

## 2月 PMI 全面回升，全国两会胜利

### 召开

#### 观点

1、中国经济复苏+海外通胀下行是今年的主要交易逻辑。其中，国内方面主要交易的是经济复苏，2月 PMI 全面回升验证了这个逻辑，尽管政府工作报告一定程度上证伪了强预期，但在经济内生动力修复的大背景下，内需回升仍有持续性。海外方面主要交易的是通胀回落，这一方面涉及到加息的持续性，另一方面涉及到海外经济下行的幅度。目前来看，海外经济短期还是比较强劲的，但这也提升加息的终点利率，同时加剧了未来经济陷入衰退的风险。因此，在多空因素并存，交易逻辑快速切换的背景下，商品指数大概率还是维持震荡走势，同时“内强外弱”的格局也将延续。

#### 核心逻辑

1) 本周国内商品指数震荡运行，工业品欲扬先抑、农产品高位回落。国内 PMI 数据公布后，市场对经济复苏预期强化，支撑工业品震荡走高。

2) 美国经济存在较强的韧性。1) ISM 公布的数据显示美国 2 月 ISM 制造业指数上升至 47.7%，为最近六个月以来首次改善，不过仍处于收缩状态，小幅不及预期的 48%。2 月 Markit 制造业 PMI 终值 47.3%，创 2022 年 11 月以来的终值新高。美国 2 月份的制造业 PM 数据体现出需求依然偏弱但原材料成本上涨的滞涨风险。市场对利率升高的担忧在 PMI 数据公布后有所加剧，后续美联储加息路径仍与通胀、劳动力、经济等数据的变化有关，建议密切跟踪。2) 欧元区 2 月份核心 CPI 超预期上升，预计 3 月加息后，欧洲央行利率仍有继续上行的可能。

3) 2 月 PMI 全面回升，两会胜利召开。1) 2 月 PMI 指数全面回升，呈现出两个特点，一是，供需两端同步恢复，且生产端的恢复快于需求端的恢复，二是，内外需同步改善，且随着海外经济回暖，外需对国内总需求的贡献由拖累转向支撑。往后看，在加息的滞后影响下，外需仍面临一定的压力，预计在扩大内需战略的推动下，内需恢复将继续成为国内经济复苏的主要推动力量。2) 全国两会胜利召开，政府工作报告将今年的 GDP 增速目标确定为 5.0%，处于市场大多数预期（5.0-5.5%）的下沿，与此同时，财政、货币、地产等政策的表述较为有限，且基本上沿用了去年底中央经济工作会议通稿的内容。由于今年是政府换届之年，未来经济工作和政策安排还会随着新任政府的上台出现一些变化，所以建议密切关注下一个时间窗口，例如两会闭幕后的总理记者会、4 月政治局会议对于经济工作的部署等。

宏观·周度报告

2023 年 3 月 5 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

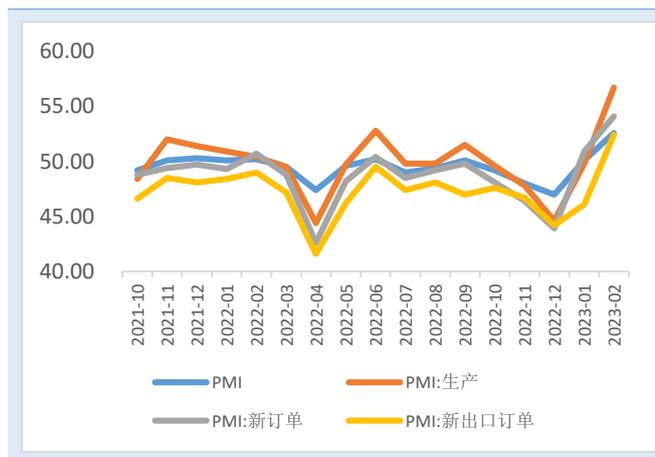
## 1.1 PMI 超预期回升

中国 2 月官方制造业 PMI 52.6，预期 50.6，前值 50.1。中国 2 月官方非制造业 PMI 56.3，预期 54.9，前值 54.4。中国 2 月官方综合 PMI 56.4，前值 52.9。

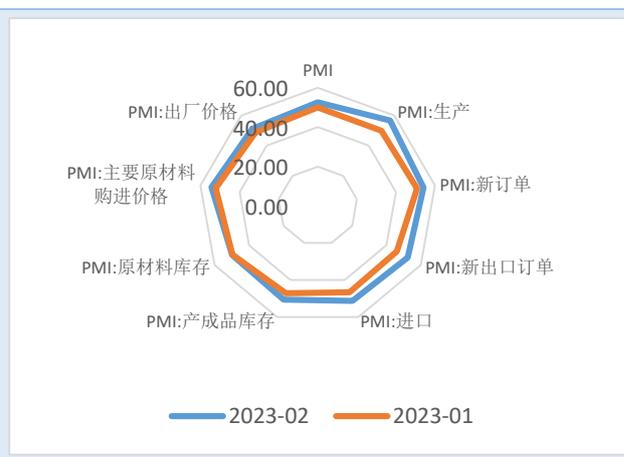
总的来看，2 月 PMI 指数全面回升，呈现出两个特点，一是，供需两端同步恢复，且生产端的恢复快于需求端的恢复，二是，内外需同步改善，且随着海外经济回暖，外需对国内总需求的贡献由拖累转向支撑。主要原因：一是，新冠疫情转为“乙类乙管”之后，疫情对经济的影响持续转弱；二是，各地全力抓好稳增长工作，春节后复工复产、复商复市好于预期；三是，欧美等主要经济体经济出现回暖，带动外需出现明显的改善。

往后看，海外方面，尽管欧美等经济体经济短期存在较大的韧性对外需带来超预期的贡献，但通胀压力仍然较大迫使欧美央行继续收紧货币政策，加息的滞后影响使得未来经济衰退的风险依旧较大，意味着外需仍面临一定的风险。国内方面，预计在扩大内需战略的推动下，内需恢复将继续成为国内经济复苏的主要推动力量，3 月两会后更多的稳增长将相继出台并加速落地执行，制造业 PMI 指数有望维持扩张区间。

图表 1：PMI 指数明显回升



图表 2：PMI 分项指标全面回升



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪：两会胜利召开

十四届全国政协一次会议、十四届全国人大一次会议分别于 3 月 4 日、3 月 5 日在北京召开，其中，市场比较关注的是李克强总理所做的政府工作报告。通读全文，本次报告提出的各项经济量化指标均落在市场预期下的下沿。

今年的 GDP 增速目标确定为 5.0%，处于市场大多数预期（5.0-5.5%）的下沿，与此同时，财政、货币、地产等政策的表述较为有限，且基本上沿用了去年底中央经济工作会议通稿的内容。由于今年是政府换届

之年，未来经济工作和政策安排还会随着新任政府的上台出现一些变化，所以建议密切关注下一个时间窗口，例如两会闭幕后的总理答记者问、4月政治局会议对于经济工作的部署等。

图表 3：历年政府工作报告的量化目标

指标	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
GDP增速	5%左右	5.5%左右	6%以上	-	6-6.5%	6.5%左右	6.5%左右
CPI增速	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右
M2增速和社会融资规模增速	与名义经济增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	明显高于去年	GDP名义增速相匹配	合理增长，维护流动性合理稳定	12%
宏观杠杆率	-	基本稳定	基本稳定	-	基本稳定	基本稳定	控制总杠杆，降企业杠杆
城镇新增就业	1200万左右	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上	1100万以上	1100万以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内	-
地方专项债	3.8万亿	3.65万亿	3.65万亿	3.75万亿	2.15万亿	1.35万亿	0.8万亿
赤字率	3.00%	2.8%左右	3.2%左右	3.60%	2.8%	2.6%	3.0%
减税降费规模	-	2.5万亿	-	超过2.5万亿	2万亿左右	8000亿	7500亿
单位GDP能耗降低	继续下降	统筹考核	3%左右	继续下降	3%左右	3%以上	3.4%以上
特别国债	-	-	-	1万亿	-	-	-
重点工作	<p>(一)着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费。实施城市更新行动。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。</p> <p>(二)加快建设现代化产业体系。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。加快传统产业和中小企业数字化转型。完善现代物流体系。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。</p> <p>(三)切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革。坚持分类改革方向。依法保护民营企业产权和企业权益，鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，支持中小微企业和个体工商户发展。</p> <p>(四)更大力度吸引和利用外资。扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入CPTPP等高标准经贸协议。继续发挥进出口对经济的支撑作用。</p> <p>(五)有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。</p> <p>(六)稳定粮食生产和推进乡村振兴。稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。国家关于土地承包期再延长30年的政策，务必通过细致工作落实到位。</p> <p>(七)推动发展方式绿色转型。加强城乡环境基础设施建设。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳。</p> <p>(八)保障基本民生和发展社会事业。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求。推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加强养老服务保障，完善生育支持政策体系。</p>						

数据来源：央视新闻、政府工作报告

### 1.3 加息预期持续修正

#### (1) 美国经济好于预期

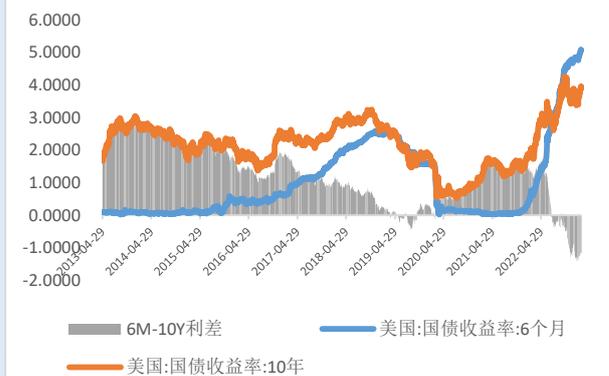
当地时间3月1日，ISM公布的数据显示美国2月ISM制造业指数上升至47.7%，为最近六个月以来首次改善，不过仍处于收缩状态，小幅不及预期的48%。其中，新订单指数回升4.5个百分点至47%，增幅创下2020年以来最大，生产指数回落0.7个百分点至47.3%；新出口订单指数回升0.5个百分点至49.9%，进口订单指数回升2.1个百分点至49.9%。此外，衡量原材料支付价格的物价支付指数为51.3%，大幅高于预期，连续第二个月上涨，自去年9月以来首次重回扩张区间，表明成本上升。同日公布的数据显示，美国2月Markit制造业PMI终值47.3%，创2022年11月以来的终值新高，其中，就业分项指数终值上升至52.5%，创2022年9月以来的终值新高。美国2月份的制造业PM数据体现出需求依然偏弱但原材料成本上涨的滞涨风险。

市场对利率升高的担忧在 PMI 数据公布后有所加剧，10 年期美债收益率一度突破 4% 达到 4.006%，是自去年 11 月以来的首次。短期利率甚至飙升得更高，6 个月期和 1 年期美债收益率自 2007 年以来首次突破 5%。目前，美联储掉期市场定价 2023 年 9 月的利率峰值升至约 5.5%。截至 3 月 5 日，据 CME “美联储观察”，美联储 3 月加息 25BP 的概率为 71.6%，加息 50BP 的概率为 28.4%，较之前有所提高。后续美联储加息路径仍与通胀、劳动力、经济等数据的变化有关，建议密切跟踪。

图表 4: FedWatch Tool 加息路径预期

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.6%	28.4%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	32.6%	2.8%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	56.5%	25.0%	2.1%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	40.6%	37.5%	11.2%	0.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	39.4%	37.6%	12.2%	1.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	16.2%	39.0%	32.0%	9.8%	1.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.6%	23.5%	36.7%	24.8%	6.9%	0.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	14.7%	29.8%	31.1%	16.3%	4.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	2.2%	10.2%	23.7%	30.6%	22.2%	8.9%	1.8%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.2%	2.0%	9.3%	22.2%	29.8%	23.1%	10.4%	2.6%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.1%	1.1%	5.9%	16.1%	26.2%	26.3%	16.4%	6.3%	1.4%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.9%	4.7%	13.7%	23.8%	26.3%	18.8%	8.7%	2.5%	0.5%	0.0%	0.0%

图表 5: 美国国债收益率飙升



数据来源: Wind

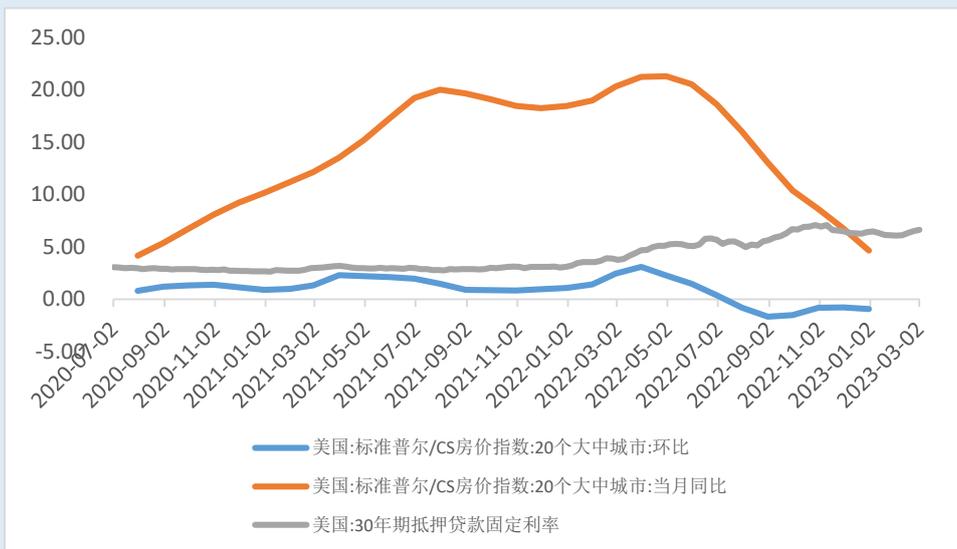
## (2) 美国房价连续六个月环比下跌

当地时间 2 月 28 日，美国公布的房价数据显示，12 月标普凯斯席勒(S&P/CS)全美房价指数连续第六个月下滑，环比下跌 0.51%，表现差于预期的下跌 0.4%。美国房价持续冷却，去年 12 月的房价较当年 6 月的峰值水平累跌 4.4 个百分点。同比来看，2022 年 12 月的全美房价比 2021 年同期高出 5.8% 这一增幅低于 11 月的 7.6%，也呈走弱趋势。12 月 20 座大城市房价指数同比增 4.6%，增幅较 11 月收窄 2.2 个百分点；12 月 10 座大城市房价指数同比增 4.4%，增幅较 11 月收窄 1.9 个百分点。

同日，美国另一项房价数据 FHFA 指数显示，12 月环比跌 0.1%，预期为下跌 0.2%，11 月前值为下跌 0.1%，也呈现房价逐月疲软的态势。2022 年以来，伴随着美联储坚定的打击通胀，不断激进加息，抵押贷款利率在一年内翻了一番以上，令美国房地产市场大幅降温。美国 30 年期房贷利率在去年 10 月达到 7.3% 的峰值，随后按揭贷款利率回落明显，在今年 1 月达到约 6% 的近期低点，2 月又重回升势。上周 30 年期固定利率抵押贷款的合约利率上涨 9 个基点至 6.71%，创下截至 11 月 11 日当周以来的最高水平。

1 月美国劳动力市场表现强劲，通胀数据高于预期，美联储已表示倾向于继续提高基准利率以对抗通货膨胀，这意味着近期美国房贷利率可能进一步走高，房价可能进一步走弱。

图表 6: 美国房地产市场持续降温

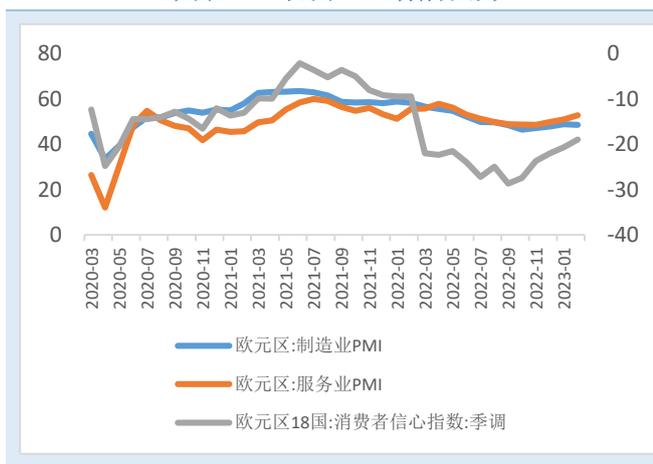


数据来源：Wind

### (3) 欧洲核心 CPI 超预期上升

3月2日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区2月份CPI同比初值上涨8.5%，低于前值8.6%，但高于市场预期，环比上涨0.8%，也高于预期；核心调和CPI初值同比涨幅扩大0.3个百分点至5.6%，远超市场预期。在超预期的通胀数据之后，预计3月加息后，欧洲央行利率仍有继续上行的可能。目前看，欧元区整体消费有所复苏，整体外贸压力和供应链的顺畅程度都有所改善：暖冬的有利影响下，能源危机对欧洲经济的影响暂时消除。从PMI指数可以看出，欧洲服务业景气度相对较高，2022年10月，欧元区制造业和服务业PMI触底，而后开始回升。虽然制造业PMI回升较慢，2023年1月48.8%还位于收缩区间，但服务业PMI回升较快，已经重回扩张区间，带动欧元区综合PMI在2023年1月重回荣枯线之上。

图表 7：欧洲 PMI 有所回升



图表 8：欧洲通胀处于高位



数据来源：Wind

## 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上涨，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳步回升，其中，PTA 开工率持稳于 73%，聚酯工厂负荷率升至 80%，江浙织机稳步复产，负荷率小幅升至 67%。

**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 0.09 个百分点至 81.07%。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，表需持续改善，总库存继续去化。下游加快复工复产，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

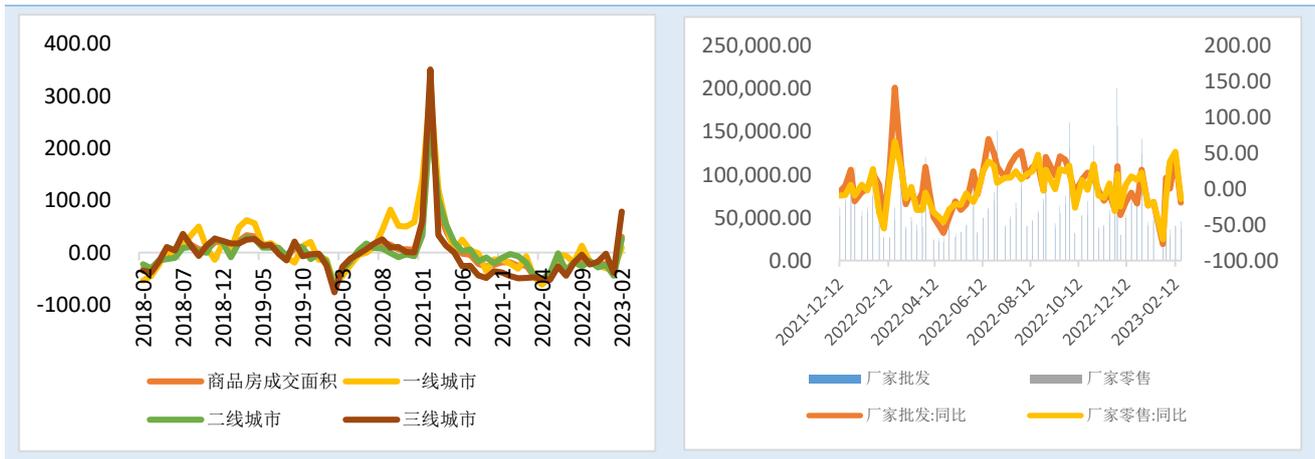
### 2.2 地产销售月环比上升，乘用车销售表现回暖

**房地产销售月环比上升。**截至 3 月 1 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 13.68%，按均值计，2 月环比上升 42.51%，同比上升 30.86%，一、二、三线城市 2 月同比增速分别为 9.81%、26.16%和 78.80%；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-18.98%，一、二、三线城市环比增速分别为 222.24%、-44.71%和-9.85%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 4.08%，其次是三线城市为 0.22%，最后是一线城市，为 0.0%。

**乘用车销售表现回暖。**根据乘联会数据，2 月第三周零售 3.8 万辆，同比去年下降 14%，环比上月同期增长 11%。2 月 1-19 日市场零售 73.0 万辆，同比去年增长 16%，较上月同期下降 9%。疫情后消费者购新能源车刚需小幅下降，叠加油价不太高，春节后燃油车市场下降的速度放缓，有望形成较好的开门红增长。

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

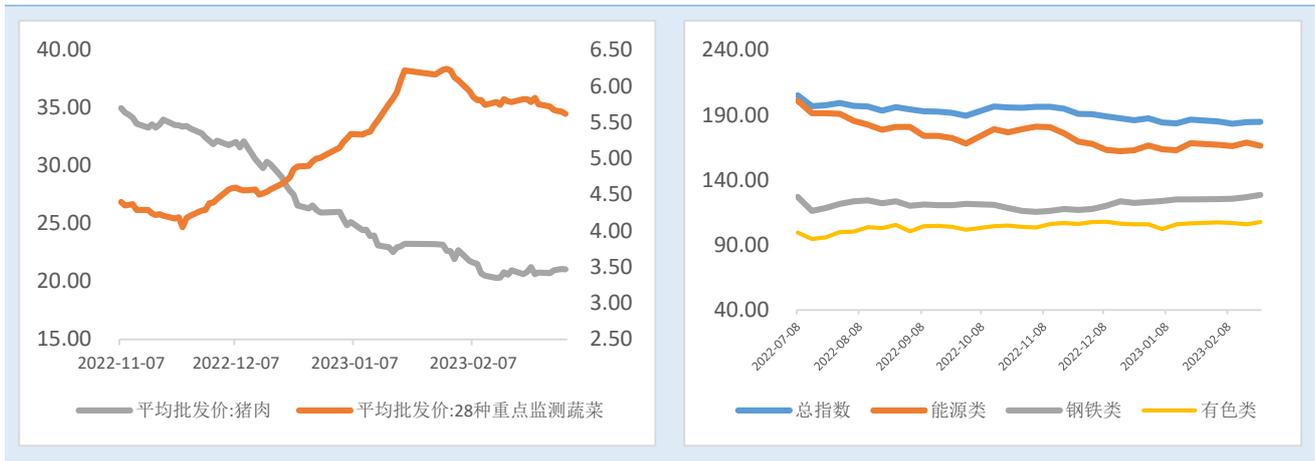
(1) **本周食品价格走势有所回升。**本周蔬菜均价环比跌 2.38%，猪肉价格止跌回升，本周猪肉均价环比上涨 0.66%。

(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