

欧美央行鹰声大起，乐观预期面临修正

观点

展望后市，国内方面，政策博弈依旧是交易的重点。尽管央行降息全面落地，但实际效果可能有限，这也是本周市场出现“利多出尽”走势的原因。需要强调的是，当前经济的核心问题是内生动力不强、总需求不足，单靠降息是不够的，未来仍需采取一系列政策组合拳，因此，降息只是逆周期调节的起点而非终点。海外方面，市场与美联储对未来的货币政策路径（加息何时结束、降息何时开启）始终存在分歧，这是当前海外市场行情波动的核心变量。在通胀依旧顽固的当下，市场存在下修乐观预期的风险，同时，PMI 持续回落也预示着衰退风险无法完全被排除。因此，综合来看，经过一轮反弹过后，乐观预期面临修正，大宗商品短期存在回调的风险。

(1) 本周大宗商品高位回落，主因是国内政策预期有所降温，欧美日 PMI 数据普遍走弱，同时，欧美央行鹰声大起，国内外弱现实+海外加息预期打击了市场的风险偏好。

(2) LPR 利率如期下调。继 OMO、MLF 下调 10BP 后，6 月 20 日 1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10BP，（彭博一致预期为 1 年期降 5BP、5 年期降 15BP）。本轮央行降息的主要原因是，4 月以来国内经济超预期下行，通过下调政策利率旨在降成本、扩内需、稳预期，从而更好实现经济复苏。不过，当前市场的流动性较为充裕，贷款利率已经处于历史较低水平，资金问题并非制约宽信用、稳增长的核心因素。当前经济的核心问题仍是内生动力不强、总需求不足，不能单靠降息降准，需要一系列组合拳。因此，我们认为降息只是开始而非终点，预计未来还将有一系列政策组合拳，其中，财政方面：专项债发行提速、财政支出加快、政策性开发性金融工具加码；货币方面：降息、降准还有空间、结构性工具发力；房地产方面：进一步放松地产政策，采取切实可行的办法稳定房价预期。

(3) 欧美央行鹰声大起，各国 PMI 普遍走弱。1) 6 月 19 日-23 日当周，美联储、欧央行、日本央行的多位官员发声；其中，欧美多数央行官员均表示，通胀较为顽固，有必要进一步加息；日本央行则维持宽松的立场。此外，由于通胀表现高于预期。英国央行超预期加息 50BP。2) 欧美日的 6 月 Markit PMI 数据出炉，无论是制造业 PMI 还是服务业 PMI，均较 5 月有所回落。表明随着欧美央行加息进程的不断推进，欧美经济活动受到抑制，经济下滑压力持续显现，未来经济衰退的风险依旧存在。

宏观·周度报告

2023 年 6 月 25 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

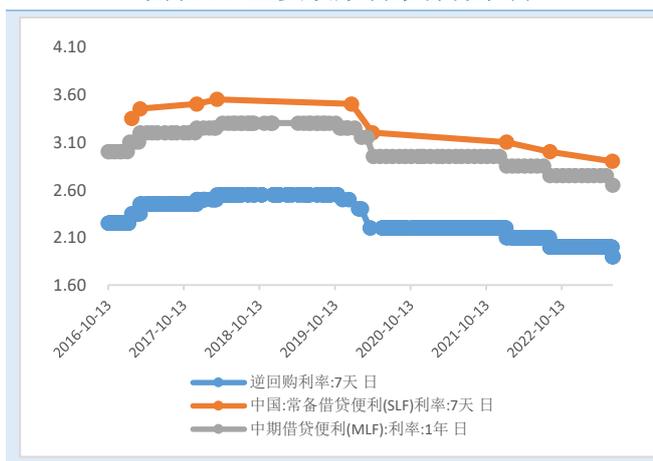
1.1 LPR 利率如期下调

2023 年 6 月 20 日，1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 3.55%，较上月降 10BP；5 年期以上 LPR 为 4.2%，较上月降 10BP。在此之前，央行分别在 6 月 13 日下调 OMO 利率 10BP、6 月 15 日下调 MLF 利率 10BP，根据历史经验，LPR 利率大概率会跟随下调，因此，本次调降属于市场的一致预期。本轮央行降息的主要原因是，4 月以来国内经济超预期下行，通过下调政策利率旨在降成本、扩内需、稳预期，从而更好实现经济复苏。

从幅度来看，本次属于对称降息，与市场预期存在差异（彭博一致预期为 1 年期降 5BP、5 年期降 15BP 的非对称降息）。其中，5 年期 LPR 调降 10BP，低于预期，引发了地产股下跌，主因是小幅调降 LPR 的影响较为有限，尤其是考虑到 5 年期 LPR 降息后，居民存量房贷负担将自 2024 年 1 月 1 日起才会减轻；1 年期 LPR 调降 10BP，幅度略高于预期，可能旨在拉短贷、促消费，事实上，年初以来央行多次提及“推动个人消费信贷成本稳中有降”，近期相关配套政策也已陆续出台，如汽车促消费、绿色智能家电下乡等。

当前市场的流动性较为充裕，贷款利率已经处于历史较低水平，资金问题并非制约宽信用、稳增长的核心因素。当前经济的核心问题仍是内生动力不强、总需求不足，不能单靠降息降准，需要一系列组合拳。因此，我们认为降息只是开始而非终点，预计未来仍将有一系列稳增长政策组合拳相继打出，其中，财政政策方面，专项债发行提速、财政支出加快、政策性开发性金融工具加码；货币政策方面，降息、降准还有空间、结构性货币政策工具发力；房地产方面，进一步放松地产政策，同时需要采取切实可行的办法稳定房价预期。

图表 1：主要政策利率纷纷下调



数据来源：Wind

图表 2：LPR 利率下调



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》

据新华社，国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》提出，到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。相较于此前出台的政策，《指导意见》着重强调了充电网络布局，从宏观角度提出了“优化完善网络布局”的要求。

(2) 《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》

6 月 21 日，财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，明确对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。

(3) “恢复和扩大消费”调研协商座谈会

据新华社，全国政协主席王沪宁出席“恢复和扩大消费”调研协商座谈会。他表示，要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义，是实现高质量发展的必然选择，是实现全年经济发展预期目标的内在要求，高质量开展考察调研，为恢复和扩大消费献计出力。

1.3 海外：欧美央行鹰声大起，欧美 PMI 普遍走弱

(1) 欧美央行鹰声大起

6 月 19 日-23 日当周，美联储、欧央行、日本央行的多位官员发声；英国央行超预期加息。

1) 美联储：多位美联储官员发声，多数观点偏鹰

偏鹰派的有美联储主席鲍威尔、美联储理事鲍曼、旧金山联储主席戴利。鲍威尔在国会作证时表示“今年年内再加息两次将是合适的”，鲍曼表示“需要进一步加息以遏制通胀”，戴利表示今年再加息两次是“非常合理”的预测。而亚特兰大联储主席博斯蒂克偏鸽，表示预测美联储直至今年年底都将一直维持利率不变。

与 6 月 FOMC 刚结束时相比，市场加息预期有所提升。CME 美联储观察工具显示，截至 6 月 24 日，市场预期 7 月加息 25BP 的概率为 71.9%；而 6 月 15 日时该概率为 67.0%。

图表 3：CME FedWatch Tool 的加息预测

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	64.9%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	60.2%	17.6%	1.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	33.3%	46.7%	12.4%	0.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	21.0%	40.5%	28.3%	6.2%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.4%	33.1%	32.9%	14.6%	2.6%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.8%	32.2%	32.9%	15.5%	3.2%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.6%	23.8%	9.1%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.0%	20.7%	31.0%	25.4%	11.6%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	18.8%	29.6%	26.1%	13.6%	4.2%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	5.3%	16.8%	27.8%	26.7%	15.6%	5.7%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.5%	9.9%	21.2%	27.4%	22.2%	11.6%	3.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

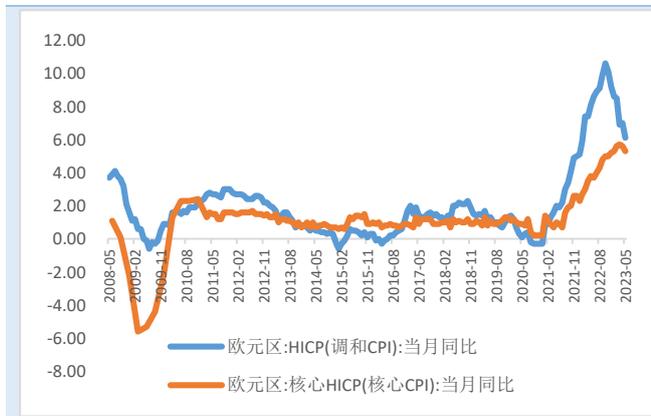
数据来源：CME，截至 6 月 24 日

2) 欧央行：通胀顽固，将继续加息

现阶段欧元区的通胀依旧顽固，今年 5 月欧元区调和 CPI 同比 6.1%（前值 7.0%），降回到了去年 2 月-3 月的水平。而核心 HICP 通胀仍严峻，5 月同比 5.3%（前值 5.6%），和今年年初水平相当。

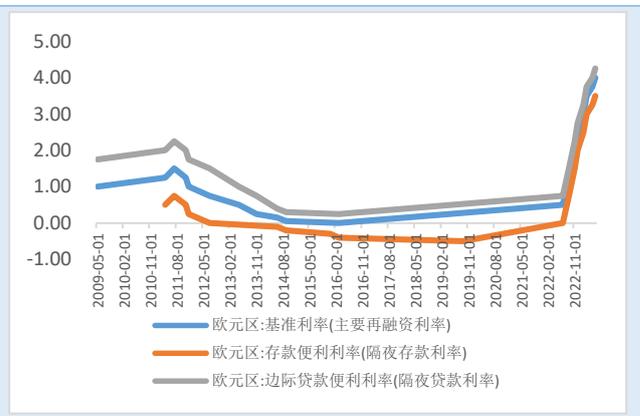
6 月 19 日-23 日，欧央行官员表态延续了一直以来的加息立场：1) 普遍预测 7 月将继续加息；2) 9 月是否加息尚不确定，取决于核心通胀；3) 需要将利率保持在终端利率较长时间。

图表 4：欧元区通胀顽固



数据来源：Wind

图表 5：欧央行持续加息



数据来源：Wind

3) 英央行：CPI 高于预期，央行超预期加息

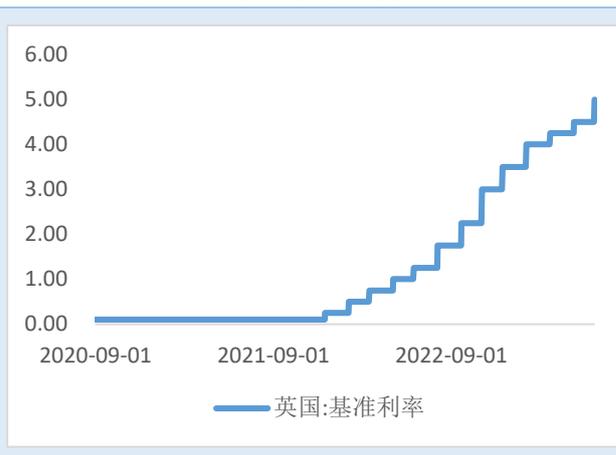
6 月 21 日，英国国家统计局公布，5 月 CPI 同比上涨 8.7%，与 4 月持平，显著高于市场预期的 8.4%；不包括石油和食品的核心 CPI 同比 7.1%，前值和预期值为 6.8%。通胀数据大超预期后，英央行超预期加息。6 月 22 日，英国央行宣布将政策利率提高 50 个基点至 5%，为 2008 年 4 月以来最高水平，市场预期加息 25 个基点至 4.75%。英国央行超预期加息后，英国国债收益率曲线倒挂加深，10Y-2Y 国债利差达到-0.697%，一周前为-0.448%。

图表 6：英国 CPI 高于预期



数据来源：Wind

图表 7：英国央行超预期加息



数据来源：Wind

4) 日本央行：继续坚持货币宽松政策

6月23日公布数据，日本5月CPI同比3.2%，与预期3.2%一致，前值3.5%；核心CPI同比3.2%，高于市场预期3.1%，前值3.4%。核心通胀超预期，市场对于未来日央行将货币政策转向的预期有所升温。

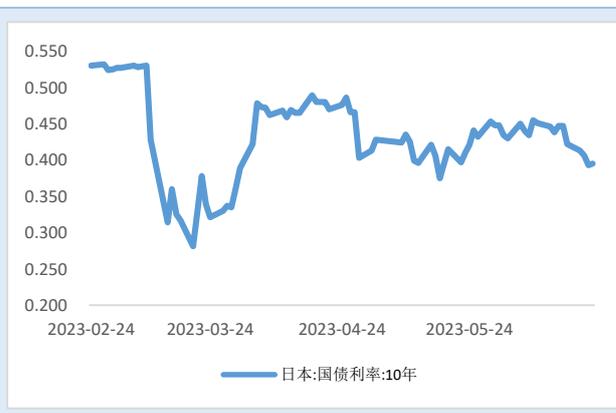
日本央行认为仍需继续超宽松政策、以实现可持续的通胀。日本通胀常年低于2%的目标，5月为连续第14个月高于2%，目前日央行仍认为还需进一步确认日本能够脱离通缩，日本央行行长植田和男6月19日表示“日本央行将耐心维持宽松货币政策，以稳定、可持续地实现2%的物价目标，同时实现工资增长。”

图表 8：日本通胀走高



数据来源：Wind

图表 9：日央行维持宽松立场



数据来源：Wind

(2) 财经数据：欧美 PMI 普遍走弱

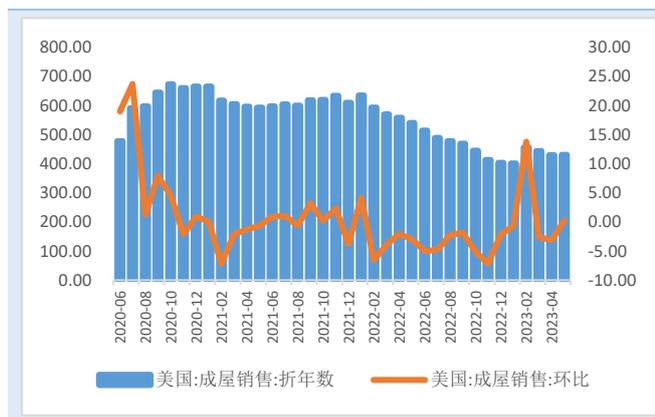
1) 美国房地产：出现底部企稳增长的迹象

销售端：6月22日美国全国房地产经纪人协会（NAR）公布数据，美国5月成屋销售折年数430万户，预期425万户，前值428万户；环比涨0.2%，预期为下跌0.7%；同比下降20.4%，前值为下降23.0%。5

月成屋售价的中位数为 39.61 万美元，同比下降 3.1%。受库存影响，成屋销售比新屋销售更难走出低迷；5 月新屋销售数据将 6 月 27 日公布。

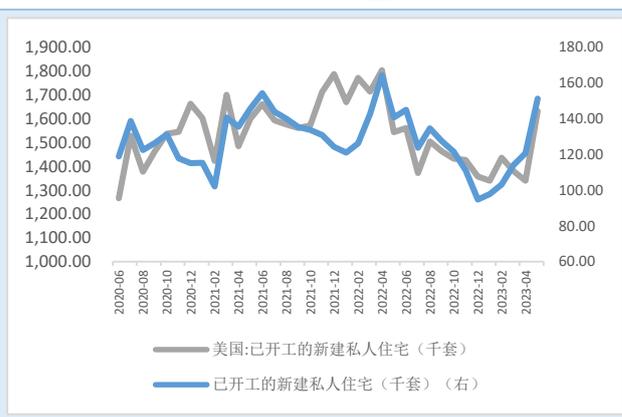
开工端： 6 月 19 日公布数据，美国 5 月新屋开工折年数 163 万套，环比转正至 21.7%(前值 -2.9%)，同比转正至 5.7% (前值-25.7%)。营建许可 5 月折年数 149 万套，环比正增长 5.2% (前值 -1.4%)，同比 -12.7% (前值 21.1%) 降幅显著收窄。

图表 10: 美国房屋销售



数据来源: Wind

图表 11: 美国房屋新开工



数据来源: Wind

2) 各国 6 月 PMI 数据: 欧美日普遍走弱

6 月 23 日，欧美日的 Markit PMI 数据出炉，表现均走弱。

美国： 美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 46.3，创 6 个月新低，低于预期 48.5，前值为 48.4。Markit 服务业 PMI 初值 54.1，略好于预期 54，低于前值 54.9。Markit 综合 PMI 初值 53，不及预期 53.5，前值为 54.3。数据公布后 美股三大股指跌幅扩大。

欧元区： 欧元区 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 43.6，创 37 个月新低，前值 44.8。6 月服务业 PMI 录得 52.4，创 5 个月新低，前值 55.1。综合 PMI 录得 50.3 仅略高于荣枯线，创 5 个月新低，大幅低于市场预期值 52.5 和前值 52.8。

日本： 日本 6 月 Markit PMI 同欧元区一样全线走弱。日本 6 月制造业 PMI 初值 49.8，前值 50.6。服务业 PMI 录得 54.2，前值 55.9。综合 PMI 录得 52.3，前值 54.3。

图表 12: 各国 PMI 走势

指标名称	频率	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	月		46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40
美国:ISM:非制造业PMI	月		50.30	51.90	51.20	55.10	55.20	49.20
美国:综合PMI	月	53.00	54.30	53.40	52.30	50.10	46.80	45.00
美国:制造业PMI:季调	月	46.30	48.40	50.20	49.20	47.30	46.90	46.20
美国:服务业PMI:商务活动:季调	月	54.10	54.90	53.60	52.60	50.60	46.80	44.70
欧元区:综合PMI	月	50.30	52.80	54.10	53.70	52.00	50.30	49.30
欧元区:制造业PMI	月	43.60	44.80	45.80	47.30	48.50	48.80	47.80
欧元区:服务业PMI	月	52.40	55.10	56.20	55.00	52.70	50.80	49.80
德国:综合PMI	月	50.80	53.90	54.20	52.60	50.70	49.90	49.00
德国:制造业PMI	月	41.00	43.20	44.50	44.70	46.30	47.30	47.10
德国:服务业PMI	月	54.10	57.20	56.00	53.70	50.90	50.70	49.20
法国:综合PMI	月	47.30	51.20	52.40	52.70	51.70	49.10	49.10
法国:制造业PMI	月	45.50	45.70	45.60	47.30	47.40	50.50	49.20
法国:服务业PMI	月	48.00	52.50	54.60	53.90	53.10	49.40	49.50
英国:综合PMI	月	52.80	54.00	54.90	52.20	53.10	48.50	49.00
英国:制造业PMI	月	46.20	47.10	47.80	47.90	49.30	47.00	45.30
英国:服务业PMI	月	53.70	55.20	55.90	52.90	53.50	48.70	49.90
日本:制造业PMI	月		50.60	49.50	49.20	47.70	48.90	48.90
日本:服务业PMI	月	54.20	55.90	55.40	55.00	54.00	52.30	51.10
韩国:制造业PMI:季调	月		48.40	48.10	47.60	48.50	48.50	48.20

数据来源: wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

化工：生产负荷持稳，产品价格回落。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，涤纶 POY 价格高位回落、聚酯切片价格继续小幅下跌、PTA 价格则继续补涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率基本持稳，其中，PTA 开工率稳中有升至 80.6%，聚酯工厂负荷率稳中有升至 90.39%，江浙织机负荷率持稳于 60.38%。

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 84.09%，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



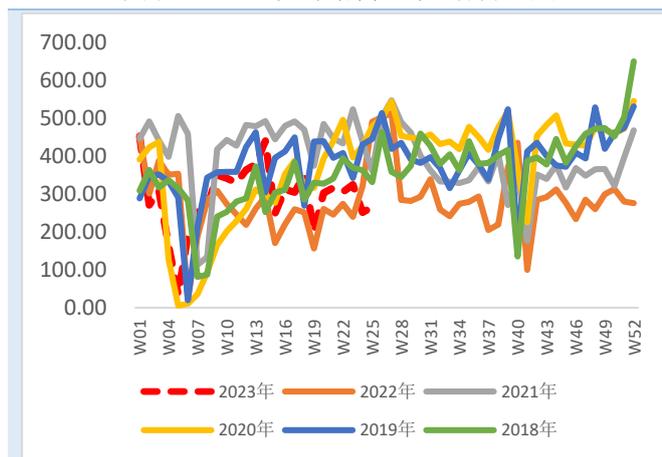
数据来源：Wind

2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比回落

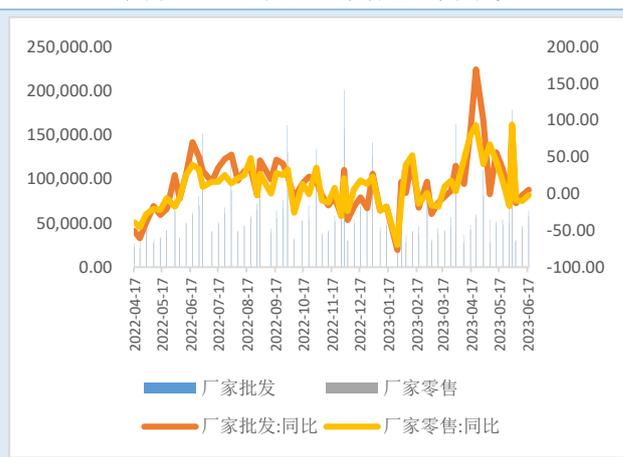
房地产销售周环比上升。截至 6 月 15 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 12.36%，按均值计，6 月环比下降 14.83%，同比下降 40.76%，其中，一、二、三线城市 6 月同比分别增长-29.58%、-47.47%、-30.58%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-22.52%，一、二、三线城市环比增速分别为-98.66%、-31.73%和-11.00%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 4.51%，其次是二线城市为 4.13%，最后是一线城市为 0.0%。

乘用车零售同比回落。乘联会数据显示，今年 6 月 1 日-18 日，乘用车市场零售 82.8 万辆，同比下降 6%，环比下降 8%；今年以来，乘用车市场累计零售 846 万辆，同比增长 3%。同时，今年 6 月 1 日-18 日，全国乘用车厂商批发 88.3 万辆，同比下降 1%，环比增长 15%；今年以来累计批发 971.5 万辆，同比增长 9%。乘联会表示，乘用车市场进入半年收官期，各地方和车企努力冲刺销量的意愿仍较强，因此 6 月仍是产销环比走势较好的月份。随着新能源的强势增长，市场竞争更加充分，近期上市车型产品稳步提升，销量分化现象更为明显，车企半年市场表现或加速分化。

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

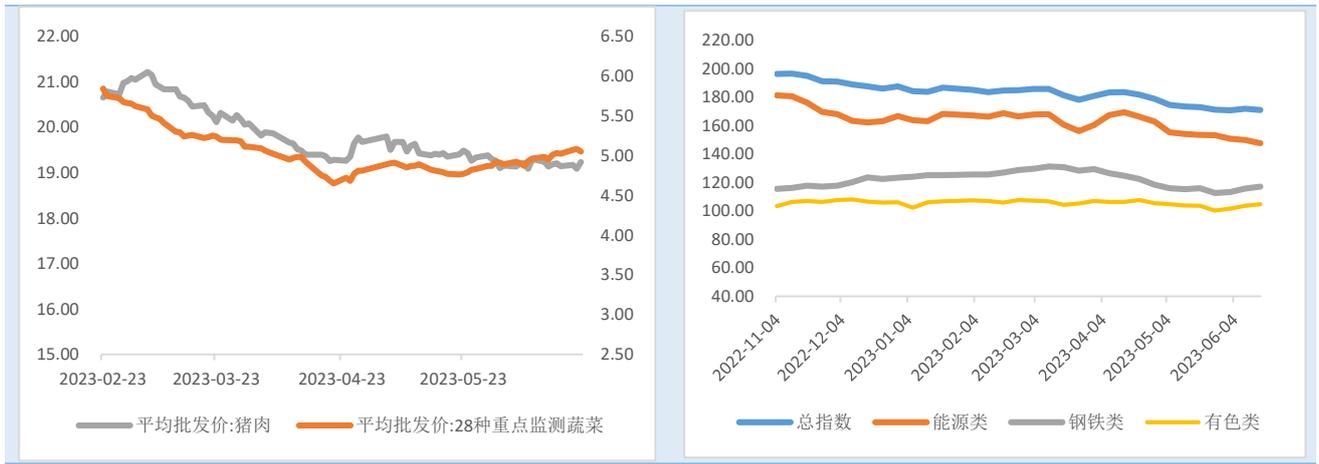
(1) **本周食品价格涨跌互现。**本周（截至 6 月 21 日）蔬菜均价环比上涨 1.69%，猪肉均价环比下跌 0.1%。

(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