

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美联储议息会议结果出炉，国内经济缓慢回暖

——大宗商品宏观&中观周度观察20230326

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **美联储如预期加息25bp，议息会议分析可见信息资讯部分，其中关注点：**（1）加息趋于中止，但23年降息概率较低（新博弈点）；（2）系统性风险不大，但会使银行收紧信贷，此时经济受到冲击，因此不必上调加息目标，但收紧信贷的程度不可观测；（3）衰退非线性，难以预测，但调降经济增长和失业率表明，今年难降息或将使得衰退概率上升；（4）拜登积极财政政策目前对通胀没有扰动。议息会议结果验证了我们对这次议息会议分析的观点：加息5月份趋于中止，但之后降息过程或并不顺畅。
- **政府部门信息模糊，流动性风险犹存：**本周美联储主席鲍威尔与财政部长耶伦反复“担保”美国银行存款与系统性安全，使市场默许银行业风险得到托底。但耶伦证词前后摇摆触发市场波动：3月23日耶伦表示“监管部门没有扩大存款担保计划”，次日她表示“若有必要性，已准备好采取外措施”，“强劲措施将保障存款安全”。当地时间周五，耶伦召开紧急金融稳定闭门会议，声明显示“尽管部分银行承压，但是美国银行业系仍然稳固韧性...委员会同时讨论了监控相关机构事态变化的措施”。3月24日当周，FRA-OIS与10yr Swap-德国国债下行不畅，美欧流动性恢复受阻，美国地区银行ETF与欧洲STOXX600银行股价震荡探底。
- **德银或非第二瑞信，警惕信心再度受损。**周五德意志银行股价承压下行。同时，当日德银宣布提前赎回一笔2028年到期的次级债券，以“向投资者提供保障信号”。但或因欧元区瑞银瑞信合并中AT1债券减记影响犹存，市场情绪或因此出现微妙变化：德银CDS较月初上升近30%，彭博新闻报道称，CDS价格上涨主要来自于对冲基金避险需求。德国总理拒绝将德银与瑞信相提并论，并表示“德银是一家基本面现代化、具有盈利共识的银行”，“欧元区银行系统仍稳定。”

- **美国3月Markit制造业PMI 49.3（前值47.3，预期47），服务业PMI 53.8（前值50.6，预期50.3）。**综合来看，美国制造业与非制造业继续分化发展，综合边际改善主要来自于非制造业带动，制造业的新订单、新出口订单仍在收缩，商品需求端尚未逆转复苏。近期银行业动荡及货币政策继续收紧对当前的商业活动影响暂不明显，但展望未来，由于对通胀的担忧和需求前景的不确定性，制造业与服务业的信心程度均有所下降。
- **新美国房地产市场或已触及下方临界点，但不确定性仍然存在：新屋销售方面**，2月新屋销售环比增长1.1%（前值1.8%，预期-3.1%），连续第三个月增长，同时，新屋价格中位数增长2.5%。**成屋销售方面**，2月成屋销售环比增长14.5%（前值-0.7%，预期5%），终结2022年连续下跌，原因主要为抵押贷款利率的相对低位以及2012年以来首次下降的成屋销售价格。去年加息以来，随着抵押贷款利率的不断升高，美国地产销售状况持续转冷，地产供给得以喘息，新屋销售中竣工房屋占比攀升，已购房屋价格结构整体下沉。但是，2月成屋销售的超预期回暖，以及截至2月底，成屋库存仅保持98万套，根据NAR，这仅相当于2.6个月的供应量（4-7个月的供应量为供需相对平衡），成屋市场或继续紧俏，房价能否持续转冷仍然存疑，核心通胀受二次支撑将使美联储货币政策更为困难。
- **欧元区国家PMI显示制造业与服务业分化发展，近期经济景气来自于服务业复苏：**欧元区3月制造业PMI初值47.1，预期49，前值48.5；3月服务业PMI初值55.6，前值52.7。核心国家中，法国3月Markit制造业PMI由47.4上升至47.7，3月服务业PMI由53.1上升至55.5；3月德国Markit制造业PMI由46.3下降至44.4，服务业PMI由50.9上升至53.9。**综合来看**，欧元区经济增速达到10个月高位，经济正逐渐复苏，通胀压力继续缓和。虽然银行业动荡和借贷成本上升引发担忧，但就业继续增长，企业仍保持信心。但是，3月的经济增长非常不平衡，几乎完全由服务业推动。制造业收缩主因仍是需求下降，生产难以维持；并且成本与销售价格通胀仍处于历史高位，通胀压力仍存。

- **社融：社融超预期，结构持续改善。** 2月新增人民币贷款1.81万亿元、预期1.5万亿元，同比多增5800亿元；新增社融3.16万亿元、预期2.2万亿元，同比多增19430亿元。本次社融超预期主要是由于（1）**春节效应导致去年基数偏低，并影响专项债发行节奏；**（2）**企业信心改善，银行信贷开门红政策刺激融资。**
- **财政：收入有所下滑，支出增速回升。** 公共财政收入增速下滑与去年高基数有一定相关性，但也反映出经济活动以及疫情对收入的拖累。财政支出端的上升，但结构来看主要是卫生健康、社保就业等硬支出，而我们更为关注的基建段表现较为一般，对于基建的拉动主要还将着力于专项债以及政策性开发性金融工具。
- **地产：投资有所修复，到位资金出现改善。** 全国房地产开发投资-5.7%，预期-10%，降幅大幅收窄。其中施工降幅明显收窄，竣工端好转迅速，同比转正至8%，或表明相关资金以及保竣工等政策已经逐步开始发力。我们对竣工以及施工端好转的持续性保持乐观态度，预计随着销售回暖以及房企融资好转将有进一步好转空间。
- **2月经济数据显示供需两端均出现明显回暖**，其中需求侧恢复更为亮眼。生产方面，规模以上工业增加值在出口数据明显下滑以及高基数的影响下，生产仍有韧性。需求方面，1) 社零受益于疫后消费场景修复，消费恢复较为强劲，超市场预期。但结构上来看，汽车消费仍有明显拖累。作为占比最高的商品，若后续汽车消费并无明显好转，疫后红利出尽后的消费情况仍存在隐患。2) 固定资产投资同比 5.5%，受益于财政前置，近期基建维持高景气度，拉动投资正向增长，地产端恢复最为亮眼。总的来说，2月经济数据实现开门红。消费端受益于内生动力自主回弹，后续持续性仍待观察，投资端地产基建好转明显，且作为政策抓手相对可持续。
- **央行宣布于3月27日降准0.25个百分点，超市场预期。** 此番降准或反映1) 经济稳步复苏，实现目标仍需政策推动，在“运用好宏观政策组合拳”的主题下，后续政策或接踵而至；2) 缓解由于开年以来的天量信贷使银行负债端的压力。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端改善明显，基建端实物工作量季节性回升

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**随着当前项目开复工率持续回升，带动相关螺纹以及建材的需求量出现季节性回升，与去年同期相比已正增长，但本周螺纹表需下降，观察后续变化。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃开始出现去库，近期表观消费量小幅上升，PVC近期需求持续反弹，库存累库动力不足。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**近期实物工作量有所下滑。
- **挖机与重卡：**2月挖机销量出现回升，背后的主要原因是春节错位效应以及地产复苏稍有起色。

■ 制造业景气度跟踪：2月以来汽车销量增速有所回升，空调排产显著修复。

- **发电量：**近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，但近期天气持续回暖，带动电厂耗煤量季节性回落。
- **汽车：**随着国六A清库存的公开化，各车企厂商加速大力度的促销，火爆的背后是需求的集中释放为代价，对后续汽车市场的正常秩序带来压力。
- **家电：**根据空调排产数据，2月空调产量同比显著拉升，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口：**近期出口集装箱运价指数持续回落，领国出口下滑明显，反映外需压力还在扩大。
- **总结：**
- **进入2023年以来，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销2月份的数据有所回升，2月的家电排产数据显示需求显著修复，出口方面结合邻国出口开始下滑，当前外需压力有所扩大。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况有所好转，内需向好，外需压力犹存。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **银行业事件发酵，央行加息趋于终止**

海外流动性 **政府部门信息模糊，流动性风险犹存**

美国宏观&中观 **美联储加息25bp，加息趋于终止**

欧洲经济 **欧元区制造业服务业进一步分化发展**

一、海外总览：银行业事件发酵，央行加息趋于终止

- 银行业事件发酵，央行加息趋于终止。** 尽管银行业事件加剧美联储货币政策难度，**本周美联储如预期加息25bp**，但对于未来货币政策表述出现模糊化。美联储SEP显示其视角下经济边际“滞胀”，预计加息5月份趋于中止，但之后降息过程或并不顺畅。**银行业事件方面**，尽管政府部门对于银行业系统性稳定具有信心，但耶伦证词前后摇摆仍然触发市场波动。同时，欧洲银行业事件影响尚未消退，周五德银股价大幅下挫，CDS价格攀升，德国总理舒尔兹表示“欧元区银行系统稳定。”3月24日当周，欧美流动性缓解受阻，银行股承压下行，美联储再扩表。**美国地产方面**，由于信贷收缩，美国地产2022年持续下行给予供给端喘息机会，但房价下行或触发需求回归，美国地产或逐步触底反弹。但由于核心通胀仍较顽固，若供需再平衡过程不畅将使美联储货币政策难度雪上加霜。**欧元区方面**，**3月PMI显示欧洲制造业服务业再分化发展**，制造业收缩主因仍是需求下降，生产难以维持；并且成本与销售价格上涨仍处于历史高位，通胀压力仍存。

全球制造业PMI

| 制造业PMI | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球 | 未公布 | 50 | 49.1 | 48.7 | 48.8 | 49.4 | 49.8 | 50.3 | 51.1 | 52.2 | 52.3 | 52.3 | 52.9 |
| 美国 | 未公布 | 47.7 | 47.4 | 48.4 | 49 | 50.2 | 50.9 | 52.8 | 52.8 | 53 | 56.1 | 55.4 | 57.1 |
| 欧元区 | 47.1 | 48.5 | 48.8 | 47.8 | 47.1 | 46.4 | 48.4 | 49.6 | 49.8 | 52.1 | 54.6 | 55.5 | 56.5 |
| 德国 | 44.4 | 46.3 | 47.3 | 47.1 | 46.2 | 45.1 | 47.8 | 49.1 | 49.3 | 52 | 54.8 | 54.6 | 56.9 |
| 法国 | 47.7 | 47.4 | 50.5 | 49.2 | 48.3 | 47.2 | 47.7 | 50.6 | 49.5 | 51.4 | 54.6 | 55.7 | 54.7 |
| 意大利 | 未公布 | 52 | 50.4 | 48.5 | 48.4 | 46.5 | 48.3 | 48 | 48.5 | 50.9 | 51.9 | 54.5 | 55.8 |
| 爱尔兰 | 未公布 | 51.3 | 50.1 | 48.7 | 48.7 | 51.4 | 51.5 | 51.1 | 51.8 | 53.1 | 56.4 | 59.1 | 59.4 |
| 希腊 | 未公布 | 51.7 | 49.2 | 47.2 | 48.4 | 48.1 | 49.7 | 48.8 | 49.1 | 51.1 | 53.8 | 54.8 | 54.6 |
| 西班牙 | 未公布 | 50.7 | 48.4 | 46.4 | 45.7 | 44.7 | 49 | 49.9 | 48.7 | 52.6 | 53.8 | 53.3 | 54.2 |
| 澳大利亚 | 48.1 | 50.6 | 48.5 | 47.5 | 48 | 49.8 | 50.9 | 50.2 | 51.1 | 52.6 | 52.9 | 未公布 | 未公布 |
| 英国 | 48 | 49.3 | 47 | 45.3 | 46.5 | 46.2 | 48.4 | 47.3 | 52.1 | 52.8 | 54.6 | 55.8 | 55.2 |
| 日本 | 未公布 | 47.7 | 48.9 | 48.9 | 49 | 50.7 | 50.8 | 51.5 | 52.1 | 52.7 | 53.3 | 53.5 | 54.1 |
| 中国 | 未公布 | 52.6 | 50.1 | 47 | 48 | 49.2 | 50.1 | 49.4 | 49 | 50.2 | 49.6 | 47.4 | 49.5 |
| 印度 | 未公布 | 55.3 | 55.4 | 57.8 | 55.7 | 55.3 | 55.1 | 56.2 | 56.4 | 53.9 | 54.6 | 54.7 | 54 |
| 巴西 | 未公布 | 49.2 | 47.5 | 44.2 | 44.3 | 50.8 | 51.1 | 51.9 | 54 | 54.1 | 54.2 | 51.8 | 52.3 |
| 俄罗斯 | 未公布 | 53.6 | 52.6 | 53 | 53.2 | 50.7 | 52 | 51.7 | 50.3 | 50.9 | 50.8 | 48.2 | 44.1 |
| 南非 | 未公布 | 48.9 | 49.2 | 50.4 | 59.5 | 55 | 49.5 | 51.9 | 46.9 | 49.3 | 54.9 | 48.3 | 59.2 |
| 越南 | 未公布 | 51.2 | 47.4 | 46.4 | 47.4 | 50.6 | 52.5 | 52.7 | 51.2 | 54 | 54.7 | 51.7 | 51.7 |

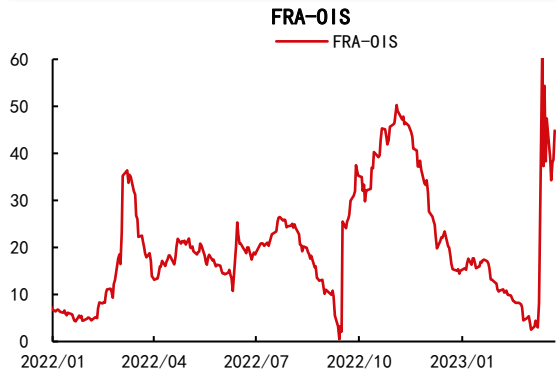
二、海外流动性：政府部门信息模糊，流动性风险犹存

■ 政府部门信息模糊，流动性风险犹存：

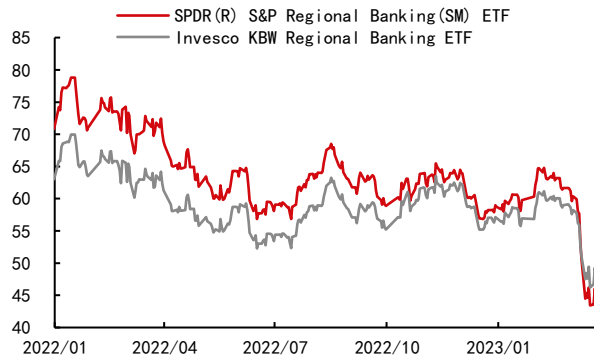
本周美联储主席鲍威尔与财政部长耶伦反复“担保”美国银行存款与系统性安全，使市场默许银行业风险得到托底。但耶伦证词前后摇摆触发市场波动：3月23日耶伦表示“监管部门没有扩大存款担保计划”，次日她表示“若有必要性，已准备好采取外措施”，“强劲措施将保障存款安全”。当地时间周五，耶伦召开紧急金融稳定闭门会议，声明显示“尽管部分银行承压，但是美国银行业系仍然稳固韧性...委员会同时讨论了监控相关机构事态变化的措施”。

- 3月24日当周，FRA-OIS与10yr Swap-德国国债下行不畅，美欧流动性恢复受阻，美国地区银行ETF与欧洲STOXX600银行股价震荡探底。

美国流动性恢复受阻



美国地区银行ETF震荡探底



欧元区流动性恢复受阻



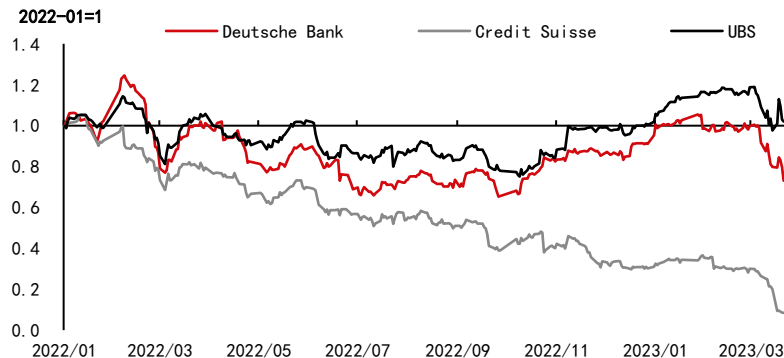
STOXX600欧洲银行股价震荡探底



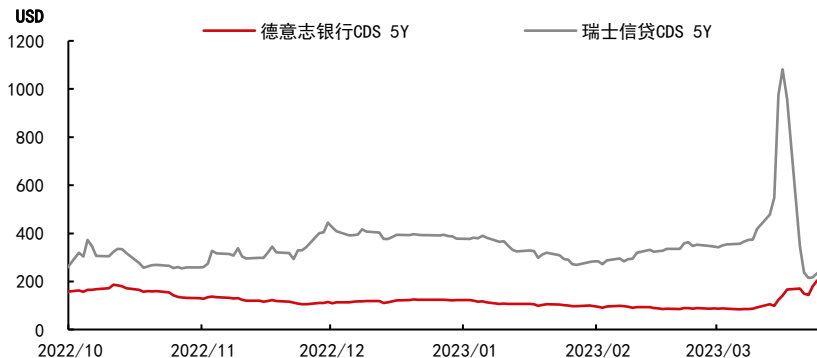
二、海外流动性：德银或非第二瑞信，警惕信心再度受损

- **德银或非第二瑞信，警惕信心再度受损。**周五德意志银行股价承压下行。同时，当日德银宣布提前赎回一笔2028年到期的次级债券，以“向投资者提供保障信号”。但或因欧元区瑞银瑞信合并中AT1债券减记影响犹存，市场情绪或因此出现微妙变化：德银CDS较月初上升近30%，彭博新闻报道称，CDS价格上涨主要来自于对冲基金避险需求。德国总理拒绝将德银与瑞信相提并论，并表示“德银是一家基本面现代化、具有盈利共识的银行”，“欧元区银行系统仍稳定。”

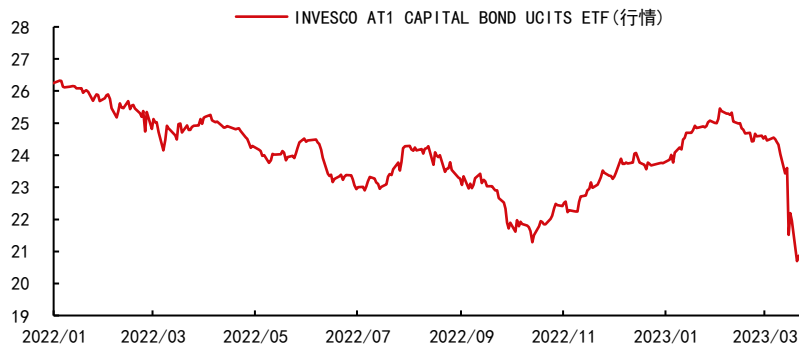
德意志银行股价承压下挫



德意志银行CDS抬升



AT1行情承压下挫



二、美联储议息会议：加息趋于中止，难降息或使衰退概率上升

- **议息会议分析可见信息资讯部分，其中关注点：**（1）加息趋于中止，但23年降息概率较低（新博弈点）；（2）系统性风险不大，但会使银行收紧信贷，此时经济受到冲击，因此不必上调加息目标，但收紧信贷的程度不可观测；（3）衰退非线性，难以预测，但调降经济增长和失业率表明，今年难降息或将使得衰退概率上升；（4）拜登积极财政政策目前对通胀没有扰动。
- **议息会议结果验证了我们对这次议息会议分析的观点：加息5月份趋于中止，但之后降息过程或并不顺畅。**

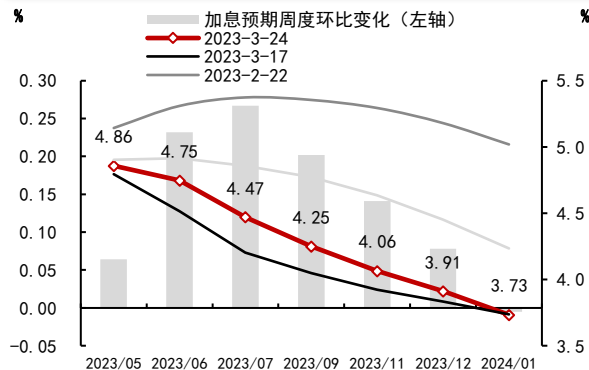
美联储3月经济预测摘要

| Percent | | | | | | | | | | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|------------|
| Variable | Median ¹ | | | | Central Tendency ² | | | | Range ³ | | | |
| | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run |
| Change in real GDP | 0.4 | 1.2 | 1.9 | 1.8 | 0.0-0.8 | 1.0-1.5 | 1.7-2.1 | 1.7-2.0 | -0.2-1.3 | 0.3-2.0 | 1.5-2.2 | 1.6-2.5 |
| December projection | 0.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 0.4-1.0 | 1.3-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0 | -0.5-1.0 | 0.5-2.4 | 1.4-2.3 | 1.6-2.5 |
| Unemployment rate | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4.0 | 4.0-4.7 | 4.3-4.9 | 4.3-4.8 | 3.8-4.3 | 3.9-4.8 | 4.0-5.2 | 3.8-4.9 | 3.5-4.7 |
| December projection | 4.6 | 4.6 | 4.5 | 4.0 | 4.4-4.7 | 4.3-4.8 | 4.0-4.7 | 3.8-4.3 | 4.0-5.3 | 4.0-5.0 | 3.8-4.8 | 3.5-4.8 |
| PCE inflation | 3.3 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 3.0-3.8 | 2.2-2.8 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.8-4.1 | 2.0-3.5 | 2.0-3.0 | 2.0 |
| December projection | 3.1 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 2.9-3.5 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.6-4.1 | 2.2-3.5 | 2.0-3.0 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.6 | 2.6 | 2.1 | | 3.5-3.9 | 2.3-2.8 | 2.0-2.2 | | 3.5-4.1 | 2.1-3.1 | 2.0-3.0 | |
| December projection | 3.5 | 2.5 | 2.1 | | 3.2-3.7 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | | 3.0-3.8 | 2.2-3.0 | 2.0-3.0 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 5.1 | 4.3 | 3.1 | 2.5 | 5.1-5.6 | 3.9-5.1 | 2.9-3.9 | 2.4-2.6 | 4.9-5.9 | 3.4-5.6 | 2.4-5.6 | 2.3-3.6 |
| December projection | 5.1 | 4.1 | 3.1 | 2.5 | 5.1-5.4 | 3.9-4.9 | 2.6-3.9 | 2.3-2.5 | 4.9-5.6 | 3.1-5.6 | 2.4-5.6 | 2.3-3.3 |

二、美联储预期与市场风险观测

- 市场定价衰退，美联储缩表进程受阻。我们认为此时联邦基金利率高点在5%附近，加息趋于终点，但预计利率高点时间将会延长，这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，但美国经济和通胀已经在下行通道之中。美国5年CDS攀升。加息预期方面，3月10日，市场尚计入今年年中5%以上终端利率，目前市场终端利率预期大幅下挫至4.7%附近，计价5月加息见顶并随后开启降息进程。截至3月15日当周，美联储贴现窗口贷出1528亿美元，显示缩表进程短期受阻。

加息预期受黑天鹅影响重挫



隔夜逆回购与准备金暂形成缓冲



贴现窗口贷出量创纪录



系统性金融压力指数攀升但可控



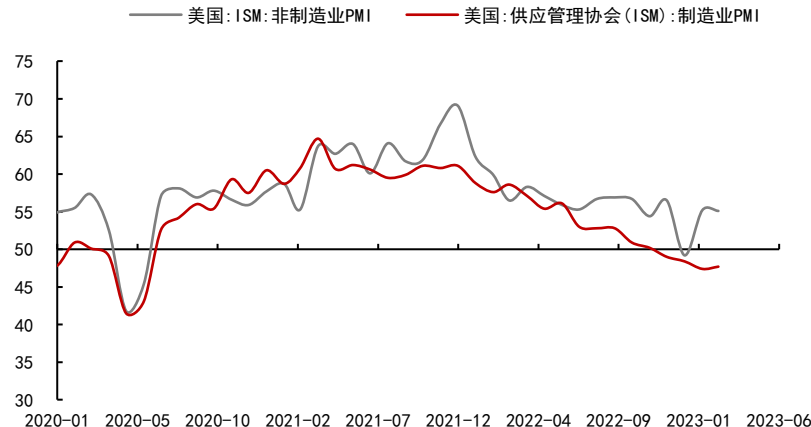
美国PMI：3月美国私人部门收缩继续边际缓解

- 美国3月Markit制造业PMI 49.3（前值47.3，预期47），服务业PMI 53.8（前值50.6，预期50.3）。新订单方面，制造业订单继续下降，但下降幅度有所缓和；而由于更多的商业活动，服务业订单自去年9月以来首次增长。产出方面，由于新订单收缩的幅度缩窄，制造业产出自去年10月以来首次出现增长。原料成本方面，制造业原料成本增速放缓，并且一些原料成本迎来下降，主要是由于供应商价格上涨幅度并不大；但服务业的原料成本再次大幅上涨，主要是由于企业的定价能力受到强劲需求的提振。积压订单方面，制造业积压订单继续下降；但由于新订单的好转，服务业积压订单增速创去年5月以来最快。就业方面，制造业就业继续以温和速度增长；而服务业则由于订单压力继续创造就业机会，就业人数增长创自去年9月以来最快。综合来看，美国制造业与非制造业继续分化发展，综合边际改善主要来自于非制造业带动，制造业的新订单、新出口订单仍在收缩，商品需求端尚未逆转复苏。近期银行业动荡及货币政策继续收紧对当前的商业活动影响暂不明显，但展望未来，由于对通胀的担忧和需求前景的不确定性，制造业与服务业的信心程度均有所下降。

PMI显示美国3月收缩边际缓解，但服务业通胀大幅上涨

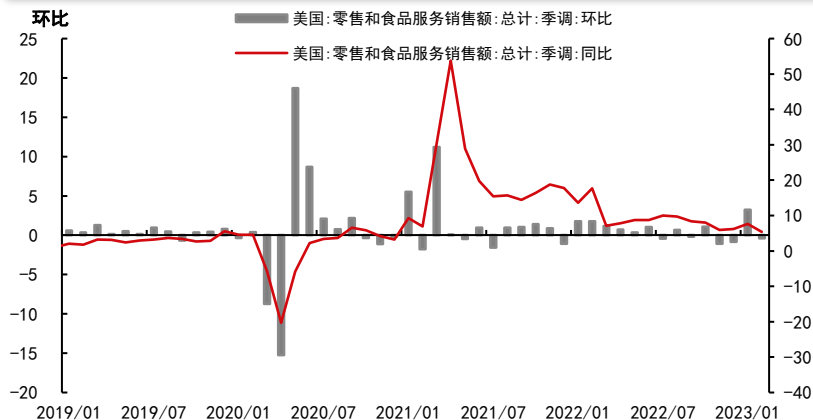


ISM制造业与非制造业PMI

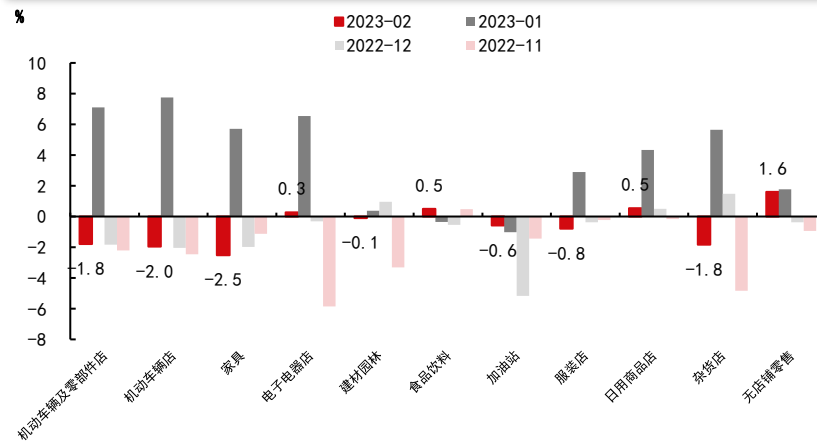


- **高通胀与美联储紧缩的货币政策正对美国消费施压。**美国2月零售销售环比下降0.4%（前值3%），同比增加5.4%；核心零售销售环比0%，高于市场预期-0.2%，但相对前值2.8%明显下滑。细分项看，13个零售细分中，有9个品类零售销售下降，家具、餐饮、汽车、杂货店零售领跌，环比跌幅分别为-2.5%、-2.2%、-1.8%、-1.8%。2月零售销售涨幅最大的为医疗及个人护理，环比增加0.9%。分析认为，美国2月零售下降，物价压力有所缓解，一定程度上表明美联储前期紧缩的货币政策在消费端的作用逐渐体现，叠加加息环境下金融业的动荡，消费者对经济衰退的担忧正在加强，2月的零售数据下滑或仅是开端。

美国2月零售数据环比下降

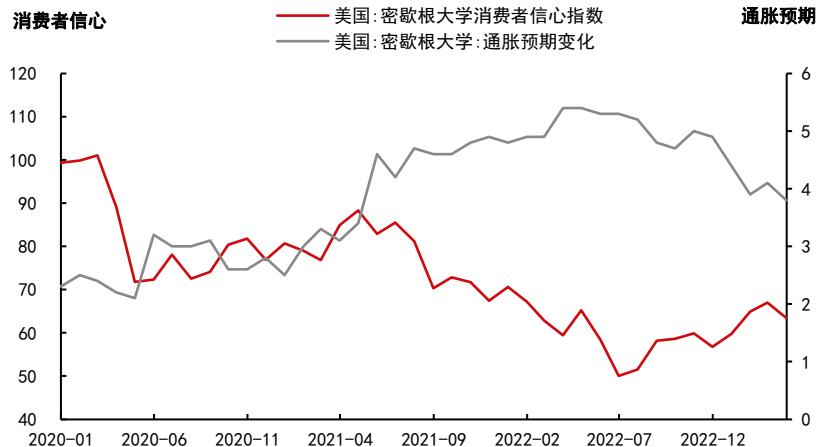


零售各项细分大面积下降

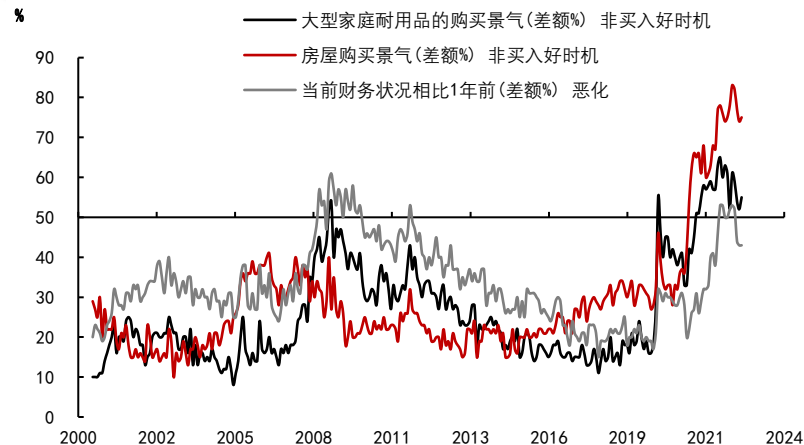


- **美国消费者信心四个月以来首次下降。美国3月密歇根大学消费者信心指数录得63.4（前值67，预期67），**根据密歇根大学的报告，3月消费者信心的回落在硅谷银行倒闭事件发生前就已经完全体现，主要还是由于高物价的压力导致市场情绪下降。
- 另外，美国3月密歇根大学1年通胀预期由上个月的4.1%回落至3.8%，仍然高于新冠大流行发生前两年的2.3%-3%；5年通胀预期由2.9%下降至2.8%，长期通胀预期仍然较高（新冠大流行前约为2.2%-2.6%）
- 综合来看，由于消费者对经济衰退预期逐渐增加，叠加近期金融行业的持续动荡，未来消费者信心或进一步下降，通胀预期或更为波动。

3月消费者信心下滑

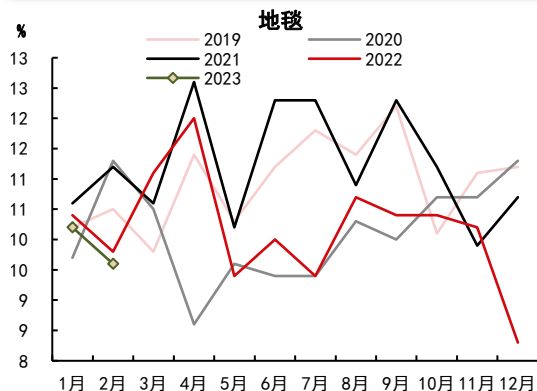


消费者信心细分恶化见顶

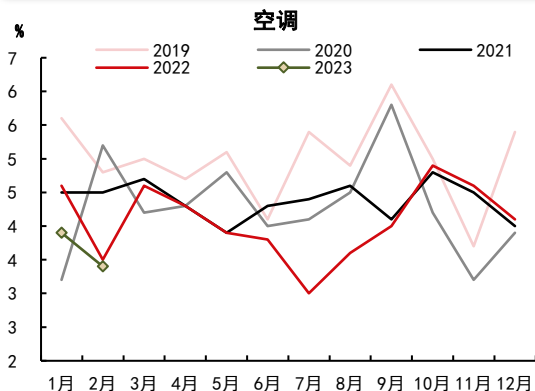


二、美国消费：2月整体购买计划较弱，警惕2月零售数据下滑

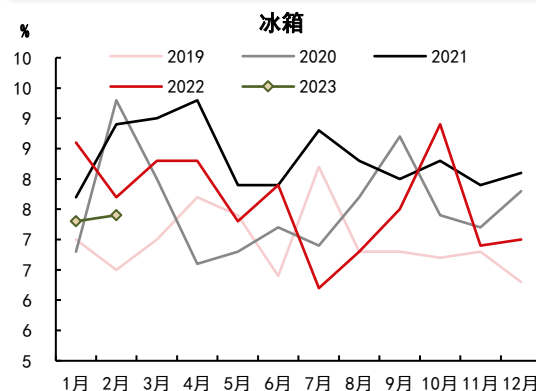
地毯购买计划占比



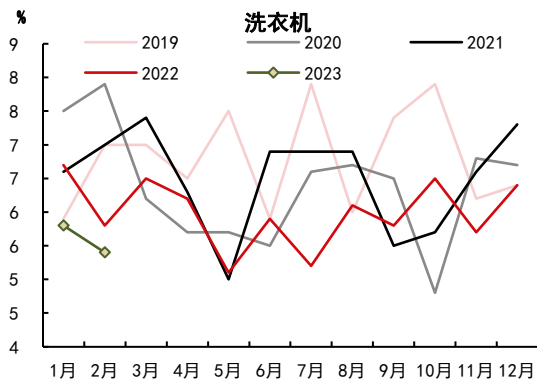
空调购买计划占比



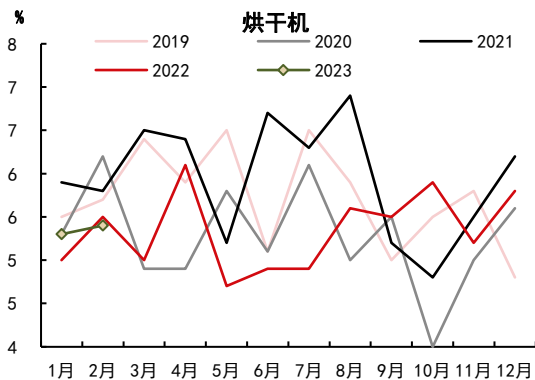
冰箱购买计划占比



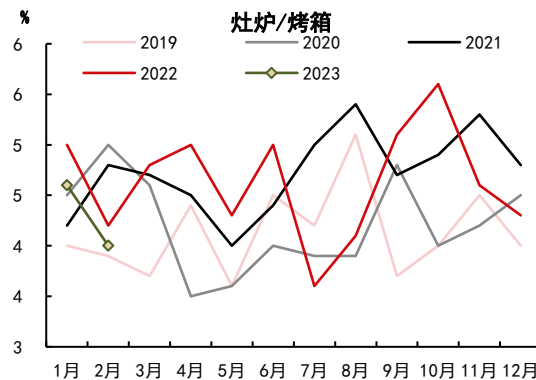
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



灶炉/烤箱购买计划占比



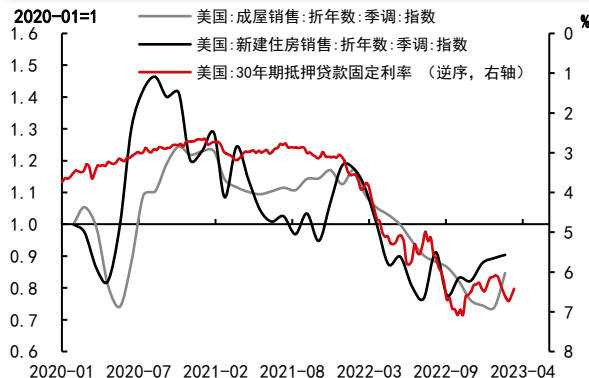
■ 新美国房地产市场或已触及下方临界点，

但不确定性仍然存在：新屋销售方面，

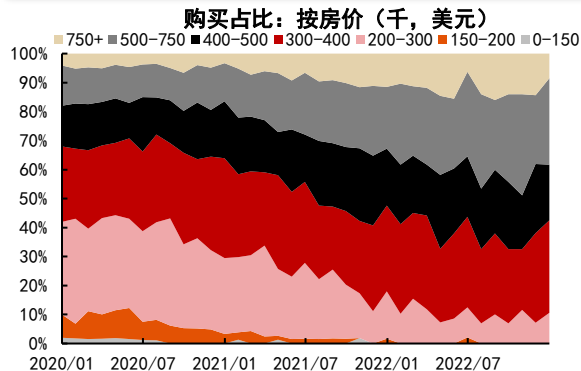
2月新屋销售环比增长1.1%（前值1.8%，预期-3.1%），连续第三个月增长，同时，新屋价格中位数增长2.5%。**成屋销售方面，**2月成屋销售环比增长14.5%

（前值-0.7%，预期5%），终结2022年连续下跌，原因主要为抵押贷款利率的相对低位以及2012年以来首次下降的成屋销售价格。去年加息以来，随着抵押贷款利率的不断升高，美国地产销售状况持续转冷，地产供给得以喘息，新屋销售中竣工房屋占比攀升，已购房屋价格结构整体下沉。但是，**2月成屋销售的超预期回暖，以及截至2月底，成屋库存仅保持98万套，根据NAR，这仅相当于2.6个月的供应量（4-7个月的供应量为供需相对平衡），成屋市场或继续紧俏，房价能否持续转冷仍然存疑，核心通胀受二次支撑将使美联储货币政策更为困难。**

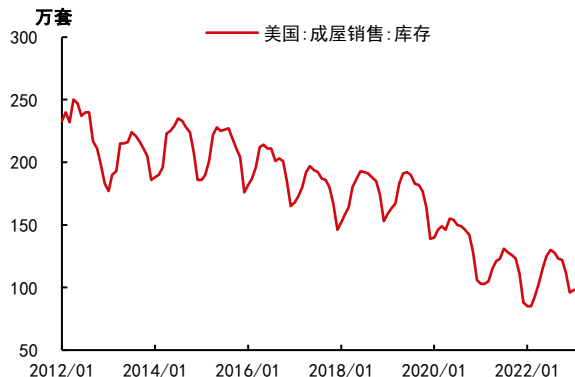
新屋及成屋销售回暖



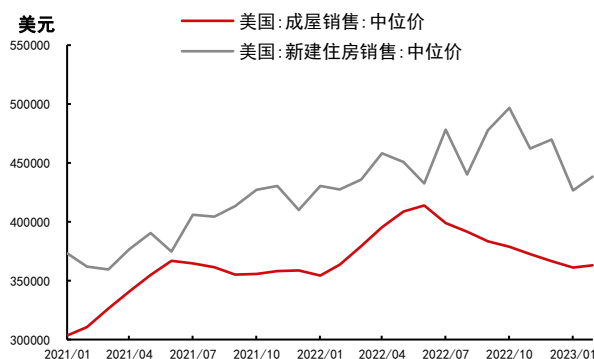
全美房价结构下沉



成屋销售库存处于低位



成屋售价有所走低



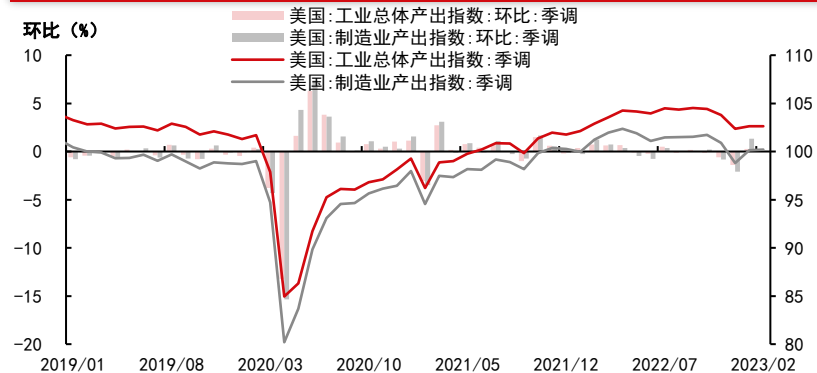
二、美国制造业：2月美国工业产环比持平

■ 2月美国制造业生产环比持平：

- 工业总体产出指数环比持平，全部工业利用率由78.05%降至77.95%
- 制造业产出指数环比上升0.08%，利用率持平。采矿业生产环比-0.59%，公用事业环比0.19%。

- 从工业生产细分来看，机械生产反弹，木制品与汽车零部件持稳，计算机电子产品与家具相关产品环比回落，2月美国地产新屋开工与营建许可向好或提振相关工业生产。

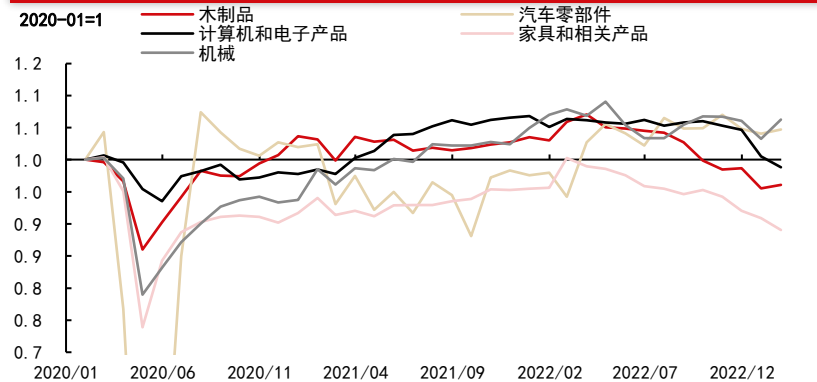
2月美国工业产环比持平



2月美国工业生产整体持平

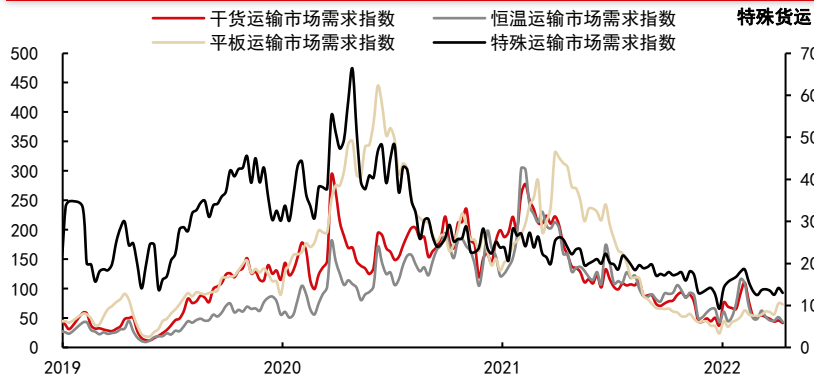
| | 生产指数环比 | | | 产能利用率 | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 |
| 工业总体 | 0.0 | 0.3 | -1.4 | 78.0 | 78.0 | 77.9 |
| 制造业 | 0.1 | 1.3 | -2.1 | 77.6 | 77.7 | 76.7 |
| 采矿业 | -0.6 | 2.0 | -2.2 | 87.3 | 87.9 | 86.3 |
| 公用事业 | 0.5 | -10.1 | 5.3 | 68.9 | 68.7 | 76.6 |
| 建筑 | -0.5 | 1.6 | -1.4 | 82.0 | 82.4 | 80.5 |
| 材料 | 0.1 | 0.5 | -1.7 | 75.9 | 75.9 | 75.4 |
| 企业设备 | -0.2 | 1.2 | -1.9 | 83.6 | 84.0 | 81.7 |
| 消费品 | 0.1 | -0.5 | -0.3 | 79.8 | 79.8 | 78.3 |

机械、汽车链、电子产品生产指数反弹

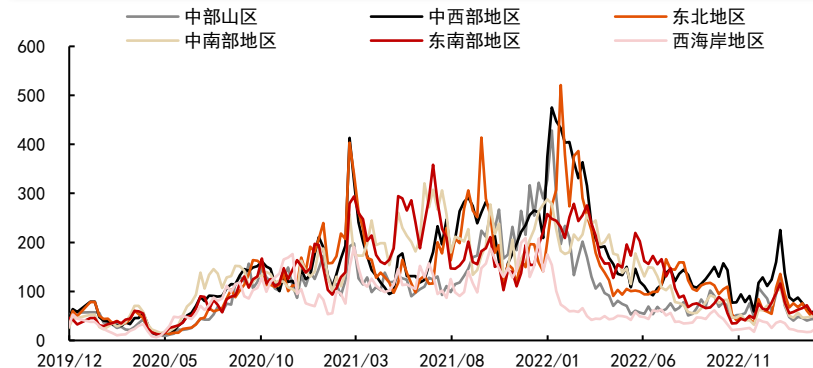


二、美国货运：东南部地区平板运输市场小幅反弹

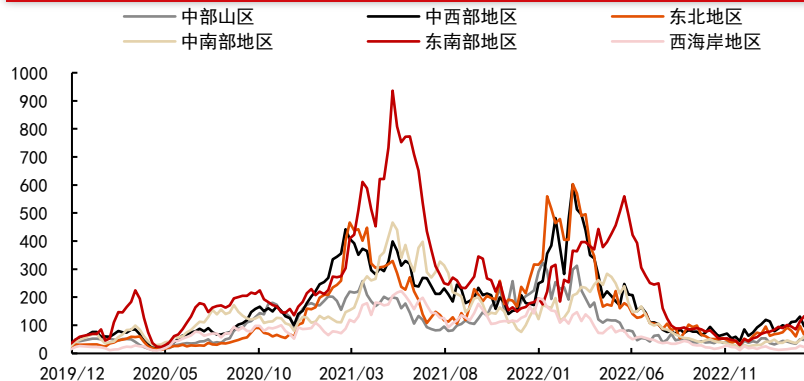
各类市场货运需求指数



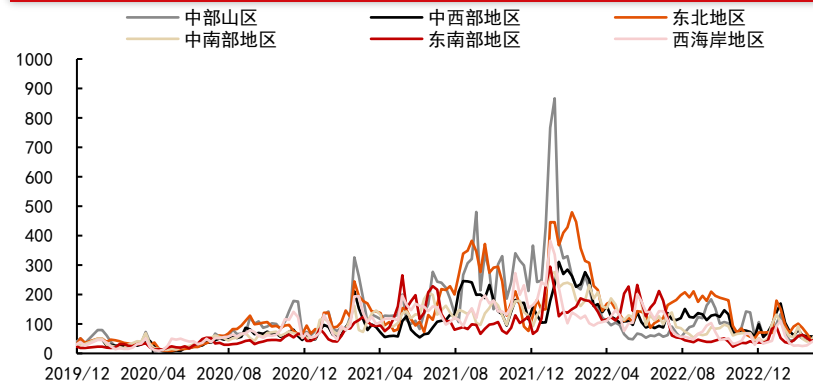
干货运输市场



平板运输市场

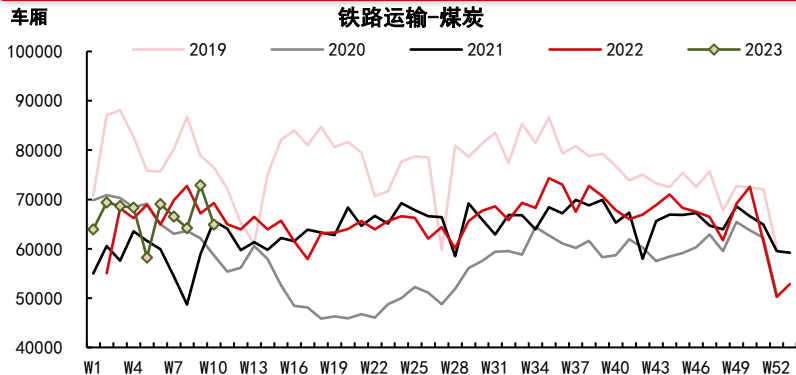


恒温运输市场

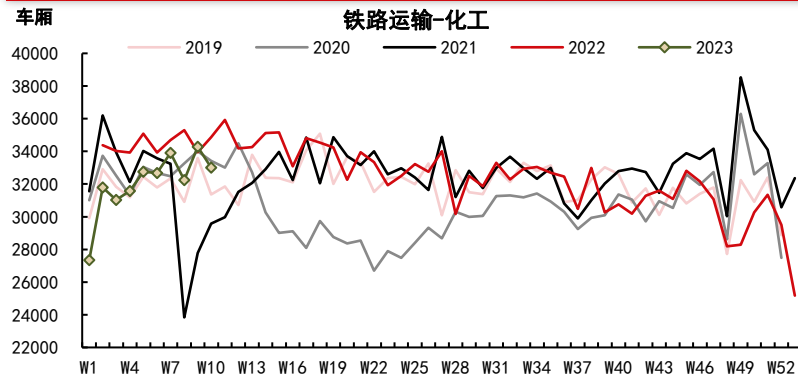


二、美国货运：整体铁路运输持平季节性，谷物运输弱于季节性

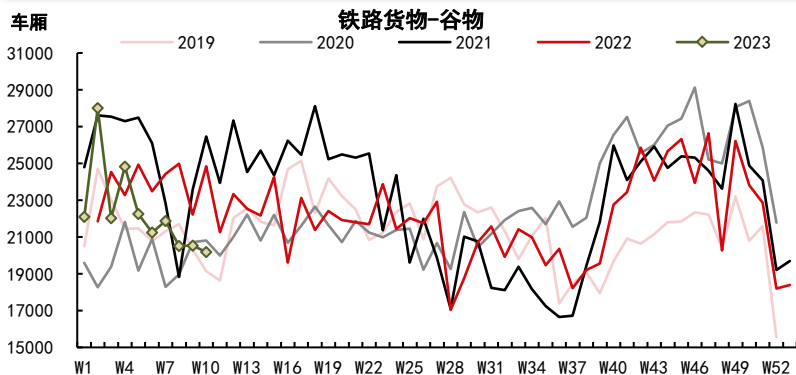
铁路周度运输量——煤炭



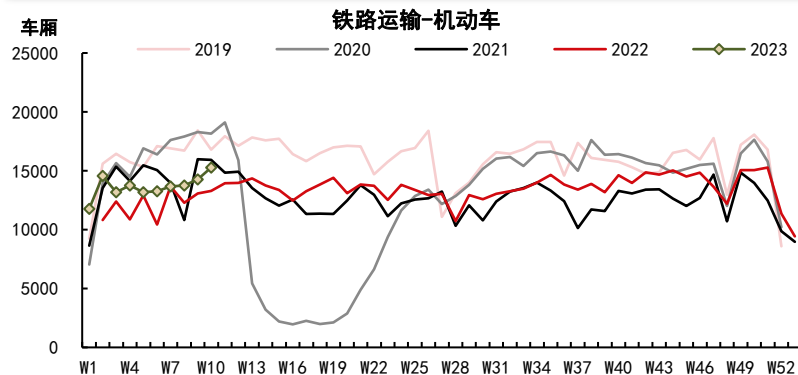
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



铁路周度运输量——机动车



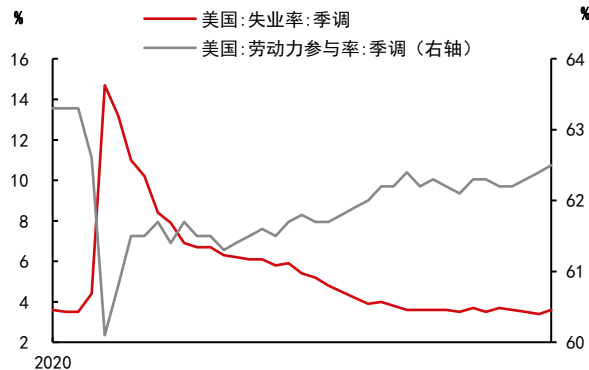
二、美国劳动力市场：2月失业率反弹，劳动力市场边际宽松

■ 2月失业率反弹，劳动力市场边际宽松

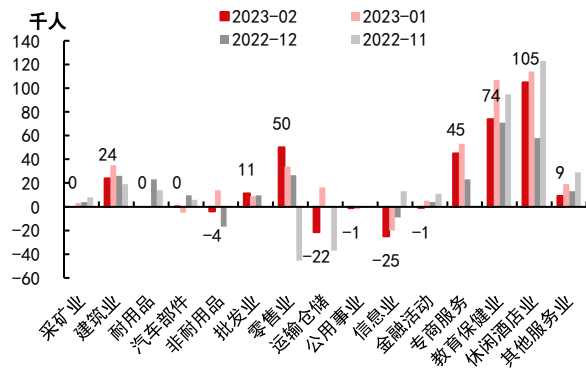
2月美国非农就业人数增加31.1万人，高于预期22.5万人，制造业、运输、信息业裁员，建筑业与服务业就业韧性，美国劳动力市场的依然强势。

- 失业率反弹0.2%至3.6%，仍低于自然水平，劳动力参与率上升0.1%至62.5%。失业率与劳动力参与率均上升，2月劳动力再回归。生产与非管理人员薪资环比边际加速，服务生产薪资增速高企，显示服务供需仍较紧张。但随着劳动力回归，生产端人力资本紧张或开始缓解，劳工议价能力下降，薪资增速回归常态。市场或着重关注失业率反弹与薪资增速潜在降温机会，结合周四首申人数超预期，3月加息预期降温。

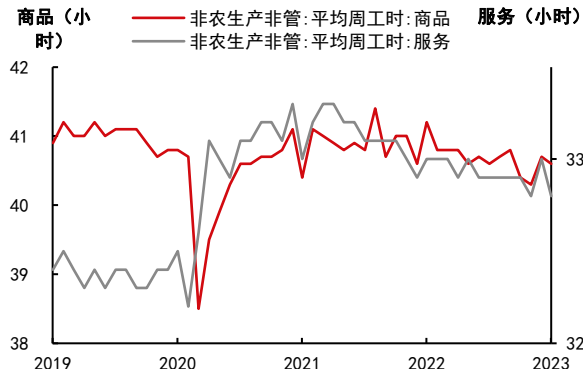
失业率降至新低，劳动力参与率回升



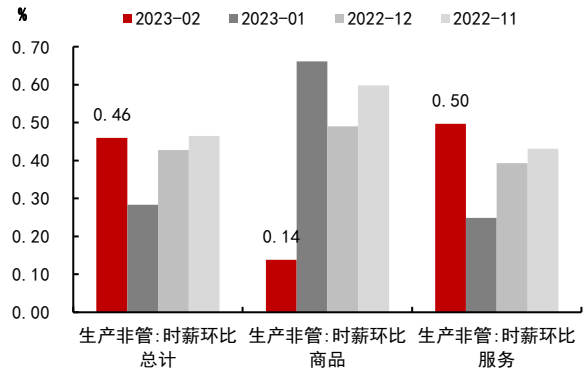
新增非农仍集中于服务业



商品服务周工时小幅下滑



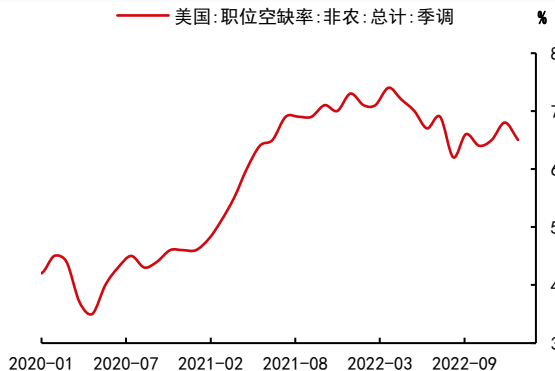
生产人力资本仍较紧张



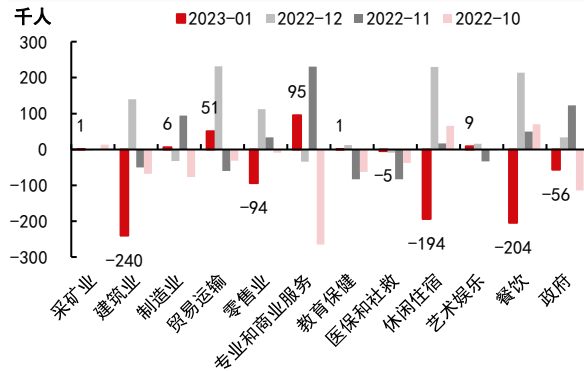
二、美国劳动力市场：职缺下降不及预期，解雇裁员上升

- 美国1月职缺下降不及预期，解雇裁员上升。1月职位空缺人数降至1082万，不及预期1060万，美国劳动力市场仍强劲紧俏，强化市场对于3月加息50bp的预期。其中建筑业、密接服务业职缺大幅下降。
- 1月JOLTS季调数据显示，雇佣与离职分化发展，劳动力流动边际停滞，而裁员环比大幅上升或为劳动力市场部分行业供需平衡正常化：疫情复苏融资条件宽松、运费高涨，使信息、运输、专商服务就业人数大幅突破疫情前趋势。随着利率抬升，科技公司四季度财报不及预期、运输需求企稳，需求端回归常态，供应端对应调整。目前休闲酒店业尚有约5%缺口。

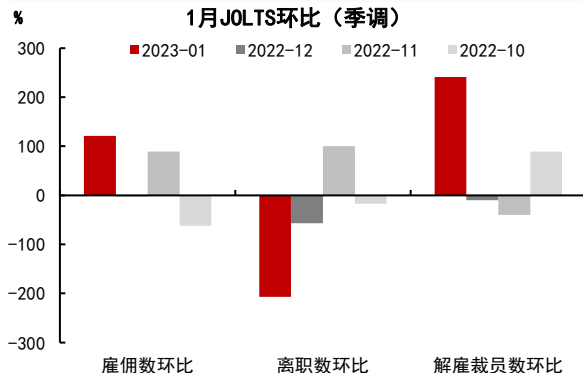
美国劳动力市场维持紧俏



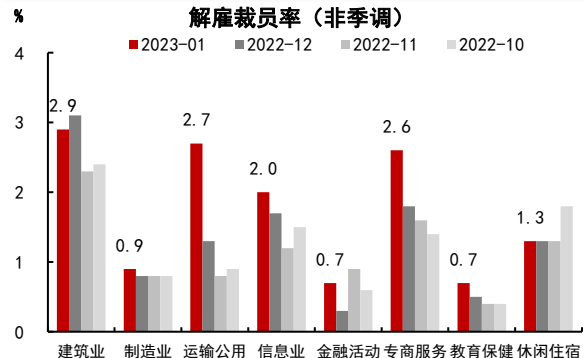
建筑业、密接服务业职缺下降



1月劳动力市场流动下降

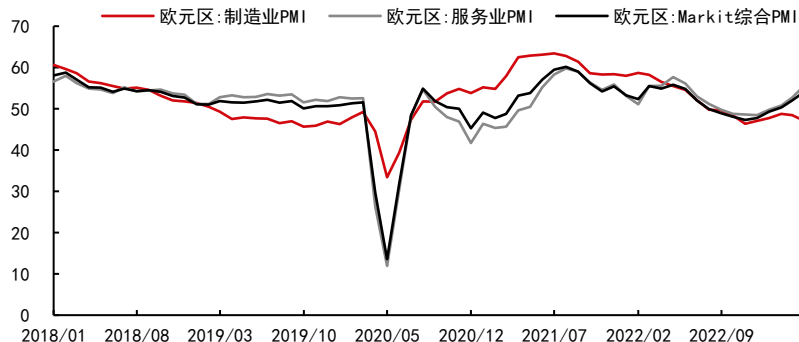


运输公用、专商服务裁员率大幅上升

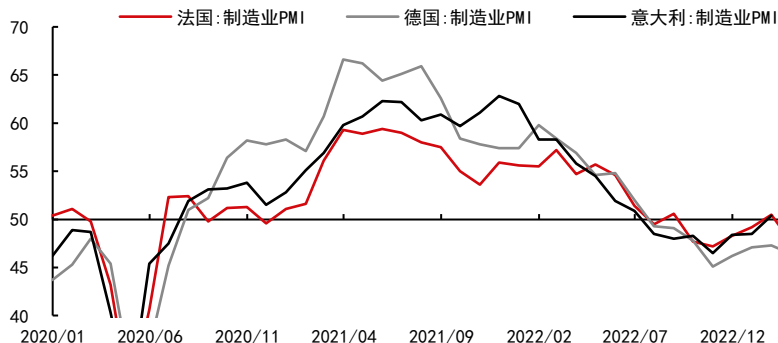


- 欧元区国家PMI显示制造业与服务业分化发展，近期经济景气来自于服务业复苏：欧元区3月制造业PMI初值47.1，预期49，前值48.5；3月服务业PMI初值55.6，前值52.7。核心国家中，法国3月Markit制造业PMI由47.4上升至47.7，3月服务业PMI由53.1上升至55.5；3月德国Markit制造业PMI由46.3下降至44.4，服务业PMI由50.9上升至53.9。**综合来看，欧元区经济增速达到10个月高位，经济正逐渐复苏，通胀压力继续缓和。虽然银行业动荡和借贷成本上升引发担忧，但就业继续增长，企业仍保持信心。但是，3月的经济增长非常不平衡，几乎完全由服务业推动。制造业收缩主因仍是需求下降，生产难以维持；并且成本与销售价格通胀仍处于历史高位，通胀压力仍存。**

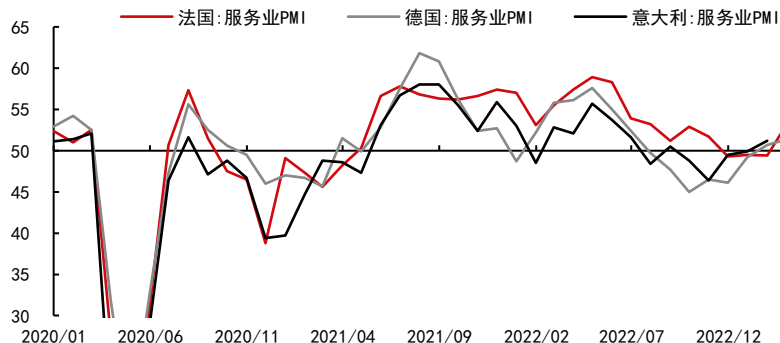
3月欧元区制造业服务业继续分化发展



3月欧元区制造业颓势延续



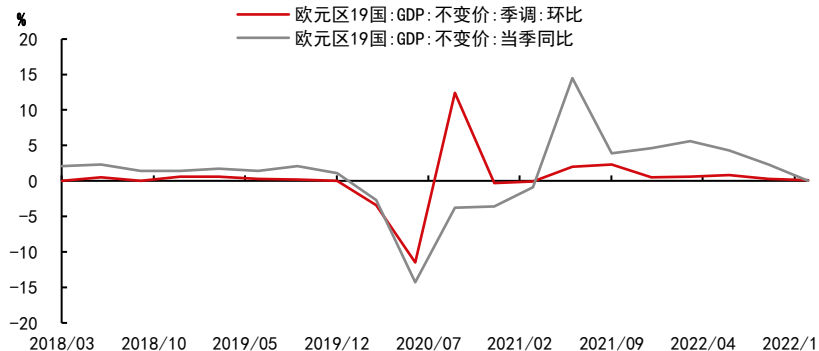
3月欧元区服务业继续改善



三、欧洲通胀：通胀降幅不及预期，核心通胀具有韧性

- 欧元区2月通胀继续放缓，但核心通胀创新高。2月调和CPI同比+8.5%（前值8.6%，预期8.3%），环比0.8%（前值-0.2%，预期0.5%），核心调和CPI同比+5.6%（前值5.3%，预期5.3%），环比+0.3%。
- 细分项中，食品和服务价格上涨速度明显，食品价格同比增长15%（前值14.1%），服务价格同比增长4.8%（前值4.4%）；非能源工业品小幅增长（初值6.8%，前值6.7%）；能源价格继续下跌（初值13.7%，前值18.9%）。
- 综合来看，欧元区2月通胀下行速度缓于预期，且2月食品和服务价格的上涨速度表明今年欧洲通胀下行的速度或不及预期。鉴于欧央行依然坚持数据依赖型决策，同时拉加德近期的采访表明：为了能及时将通胀恢复到2%的目标水平，如果必要，将会进一步加息。因此，当前欧央行在3月后继续加息的预期相比此前进一步加强。

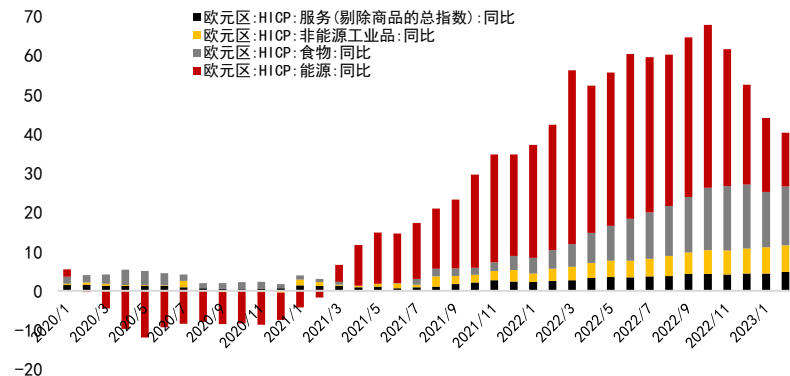
欧元区四季度GDP环比上升0.1%



欧元区2月通胀降温速度不及预期



除能源外的其他商品及服务价格均上涨



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 社融超预期，结构持续改善

财政 收入增速下滑，支出增速回升

基建 资金集中释放，1-2月增速强势

房地产 投资有所修复，到位资金出现改善

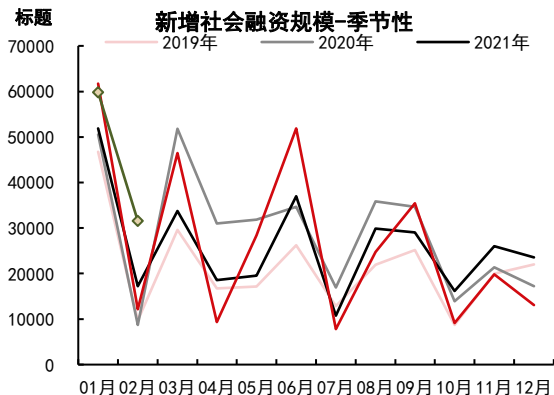
制造业 增速仍有韧性，工业利润承压

出口 2月持续下滑，外需相对承压

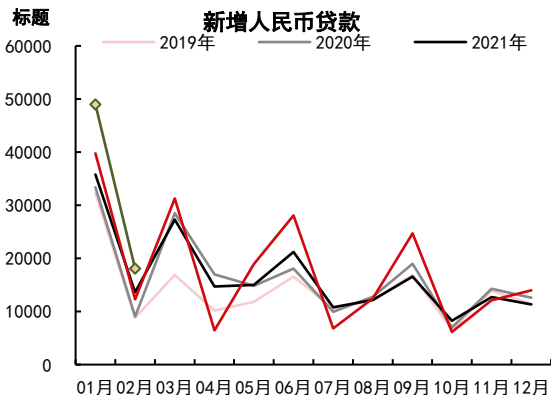
二、社融（总量）：社融超预期，结构持续改善

- 2月货币金融数据：2月新增人民币贷款1.81万亿元、预期1.5万亿元，同比多增5800亿元；新增社融3.16万亿元、预期2.2万亿元，同比多增19430亿元；社融存量增速9.9%、较上月回升0.5个百分点。
- 本次社融超预期主要是由于 **(1) 春节效应导致去年基数偏低，并影响专项债发行节奏； (2) 企业信心改善，银行信贷开门红政策刺激融资。**
- 2月M2同比增速12.9%，较上月增0.3个百分点；M1同比增速5.8%，较上月降0.9个百分点。M2与M1剪刀差为7.1%，较1月的5.9%小幅走阔。
- 2月住户存款增加7926亿元，非金融企业存款增加1.29万亿元，财政性存款增加4558亿元，非银行业金融机构存款减少5163亿元。
 - M2的增速上涨主要是因为：**(1) 信贷信心较强，企业融资转化为存款； (2) 居民储蓄意愿继续增强； (3) 政府专项债发行加快。**
 - M2增速与社融增速有所修复，剪刀差为3个百分点（前值为3.2），意味着居民融资意愿有边际改善。

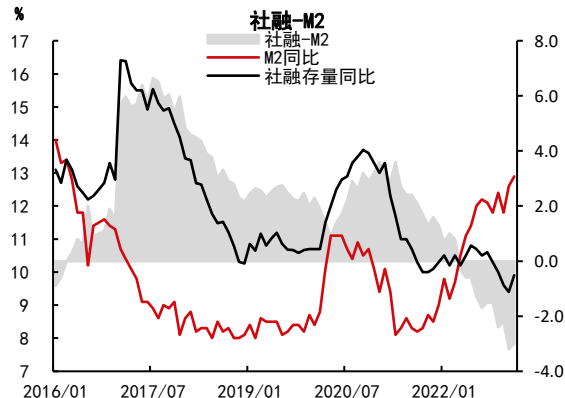
2月新增社融同比多增



新增人民币贷款同比大增



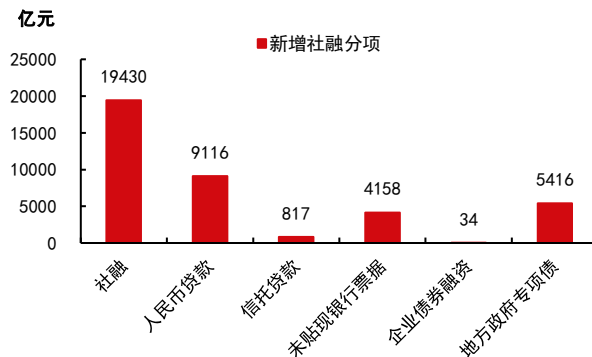
社融-M2差值小幅缩小



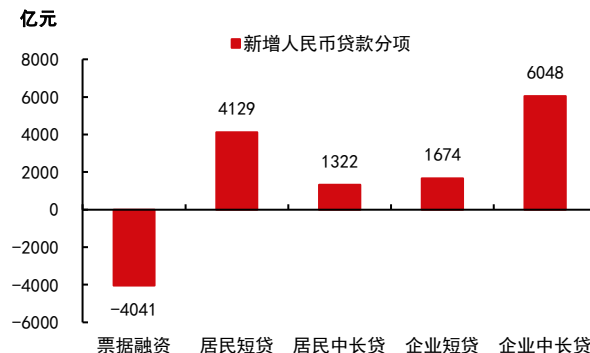
二、社融（结构）：企业居民贷款全面改善

- 从结构上看，人民币贷款和政府债券同比增长较多。人民币贷款的同比大幅上涨主要是由于节后企业信心恢复，叠加银行信贷开门红政策刺激。政府债券新增主要由于春节假期影响了1月的发行节奏，节后在2月有所加快。
- 居民中长期贷款增量转正，结合近期火爆的地产销售数据，表明居民购房意愿有所回升。

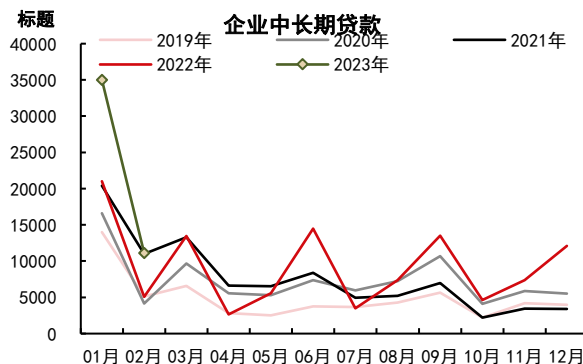
2月新增社融分项同比增减



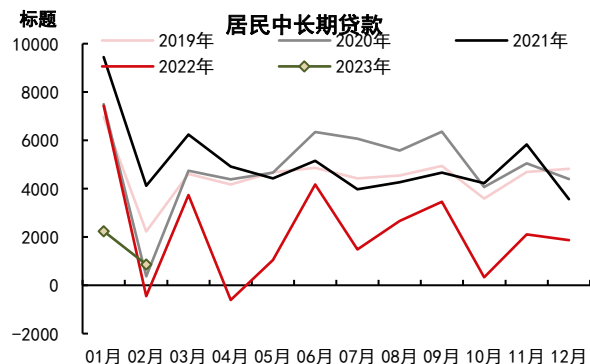
2月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款显著冲高



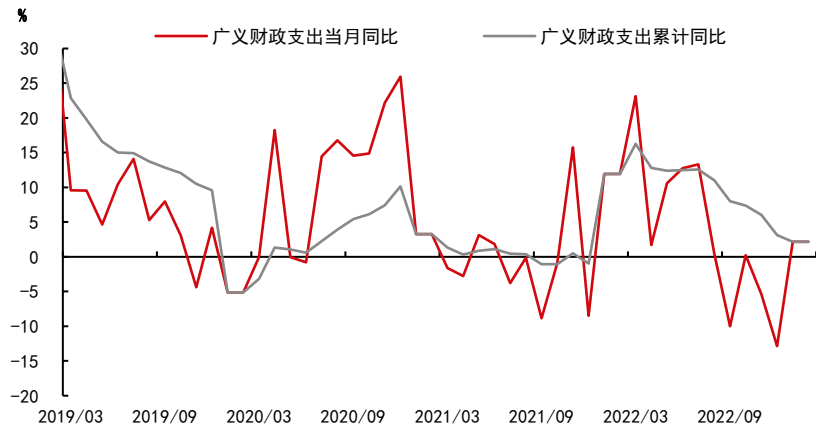
新增住房贷款跌幅持续收窄



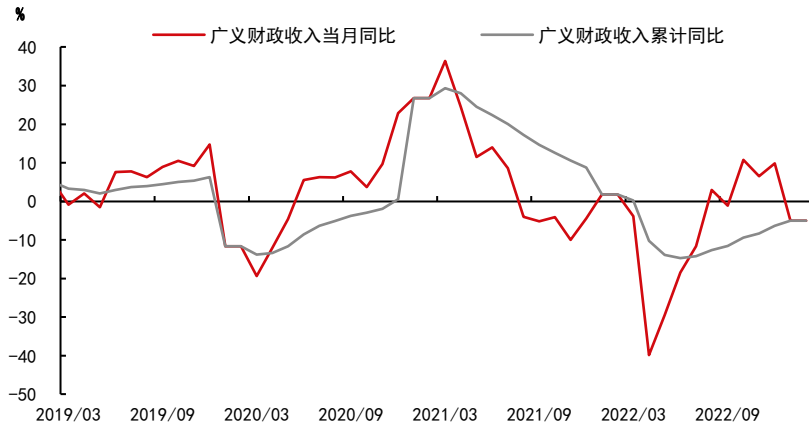
二、财政：收入增速下滑，支出跌幅扩大

- **广义财政收入增速下滑**：1-2月公共财政收入同比为-1.2%，较12月61.6%的增速同比大幅下跌；1-2月政府性基金收入同比为-24%，较12月-20.55%的跌幅相比再度扩大，背后与去年土拍成交跌幅扩大有关。
- **广义财政支出增速上升**：1-2月广义财政支出同比增长2.1%（前值-12.9%）。
- 公共财政收入增速下滑与去年高基数有一定相关性，但也反映出经济活动以及疫情对收入的拖累。
- 财政支出端的上升，但结构来看主要是卫生健康、社保就业等硬支出，而我们更为关注的基建段表现较为一般，对于基建的拉动主要还将着力于专项债以及政策性开发性金融工具。

广义财政支出跌幅扩大



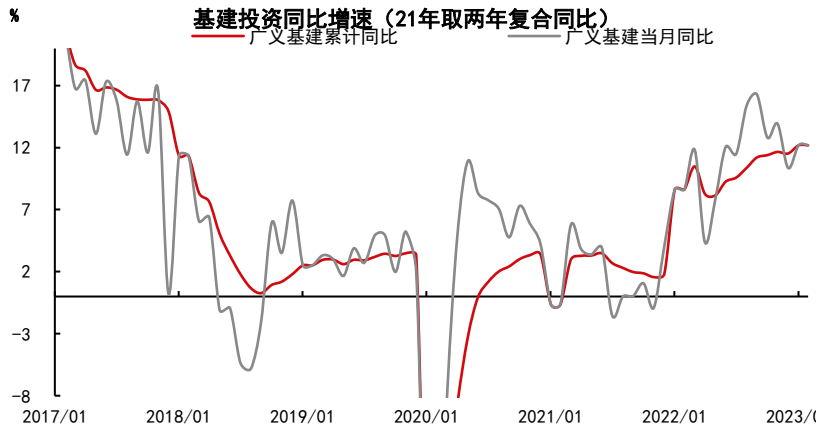
广义财政收入增速回升



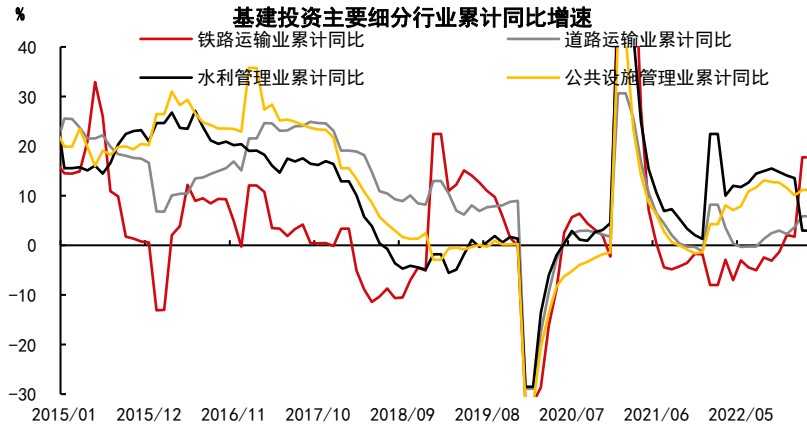
二、基建：1-2月增速强势

- **1-2月基建增速增长强势**：1-2月基建累计同比为12.2%（前值11.7%）。
- **稳增长政策的明确诉求、专项债资金陆续到位、提前筹划的项目规划是基建发力的三个核心原因。铁路去年低基数也使其形成主要拉动项。**
- 具体来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长25.3%；公共设施管理业投资增长9.8%；水利管理业投资增长9.8%；铁路运输业投资上涨17.8%；道路运输业投资上涨5.9%。

1-12月基建投资同比11.5%，12月当月同比10.4%

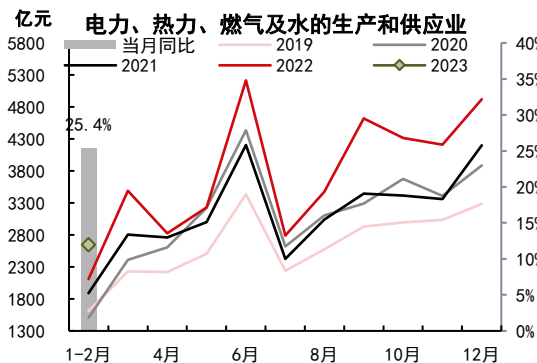


基建投资结构上有分化

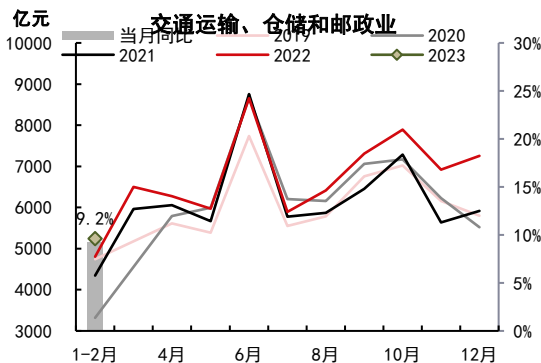


二、基建分项——三大分项增速均保持高增

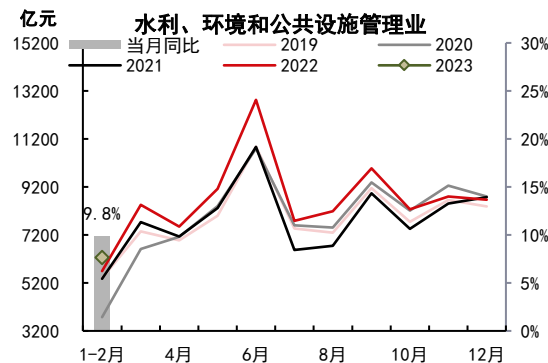
1-2月电力投资增速保持高增



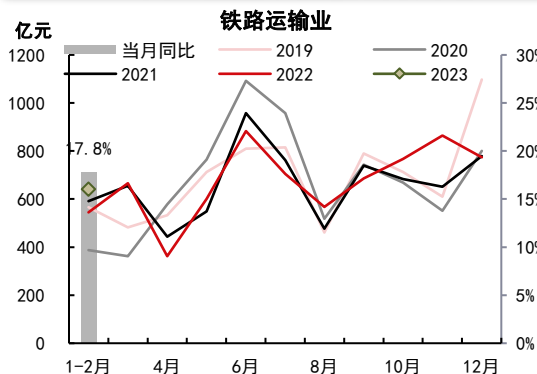
1-2月交通投资增速保持高增



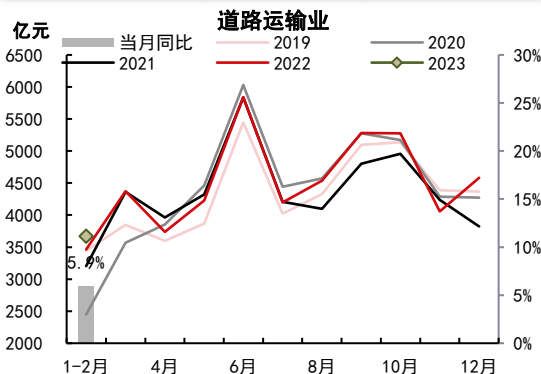
1-2月水利市政投资增速回升



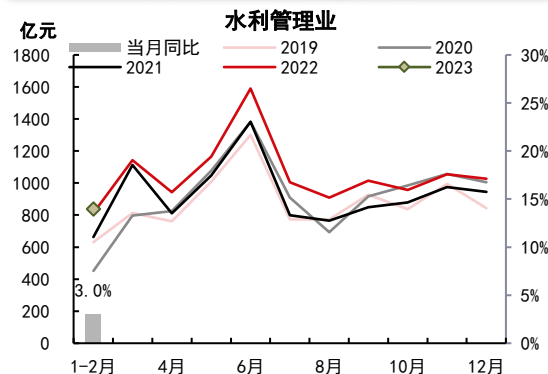
1-2月铁路投资增速保持高增



1-2月道路投资增速回升



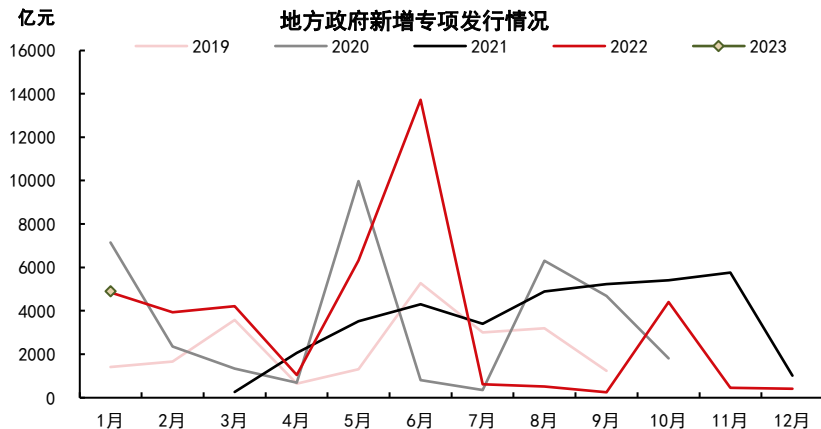
1-2月水利投资增速小幅回升



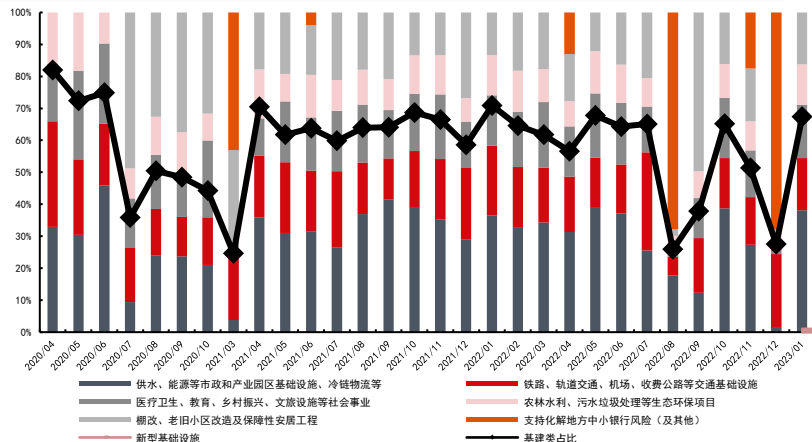
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 去年12月财政部提前下达地方2022年新增专项债券额度1.46万亿元，3月30日又向各地下达了剩余的新增专项债券限额。
- 在5月25日，稳住经济大盘电视电话会议中，财政部表示“要确保用于项目建设的3.45万亿元地方政府专项债券于6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用到位。”在8月16日召开的经济大省政府主要负责人经济形势座谈会提到，当前地方专项债余额尚未达到债务限额，要依法盘活债务限额空间。
- **2022年10月专项债发行超过4000亿元，1-12月专项债投向基建的比例约为65%。**
- **2023年1月专项债发行4,911.84亿元，同比去年小幅增长。**

1月专项债发行大幅回落



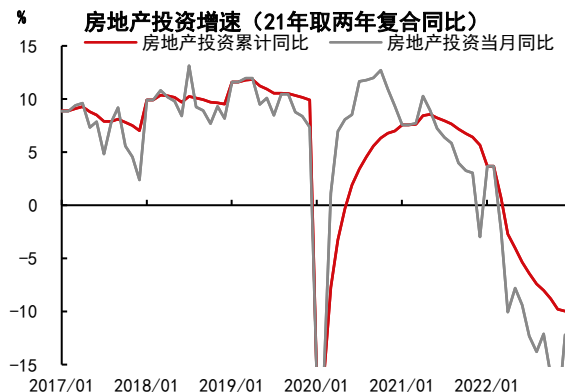
专项债资金投向情况



二、房地产：投资有所修复，到位资金出现改善

- 1-2月地产投资有所修复。1-2月地产投资累计同比-5.7%（前值-10.0%）。
- 1-2月房企到位资金出现改善。1-12月房地产开发企业到位资金同比下降-15.2%（前值-25.9%）。
- 近期融资端以及销售端的双重回暖带动到位资金明显改善。但本次数据在上年低基数的背景下并没产生大幅好转，且商品房销售主要集中于二手房，大量资金停留在居民部门而未流向房企，导致开发资金到位仍-15%。

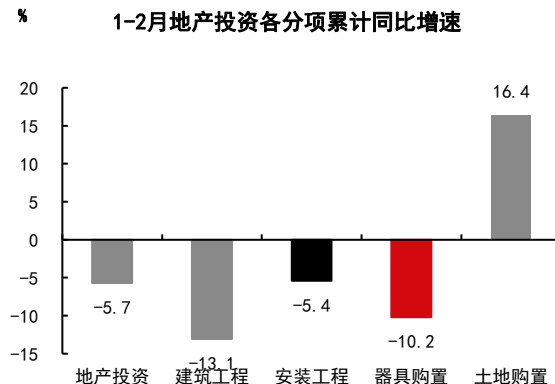
1-2月地产投资有所修复



房地产开发投资完成额与到位资金



地产投资各细项累计同比增速



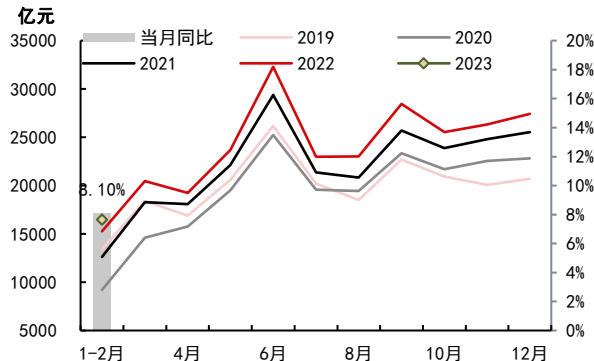
二、制造业：增速仍有韧性，工业利润承压

- 1-2月制造业投资同比增长8.1%（前值9.1%），三年平均同比增长为21.5%（前值6.6%）。我们认为货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。
- 从库存周期的角度来看，企业主动去库存阶段仍在延续，但从2月经济数据来看，或已步入被动去库阶段。

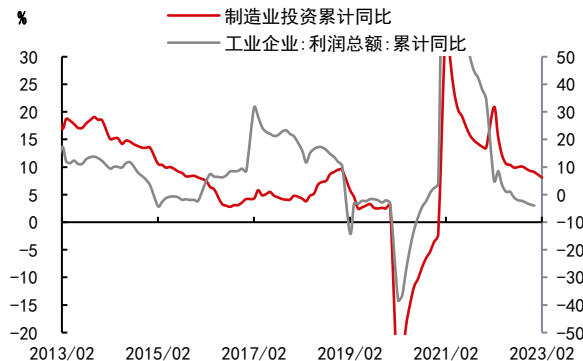
制造业投资增速反弹



制造业投资额（换算值）



工业企业利润与制造业投资



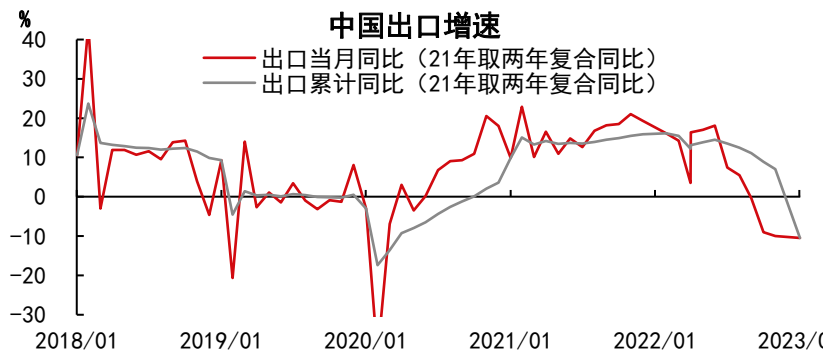
工业企业由被动累库至主动去库



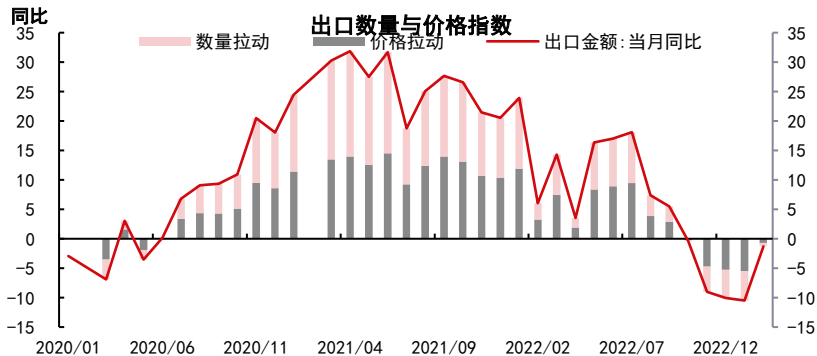
二、出口：海外库存高企，1-2月下滑速度减缓，但质量不佳

- 按美元计，今年前2个月，我国进出口总值8957亿美元，同比降8.3%。其中，出口5063亿美元，同比降6.8；进口3894亿美元，下降10.2%；
- 汽车等有色产业链商品表现较好，加上政府工作报告提及的“稳定大宗消费”，或提振相关有色需求；服装纺织类出口表现较差，而纺服又属于出口依赖性较高行业，相关化工品种基本面较弱预计将跟随能源价格震荡。

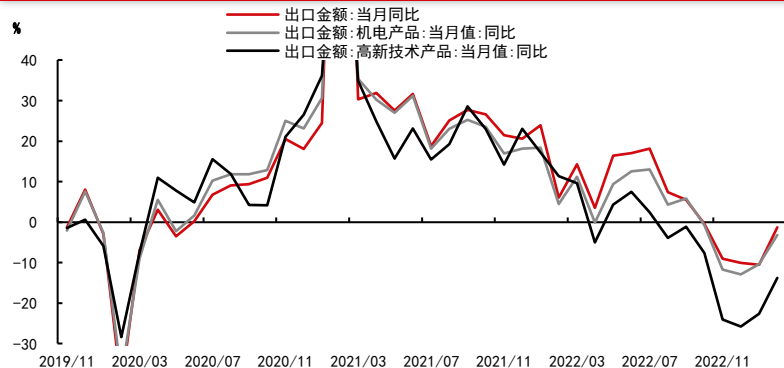
中国出口（美元计）同比增速为-9.9%



本次出口回调是数量和价格均起作用



各项出口回暖，但幅度不及预期



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 **销售企稳回暖，地产稳健恢复**

建筑业需求跟踪 **年后复工较好，需求拉动经济**

制造业需求跟踪 **PMI大幅回升，奠定恢复基础**

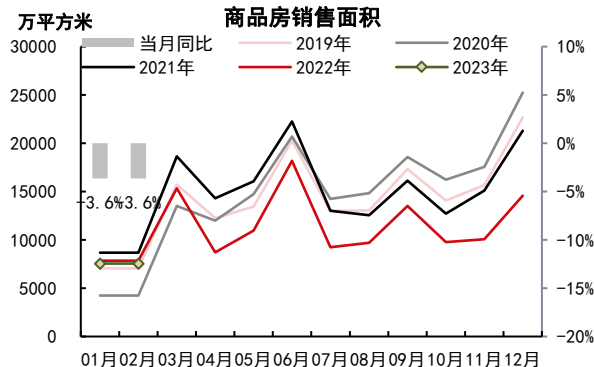
中观需求总结 **疫后恢复较好，需求稳中向上**

三、建筑业需求 (地产数据) ——销售: 明显改善

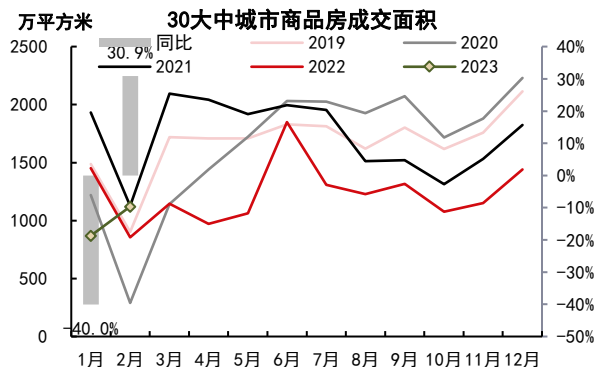
■ 1-2月地产销售跌幅收窄, 从30城高频数据显示近期销售出现明显好转

■ 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度, 利率下降一般领先地产销售。根据贝壳研究院数据, 个人住房贷款平均利率从去年9月至今年12月, 已连续15个月下降。

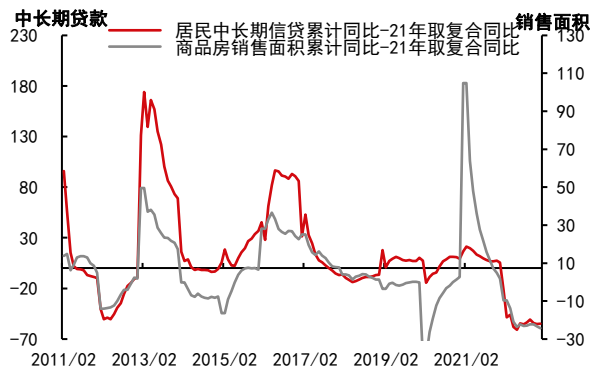
1-2月商品房销售面积同比-3.6%



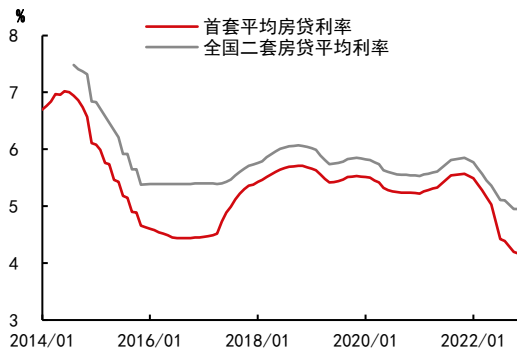
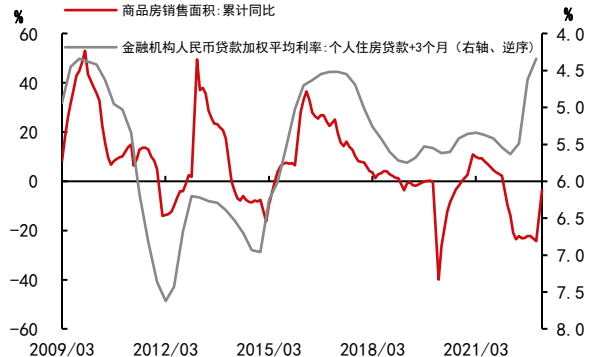
2月份30城商品房销售面积同比30.9%



同步指标: 居民中长期信贷



领先指标: 房贷利率

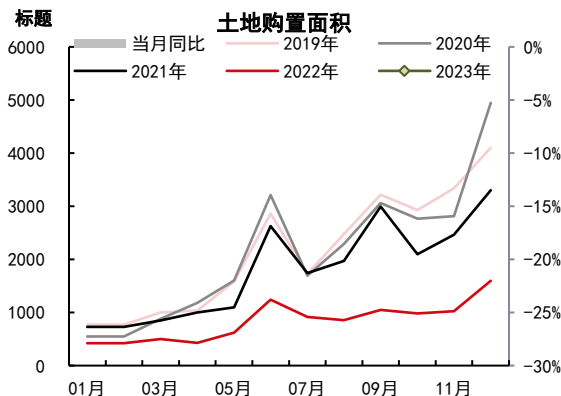


三、建筑业需求（地产数据）——土地：跌幅仍未改善

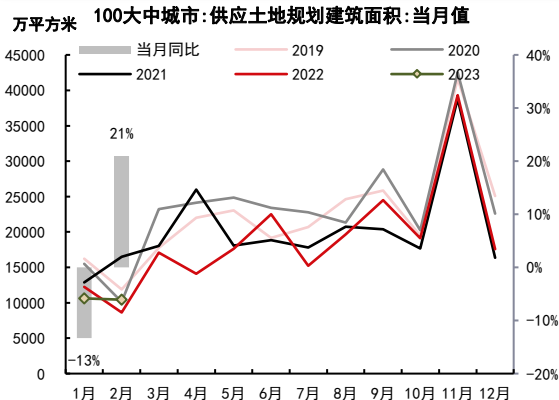
■ 土地市场整体出现拐头向下：

- **土地购置面积**：1-12月同比增速-53.4%（前值-53.8%），12月当月同比-51.6%（前值-58.5%）。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积**：1-2月累计同比0.08%（前值-14.10%），12月当月同比20.21%（前值-14.10%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积**：1-2月累计同比4.54%（前值-6.79%），12月当月同比19.11%（前值-6.79%）

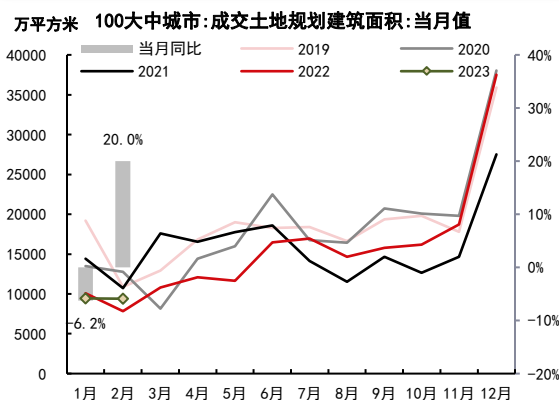
土地购置面积同比-51.6%，跌幅缩窄



100大中城市供应土地规划建筑面积



100大中城市成交土地规划建筑面积



三、建筑业需求（地产数据）——开工：跌幅收窄至-9.4%

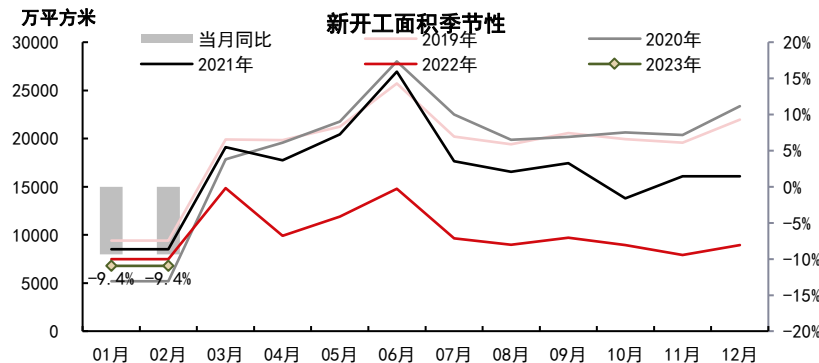
■ 房屋新开工面积的同比跌幅显著收窄：

➢ 1-2月新开工累计同比-9.4%（前值-39.4%）

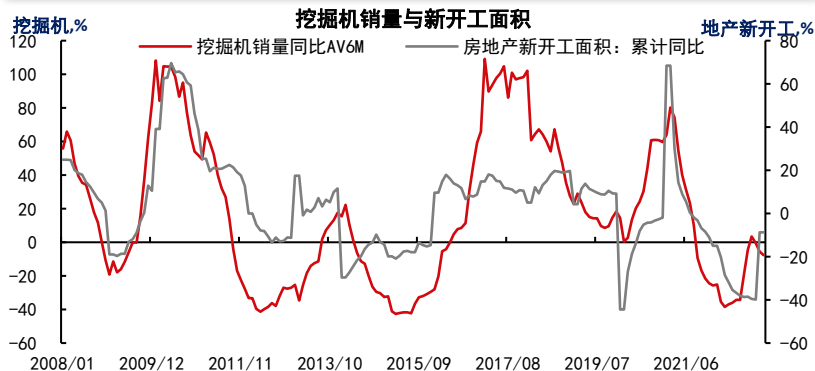
■ 挖机销量与新开工面积基本同步，近期挖机数据与开工的同步性重新共振。

■ 根据百城土地成交面积的领先作用，排除城投拿地的部分，新开工仍有跌幅收窄趋势。

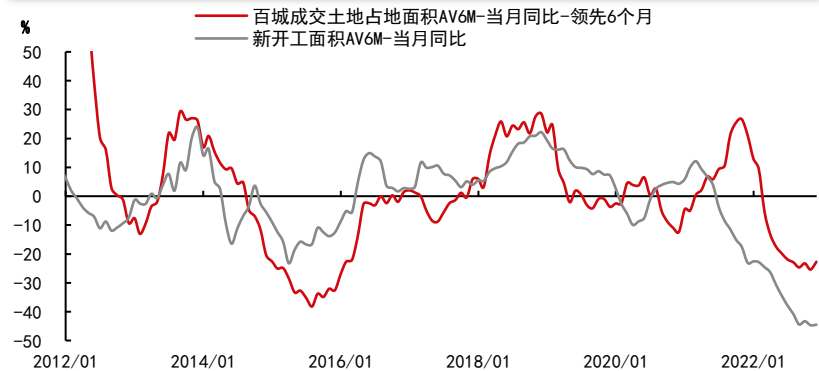
12月房屋新开工面积跌幅收窄



同步指标：挖掘机销量



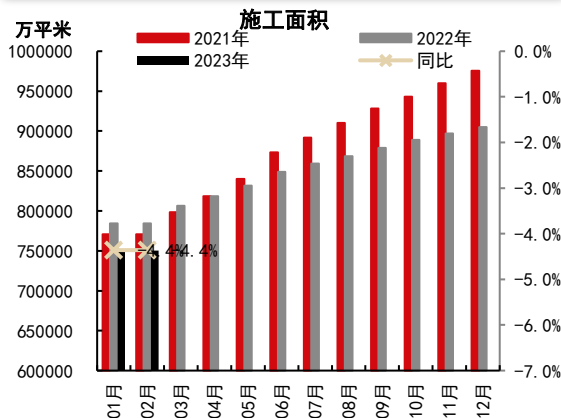
领先指标：百城土地成交面积



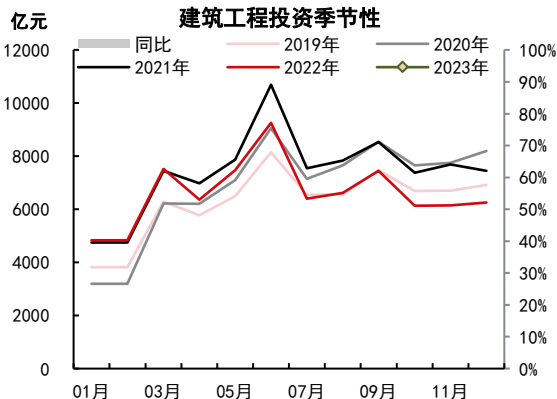
三、建筑业需求（地产数据）——施工：明显改善

- **房屋施工面积**：1-2月施工面积750万平方米，同比-4.4%（前值-7.2%）。
- **12月建筑工程投资跌幅小幅缩窄**：2022年以来，在“保交付”的要求下，建筑工程投资韧性较强，一季度累计同比增长1.6%，4月疫情导致存量施工也出现明显放缓，因此4月建筑工程投资大幅走弱，4月当月同比-8.8%。随着疫情缓解，5月建筑工程投资当月同比回升至-5.1%。然而来到6月份由于受房企资金限制，建筑工程投资进一步下滑，当月同比下跌至-13.4%。7月建筑工程投资当月同比下跌15.2%。8月建筑工程投资当月同比下跌15.6%。9月商品房销售有所改善，对房企资金有所补充，进而带动9月当月同比跌幅有所收窄。10月受房企销售下滑影响，建筑工程投资再度下行。

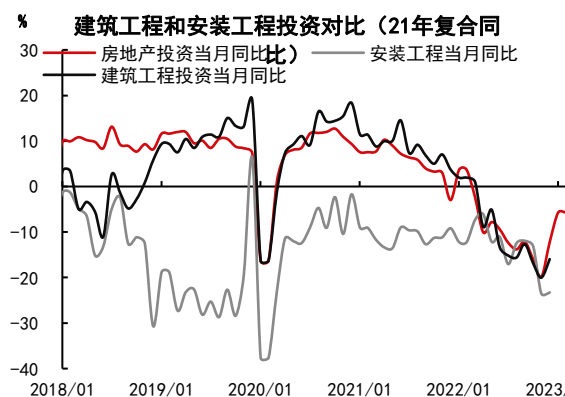
存量施工面积同比跌幅收窄



建筑工程投资-季节性



建安投资拖累地产投资



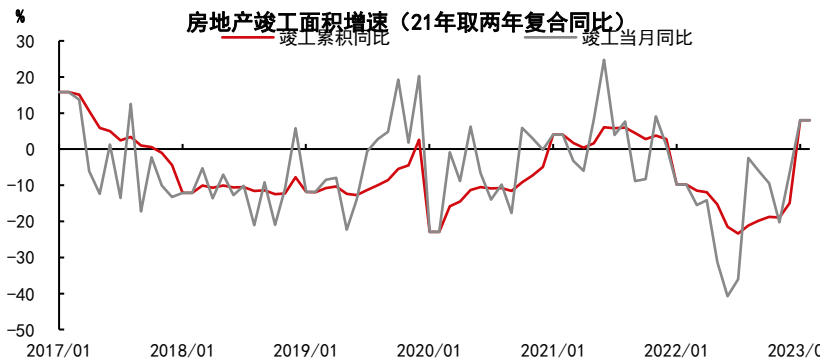
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：改善超预期

- 1-2月竣工面积同比8.0%（前值-15.0%），同比转正。
- 1-2月竣工回升明显，主要是当前保交楼资金到位情况有所改善，近期竣工端实物工作量已有提升。

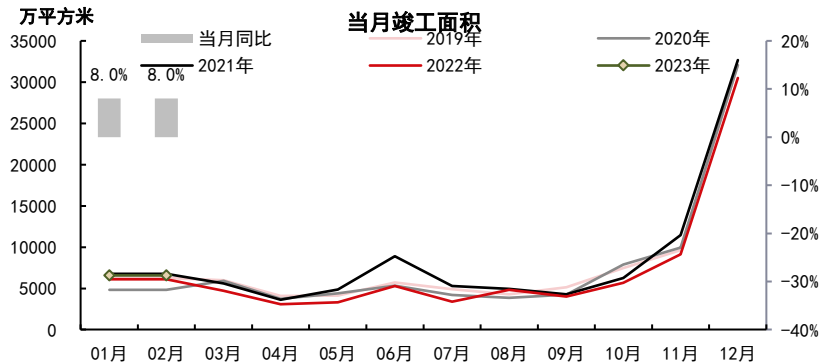
领先指标：新开工领先竣工



1-2月竣工面积同比8.0%



竣工面积-季节性

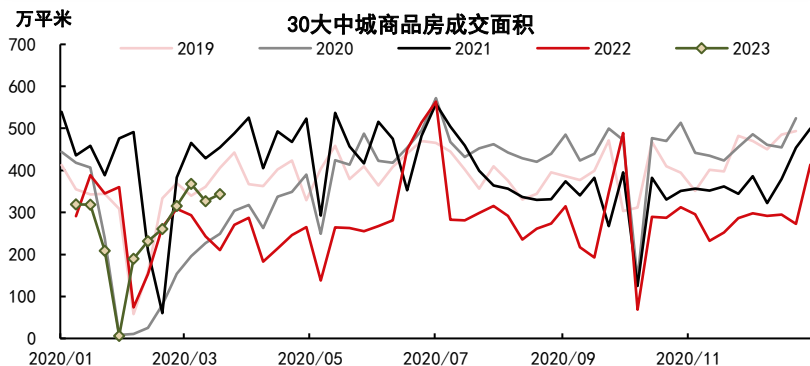


- 3月24日，发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域REITs项目申报推荐工作的通知》，同日证监会发布《关于进一步推进基础设施领域REITs常态化发行相关工作的通知》。在拓宽试点资产类型（百货商城、购物中心等商业地产）、促进资本良性循环以及在释放居民储蓄上面释放长期积极信号，为国内黑色、有色需求带来长期的支撑。

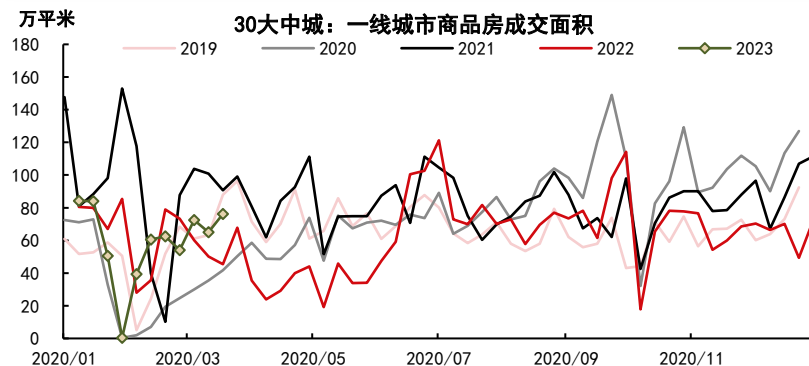
| 政策要点 | 描述 |
|----------|--|
| 拓宽试点资产类型 | 相比于之前的《通知》及《意见》之中提及的水利、交通、环保、物流中心等基础设施，本次主要提到的是 百货商城、购物中心、农贸市场等商业地产 。在试点类型提供了更多选择，且国外REITs主要就是租金收入类资产， 向成熟市场看齐 。项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。 |
| 促进资本良性循环 | 《推荐工作》明确指出，基础设施REITs净回收资金应主要用于 在建项目、前期工作成熟的新项目 ；其中， 不超过30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目 ，不超过10%的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人（原始权益人）流动资金等。此举有利于促进良性资金循环，扩大有效投资。 |
| 释放居民储蓄 | 在房住不炒的大基调下，住房类投资的吸引力下降，基础设施REITs为居民带来新的资产配置方向。本次《通知》中指出申报发行基础设施REITs的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期 内部收益率（IRR）原则上不低于5% ；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来3年 每年净现金流分派率原则上不低于3.8% 。 |

三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

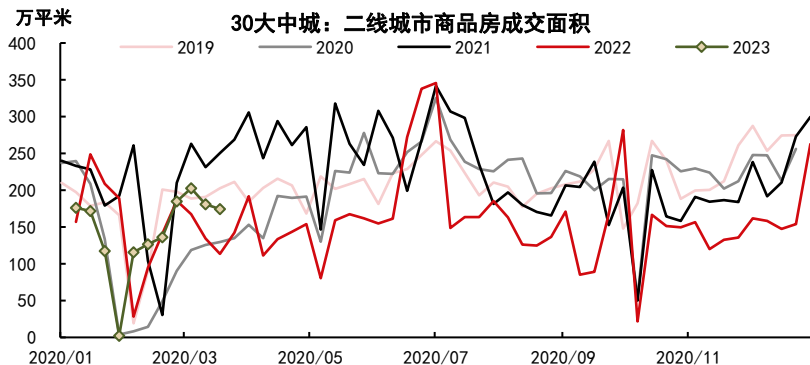
30大中城商品房成交面积



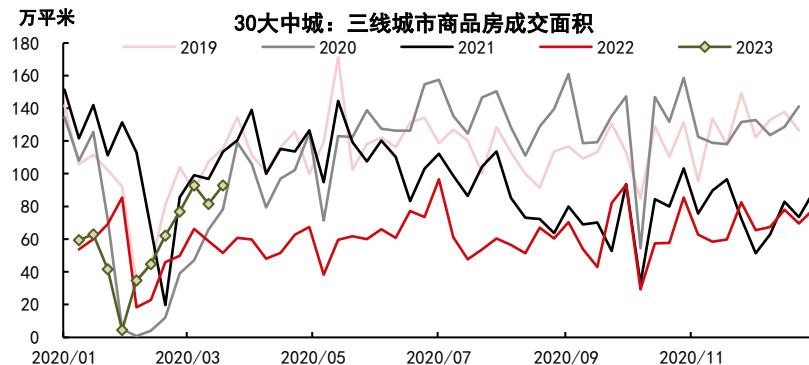
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

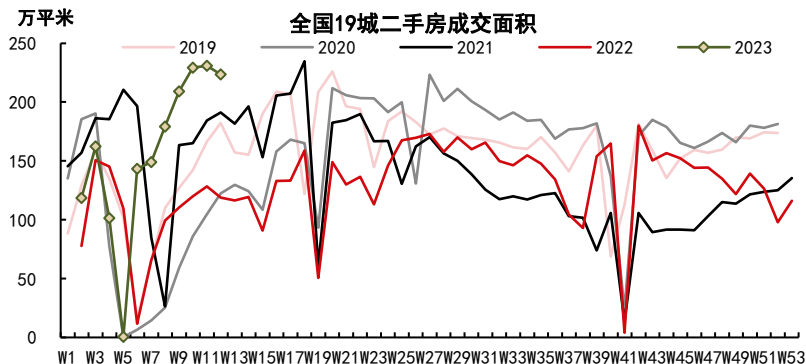


30大中城：三线城市商品房成交面积

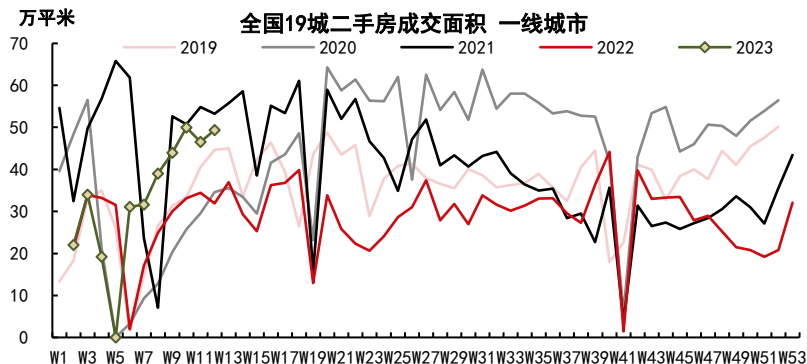


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

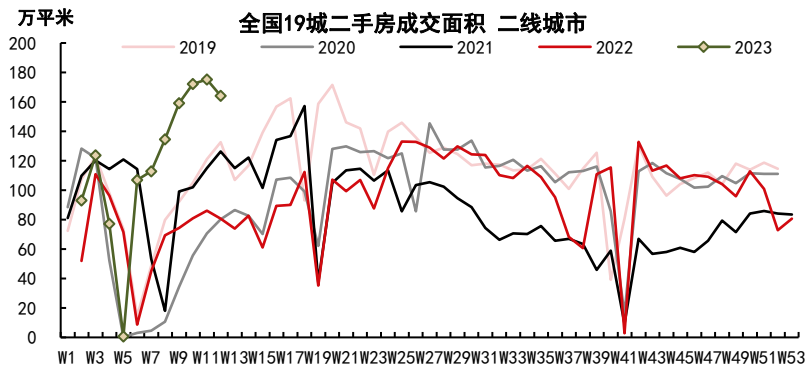
19城二手房成交面积



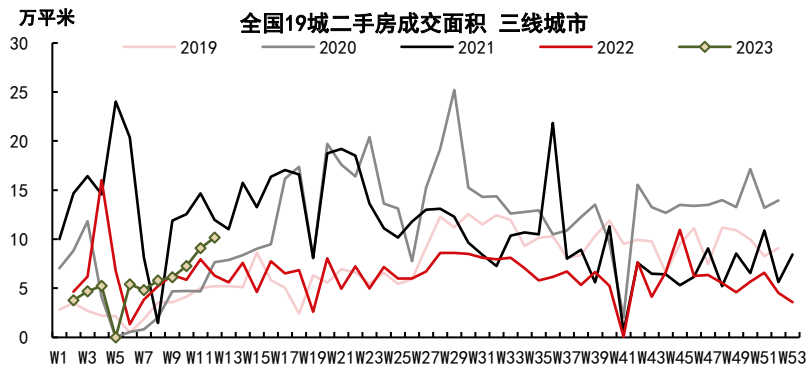
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

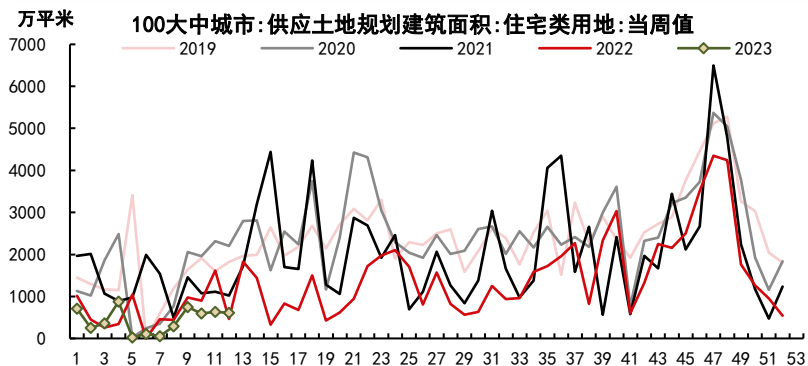


三线样本城市二手房成交面积

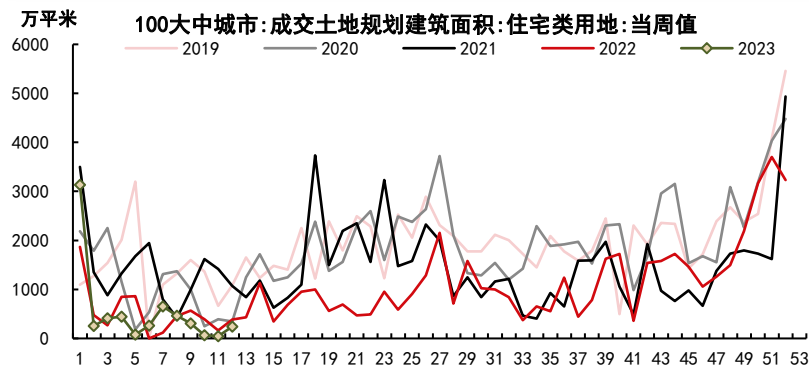


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

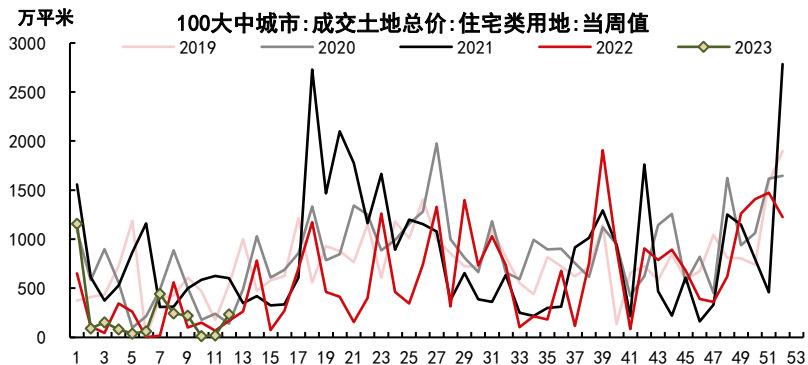
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



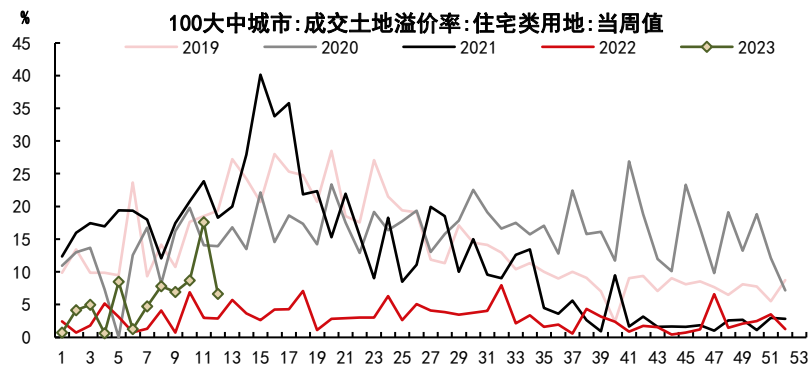
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



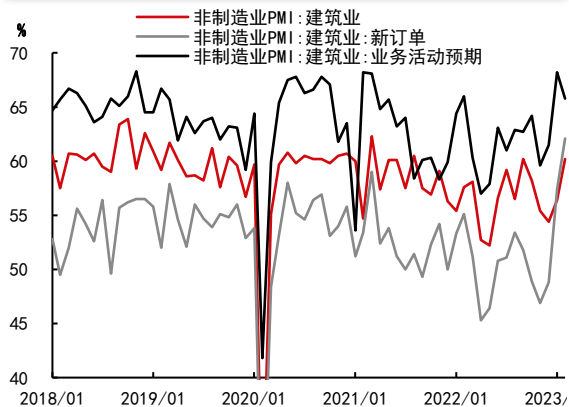
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



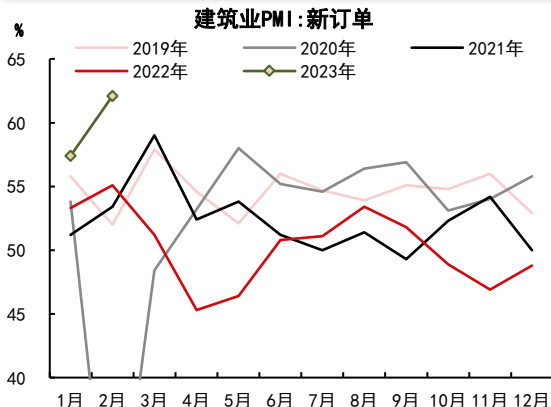
三、建筑业需求——建筑业PMI：表现较好

- **相比其他分项，建筑业景气度尚好。**2月建筑业商务活动指数为62.1%，高于上月4.7个百分点，整体趋势相比1月显著回升，显示受基建支撑下建筑业景气度仍然保持在较高的水平。
- **建筑业新订单指数有所反弹。**建筑业新订单指数为62.1%，高于上个月4.7个百分点，与春节后项目复工直接相关，反映基建强势发力，地产出现回暖迹象。

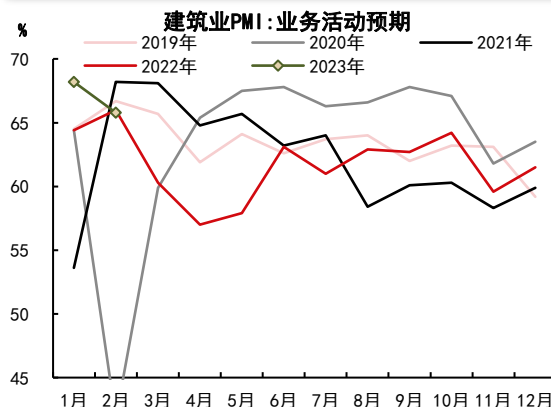
12月建筑业PMI下滑幅度变小



建筑业新订单指数有所反弹



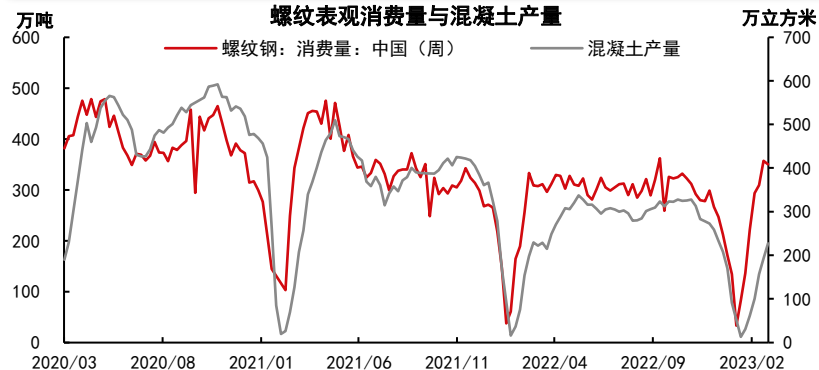
建筑业业务活动预期持续下跌



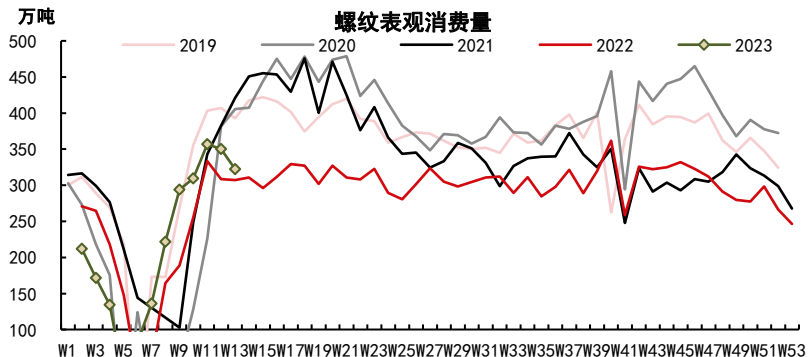
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求持续下行

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 节后房建开复工情况整体相对良好，结构上部分地区由于资金不足复工进程仍然较慢。
- 如果从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需近期呈现出同向变化，背后反映的是房地产的建设需求依旧疲弱。
- 本周螺纹表观消费量继上周出现进一步下跌，建材表观消费量也出现下跌，对黑色信心造成打击。

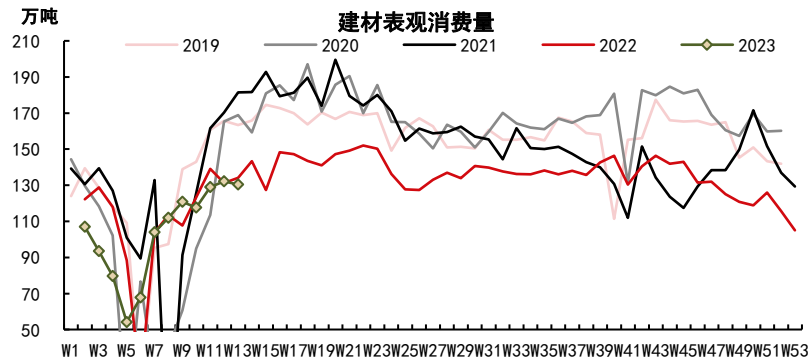
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量下跌



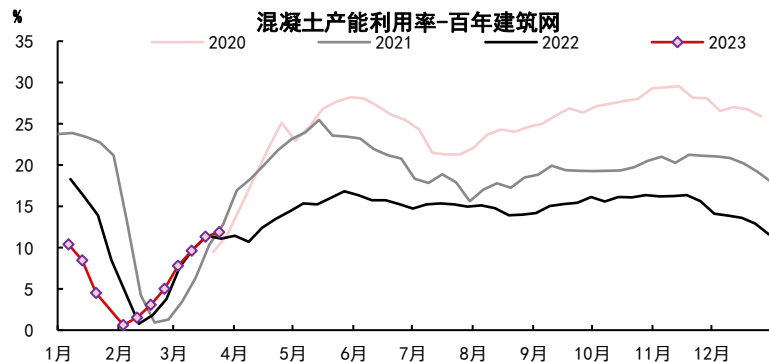
本周建材成交量跌幅收窄



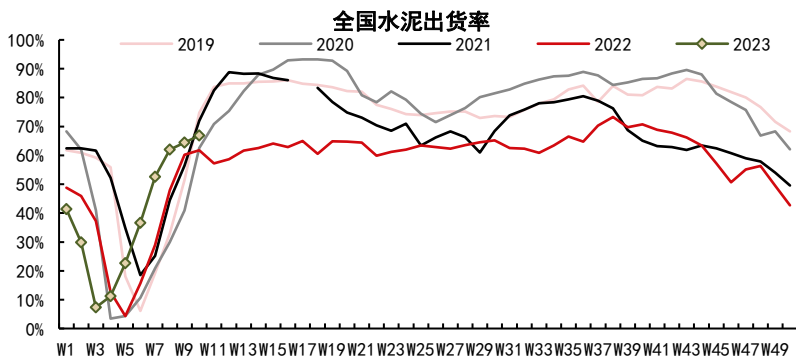
三、建筑业需求（施工）——水泥：近期出货率出现拐头

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 本周由于工程项目持续复工，金三银四到来，气候回暖，近期水泥出货率反弹速率变高。

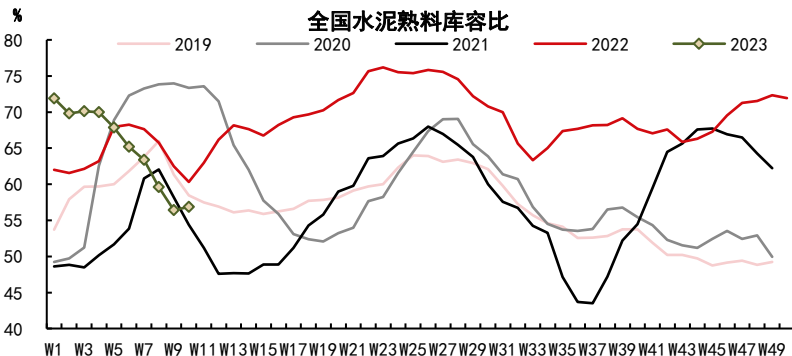
混凝土产能利用率基本持平



水泥出货率回升斜率稍降

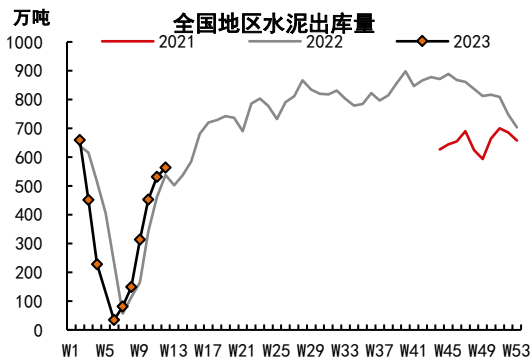


水泥库存库存稍累

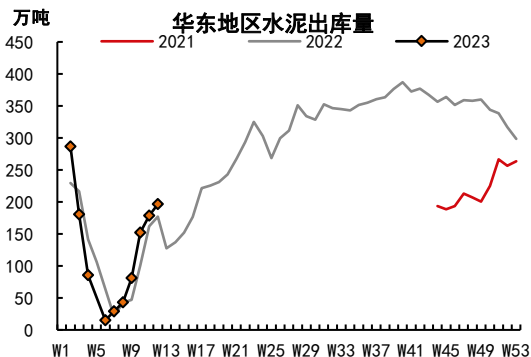


三、建筑业需求（施工）——本周水泥出库量持续回落

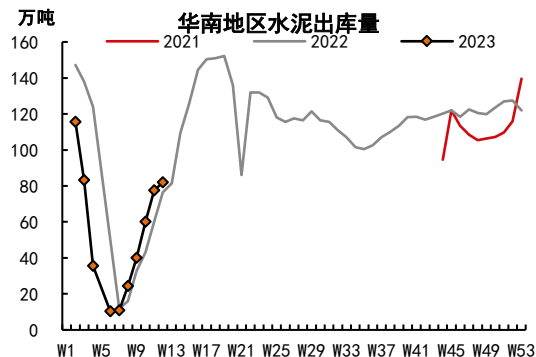
全国地区水泥出库量



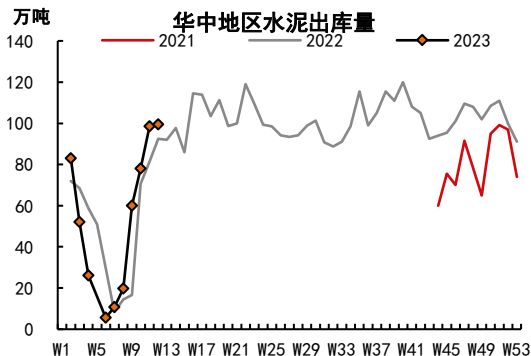
华东地区水泥出库量



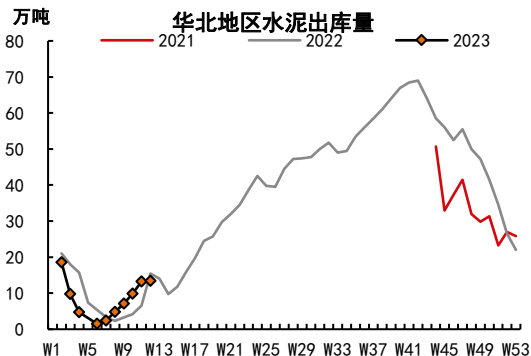
华南地区水泥出库量



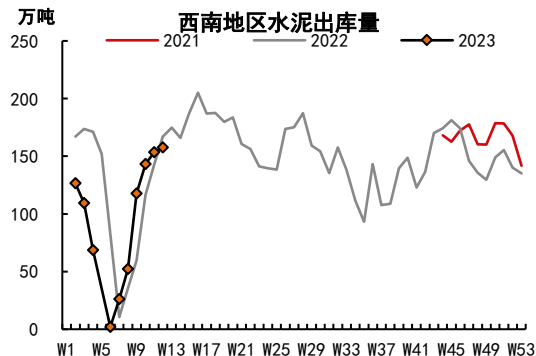
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



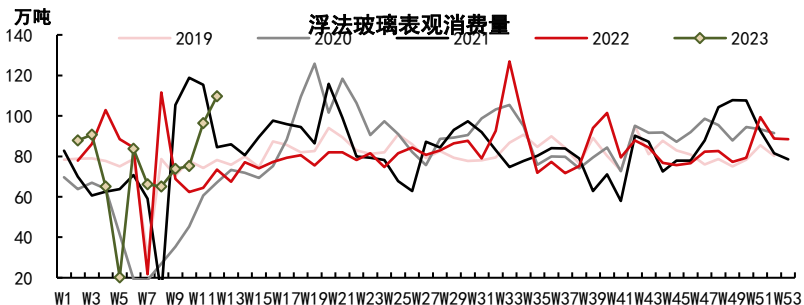
西南地区水泥出库量



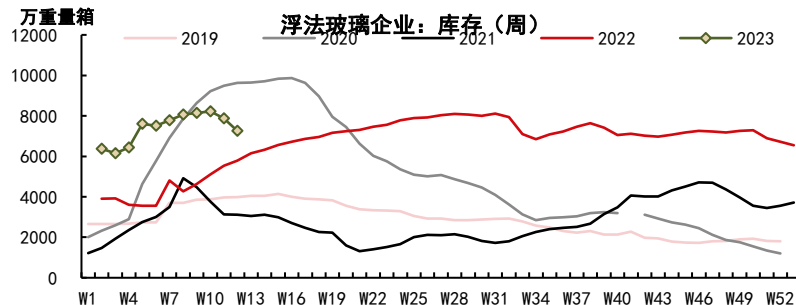
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 竣工周期开始，玻璃表观消费量大增，库存去库，PVC表需高位震荡，库存维持高位。

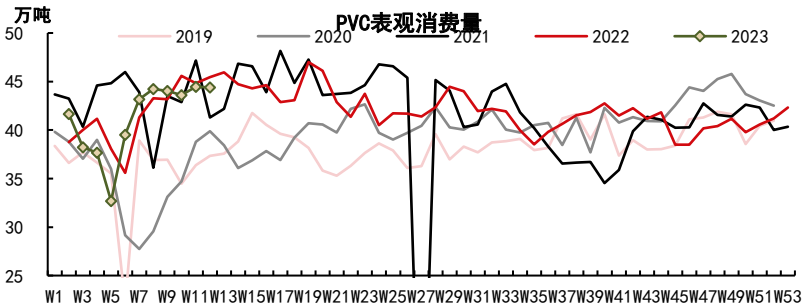
玻璃表观消费量大幅上升



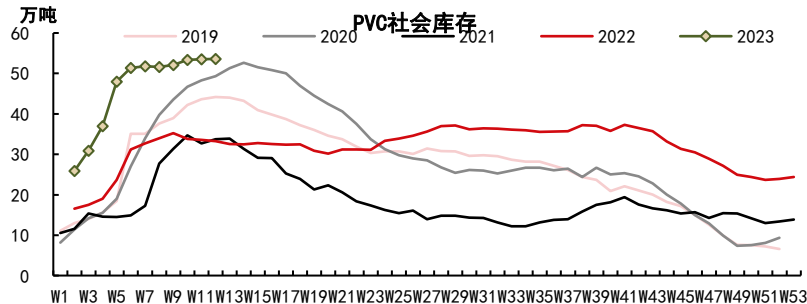
玻璃企业库存小幅去库



PVC表观消费量处于低位



PVC社会库存持续累库



三、建筑业需求——基建中观高频跟踪

■ 1. 交运、仓储和邮政业 (占基建36%)

➢ 跟踪石油沥青开工率：本周小幅反弹。

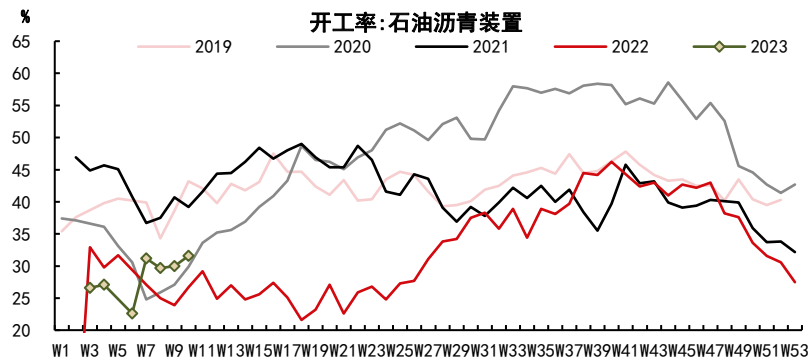
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率显著抬升。

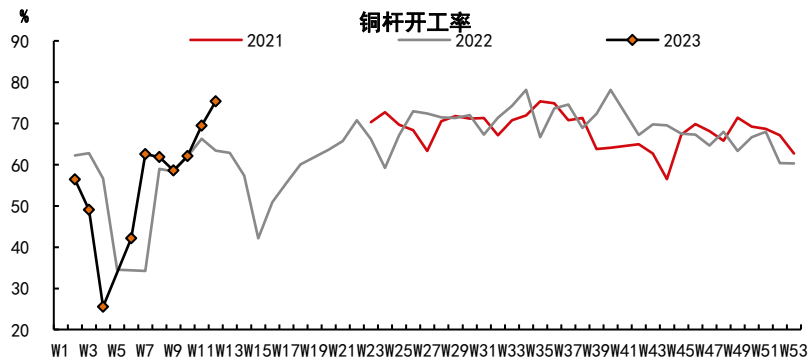
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：基本持平。

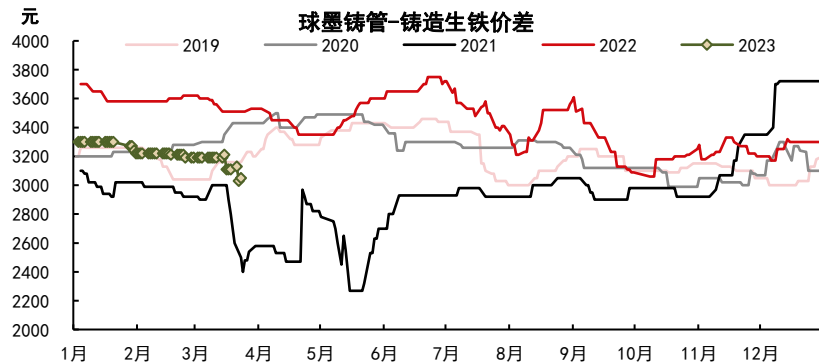
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



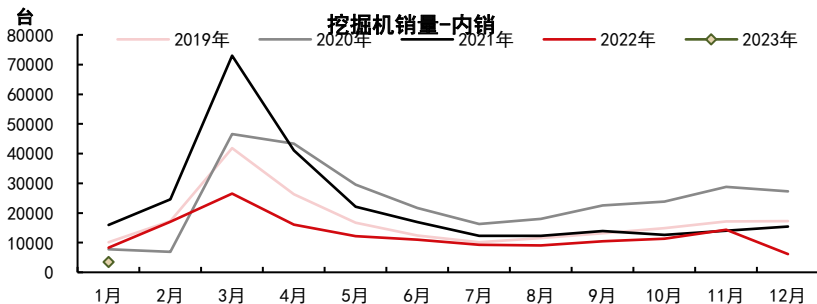
水利投资：球墨铸管的加工费



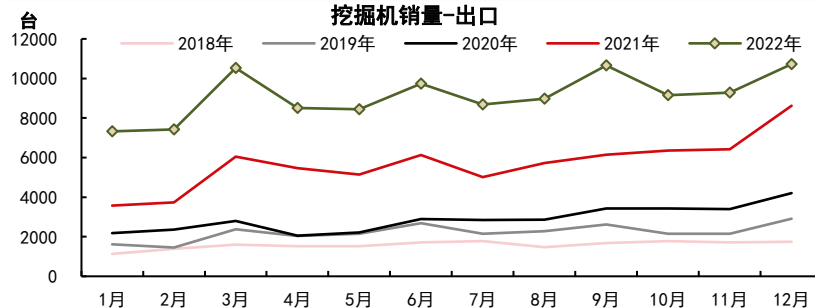
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速略有上升

- 2月挖机销量同比增速-12.4%（前值-33.1%），2月重卡销量同比增速30.2%（前值-48.9%）。
- 2月挖机销量有所回升，主要与春节错位以及地产复工仍然有所复苏有关。

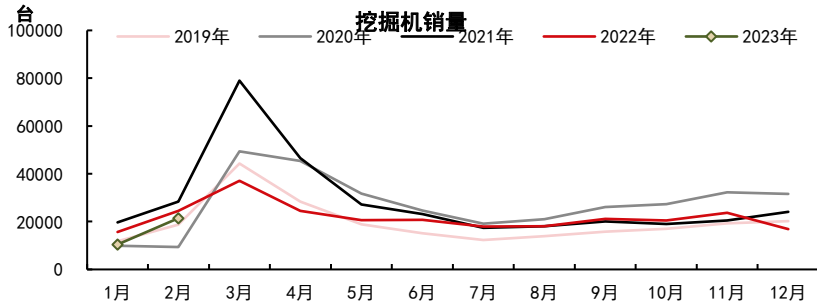
1月挖掘机内销同比-58.48%（前值-60.1%）



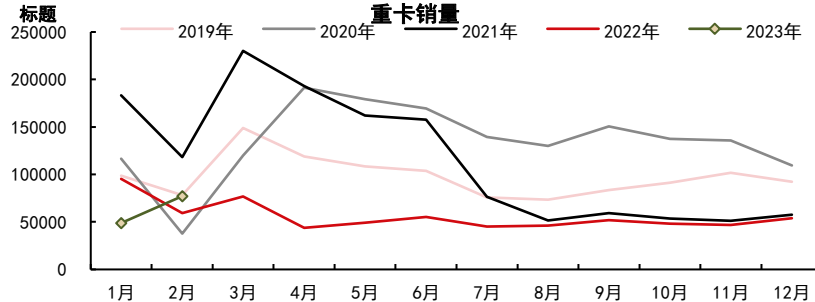
1月挖掘机出口同比-4.4%（前值24.4%）



2月挖掘机销量同比-12.4%（前值-33.1%）



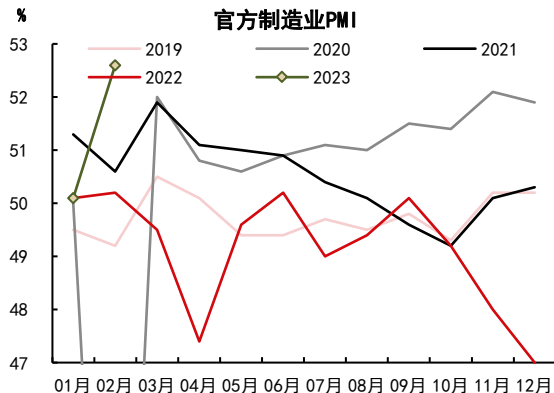
2月重卡销量同比-6.2%（前值-8.8%）



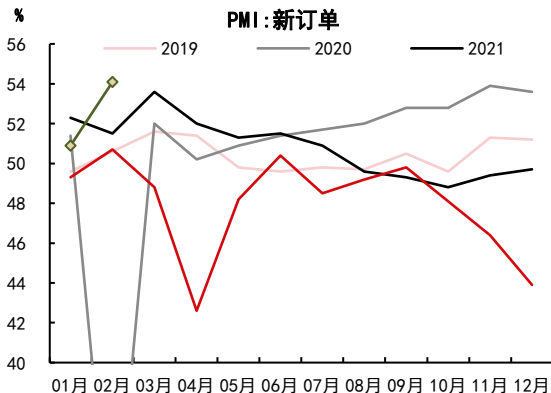
四、制造业需求——制造业PMI：重新站上荣枯线之上

- 2月PMI数据，制造业PMI为52.6，比上月上升2.5个百分点，为2012年4月以来新高，经济强劲复苏，程度高于预期。但疫情及春节因素导致1月PMI偏低，贡献了一定低基数效应。从结构上来看，制造业供需双端走强，节后复工复产，供给端恢复态势更为明显。产成品库存上行，库存周期位于被动补库存阶段。出口存在降幅收窄可能性，但下行趋势仍然难以扭转。建筑业PMI为60.2%，与春节后项目复工直接相关，反映基建强势发力，地产出现回暖迹象。然而，由于经济与政策的跷跷板效应，重要会议的超预期政策概率或有所降低。

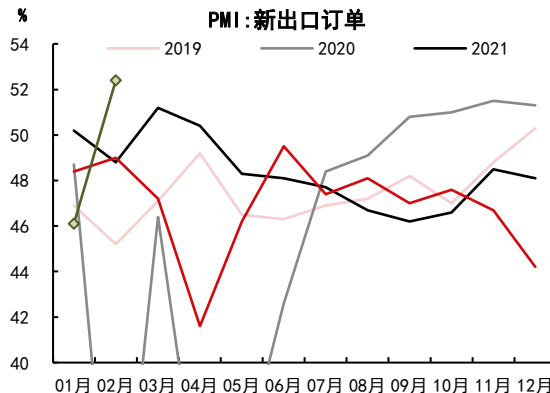
2月制造业PMI复苏强劲



2月PMI新订单指数大幅拉升



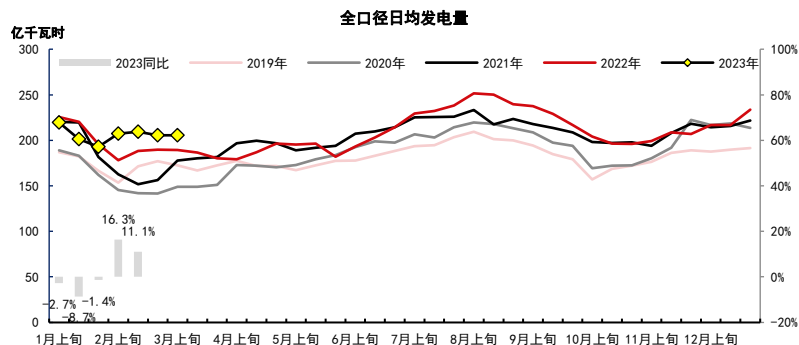
2月PMI新出口订单有所涨



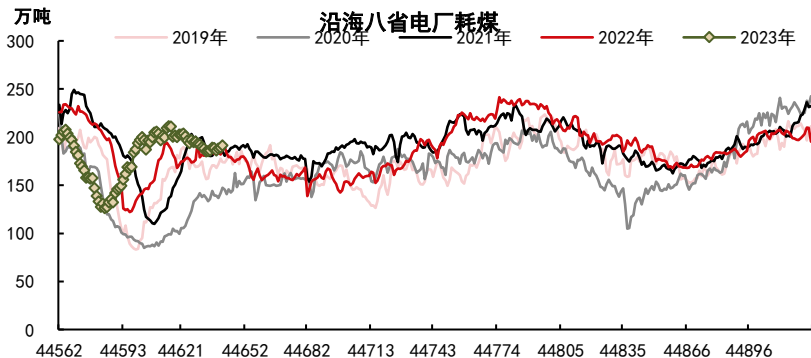
四、制造业需求——发电量

- 近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，叠加近期寒冷天气持续，带动电厂耗煤量显著反弹。

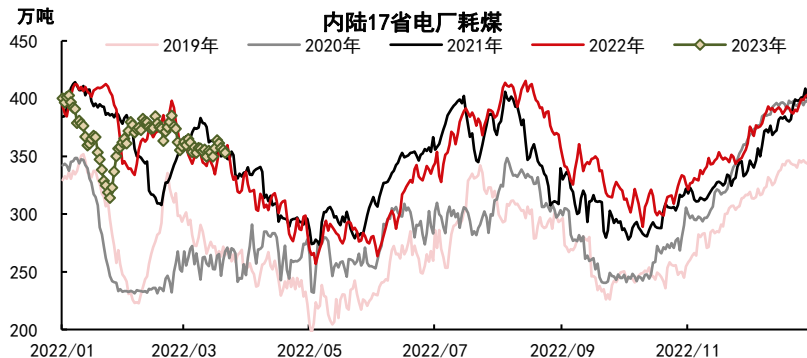
近期发电量显著高于去年水平



日度数据：沿海八省电厂耗煤



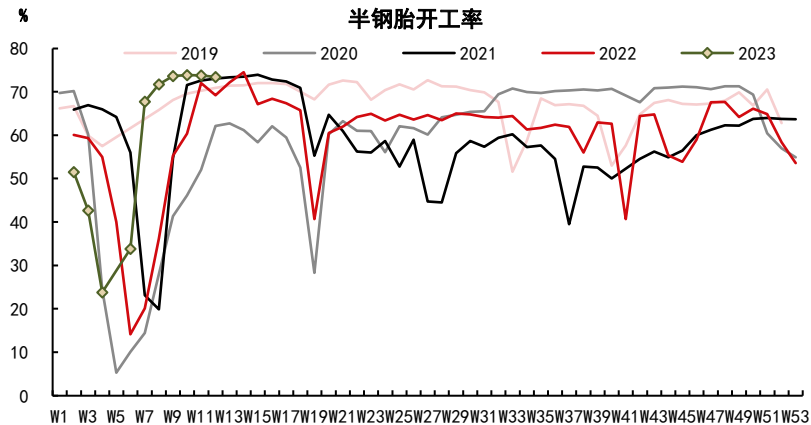
日度数据：内陆17省电厂耗煤



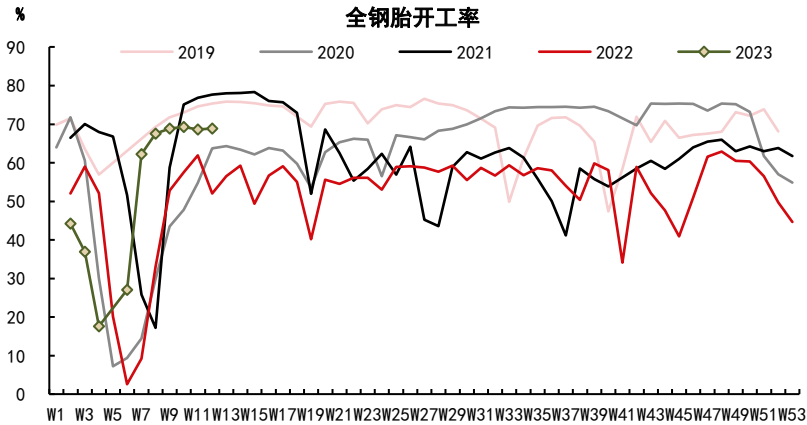
四、制造业需求——轮胎开工

- 半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡，全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡。
- 当周轮胎开工率：半钢胎开工率73.4%，全钢胎开工率68.9%。

半钢胎开工率高位震荡

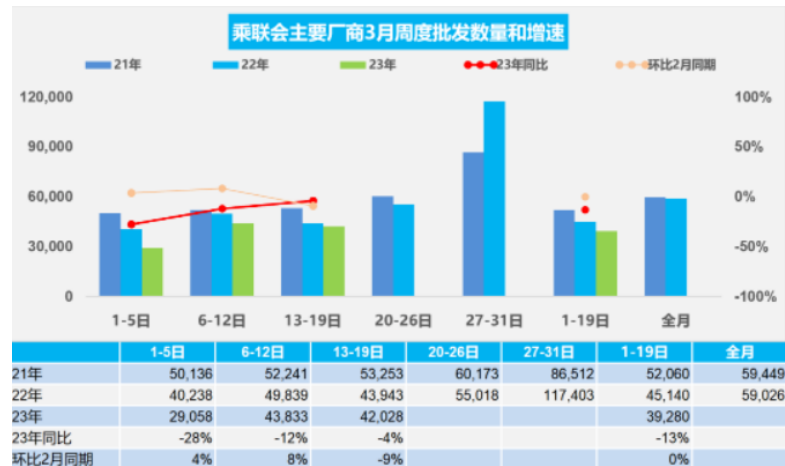
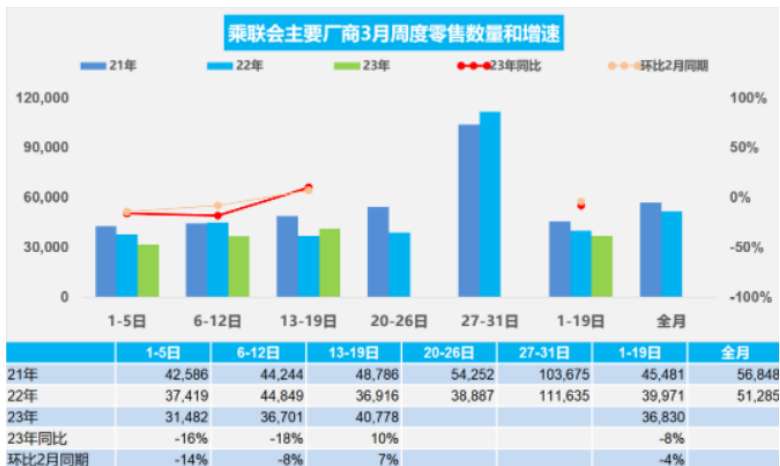


全钢胎开工率高位震荡



四、制造业需求——乘用车销售：本周销量反弹，但后期存忧

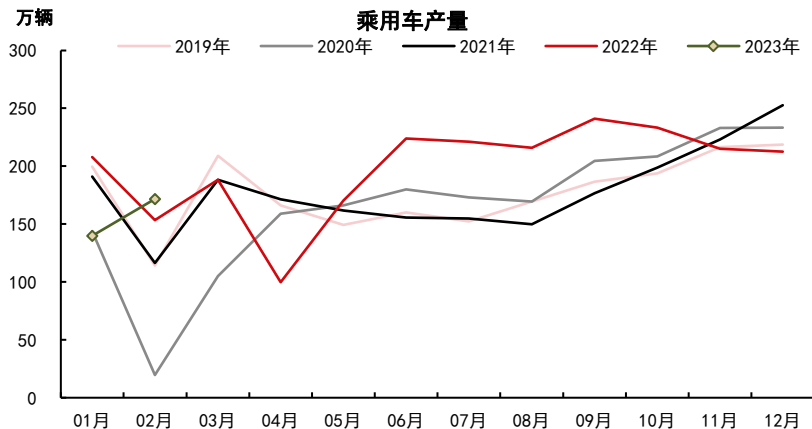
- 3月1-19日，乘用车市场零售70.0万辆，同比去年同期下降8%，较上月同期下降4%。今年以来累计零售337.9万辆，同比下降18%；全国乘用车厂商批发74.6万辆，同比去年同期下降13%，较上月同期增长0%。今年以来累计批发381.2万辆，同比下降15%。
- 3月1-19日，新能源车市场零售24.6万辆，同比去年同期增长15%，较上月同期增长11%。今年以来累计零售101.6万辆，同比增长21%；3月1-19日，全国乘用车厂商新能源批发26.7万辆，同比去年同期增长28%，较上月同期下降9%。今年以来累计批发115.1万辆，同比增长22%。
- 3月乘用车市场零售向好，但湖北本次降价促销的营销策略较为出圈，在行业内外均引发了较大范围的讨论，在主机厂和经销商层面引起了一定程度的恐慌。各地促销战带来车市混乱。随着国六A清库存的公开化，各车企厂商加速大力度的促销，火爆的背后是需求的集中释放为代价，对后续汽车市场的正常秩序带来压力。



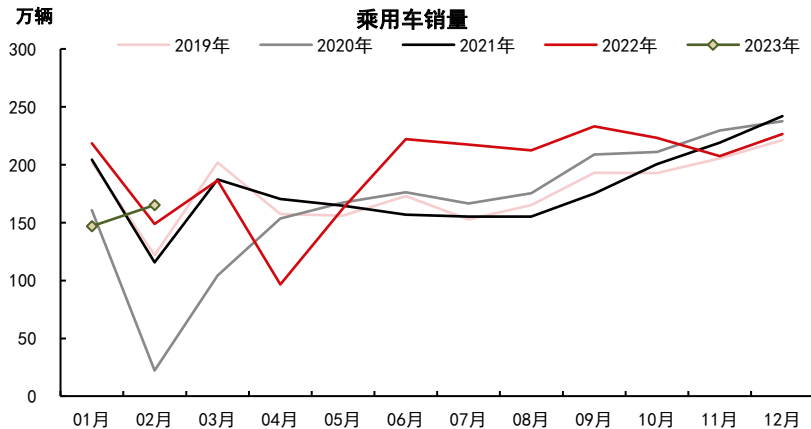
四、制造业需求——乘用车产销：疫情冲击乘用车产销

- **2月乘用车产销增速小幅回升**：2月乘用车产量同比11.8%；1月乘用车销量同比11.1%。
- 2月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。
- 新能源销量的增长达到了一个瓶颈阶段，在2023年新能源政策退市后，销量增长会是一个严峻的问题。新能源车型前期涨价过多，订单较少，再叠加特斯拉等头部企业降价，造成了消费者的观望情绪，环比下降较大。

2月乘用车产量同比11.8%



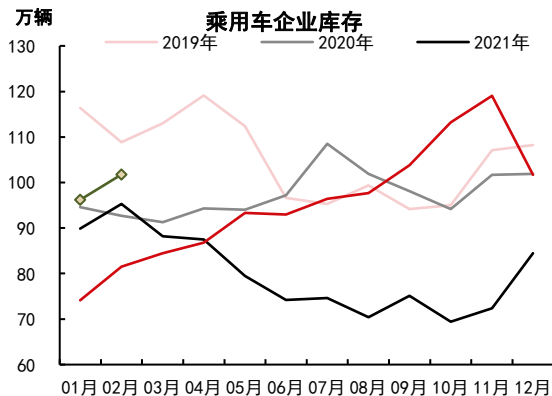
2月乘用车销量同比11.1%



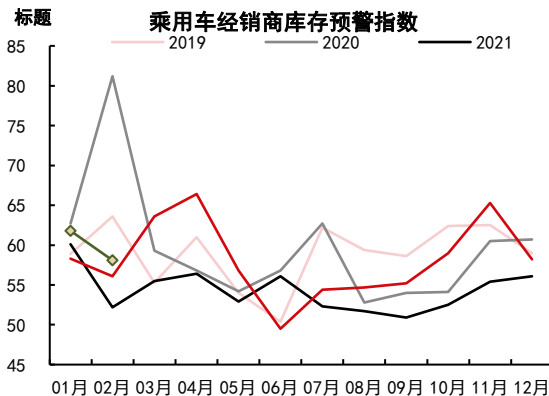
四、制造业需求——乘用车库存：经销商仍处于低位

- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。
- 受春节错位以及火爆促销影响，库存压力减小。

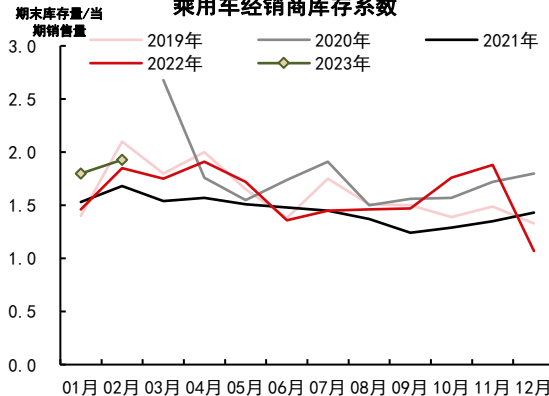
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



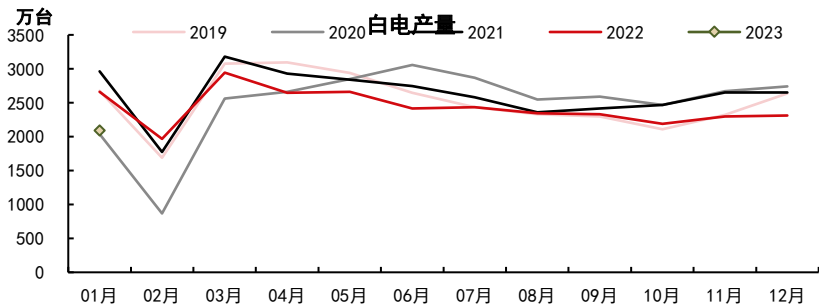
乘用车经销商库存系数



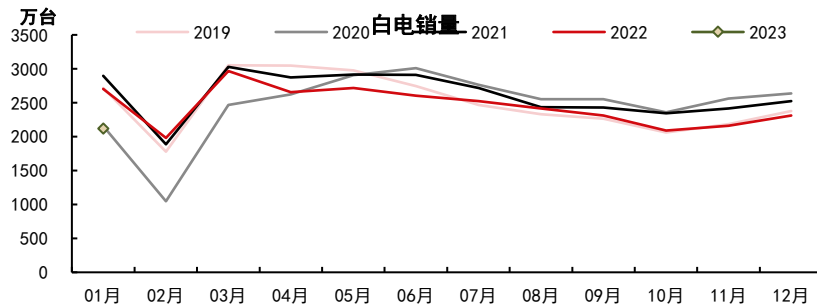
四、制造业需求——家电：海外需求下滑带动出口显著下滑

- 2023年1月白电产量当月同比-21.5% (前值-7.4%)
- 2023年1月白电销量当月同比-21.6% (前值-8.4%)

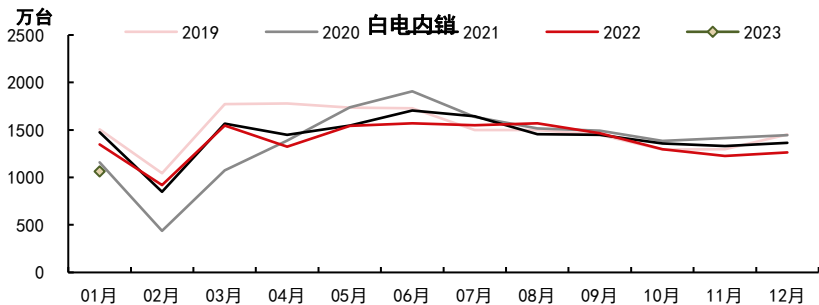
白电总产量-季节性 (产业在线)



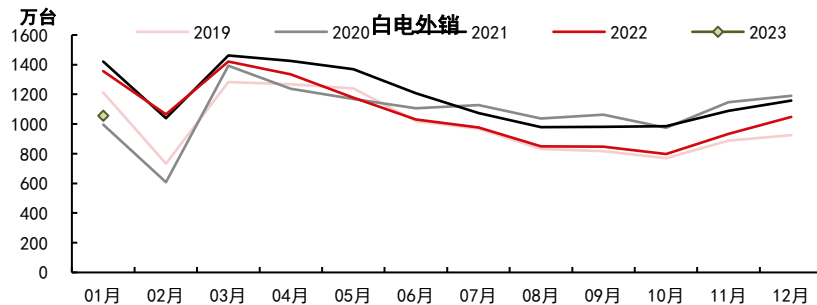
白电总销量-季节性 (产业在线)



白电内销-季节性 (产业在线)

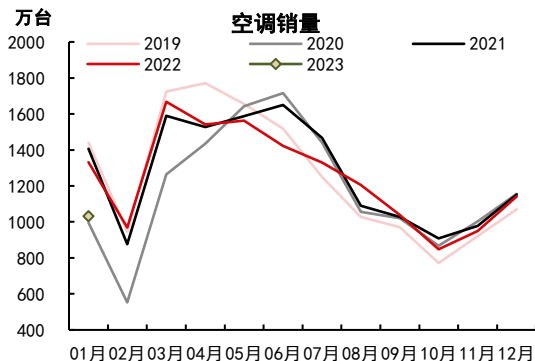


白电外销-季节性 (产业在线)

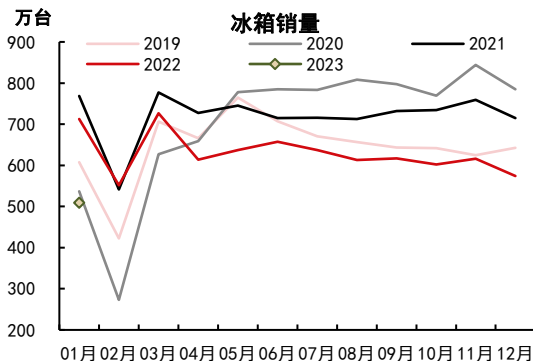


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

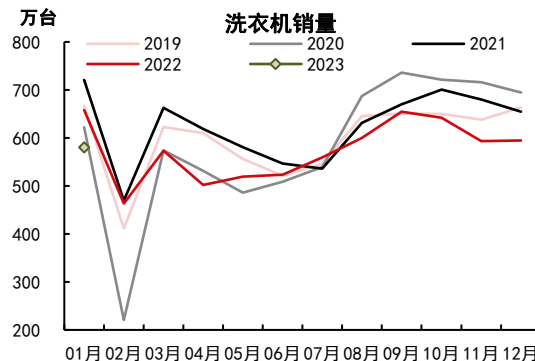
空调销量



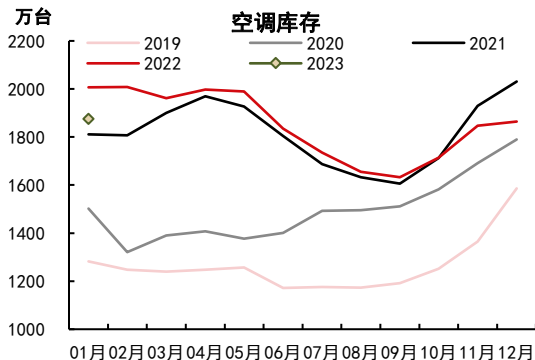
冰箱销量



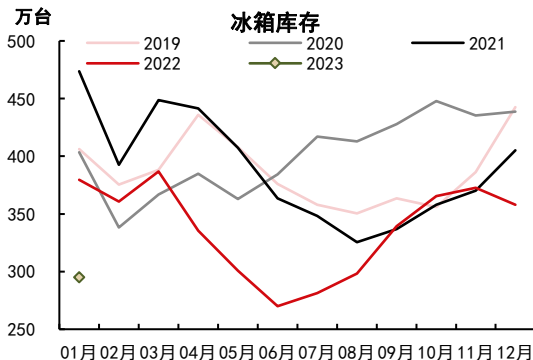
洗衣机销量



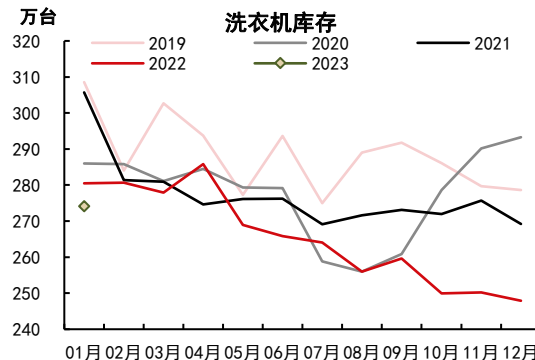
空调库存较高



冰箱库存有所回升

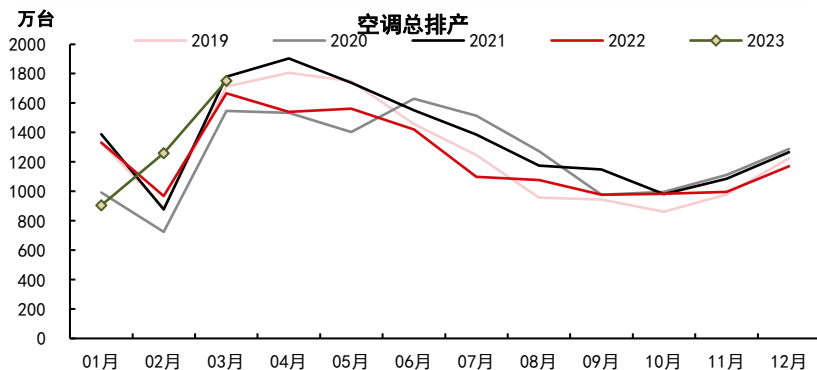


洗衣机库存处于低位

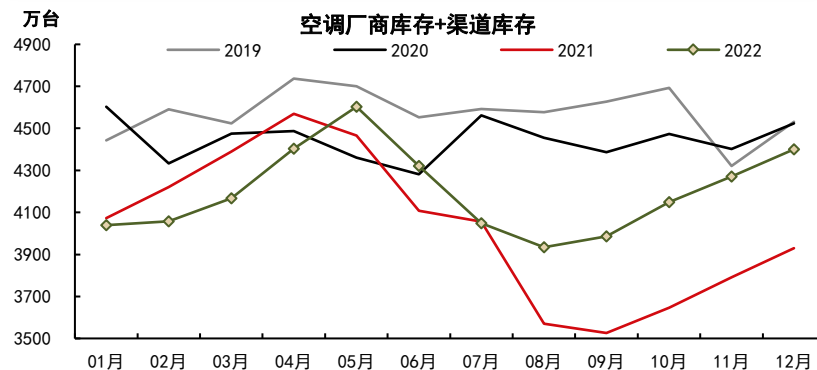


四、制造业需求——空调：排产与库存

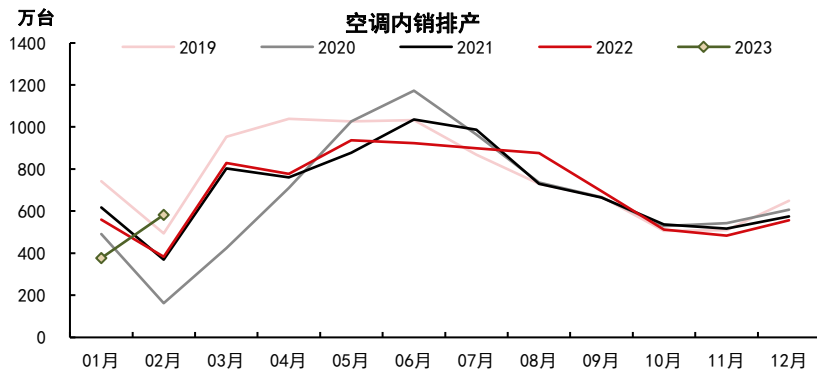
3月空调排产1750万台，同比-6.3%



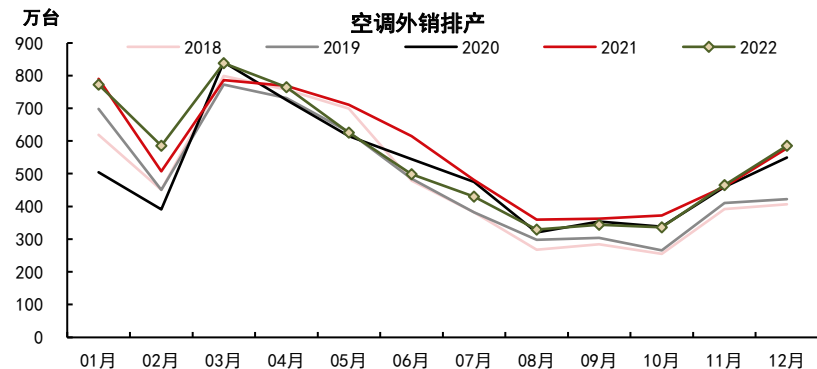
12月空调总库存4400万台，同比+12.0%



2月空调内销排产582万台，同比+52.0%



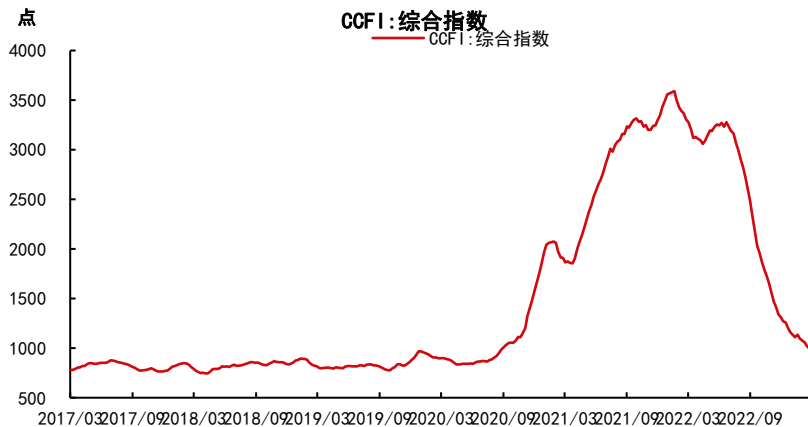
2月空调外销排产695万台，同比+18.7%



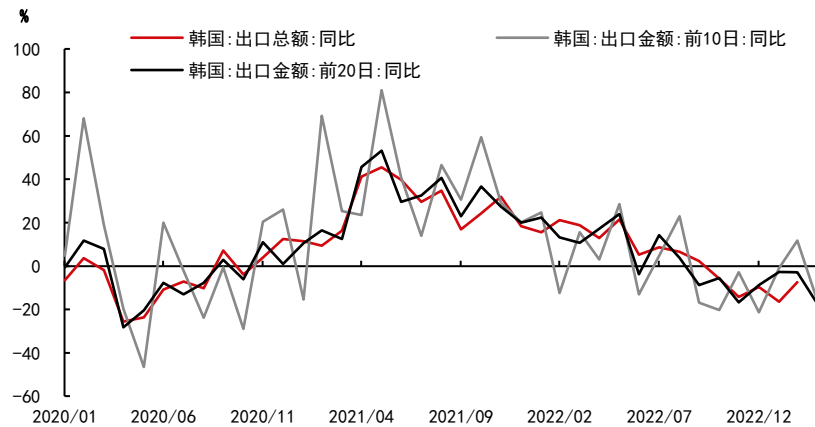
四、制造业需求——出口（高频）：内贸集装箱吞吐量快速回升

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。

高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国2月出口同比-7.5%



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。



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝