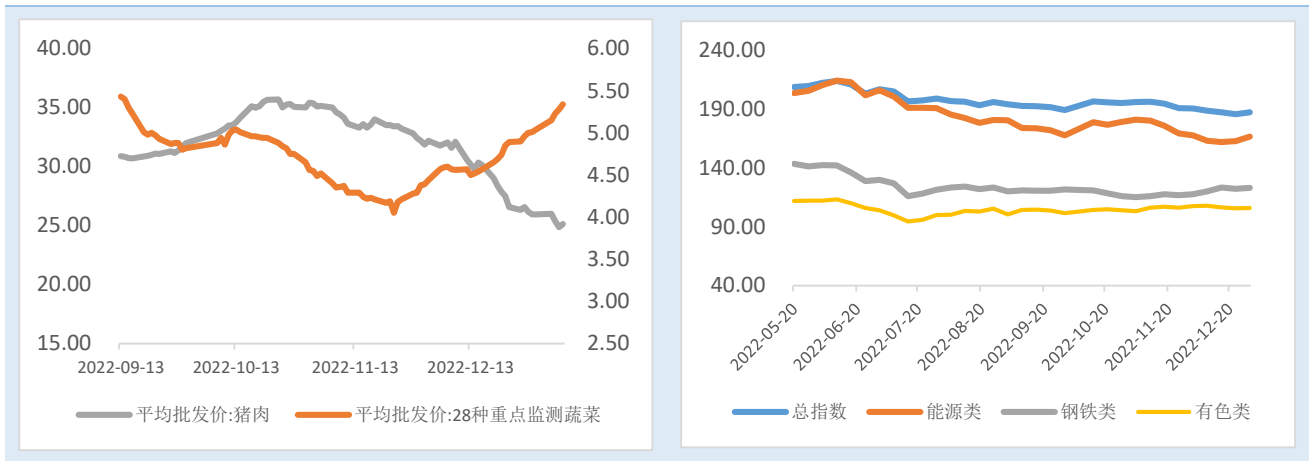
(1) **本周食品价格涨跌互现。**本周蔬菜均价环比上涨 5.17%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 3.20%。

(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 13：食品价格多数回落

图表 14：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