

稳增长政策相继明确，海外不确定性仍大

观点

1、本周国内商品指数先抑后扬，以美联储议息会议的时间为分界点强弱分明。展望未来，国内来看，1-2月国内经济整体性好转，复苏势头良好，同时，随着新一届政府全面履职，一系列稳增长政策相继明确，在相关政策支持下经济增速预期有望重新上修。海外来看，欧美央行在通胀、就业和金融稳定之间艰难平衡，不确定性较大，风险依旧不小。尽管美联储加息可能已经接近尾声，但服务业的强劲反弹带动欧美经济回暖，同时提升了抗通胀的难度，预计年内降息仍难看到。因此，倾向于认为大宗商品或继续宽幅震荡，品种间走势延续分化。

核心逻辑

(1) 本周国内商品指数先抑后扬，前半周在银行事件发酵和美联储议息会议前夕，市场情绪偏谨慎，商品多数走弱；下半周随着美联储议息会议落地，市场情绪有所回暖，商品多数反弹。

(2) **美联储如期加息，欧美服务业仍强。** 1) 美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25BP 到 4.75%至 5.00%之间，为 2007 年 10 月以来的最高水平，符合市场预期。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。我们认为美联储在通胀、就业和金融稳定之间艰难平衡，预计美联储最多在 5 月再加息 25BP，随后停止加息，但年内是否降息仍存在较大的不确定性，需关注未来几个月通胀、就业和银行业事件的发展。2) 标普全球公布美欧 3 月的 PMI 数据初值显示，尽管美欧 3 月制造业 PMI 仍偏弱，但服务业恢复强劲，成为经济回暖的主要原因。其中，美国 3 月服务业 PMI 初值为 53.8，高于 2 月的 50.6，并创下 11 个月来高位；欧元区服务业 PMI 从上个月的 52.7 跃升至 55.6，远高于 52.5 的预测，创 10 个月来的新高。这表明美欧央行抗通胀之路依旧道阻且长。

(3) **两会后政策开始发力。** 随着新一届政府全面履职，一系列稳增长政策开始逐步落地：一是，货币政策精准有力，央行通过超额续作 MLF、全面降准等保持流动性的合理充裕，资金面逐步转松，本周 DR007 下降约 40BP 至 1.7%；二是，财政政策加力提效，国常会决定延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模达 4800 多亿元；三是，发改委和证监会相继发布基础设施 REITs 政策，不同于以往，此次政策优先支持消费基础设施，即部分商业地产方向，释放促消费扩内需的积极信号。当前市场对经济预期偏低，随着一系列稳增长政策相继明确，我们认为在相关政策支持下经济增速预期存在较大的概率重新上修，4 月底政治局会议将是重要窗口期。

宏观·周度报告

2023 年 3 月 26 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 两会后政策开始发力

两会胜利闭幕，随着新一届政府全面履职，一系列稳增长政策开始逐步落地：

1) **货币政策精准有力**。3月15日央行超额续作MLF，实现净投放约2810亿元；3月17日，央行宣布决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。在央行的呵护下，资金面逐步转松，本周DR007下降约40BP至1.7%。不过，3月20日LPR利率维持不变，在2021-22年经历3次LPR非对称下调后，银行负债端存在一定的压力或难以支持LPR单独下调，因此未来LPR的下调需更多关注与MLF利率的联动。

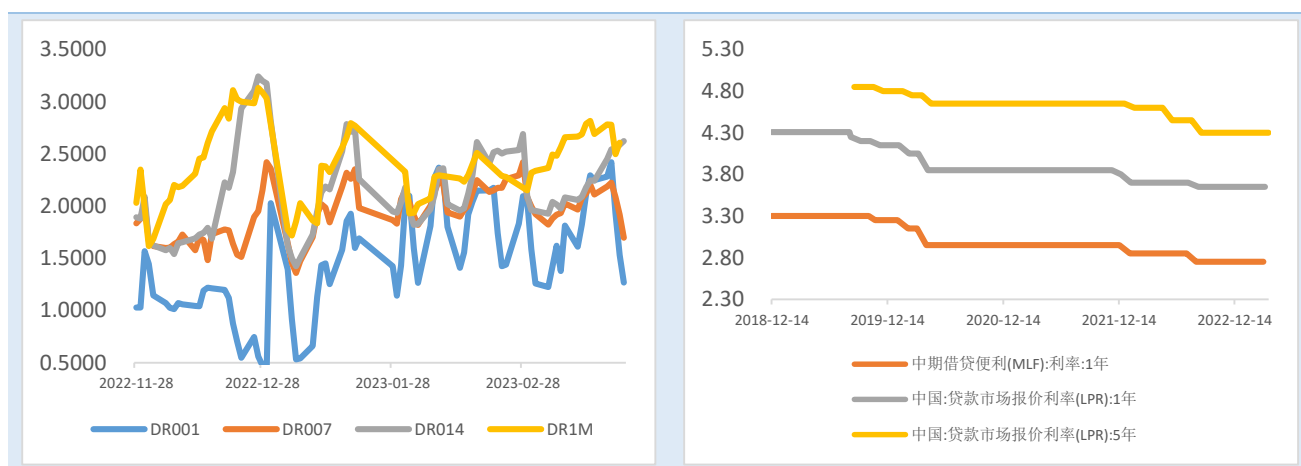
2) **财政政策加力提效**。国务院总理李强3月24日主持召开国务院常务会议，会议决定，**延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策**，包括将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例由75%提高至100%的政策，作为制度性安排长期实施；将减半征收物流企业大宗商品仓储用地城镇土地使用税政策、减征残疾人就业保障金政策，延续实施至2027年底；将减征小微企业和个体工商户年应纳税所得额不超过100万元部分所得税政策、降低失业和工伤保险费率政策，延续实施至2024年底；今年底前继续对煤炭进口实施零税率等。以上政策预计每年减负规模达4800多亿元。

3) **消费基础设施REITs政策释放积极信号**。国家发展改革委24日发布了《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，通知提出，支持消费基础设施建设，贯彻党中央、国务院关于把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。**此次政策优先支持消费基础设施，即部分商业地产方向，释放促消费扩内需的积极信号。**

当前市场对经济预期偏低，两会后随着新一届政府全面履职，一系列稳增长政策相继明确，我们认为在相关政策支持下经济增速预期存在较大的概率重新上修，4月底政治局会议将是重要窗口期。

图表 1：资金面重回宽松

图表 2：LPR 利率维持不变



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 国常会确定税费优惠政策

据央视新闻消息,国务院总理李强3月24日主持召开国务院常务会议,确定国务院2023年重点工作分工,研究优化完善部分阶段性税费优惠政策,审议“三农”重点任务工作方案,听取巩固拓展脱贫攻坚成果情况汇报。本次会议确定了今年国务院10个方面、103项重点工作。会议还研究优化完善部分阶段性税费优惠政策,包括制度性长期实施研发费用税前加计扣除、将部分减税降费政策延至2027年等,相关政策预计每年减负规模达4800多亿元。

(2) 财政政策

2023年3月22日,国家发展改革委等五部门发布《关于做好2023年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知》:经研究,2023年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作,延用2022年清单制定程序、享受税收优惠政策的企业条件和项目标准。2022年已列入清单的企业如需享受新一年度税收优惠政策(进口环节增值税分期纳税政策除外),2023年需重新申报。

(3) 产业政策

2023年3月20日,交通运输部、文旅部联合发布《关于加快推进城乡道路客运与旅游融合发展有关工作的通知》,要求加密火车站、民航机场、汽车客运站等客运枢纽至重点旅游景区、旅游度假区的旅游客运直达线路,加强城市公共交通与对外客运方式的衔接。

2023年3月20日,记者20日从工信部获悉,工信部、住房和城乡建设部等六部门近日联合印发通知,组织开展2023年绿色建材下乡活动。工信部有关负责人介绍,在2022年已批复第一批试点地区基础上,再选择第二批5个左右试点地区开展。有条件的地区应对绿色建材消费予以适当补贴或贷款贴息。

1.3 美联储如期加息

（1）美联储如期加息

当地时间 3 月 22 日，美联储联邦公开市场委员会 (FOMC) 宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25BP 到 4.75%至 5.00%之间，为 2007 年 10 月以来的最高水平，符合市场预期。这是自 2022 年 3 月以来第九次加息，也是连续第 2 次将加息幅度放缓至 25 个基点。同时，美联储 3 月继续维持 950 亿美元缩表规模，其中国债为 600 亿美元，MBS 为 350 亿美元，同样符合市场预期。

对经济展望方面：美联储对多项美国经济数据预期进行了微下调，包括下调美国 2023 年国内生产总值 (GDP) 增长预期至 0.4%，下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.2%，同时上调美国 2025 年 GDP 增长预期 1.9%，长期美国 GDP 增幅预期为 1.8%。通胀预期方面，美联储上调 2023 年 PCE 通胀预期至 3.3%，12 月为 3.1%，2024 年 PCE 通胀预期 2.5%，与 12 月份持平，2025 年 PCE 通胀预期 2.1%与之前持平，维持更长周期的 PCE 通胀预期在 2.0%不变。

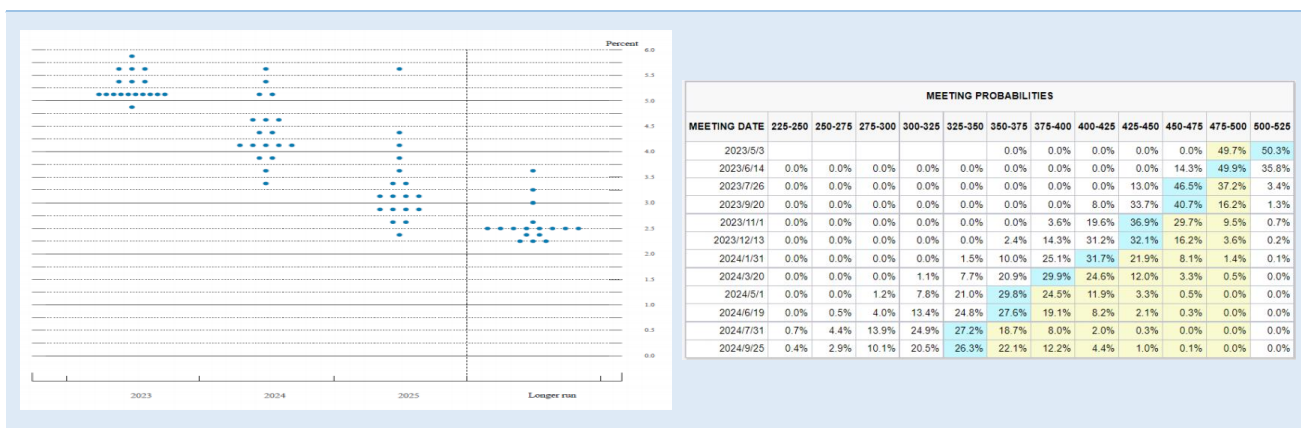
会后点阵图显示，美联储对终点利率的预期略有上调，18 名美联储官员中有 17 人预测 2023 年联邦基金利率将超过 5.0%，中位数为 5.1%。对于 2024 年联邦基金利率的预期，美联储内部分歧较大，共有 14 名官员预计 2024 年的联邦基金利率将高于 4%，中位数为 4.1%。3 月公布的点阵图表明美联储年内最多再加息一次，且加息幅度为 25 个基点，加息已经接近终点线。

会后鲍威尔在记者会上表示，如果有需要美联储将进行更多加息以对抗通胀。此外，记者将焦点集中在银行业危机方面，美联储承认银行业的动荡可能会进一步打击经济，鲍威尔多次强调当前银行问题会造成信用紧缩，进而对增长和通胀也将起到抑制效果，近期美联储发布新的银行定期融资计划 (BTFP) 及向美国联邦存款保险公司 (FDIC) 提供贷款资金，3 月 8 日到 3 月 15 日一周两项合计规模已达到 3068 亿美元。

总体上来看，美联储 3 月 FOMC 基本符合市场预期，美联储在通胀、就业和金融稳定之间艰难权衡。预计美联储最多在 5 月再加息一次，随后停止加息，但年内是否降息仍存在较大的不确定性，需关注未来几个月通胀、就业和银行业事件的发展。

图表 3：美联储 3 月点阵图

图表 4：市场预计下半年开启降息



数据来源：FED

数据来源：FedWatch Tool（截至3月23日）

（2）美国3月PMI继续回升

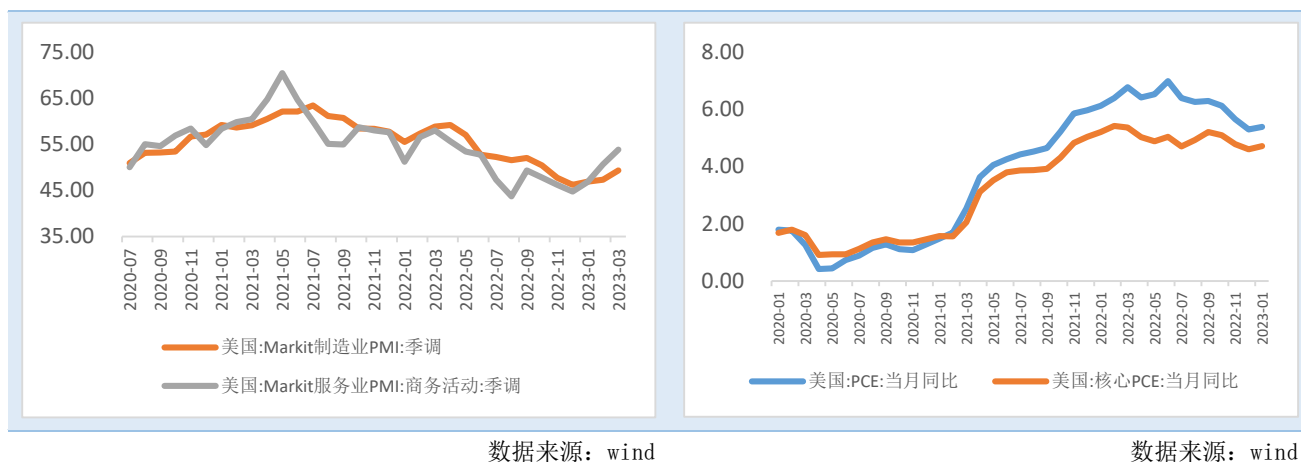
3月24日，标准普尔全球公布美国3月PMI数据初值。数据显示，美国3月服务业PMI初值为53.8，高于2月的50.6，并创下11个月来高位；制造业产出指数初值为51.0，越过荣枯线，并高于2月的47.4，创10个月来高位；制造业PMI初值为49.3，高于2月的47.3和市场预期的47.0，创5个月来新高，但已经是连续第五个月位于荣枯线下方；综合PMI为53.3，创去年5月以来新高，2月的综合PMI终值为50.1。这意味着，美国综合PMI连续两个月维持在荣枯线上方。

美国3月PMI的上升显示出美国经济的韧性，不过，美国经济的好转是不平衡的，主要是由服务业推动的。一方面，尽管制造业实现了小幅生产增长，但这主要反映了供应链的改善使企业能够完成前期积压的订单，值得注意的是，制造业的新订单现已连续六个月下降，因此，除非需求有所改善，否则产量增长很难维持在当前水平。另一方面，随着美国进入春季，服务业需求蓬勃发展，连续3月出现大幅的反弹，成为经济回升的主要驱动力。与此同时，通胀方面仍有一些担忧，尽管制造业成本下降，但3月份销售价格的调查指标以更快的速度增长。通胀上升主要是由服务业价格上涨带动的，这在很大程度上与工资增长更快有关。

综合来看，由于服务业的强劲反弹，美国经济近期出现了明显的回暖，同时提升了通胀的韧性。而服务业的反弹则主要由就业和工资的高增长所推动，因此，进一步抑制就业和工资增长或仍将是未来美联储抗通胀的关键。

图表5：美国3月PMI继续回升

图表6：美国通胀处于高位



(3) 欧元区 ZEW 经济景气指数走低

3月21日,欧洲经济研究中心(ZEW)公布欧元区和德国的3月经济景气指数,数据显示,欧元区3月ZEW经济景气指数为10,较前值29.7大幅下降;德国3月ZEW经济景气指数为13,低于预期17.1,较前值28.1有大幅下降。该指数于2022年9月份触底,而在欧洲能源危机出现缓和后,连续5个月回升。然而在欧美央行加快紧缩影响下,近期硅谷银行、瑞信银行等接连曝出的流动性危机事件,国际金融市场面临巨大压力,这种高度的不确定性也反映在经济情绪指数中。此外,高盛下调对欧元区2023年的经济增长预测至0.7%,理由是全球银行体系面临持续压力,且经济不确定性增加。

此外,3月24日,标普全球公司(S&P Global)公布数据显示,欧元区3月制造业PMI初值为47.1,远低于经济学家49.0的预期,创2022年10月以来新低,前值为48.5。而另一边,欧元区3月的商业活动意外加速。由于消费者继续扩大在服务业上的开支,服务业PMI从上个月的52.7跃升至55.6,远高于52.5的预测,创10个月来的新高。这表明欧元区经济增长非常不平衡,几乎完全由服务业推动,而制造业基本停滞,说明在需求下降的情况下难以维持生产。

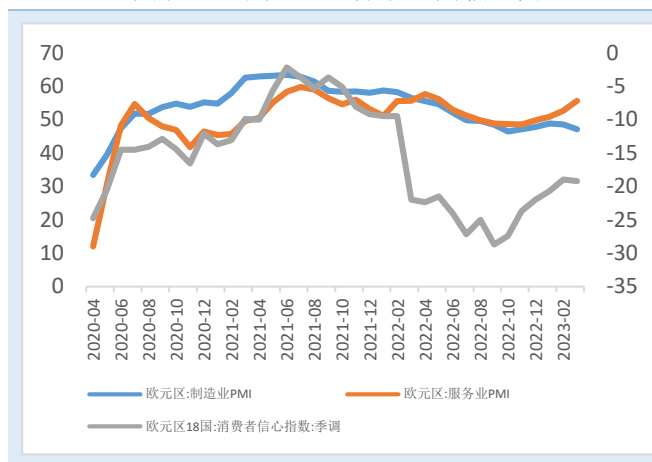
1) 金融稳定面临考验。虽然瑞士信贷事件在瑞士政府主导瑞银收购后,暂时遏止了风险外溢,但尚不能完全排除风险外溢的可能。3月的金融市场调查结果显示,参与者对银行盈利发展的评估已大大恶化,认为银行业盈利前景恶化的比重上升了26.1个百分点至33.6%,但略低于认为前景改善的45.2%,参与者对保险业的估计也显著下降。

2) 抗通胀之路道阻且长。欧洲经济目前仍面临着通胀挑战,2月欧元区调和CPI同比终值录得8.5%,连续四个月回落,但下降幅度边际减弱,核心CPI继续攀升至5.6%。通常由工资上涨推动的核心价格增长,往往会延长整体通胀的持续时间,使通胀更加难控,因此,欧央行抗通胀之路道阻且长。

3) 欧洲央行面临维护物价稳定和金融稳定之间平衡的难题,欧元区经济可能将迎来更大的挑战。尽管近期美欧银行风险事件频出,但欧洲央行仍于3月16日加息50个基点,拉加德也表示价格稳定与金融稳定之间并不存在取舍,但它们是两种需要采用不同工具来应对的稳定性。但本次议息会议未强调继续加息。

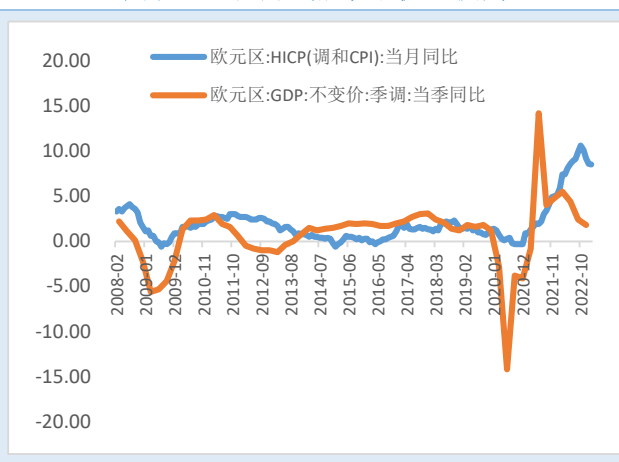
由于核心通胀强劲，预计欧洲央行后续将继续加息同时可能会采取设计一些新工具来应对流动性事件冲击，在继续紧缩以抗通胀和金融市场波动之下，欧洲经济前景或难言乐观。

图表 7：欧元区经济增长面临压力



数据来源: Wind

图表 8：欧洲通胀水平仍旧较高



数据来源: Wind

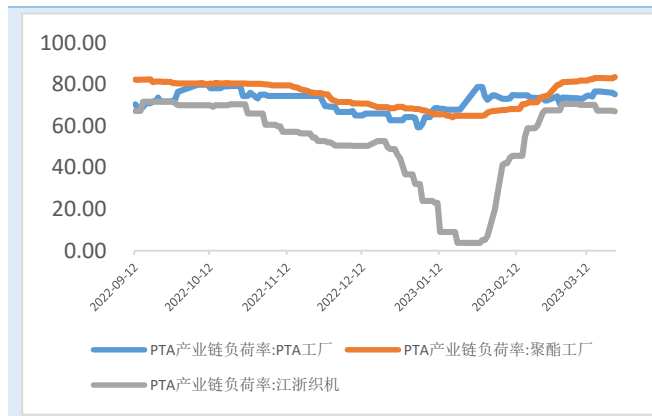
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

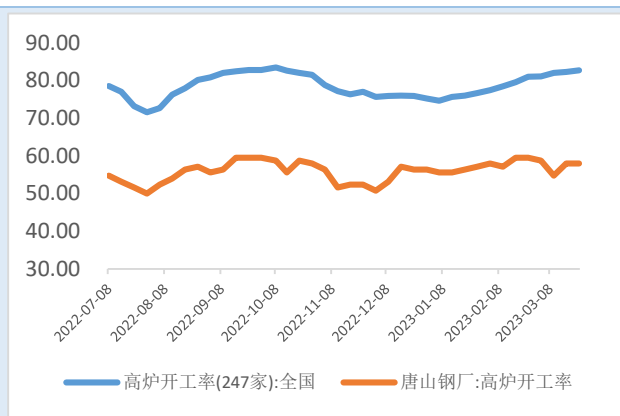
化工：价格走弱，开工率平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步走弱。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率稳中有降至 75%，聚酯工厂负荷率持稳于 83%，江浙织机稳步复产，负荷率稳中有降于 67%。

钢铁：生产稳步回升，需求逐步改善。全国高炉开工率本周上升 0.44 个百分点至 82.73%。目前随着下游需求逐步改善，钢厂盈利有所改善，开工率稳步回升。本周钢联数据显示，钢材产量继续回升，表需有所走弱，总库存继续去化。受降雨天气和投机需求走弱的影响，下游实际成交有所放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

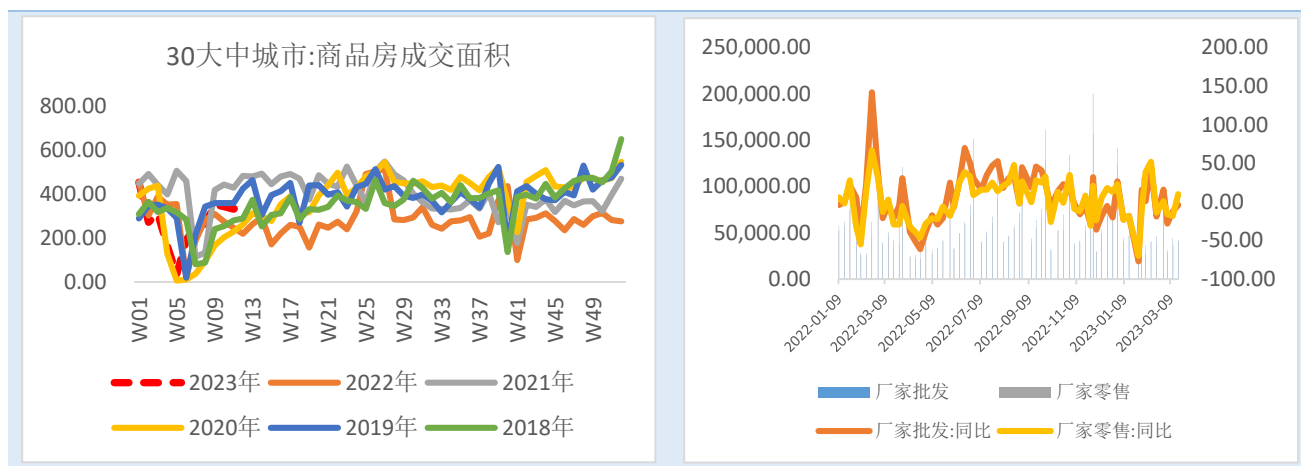
2.2 地产销售周环比上升，乘用车消费回升

房地产销售周环比上升。截至 3 月 22 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周上升 11.82%，按均值计，3 月环比上升 20.94%，同比上升 32.06%，一、二、三线城市 3 月同比增速分别为 41.20%、23.15%和 46.36%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 72.97%，一、二、三线城市环比增速分别为 482.84%、86.61%和 58.10%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 5.43%，其次是三线城市为 2.26%，最后是一线城市，为 0.0%。

汽车零售表现回升。根据乘联会数据，3 月第三周日均零售 4.1 万辆，同比去年上升 10%，环比上月同期增长 7%。3 月 1-19 日，乘用车市场零售 70.0 万辆，同比去年同期下降 8%，较上月同期下降 4%。今年以来累计零售 337.9 万辆，同比下降 18%。随着春节后的车市逐步回暖，通过地区性的刺激政策，对强依赖线下接触的购车服务市场信心提振明显。从 3 月前三周来看，终端客流的转化率不高，消费者观望情绪重，整体需求偏弱。

图表 9：30 大中城市地产销售：周

图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

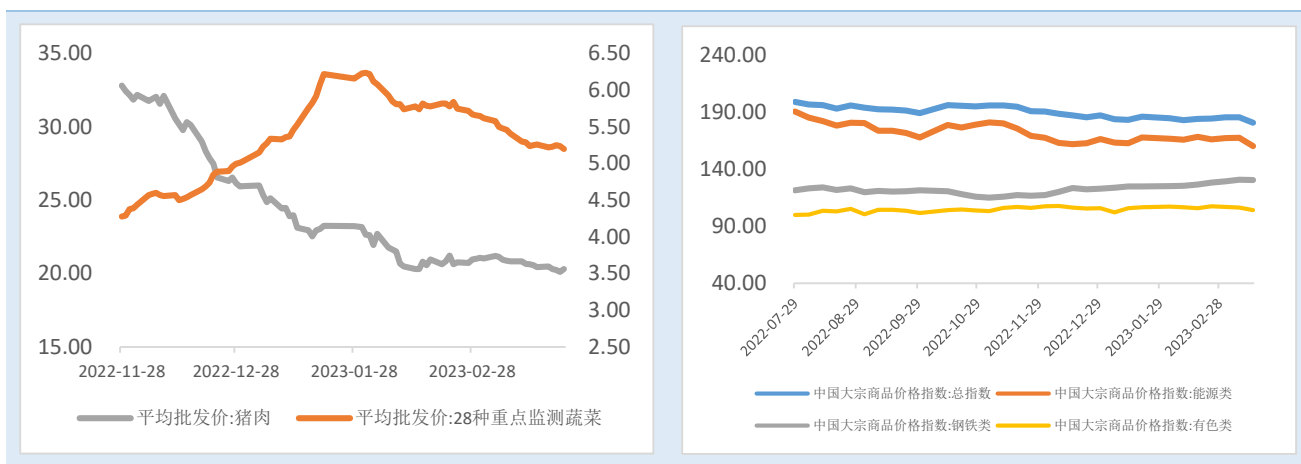
(1) 本周食品价格继续走低。本周蔬菜均价环比跌 0.76%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 1.66%。

(2) 2 月 CPI 明显回落，后续或温和回升。2 月 CPI 同比、环比增速均较 1 月明显回落，食品和非食品价格同步回落，除了春节因素导致食品和服务价格出现季节性回落之外，内需不足也是重要的原因，实际上，1-2 月进口增速降幅较大也同样映射出当前内需依旧不足，尤其是工业领域的需求仍有待恢复。往后看，在春节等季节性因素消除后，由于猪肉等食品供需矛盾并不突出，食品价格波动或减小，此外，猪价高基数的影响或拉低 CPI 同比的读数。政府工作报告明确今年的 GDP 目标增速为 5%，强调了实施扩大内需的战略，预计后续内需有望逐步改善，服务业、工业消费品等非食品价格或有一定的上涨风险。综合来看，年内通胀或温和回升，压力可控。

(3) PPI 同比增速年内有望转正，全年前低后高。尽管随着国内经济复苏预期的改善，部分工业品率先反弹，但内需改善幅度有限，尤其是工业领域的需求有待恢复，现阶段企业仍在主动去库，工业品价格反弹高度受限。往后看，随着扩大内需战略的不断推进，内需将逐步得到改善，企业或由去库转为补库，进而推动工业品价格回升，不过，海外主要经济体随着加息的不断推进，经济下行风险仍然较大，这压制了商品整体反弹的力度。总的来看，在需求“内强外弱”的大背景下，工业品价格上下空间均有限，后续 PPI 同比增速将在基数的影响下逐步回升并转正，但力度不会太大，节奏上前低后高。

图表 11: 食品价格多数回落

图表 12: 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

