

# 下修经济衰退的担忧，上修加息终

## 点的预期

### 观点

1、本周国内商品维持区间震荡，市场不断修正国内外经济发展前景和美联储加息路径的预期。往后看，国内方面：高频数据显示，国内经济复苏的势头良好，需求正在回暖，同时，高层在不断强调实施扩大内需战略的决心，预计今年内需的回暖具有较强的持续性。国外方面，美国近期公布的一系列经济数据表明，一方面美国国内经济依旧较为强劲，短期陷入衰退的风险较小；另一方面，美国通胀压力持续存在，美联储控制通胀的难度加大。因此，海外市场近期将继续下修对美国经济衰退的担忧，同时上修美联储加息终点的预期，预计大宗商品市场将继续震荡运行。

### 核心逻辑

1) 本周国内商品维持区间震荡走势，工业品走势偏震荡，农产品表现强势。美国近期公布的一系列数据好于预期，市场不断修正经济衰退和美联储加息路径的预期。

2) **美国通胀回落速度放缓，零售销售好于预期。** 1) 1月美国CPI同比上涨6.4%，超过预期值6.2%，1月PPI同比增长6%，显著高于市场预期的5.4%。美国非农就业强劲增长为员工薪资水平和服务价格带来上行风险，导致美国通胀压力持续存在。2) 美国1月零售销售环比增长3%，为近两年来的最大月度增幅，零售销售超预期恢复来源于居民对经济前景的信心。近期公布的一系列数据显示，一方面美国国内经济依旧较为强劲，短期陷入衰退的风险较小；另一方面，美国通胀压力持续存在，美联储控制通胀的难度加大。在强劲的非农就业数据和高于预期的通胀数据之后，预计美联储还将有2-3次25BP的加息，但仍有机会在上半年结束加息进程，不过，利率维持在高点的时间将随着数据变化，建议持续关注。

3) **MLF超量平价续作。** 本月央行超量续作MLF意在维持中长期资金市场流动性合理充裕，为了满足企业中长期贷款的需求，货币政策有望维持稳健偏松的取向，用以支持实体经济持续向上修复。同时，本次的MLF利率未作调整，意味着本月LPR利率或将维持不变，我们认为这背后的考虑可能有两点：一是观察经济修复的情况，二是美联储加息的尾部风险。往后看，在国内经济修复依旧偏弱、通胀压力可控、美联储加息接近尾声的大背景下，倾向于认为未来货币政策仍有宽松的空间，尤其是若经济复苏面临阻碍或地

研 国贸期货研究院 ITF RESEARCH INSTITUTE 不排除全面息的可能。

宏观·周度报告

2023年2月17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

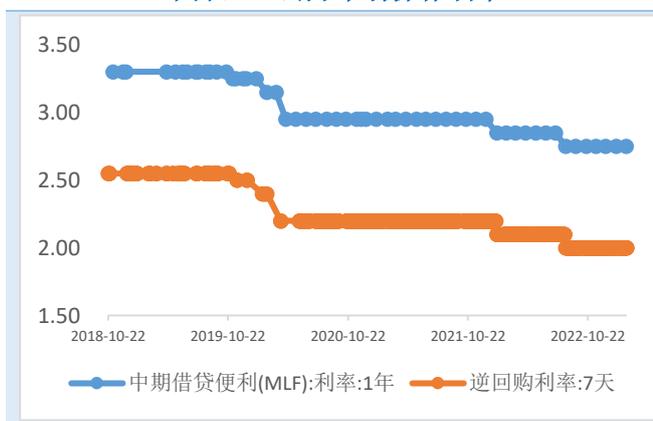
# 一、宏观和政策跟踪

## 1.1 MLF 超量平价续作

2月15日，人民银行开展4990亿元中期借贷便利(MLF)操作，同日到期量为3000亿，中标利率为2.75%，连续6个月不变，此次MLF净投放1990亿元，连续三个月超量续作。1月以来，随着防疫措施的不断优化改善，经济基本面开始企稳回升，1月制造业和非制造业PMI指数均上行至扩张区间。与此同时，1月新增社会融资规模5.98万亿元，新增人民币贷款4.9万亿元，表明实体经济的资金需求正在回暖。在实体信贷需求改善背景之下，近期不同期限的市场资金利率均出现一定程度的回升：短期利率方面，DR007一度升至2.24%，较1月末上升约0.1个百分点，但在上周央行开展较大规模的逆回购后，DR007有所回落；中长期利率方面，1年期中债商业银行同业存单到期收益率(AAA)也于2月上旬呈上行走势，较1月底上行约0.06个百分点，目前仍处于2.6%左右的相对高位。

本月央行超量续作MLF意在维持中长期资金市场流动性合理充裕，为了满足企业中长期贷款的需求，货币政策有望维持稳健偏松的取向，用以支持实体经济持续向上修复。同时，本次的MLF利率未作调整，意味着本月LPR利率或将维持不变，我们认为这背后的考虑可能有两点：一是观察经济修复的情况，二是美联储加息的尾部风险。往后看，在国内经济修复依旧偏弱、通胀压力可控、美联储加息接近尾声的大背景下，倾向于认为未来货币政策仍有宽松的空间，尤其是若经济复苏面临阻碍或地产修复不及预期，不排除全面息的可能。

图表 1：公开市场操作利率



图表 2：LPR 利率



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### 1、“三农”工作中央一号文件发布

2月13日，“三农”工作中央一号文件发布，即《中共中央 国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》。文件内容涵盖粮食和重要农产品稳产保供、加强农业基础设施建设、强化农业科技和装备支撑、巩固拓展脱贫攻坚成果、推动乡村产业高质量发展、拓宽农民增收致富渠道、推进宜居宜业和美乡村建设以及健全乡村治理体系、政策体制机制九部分内容。与2022年的一号文件相比，今年一号文

件新增了“强化农业技术和装备支撑”和“拓宽农民增收致富渠道”，强调了农业关键核心技术攻关、种业振兴、先进农机研发推广和农业绿色发展四个重点。

## 2、《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》发布

中国银行业迎来具有里程碑意义的重大事件。银保监会、央行就《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》征求意见。本次国内监管规制修订对中国银行业影响巨大而深远。新规是“巴 III”国际监管改革在我国全面落地实施，有利于提高银行体系风险抵御能力、增强经营稳健性。新规拟于 2024 年 1 月 1 日起正式实施，给商业银行预留较为充足的过渡时间。

《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》明确，**将构建差异化资本监管体系，按照银行间业务规模和风险差异，划分为三个档次银行，匹配不同的资本监管方案。**其中，规模较大或跨境业务较多的银行，划为第一档，对标资本监管国际规则；资产规模和跨境业务规模相对较小的银行纳入第二档，实施相对简化的监管规则；第三档主要是规模小于 100 亿元的商业银行，进一步简化资本计量并引导聚焦服务县域和小微。

商业银行资本管理办法修订，首次明确投资资产管理产品资本计量标准。本次修订参照国际标准，提出三种计量方法，分别是穿透法、授权基础法和 1250%权重，并详细规定各方法应满足的条件。其中，如能够获取底层资产详细情况，可穿透至相应底层资产，适用相应权重；如不满足穿透计量要求，可适用授权基础法，利用资产管理产品募集说明书等信息划分底层资产大类，适用相应权重；如前述两种方法均无法适用，则适用 1250%的风险权重。

## 3、《求是》杂志发表国家领导人重要文章《当前经济工作的几个重大问题》

《求是》杂志发表国家领导人重要文章《当前经济工作的几个重大问题》。文章指出，要从改善社会心理预期、提振发展信心入手，抓住重大关键环节，纲举目张做好明年经济工作。要把恢复和扩大消费摆在优先位置，通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。要加快建设现代化产业体系，切实落实“两个毫不动摇”，更大力度吸引和利用外资。要有效防范化解重大经济金融风险，防范房地产业引发系统性风险。

## 4、央行召开 2023 年金融市场工作会议

央行召开 2023 年金融市场工作会议指出，要拓展民营企业债券融资支持工具支持范围。动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差别化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的 16 条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要强化债券承销、做市、投资者合格性等市场机制建设。推进大型平台企业金融业务全面完成整改，加强常态化监管。推动出台公司债券管理条例、修订票据法。

## 1.3 美国通胀回落速度放缓，加息终点进一步上修

### (1) 美国通胀回落速度放缓

当地时间 2 月 14 日，美国劳工部公布数据显示，1 月 CPI 同比上涨 6.4%，超过预期值 6.2%，但低于前值 6.5% 的水平，1 月 CPI 环比上涨 0.5%，与预期持平，前值为下降 0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后核心 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 5.6%，同比涨幅高于预期。

从具体分项来看，核心 CPI 增幅最大的部分是住房、汽车保险、娱乐、服装和家居用品，而二手汽车和卡车、医疗保健和机票价格下降。其中，占 CPI 比重约三分之一的居住成本环比上涨 0.7%，同比上涨 7.9%，是抬高当月整体物价涨幅的主要因素。与此同时，我们看到能源价格环比上涨 2%，其中汽油价格环比上涨 2.4%，逆转此前连续下跌态势，而食品价格环比上涨 0.5%。在此之前，美国非农就业强劲增长为员工薪资水平和服务价格带来上行风险，导致美国通胀压力持续存在。

在数据公布后，美元指数 DXY 短线走高后下挫，现货黄金下挫至 1850.21 美元/盎司，美国 10 年期国债收益率下跌 0.60 个基点，报 3.713%，美股三大期货短线下挫后快速拉升，此后迅速全线下跌。市场预期对接下两次加息预期的变化与数据公布前对比差别不大。

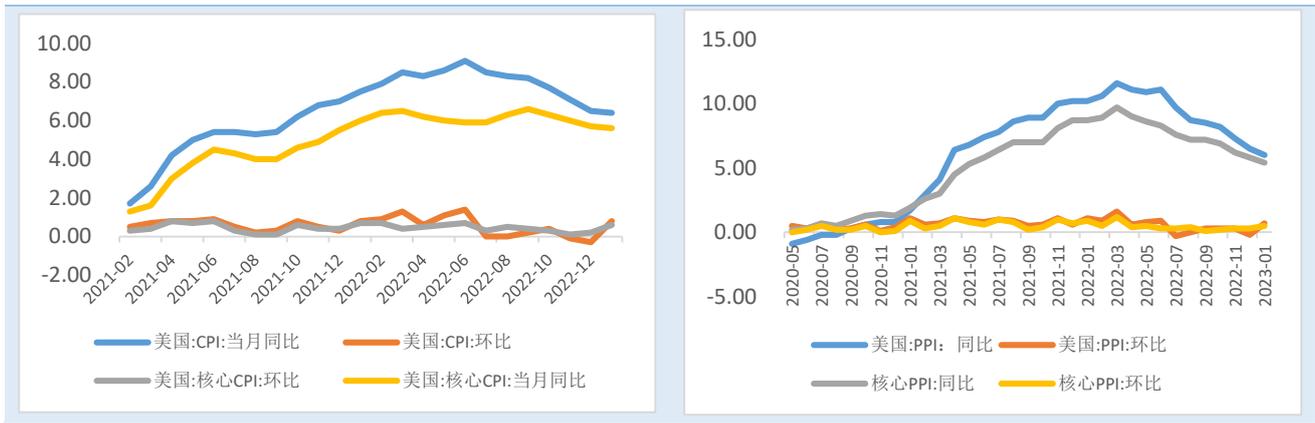
此外，美国劳工部 16 日公布的数据显示，美国 1 月 PPI（生产价格指数）同比增长 6%，显著高于市场预期的 5.4%；环比增长 0.7%，也高于预期的 0.4%；去年 12 月的 PPI 也从 6.2% 上调至 6.5%。剔除波动较大的食品和能源，1 月核心 PPI 同比增长 5.4%，高于市场预期的 4.9%；环比增长 0.5%，高于市场预期的 0.3%。该数据再次凸显了美国通胀高企的压力。

美联储官员纷纷发表偏鹰的言论。14 日，美国里士满联储主席巴尔金表示，美联储目前仍需要优先考虑抑制通胀，而不是利率急剧上升可能对美国经济增长造成的风险，但其政策路径仍取决于即将发布的经济数据。2023 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根表示，美联储需要继续“渐进式”地加息，直到看到通胀出现“令人信服的”降幅。

近期公布的一系列数据显示，一方面美国国内经济依旧较为强劲，短期陷入衰退的风险较小；另一方面，美国通胀压力持续存在，美联储控制通胀的难度加大。在强劲的非农就业数据和高于预期的通胀数据之后，预计美联储还将有 2-3 次 25BP 的加息，但仍有机会在上半年结束加息进程，不过，利率维持在高点的时间将随着数据变化，建议持续关注。

图表 3：美国 CPI 同比增速高于预期

图表 4：美国 PPI 同比增速高于预期



数据来源：Wind

### (2) 美国零售销售超预期增长

当地时间 2 月 15 日，美国商务部发布报告显示，经季节性因素调整后，美国 1 月零售销售环比增长 3%，为近两年来的最大月度增幅。前值为下降 1.1%，经济学家对 1 月的预期增速为 1.8%。与去年同期相比，零售销售增长了 6.4%，与消费者价格指数(CPI)同比涨幅一致。此外，数据显示，不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务在内的核心零售销售月率 1 月公布值为 2.3%，远高于预测的 0.8% 和前值 -1.1%，同样显示需求正在走强。

美国 1 月零售销售超预期恢复来源于居民对经济前景的信心：一方面，就业市场火爆支撑居民消费能力，1 月新增非农就业人数 51.7 万，失业率降至 3.4%，创 1969 年以来的最低水平；另一方面，近几个月美国通胀水平持续放缓，居民消费动力充足。1 月零售销售和就业报告总体上都好于预期，居民的消费动力仍然强劲，这或是导致 1 月 CPI 又超预期同比增长 6.4% 的原因，消费力保持强劲可能会使通胀变得更加顽固，从而使美联储降低通胀的行动变得更复杂。但顽固的通胀或在一段时期后拖累消费者的支出意愿，具体影响需要持续观察。

图表 5：美国 1 月零售销售



图表 6：美联储加息路径预测

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	81.9%	18.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	6.7%	76.7%	16.6%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	2.7%	34.4%	52.9%	10.0%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	2.1%	28.1%	49.2%	18.5%	2.0%
2023/9/20	0.0%	0.2%	4.7%	30.2%	46.1%	16.9%	1.8%
2023/11/1	0.0%	1.2%	10.1%	33.6%	39.9%	13.7%	1.4%
2023/12/13	0.7%	6.3%	23.5%	37.2%	25.0%	6.7%	0.6%

数据来源：Wind, CME FedWatch Tool

### (3) 植田和男被提名下任日行行长

当地时间 2 月 14 日，日本政府向国会正式提名经济学家植田和男出任下一任央行行长，接替将于 4 月 8 日结束任期的黑田东彦，同时提名内田真一和冰见野良三为新的日本央行副行长。植田和男曾担任日本央行审议委员，还长期担任日本央行金融研究所特别顾问，为日本央行 1999 年引入“零利率政策”和 2001 年“量化宽松政策”的出台提供了理论支持。

植田和男在最新采访中被问及对货币政策的看法时，他认为货币政策的制订一定要基于经济、通胀的现状以及展望，并表示目前日本央行的货币政策是适当的，现阶段有必要继续维持量化宽松政策。另外，内田真一曾在过去十年中与现任行长黑田东彦在宽松政策上紧密配合，去年他曾表示扩大央行收益率目标区间不利于日本经济，而冰见野良三可能在维护日本央行的海外影响力方面发挥作用，帮助植田和男构建国际关系。

为应对长期通缩问题，日本持续实施超宽松货币政策和收益率曲线控制(YCC)政策，十年期国债收益率保持在 0%左右的稳定区间。2022 年 12 月，日本央行宣布调整 YCC 政策，将 10 年期国债收益率目标区间上限从此前的 0.25%上调至 0.5%。从日本当前的经济形势来看，一方面，日本国内经济增长依旧低迷，2022 年日本实际 GDP 小幅增长 1.1%，增幅明显小于上年，且第四季度并未明显反弹，实际 GDP 环比仅增长 0.2%，全年外需对经济增长的贡献降至负区间。另一方面，日本国内通胀压力持续加大，输入性通胀以及日元贬值的影响逐步传导到消费端，日本 1 月东京 CPI 为 4.4%，连续 4 个月上行。在日本国内通胀压力持续加大的背景下，市场对于日本货币政策转向的猜测持续增加，然而，根据植田和男近期的公开表态来看，短期内日本央行货币政策急转弯的概率相对较小。

## 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 74%，聚酯工厂负荷率升至 71%，江浙织机还未完全复产，负荷率大幅升至 58%。

**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 1.12 个百分点至 79.54%。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，汽车销售同比回升

**房地产销售周环比上升。**截至 2 月 15 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 4.93%，按均值计，2 月环比上升 18.65%，同比上升 8.95%，一、二、三线城市 2 月同比增速分别为-1.86%、5.30%和 37.72%；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-4.14%，一、二、三线城市环比增速分别为 9.88%、76.35%和-23.07%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 7.15%，其次是三线城市为 2.05%，最后是二线城市，为 0.27%。

**乘用车销售表现回暖。**根据乘联会数据，2 月 1-12 日乘用车市场零售 46.4 万辆，同比去年增长 46%，较上月同期下降 18%；1-2 周的数据基本体现了目前的市场走势同比较强。春节后市场开始逐步启动，也是疫情三年结束后的市场启动期，消费市场或迎来新投资新消费机遇，燃油车市场的需求有望逐步恢复。

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

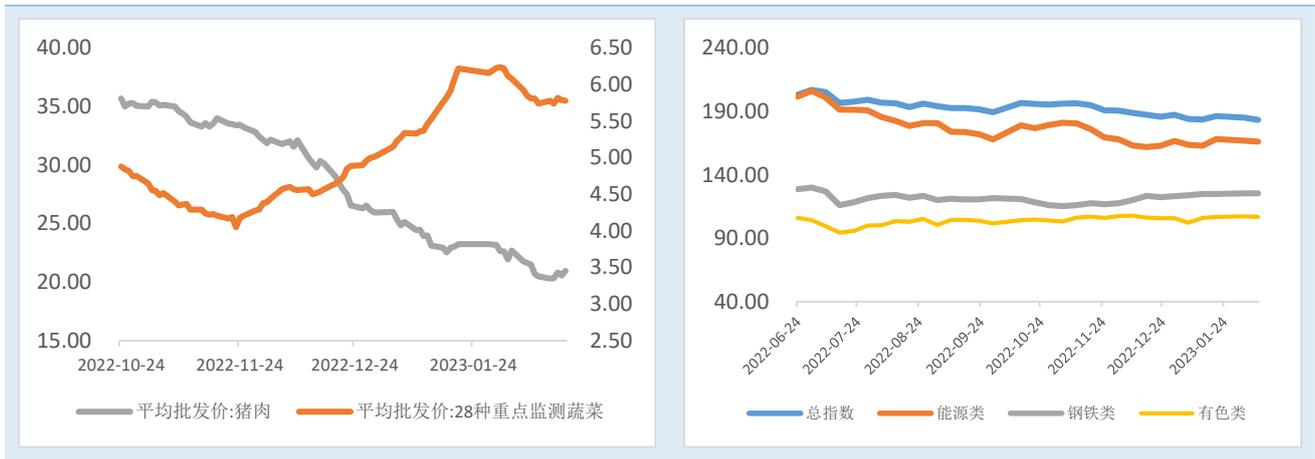
(1) **本周食品价格走势继续回落。**本周蔬菜均价环比下跌 0.79%，猪肉价格持续回落，本周猪肉均价环比下跌 2.95%。

(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