

关注 2 月 PMI 数据及全国两会的增

观点

量信息

1、本周市场重新回归经济回暖的交易逻辑，国内商品指数震荡走高。往后看，国内方面：地产、汽车等数据显示国内经济复苏的势头良好，需求持续回暖，下周即将公布 2 月的 PMI 数据、全国两会也将召开，重点关注 PMI 所展示的经济修复情况以及两会所透露的增量政策信息。国外方面：一系列数据显示，一方面美国国内经济依旧较为强劲，短期陷入衰退的风险较小；另一方面，美国通胀压力持续存在，美联储控制通胀的难度加大。这就给商品市场传递出复杂的信号：短期需求确实存在支撑，但美联储的加息终点利率更高且持续更久，同时未来衰退的风险依旧存在。

核心逻辑

1) 本周国内商品指数震荡走高，工业品、农产品双双走强。市场短暂重新回归经济回暖的交易逻辑，需求支撑下商品走势偏强。

2) 美联储会议纪要强化加息预期。1) 美联储公布了 2 月份的会议纪要，所有担任票委的美联储官员都投票支持加息 25 个基点，亦有少数非票委希望加息 50 个基点，纪要公布后，美债收益率再次急剧飙升。本轮美债收益率持续飙升的原因是市场修正过去的乐观预期，对美联储利率预期峰值的急剧升温。在 2 月初的时候，市场还预计美联储可能在一季度结束加息，但近期公布的美国 CPI、PPI 以及非农就业数据等表明美国的通胀率仍处于历史高位且回落速度放缓，就业与消费市场依然强劲，此次会议纪要的公布更加强了美联储加息终点更高更持久的预期。2) PCE 环比回升 0.6%，高于预期的 0.5%，同比增速从 12 月的 5.3%回升至 5.4%，高于预期的 5.0%。PCE 环比增速大幅上行主要是因为能源价格上行以及核心商品增速回升，但 1 月 CPI 数据或已“剧透”。

3) 央行发布四季度货币政策执行报告。央行发布第四季度货币政策执行报告指出，将精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，保持货币信贷合理增长，引导综合融资成本稳中有降，发挥好结构性货币政策工具的激励引导作用。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。展望 2023 年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅；预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。此外，本月的政治局会议再次强调要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。

宏观 · 周度报告

2023 年 2 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



国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、宏观和政策跟踪

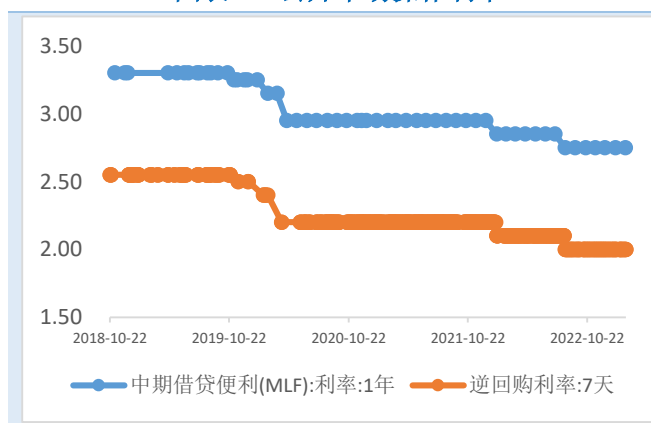
1.1 央行发布四季度货币政策执行报告

央行发布 2022 年第四季度中国货币政策执行报告。其中提出：1) 要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。2) 保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。3) 继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。4) 密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。5) 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

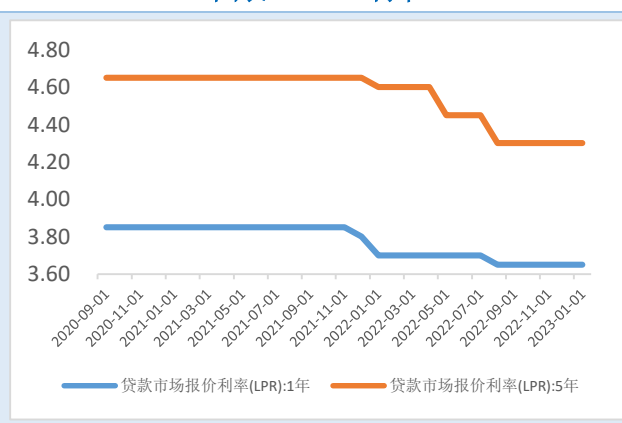
央行表示，展望 2023 年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅；也要看到，当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固；预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求。

此外，四季度执行报告有四个专栏，其中，专栏 1 介绍了 2022 年央行上缴利润的安排，指出在保持资产负债健康可持续的前提下，依法向财政上缴利润，不会造成财政向央行透支，也不是财政赤字货币化。这个专栏是希望避免市场对“财政货币化”问题存在的误解。专栏 4 央行表达了对消费领域的看法，央行指出制约消费回暖的因素在缓解，消费有望稳步恢复，但同时又面临的几个不确定性，包括收入放缓居民部门资产负债表受损的情况下，存款是否能向消费转换；疫情的演变等等。这或暗示除了房地产之外，消费的修复将会是央行重点跟踪和关注的变量。

图表 1：公开市场操作利率



图表 2：LPR 利率



1.2 国内政策跟踪

1、中共中央政治局召开会议，决定召开二十届二中全会

中共中央政治局召开会议，决定2月26日至28日召开二十届二中全会。会议讨论了《党和国家机构改革方案》稿和国务院《政府工作报告》稿，讨论了向十四届全国人大一次会议推荐的国家机构领导人员建议人选。会议指出，要坚持稳字当头、稳中求进，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。**要着力扩大国内需求，加快建设现代化产业体系，切实落实“两个毫不动摇”，更大力度吸引和利用外资，有效防范化解重大经济金融风险，稳定粮食生产和推进乡村振兴，推动发展方式绿色转型，保障基本民生和发展社会事业，努力完成今年经济社会发展目标任务。**

2、不动产私募投资基金支持盘活地产存量市场

证监会启动不动产私募投资基金试点工作，基金投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。证监会将指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。试点基金产品的投资者首轮实缴出资不低于1000万元，且以机构投资者为主；自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%，基金投资方式也将有一定限制。基金首轮实缴募集资金规模不得低于3000万元，在符合一定要求前提下可以扩募。鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金。

3、全面注册制实施，资本市场迎来新时代

2月17日，中国证监会发布并施行《首次公开发行股票注册管理办法》。全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着注册制的制度安排基本定型，在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义。此次最终发布的制度规则共165部，其中证监会发布的制度规则57部，证券交易所、全国股转公司、中国结算等发布的配套制度规则108部，内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面。

4、央行、银保监会拟发文加大住房租赁金融支持

央行、银保监会就《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》公开征求意见。《意见》围绕住房租赁供给侧结构性改革方向，以商业可持续为基本前提，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系，共17条，主要包括：一是加强住房租赁信贷产品和服务模式创新；二是拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道；三是加强和完善住房租赁金融管理。

央行、银保监会提出，加大对租赁住房开发的信贷支持力度。支持商业银行向房地产开发企业、工业园区、农村集体经济组织、企事业单位等各类主体新建、改建长期租赁住房发放开发建设贷款。租赁住房建设的项目资本金比例应不低于开发项目总投资的 20%，贷款期限一般 3 年，最长不超过 5 年。

央行、银保监会提出，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点工作，在把控风险前提下，募集资金用于住房租赁企业持有并经营长期租赁住房。支持房地产投资信托基金（REITs）份额交易流通，促进长期稳定经营，防范短期炒作。优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

1.3 美国通胀回落速度放缓，加息终点进一步上修

（1）美联储公布会议纪要

当地时间 2 月 22 日，美联储公布了 1 月 31 日至 2 月 1 日的联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议纪要。纪要显示：会议上所有担任票委的美联储官员都投票支持加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调到 4.50%至 4.75%之间。纪要同时指出，亦有少数非票委希望加息 50 个基点，以展示出更大的降通胀决心。

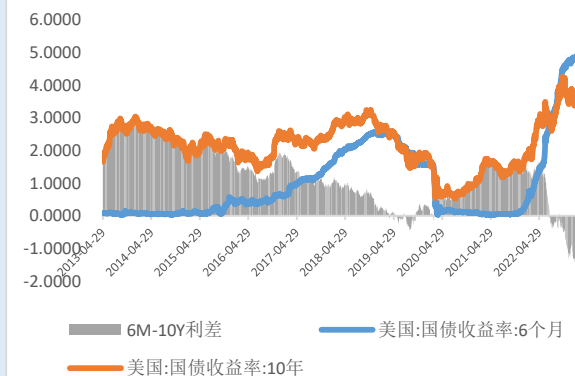
纪要公布后，6 月期美债收益率再次急剧飙升。数据显示，从 2 月 3 日起，美债收益率开始不断飙升，截至 2 月 23 日，6 月期美债收益率达到 5.1609%，一年期的美债收益率为 5.0622%，而 10 年期美债收益率则为 3.9200%。本轮美债收益率持续飙升的原因是市场修正过去的乐观预期，对美联储利率预期峰值的急剧升温。在 2 月初的时候，市场还预计美联储可能在一季度结束加息，但近期公布的美国 CPI、PPI 以及非农就业数据等表明美国的通胀率仍处于历史高位且回落速度放缓，就业与消费市场依然强劲，此次会议纪要的公布更加强化了美联储加息终点更高更持久的预期。目前，利率期货市场显示，美联储今年还将加息三次，将终端利率推高至 5.25%-5.5%。展望未来，美国利率的情况最终取决于通胀和工资，通胀决定利率高度，工资决定高利率的持续时间。长期来看劳动力市场的转弱是美联储降息的必要条件，基于目前美国经济水平及需求数据，我们仍认为上半年结束加息操作节奏适当。

此外，未来也需关注美国联邦债务上限的额外风险，美国国会预算办公室（CBO）警告称，联邦政府最快将在今年 7 月至 9 月发生债务违约。如果国会不通过提高债务上限的法案，付款可能会推迟，美国国债的安全性将受到考验。当前，美国长期国债收益率低于短期国债收益率，从历史经验来看，倒挂预示着经济衰退的到来。在此预期下，预计未来倒挂仍将持续，美债收益率分化程度可能扩大。

图表 3: FedWatch Tool 加息路径预期

图表 4: 美国国债收益率飙升

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	69.3%	29.3%	1.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	21.7%	56.8%	20.5%	0.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	2.0%	19.0%	43.7%	28.8%	6.3%	0.3%
2023/12/13	0.7%	8.2%	27.9%	38.3%	20.6%	4.1%	0.2%



数据来源: Wind

(2) 美国 1 月 PCE 数据超预期上行

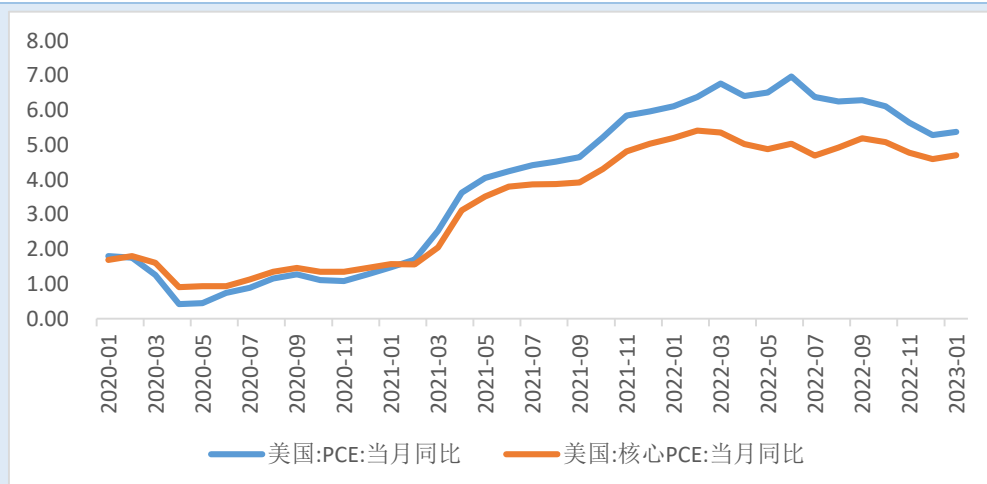
美国商务部经济分析局 2 月 24 日公布的最新报告显示, 美国 1 月个人消费支出 (PCE) 价格指数环比回升 0.6%, 高于预期的 0.5%, 同比增速从 12 月的 5.3% 回升至 5.4%, 高于预期的 5.0%; 扣除食品和能源价格的 1 月核心 PCE 环比增速为 0.6%, 高于预期的 0.4%, 同比增速从 12 月的 4.6% 回升至 4.7%。高于预期的 PCE 数据公布后, 美债长短端均上行, 美元指数小幅走强, 加息预期回升——2 年期和 10 年期美债收益率分别上行 9bp 和 6bp 至 4.78% 和 3.93%, 美元指数从 104.6 回升至 105.1, 美联储加息终点上升 4bp 至 5.38%。

从分项指标来看, 1 月核心商品环比上涨 0.5%, 耐用品价格环比转正 (+0.3%), 其中家具 (+0.6%), 娱乐商品 (+0.6%) 环比大幅上行, 二手车价格环 (-2.0%) 继续下降。另外, 非耐用品环比大幅回升, 1 月录得 +0.7%, 较 12 月增加 0.5 个百分点, 其中服装 (+0.7%) 延续上涨趋势。核心商品价格大幅回升、耐用品价格环比转正反映美国商品消费韧性较强, 未来通胀压力或有隐忧。

核心服务价格环比上涨 0.6%, 租金环比增速仍高但边际略微放缓。1 月核心服务价格环比录得 +0.6%, 较 12 月 (+0.5%) 再度上行, 其中, 受 1 月出行持续火热的影响, 交通服务价格环比增加 1.1%, 娱乐价格 (+0.7%)、餐饮价格 (+0.7%) 也均有明显增长。此外, 租金价格环比为 +0.7%, 略低于 12 月的 0.8%, 但仍处高位。受考虑到房价领先住房分项 14 个月, 而房价同比增速已于 2022 年二季度见顶, 同时领先住房分项 12 个月的新签约租金已持续 8 个月回落, 我们预计住房 PCE 分项于 2023 年二季度见顶。

尽管 1 月 CPI 回落速度放缓已经给出了预期, 但 1 月 PCE 和核心 PCE 数据双双超预期上行还是令市场对美国通胀的担忧加剧, 尤其是看到核心商品再度大幅上行, 房租等“粘性通胀”核心服务消费仍强。考虑到美国目前消费韧性仍强, 服务业需求强劲, 美国经济“软着陆”概率上行, 但也暗示下半年通胀或难以快速回落。预计在 2022 年的高基数影响下, 2023 年上半年通胀同比有望维持回落趋势, 但通胀在 2023 年下半年或难以快速回到落至 3%。此外, 劳工市场供给紧张能否有效缓解、中国复苏对全球需求提振以及对大宗商品价格的影响也是后续美国核心通胀能否持续下降的关键边际变量。

图表 5：美国 1 月 PCE 数据超预期上行



数据来源：Wind

(3) 欧美 PMI 均有所反弹，服务业恢复更加明显

2月21日，标普全球公布2月美国Markit PMI初值，由于成本压力有所缓和，美国制造业PMI改善但仍处于收缩状态从1月的46.9%升至47.8%，高出市场预期的47.2%，为近四个月来的最高水平。2月服务业PMI初值从46.8%升至50.5%，远高于市场预期，创2022年6月以来新高，也是6个月来首次站在荣枯线，或与最近反常的温暖天气有关，其中就业分项指数升至51.5%，支付价格分项指数升至2022年10月以来新高，市场对劳动力需求依然强劲。受到服务业回暖的推动，美国2月综合PMI指数攀升3.4个点至50.2，创八个月来最高。前瞻数据显示出服务业需求仍强劲，劳动力工资增长可能使得通胀居高难下，这将增加对更高利率的呼声。

2月21日，标普全球旗下IHS Markit公布的数据显示，2023年2月欧元区制造业PM初值录得48.5%，不及预期49.3%，较上月的48.8%略有下降，在连续四个月上升之后首次回落，打破了逐步复苏的趋势，连续八个月低于荣枯线。2月Markit服务业PMI初值录得53.0%，高于预期51%和前值50.8%，为近8个月以来新高，较上月回升1.2个百分点，可见欧元区服务消费依然强劲。2月综合PMI初值录得52.3%，高于预期50.6%与前值50.3%，为近9个月新高。此外，欧元区2月ZEW经济景气指数录得29.7，较前值16.7提高13个百分点，为2022年2月以来新高。其中，德国2月制造业PMI从前值的47.3%降至46.5%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52709

