

变局中寻找确定性——2023 年二季度投资报告

核心逻辑

行情回顾：2023 年以来，在宏观多空因素的共同作用下，商品市场维持震荡走势，同时，受内外经济周期分化的影响，不同板块之间分化明显，内需驱动类的商品明显强于外需驱动类的商品，这基本与我们年报中的预测一致。

逻辑梳理：进入 2023 年，“通胀”和“复苏”这两个关键词成为主导资本市场走势的关键。

从国外来看，“通胀”仍是关键，决定了海外央行加息的路径，进而影响到海外经济的走势。由于能源危机、粮食危机明显缓解，叠加去年同期高基数的影响，通胀下行料将成为一个趋势，但下行的速度和幅度仍存在较大的不确定性。这意味着尽管本轮美联储加息已经接近尾声，但仍有可能由于存在预期差而导致较大的市场波动。

从国内来看，“复苏”是趋势。去年底防疫政策优化调整之后，国内的政策重心转向稳增长，年初以来经济复苏的势头良好。在疫后消费场景打开和居民收入改善的支撑下，社会消费复苏可期，同时，地产政策供需两端同步发力，本轮地产周期有望触底回升，因此，内需驱动经济复苏具有持续性。不过，经济复苏的强度仍存在不确定性，主因是稳增长政策力度温和，居民资产负债表还未完全修复。

行情展望：“分化”成为今年商品走势的关键词。国内外经济周期分化、金融周期分化，一方面，欧美经济下行压力依旧较大，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续收紧货币政策以抑制高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。在这种背景下，内需定价为主的品种或强于外需定价为主的品种。此外，由于美联储加息接近尾声、美国经济衰退渐行渐近、金融市场波动、地缘政治风险等均有利于黄金的长期表现，关注黄金的长期配置价值。

风险提示：地缘政治风险、海外金融风险、国内复苏不及预期

宏观·季度报告

2023 年 3 月 31 日 星期五

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、行情回顾

2023 年以来，海外央行继续加息对抗通胀，国内经济复苏势头良好，在宏观多空因素的共同作用下，商品市场维持震荡走势，同时，受内外经济周期分化的影响，不同板块之间分化明显，内需驱动类的商品明显强于外需驱动类的商品。

图表 1：国贸商品综合指数



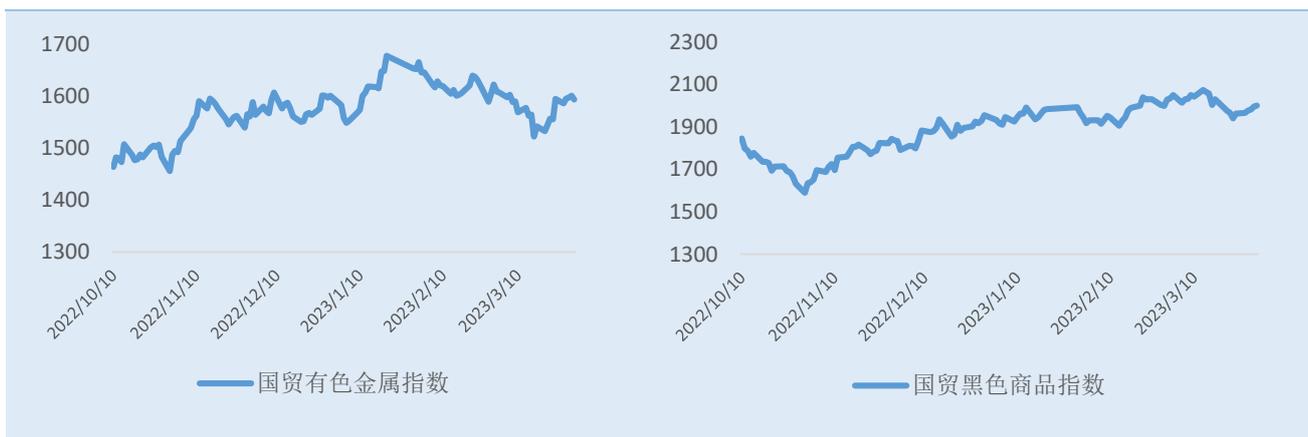
数据来源：国贸期货研究院

截至 3 月 31 日，国贸商品综合指数上涨 0.7%，其中工业品指数上涨 0.47%、农产品指数下跌 6.27%。

从细分板块来看，受国内经济复苏的支撑，以内需驱动为主的黑色系商品表现较强，黑色金属指数上涨 2.26%；在海外加息，国内复苏的综合影响下，有色金属指数维持宽幅震荡，一季度小幅下跌 0.46%；随着海外经济下行压力加大，能源危机明显缓解，能源价格持续走弱，拖累能源化工指数震荡走弱，下跌 0.52%；供给端恢复较快和原油价格下跌的影响，油脂油粕走势偏弱，一季度大跌 10.6%。

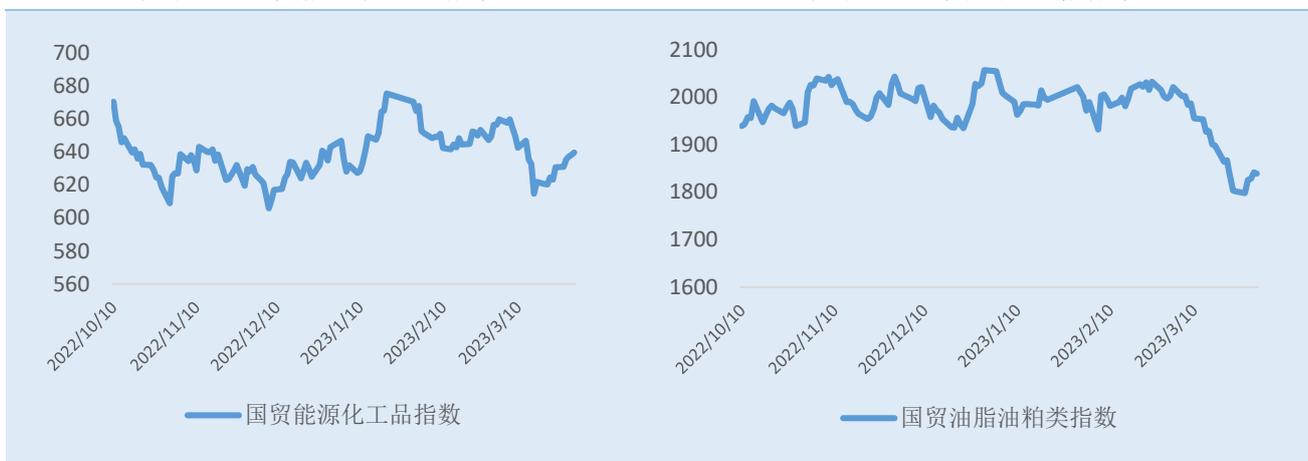
图表 2：国贸有色金属指数

图表 3：国贸黑色商品指数



图表 4：国贸能源化工品指数

图表 5：国贸油脂油粕指数



数据来源：国贸期货研究院

二、逻辑梳理

进入 2023 年，两个关键词“通胀”“复苏”成为主导资本市场走势的关键。

从海外来看，“通胀”仍是关键，决定了海外央行加息的路径，进而影响到海外经济的走势。由于能源危机、粮食危机明显缓解，叠加去年同期高基数的影响，通胀下行料将成为一个趋势，但下行的速度和幅度仍存在较大的不确定性，而这也是市场波动的来源。

从国内来看，“复苏”是趋势。去年底防疫政策优化调整之后，国内的政策重心转向稳增长，年初以来经济复苏的势头良好。随着新一届政府全面履职，一系列稳增长政策将加快落地，预计经济复苏的势头将进一步得到巩固和加强。不过，经济复苏的强度仍存在不确定性，这一方面取决于政策的力度，同时又跟消费和房地产的恢复情况高度相关，这也是市场波动的来源。

图表 6：宏观逻辑梳理



数据来源：国贸期货研究院

三、海外：通胀

1、美国通胀具有较强的粘性

2021年-2022年上半年，一方面，全球性能源危机、粮食危机相继上演，大宗商品价格持续走高，带动通胀上行；另一方面，疫情对生产、消费约束减弱，服务业就业持续转好，失业率已经降至疫情前水平，但劳动参与率未完全恢复，导致“工资-通胀”螺旋式上升。

2023年以来，随着能源危机和粮食危机的解除，叠加基数的抬升，美国通胀将逐步回落，但由于当前美国劳动力依旧强劲，服务价格具有较强的韧性，仍需警惕通胀粘性。

图表 7：美国工资-通胀螺旋式上升



图表 8：美国通胀粘性较强



数据来源：Wind

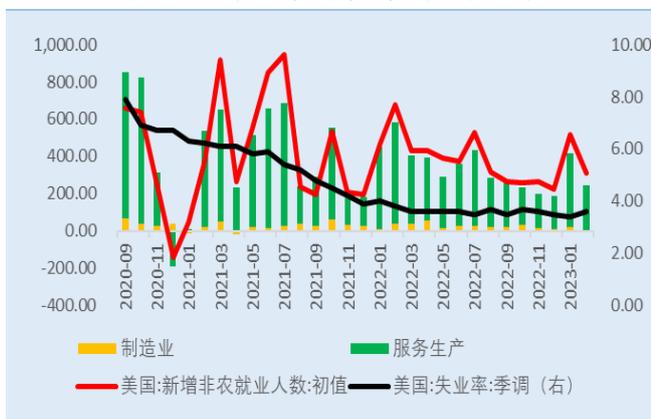
2、高通胀的一些解释

1) **逆全球化趋势加剧**。2016 年英国脱欧、2018 年中美贸易战、2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突，表现出了逆全球化的趋势，这种趋势下，人力、生产物资等生产要素的流通受限，造成了价格的上涨。

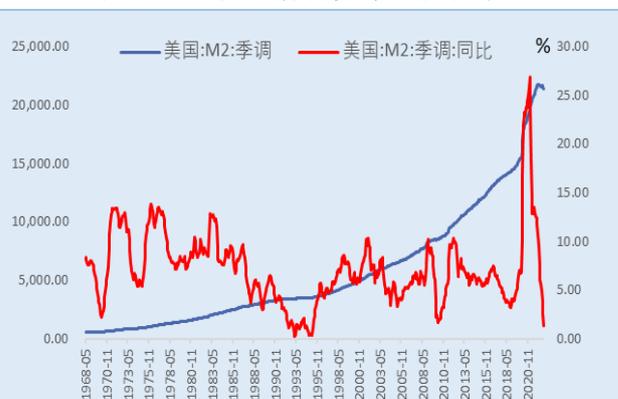
2) **美国劳动力市场表现强劲**。疫情后美国劳动力市场持续处于供需偏紧的状态，新增非农就业人口高于预期，失业率处于历史低位，是经济和通胀的主要支撑。背后可能与大规模财政补贴、冠导致部分劳动力的损失、移民政策收紧、制造业回流等因素有关。

3) 疫情发生后，主要经济体采取大规模的货币政策刺激，出现了货币超发的现象，且疫后经济复苏，需求端的恢复明显快于供给端的恢复。

图表 9：美国劳动力市场表现强劲



图表 10：美国存在货币超发现象

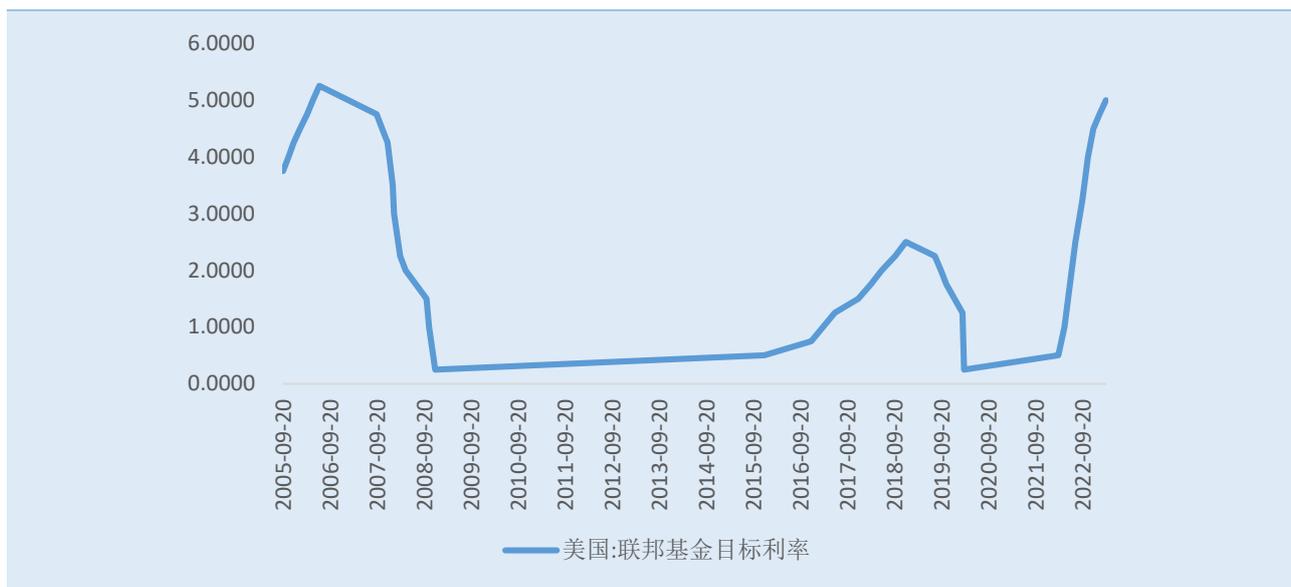


数据来源：Wind

3、美联储快节奏大幅度加息对抗通胀

美联储为对抗通胀保持较快的加息节奏。美联储下定为了对抗通胀而不惜代价的决心，并做好了经济下行和失业率上升的准备，自 2022 年 3 月份首次加息以来，累计加息 475BP（3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月、2 月、3 月分别加息 25BP、50BP、75BP、75BP、75BP、75BP、50BP、25BP、25BP），联邦基金目标利率从 0-0.25% 升至 4.75%-5.00%。

图表 11：美联储保持较快的加息节奏



数据来源: Wind

4、激进加息可能的代价

可能的代价一：美联储激进的加息路径下，经济硬着陆的风险上升。美联储本轮加息启动时点较晚，加息速度较快。当前经济已经出现一定滞胀的特征，未来经济增速压力或将逐步显现。实际上，回顾过去50年，美联储进行了9次加息周期，有7次加息的终点是衰退，即经济“硬着陆”。

图表 12：美联储历次加息对经济的影响

加息开始时间	美国制造业PMI			美国失业率			美国CPI同比		
	前一年走势	首次加息时	后一年走势	前一年走势	首次加息时	后一年走势	前一年走势	首次加息时	后一年走势
1972-03	上行	60.6	上行	下行	5.7	下行	下行	3.5	先下后上
1977-05	先下后上	56.9	上行	下行	7.2	下行	先下后上	7.0	震荡
1983-05	上行	54.2	先上后下	先上后下	10.2	下行	下行	3.9	先下后上
1986-12	震荡	51.2	上行	下行	6.9	下行	下行	1.3	上行
1994-02	先下后上	56.0	先上后下	下行	6.6	下行	下行	2.5	上行
1999-06	先下后上	54.3	先上后下	下行	4.2	下行	上行	2.1	上行
2004-06	上行	61.4	下行	下行	5.6	下行	先下后上	3.1	震荡
2015-12	下行	48.6	上行	下行	5.1	下行	先下后上	0.5	上行
2022-03	下行	58.6	预计继续下行	下行	3.8	预计继续下行	上行		震荡

数据来源: 国盛证券, Wind

可能的代价二：历史上来看，美联储加息往往会加大全球金融市场风险。历次美联储加息都会带来资本市场的风险，例如：新兴经济体的外汇风险、全球股市的调整等等。98年亚洲金融危机、08年全球经济危机背后都是美联储紧缩周期导致。

图表 13: 加息对经济带来负面影响



图表 14: 加息加剧金融市场波动



数据来源: Wind

5、美联储加息何时休?

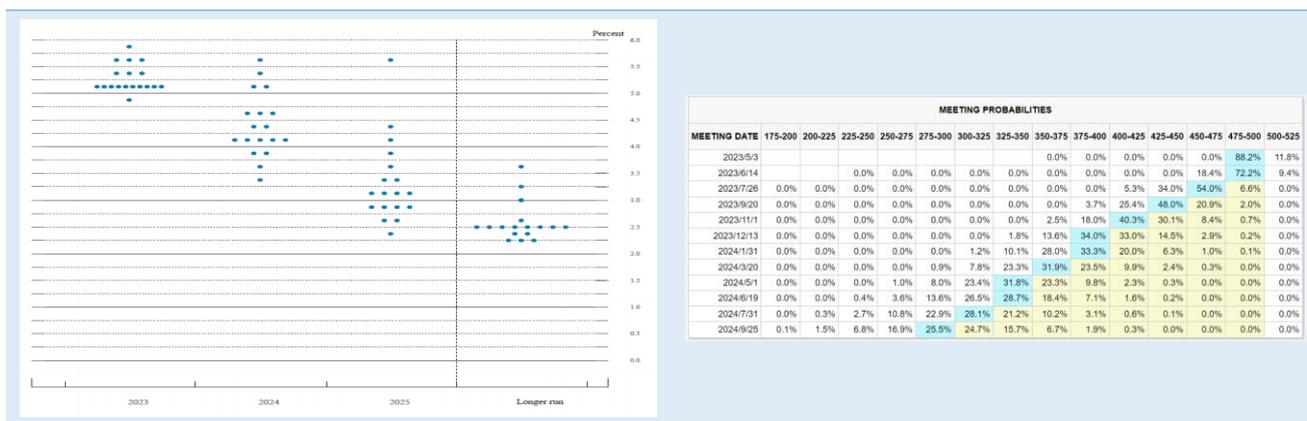
当地时间 3 月 22 日, 美联储联邦公开市场委员会(FOMC) 会后点阵图显示, 美联储对终点利率的预期略有上调, 18 名美联储官员中有 17 人预测 2023 年联邦基金利率将超过 5.0%, 中位数为 5.1%。对于 2024 年联邦基金利率的预期, 美联储内部分歧较大, 共有 14 名官员预计 2024 年的联邦基金利率将高于 4%, 中位数为 4.1%。总体而言, 3 月公布的点阵图表明美联储年内最多再加息一次, 且加息幅度为 25 个基点, 加息已经接近终点线。

硅谷银行事件提示美联储在利率 higher for longer 环境下金融体系可能存在一定的脆弱性, 美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。从务实角度看, 美联储最可能的做法是“嘴上鹰派, 行动鸽派”, 也就是继续发出坚定达到 2% 通胀目标的信号, 但实际上追求一个更高的通胀率。

因此, 预计美联储加息将接近尾声, 最多在 5 月再加息 25BP, 随后停止加息。但年内是否降息仍取决于通胀能否快速回落到合意的水平以及美国经济陷入衰退的风险。

图表 15: 3 月议息会议点阵图

图表 16: FedWatch Tool 的加息路径预测



数据来源：FED、CME FedWatch Tool（截至 3 月 26 日）

四、国内：复苏

今年的政府工作报告将 GDP 增速确定为 5.0%，主要考虑是一方面，海外经济下行压力依旧较大，外需持续面临压力；另一方面，国内还存在地产、地方隐形债务等风险。同时，不以追求高增速为首要目标，而是注重发展质量。

尽管 5% 的目标看似保守，但决不意味着政府轻视经济增长，相反，中央经济工作会议已定调 2023 年政府的首要任务是稳增长。世界银行、IMF 等国际经济组织以及各大国际投行纷纷上调国内经济增速至 5.0% 以上，我们预计今年的实际 GDP 增速将有望超过 5.0% 的目标增速，达到 5.2%-5.5% 之间。

图表 17：政府工作报告要点

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: 国贸期货研究院

图 表 18: 历年 GDP 目标增速与实际增速

年份	政府制定的 GDP 增长目标	实际 GDP 增速
2013	7.5%左右	7.70%
2014	7.5%左右	7.40%
2015	7%左右	6.90%
2016	6.5%-7%	6.70%
2017	6.5%左右	6.90%
2018	6.5%左右	6.60%
2019	6.0%-6.5%	6.10%
2020	无	2.30%

2021	6%以上	8.10%
2022	5.5%左右	3.00%
2023	5%左右	预计 5.2%-5.5%

数据来源：国贸期货研究院，Wind

1、积极的财政政策：加力提效

政府工作报告提到“积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按 3% 安排。完善税费优惠政策,对现行减税降费、退税缓税等措施,该延续的延续,该优化的优化。做好基层“三保”工作。”今年《政府工作报告》对于财政政策的定调延续了此前中央经济工作会议的整体论调强调积极的财政政策要加力提效,加强各类政策协调配合,着力推动经济运行整体好转。加力提效主要体现在两个方面:

1) **提高赤字率**。与市场普遍预期一致,今年赤字率设定在 3%,较 2022 年上调 0.2 个百分点,这一方面体现出政策对于经济恢复的呵护之意,积极财政力度加大;另一方面与之前市场 3.2%-3.5% 的预期不同,今年赤字率并未超过警戒线,这也体现出政策的张弛有度。

2) **增加地方专项债**。同时拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元,高于 2022 年 3.65 万亿的目标限额,但低于去年新增专项债实际发行额(4.03 万亿元),对新增债务规模节奏有所把控。

图表 19: 财政赤字率有所上调



图表 20: 地方政府专项债限额上调



数据来源：Wind

2、货币政策：精准有力

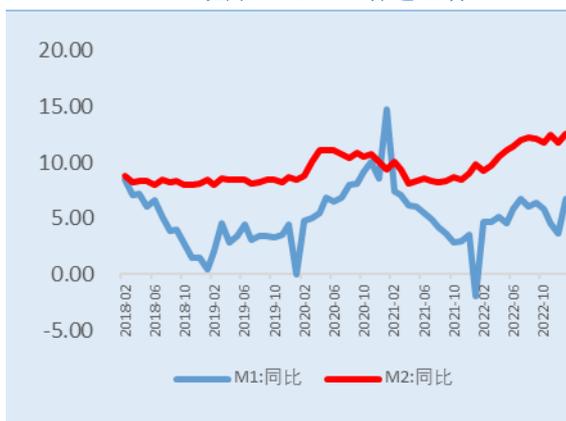
政府工作报告提到“稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

(1) 总量方面，报告仍采用“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”的表述。2022 年“M2-社融”剪刀差扩大，意味着在政策发力下市场流动性充裕，但实体经济融资需求依旧偏弱。2023 年 1-3 月前瞻数据 PMI 等显示经济已进入到回升的通道中，1-2 月社会融资规模也实现了超预期增长，预计 2023 年全国社会融资规模存量同比增速将有所回升，M2 增速则可能出现回落。

从掣肘因素上看：1) 目前整体通胀风险不大，2 月 CPI 同比上涨 1.0%，PPI 同比下降 1.4%，国内输入性通胀压力有所减轻。2) 美联储激进加息也逐步进入尾声，中美利差或逐渐收敛，人民币贬值压力料将可控。

因此，预计在国内经济修复的过程中，货币政策或延续适度宽松，降准的可能性仍在，同时也需要调节好货币的总闸门，平衡稳增长、稳就业和稳物价的关系，结构性货币政策工具有望成为今年的重要抓手。

图表 21: M2 增速上行



图表 22: 社融增速持续回落



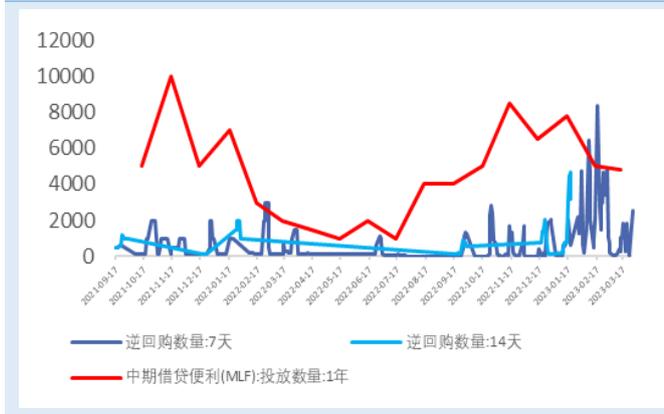
数据来源: Wind

(2) 结构性工具层面：截至 2022 年年末，实施中和拟实施的结构性货币政策工具达 15 种，其中包括 3 种长期性工具，12 种阶段性工具，余额达到 6.4 万亿元，较三季度末新增 9004 亿元。从领域上看，预计 2023 年结构性货币政策发力的重点是扩大内需和供给侧结构性改革两大方面，或继续配合财政政策，加大对普惠、绿色、科技、基建等领域的支持力度。

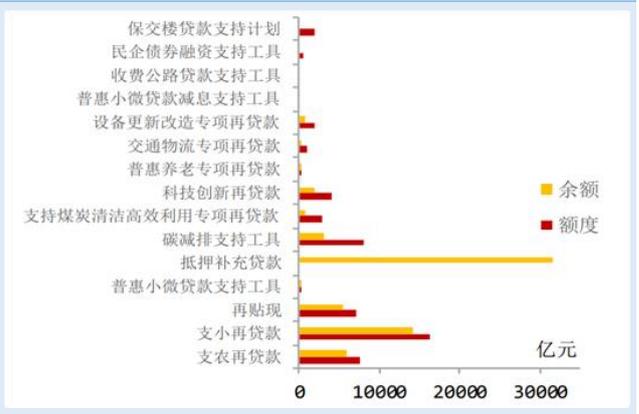
2023 年初，部分阶段性结构性货币政策工具已经得到延续：碳减排支持工具延续实施至 2024 年末，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款延续实施至 2023 年末，交通物流专项再贷款延续实施至 2023 年 6 月末。预计普惠、绿色、科技等领域仍有更多创新性工具出台的可能。此外，预计结构性货币政策还将结合扩大内需战略，在民营经济、乡村振兴、住房租赁等领域或将有所发力。

此外，2022 年，政策性开发性金融工具资金投放 7399 亿元，投向基础设施领域的中长期贷款余额同比增长 13%，比各项贷款增速高 1.9 个百分点，预计 2023 年政策性开发性金融工具仍有一定加力空间。

图表 23: 央行加大公开市场操作



图表 24: 结构性货币政策工具



数据来源: Wind, 中国人民银行

自 2022 年 12 月中旬以来, 在各种重要的财经会议上对货币政策的表述均强调稳健的货币政策要“精准有力”。

图表 25: 重要会议对货币政策的表述

召开时间	会议名称	对 2022 年货币政策的表述
2023年3月5日	十四届全国人大一次会议	稳健的货币政策要精准有力。保持广义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, 支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2023年2月10日	人民银行召开 2023 年金融市场工作会议	要提高金融服务扩大国内需求和建设现代化产业体系的能力, 支持加快构建新发展格局。做好政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款等稳经济大盘政策工具存续期管理, 支持项目落地建成。完善支持普惠小微、绿色发展、科技创新等政策工具机制, 精准加强重点领域和薄弱环节金融支持……
2023年1月13日	2022 年金融统计数据新闻发布会	稳健货币政策将在更好统筹扩大内需和供给侧结构性改革的结合点上发力。一方面, 着力支持扩大国内需求。另一方面, 发挥好结构性货币政策工具引导作用。将继续采取措施提振市场信心, 激发微观主体活力。一是推动降低企业综合融资成本和个人消费成本, 降低微观主体的债务负担, 增加居民消费和企业投资能力。二是坚持“两个毫不动摇”, 引导金融机构切实加强和改进金融服务, 加大向制造业、服务行业民营企业倾斜支持力度, 继续推进民营企业债券融资支持工具。三是鼓励住房、汽车等大宗消费, 围绕教育、文化、体育等重点领域, 加强对服务消费的综合金融支持。四是保持房地产融资平稳有序。
2023年1月10日	人民银行银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会	保持对实体经济的信贷支持力度, 加大金融对国内需求和供给体系的支持, 做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务, 保持房地产融资平稳有序, 推动经济运行整体好转。
2023年1月4日	2023 年中国人民银行工作会议	一是精准有力实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕。保持广义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。多措并举降低市场主体融资成本。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。二是加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。三是持续推动金融风险化解。四是持续完善宏观审慎管理体系。五是持续深化国际金融合作和对外开放。六是持续深化金融改革。七是全面提升金融服务和管理水平。
2022年12月28日	中国人民银行货币政策委员会 2022 年第四季度例会	要坚持稳字当头、稳中求进, 强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健货币政策实施力度, 要精准有力, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能增强信心, 攻坚克难, 着力稳增长稳就业稳物价。着力支持扩大内需, 着力为实体经济提供更有力的支持。进一步疏通货币政策传导机制, 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融规模增速同名义经济增速基本匹配……结构性货币政策工具要继续做好“加法”, 强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持
2022年12月15-16日	中央经济工作会议	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。

数据来源: 国贸期货研究院

3、消费复苏可期

(1) 疫后修复强劲

2022 年在疫情的多次冲击下, 社会消费品零售总额同比下降 0.2%, 自 2020 年以来再次进入负增长区间。2023 年 1-2 月社会消费品零售总额同比 3.5%, 较 2022 年 12 月的-1.8%明显好转。分消费类型看, 商品零售和餐饮收入的当月同比分别从 2022 年 12 月的-0.1%和-14.1%回升至 2.9%和 9.2%。国内防疫政策优

化后，外出就餐、春节返乡的人群增多，带动餐饮收入同比跳升。相比于餐饮，实物性商品零售的消费环境受疫情的影响较小，因此，2023年1-2月商品零售同比的增幅明显更小。此外，除汽车外社零增速达到5.0%，2022年全年的这一同比数据只有-0.4%，说明在各地方政府的政策刺激下，汽车消费动能在2022年集中释放，2023年的需求相对有限。

图表 26：1-2 月消费获得明显的修复



图表 27：去年汽车消费存在透支风险

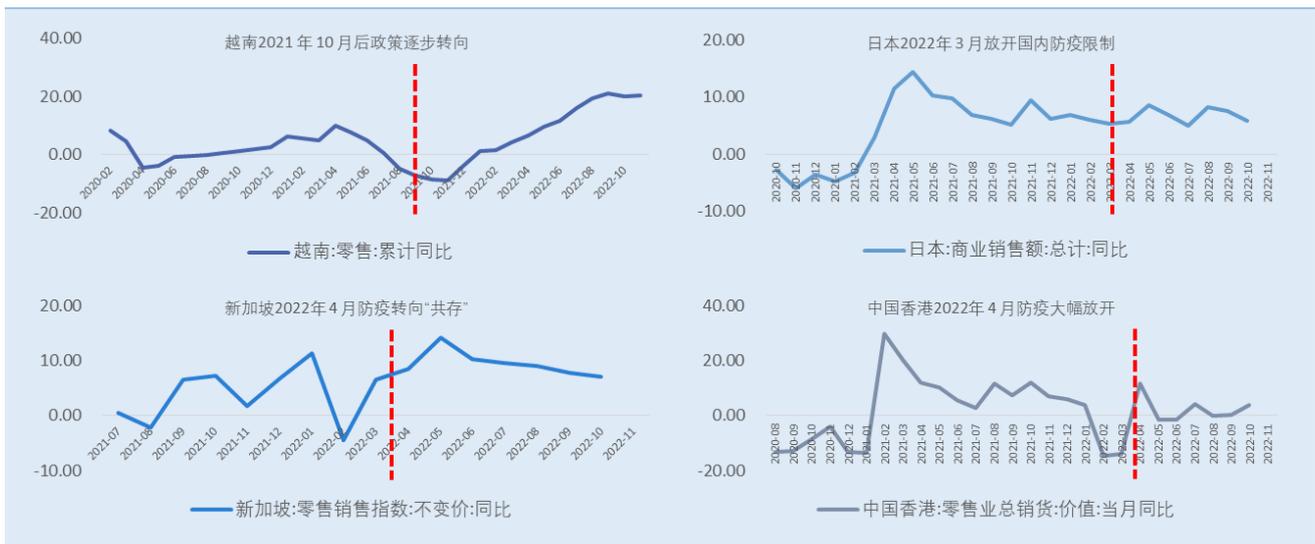


数据来源：Wind

(2) 消费复苏可期——消费场景的恢复

2022年末，防疫政策逐步调整优化，线下消费场景陆续打开。从其他国家和地区的经验来看，在防疫政策放松之后，社会消费基本都出现了好转（持续性跟国内政策有关）。从促消费措施来看，多地在政府工作报告中将促消费列为2023年的重点工作，主要包括支持住房改善、新能源汽车及绿色智能家电等大宗消费，以及提振餐饮、文旅、养老、家政等服务消费，县域商业建设也是一些地方促消费的发力方向。

图表 28：防疫政策放松之后社会消费基本都出现了好转



数据来源：Wind

(3) 消费复苏可期——就业与收入

1) 消费复苏需要提振收入预期以及居民财产价格。根据永久收入假说，消费者所能预期到的长期收入才是决定其消费支出的关键，而不是现期收入，同时消费还取决于居民所拥有的财产，例如房地产、股票、债券等。

图表 29：居民可支配收入下降，储蓄意愿增强



数据来源：wind

一方面，2020 年以来疫情确诊高峰的季度对应的青年失业率也快速上行，同期就业感受指数下滑，2022 年四季度，新增确诊人数达到峰值，当期就业感受降至 2010 年以来的最低值 33.1%，青年失业率 17.23%，处于历史高位，但较前两个季度有所回落。2023 年疫情冲击逐渐减退，就业或迎来较快恢复。

另一方面，2022 年地产下行、疫情冲击及资产价格波动加大的背景下，居民资产负债表受较大冲击。其中，居民部门新增人民币存款同比增速攀升至 80.2%，储蓄意愿高增，从而对消费和投资的倾向有所抑制。

图表 30：就业受疫情影响较大

图表 31：居民资产负债表受损



数据来源：Wind

2) 政府工作报告提出“把恢复和扩大消费摆在优先位。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。”就业是改善收入的关键。2023 年政府工作报告的主要预期目标中，城镇新增就业目标为 1200 万人左右，高于去年 1100 万人以上的目标，城镇调查失业率的目标表述由去年的“5.5%以内”变为“5.5%左右”。随着经济企稳回升，就业状况有望逐步改善。后续或有更多促就业政策推出包括支持市场主体稳岗稳就业、支持高校毕业生就业和创业、加快农村基础设施建设并推广以工代赈、提供更多职业技能培训、加大灵活就业保障等。

图表 32：就业环境改善

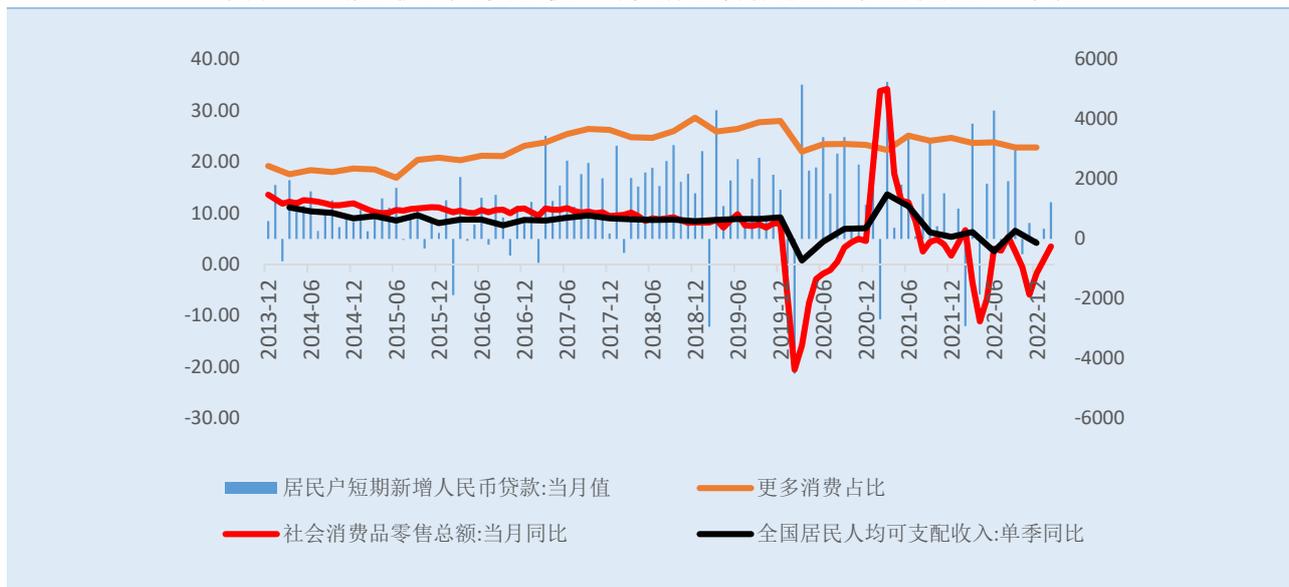
图表 33：居民消费意愿回升



数据来源：Wind

3) 近年来，居民人均可支配收入与社消总额增速上呈现出较强的一致性，居民短贷 2021 年以来与社消增速的趋势较为一致。消费意愿（更多消费占比）上升阶段，对社消总额的影响有限，但消费意愿下降时对社消总额的影响更为显著。2023 年 1 月以来，疫情放开后消费意愿回升显著，居民新增短期贷款持续回升；随着就业条件的改善，预计居民的可支配收入也将逐步回升，这将持续推动消费复苏。报告提出“稳定大宗消费”，大宗消费涉及住房、汽车、电子等领域。报告还提出要“推动生活服务消费恢复”，服务消费修复快于商品消费。

图表 34: 居民人均可支配收入与社消总额增速上呈现出较强的一致性



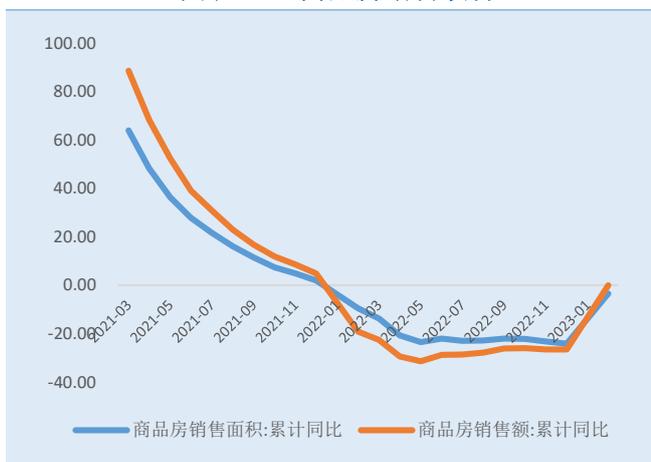
数据来源: wind

4、地产全面修复

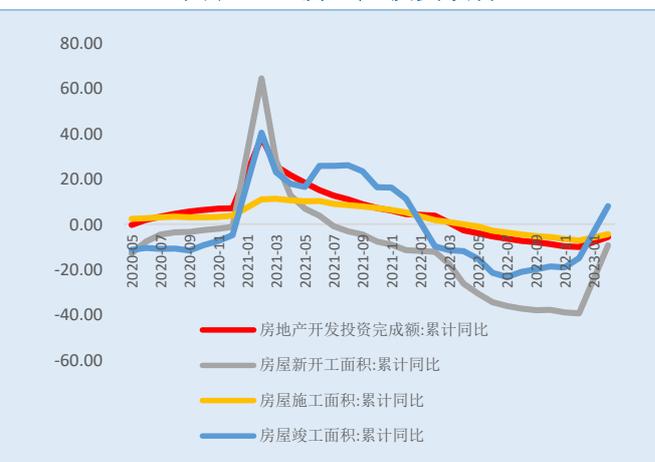
(1) 房地产相关指标全线回暖

2023 年 1-2 月商品房销售面积和销售金额的同比跌幅均大幅收窄, 分别从 2022 年 12 月的-31.5%、-27.7%回升到-3.6%、-0.1%。投资完成额当月同比也从 12 月的-12.2%回升至-5.7%, 其中, 新开工面积和施工面积的同比, 较前值跌幅收窄均超过 30 余个百分点, 竣工面积同比从-6.6%回升至 8.0%。各项保交楼政策逐步见效, 房地产到位资金同比从 2022 年 12 月的-28.7%大幅回升至-15.2%。表征房地产业景气程度的国房景气指数, 也已连续 2 个月回升。

图表 35: 商品房销售改善



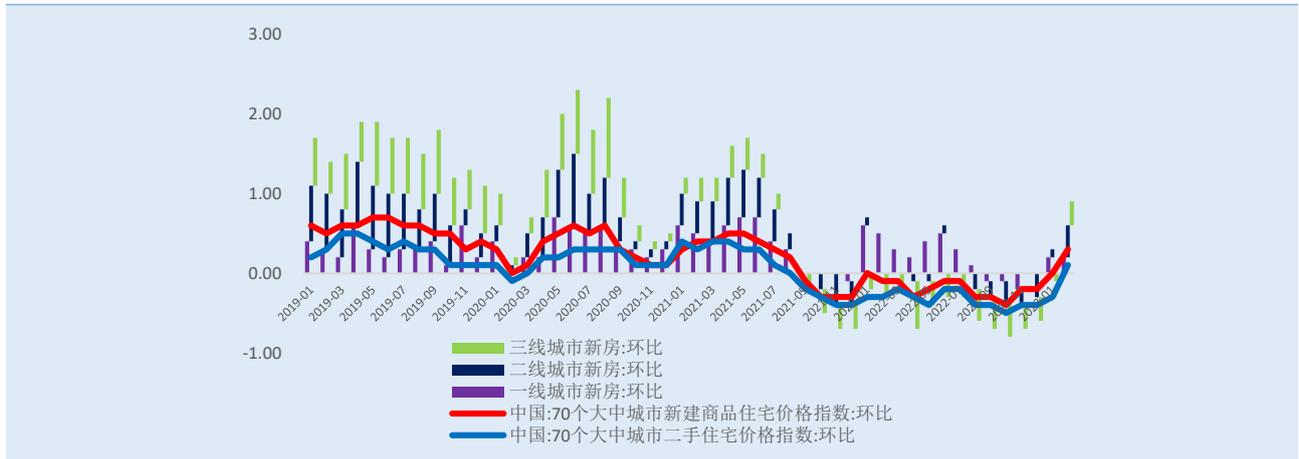
图表 36: 房地产投资改善



数据来源: Wind

此外，2023年2月，全国70个城市按一、二、三线城市分类，其新房价格指数环比涨幅分别为0.2%、0.4%和0.3%。三类城市具有两个共同点，即该指标均出现了上行，同时指标均为正。这充分说明，即便是三线城市，在本轮楼市复苏过程中，依然有积极的表现。

图表 37：70 个大中城市房价环比回升



数据来源：wind

(2) 房地产上下游产业链条长，涉及国计民生

房地产业产业链长，涉及国计民生，只有房地产市场稳定健康，产业链上下游的企业及从业人员才能有稳定的就业环境。

图表 38：房地产产业链链条长，涉及国计民生



数据来源：国贸期货研究院

国家领导人强调，房地产是国民经济支柱产业，考虑到房地产上下游产业链条较长，涉及到国计民生，稳定房地产市场对发展经济具有重要性。因此，自去年以来从中央到地方持续出台稳地产的政策，销售端采取下调房贷利率、放松限贷限购、适当给以购房补贴等，供给端通过“三支箭”满足房企合理融资需求，改善头部房企资产负债表，支持房企保交楼等。

图表 39：稳地产政策频出

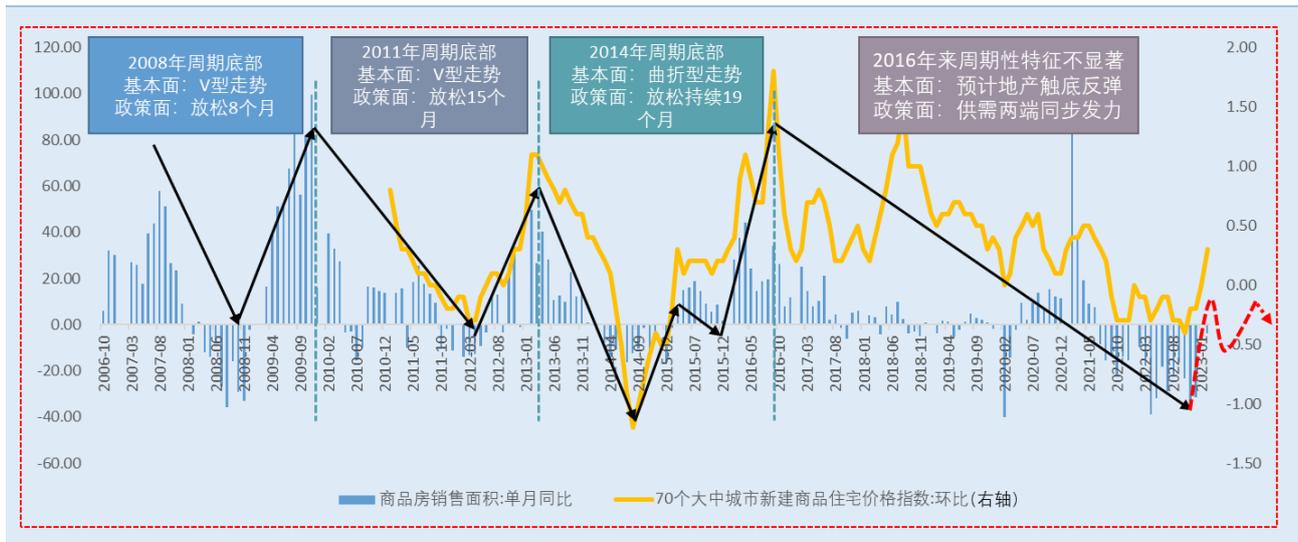
时间	政策内容
7月28日	中央政治局会议指出：“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用好用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。”
8月24日	国常会会议决定允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。
8月31日	国常会支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
9月30日	央行决定，自10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。这是央行时隔逾7年首次下调首套个人住房公积金贷款利率。同日，财政部、税务总局明确，在2023年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在1年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
11月8日	人民银行、银保监会：用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
11月13日	央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等16项政策措施。
11月28日	证监会发布证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施（“第三支箭”），并自即日起施行。这五项措施分别为恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：国贸期货研究院

（3）房地产周期预测

我国房地产市场受供需波动、政策波动、货币周期波动等多方面因素影响，呈现出一定的周期性特征。本轮地产周期在一定程度上可以追溯到2016年之后的那一轮地产调控周期（2016年“930新政”起，房地产因城施策，“房住不炒”成为主基调）。在新一轮的稳地产政策支撑下，本轮地产下行周期或已见底，料将开启新一轮的上行周期，销售增速有望持续回暖。

图表 40：房地产周期预测

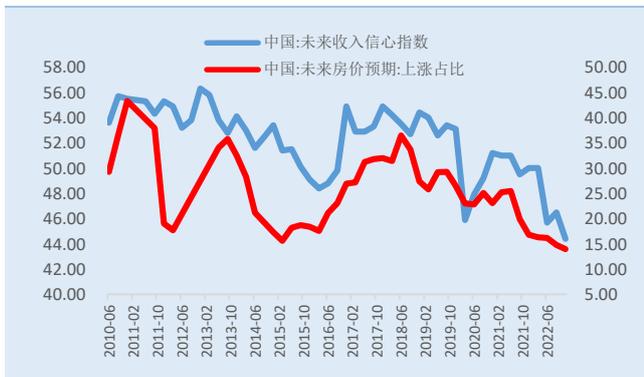


数据来源：国贸期货研究院，Wind

(4) 本轮地产修复面临的问题

1) 需求端：居民购房意愿弱，房地产需求端承压。短期来看，对期房销售的不信任、居民资产负债表未完全修复等使得居民部门加杠杆购房的需求有所回落。中长期来看，中国适龄(25-34岁)购房人口逐渐下滑、城镇化进程放缓等也使得潜在的新增购房力量存在一定的上限。

图表 41：收入信心指数与房价预期走低



图表 42：居民投资和消费意愿偏弱



数据来源：Wind

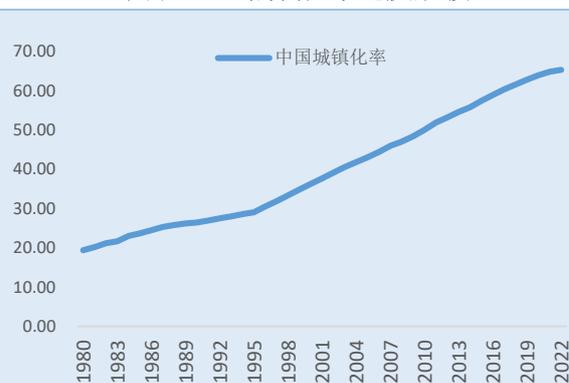
2) 供给端：高杠杆、高周转的模式走到尽头，房企战略转向谨慎。销售回款不足、房企信用风险延续、外部融资难度高等使得房企的资金端压力依旧较大。这也使得房企在投资开发策略上更趋保守，加杠杆动力不足。

3) 政策端：党的二十大报告提出，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。中央经济工作会议明确，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。新发展模式官方尚未定论，预计将贯彻“房住不炒，租购并举”的八字方针。

图表 43: 适龄购房人群减少



图表 44: 城镇化率速度放缓



数据来源: Wind

五、大宗商品行情分析

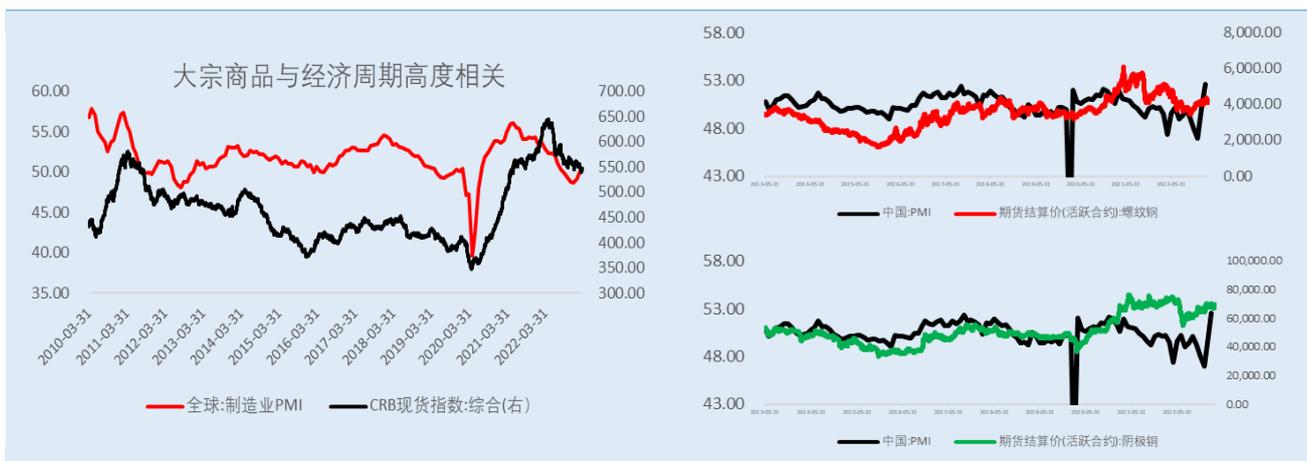
1、全球经济下行对商品走势有压制

从需求端看，全球需求是影响大宗商品价格走势的关键变量。全球主要经济体制造业 PMI 均已见顶回落一年多，摩根大通全球制造业 PMI 从 2021 年 5 月份的高点 56 持续回落至 49，国际机构对于 2023 年全球经济放缓已达成共识，多次下调今年的全球经济增速。以上几点表明全球经济幅度的步伐已明显放缓，其中，欧、美等部分国家出现经济衰退的风险在不断上升，这对商品价格的支撑明显减弱。

不过，中国即将迎来新一轮的复苏，考虑到中国是全球大宗商品的主要消费国，中国需求的恢复或能一定程度上支撑大宗商品的走势。

图表 45: 大宗商品走势与经济周期相关

图表 46: 与国内经济周期高度相关的商品



数据来源: Wind

2、短期面临产能约束，长期趋于改善

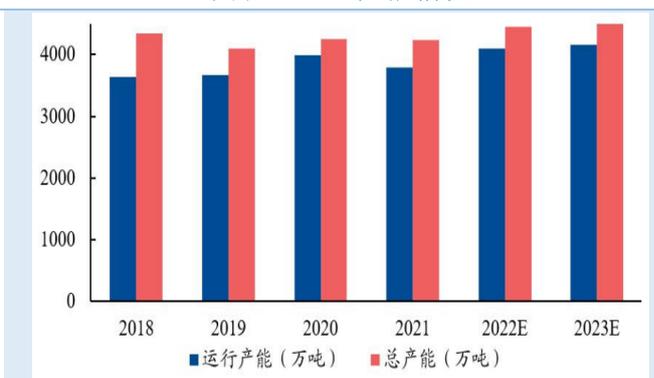
近两年商品市场出现大牛市，这不仅与大规模刺激下需求的集中释放有关，更重要的与供给端持续面临约束有极强的关系。

长周期视角来看：在环保和实现双碳目标的要求之下，过去几年传统资源和能源行业的有效投资不足，高能耗、高碳排放行业产能释放持续受到约束，诸如煤炭、钢铁、电解铝等能源消耗密集行业更是面临巨大减碳压力。不过，随着价格大幅上涨和利润的明显改善，产能投资正在提速，后续产能有望加速投放。

图表 47: 全球铜矿企业资本开支



图表 48: 铝产能情况



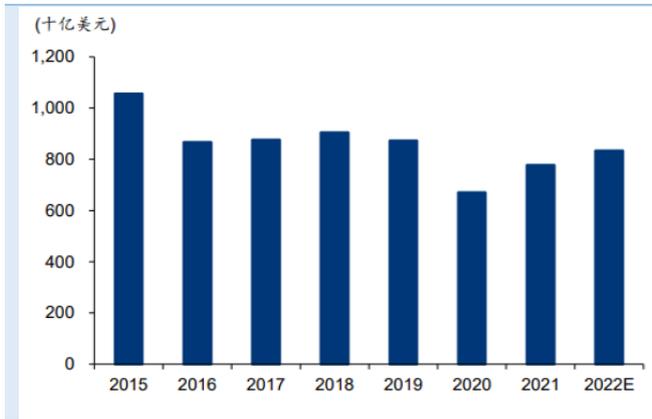
数据来源: Wind

2020年7月开始，OPEC 顺应疫后需求复苏的局势，开始逐步增加原油产量，然而从近一年的产量实现情况来看，参与合作协议的 OPEC 国家的实际产量持续低于目标值，主因是限制产能不足。

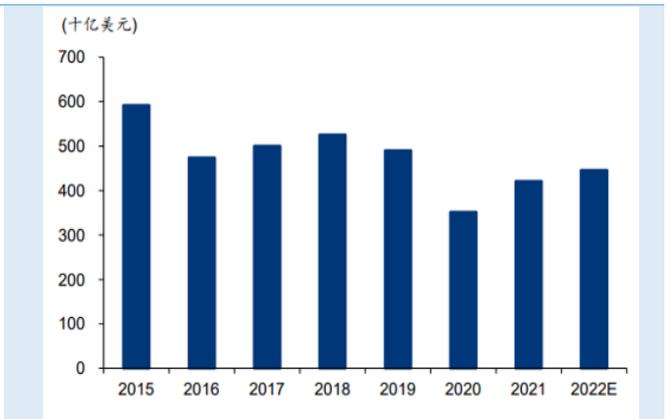
在环保、气候（碳达峰、碳中和）的诉求下，过去几年传统能源产能投资严重不足。全球原油资本开支自 2015 年以来显著下滑，据 IEA，2021 年全球原油资本开支 7780 亿美元，较 2019 年仍下滑 11%。且其

中 2/3 用于已开发资源的维护及增产，在已开发资源的资本开支方面，中东国有石油企业及俄罗斯企业占 2/3。不过，前两年新增的产能投资有望陆续得到释放。

图表 49：全球原油资本开支



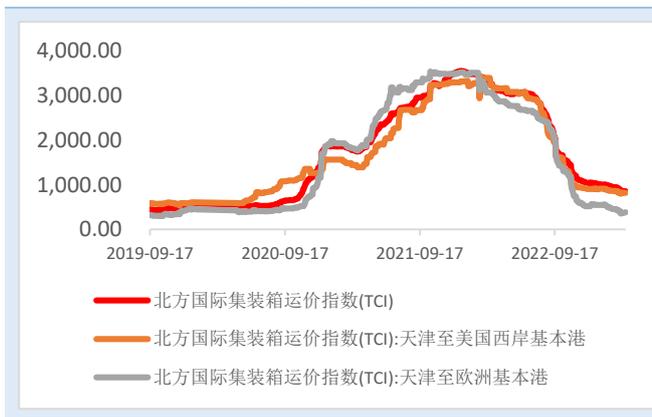
图表 50：全球天然气资本开支



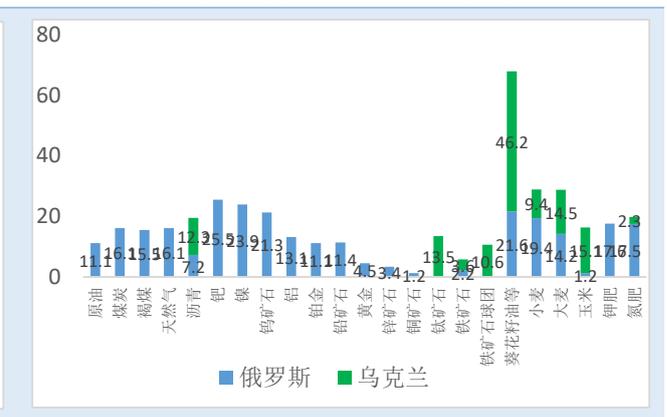
数据来源：Wind

短周期视角来看，一是疫情反复的背景下，港口运转能力相对受限，造成全球航运业运转效率下降，航道、港口出现大面积阻塞，集装箱价格大幅飙升。二是，俄乌冲突结束遥遥无期，西方制裁、禁运对供应链的冲击较大。当前，新冠疫情的影响基本消除，但俄乌冲突具有长期化的风险，同时需要警惕其他地缘政治局势突变的影响。

图表 51：集装箱运价指数持续走低



图表 52：俄乌主要商品占全球出口份额 (%)



数据来源：Wind

3、大宗商品行情展望

综上，海外经济衰退的风险仍然较大，未来全球总需求将进一步回落，同时，供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善，大宗商品的中长期走势或仍有压制。

1) 内部需求定价的品种或强于外部需求定价的品种。国内外经济周期分化、金融周期分化，一方面，欧美经济下行压力依旧较大，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续收紧货币政策以抑制高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。

2) 海外经济衰退环境下，关注黄金的长期配置价值。美联储加息接近尾声、美国经济衰退渐行渐近、金融市场波动、地缘政治风险等均有利于黄金的长期表现。加息尾声和衰退前期的尾部风险扰动过后，关注黄金长期配置价值。

图表 53：多空因素并存，商品走势分化



数据来源：国贸期货研究院

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