

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美联储加息中止预期增强，社融偏弱拉升降息预期

——大宗商品宏观&中观周度观察20230115

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **美联储激进加息进入尾声，市场基本确认本次议息会议加息25bp。**近期多位联储官员发言，核心总结为1) 尽管通胀回落，但仍然保持高位且远离目标，预计通胀回落至2%需要“数年”；2) 受薪资支撑，除房租核心服务通胀或保持韧性，预计持续一个季度，通胀回落或不顺畅；3) 预计峰值利率高于5%，并且将保持这一水平一段时间；4) 后续加息幅度“是时候转向25bp”。预计联储进一步放缓确认，美联储激进加息料进入尾声。从加息预期曲线来看，短端加息放缓基本确认，长端相对大幅回落或显示市场经济悲观预期，**市场仍然与联储维持“5%以上”的利率“很长一段时间”存在偏差。市场“鸽”派预期或短期提振风险资产，是否形成趋势仍有待经济数据与联储实际行动确认。**
- **美国12月CPI核心CPI6.5%、5.7%，符合预期。**细分项目中，能源、商品同比贡献继续回落，食品维持韧性但边际转冷，服务项目仍是通胀主要支撑。从环比来看，商品通胀连续环比回落，而房租与除房租核心通胀环比仍为正。**后续通胀不确定性在于除房租服务通胀。**从通胀三大部分来看，**商品：**结合近期制造业PMI数据、二手车价格指数，预计商品通胀进一步回落；**房租：**由于美国房价指引房租通胀，房租通胀后续走势不确定性有限，预计年内见顶；**美国通胀不确定性或主要在于除房租核心通胀：**一方面经济景气回落拖累劳动力需求，主导劳动力市场进一步宽松；另一方面，美国劳动力人口仍然存在缺口，劳动力市场依然紧俏。联储预计失业率将升至4.5%左右，预计联储采取“不受欢迎措施”迫使劳动力市场宽松，并缓解薪资压力。综合三者，美国通胀年内下行较为明确，开启漫长“回归”之路。在通胀尚未达标之前，联储或停止加息观望，但转向仍取决于经济收缩程度。
- **美国1月消费者信心大幅上升至68.6（预期60，前值59.4），消费者通胀预期由4.4%下降至4.0%，美国消费者信心或完成筑底。**信心边际向好或主要受到通胀进一步回落提振。随着各类因素带来的商品溢价逐步回落，消费者通胀预期的降温或带来后续需求端的边际缓和，但该向好或受到生产供给端的修复程度限制。从细分来看，截至1月，认为当前财务状况同比恶化占比回归半数以下。财务状况感知好转或将带动耐用品与购房景气筑底回暖，供给端能否从容应对也将决定后续通胀走势。

- **欧央行预计核心通胀维持韧性，但相对美国更乐观，欧央行鹰派发言或为支撑欧元的预期管理。** 欧央行简报指出，欧央行预计通胀2023-2025回落路径为6.3%、3.4%、2.3%，核心通胀将持续保持2%以上水平。简报指出，核心通胀韧性来自于高能源价格的滞后传导与欧元走弱，以及超出历史趋势增长的薪资。结合食品通胀，欧央行预计能源价格回落带来的通胀下行动力将被抵消。另外，简报还指出，美国劳动力市场相对欧元区更为紧俏，欧央行认为主要区别在于老龄男性劳工退出程度差异，并且美国劳工退出程度在年龄与行业维度下更为广泛，因此欧洲核心通胀压力相对乐观，欧央行鹰派失去部分支撑，其官员近期发言或为支撑欧元的预期管理。

- **社融：社融持续偏弱，回暖仍需时间。** 12月新增社融1.31万亿元、预期1.85万亿元；社融增速9.6%、较上月回落0.4%。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情放开后各个领域均受到供给以及需求的双重冲击；（2）地产销售持续偏弱。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅收窄。** 公共财政收入增速上升主要是因为税收统计的滞后效应和去年的低基数。财政支出端的恶化主要是因为下半年政策性开发性金融工具助力基建扩张，基建类支出暂无维持高增的必要性。
- **地产：投资创年内新低，到位资金进一步恶化。** 近期针对地产融资以及资金来源连续出台多项宽松，包括“第二支箭”、楼市金融十六条以及优化预售资金监管等。其中楼市金融十六条对房企融资显著提升信心。从该政策的细则来看，“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”等条例均纷纷指向对从前房地产的投资主力——民企提供实质的资金支持，进一步提高对保交楼以及信用违约问题缓解的预期，当前来看整体推进节奏仍然较慢。
- **制造业：增速仍有韧性，工业利润承压。** 11月制造业增速下行可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。
- **社融偏弱拉升降息预期，各省明年GDP目标均值超过5.5%。** 本次社融虽企业中长贷实现同比高增，但更多是因为信用债融资成本过高使得企业融资方式出现转移，若从总量来看并无明显变化，反映出当前实体经济积极参与经营的热情仍处低位，后续或需要通过降息拉动企业信心。本周各省公布的GDP目标均值超过5.5%，预计明年经济修复形势较好。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量有所下滑

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**考虑到当前防疫政策优化后，社会面阳性病例增多，下游项目赶工进度明显受影响，使得本周螺纹表观消费再度下滑，预计春节前下游需求仍持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求下滑，库存开始累库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**近期实物工作量有所回落。
- **挖机与重卡：**12月挖机销量出现显著下滑，背后的主要原因是标准升级前国三设备销售最后窗口期提前预支终端部分需求，此外进口增速在保持高增一年后也出现一定回落。

■ 制造业景气度跟踪：11月以来汽车销量增速进一步下跌，空调排产显著修复，内贸集装箱吞吐量同比显著回升

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着“金九银十”接近尾声，钢铁、冶炼、水泥等行业企业将迎来错峰生产，工业用电面临回落。
- **汽车：**由于近期各地疫情反弹，经销商闭店的比例在上升，市场展厅流量和订单情况出现较大影响，年底汽车消费需求释放出现一定风险和不确定。
- **家电：**根据空调排产数据，12月空调产量同比小幅下降，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口：**11月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比显著回升，但考虑到韩国12月出口数据跌幅仍接近10%，反映当前外需压力仍然较高。

■ 总结：

- **进入10月以来，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销11月份的数据进一步下滑，11月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面结合邻国出口跌幅仍接近10%，当前外需压力较高。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况偏弱。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **欧美通胀放缓，美联储加息收尾**

美国宏观&中观 **通胀符合预期，加息放缓确认**

欧洲经济 **通胀相对乐观，加息或将持续**

疫情跟踪 **全球疫情好转**

一、海外总览：欧美通胀放缓，美联储加息收尾

- 美国方面**，近期联储官员发言表示，预计通胀回落至2%需要“数年”，除房租核心服务通胀或保持韧性；预计峰值利率高于5%，并且将保持这一水平很长一段时间。预计加息进一步放缓确认，美联储激进加息料进入尾声。美国12月CPI核心CPI6.5%、5.7%，符合预期。细分项目中，能源、商品同比贡献继续回落，食品维持韧性但边际转冷，服务项目仍是通胀主要支撑，后续通胀核心关注为受劳动力市场影响的除房租核心服务通胀。美国1月消费者信心大幅上升至68.6（预期60，前值59.4），消费者通胀预期由4.4%下降至4.0%，美国消费者信心或完成筑底。
 欧洲方面，欧央行预计通胀2023-2025回落路径为6.3%、3.4%，2.3%，核心通胀将持续保持2%以上水平。核心通胀韧性来自于高能源价格的滞后传导与欧元走弱。由于劳动力市场紧俏程度相对美国更乐观，欧央行鹰派发言或为支撑欧元的预期管理。

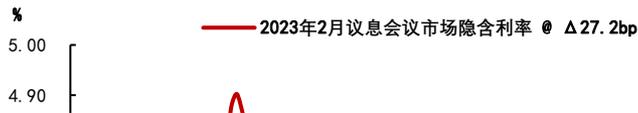
全球制造业PMI

制造业PMI	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
全球	48.6	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3
美国	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8
欧元区	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
德国	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4
法国	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6
意大利	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62
爱尔兰	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
希腊	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
西班牙	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
澳大利亚	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
英国	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
日本	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
中国	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4
印度	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9
巴西	48.9	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3
俄罗斯	47	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3
南非	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5
越南	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8

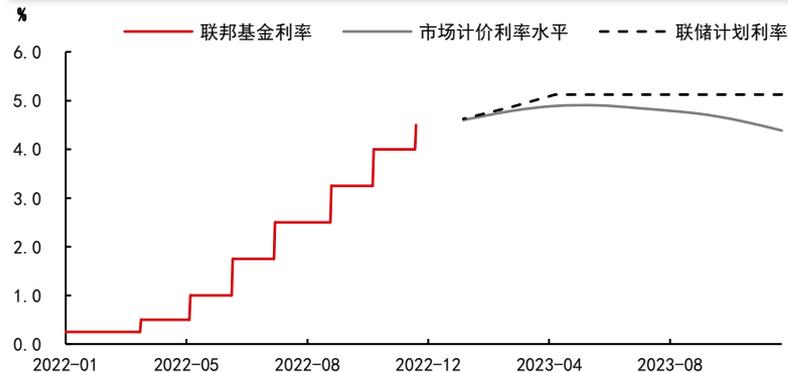
二、美联储加息预期观测：美联储激进加息进入尾声

- 美联储激进加息进入尾声，市场基本确认本次会议加息25bp。近期多位联储官员发言，核心总结为1) 尽管通胀回落，但仍然保持高位且远离目标，预计通胀回落至2%需要“数年”；2) 受薪资支撑，除房租核心服务通胀或保持韧性，预计持续一个季度，通胀回落或不顺畅；3) 预计峰值利率高于5%，并且将保持这一水平一段时间；4) 后续加息幅度“是时候转向25bp”。预计联储进一步放缓确认，美联储激进加息料进入尾声。从加息预期曲线来看，短端加息放缓基本确认，长端相对大幅回落或显示市场经济悲观预期，市场仍然与联储维持“5%以上”的利率“很长一段时间”存在偏差。市场“鸽”派预期或短期提振风险资产，是否形成趋势仍有待经济数据与联储实际行动确认。

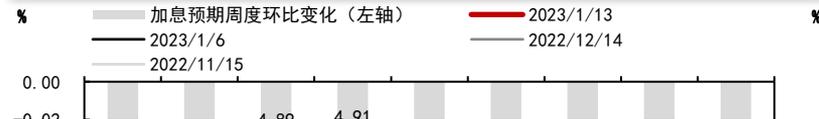
市场基本确认2月加息25bp



市场预期与联储计划仍然存在偏差



加息预期曲线整体下移



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_51501

