

## 鹰派美联储再度压制风险偏好

### 观点

展望后市，风险偏好明显回落，商品短期的调整压力或加大。一方面，海外市场可能会逐步修复与美联储之间的预期差（市场偏乐观 VS 美联储偏鹰），意味着短期的风险偏好将持续受到压制，商品存在调整的压力。后续仍需重点关注美国经济数据的变化，在经济没有更明显地走弱的情况下，美联储不大可能由鹰转鸽。另一方面，国内经济企稳回升的迹象逐步显现，但明显改善（类似于V型走势）的动力又稍显不足，更偏向于L型走势，即经济恢复还是偏弱的，这将持续考验市场的信心和耐心，一旦重回弱现实交易，市场的调整压力可能会重新加大。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品震荡走弱，主因是海外央行超级周政策扰动增多，尤其是美联储超预期的“鹰”压制了市场的风险偏好。

(2) LPR 按兵不动，年内还有下调空间。9月20日，LPR最新报价1年期品种报3.45%，5年期以上品种报4.20%，都与上月持平，9月不降息基本符合市场预期。主要原因：一是，本月MLF操作利率仍维持在2.5%不变，而历史上LPR利率调整通常与MLF利率联动；二是，银行资金成本较前期上升明显，银行缺乏下调LPR报价加点的动力；三是，银行目前的净息差水平仍处于历史低位。不过，9月初全国性银行下调存款挂牌利率，地方农商行、村镇银行近日陆续宣布调整存款挂牌利率，降幅在10BP-45BP，同时，9月降准落地会为银行每年降低大约60亿左右的资金成本。预计后续存款利率等银行负债端的成本将继续下降，给LPR进一步调降提供空间，从而继续降低实体经济融资成本，预计年内仍有至少一次降息的可能。

(3) 海外央行超级周落幕，美联储释放超预期的鹰。日本央行维持宽松，英国央行意外停止加息，欧央行暗示结束加息，相比之下，9月的FOMC议息会议是超预期的鹰，体现在一是提高了未来两年的经济增速预测，表现出对经济软着陆的信心；二是，点阵图暗示年内还要加息一次（与6月点阵图一致），明年降息幅度减少至50BP（6月点阵图暗示降息100BP）。考虑到三季度美国经济数据仍然强劲，叠加国际油价反弹和汽车工会谈判再次推升通胀预期，美联储年内再加息一次的概率比较高，市场短期将面临预期的修正。当然，更高、更持久的利率同时也意味着更高的衰退概率，再加上美国国内财政面临退坡，中期有可能触发下一轮衰退交易。即修正加息预期→市场下跌→预期衰退、由鹰转鸽→反弹。

宏观·周度报告

2023年9月24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 按兵不动，年内还有下调空间

2023年9月20日，全国银行间同业拆借中心公布新版LPR报价：1年期品种报3.45%，5年期以上品种报4.20%，都与上月持平，9月不降息基本符合市场预期。主要原因：

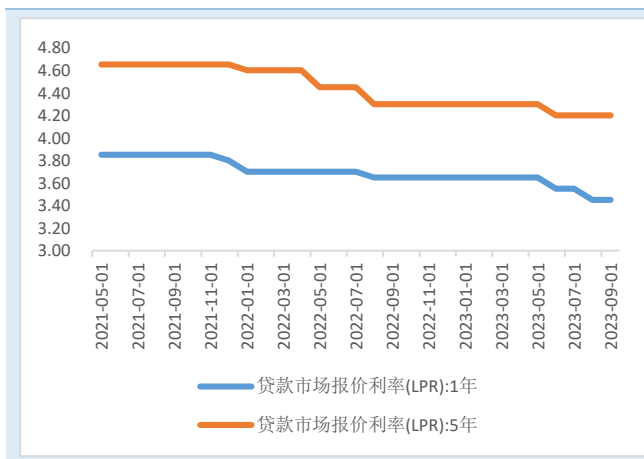
一是，9月15日，央行加量平价续作MLF，MLF操作利率仍维持在2.5%不变，而历史上LPR利率调整通常与MLF利率联动；

二是，当前银行也缺乏下调LPR报价加点的动力，近期受信贷投放力度显著加大，专项债发行正在经历年内最高峰等因素影响，9月以来市场利率大幅上行，其中1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率已升至2.47%左右，DR007更是持续运行在短期政策利率（央行7天期逆回购利率）上方。这意味着银行资金成本较前期上升明显，会直接削弱报价行下调LPR报价加点的动力；

三是，银行目前的净息差水平仍处于历史低位，截至2023年第二季度，商业银行净息差为1.74%，其中股份制商业银行净息差已经降至1.81%。监管层近期强调，要“保持商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性”。此外，目前多家商业银行正在下调存量首套房贷利率，不可避免地会对银行利息收入带来一定影响。

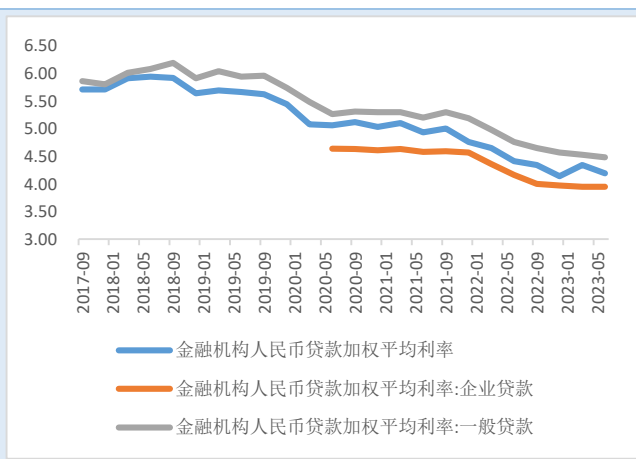
不过，9月初全国性银行下调存款挂牌利率，地方农商行、村镇银行近日陆续宣布调整存款挂牌利率，降幅在10BP-45BP，同时，9月降准落地会为银行每年降低大约60亿左右的资金成本。预计后续存款利率等银行负债端的成本将继续下降，给LPR进一步调降提供空间，从而继续降低实体经济融资成本，预计年内仍有至少一次降息的可能，而在具体时点上还将考虑到人民币汇率波动的情况。

图表 1：LPR 利率按兵不动



数据来源：Wind

图表 2：贷款加权平均利率



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

## （1）多部门解读经济形势和政策

9月20日，李强主持召开国务院常务会议，会议重点关注了三方面问题，首先研究加快推进新型工业化有关工作，其次审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，再次听取关于推动经济持续回升向好督查调研情况的汇报。会议强调，要坚持推动传统产业改造升级和培育壮大战略性新兴产业两手抓，加快发展先进制造业，协同推进数字产业化和产业数字化。

同日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，国家发展改革委副主任丛亮和工业和信息化部、财政部、中国人民银行有关负责人解读经济形势和政策，并答记者问。

1) 发改委详解民营经济发展局三方面工作，一是实化细化民营经济发展政策体系；二是强化民营经济发展形势监测分析。建立民营经济统计监测指标体系，形成有代表性的民营企业样本库，对民营经济发展中的重大苗头性、倾向性问题开展早研究、早预警；三是持续畅通民营企业诉求反映和问题解决通道。

2) 央行表示，人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，人民币对一篮子汇率货币能更全面地反映货币价值的变化；货币政策应对超预期挑战和变化仍然有充足的政策空间，央行将继续精准有力实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节和政策储备，以高质量金融服务助力高质量发展。综合运用多种政策工具，保持流动性合理充裕；发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性；存量房贷利率将在10月底前完成调整。

3) 工信部表示，要系统推进5G、智能网联汽车、新材料等新兴产业发展，一是加强政策协同落实。加紧实施十大重点行业稳增长工作方案，推动稳增长政策落地见；二是加快促进需求恢复扩大；三是加紧增强发展动能。

4) 财政部表示，加大财力下沉力度，切实保障基层财政平稳运行，一是加大转移支付力度，二是充分用好财政资金直达机制，三是加强全国财政运行监测。多部门对经济和政策解读，重申政策呵护实体经济，后续预计政策效果逐渐显现，经济向暖可期，建议关注先进制造业、数字产业化等方向。

## （2）房地产税立法暂缓

近日，十四届全国人大常委会立法规划对外公开，在财税领域，增值税法、消费税法、关税法等明确在本届人大常委会任期内提请审议。备受关注的房地产税立法和个人所得税法修订并未在此次立法规划中提及。这意味着房地产税立法暂缓。在2018年9月《十三届全国人大常委会立法规划》中，房地产税法被纳入第一类项目，属于条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案。但在十三届人大常委会任期内，房地产税法未能提请审议；在本次立法规划中，甚至未再提及房地产税。

## （3）城中村改造专项借款或设立

9月18日，据媒体报道在城中村改造支持资金方面，除符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围外，银行融资方面也有支持措施，即设立城中村改造专项借款。此外，鼓励银行提供城中村改造贷款专款专用、封闭管理，但需在市场化法治化的原则之下。城中村改造专项借款可能由政策性银行特别是国开行组建，但资金来源于政策性银行发债筹资还是央行结构性货币政策工具还有待观察。9月12日，媒体报道称，从多位地方投融资人士处了解到，当前政策加大对城中村改造的支持力度，符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围。不过考虑到今年专项债发行已接近尾声，城中村改造专项债预计明年发行。

### 1.3 海外：央行超级周落幕

#### (1) 美联储9月FOMC议息会议：更高、更久！

北京时间9月21日凌晨，美联储公布9月的议息会议决议，维持联邦基金利率目标区间5.25%-5.50%，与市场预期一致；此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券（MBS）。本次会议是季末会议，会后公布了新的经济预测和点阵图。市场对于本次会议暂停加息已经存在一致预期，会前悬念在于美联储年内是否还会再加息以及转向降息的时点。

1) 经济前景和通胀预期方面，美联储上修2023和2024两年的经济预期，显示美联储对经济软着陆的信心上升，在控制通胀的前提下，认为经济增长和失业率仍有望往乐观的方向发展。美联储上调了对2023年GDP增长的预测，2023Q4实际GDP增速上调至2.1%，较6月预测的1.0%大幅上修了1.1个百分点；对2023年底PCE通胀的预测从3.2%小幅上修至3.3%，对核心PCE通胀的预测从3.9%小幅下修至3.7%。

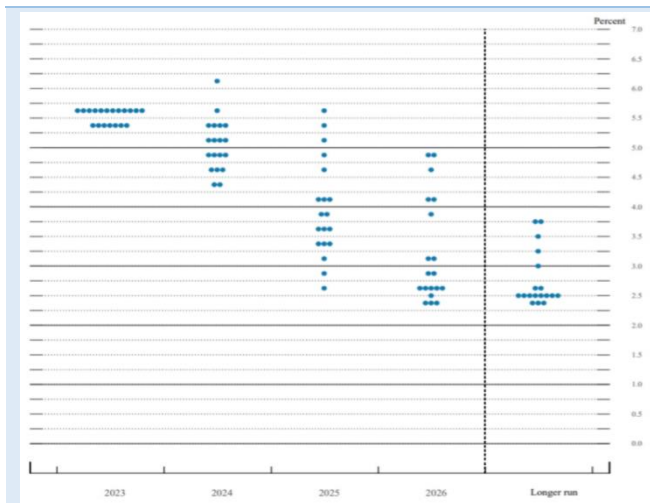
2) 点阵图方面，本次会议最重要的超预期变化在于点阵图。2023年终端政策利率预期保持在5.6%不变，仍定价了一次25bp的加息，点阵图较6月更为集中。同时点阵图大幅上修，2024年和2025年的终端政策利率预期分别上调50bp至5.1%和3.9%，意味着2024年降息幅度的指引从6月的100bp下降到50bp，考虑到2023年内未必再有加息，2024年降息幅度可能进一步收窄到25bp。

3) 市场表现：会后十年期美债收益率继续上行突破4.4%，美元指数上行，三大股指收跌。CME Fedwatch Tool数据显示，市场预期今年剩余一次加息出现在12月的概率小幅上升，目前11月美联储暂停加息和加息25bp的概率分别是71.6%和28.4%，12月美联储暂停加息以及加息25bp的概率分别是53.3%和39.4%。联邦基金利率期货隐含的利率路径显示，会后曲线整体上移，预计2024年12月政策利率降至4.7%，较会前提高约10bp，市场下调2024年降息幅度预期，定价向点阵图收敛，意味着近期最后的货币政策紧缩风险开始被市场逐渐消化。

4) 综合来看，9月的FOMC议息会议是超预期的鹰，体现在一是提高了未来两年的经济增速预测，表现出对经济软着陆的信心；二是，点阵图暗示年内还要加息一次（与6月点阵图一致），明年降息幅度减少至50BP（6月点阵图暗示降息100BP）。美联储会后声明给出的政策指引再次强调了考虑紧缩货币政策的累积、滞后影响，后续决策高度数据依赖。考虑到三季度美国经济数据仍然强劲，叠加国际油价

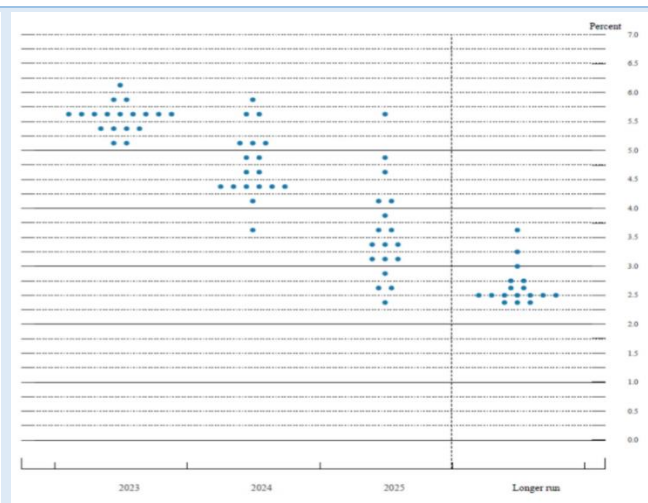
反弹和汽车工会谈判再次推升通胀预期，美联储年内再加息一次的概率比较高，市场短期将面临预期的修正。当然，更高、更持久的利率同时也意味着更高的衰退概率，再加上美国国内财政面临退坡，中期有可能触发新一轮衰退交易。即修正加息预期→市场下跌→预期衰退、由鹰转鸽→反弹。

图表 3：美联储 9 月点阵图



数据来源：FED

图表 4：美国 6 月 FOMC 点阵图



数据来源：FED

## (2) 欧央行暗示暂停加息，英国央行意外维持利率不变

1) 当地时间 9 月 14 日，欧洲央行召开议息会议，将三大关键利率上调 25 个基点，同时下调 2023 年至 2025 年的经济增速预期，预计 2023 年 GDP 增速为 0.7%，此前预计为 0.9%，预计 2024 年 GDP 增速为 1%，此前预计为 1.5%，并上调 2024 年通胀预期，预计 2024 年通胀率为 3.2%，6 月预期为 3.0%。

欧洲央行认为仍然预计通胀会在长时间内维持过高水平，决心确保通胀回归 2% 的目标。财政方面，欧洲央行称 PEPP 的再投资计划将持续到 2024 年底。尽管欧洲央行进一步加息，但欧洲央行也表示“欧洲央行的关键利率已经达到了能够维持足够长持续时间的水平”，暗示其通过加息来抑制通胀的工作可能已经完成，因而导致欧元兑美元走弱。在欧洲经济基本面偏弱及加息之后效应显现影响下，预计欧洲再加息概率较低，后续欧洲经济走弱风险较大。

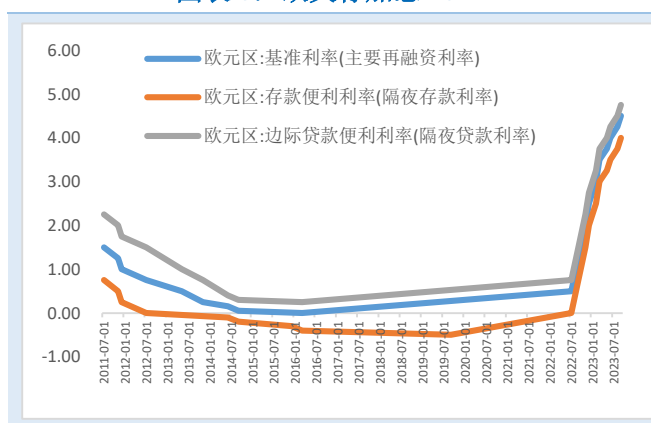
2) 当地时间 9 月 21 日，英国央行意外维持利率在 5.25% 不变，市场预期加息 25 个基点。英国央行表示，委员会以 5-4 的投票结果决定维持利率不变；如果通胀持续，则需要进一步收紧政策；政策必须在足够长的时间里保持足够的限制性；通胀在最近几个月大幅下降，预计将继续下降；越来越多的迹象显示加息对经济产生了影响；预计第三季度 GDP 增速为 0.1%（8 月份预期为 0.4%），2023 年下半年的潜在增长可能比 8 月份的预测更为疲软。

英国央行此次暂停加息的主要原因是通胀放缓的趋势超出预期。英国国家统计局日前公布的数据表示，英国 8 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 6.7%，低于前值 6.8% 和市场预期的 7%，降至 18 个月来的最低水平。剔除食品和能源后的核心 CPI 同比涨幅也从前值 6.9% 降至 6.2%。

3) 北京时间 9 月 22 日, 日本央行在 9 月货币政策会议上宣布决定维持将短期利率设为负 0.1%。同时, 日本央行将持续购买日本国债, 并将 10 年期国债收益率维持在 0%左右。在收益率曲线控制方面, 日本央行将 10 年期国债收益率的波动范围维持在正负 0.5%的区间。符合市场预期。

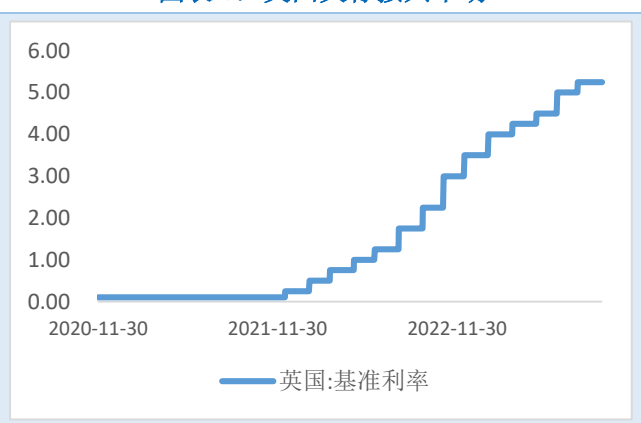
日本央行货币政策委员会以 9-0 的投票结果通过了利率决定。对于日本经济, 日本央行认为, 经济正在温和复苏中, 而通胀预期显示出加速的迹象。日本央行称, 将继续耐心实施宽松政策以实现物价目标并伴随工资增长。同时表示, 需要密切关注外汇市场的发展情况。会后的新闻发布会上, 日央行行长植田和男重申仍需耐心实施货币宽松政策, 其鸽派立场一如既往。

图表 5: 欧央行加息 25BP



数据来源: Wind

图表 6: 英国央行按兵不动



数据来源: Wind

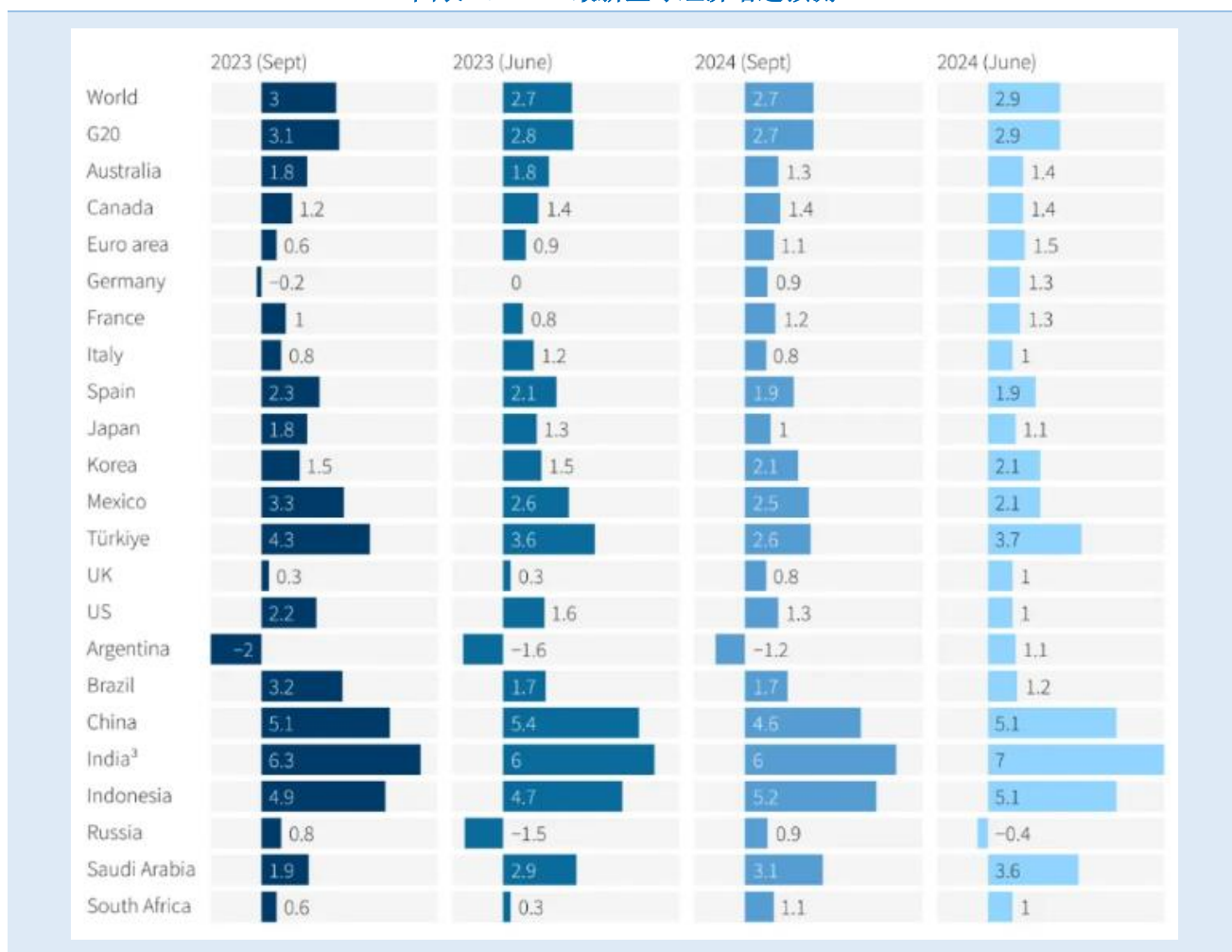
### (3) OECD 上调今年全球经济增长预测, 但下调对明年的预测

经合组织(OECD)发布 9 月经济展望报告, 预计 2023 年世界经济将增长 3.0%, 之前 6 月份的预测是 2.7%, 然后在 2024 年放缓至 2.7%, 之前预测为 2.9%。OECD 表示, 2023 年上半年全球经济比预期更具弹性, 但增长前景依然疲弱。随着货币政策紧缩效应逐步体现, 预计 2024 年全球经济增长将低于 2023 年。通胀方面, 预计 2023 年和 2024 年通胀将逐渐放缓, 但仍高于大多数经济体央行的目标。预计 2023 年 G20 经济体的总体通胀率将降至 6.0%, 2024 年将降至 4.8%, 而 G20 发达经济体的核心通胀率将从今年的 4.3% 降至 2024 年的 2.8%。

从主要国别上看, 美国和日本的增长相对较强劲, 但欧洲大部分地区增长疲软, 中国的增长动力较一季度有所减弱。OECD 预计美国 2023 年和 2024 年 GDP 同比增速分别为 2.2%和 1.3%, 分别较 6 月份预测上调了 0.6 和 0.3 个百分点; 预计欧元区 2023 年和 2024 年 GDP 分别同比增长 0.6%和 1.1%, 较 6 月份的预测分别下调 0.3 和 0.4 个百分点, 其中预计德国 2023 年和 2024 年 GDP 同比增速分别为-0.2%和 0.9%, 分别较 6 月预测下调 0.2 和 0.4 个百分点; 预计日本 2023 年和 2024 年 GDP 分别同比增长 1.8%和 1.0%, 分别较 6 月预测上调 0.5 个百分点和下调 0.1 个百分点; 预计中国 2023 年增长 5.1%, 较 6 月预测下调 0.3 个百分点 2024 年增长 4.6%, 较之前预测下调 0.5 个百分点。总的来看, 随着货币政策收紧, 主要发达国家整体通胀在下降。核心通胀仍具有韧性, 主要因为服务业和劳动力市场紧张, 但近期劳动力市场紧张状况

有所缓解。但同时，原油价格近期在供应收紧、需求仍有韧性背景下一路走高。全球的通胀或仍维持在高位，货币政策也将维持较紧的状态。

图表 7：OECD 最新全球经济增速预测



数据来源：OECD

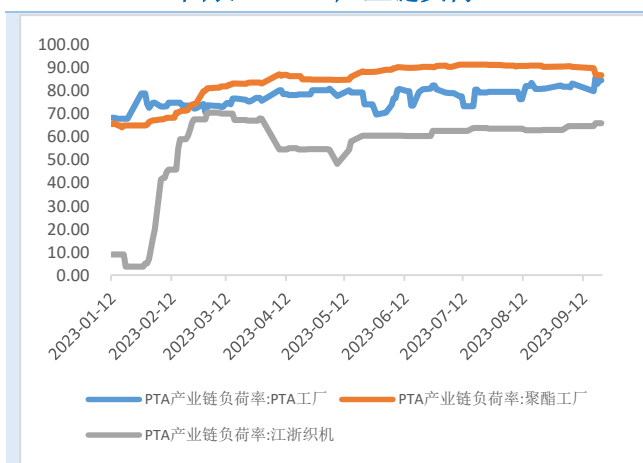
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产基本平稳

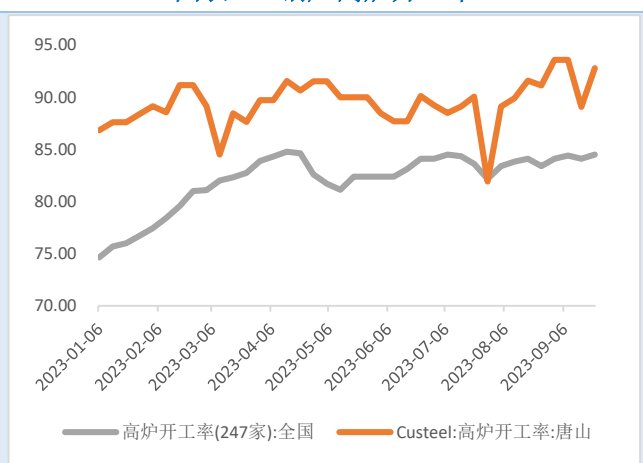
**化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数回落。**需求方面，聚酯产业链产品价格多数回落，截至9月22日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率升至84.5%，聚酯工厂负荷率小幅下滑至86.7%，江浙织机负荷率升至65.8%。

**钢铁：生产稳中有升，需求有所改善。**全国高炉开工率回升0.4个百分点至84.47%，旺季需求有所改善，钢厂保持较高的开工率。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回升，库存继续去化。旺季需求季节性走高，持续性存疑。

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，乘用车零售量同比增长

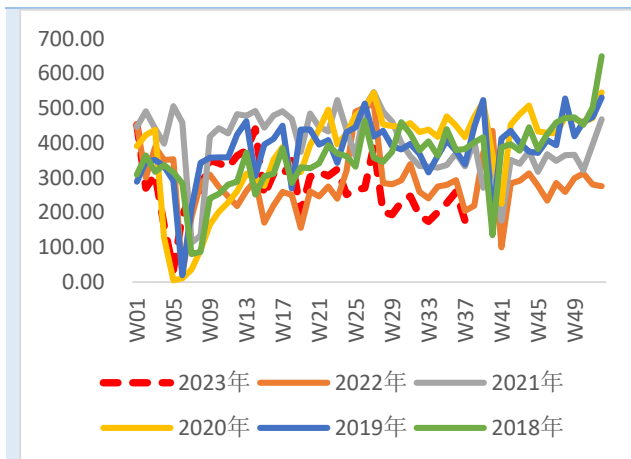
**房地产销售周环比上升。**截至9月21日，30个大中城市商品房成交面积较上周上升40.07%，按均值计，9月环比下降5.81%，同比下降34.27%，其中，一、二、三线城市9月同比分别增长-40.95%、-26.44%、-43.37%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为68.43%，一、二、三线城市环比增速分别为15.84%、142.08%和60.35%，其中，二线城市土地溢价率最高，为2.03%，其次是三线城市为1.73%，最后是一线城市均为0.00%。

**乘用车零售量同比增长。**根据乘联会数据，今年9月1-17日全国乘用车市场零售80.4万辆，同比增长10%，环比增长2%，今年以来累计零售1401.7万辆，同比增长2%；全国乘用车厂商批发92.7万辆，同比增长15%，环比增长19%，今年以来累计批发1629.4万辆，同比增长7%。

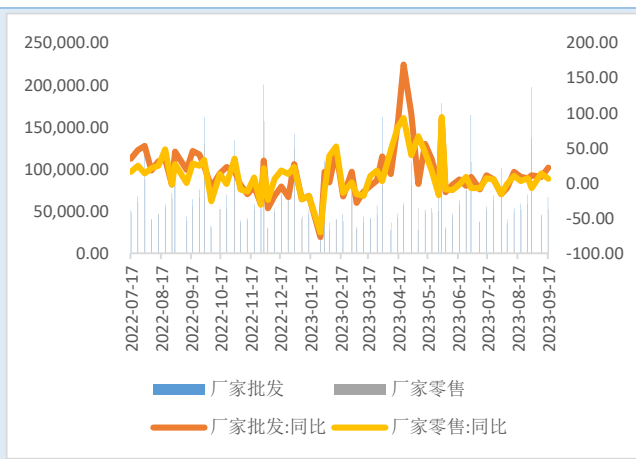


据乘联会消息，9月狭义乘用车零售销量预计198万辆，环比3.1%，同比3%，其中新能源零售75万辆左右，环比4.7%，同比增长22.3%，渗透率约37.9%，维持稳定增长态势。调研显示，9月中旬乘用车总体市场折扣率约为18.2%，较8月中旬微降，维持8月底终端优惠力度，支撑各厂商季度末冲量。零售销量占比八成以上的头部厂商月初零售目标同、环比均有所增长。

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) **本周食品价格多数下跌。**本周（截至9月15日）蔬菜均价环比下跌1.30%，猪肉均价环比下跌0.30%。

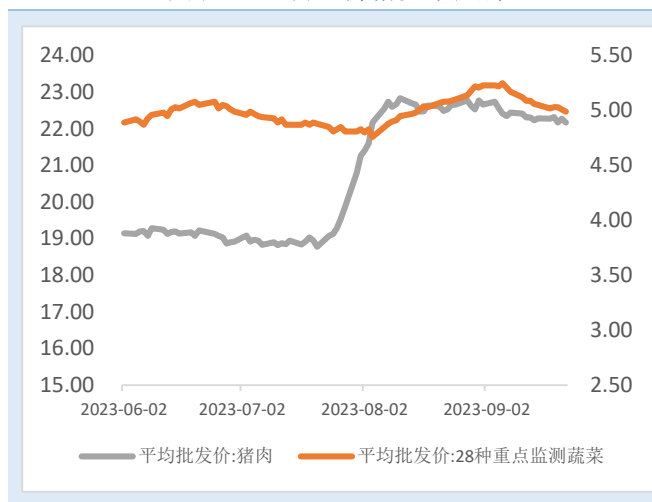
(2) **CPI 料已见底，回升动能关注内需改善情况。**8月CPI同比增速回升至0.1%，猪肉、油价共振反弹是支撑CPI同比增速触底回升的主要原因。往后看，尽管近期猪价回升给食品CPI带来一定的改善，但由于当前母猪存栏仍在4200万头以上较高水平，供给偏宽松的局面或较难支撑猪价持续上涨；非食品方面，考虑到OPEC+自愿减产的协议进一步延长，油价供需两端均存在支撑，对非食品价格有正向的拉动；此外，核心CPI同比维持在较高水平，但环比由上月上涨0.5%转为持平，表明当前内需改善仍然比较有限，后续关注一系列稳增长落地后内需改善的情况。

总体而言，CPI增速料已在7月见底，未来将逐步回升，而回升的幅度取决于内需的改善程度。节奏上来看，9-10月CPI存在高基数因素影响，预计9-10月CPI同比在0%以上小幅波动，11月起或恢复上行。

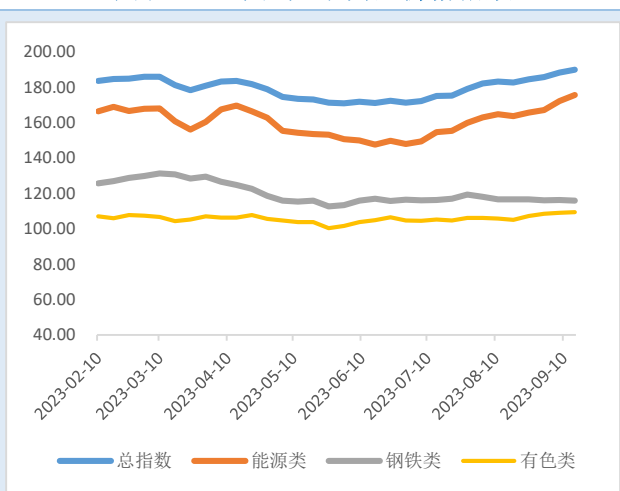
(3) **PPI 回升方向确定，但幅度存在不确定性。**6月以来随着大宗商品价格持续反弹，PPI环比由降转涨，并带动PPI同比增速见底回升。往后看，海外加息接近尾声，经济软着陆概率上升，国内政策持续发力，内需逐步回暖，带动企业加快去库，并有望在四季度或明年初开启新一轮的补库周期，大宗商品和

工业品价格中长期走势存在支撑，叠加去年同期的低基数，年内 PPI 同比增速料将逐步回升。但考虑到海外央行加息的尾部风险尚存，国内经济回升存在时滞，PPI 增速回升的幅度仍具有不确定性。

图表 12: 食品价格多数反弹



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