

风险偏好回暖，大宗商品或延续反弹

观点

展望后市，“弱现实”已经被市场充分定价，现阶段主要博弈的是稳增长的政策预期，央行宣布下调OMO、SLF、MLF等政策利率、国常会研究推动经济持续回升向好的一揽子政策措施，预计后续还将有一系列的稳增长政策组合拳相继打出，内需企稳回升指日可待，这将对商品继续反弹带来有力的驱动。海外方面，美国通胀（尤其是核心通胀）韧性优于预期，劳动力市场依旧紧张，经济韧性好于预期，这使得美联储有理由保持偏鹰的态度，但正如鲍威尔所承认的那样：美联储加息已经接近尾声。因此，加息的尾部风险可控。而美国经济“软着陆”概率的上升反而能可能给商品带来新的支撑点。因此，我们认为随着风险偏好的回暖，大宗商品有望延续反弹的走势。

(1) 本周大宗商品延续整体性的反弹，主因是中国经济复苏放缓推动稳增长政策加码、央行宣布全面降息，美联储6月未加息、美元指数回落，改善市场的风险偏好。

(2) 5月经济表现弱于预期，政策组合拳有望相继打出。结合之前公布的各项数据来看，5月经济增长较4月进一步回落，且几乎是全面弱于预期，核心问题还是总需求不足。目前经济急需政策支持重振市场信心。信心不足不仅会影响资本市场，也会影响企业投资，居民买房和消费，形成恶性循环。因此，当务之急是增量政策刺激的出台防止信心的进一步恶化，稳固经济复苏。正如四月政治局会议所强调的“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，稳增长政策的着力点应该放在恢复和扩大内需上。我们预计在央行本周相继宣布下调OMO、SLF、MLF等政策利率之后，后续还将有一系列政策组合拳相继打出，货币、财政、房地产等政策将协同发力，三季度经济修复动能有望再度转强。

(3) 美国通胀韧性犹存，美联储6月未加息但暗示年内加两次息。1) 尽管5月的CPI继续回落至4.0%，但主要是能源分项的下降带来的贡献，未来随着低基数效应消失和OPEC+扩大减产规模，能源项对CPI的贡献或减弱，因此，未来通胀能否继续回落的关键是看核心CPI的变化，那么还是需要通过收紧政策来促使劳动力市场降温，从而给物价带来向下的拉动力，预计美联储年内还是有可能继续加息1-2次。2) 美联储6月议息会议按兵不动，但点阵图暗示年内还将加息两次，现阶段美国通胀（尤其是核心通胀）韧性优于预期，劳动力市场依旧紧张，经济韧性好于预期，这使得美联储有理由保

宏观·周度报告

2023年6月18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 国内经济弱于预期，政策组合拳相继打出

1、国内经济弱于预期

(1) 生产端：

中国 5 月规模以上工业增加值同比 3.5%，预期 3.5%，前值 5.6%。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.63%。中国 1-5 月规模以上工业增加值同比 3.6%，预期 3.9%，前值 3.6%。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资增速继续回落。中国 1-5 月城镇固定资产投资同比 4.0%，预期 4.4%，前值 4.7%。其中，制造业投资同比增长 6.0%，较前值回落 0.4 个百分点；房地产开发投资同比下降 7.2%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长 7.5%，较前值回落 1.0 个百分点。

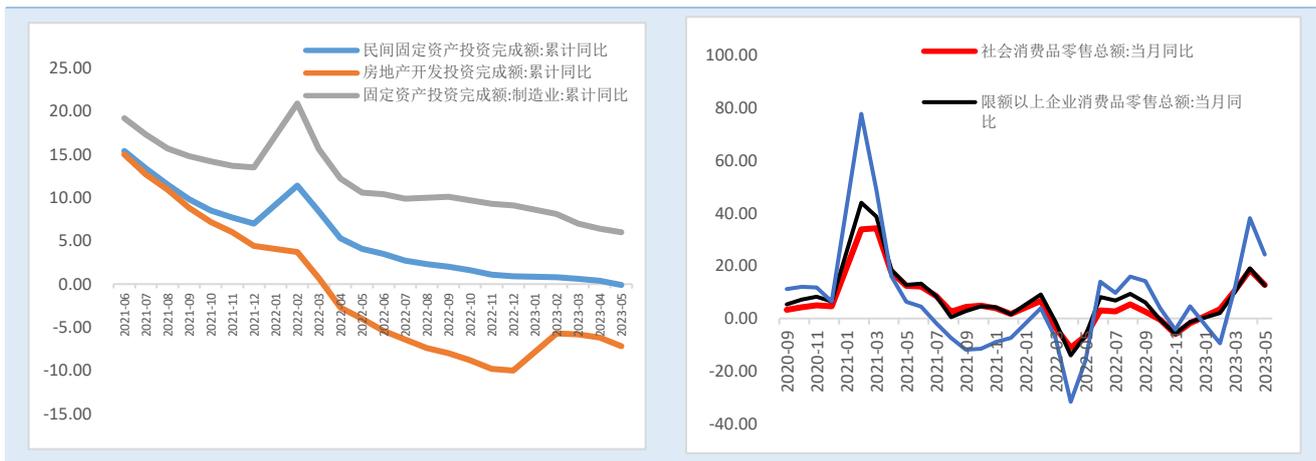
2) 社会消费改善幅度有限。中国 5 月社会消费品零售总额同比 12.7%，预期 13.7%，前值 18.4%。中国 1-5 月社会消费品零售总额同比 9.3%，预期 9.6%，前值 8.5%。

4 月以来国内经济修复速度持续放缓，内外需同步走弱的压力加大。其中，房地产投资在经过一季度的反弹后再度转弱，仍是经济最大的拖累；基建和制造业投资保持高增长但增速双双回落；社零在低基数下保持高增长，但剔除基数影响后的实际增长改善有限，背后是居民消费能力和消费信心均未完全恢复。

结合之前公布的各项数据来看，5 月经济增长较 4 月进一步回落，且几乎是全面弱于预期，核心问题还是总需求不足。目前经济急需政策支持重振市场信心。信心不足不仅会影响资本市场，也会影响企业投资，居民买房和消费，形成恶性循环。因此，当务之急是增量政策刺激的出台防止信心的进一步恶化，稳固经济复苏。正如四月政治局会议所强调的“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，稳增长政策的着力点应该放在恢复和扩大内需上。我们预计在央行本周相继宣布下调 OMO、SLF、MLF 等政策利率之后，后续还将有一系列政策组合拳相继打出，货币、财政、房地产等政策将协同发力，三季度经济修复动能有望再度转强。

图表 1：三大门类投资均有所下滑

图表 2：社会消费高位回落



2、央行相继下调 OMO、SLF、MLF 利率

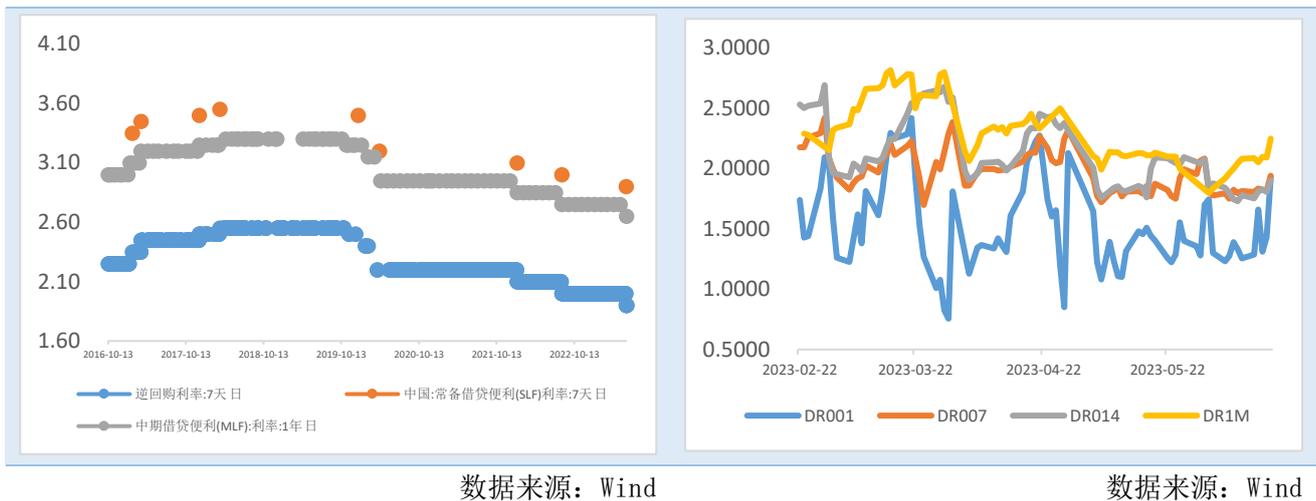
6月13日，央行以利率招标方式开展的20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%，较之前的2.0%降低0.1个百分点，是自2022年8月以来首次下调。同日，央行下调常备借贷便利利率，隔夜期下调10个基点至2.75%，7天期下调10个基点至2.9%，1个月期下调10个基点至3.25%。6月15日，央行开展2370亿元中期借贷便利(MLF)操作和20亿元公开市场逆回购操作，MLF中标利率为2.65%，逆回购中标利率为1.90%，此前分别为2.75%、1.90%。此前，多家大行下调人民币存款利率，2年期和3年期定存品种利率下调10-15个基点，3年期最高执行利率由3.00%降至2.85%，一定程度上缓解了银行净息差的压力，为降息提供了政策空间。

在此之前，6月7日，央行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作，易纲表示，下一步，人民银行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，推动实体经济综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

目前国内经济在一季度的脉冲反弹后，复苏力度边际有所放缓，尤其是需求端的动力尚显不足，下调政策利率有利于缓解企业负债成本压力，提振企业生产经营的信心，改善国内需求。预计年内还将有多次下调利率的空间。

图表 3: 主要政策利率纷纷下调

图表 4: 银行间质押回购利率走低



1.2 国内政策跟踪

(1) 国常会研究推动经济持续回升向好政策措施

国务院总理李强 6 月 16 日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》、《私募投资基金监督管理条例（草案）》，讨论《中华人民共和国学位法（草案）》。会议指出，当前我国经济运行整体回升向好，随着前期政策措施的出台实施，市场需求逐步恢复，生产供给持续增加，物价就业总体平稳，高质量发展稳步推进。同时，外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

(2) 五部门发布《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》

工信部等五部门发布《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》，活动采取“线下+云上”相结合的形式开展，线下主要包括启动仪式+优势地区系列巡展活动、特色地区示范活动，辅以各地主动开展的各项活动；“云上”活动由电商和互联网平台根据现场活动安排，搭建网络宣传专栏，开展“云上”促销、直播售车等活动，全程参与并持续开展新能源下乡活动，实现线下与“云上”的联动。

(3) 四部门正式发布《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》

国家发改委等 4 部门 6 月 13 日发布了“关于做好 2023 年降成本重点工作的通知”（下称“通知”），提出 22 条举措推进降低实体经济企业成本，支持经营主体纾困发展，助力经济运行整体好转。《通知》指出，为了保持政策连续性稳定性针对性，2023 年降低实体经济企业成本工作部际联席会议将重点组织落实好八个方面 22 项任务。八方面工作具体包括增强税费优惠政策的精准性针对性、提升金融对实体经济服

务质效、持续降低制度性交易成本、缓解企业人工成本压力、降低企业用地原材料成本、推进物流提质增效降本、提高企业资金周转效率、激励企业内部挖潜。

1.3 海外：美国通胀继续下降，美联储暂停加息但点阵图偏鹰

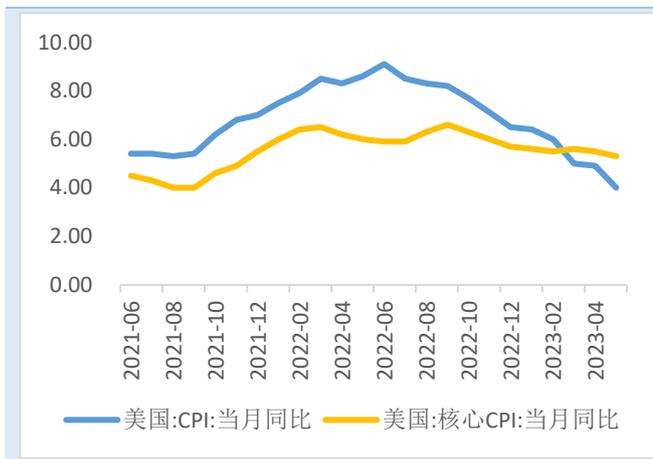
(1) 美国通胀继续回落，但韧性犹存

6月14日，美国公布5月通胀情况：CPI同比升4.0%，预期升4.1%，前值升4.9%，环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.4%；核心CPI同比升5.3%，创下2021年11月以来最低，预期升5.3%，前值升5.5%，环比升0.4%，预期升0.4%，前值升0.4%。

从具体分项来看，能源大幅下跌仍是最大贡献项。CPI中能源分项同比下降11.7%（前值-5.1%），同时环比下降3.6%（前值0.6%），不过，核心CPI显示通胀黏性仍高，其中，核心商品价格增长2%（前值2.1%），二手车价格增长-4.2%（前值-6.6%），新车价格增长4.7%（前值5.4%）；核心服务价格增长6.6%（前值6.8%），主要住所租金增速为8.7%（前值为8.8%）、医疗保健价格增速为-0.1%（前值为0.4%）。

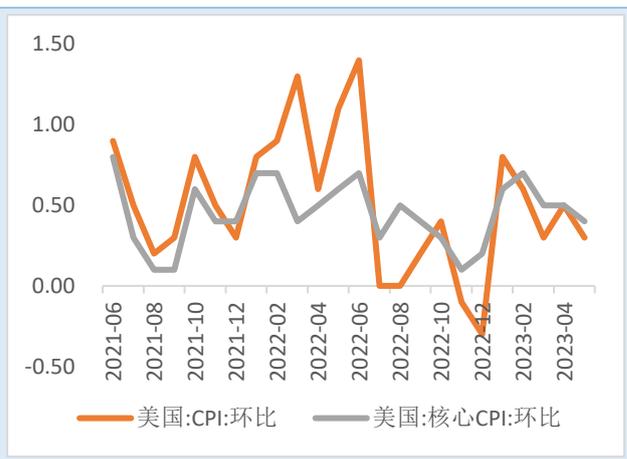
尽管5月的CPI继续回落，但主要是能源分项的下降带来的贡献，往后看，能源项对CPI的贡献有限，一方面，去年同期的高基数效应消失，另一方面，OPEC+扩大减产规模，对能源价格构成较大支撑。因此，未来通胀能否继续回落的关键是看核心CPI如何变化，那么还是需要通过收紧政策来促使劳动力市场降温，从而给物价带来向下的拉动力，预计美联储年内还是有可能继续加息1-2次。

图表 5：美国通胀继续回落



数据来源：Wind

图表 6：CPI 环比增速下滑



数据来源：Wind

(2) 美联储6月暂停加息，但点阵图偏鹰

北京时间2023年6月15日凌晨，美联储6月议息会议以11:0的投票结果决定不调整联邦基金利率的目标区间，维持在5%-5.25%，同时维持既定缩表路线不变，即按计划保持950亿美元（600亿美元国债+350亿美元MBS）的缩表步伐。

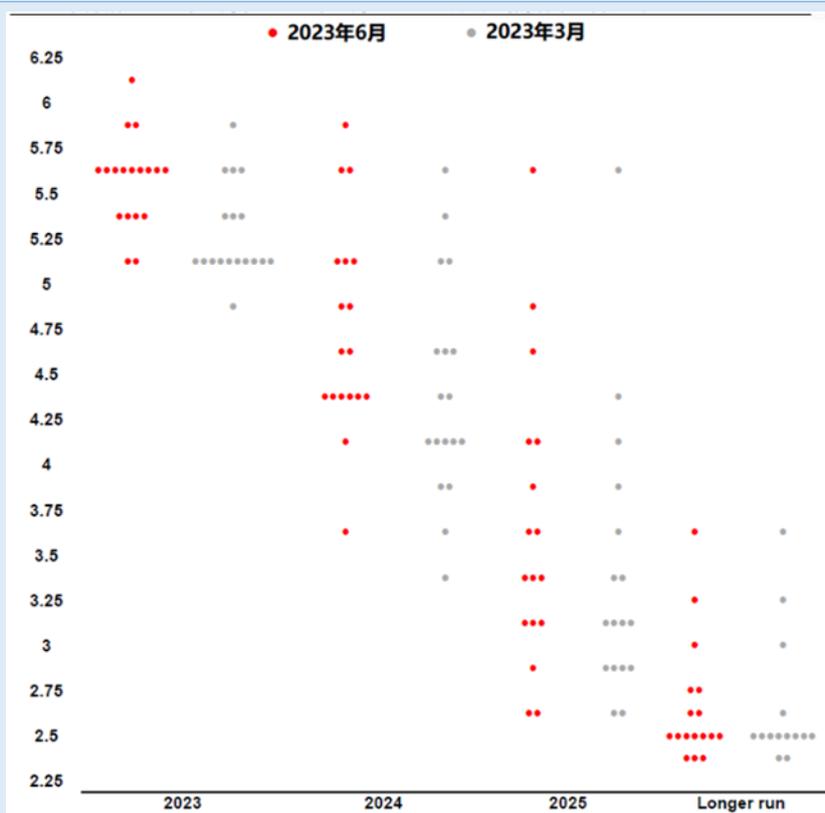
(1) 经济预期方面：与 3 月会议相比，本次联储大幅上调了对于今年的经济预期，意味着银行业风波过去后，美联储官员们对于美国经济实现软着陆的预期重新升温。具体来看，美联储 6 月将 2023 年 GDP 增速预期大幅上调至 1%，但将明、后年的增速分别小幅下调 0.1% 至 1.1%、1.8%，长期增长率的预测中值不变。鲍威尔会后发布会也表示“经济数据超出了预期，房地产已经出现触底反弹迹象，大多数决策者预计经济的温和增长将继续”“美国经济存在实现软着陆的途径”，在数据的支撑下美联储对于今年的美国经济预期已经偏向乐观，外围对于美国衰退预期的讨论可能不会如愿，短期内美国经济仍相对强劲，软着陆的可能性抬升。

(2) 通胀预期方面：美联储认为通胀压力仍存，小幅下调了 2023 年的 PCE 预期 0.1% 至 3.2%，后续预期不变，长期 PCE 仍预计回归目标通胀水平 2%；但再度上调了核心 PCE 预期，继 3 月上调今、明两年的预期 0.1% 后，此次再度将 2023 年核心 PCE 预期上调 0.3% 至 3.9%、2024 年不变、2025 年小幅上调 0.1% 至 2.2%。针对通胀鲍威尔在会后表示“尽管通胀已有所缓和，但通胀压力持续高企，美联储仍然认为通胀上行风险依然存在，将通胀率恢复到 2% 还有很长的路要走”，同时他承认美联储过去两年有关通胀下降的预测是错误的，美国核心通胀并没有取得明显的进展，希望看到核心 PCE 果断地下降。

(3) 点阵图方面：本次会议点阵图相当鹰派，尽管本次会议暂停加息，但美联储官员反而预期年内利率还需要进一步抬升，大部分官员认为后续至少还有两次加息。具体来看，6 月会议公布的点阵图显示有 9 个委员认为 2023 年的利率应该在 5.5% 到 5.75% 之间，而在 3 月会议有 10 个委员认为 2023 年的利率应该在 5% 到 5.25% 之间，从多数委员的角度看，今年还或还有 50 个基点加息。鲍威尔在新闻发布会并没有太多强调还会加息 50bp，而是说是否加息取决于数据，避免用“skip”来形容本次停止加息。他认为利率终点水平和达到终点的速度是独立的两件事情。

尽管美联储在点阵图里上调了加息预期，但市场似乎并不买账，CME 利率期货显示美联储至多在 7 月加息一次，随后停止加息。现阶段美国通胀（尤其是核心通胀）韧性强于预期，劳动力市场依旧紧张，经济韧性好于预期，这使得美联储有理由保持偏鹰的态度。因此，基准情形下，预计美联储 7 月再加一次息，随后结束加息，但是高利率、银行业危机导致的信贷收紧等对经济的外溢影响并未完全消除，美国经济下行的压力依旧存在，未来若劳动力市场快速降温，不能排除年内不再加息的可能性。

图表 7：美联储 6 月点阵图偏鹰



数据来源：Fed

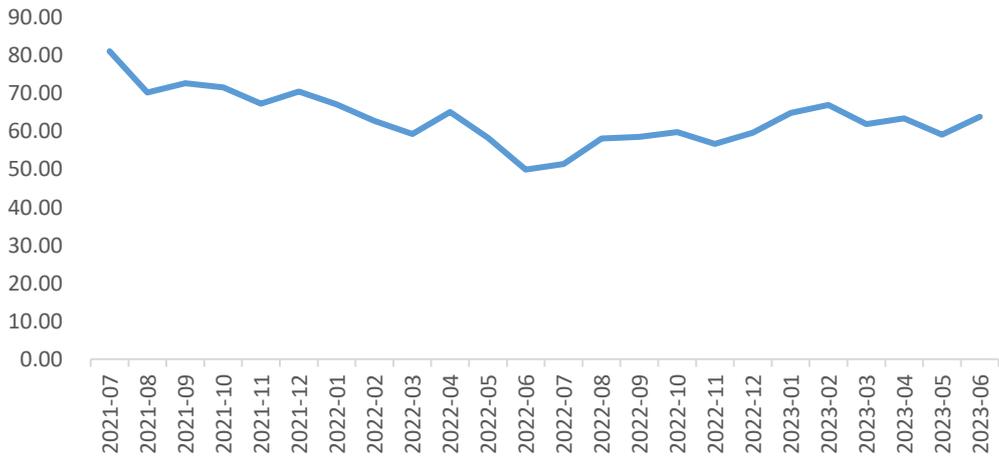
(3) 消费者信心指数

美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值为 63.9，预期 60，前值 59.2。美国 6 月密歇根大学现况指数初值 68，预期 65.5，前值 64.9。美国 6 月密歇根大学预期指数初值 61.3，预期 56.5，前值 55.4。密歇根大学调查显示消费者未来一年通胀预期从 4.2% 降至 3.3%，消费者对未来一年美国通胀预期创 2021 年以来最低。

此外，最新密歇根报告显示，尽管人们的情绪有所上升，但越来越担心自己的收入。长期以来一直支持着强劲消费支出的劳动力市场在最近几个月更加平衡，这意味着工人们不再像过去几年那样看到强劲的工资增长。调查还显示，消费者们对自己当前财务状况的看法是今年以来最弱的。大多数消费者仍预计明年美国经济将出现困难时期。

图表 8：美国 6 月密歇根消费者信心指数

美国:密歇根大学消费者信心指数

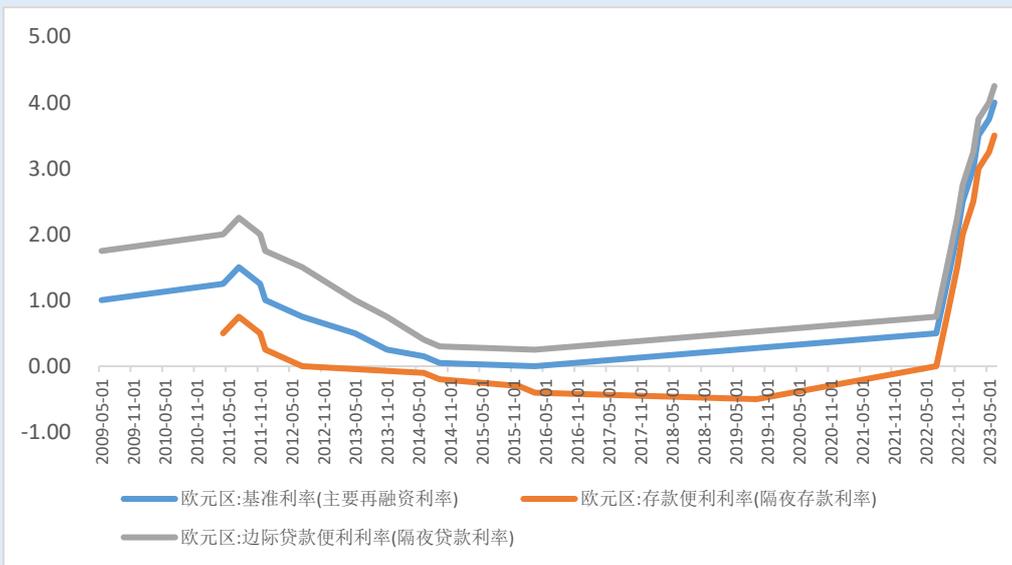


数据来源: wind

(4) 欧央行加息 25BP，后续还有加息的可能

当地时间 6 月 15 日，欧洲央行公布新一轮利率决议，继续加息 25 个基点，符合市场预期，这使得使欧央行三大关键利率在不到一年的时间里累计提高整整 400 基点，其中存款便利利率达到 3.50%，为 2008 年 11 月以来的最高水平，再融资利率达到 4.00%，边际贷款率达到了 4.25%。5 月欧洲调和 CPI 超预期放缓同比增 6.1%，为俄乌冲突以来最低，但核心通胀依旧顽固，食品、酒精和烟草通胀率环比下降了 10 个百分点，但同比依旧大幅上涨 12.5%。欧央行指出，通胀率一直在下降，但预计将长时间内保持在过高水平，理事会决定实现通胀率及时恢复到 2% 的中期目标。许多欧洲央行官员认为，利率将在 7 月再次加息 25 个基点后见顶，然而，一些官员也认为加息可能需要持续到 9 月份，以使通胀可持续地回到 2% 的目标水平。但借贷成本急剧上升贷款增长正在放缓，金融环境收紧在抑制通胀的同时，也进一步抑制需求。

图表 9：美国 6 月密歇根消费者信心指数



二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

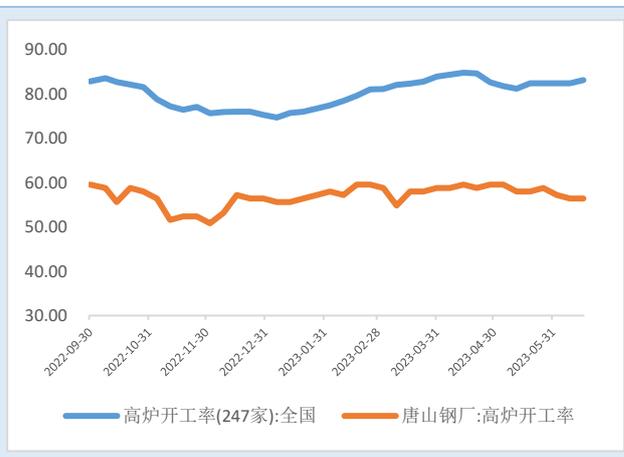
化工：生产负荷回落，产品价格反弹。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，涤纶 POY 价格延续反弹、聚酯切片价格低位回升、PTA 价格则继续小幅回落。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有降，其中，PTA 开工率降至 73.59%，聚酯工厂负荷率小幅下降至 89.8%，江浙织机负荷率持稳于 60%。

钢铁：生产稳中有升，淡季需求依旧偏弱。全国高炉开工率本周小幅回升至 83.09%，钢厂盈利状况出现改善，开工率稳中有升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回落，库存继续去化。在淡季环境里，实际需求整体上保持低位。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

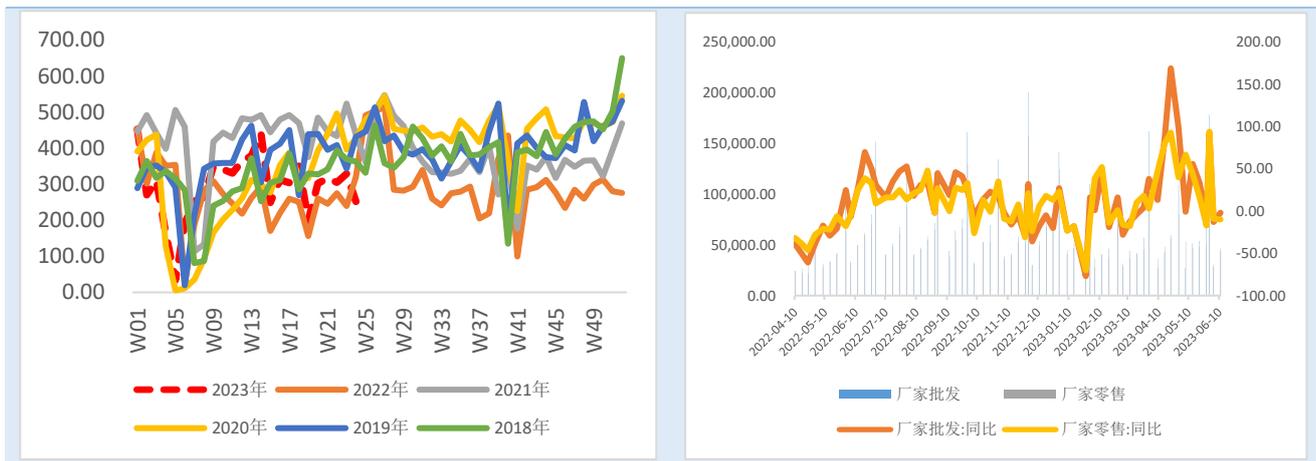
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比回落

房地产销售周环比上升。截至 6 月 15 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 12.36%，按均值计，6 月环比下降 14.83%，同比下降 40.76%，其中，一、二、三线城市 6 月同比分别增长-29.58%、-47.47%、-30.58%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-22.52%，一、二、三线城市环比增速分别为-98.66%、-31.73%和-11.00%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 4.51%，其次是二线城市为 4.13%，最后是一线城市为 0.0%。

乘用车零售同比回落。乘联会数据显示，6 月 1-11 日，乘用车市场零售 42.5 万辆，同比去年同期下降 10%，较上月同期下降 25%；今年以来累计零售 805.7 万辆，同比增长 3%；全国乘用车厂商批发 44.1 万辆，同比去年同期下降 5%，较上月同期增长 11%；今年以来累计批发 927.4 万辆，同比增长 10%。乘联会表示，随着车购税的减免税政策逐步调整，新能源车近期仍将获得千亿级的巨大的政策支持而强势增长。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

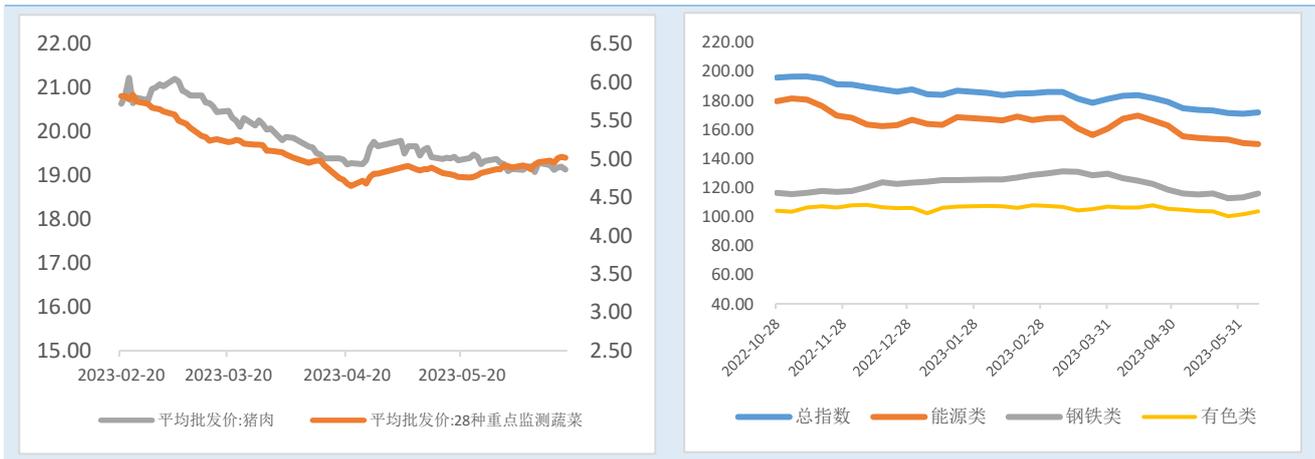
(1) 本周食品价格涨跌互现。本周(6月16日)蔬菜均价环比上涨1.67%，猪肉均价环比下跌0.02%。

(2) 内需不足拖累物价，CPI 同比处于低位。5月CPI环比继续下降，同比略有回升，其中，食品价格环比降幅收窄，非食品价格环比由升转降。此外，扣除能源和食品价格的核心CPI同比也出现了回落。今年以来我国持续处于低通胀的状态，主因一是，疫情期间通过保市场主体来稳经济，产能未受明显冲击，疫情后商品和服务供给充分；二是，国内政策保持定力，经济延续弱复苏，居民资产负债表改善有限，消费意愿不足，4月末居民储蓄存款同比增速达到17.7%，继续停留在近十年以来的高点附近，表明居民储蓄倾向依然偏强，消费意愿较低。往后看，当前供给充分而需求不足的问题仍未得到有效的改善，预计6月物价仍将处于低位波动，CPI同比或继续维持在1%以内。

(3) PPI 同比增速继续探底。在5月份4.6%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.8个百分点，新涨价影响约为-1.8个百分点。自去年10月以来，PPI同比增速持续处于负值状态，工业通缩压力较大，主要原因一是，海外央行加息缩表，经济持续放缓，国际大宗商品价格下跌拖累国内工业品价格；二是，国内需求不足，库存处于高位，企业维持主动去库，工业品价格难有较好的表现。往后看，国内稳增长政策有望加码发力，内需逐步改善，下半年料将进入新一轮的库存周期，大宗商品和工业品价格或出现反弹，叠加去年同期的低基数，下半年PPI同比增速或触底回升。

图表 12: 食品价格多数回落

图表 13: 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