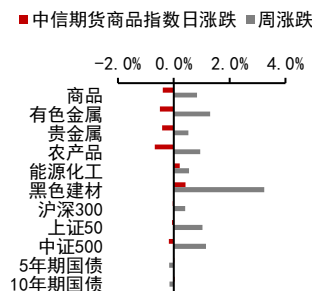


两会前后国内政策总体平稳，美国加息预期进一步抬升

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

从货币政策执行报告来看，我国货币政策仍是中性基调，与去年年底中央经济工作会议定调总体一致，预计两会发布的货币政策仍将维持中性基调。从全国财政工作会议信息来看，我国财政政策并没有超预期变化，预计两会发布的财政政策也不会显著超预期。美国2月份Markit服务业PMI大幅升高，这可能意味着即将公布的美国2月份非农就业也好于预期，并推动美国加息预期进一步抬升。



摘要：

从央行货币政策执行报告来看，我国货币政策仍是中性基调，与去年年底中央经济工作会议定调总体一致，预计两会发布的货币政策仍将维持中性基调。2月24号央行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》，对货币政策的表述与去年年底中央经济工作会议的定调总体一致。今年货币政策要“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”，这意味着货币政策总体是中性基调。当前我国经济仍然面临一些压力，因此市场对货币宽松有一定期待。2月份MLF与LPR利率均维持不变再次证伪了货币宽松预期。央行货币政策执行报告表示“既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”，这回答了为何货币政策不再放松。防疫政策优化后国内经济按照预期逐步恢复，货币政策暂时不需要调整；我们预计两会发布的货币政策仍将维持中性基调。

从全国财政工作会议信息来看，我国财政政策并没有超预期变化，预计两会发布的财政政策也不会显著超预期。2月22号财政部官网发布财政部部长在全国财政工作会议上的讲话内容，其中财政政策的表述与去年年底中央经济工作会议的定调总体一致。防疫政策优化后我国经济已经快速恢复；虽然目前宏观经济仍面临一些压力，部分微观市场主体仍面临一些困难，但这些压力总体可以承受，财政政策没必要大幅宽松。因此，我们预计两会发布的财政政策也不会显著超预期。

美国2月份Markit服务业PMI大幅升高，这可能意味着即将公布的美国2月份非农就业也好于预期，并推动美国加息预期进一步抬升。2月份Markit PMI初值显示发达国家服务业表现普遍好于预期。美国、欧元区、日本、英国2月份服务业PMI初值分别为50.5%、53.0%、53.6%、53.3%，较1月份分别回升3.7、2.2、1.3、4.6个百分点。这可能有两个原因。一是美国通胀的回落与欧元区能源价格的大幅回落提振了居民消费信心，进而推升了服务消费。二是由于疫情的影响，发达国家服务消费仍未完全修复，仍存在一定的修复空间。除了服务业表现好于预期之外，上周公布的美国1月份PCE同比与核心PCE同比也好于预期，并且较前值均回升1.0个百分点。这些数据的超预期表现使得上周美联储加息预期进一步抬升。服务业对就业的拉动作用较强；2月份美国服务业的较好表现可能使得美国2月份非农数据超预期，进而推动美联储加息预期进一步抬升。

风险提示：国内经济修复不及预期，海外地缘政治不确定性加大

宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、两会前后国内政策总体平稳，美国加息预期进一步抬升

全国人大与政协会议将分别于3月5日与4日在北京开幕，市场密切关注两会将释放的政策信号。

从2月24号发布的货币政策执行报告来看，我国货币政策总体仍是中性基调，与去年年底中央经济工作会议定调总体一致，预计两会发布的货币政策仍将维持中性基调。2月24号央行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》，对货币政策的表述与去年年底中央经济工作会议的定调总体一致。今年货币政策要“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”，这意味着货币政策总体是中性基调。当前我国经济仍然面临一些压力，因此市场对货币宽松有一定期待。2月份MLF与LPR利率均维持不变再次证伪了货币宽松预期。央行货币政策执行报告表示“既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”，这回答了为何货币政策不再放松——因为过度的货币宽松会导致长期金融风险累积、推高物价、增加汇率贬值压力。防疫政策优化后国内经济按照预期逐步恢复，货币政策暂时不需要调整；我们预计两会发布的货币政策仍将维持中性基调。

图表1：最近货币财政政策相关表述与去年年底中央经济工作会议表述的对比

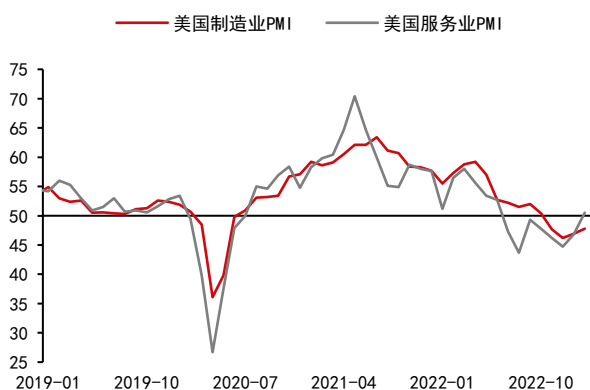
	最近货币财政政策相关表述	去年年底中央经济工作会议表述
货币 政策	<p>《2022年第四季度中国货币政策执行报告》中关于货币政策的表述：</p> <p>稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能……守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。</p>
财政 政策	<p>财政部部长在全国财政工作会议上的讲话：</p> <p>2023年积极的财政政策要加力提效……重点要把握5个方面：一是完善税费支持政策，着力纾解企业困难。二是加强财政资源统筹，保持必要支出强度。统筹宏观调控需要和防范财政风险，加大财政资金统筹力度，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，为落实国家重大战略任务提供财力保障……更加注重可持续。三是大力优化支出结构，不断提高支出效率……围绕推动高质量发展，积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域。四是均衡区域间财力水平，促进基本公共服务均等化。五是严肃财经纪律，切实防范财政风险。硬化预算约束……规范地方政府融资平台公司管理，牢牢守住不发生系统性风险底线。</p>	<p>积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。</p>

资料来源：中信期货研究所

从 2 月 22 号发布的全国财政工作会议信息来看，我国财政政策并没有超预期变化，预计两会发布的财政政策也不会显著超预期。2 月 22 号财政部官网发布财政部部长在全国财政工作会议上的讲话内容，其中财政政策的表述与去年年底中央经济工作会议的定调总体一致。2023 年我国政策政策基调是“积极的财政政策要加力提效”。同时，2023 年财政政策要“更加注重可持续性”，这意味着中央财政加力空间是有限度的；2023 年财政政策还要“切实防范财政风险”，这主要指地方财政风险，因此地方专项债也不太可能显著扩大规模。防疫政策优化后我国经济已经快速恢复；虽然目前宏观经济仍面临一些压力，部分微观市场主体仍面临一些困难，但这些压力总体可以承受，财政政策没必要大幅宽松。因此，我们预计两会发布的财政政策也不会显著超预期。

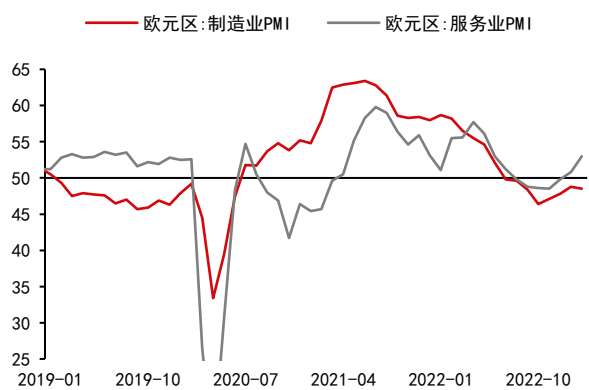
美国 2 月份 Markit 服务业 PMI 大幅升高，这可能意味着即将公布的美国 2 月份非农就业也好于预期，并推动美国加息预期进一步抬升。2 月 23 号发布的 2 月份 Markit PMI 初值显示发达国家服务业表现普遍好于预期，而制造业仍然偏弱。其中，美国、欧元区、日本、英国 2 月份服务业 PMI 初值分别为 50.5%、53.0%、53.6%、53.3%，较 1 月份分别回升 3.7、2.2、1.3、4.6 个百分点；制造业 PMI 初值分别为 47.8%、48.5%、47.4%、49.2%。服务业的显著回升可能有两个原因。一是美国通胀的回落与欧元区能源价格的大幅回落提振了居民消费信心，进而推升了服务消费。去年下半年以来美国消费者信心指数总体趋于回升，与通胀同比回落趋势同步；今年 1 月份与 2 月份美国消费者信心指数进一步回升。去年四季度以来欧元区消费者信心指数也出现了显著回升，与欧元区能源价格大幅回落同步。二是由于疫情的影响，发达国家服务消费仍未完全修复，仍存在一定的修复空间。截至今年 1 月份，美国居民服务消费实际支出相对于疫情前（2020 年 2 月）增长 4.2%，仍落后于整体消费支出 7.7% 的增幅。除了服务业表现好于预期之外，上周公布的美国 1 月份 PCE 同比与核心 PCE 同比也好于预期，并且较前值均回升 1.0 个百分点。这些数据的超预期表现使得上周美联储加息预期进一步抬升。服务业对就业的拉动作用较强；2 月份美国服务业的较好表现可能使得美国 2 月份非农数据超预期，进而推动美联储加息预期进一步抬升。

图表2：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



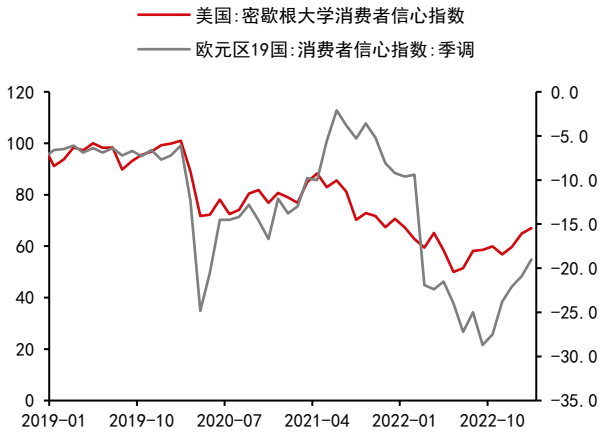
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：欧元区 Markit 制造业与服务业 PMI



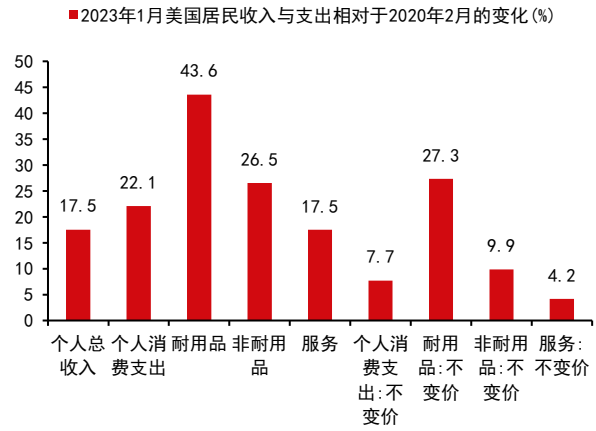
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：美欧消费者信心指数



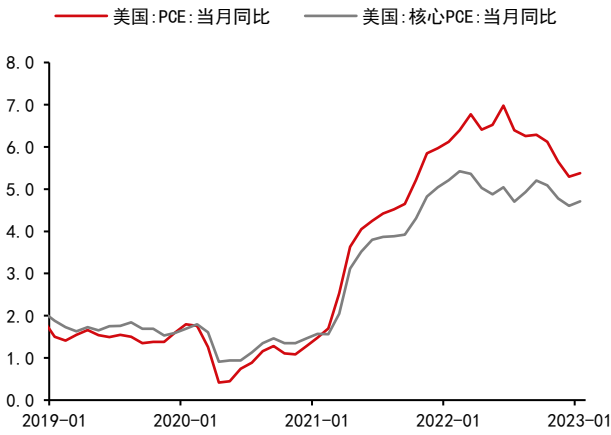
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：美国居民收入与支出相对于2020年2月的变化(%)



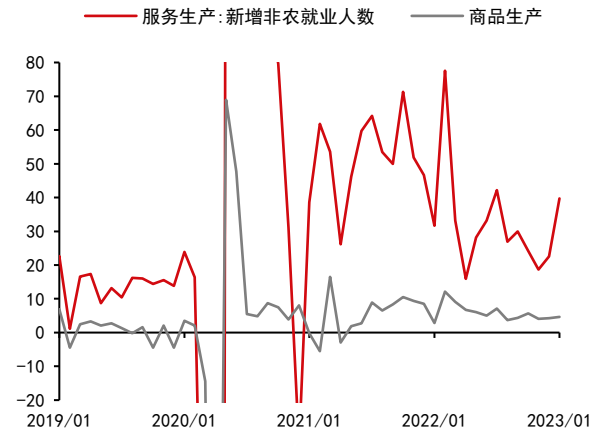
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：美国 PCE 与核心 PCE 同比



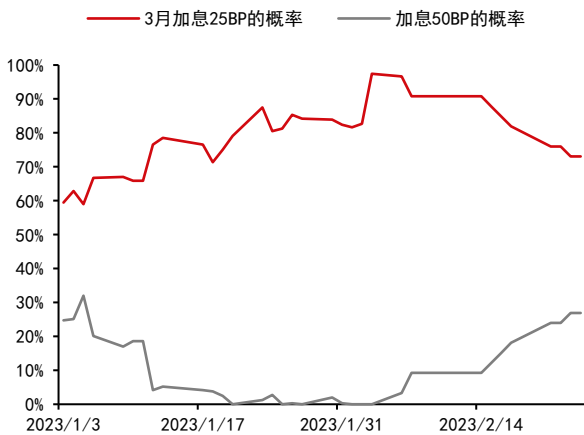
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：美国服务生产与商品生产新增非农就业人数(万人)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：美联储3月加息25或50BP概率



资料来源：CME 中信期货研究所

图表9：美联储加息概率

MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/3/22	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	69.3%	29.3%	1.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	21.7%	56.8%	20.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%
2023/11/1	0.0%	2.0%	19.0%	43.7%	28.8%
2023/12/13	0.7%	8.2%	27.9%	38.3%	20.6%

资料来源：CME 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

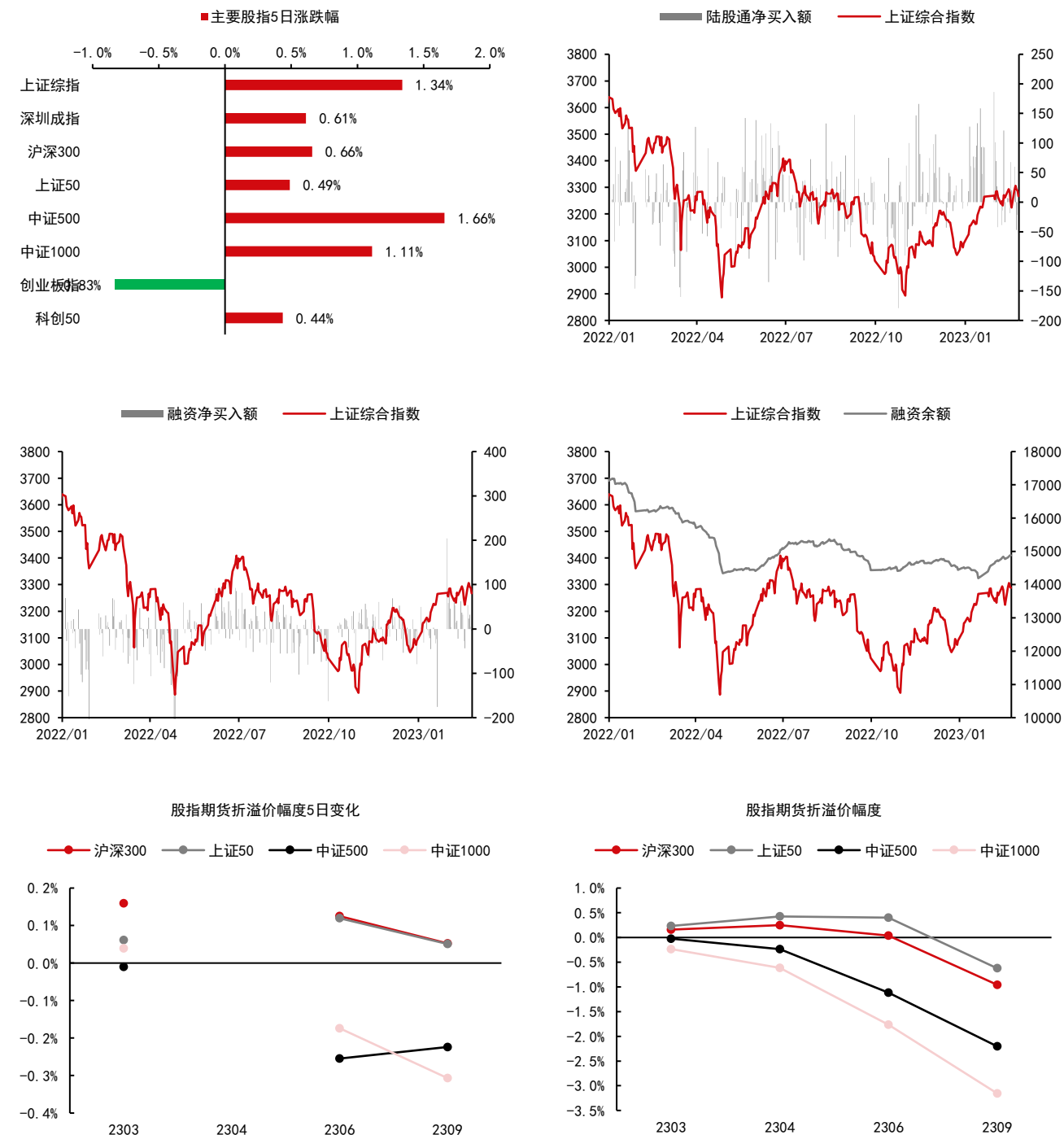
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2023-02-27	18:00	欧盟	2月欧元区:经济景气指数:季调	99.9	97	
2023-02-27	18:00	欧盟	2月欧元区:消费者信心指数:季调	-20.9	-20.9	
2023-02-27	21:30	美国	1月耐用品除国防外订单(初值):季调:环比(%)	6.27		
2023-02-27	21:30	美国	1月耐用品除运输外订单:季调:环比(初值)(%)	-0.11		
2023-03-01	09:30	中国	2月官方制造业 PMI	50.1		
2023-03-01	16:00	欧盟	2月欧元区:制造业 PMI	48.8	49.3	
2023-03-01	23:00	美国	2月制造业 PMI	47.4	47.9	
2023-03-02	18:00	欧盟	1月欧元区:失业率:季调(%)	6.6		
2023-03-02	21:30	美国	2月25日当周初次申请失业金人数(万人)	19.2		
2023-03-02	21:30	美国	2月18日持续领取失业金人数:季调(万人)	165.4		
2023-03-02	21:30	欧盟	3月欧洲央行公布2月货币政策会议纪要			
2023-03-03	18:00	欧盟	1月欧元区:PPI:环比	1.1		
2023-03-03	18:00	欧盟	1月欧元区:PPI:同比(%)	24.6		
2023-03-03	23:00	美国	2月非制造业 PMI	55.2		

资料来源: Wind 中信期货研究所

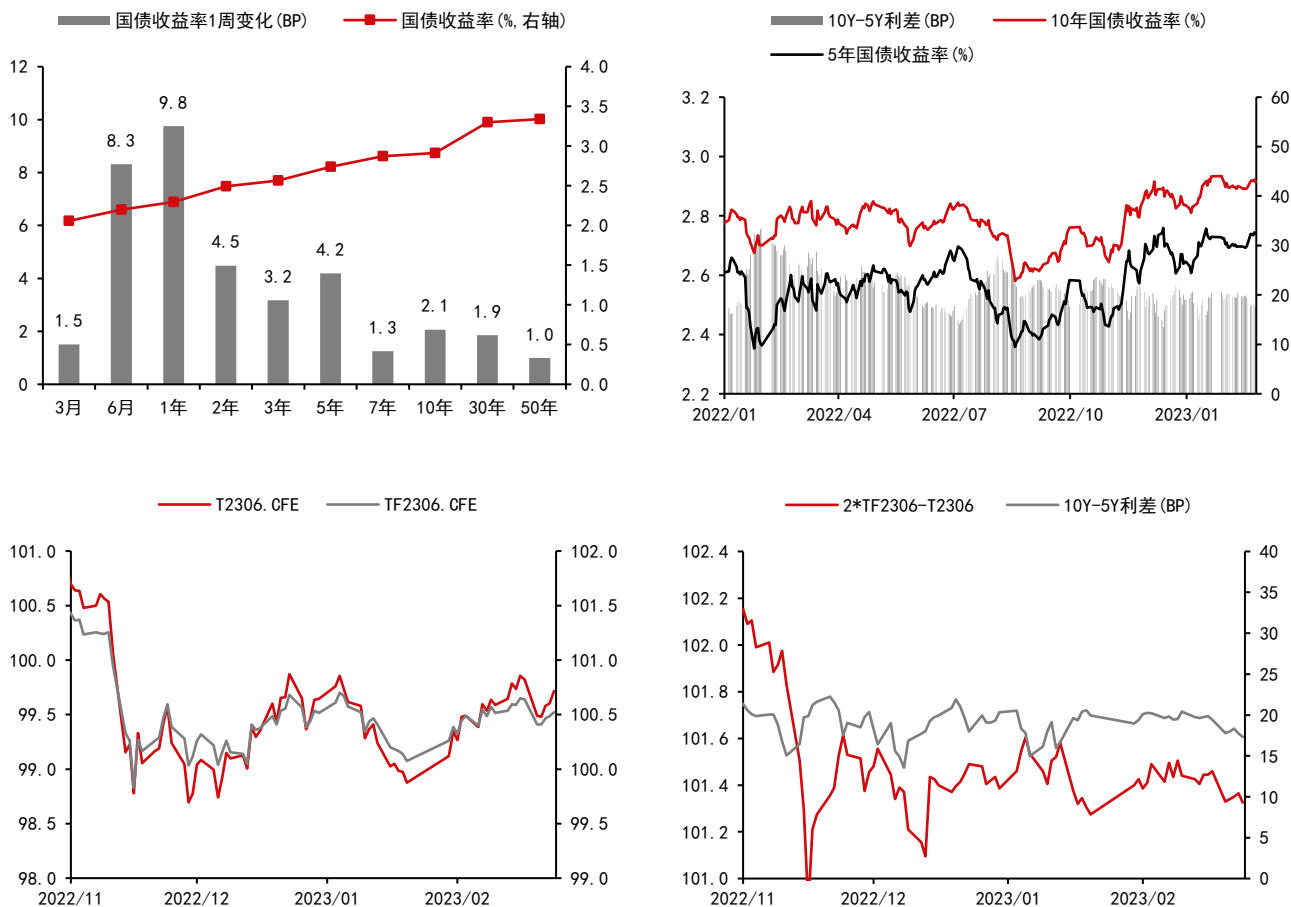
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

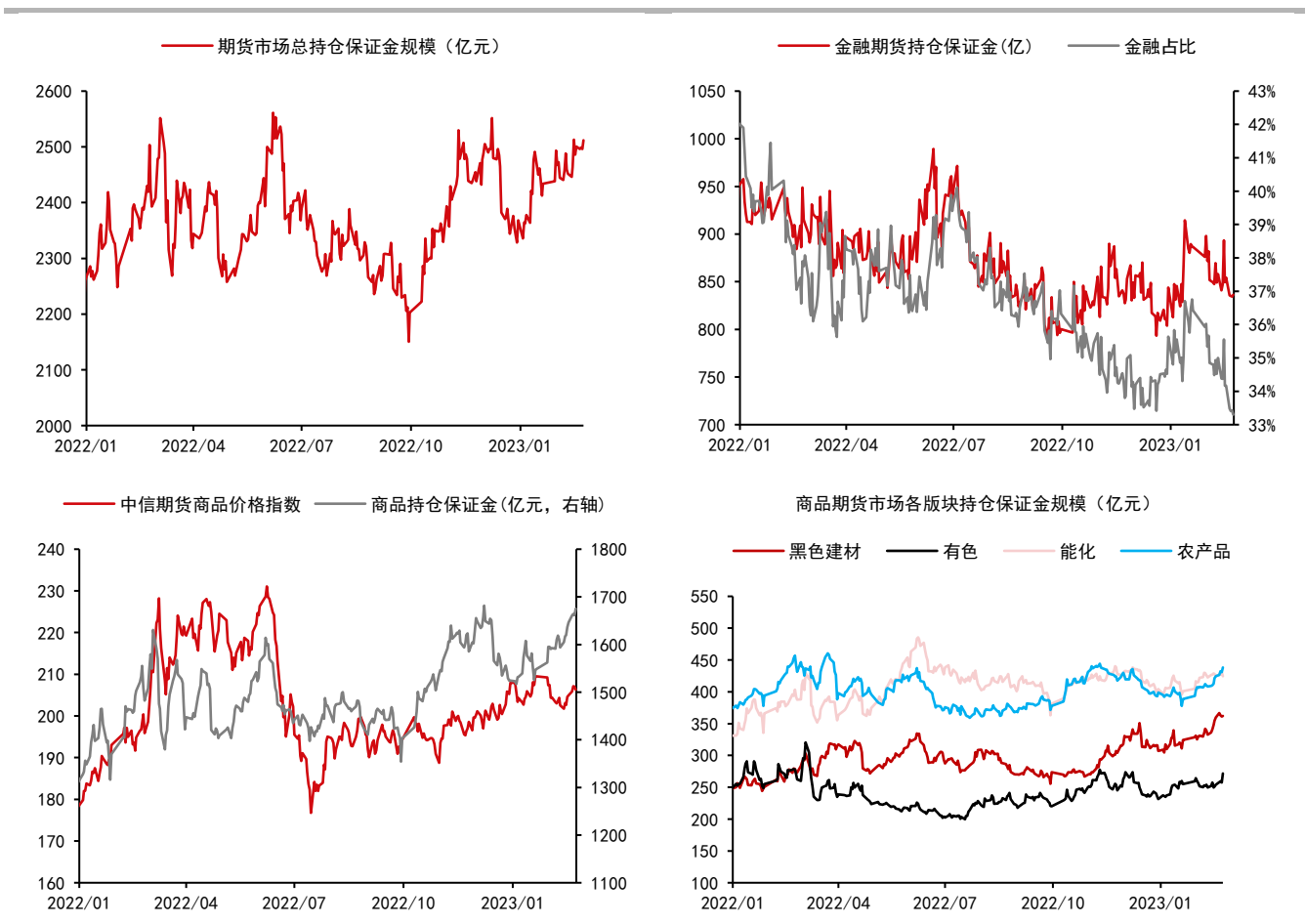
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日沉淀资金变化(亿)	板块	5日沉淀资金变化(亿)	板块	沉淀资金(亿)
合计	15.52	合计	25.31	合计	2511.56
金融	1.97	金融	-13.26	金融	836.33
商品	13.55	商品	38.56	商品	1675.23
有色金属	13.87	3 有色金属	20.35	5 农产品	438.45
农产品	7.70	5 农产品	16.69	4 能源化工	424.72
黑色建材	0.71	2 黑色建材	7.28	2 黑色建材	362.07
贵金属	-2.68	1 贵金属	-2.66	3 有色金属	271.51
能源化工	-6.05	4 能源化工	-3.10	1 贵金属	178.49

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
焦煤	8.02%	10.99%	0.63	8.06%
硅铁	4.50%	5.87%	0.66	-4.36%
焦炭	4.30%	6.40%	0.68	2.04%
甲醇	4.06%	6.46%	0.74	-3.97%
乙二醇	3.75%	4.43%	0.57	-2.98%
TA	3.60%	5.39%	0.69	-3.69%
红枣	3.51%	3.92%	0.50	2.18%
20号胶	2.79%	4.65%	0.50	0.17%
沪锌	2.76%	3.66%	0.92	-5.18%
PVC	2.76%	4.13%	0.73	-2.59%
苹果	2.50%	3.39%	0.51	4.88%
苯乙烯	2.41%	4.77%	0.90	-4.36%
铁矿	2.12%	4.68%	0.50	4.17%
棕榈	1.94%	2.68%	0.90	5.64%
尿素	1.69%	4.06%	0.52	-5.26%
鸡蛋	1.68%	1.97%	0.38	0.76%
螺纹	1.41%	3.83%	0.75	1.01%
塑料	1.37%	2.91%	0.58	-2.15%
郑糖	1.37%	1.49%	0.35	4.35%
沪银	1.35%	2.83%	0.78	-6.79%
热卷	1.34%	2.93%	0.37	2.22%
不锈钢	1.14%	3.36%	1.24	-2.85%
沪铅	1.12%	2.63%	0.82	1.00%
棉纱	1.08%	3.72%	0.98	-4.45%
沪铜	0.96%	3.07%	0.34	-1.12%
锰硅	0.92%	3.20%	0.63	-2.70%
沪胶	0.86%	2.91%	0.84	-5.36%
郑棉	0.84%	2.91%	0.53	-3.62%
豆油	0.74%	1.81%	0.68	1.34%
生猪	0.72%	3.16%	0.35	7.34%
沪金	0.72%	0.92%	0.54	-2.35%
豆粕	0.66%	2.58%	0.36	-0.43%
菜粕	0.66%	3.32%	0.66	1.00%
PP	0.65%	2.30%	0.78	-2.85%
沪铝	0.59%	2.52%	0.53	-4.12%
玉米	0.03%	0.70%	0.24	0.41%
沪锡	0.01%	8.42%	1.54	-11.10%
豆二	0.01%	2.42%	0.88	-4.84%
连豆	-0.12%	1.74%	0.44	1.63%
玻璃	-0.18%	2.91%	0.59	-11.86%
沪镍	-0.35%	7.67%	1.26	-8.68%
淀粉	-0.42%	1.66%	0.49	0.10%
粳米	-0.48%	0.52%	0.25	0.69%
沥青	-0.53%	2.57%	0.87	-2.09%
燃油	-0.62%	4.32%	2.02	2.01%
纯碱	-0.65%	4.55%	1.08	-5.51%
LPG	-0.91%	4.13%	1.14	-2.18%
低硫燃油	-0.99%	6.24%	1.17	-5.77%
纸浆	-1.30%	3.61%	0.86	-5.04%
菜油	-1.42%	2.55%	1.15	-1.18%
原油	-2.01%	4.34%	2.26	-2.36%

资料来源: Wind 中信期货研究所

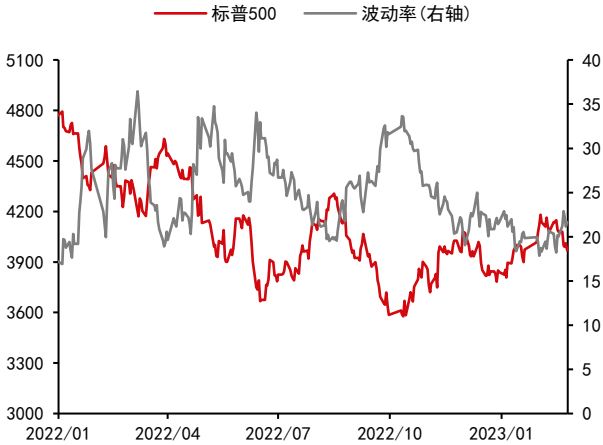
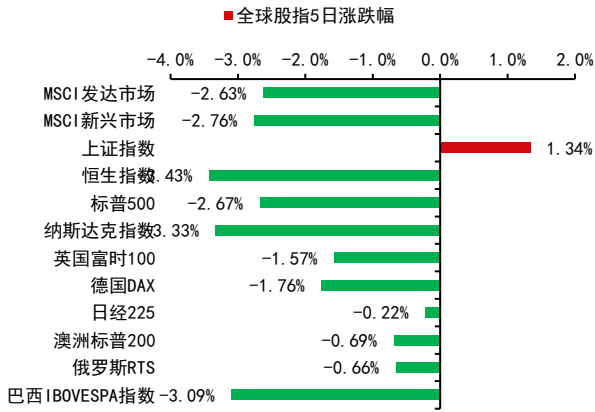
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
沪铜	6.81	铁矿	22.88	沪铜	149.86
棕榈	5.03	豆油	14.02	铁矿	139.49
螺纹	4.91	郑糖	13.87	螺纹	100.73
豆油	4.41	螺纹	12.78	沪银	92.25
沪锡	2.75	沪银	11.47	沪金	86.24
郑糖	2.36	棕榈	9.44	豆粕	68.77
原油	1.97	原油	8.09	棕榈	62.12
热卷	1.96	豆粕	7.46	豆油	56.05
焦煤	1.79	玻璃	7.36	郑棉	54.85
郑棉	1.68	甲醇	6.83	TA	47.61
焦炭	1.52	沪锡	6.29	沪铝	44.74
玉米	1.29	沪胶	5.89	原油	41.46
玻璃	1.26	热卷	5.04	甲醇	41.27
塑料	0.98	沥青	4.52	郑糖	39.84
苹果	0.83	燃油	3.67	热卷	39.78
20号胶	0.83	连豆	3.52	沪胶	36.88
甲醇	0.77	焦煤	3.39	纯碱	36.35
沪铝	0.71	沪铝	3.35	生猪	34.83
连豆	0.69	菜油	3.21	PVC	34.60
尿素	0.57	焦炭	2.71	玻璃	31.63
低硫燃油	0.56	低硫燃油	2.13	玉米	30.87
菜油	0.44	淀粉	1.94	塑料	28.90
纸浆	0.41	苹果	1.73	PP	28.37
鸡蛋	0.30	20号胶	1.42	沪镍	25.24
红枣	0.29	菜粕	1.39	乙二醇	24.59
豆二	0.26	乙二醇	1.36	沥青	24.33
豆粕	0.15	尿素	1.30	沪锡	23.30
沥青	0.14	鸡蛋	1.23	菜油	21.92
粳米	0.00	豆二	1.07	沪锌	21.11
菜粕	-0.01	红枣	0.65	苹果	20.16
棉纱	-0.02	郑棉	0.62	LPG	15.31
LPG	-0.03	玉米	0.57	燃油	15.30
淀粉	-0.06	纸浆	0.40	菜粕	14.98
沪镍	-0.16	粳米	0.21	苯乙烯	14.48
锰硅	-0.27	PVC	0.06	连豆	13.30
沪锌	-0.29	纯碱	0.01	焦炭	12.47
TA	-0.52	棉纱	-0.01	焦煤	11.76
沪金	-0.67	沪镍	-0.28	纸浆	11.50
乙二醇	-0.73	锰硅	-0.41	硅铁	10.74
沪胶	-0.81	生猪	-0.42	锰硅	9.30
生猪	-0.96	LPG	-0.61	20号胶	9.13
PP	-1.12	TA	-0.74	尿素	8.18
硅铁	-1.13	PP	-1.27	沪铅	7.26
纯碱	-1.20	不锈钢	-1.27	淀粉	7.20
铁矿	-1.22	硅铁	-1.28	鸡蛋	7.08
苯乙烯	-1.34	苯乙烯	-2.01	低硫燃油	6.46
燃油	-1.42	塑料	-2.05	不锈钢	6.17
不锈钢	-1.53	沪铅	-2.29	豆二	2.92
沪银	-1.99	沪锌	-2.31	红枣	2.56
PVC	-2.15	沪铜	-2.58	粳米	0.72
沪铅	-2.30	沪金	-14.28	棉纱	0.27

资料来源：Wind 中信期货研究所

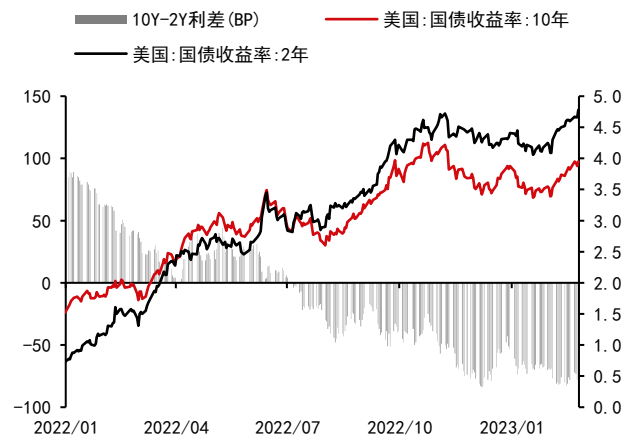
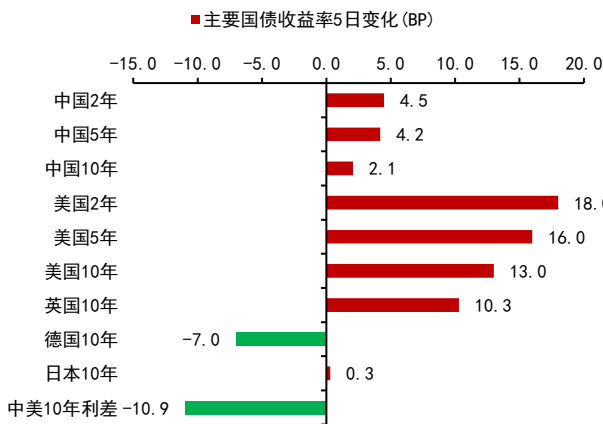
四、海外金融市场跟踪

图表8：全球股票市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球债券市场



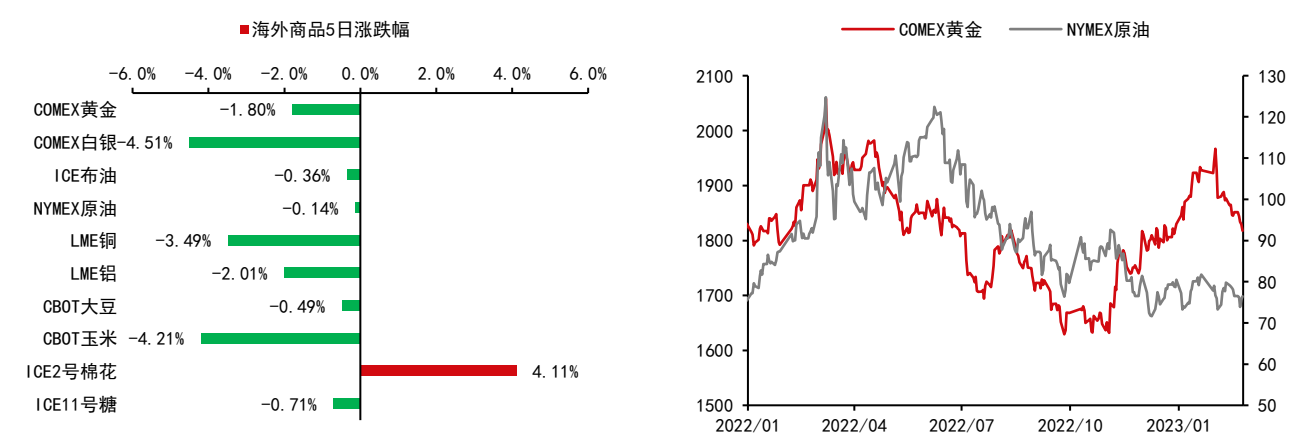
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表11：海外商品



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>