

国内经济复苏进行时，关注海外超级央行周

观点

1、欧美银行事件此起彼伏，市场情绪脆弱，风险偏好大幅走低，股市和大宗商品走弱，黄金等避险资产价格走高。展望下周，1-2月国内经济整体性好转，复苏势头良好，而央行在超额续作MLF后宣布全面降准将有助改善政策预期，提振市场信心，利好国内资产。重点关注的是，海外超级央行周，美联储、英国央行和瑞士央行等都将集中在周四公布最新货币政策决定。在欧美金融市场动荡的当下，全市场都期盼美联储能转为“鸽派”，预计在2月失业率上升、通胀回落、零售数据走低、金融市场动荡的背景下美联储将宣布只加息25BP，同时有相当大的概率在5月结束加息进程。

核心逻辑

(1) 本周国内商品指数大幅下跌，受欧美银行事件持续发酵的扰动，市场风险偏好明显回落，工业品、农产品同步走弱，黄金价格逆势大涨。

(2) **美国通胀波澜不惊，欧央行加息50BP。** 1) 美国2月CPI同比6%，已连续第八个月下降，为2021年9月以来新低；2月CPI环比0.4%；2月核心CPI同比5.5%，已连续第六个月下降，为2021年12月以来新低；2月核心CPI环比0.5%。美国2月的通胀数据按照市场预期的速度继续回落，这将让美联储松一口气，也将有助于稳定市场情绪，特别是在当前硅谷银行事件不断发酵的混乱时刻。**这个通胀数据基本决定了美联储在3月的FOMC会议将只会加息25BP**，同时，出于稳定金融市场情绪的考虑，倾向于认为美联储到时候不会发表过度鹰派的言论。2) **欧洲央行公布最新政策决议，将三大主要利率均上调50个基点，但没有暗示未来的利率走势。** 3月14日瑞信内控问题发酵后，市场认为欧央行可能出于金融稳定考虑而放缓加息。欧央行本次加息明确了抗击通胀是其首要任务，其对欧洲金融稳定充满信心并有充足的政策工具可以应对流动性风险。现阶段欧洲地区经济和核心通胀均强于预期，因此，欧央行也同时更新了经济预测，而这也支持其继续加息。

(3) **国内经济复苏进行时。** 开年来经济复苏势头良好，此前公布的美元计价出口同比降幅收窄，而本周公布的消费与投资数据也明显超预期，经济复苏的趋势已经确定。但结构上仍存在一定的隐忧，主要是目前就业与收入压力仍将对居民消费与购房需求的恢复路径形成约束。展望未来，“稳增长、稳就业、稳物价”是中央经济工作会议和两会确定的重点工作，预计政策面将继续在促进消费、扩大投资两大内需板块发力，同时将多措并举引导房地产行业尽快实现软着陆，带动涉房消费、房地产投资企稳回升。我们判断国内经济大概率将延续复苏进程。**而央行在超额续作MLF后宣布全面降准将有助改善政策预期，提振市场信心。**

宏观·周度报告

2023年3月19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 国内经济复苏进行时

统计局公布的数据显示，国内经济复苏势头整体性向好：

（1）生产端：

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 2.4%，预期 2.6%，前值 1.3%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.12%。

（2）需求端：

1) 固定资产投资增速好于预期。1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 5.5%，较去年全年加快 0.4 个百分点，高于预期的 4.4%。其中，制造业投资增长 8.1%，较去年全年回落 1.0 个百分点；房地产开发投资下降 5.7%，降幅较去年全年收窄 4.3 个百分点；基础设施投资同比增长 9.0%，较去年全年回落 0.4 个百分点。

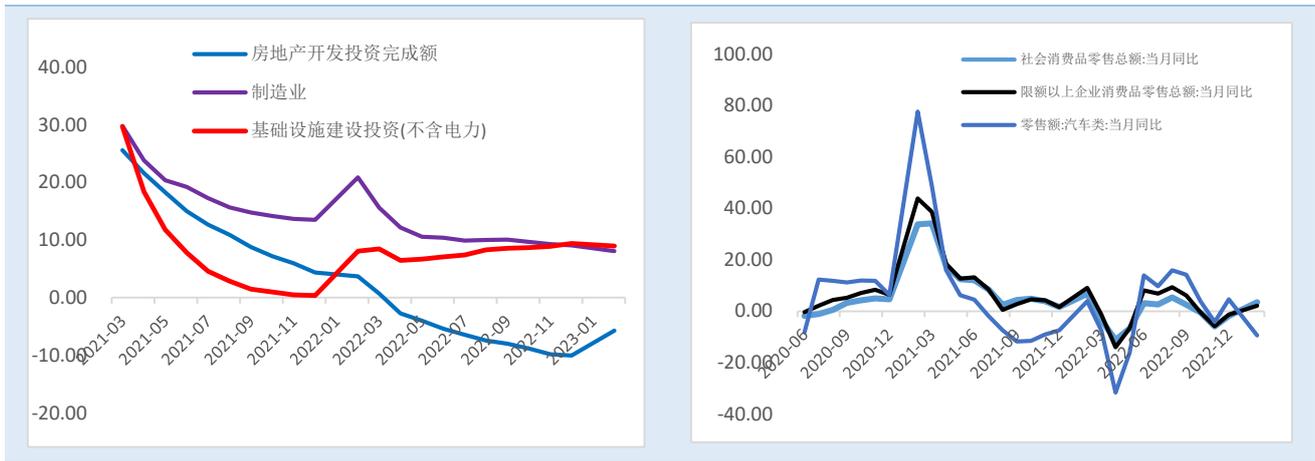
2) 防疫政策调整后消费明显恢复。中国 1-2 月社会消费品零售总额同比 3.5%，预期 3.5%，前值-1.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 5.0%。

开年来经济复苏势头良好，其中，1-2 月固定资产投资增速加快，主要原因是基建和制造业投资保持较强韧性，同时，房地产投资触底回升，拖累效应减弱。而在消费场景恢复和促销费政策的支撑下，社会消费品零售总额同比增速回升至 3.5%。综合来看，此前公布的 1-2 月美元计价出口同比降幅收窄，而今日公布的消费与投资数据也明显超预期，经济复苏的趋势已经确定。但结构上仍存在一定的隐忧，主要是目前就业与收入压力仍将对居民消费与购房需求的恢复路径形成约束。

展望未来，“稳增长、稳就业、稳物价”是中央经济工作会议和两会确定的重点工作，预计政策面将继续在促进消费、扩大投资两大内需板块发力，同时将多措并举引导房地产行业尽快实现软着陆，带动涉房消费、房地产投资企稳回升。我们判断国内经济大概率将延续复苏进程。

图表 1：社融增速延续回升

图表 2：M2 增速继续上行



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 央行宣布全面降准

央行表示,为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长,打好宏观政策组合拳,提高服务实体经济水平,保持银行体系流动性合理充裕,决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。央行表示,将精准有力实施好稳健货币政策,更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能,保持货币信贷总量适度、节奏平稳,保持流动性合理充裕,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,更好地支持重点领域和薄弱环节,不搞大水漫灌,兼顾内外平衡,着力推动经济高质量发展。

在此之前,3月15日央行超额续作MLF,轧差后实现净投放约2810亿元,因此,此次全面降准超出市场预期。此次降准有利于保障流动性的充裕,缓和银行负债端压力,为海外风险事件传导打好预防针,也一定程度上打消市场对政策的略悲观的预期。

(2) 财政部公布1-2月财政收入

财政部公布,1-2月累计,全国一般公共预算收入45642亿元,同比下降1.2%;一般公共预算支出40898亿元,增长7%。主要税收收入项目方面,国内增值税15787亿元,增长6.3%;企业所得税收入10167亿元,增长11.4%;个人所得税收入3881亿元,下降4%;印花税收入781亿元,下降31.3%,其中,证券交易印花税收入282亿元,下降61.7%。1-2月累计,地方政府性基金预算本级收入6323亿元,下降26.1%,其中,国有土地使用权出让收入5627亿元,下降29%。

此外,前置财政政策将持续发力,截至3月17日,开年以来新增专项债发行1.19万亿,而2022年Q1新增专项债1.26万亿。

1.3 美国通胀波澜不惊,关注美联储3月FOMC会议

(1) 美国通胀波澜不惊

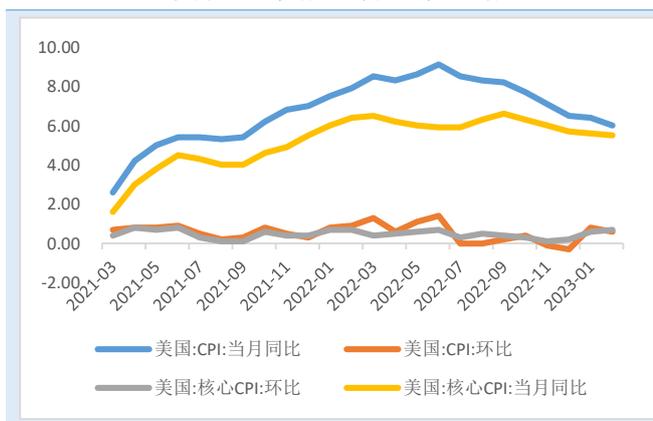
美国 2 月 CPI 同比 6%，预期 6.0%，前值 6.4%，已连续第八个月下降，为 2021 年 9 月以来新低；2 月 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.5%，为 2022 年 12 月以来新低；2 月核心 CPI 同比 5.5%，预期 5.5%，前值 5.6%，已连续第六个月下降，为 2021 年 12 月以来新低；2 月核心 CPI 环比 0.5%，预期 0.4%，前值 0.4%。

从主要分项来看，能源价格环比自上月的 2.0% 回落至 -0.6%，主因是 2 月国际油价小幅走弱；食品价格环比自上月的 0.5% 回落至 0.4%，主要受家庭食品价格环比增速回落，而外出就餐价格环比仍保持高位。核心通胀方面，环比自上月的 0.4% 抬升至 0.5%，主要受住房和机票价格上涨影响，而二手车和卡车价格跌幅仍在扩大，表明美国经济放缓仍然是结构性的，耐用品需求持续转弱，而服务需求依旧旺盛。其中，住房价格环比自上月的 0.7% 上升至 0.8%，仍处在历史高位，随着房屋价格的持续下跌，预计 CPI 住宅价格将从二、三季度开始回落；交通服务价格环比自上月的 0.9% 抬升至 1.1%，主要受机票价格上涨影响，同期机动车维修和保险价格环比涨幅均有所收敛；医疗护理服务价格环比持平于上月的 -0.7%，核心商品环比自上月的 0.1% 降至 0%，主要受汽车价格下跌影响，二手车和卡车价格环比为 -2.8%，上月为 -1.9%，新车价格环比持平于上月的 0.2%。

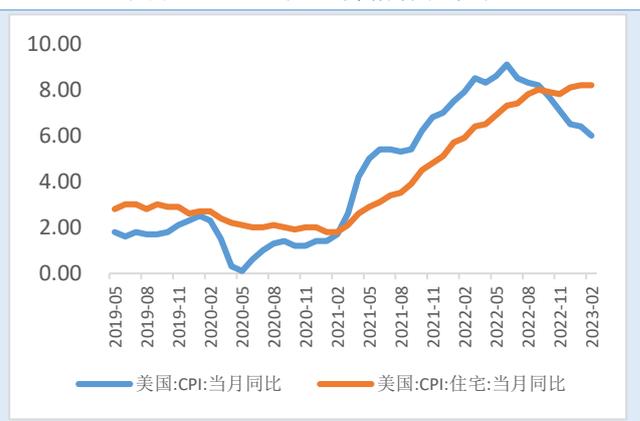
通胀方面：美国通胀的绝对水平仍处于高位，在劳动力市场仍然强劲的背景下，美国通胀短期仍具有较强的韧性。不过，中长期视角来看，一方面，随着能源危机、粮食危机的缓解，商品方面的通胀持续转弱；另一方面，随着美国薪资增速的持续回落，服务业通胀方面的支撑也开始转弱，叠加去年基数效应的提升，预计今年美国通胀同比增速将持续回落。

美联储加息方面：美国 2 月的通胀数据按照市场预期的速度继续回落，这将让美联储松一口气，也将有助于稳定市场情绪，特别是在当前硅谷银行事件不断发酵的混乱时刻。这个通胀数据基本决定了美联储在 3 月的 FOMC 会议只加息 25BP，同时，出于稳定金融市场情绪的考虑，倾向于认为美联储到时候不会发表过度鹰派的言论。

图表 3：美国通胀继续回落



图表 4：CPI 住宅价格存在韧性



数据来源：Wind

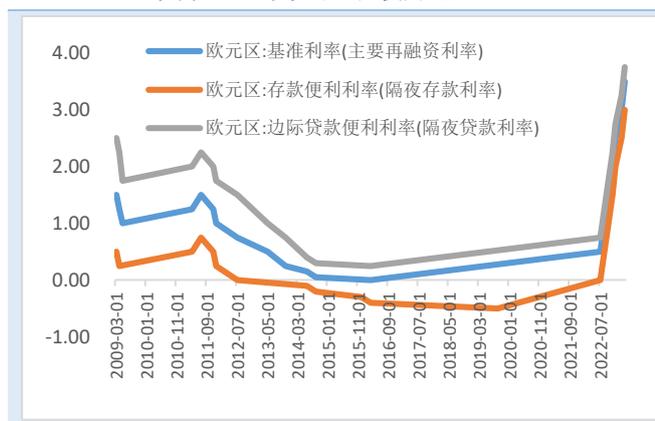
(2) 未受银行事件影响，欧洲央行宣布加息 50BP

3月16日，欧洲央行公布最新政策决议，将三大主要利率均上调50个基点。欧元区主要再融资利率升为3.5%，边际贷款利率为3.75%，存款便利利率为3.0%，加息幅度符合市场预期。其他政策方面，从3月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP），月均150亿欧元；同时疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至2024年末。

欧洲央行表示，通胀将在长时间内维持在过高水平，将2023年欧元区通胀预期由6.3%下调至5.3%，GDP增长预期从0.5%上调至1%。由于此次评估是在银行业动荡之前完成的，因此该行在声明中没有暗示未来的利率走势。对于近期的银行业“风暴”，欧洲央行称，随时准备就价格稳定和金融稳定做出反应，可以在必要时向欧元区金融体系提供流动性支持。

受美国硅谷银行事件的外溢影响，市场情绪脆弱，3月14日瑞信内控问题发酵后，市场预期出于对金融稳定的考虑，欧央行可能放缓加息步伐，因此，欧央行本次加息明确了抗击通胀是其首要任务，其对欧洲金融稳定充满信心并有充足的政策可以应对流动性风险。现阶段欧洲地区经济和核心通胀均强于预期，欧央行也同时更新了经济预测，要点是核心通胀和经济均比预期强，支持继续加息。

图表 5：欧元区继续加息 50BP



图表 6：欧洲通胀水平仍旧较高



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，开工率稳中有升。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步大跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中回升，其中，PTA 开工率稳中有升至 76.55%，聚酯工厂负荷率升至 83%，江浙织机稳步复产，负荷率持稳于 70%。

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 0.29 个百分点至 82.29%。目前随着下游需求逐步改善，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 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

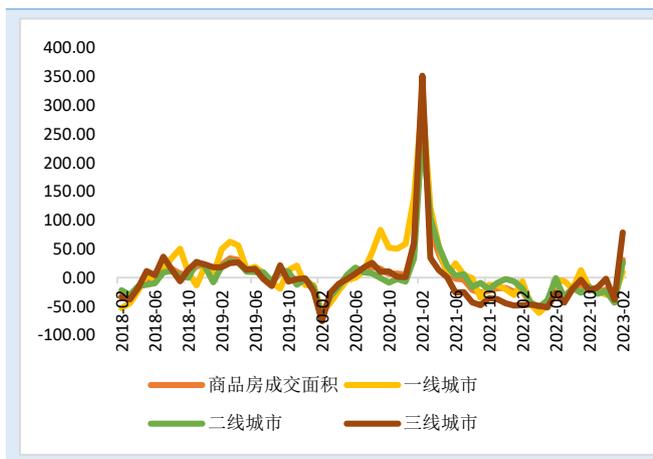
2.2 地产销售周环比下降，乘用车消费偏弱

房地产销售周环比下降。截至 3 月 8 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周下降 22.15%，按均值计，3 月环比上升 7.36%，同比上升 17.23%，一、二、三线城市 3 月同比增速分别为 15.05%、13.10%和 29.40%；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-55.77%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.01%、-59.53%和-52.34%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 3.79%，其次是三线城市为 0.20%，最后是一线城市，为 0.0%。

价格战导致混乱，车市消费偏弱。据中国汽车流通协会统计：3 月 1-12 日乘用车市场零售 41.4 万辆，同比去年下降 17%，较上月同期下降 11%；今年以来累计零售 309.4 万辆，同比去年下降 19%。根据乘联会发布数据显示，3 月 1-12 日，全国乘用车市场零售 41.4 万辆，同比去年下降 17%，较上月同期下降 11%。今年以来累计零售 309.4 万辆，同比去年下降 19%；全国乘用车厂商批发 45.2 万辆，同比去年下降 18%，较上月同期增长 6%。今年以来累计批发 351.8 万辆，同比去年下降 16%。随着春节后的车市逐步回暖，通

过地区性的刺激政策对强依赖线下接触的购车服务市场信心提振明显。从3月前两周来看，终端客流转化率不高，消费者观望情绪重，整体需求偏弱。

图表 9：30 大中城市地产销售：月：同比



图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格继续走低。本周蔬菜均价环比跌 3.97%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 1.75%。

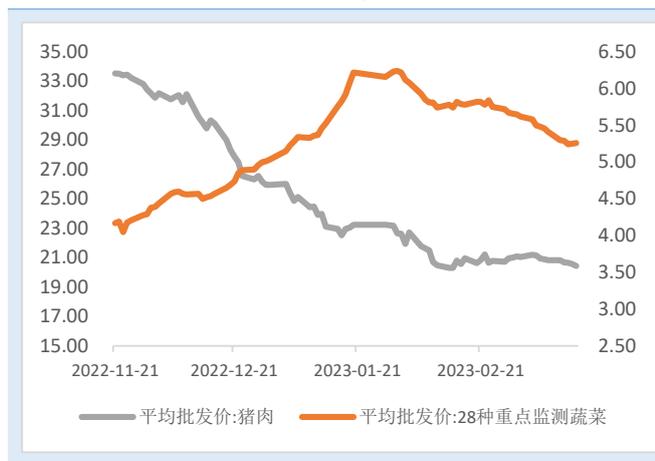
国家统计局发布的最新数据显示，中国 2 月 CPI 同比 1%，预期 1.9%，前值 2.1%。2 月 CPI 环比-0.5%，预期 0.2%，前值 0.8%。中国 2 月 PPI 同比-1.4%，预期-1.3%，前值-0.8%。2 月 PPI 环比持平，前值为-0.4%。

(2) 2 月 CPI 明显回落，后续或温和回升。2 月 CPI 同比、环比增速均较 1 月明显回落，食品和非食品价格同步回落，除了春节因素导致食品和服务价格出现季节性回落之外，内需不足也是重要的原因，实际上，1-2 月进口增速降幅较大也同样映射出当前内需依旧不足，尤其是工业领域的需求仍有待恢复。往后看，在春节等季节性因素消除后，由于猪肉等食品供需矛盾并不突出，食品价格波动或减小，此外，猪价高基数的影响或拉低 CPI 同比的读数。政府工作报告明确今年的 GDP 目标增速为 5%，强调了实施扩大内需的战略，预计后续内需有望逐步改善，服务业、工业消费品等非食品价格或有一定的上涨风险。综合来看，年内通胀或温和回升，压力可控。

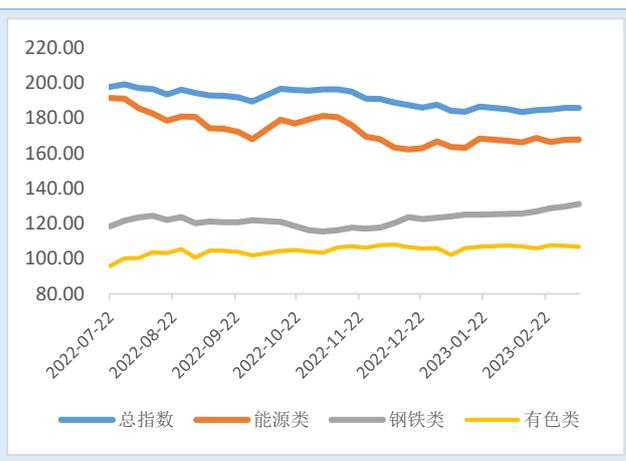
(3) PPI 同比增速年内有望转正，全年前低后高。尽管随着国内经济复苏预期的改善，部分工业品率先反弹，但内需改善幅度有限，尤其是工业领域的需求有待恢复，现阶段企业仍在主动去库，工业品价格反弹高度受限。往后看，随着扩大内需战略的不断推进，内需将逐步得到改善，企业或由去库转为补库，进而推动工业品价格回升，不过，海外主要经济体随着加息的不断推进，经济下行风险仍然较大，这压制

了商品整体反弹的力度。总的来看，在需求“内强外弱”的大背景下，工业品价格上下空间均有限，后续PPI同比增速将在基数的影响下逐步回升并转正，但力度不会太大，节奏上前低后高。

图表 11: 食品价格多数回落



图表 12: 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