

国内大幅降息，美联储对降息谨慎

观点

展望后市：宏观层面多空因素交织，大宗商品短期或难见到趋势性行情。国内方面，尽管各类政策持续加码，但房地产行业仍未出现趋势性好转，弱现实的担忧持续存在，未来重点关注基建、三大工程提速后增量需求的释放。海外方面，美国经济的强韧性，尤其是近期制造业的回暖，将在一定程度上支撑商品需求，然而降息时点仍存在较大的不确定性，金融环境短期内将维持偏紧的状态，美元指数和美债利率的阶段性反弹将打击市场的风险偏好。地缘政治和供应端的扰动，俄乌冲突、巴以局势悬而未决，仍将对供应端带来扰动，同时需警惕国内部分行业过剩产能化解、两会期间安检升级等影响。

核心逻辑

(1) 春节后大宗商品价格指数震荡运行，一方面，国内房地产表现低于预期，美欧央行对降息前景偏谨慎，压制大宗商品市场的乐观情绪；另一方面，由于国内煤炭减产预期等供应端的扰动增多，支撑部分商品。

(2) MLF 小幅超额平价续作，5 年期 LPR 利率大幅下调。2 月份 LPR 非对称降息可能的考虑，一是进一步支持房地产行业，当前房地产依旧困难重重，5 年期 LPR 下调有助于进一步缓解房企融资问题，并直接利好购房者；二是降低长期实际利率，提高制造业企业资本开支意愿；三是配合广义财政扩张，两会后基建、“三大工程”有望提速，降低资金成本是政策协同的必要之举。展望未来，一方面，货币政策年内或有进一步调整的空间，在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持；另一方面，随着本轮降息落地，货币政策滞后效应之下央行和市场均需时间观察确认宽松对于经济和需求的刺激效果，而且 1 月 PMI 环比回升、金融数据好于预期，显示经济出现好转迹象，因此，短期内进一步调降利率的需求并不迫切。

(3) 美联储对降息保持谨慎，美欧经济数据喜忧参半。1) 美联储 1 月 FOMC 会议纪要确认了加息周期的结束，但美联储官员对于通胀持续回落仍缺乏足够的信心，对于降息普遍保持谨慎的态度。我们认为基于 1 月公布的通胀、就业和零售等数据，并考虑居民资产负债表情况及财政情况，维持 7 月份开始降息的预测。2) 美国 2 月制造业 PMI 数据回升、服务业 PMI 回落，其中制造业连续几个月出现改进，凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。欧元区 2 月 PMI 数据喜忧参半，可能意味着欧洲经济的恢复仍将是一波三折的，然而通胀强韧性又限制了欧央行过快降息的决策。

宏观·周度报告

2024 年 02 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 国内大幅降息

1、MLF 小幅超额平价续作，5 年期 LPR 利率大幅下调

2 月 18 日，央行进行 5000 亿元一年期 MLF 操作，利率 2.5%，此前利率为 2.5%，当日有 4990 亿元 1 年期 MLF 到期，净投放 10 亿元。2 月 20 日，一年期贷款市场报价利率（LPR）维持 3.45% 不变，五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.20% 下调至 3.95%。

解读如下：

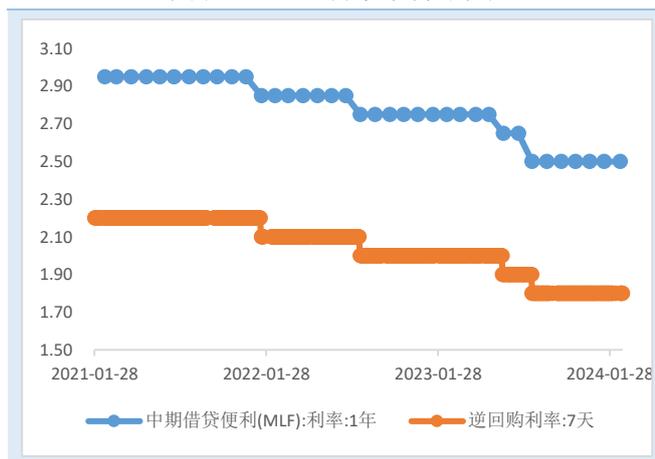
（1）MLF 利率维持不变。中国央行在 2 月份选择不调整政策利率，维持 MLF 利率不变，而是连续第 15 个月超额续作（净投放的额度有所减少），可能的考虑是 2 月 5 日央行宣布降准 0.5 个百分点，释放长期资金约 1 万亿元，流动性已得到充分释放，市场利率近期表现平稳。

（2）LPR 利率非对称下调。2 月份 LPR 利率非对称下调，是 LPR 连续 5 个月保持不变后再次下调，也是自 2022 年 5 月以来再一次的非对称降息。一方面，2 月 LPR 利率下调基本符合预期，早在 2 月 5 日央行主管媒体《金融时报》发布文章《贷款利率仍有下行空间》，表示中国人民银行已通过多种方式降低银行资金成本，考虑到存款利率调整只影响新发生存款，随着政策效果持续体现，LPR 报价行资金成本降低。可能相应下调自身报价，并推动 LPR 下行。另一方面，自 2019 年 8 月 LPR 改革以来，五年期以上 LPR 最大降幅是 15BP。因此，2 月五年期 LPR 下调 25BP，创历史最大的降息幅度，大超市场预期。

此次降息可能的考虑，一是进一步支持房地产行业，虽然从去年底一系列的房地产刺激政策出台，但未出现趋势性好转，2024 年春节期间房地产成交仍平淡，另外城市房地产融资协调机制加速推进，商业银行积极对接房地产项目，5 年期 LPR 下调有助于进一步缓解房企融资问题，并直接利好购房者，购房成本将进一步下降；二是，降低长期实际利率，提高制造业企业资本开支意愿，由于国内物价水平偏低，导致实际利率水平处于偏高区间，LPR 下调可以压降名义利率来降低实际利率；三是，配合广义财政扩张，两会后基建、“三大工程”有望提速，降低资金成本是政策协同的必要之举。此外，现阶段地方土地出让金仍在下降趋势中，本次降息也有助于减轻政府偿债压力。

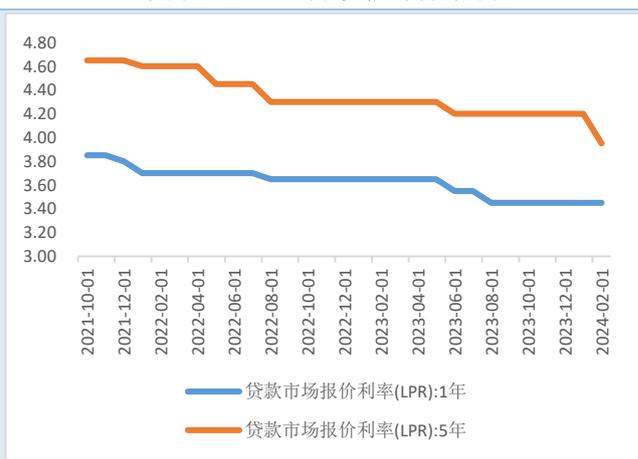
往后看，一方面，货币政策年内或有进一步调整的空间，央行行长潘功胜在 1 月表示，人民银行在货币政策工具的使用中，将强化跨周期和逆周期调节，为经济增长和物价稳定营造良好的货币金融环境。在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持。另一方面，短期内再次宽松，进一步调降政策利率的可能性有所下降，随着本轮降息落地，货币政策滞后效应之下央行和市场均需时间观察确认宽松对于经济和需求的刺激效果。1 月 PMI 环比回升、金融数据好于预期，显示经济出现好转迹象，进一步调降利率的需求并不迫切。

图表 1: MLF 利率维持不变



数据来源: Wind

图表 2: LPR 利率非对称下调



数据来源: Wind

2、中小银行跟随下调存款挂牌利率，后续仍有下降的空间

2月22日，据媒体报道称，近日吉林、广西等地多家中小银行宣布调整人民币存款挂牌利率。其中，包括桂林银行、柳州银行、榆树农商行、桦甸农商行、灵川深通村镇银行等。下调存款利率中，包括活期存款、定期存款、大额存单等多种存款产品，涉及各种期限。

(1) 从存款利率下调的幅度上看，降幅在 10 至 60 个基点之间，也有银行大额存单利率下调了 70 个基点。2022 年 9 月以来，银行经历了 4 轮存款挂牌利率的下调，最近一次为 2023 年 12 月四大国有行和部分股份制行分别下调 3/6 个月、1/2/3/5 年期定期存款挂牌利率至 1.15%、1.35%、1.45%、1.65%、1.95%、2.0%。此次中小银行存款挂牌利率的下调是对于 2023 年 12 月大行调降的延续。

(2) 央行在 2023 年第四季度货币政策执行报告中指出，发挥存款利率市场化调整机制作用，促进社会综合融资成本稳中有降。2月18日，5年期 LPR 大幅下调 25 个百分点，1年期 LPR 保持不变。为稳增长考虑，促进社会综合融资成本稳中有降仍具有必要性，而且银行的净息差已在低位，因此银行将继续在资金端压降成本，2024 年存款利率有望继续下调。

1.2 国内政策跟踪

(1) 中央全面深化改革委员会举行第四次会议

2月19日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议，审议通过了《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》、《关于促进经济社会发展全面绿色转型的意见》、《关于进一步提升基层应急管理能力的意见》、《关于加快形成支持全面创新的基础制度的意见》、《中央全面深化改革委员会 2023 年工作总结报告》、《中央全面深化改革委员会 2024 年工作要点》。

会议强调，要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度，提高土地要素配置精准性和利用效率，推动形成主体功能约束有效、国土开发协调有序的空间发展格局，增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力。要进一步提升基层应急管理能力推动应急管理工作力量下沉、保障下倾、关口前移，有效防范化解重大安全风险，及时有力有效处置各类灾害事故，筑牢安全底板，守牢安全底线；要抓住推动绿色转型的关键环节推进全面节约，加快消费转型，强化绿色科技创新和先进绿色技术推广应用；加快形成支持全面创新的基础制度，是深化科技体制改革、推动实现高水平科技自立自强的重要举措。且加强系统集成，对新出台的举措、新制定的制度开展政策取向一致性评估，确保同向发力、形成合力。

（2）214个城市已建立房地产融资协调机制

2月20日，住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制工作视频调度会议并作出工作部署。会议指出，截至2月20日，全国29个省份214个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目；已有57个城市162个项目已获得银行融资共294.3亿元，较春节假期前增加113亿元。

会议强调，各地要高度重视城市房地产融资协调机制有关工作，精准提出房地产项目“白名单”，推动协调机制持续取得实效。会议要求，各地在开展工作时务要形成“两个闭环”。一是要形成“推送—反馈”的工作闭环。城市房地产融资协调机制根据条件筛选项目并推送给商业银行，各商业银行按照规程审查后放贷，对不予放贷的项目向金融监管部，由城市政府及时协调解决，形成“白名单”项目从推送到反馈门报送“无法贷款的原因”的工作闭环。二是要形成“发放—使用—偿还”的管理闭环，确保资金全部用于项目开发建设，严防资金被挪用于购地、偿还债务或其他投资。

（3）民营经济促进法起草工作启动

2月21日消息，司法部、国家发展改革委、全国人大常委会法工委共同召开立法工作座谈会，民营经济促进法起草工作已经启动，立法进程将加快推进。全国工商联课题组的立法草案建议稿分为总则、平等准入、创业创新、权益保护、促进发展、法律责任、附则等7章49条。2月12日，国家发改委透露，将会同有关方面采取更多务实举措，不断优化民营经济发展环境，切实解决民营企业发展困难，提振民营企业发展信心。

国家发展改革委副秘书长、国民经济综合司司长袁达日前介绍，要加快推进民营经济促进法立法进程。同时，要狠抓促进民营经济发展各项政策落实落地。完善面向民营企业的信息发布机制，加大项目推介力度，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。要健全完善多层次的与民营企业常态化沟通交流机制，畅通政企沟通交流渠道坚持从个案和整体上及时掌握制约民营经济发展的问题，力争解决一类问题、受益一批企业、助力一个行业。民营经济促进法立法工作要总结实践经验，巩固改革成果，回应企业关切，补齐短板弱项。聚焦依法保护民营企业产权和企业家权益、公平参与市场竞争、平等使用生产要素、公平执法公正司法、中小企业账款拖欠治理等民营企业核心关切，建立和完善相关制度，以法

治思维和法治方式保持政策制定和执行的一致性稳定性，激发各类经营主体的内生动力和创新活力，促进加快发展新质生产力，切实从法律制度上把对国企民企平等对待的要求用硬实措施落下来。

1.3 海外：美联储对降息保持谨慎，美欧经济数据喜忧参半

1、美联储会议纪要公布，对未来降息保持谨慎

当地时间2月21日，美联储公布1月FOMC议息会议纪要。美联储1月末的议息会议继续保持高利率不变，会后决议声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，敞开降息大门，但暗示不会很快行动。会议纪要对当时的决策情况做了更加清晰的描述，具体来看：

(1) 在利率前景方面，在1月会议中，**美联储官员总体认可政策利率已经见顶，但具体降息时点还有待观察**。多数官员（most）更担心降息太快的风险，只有少数（couple）官员担忧保持高利率太长而打击经济的风险，一般来说，“a couple”意味着两个，即19位与会者中，仅有两人担忧高利率环境下经济可能面临的衰退风险。与会联储官员“普遍指出，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，降低联邦基金利率的目标范围并不合适”；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性。

(2) 在通胀方面，与会者认可通胀回落，并且强调6个月年化PCE增速已经回落至2%目标水平附近，但美联储官员希望看到更多通胀回落的证据，并一定程度上对通胀回落过程出现反复表示担忧。一方面，多名（many）与会者认为除住宅外的服务价格可能会缓慢回落；一些（various）与会者认为新租约价格增速回落会逐步转导致房租通胀。但另一方面，与会者提到经济韧性可能比预期更强（momentum in aggregate demand may be stronger than currently assessed），而且金融条件放松可能掣肘通胀回落的过程。

(3) 在缩减资产负债表（缩表）方面，纪要写道，与会联储官员指出，正在持续的缩表过程是FOMC实现宏观经济目标方法的重要组成部分，缩表迄今进展顺利。鉴于市场参与者对美联储隔夜逆回购（ON RRP）工具的使用量不断减少，多名（many）与会官员认为，适合在FOMC下次会议上开始深入讨论资产负债表问题，以此对放慢缩表的最终决定做出指导。一些（some）与会者表示，考虑到不确定哪种水平属于准备金的充裕水平，放慢缩表可能有助于平稳过渡到充裕的准备金水平，或者可以将缩表持续得更久。此外，一些（a few）与会者指出，即使FOMC开始降息后，缩表也可能会持续一段时间。

(4) 对于金融环境，在讨论经济前景的不确定性时，多名（several）与会者提到，金融环境的限制性已经或可能变得不适合的风险，这种限制性不够的风险可能会不必要地强化总需求，并导致通胀进展停滞。

综合来看，美联储1月FOMC会议纪要确认了加息周期的结束，但美联储官员对于通胀持续回落仍缺乏足够的信心，对于降息普遍保持谨慎的态度。我们认为基于1月公布的通胀、就业和零售等数据，数据

层面的韧性仍较强，但也存在短期季节扰动因素，考虑居民资产负债表情况及财政情况，维持7月份开始降息的预测。

图表 3：美国新增非农就业情况



数据来源：Wind

图表 4：美国通胀存在较强的韧性



数据来源：Wind

2、美国 2 月制造业 PMI 回升、服务业 PMI 回落

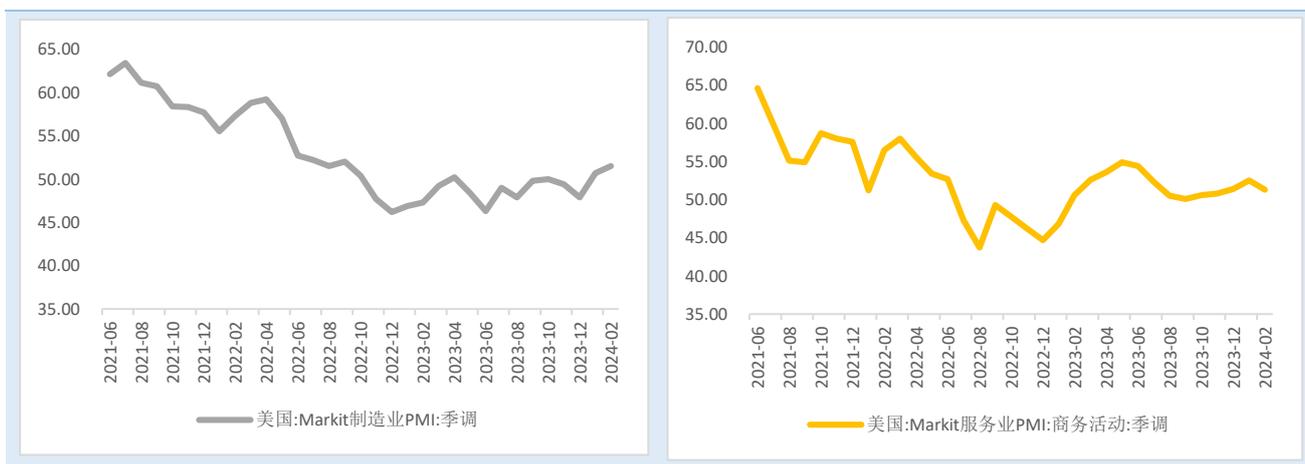
当地时间 2 月 22 日，根据标普全球 (S&P Global) 的最新数据，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 较 1 月进一步改善，继续位于荣枯线上方，创下 2022 年 9 月以来的最快增长，主要受益于订单增长强劲。不过，服务业 PMI 有所回落且不及预期。

从具体分项来看，1) 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.5%，创 17 个月新高，预期 50.7%，1 月前值 50.7%。其中，订单指标攀升至 2022 年 5 月以来的最高水平，工厂产量指标创下 10 个月来的最大。未来工厂产出指标略有回落，但仍徘徊在 2022 年 4 月以来的最高水平。另一个亮点是，出口需求增长强劲。2) 美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值为 51.3%，创三个月新低，预期 52.3%，1 月前值 52.5%。服务业 PMI 的单月降幅为去年 8 月以来最大。3) 就业情况方面，服务业和制造业在 2 月的就业增长与 1 月相比变化不大，服务提供商出于成本考虑对招聘表现出了一定的谨慎；通胀方面，2 月虽然成本通胀降温，创下 2020 年 10 月以来的最小增幅，产出通胀再次加速。调查显示的商品和服务销售价格指标继续保持在与美联储实现 2% 通胀目标一致的水平，并且成本增长进一步降至 2020 年 10 月以来的最低水平，暗示价格压力在未来几个月仍将保持在较低水平。

综合来看，美国 2 月制造业的扩张速度快于服务业，这是 2023 年 1 月以来首次，制造业连续几个月出现改进，凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。PMI 数据公布后，美国国债收益率普遍回落，10 年期美债收益率跌至 4.30% 下方。

图表 5：美国 Markit 制造业 PMI

图表 6：美国 Markit 服务业 PMI



数据来源: Wind

数据来源: Wind

3、欧元区 PMI 数据喜忧参半，议息会议纪要打击降息预期

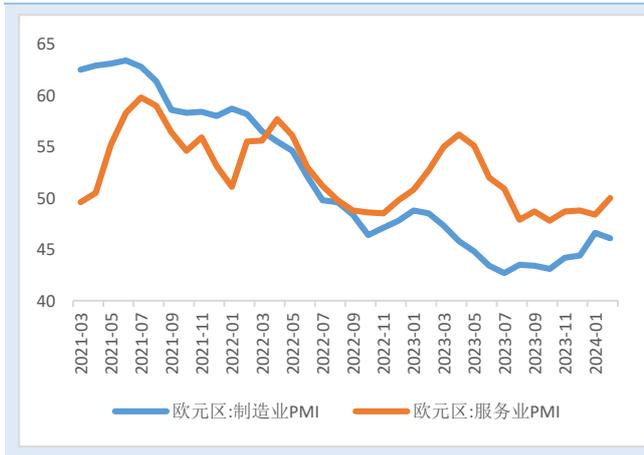
当地时间 2 月 22 日，S&P Global 与汉堡商业银行公布的报告显示，欧元区 2 月综合 PMI 由 47.9% 升至 48.9%，略高于预期值 48.5%，为连续第 9 个月处于荣枯线下，服务业从 48.5% 跃升至 50%，远超预期值 48.8%，结束持续 6 个月的萎缩，而制造业 PMI 从 1 月的 46.6% 滑落至 46.1%，低于预期值 47%。同日，欧央行发布 1 月货币政策会议纪要，纪要显示欧央行管委会普遍认为现在讨论降息为时过早，而过早降息的风险被视为是更大的危险。会议纪要公布后，交易员下调欧央行的降息幅度至 100 个基点以下。

从欧元区 2 月的 PMI 数据来看，服务业表现好于制造业。分国别来看，德国和法国的数据分化较大。德国 2 月制造业萎缩意外加深，但服务业活动则有所改善，制造业 PMI 初值从 45.5% 降至 42.3%，服务业 PMI 初值则由 1 月份 47.7% 升至 48.2%；法国 2 月的制造业和服务业景气度则超过市场预期，制造业 PMI 数据由前值 45.4% 回升至 46.8%，创 11 个月新高，服务业 PMI 从上月的 45.4% 升至 48.0%，创 8 个月新高

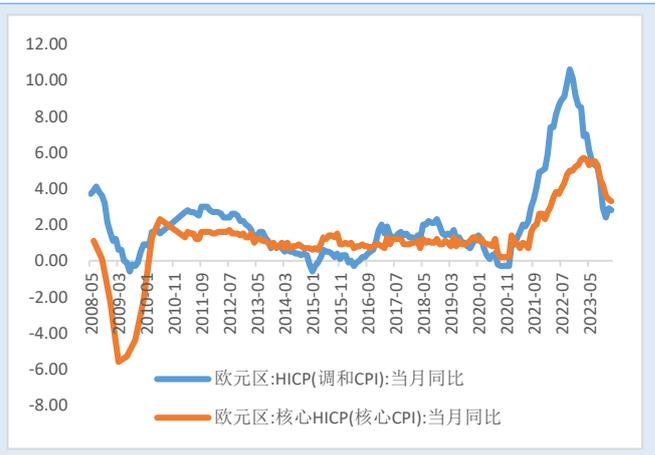
综合来看，欧元区 2 月 PMI 数据不及预期，可能意味着欧洲经济的恢复仍将是一波三折的，然而通胀强韧性又限制了欧央行过快降息的决策，1 月欧洲央行会议纪要显示，2024 年通胀预测可能会下调，放松金融市场可能为时过早，可能会阻碍或延迟通胀及时回归目标。因此，根据当前的数据情况，我们仍预计欧洲央行在下半年降息的概率较大。

图表 7: 欧元区 PMI 数据喜忧参半

图表 8: 欧元区通胀走势



数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步回升

化工：生产负荷回升，产品价格涨跌互现。需求方面，春节后聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至2月23日，涤纶POY价格小幅上涨、PTA价格小幅下跌、聚酯切片价格小幅上涨。生产端，春节后，本周PTA产业链负荷率逐步回升，其中，PTA开工率回升至82.5%，聚酯工厂负荷率回升至80.8%，江浙织机负荷率回升至36.95%。

钢铁：生产小幅回落，需求逐步回暖。全国高炉开工率小幅回落0.74个百分点至75.61%；春节后需求表现略微不及预期，钢厂累库较多，检修有所增加，开工率小幅回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回升，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

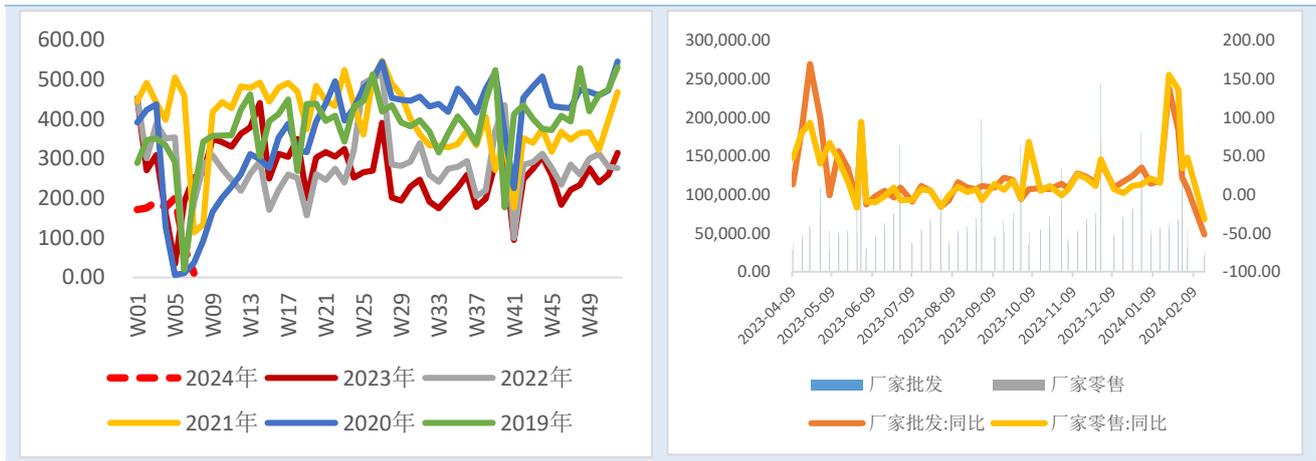
2.2 房地产销售同比大幅回落，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比上升。截至2月22日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升2863.41%，按均值计，月同比下降72.07%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-75.49%、-71.12%、-71.13%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降55.76%。

乘用车零售同比增长。据乘联会发布的数据显示，2月第一周全国乘用车市场日均零售5.4万辆，同比去年2月同期增长48%，环比上月同期增长1%。2月第二至四周(5-17日)全国乘用车市场日均零售2.6万辆，同比去年2月同期下降32%，环比上月同期下降55%。

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 2 月 23 日）蔬菜均价环比下跌 6.64%，猪肉均价环比下跌 6.58%。

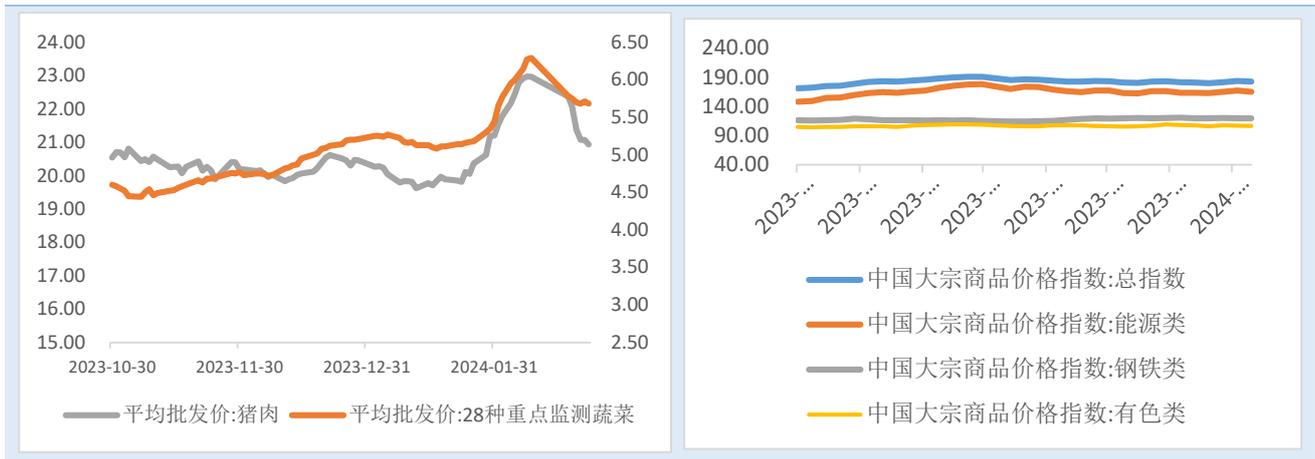
2024 年 2 月 8 日统计局公布最新通胀数据，2024 年 1 月 CPI 同比-0.8%，前值-0.3%，环比 0.3%，前值 0.1%；PPI 同比-2.5%，前值-2.7%，环比-0.2%，前值-0.3%

(2) 1 月 CPI 同比降幅扩大。主因是气候条件总体有利，蔬果供应得到充分保障，食品项同比降幅显著扩大；核心 CPI 同比为 0.4%（0.6%），增幅收窄，一方面是春节错位影响下服务 CPI 同比增幅收窄至 0.5%，另一方面也和耐用消费品有关。展望未来，今年春运规模有望创历史新高，或将显著提振 2 月相关行业 CPI 同比读数（如服务项），但考虑到目前地产需求仍有下行压力，后续或将逐步回归温和的修复斜率。

(3) PPI 同比降幅继续收窄。1 月 PPI 降幅收窄主要依靠上游能源行业基数回落，不过，各项政策向中下游需求传导仍需要时间。展望未来，据国家发改委，有关部门已下达 2023 年增发国债第三批项目清单，共涉及项目 2800 多个，安排国债资金近 2000 亿元，意味着 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，有助于提振节后基建相关行业通胀读数。

图表 12: 食品价格多数下跌

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