

# 国内经济复苏势头良好，关注美国

观点

## 通胀对风险偏好的扰动

1、本周国内商品多数走弱，主因是国内回归弱现实与美联储政策快速转向的乐观预期的修正。往后看，国内方面：1月份的PMI、通胀、信贷等数据均表明了国内经济复苏的势头良好，内需出现了明显的改善，不过，结构上仍有隐忧，主要集中在居民端，居民信心的修复或仍需时日，当然这也意味着未来的政策重心或放在提振居民消费信心上。国外方面：在强劲的非农数据之后，需要重点关注下周公布的美国通胀数据的变化，一旦通胀表现超预期的强，那么加息预期还进一步向鹰派方向修正，而若通胀继续向预期方向回落，那么短期可能会再度提振市场的风险偏好。

### 核心逻辑

1) 本周国内商品多数延续回落的走势，一方面，国内需求环比出现改善，但同比目前还比较弱（回归弱现实交易）；另一方面，强劲的非农数据修正了美联储政策快速转向的乐观预期。

2) 美联储官员发表鹰派言论，预计上半年结束加息进程。1) 在强劲的非农就业报告发布之后，多位美联储官员发表了偏鹰的言论：认为1月强劲的非农就业增长令美联储更有可能需要，让政策利率的峰值超过联储决策者此前预期的水平。当前，美国经济数据走弱，尤其是制造业方面，商品通胀回落较快，但服务需求仍较强劲，劳动力市场依然偏紧张。因此，我们倾向于认为美联储将继续以25BP的幅度进行加息，同时仍有极大的概率在上半年结束加息进程，但利率维持高位的时间或比较长。2) 多位欧央行官员称目前通胀还处于高位，预计加息不会放缓。短期来看，在通胀没有明显缓解的背景下，欧洲不会放缓加息步伐，这意味着欧元表现或强于美元，1月美联储议息会议以后出现的弱美元短期不会扭转。

3) 经济复苏迹象初显，1月信贷取得开门红。1月信贷数据取得开门红，其中以企业中长期贷款的强势表现最为亮眼，主要是受贷款内生需求修复和稳增长政策支持的共振影响，表明了中国经济复苏势头良好。不过，居民端的贷款表现偏弱，表明居民加杠杆意愿不足，信心的恢复仍需时日。未来的政策重心可能会放在提振居民信心上，一方面，通过多渠道（劳务收入、财产性收入等）增加居民收入修复居民的资产负债表，提升居民的消费能力和消费意愿；另一方面，多措并举稳定房地产市场，改善居民住房消费的意

宏观·周度报告

2023年2月12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 经济复苏迹象初显，1月信贷取得开门红

中国人民银行2月10日公布的数据显示：中国1月新增人民币贷款49000亿人民币，预期42000亿人民币，前值13983亿人民币；中国1月社会融资规模增量59800亿人民币，预期54000亿人民币，前值13100亿人民币。中国1月M0货币供应同比7.9%，前值15.3%。中国1月M1货币供应同比6.7%，预期4.7%，前值3.7%。中国1月M2货币供应同比12.6%，预期11.7%，前值11.8%。

1) **企业中长贷高增推动信贷创历史新高**。1月新增人民币贷款49000亿元，同比多增9200亿元，相比18年-22年同期多增14940亿元；贷款存量同比增长11.3%，较上月提升0.2个百分点。从结构上来看，**居民贷款同比继续缩量是信贷的主要拖累，表明居民信心依然偏弱，消费和投资积极性不高**，其中，居民短期贷款新增341亿元，同比少增665亿元；居民中长期贷款新增2231亿元，同比少增5193亿元。相比之下，**企业对未来经济复苏的预期更加乐观，这也推动了企业中长期贷款创历史新高**，其中，企业短期贷款15100亿元，同比多增5000亿元；企业中长期贷款35000亿元，同比多增14000亿元，创历史新高；票据融资减少4127亿元，同比多减5915亿元，缩减规模仅次于2017年1月。

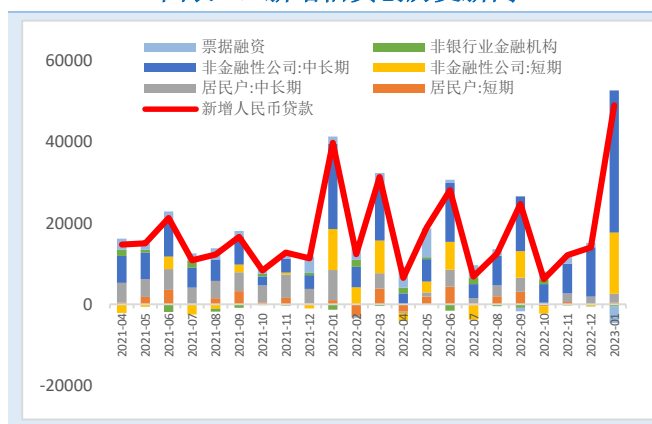
2) **新增社融同比略有回落，但高于预期**。1月新增社融规模为59800亿元，同比少增1959亿元，但高于市场一致预期的5.68万亿，社融存量同比增速较上月下行0.2个百分点至9.4%。从结构上来看，**一是人民币信贷投放强劲，是社融规模超预期的核心原因**。其中，1月人民币信贷同比多增7312亿元，创下历史新高；1月外币贷款折合人民币减少131亿元，已连续10个月净偿还，这可能与海外加息导致借款成本偏高有关。**二是，表外委托、信托贷款压降放缓，对社融构成一定的支撑**。其中，委托贷款同比多增156亿元，信托贷款同比少减618亿元；表外未贴现银行承兑汇票规模同比少增1770亿元。**三是，政府债和企业直接融资缩量，是社融的重要拖累**。其中，政府债券净融资4140亿元，同比少增1886亿元，主要是受到季节性因素的干扰，后续政府债券有望加快释放；企业债券净融资1486亿元，同比少增4352亿元，主要是发债成本偏高抑制了企业债券融资的意愿；非金融企业境内股票融资964亿元，同比少增475亿元。

3) **M1、M2增速同步提升**。1月M1同比增速提升3.0个百分点至6.7%，M2同比增速提升0.8个百分点至12.6%。在疫情趋于稳定后，中国经济快速重启，企业经营有所恢复，且人民币信贷偏强，支撑企业部门现金流回暖。此外，1月新增人民币存款6.87万亿元，同比多增3.04万亿，其中，居民存款同比多增7900亿元，企业存款同比多增6845亿元，非银行业金融机构存款同比多增11936亿元，财政存款同比多增511亿元。

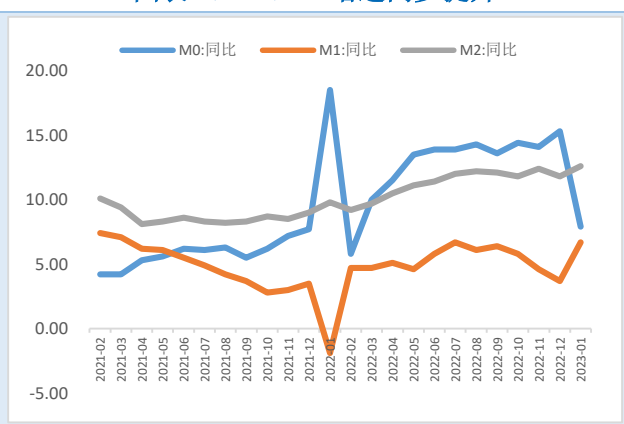
综合来看，1月信贷数据取得开门红，其中以企业中长期贷款的强势表现最为亮眼，主要是受贷款内生需求修复和稳增长政策支持共振影响，表明了中国经济复苏势头良好。不过，居民端的贷款表现偏弱，表明居民加杠杆意愿不足，信心的恢复仍需时日。未来的政策重心应放在提振居民信心，一方面，通过多

渠道（劳务收入、财产性收入等）增加居民收入修复居民的资产负债表，提升居民的消费能力和消费意愿；另一方面，多措并举稳定房地产市场，改善居民住房消费的信心。

图表 1：新增信贷创历史新高



图表 2：M1、M2 增速同步提升



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### 1、央行发布《金融控股公司关联交易管理办法》

央行发布《金融控股公司关联交易管理办法》，自 3 月 1 日起施行。《办法》明确，金融控股公司的关联方包括股东类关联方、内部人关联方以及所有附属机构。《办法》还明确八大禁止性行为，包括虚构交易、转移收入与风险或进行监管套利，进行不当利益输送等。

### 2、银保监会、央行制定了《商业银行金融资产风险分类办法》

银保监会、央行制定了《商业银行金融资产风险分类办法》，已于 2020 年 3 月 17 日经中国银行保险监督管理委员会 2020 年第 1 次委务会审议通过，现予公布，将自 2023 年 7 月 1 日起施行。《办法》称，金融资产按照风险程度分为五类，分别为正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类，后三类合称不良资产。《办法》提出，商业银行应对重组资产设置重组观察期。观察期自合同调整后约定的第一次还款日开始计算，应至少包含连续两个还款期，并不得低于 1 年。《办法》将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产。金融资产逾期后应至少归为关注类，逾期超过 90 天、270 天应至少归为次级类、可疑类，逾期超过 360 天应归为损失类。逾期超过 90 天的债权，即使抵押担保充足，也应归为不良。

### 3、1 月外汇储备因美元走弱上升，黄金储备连续三个月增加

2 月 7 日，国家外汇管理局统计数据显示，截至 2023 年 1 月末，我国外汇储备规模为 31845 亿美元，较 2022 年末上升 568 亿美元，升幅为 1.82%。1 月，受全球宏观经济数据、主要经济体货币政策预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨，汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。

#### 4、房地产市场加快恢复

2月3日，58同城、安居客发布2023年《1月国民安居指数报告》，其中1月全国找房热度环比上涨14.0%，购房者信心指数环比上涨8.0%，经纪人信心指数环比上涨21.1%，购房预期同步有所恢复，房地产市场有望回暖。诸葛找房数据显示，春节假期过后首周，北京地区二手房成交合计2814套，环比上涨519.82%，赶超去年末水平；新房周成交量达到760套，环比上涨783.72%。此外，北京地区成交价格整体平稳，部分学区房较去年同期有上涨。新年以来，多地出台稳楼市措施助力稳经济，化解风险成为2023年房地产调控工作重点。河南省、江苏省、辽宁省、武汉市、四川省分别在1月3日、1月16日、1月27日、2月6日、2月7日发布的政策中提出实施房地产市场平稳健康发展长效机制，如：释放住房需求，大力支持刚性和改善性购房需求，对公积金贷款、征收拆迁安置补偿、商品房价格备案制度提出优化，对二手房交易补贴、非住宅类商品房去库存提出相应政策。

在需求侧，各地强调保障自住性需求，尤其对于首套房的政策支持力度较为明显，不同城市改善性需求的支持政策还在分步推出。供给侧来看，1月5日，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。预计在供需两端政策下，2023年房地产市场将逐步回暖，同时，在房企债券融资趋稳、房贷利率下行的背景下，房地产投资也将有所提振。

### 1.3 美联储放缓加息，但非农超预期显隐忧

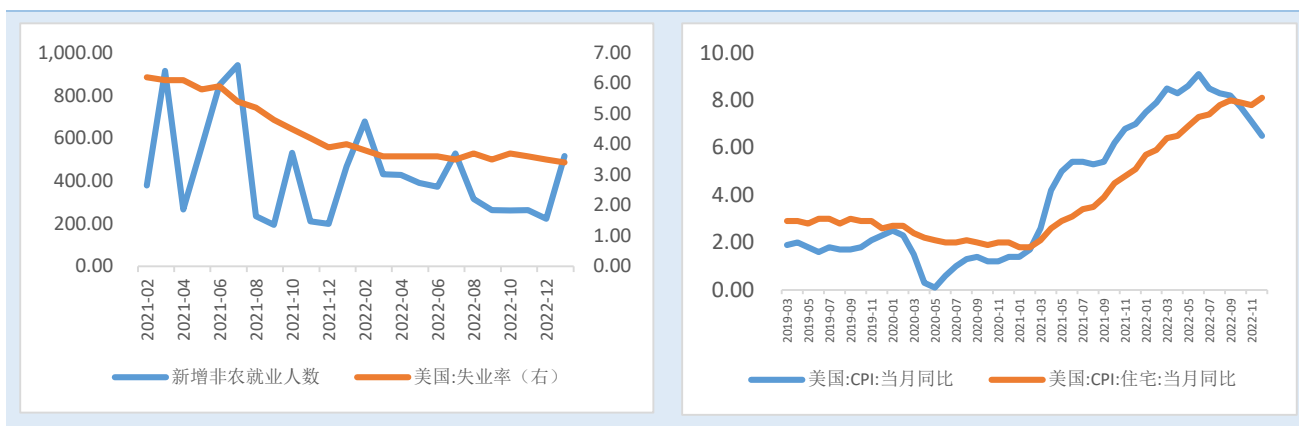
#### (1) 美联储官员发表鹰派言论，预计上半年结束加息进程。

当地时间2月6日，2024年拥有美联储货币政策委员会FOMC会议投票权的亚特兰大联储主席博斯蒂克评价，1月强劲的非农就业增长令美联储更有可能需要，让政策利率的峰值超过联储决策者此前预期的水平。博斯蒂克预期的基准利率峰值是5.1%，和去年12月美联储公布的联储官员预测中位值一致，他同时称，这种利率水平将保持到整个2024年。这意味着美联储可能还需要两次25BP的加息才能达到本轮加息周期的利率顶峰。

当前，美国经济数据走弱，尤其是制造业方面，商品通胀回落较快，但服务需求仍较强劲，劳动力市场依然偏紧张。因此，我们倾向于认为美联储将继续以25BP的幅度进行加息，同时仍有极大的概率在上半年结束加息进程，但利率维持高位的时间或比较长。

图表 3: 美国非农数据保持强劲

图表 4: 美国通胀持续回落



数据来源: Wind

## (2) 拜登发表国情咨文。

当地时间2月7日晚,美国总统拜登在美国国会大厦发表国情咨文演讲,聚焦经济、民生、安全、党派政治、对外关系等话题,并晒出任内成绩单,包括投资基础设施建设、创造就业岗位、缓解通货膨胀、提高供应链安全等。其中,税收方面,拜登要求国会将美国的股票回购税提高四倍,以鼓励长期投资。同时还呼吁国会通过其去年提出的对亿万富翁征收20%最低税率的建议,目的在于宣扬经济计划对美国中下层民众带来的好处,期许改变目前不乐观的民调走势。在债务问题方面,拜登在国情咨文中称计划削减2亿美元的赤字,但仍不会减少社会保障和医疗保险的支出。在外交问题方面,拜登强调反对普京的侵略,强调了继续支持乌克兰的立场。而在最为重要的中美关系上,拜登称美中竞争关系不应发展为冲突,美国致力于在符合美国和世界利益的方面同中国合作。经贸关系仍是中美关系的“压舱石”,两国预计继续加强经贸领域的合作,但科技等领域的竞争可能仍将持续。

## (3) 欧央行官员称加息不会放缓。

当地时间2月8日,欧洲央行管理委员会成员兼荷兰央行行长Klaas Knot表示,在央行下个月的会议上按计划加息50个基点后5月可能还需要将利率再上调相同幅度。当地时间2月7日,德国央行行长Joachim Nagel认为欧元区通胀持续下去会有很大风险,未来需要更多大幅加息;同日,欧洲央行管委兼法国央行行长Villeroy表示,近年来的超低利率不太可能重现。此外英国央行的加息行动也比美联储更为谨慎,英国央行的政策制定者Catherine Mann2月6日在布达佩斯发表讲话时表示,几乎没有迹象表明英国通胀出现重要的拐点,并警告价格前景存在“实质性上行风险”,央行利率下一步更有可能再次加息。短期来看,在通胀没有明显缓解的背景下,欧洲不会放缓加息步伐,这意味着欧元表现或强于美元,1月美联储议息会议以后出现的美元弱势短期不会扭转;中长期来看,欧洲央行应谨慎决策以防陷入滞胀局面。

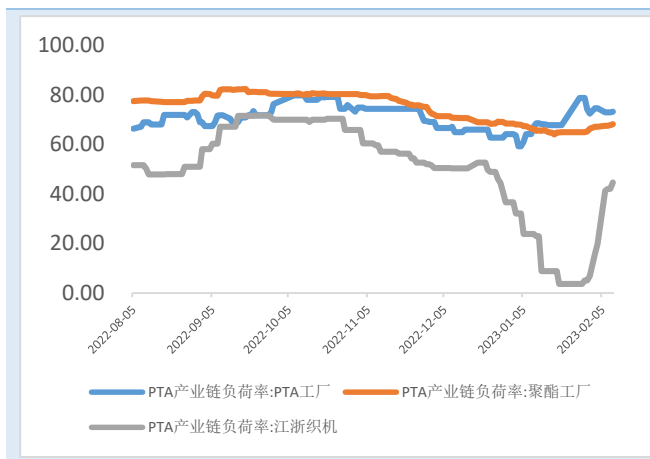
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产逐步恢复

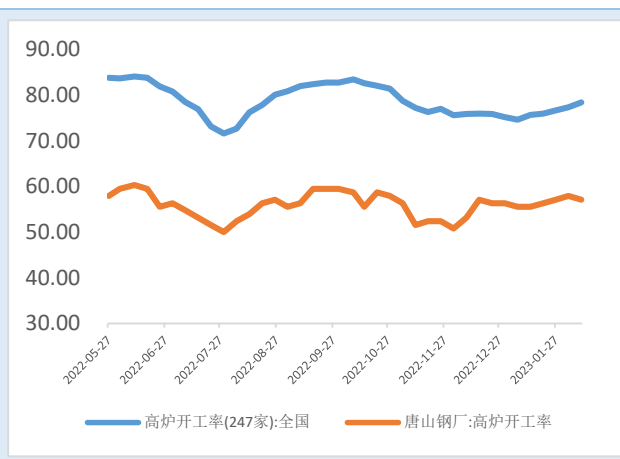
**化工：需求有所改善，开工率逐步恢复。**需求方面，聚酯产业链多数产品价格回落，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳步回升，其中，PTA 开工率升至 73%，聚酯工厂负荷率升至 68%，江浙织机还未复产，负荷率大幅升至 44%。

**钢铁：生产稳步回升，需求逐步改善。**全国高炉开工率本周上升 1.1 个百分点至 78.42%。目前钢厂盈利有所改善，开工率稳步回升。本周钢联数据显示，钢材产量继续回升，社库、厂库双双累积，表需持续改善。春节后开始复工复产，实际需求出现了季节性回升，下游实际成交逐步回暖。

图表 9：PTA 产业链负荷



图表 10：钢厂高炉开工率



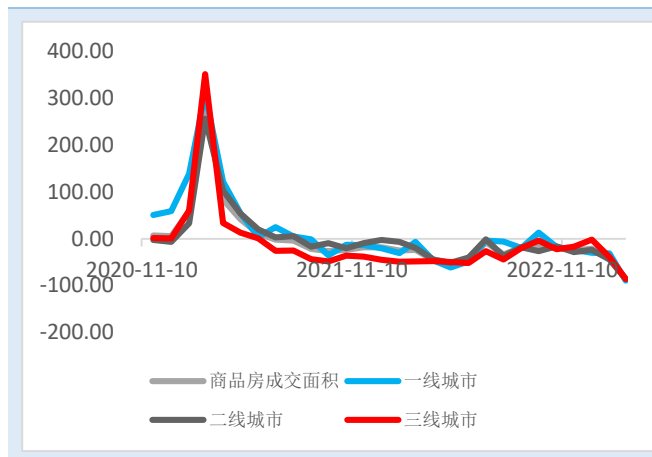
数据来源：Wind

### 2.2 地产销售周环比上升，汽车销售表现同比偏弱

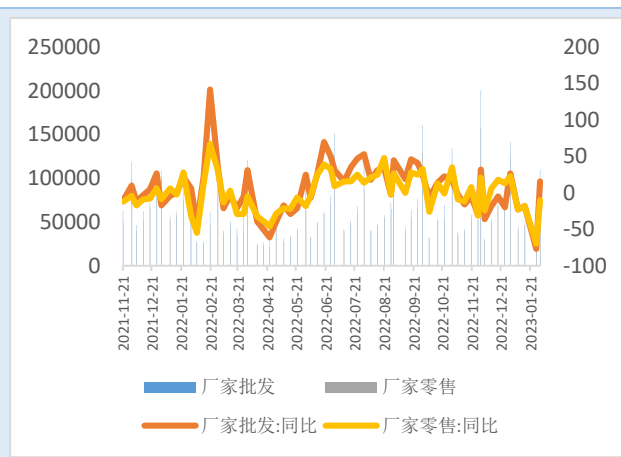
**房地产销售月环比下降。**截至 2 月 8 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 17%，按均值计，2 月环比上升 6.04%，同比下降 2.63%，一、二、三线城市 2 月同比增速分别为-13.30%、0.02%和 4.66%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 200.08%，一、二、三线城市环比增速分别为 307.68%、169.49%和 204.03%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 3.17%，一线和二线城市溢价率分别为 0.0%和 0.06%。

**乘用车销售表现回暖。**根据乘联会数据，1 月 28-31 日，乘用车市场零售 27.1 万辆，同比下降 10%，环比上周增长 224%，较上月同期下降 39%。1 月 1-31 日，乘用车市场零售 124.1 万辆，同比去年下降 41%，较上月下降 43%；全国乘用车厂商批发 134.1 万辆，同比去年下降 38%，较上月下降 40%。1 月市场总体由于车购税等部分政策到期，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，但由于经销商的库存仍旧较高，春节前的补库力度不会很大，1 月的批发零售总体偏低。

图表 11: 30 大中城市地产销售: 月: 同比



图表 12: 当周日均销量: 乘用车



数据来源: Wind

### 三、 物价跟踪

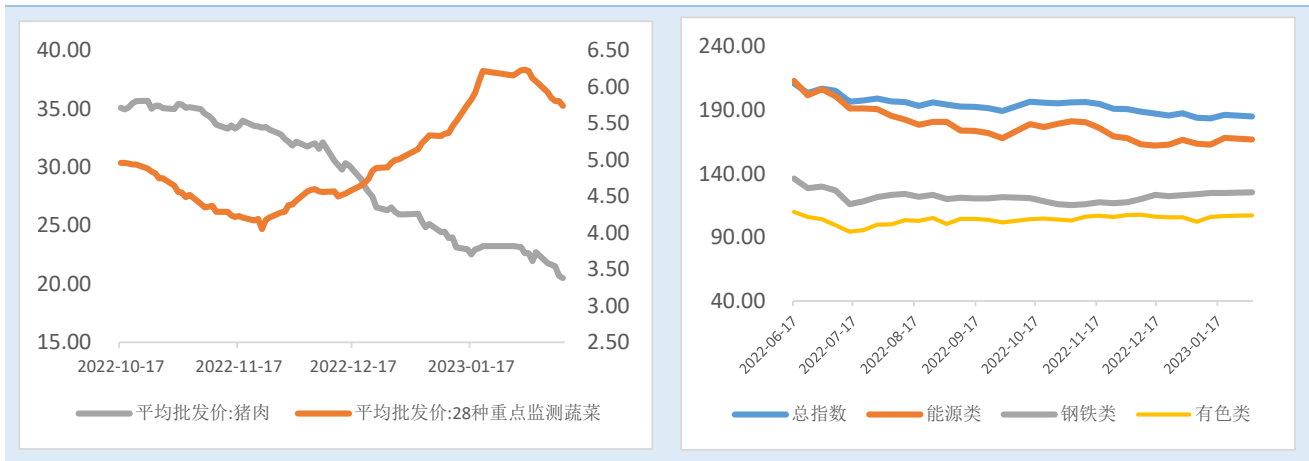
(1) **本周食品价格走势双双回落。**本周蔬菜均价环比下跌 5.78%，猪肉价格持续回落，本周猪肉均价环比下跌 5.90%。

(2) **内需驱动下通胀小幅上行，但压力可控。**1 月 CPI 同比增速继续扩大，主要有两个方面的原因，一是，防疫政策调整后，消费场景的恢复带动服务类价格出现回升，二是，春节消费旺季带来食品、电影等物价的集体上涨。不过，猪肉供需转向宽松对通胀仍有拖累。往后看，随着母猪存栏增长放缓、发改委重新开始收储，预计猪价的跌势将放缓。而国内扩内需战略引领经济走向复苏，非食品价格将有阶段性上行的风险。综合来看，国内通胀有阶段性上行的风险，但考虑到国内货币没有超发且面临的供给环境也与海外不同，整体通胀的压力较为可控。

(3) **PPI 同比增速或逐步回升，全年前低后高。**一方面，随着国内经济复苏的预期不断增强，一些内需驱动型的商品率先迎来反弹，这带动了 PPI 环比的改善；另一方面，海外经济延续下行的趋势，衰退的风险依旧较大，这压制了商品整体反弹的力度。往后看，经济内强外弱的大背景下，商品价格或转入区间震荡，受此影响，预计后续 PPI 同比增速将逐步回升并转正，但力度或不会太大，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