



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



分化

——一季度宏观经济回顾及二季度展望

成文日期：2023 年 3 月 28 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长
从业资格号：F0311865
投资咨询号：Z0011822
Email: jiangxh@hsqh.net

摘要

站在一季度末看未来一段时间，笔者延续 2023 年年度展望报告得出的结论基础上观察当下国外经济特点，国内经济的库存周期位置。认为，当下及未来一段时间，国内外经济将呈现结构分化的特点。

国外实物需求的回落、服务需求的强劲是其一分化，而这使得海外服务项通胀高企，通胀回落幅度可能不及预期，美联储为代表的央行在抗通胀目标下继续加息或维持高利率的时间拉长，反过来强化实物需求的回落，迫使服务需求的向下，通过压制总需求遏制通胀。这将使得本处于下行周期的海外经济继续向下。

海外经济下行施压国内经济。虽然国内相对国外有物价较低、资金利率较低的成本优势，目前的库存水平来到极低值，但受国内外风险因素的影响，国内经济弱复苏，呈现结构分化的特点。地产投资有复苏但前后端分化，销售恢复力度不足，制造业投资和外需受海外需求回落预期存下滑预期，内需有改善，但汽车消费受车补政策退坡而承压，货币供应充足然而融资信心不足。

总体来看，分化将是未来一段时间国内外宏观经济呈现的特征，“不一致性”将会是这个阶段投资的特征，度过“柳暗”才能迎来“花明”。

一、前言

在 2023 年的年度展望中，笔者从库存周期的角度分析了国内现阶段周期的位置、价格、利率、驱动因素以及国际影响因素，当时得出的结论：中国 2020 年以来的库存周期处于下行阶段的末端，并且中国的库存周期领先于欧美，欧美库存周期处于下行阶段中，对中国开启新一轮库存周期存在抑制效应，中国将提前于欧美开启新一轮库存周期，随着欧美库存周期下行阶段的减弱，中国库存周期将逐渐由抑制阶段过渡到扩张阶段。

站在一季度末，我们再来观察当下国内库存周期的位置以及国内外因素是否足够驱动国内经济向上。分析认为，当下国内的库存周期仍然处于下行到上行的转折过渡期，海外仍需关注通胀回落的幅度、加息的力度、衰退的程度三方面因素对国内经济的影响，国内经济尽管有所修复，但呈现结构分化的特点。展望二季度，无论从国内还是国外来看，结构和分化仍然是经济修复期的主线，什么时候形成一致性是需要重点关注的时间节点。

二、海外：通胀、加息和经济的分化

（一）通胀的分化：能源、商品项回落，核心服务项坚挺

从 CPI 整体来看，美国 CPI 同比从高点开始回落，2022 年 7 月至 12 月、2023 年 1 月、2 月 CPI 同比分别回落至 8.5%、8.3%、8.2%、7.7%、7.1%、6.5%、6.4%、6%。

但从结构来看，能源和商品项回落是导致 CPI 同比回落的主要因素，食品和服务项仍然表现坚挺，尤其是服务项。2 月核心服务项同比增长 7.3%，同比增幅较上月 7.2% 扩大 0.1 个百分点，仍呈现扩大趋势。

房租项、娱乐项、教育和通信服务项同比增幅居高不下，呈现扩大趋势，后二者同比增幅加速扩大。

由于美国的就业及服务需求强劲，核心服务项表现坚挺，通胀回落的幅度可能不及预期。

图 1： 美国 CPI 当月同比及各大分项当月同比

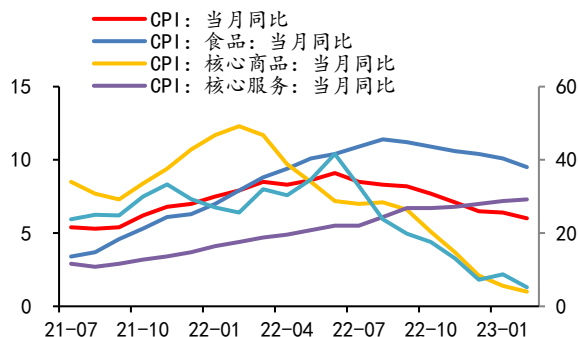
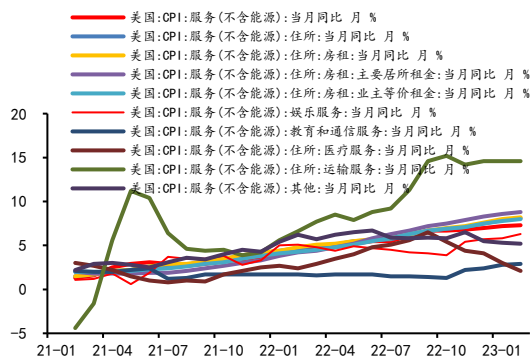


图 2： 美国核心服务项分项当月同比



数据来源：Wind，徽商期货研究所

（二）海外经济分化：就业、服务需求强劲，实物需求回落

1. 就业数据依然强劲

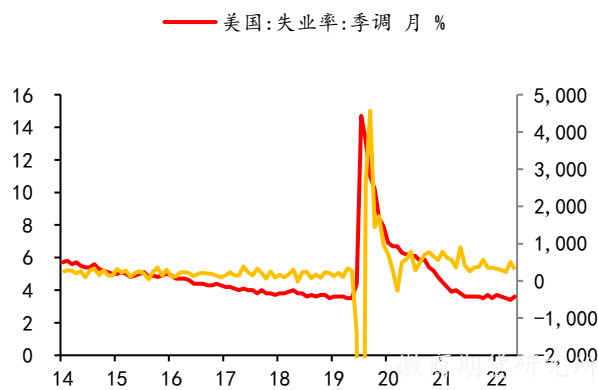
美国的非农就业职位空缺数居高不下，反映劳动力市场供需的不匹配，整体呈现供不应求。

在就业市场紧张情况下，非农就业表现超预期，1 月非农就业 50.4 万人，远超预期和前值，2 月 31.1 万人，同样也是超预期，但较前值明显回落，失业率 2 月抬升至 3.6%，虽然有所上升，但该失业率数据位于历史极低值水平。

图 3： 非农就业职位空缺数



图 4： 非农就业与失业率



数据来源：美国劳工部，Wind，徽商期货研究所

2. 实物和服务需求分化

美国服务业需求强劲，实物需求表现较弱。

ISM 非制造业 PMI 指数低位回升，1 月从 49.2% 上升至 55.2%，2 月至 55.1%。ISM 制造业 PMI 指数从 12 月的 49.2% 下降到 47.4%，2 月略微反弹至 47.7%。

耐用品新增订单同比从 2021 年 5 月开始回落，1 月前维持在 10% 左右的震荡区间，2 月同比跌落至 2.25%。

图 5: ISM 制造业和非制造业 PMI

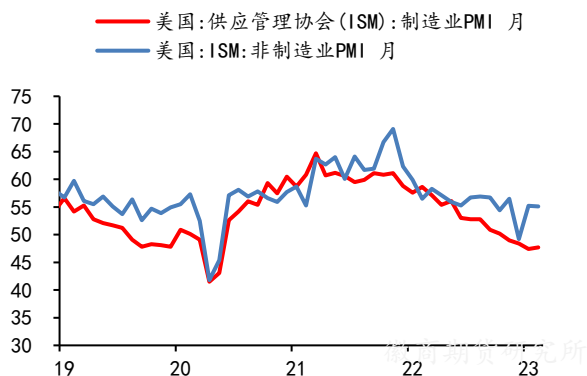


图 6: 美国耐用品新增订单



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

2022 年以来，伴随着美联储坚定的打击通胀，不断激进加息，按揭贷款利率的快速飙涨，30 年期房贷利率在去年 10 月达到 7.3% 的峰值，令美国房地产市场大幅降温，导致销售下降、房价承压。

图 7: 美国 15、30 年期抵押贷款固定利率

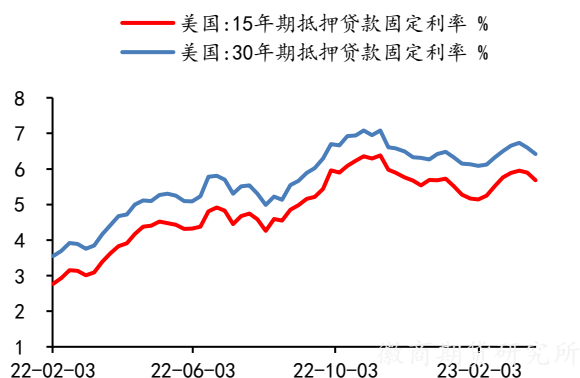
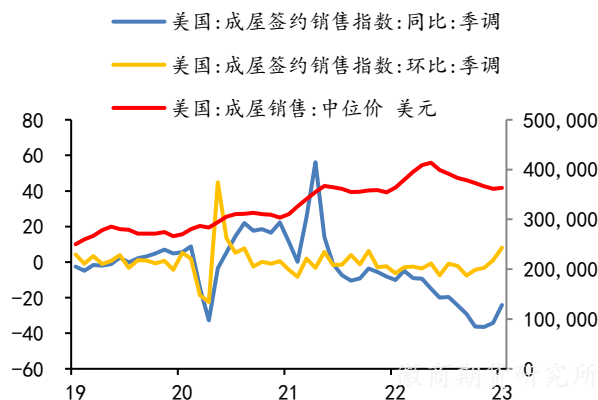


图 8: 美国成屋销售和价格



数据来源: 美国劳工部, wind, 徽商期货研究所

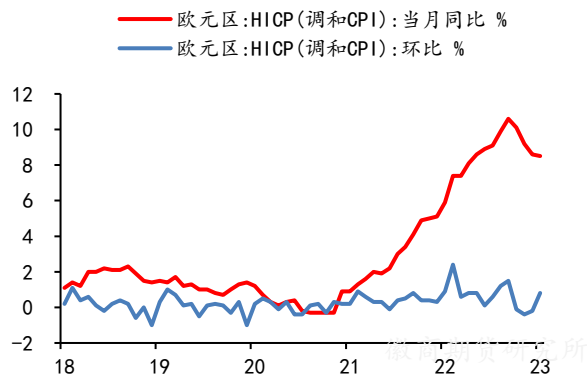
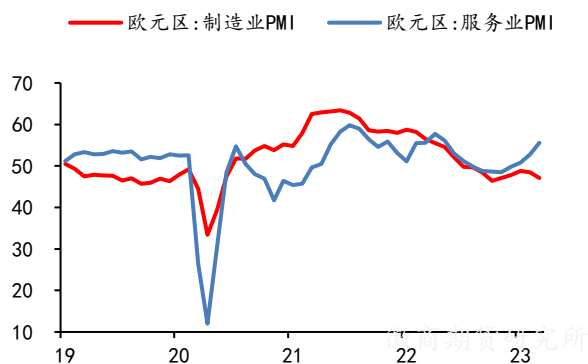
欧洲服务业和制造业表现分化，通胀高位。

欧元区 3 月制造业 PMI 延续下行趋势，录得 47.1%，连续 9 个月在收缩区间以下，3 月

服务业 PMI 延续上行态势，3 月录得 55.6%，摆脱 2022 年三、四季度持续 5 个月的低迷。与美国相比，欧洲的通胀有过之而无不及，表现在通胀回落的时间滞后于美国，回落的幅度不及美国，2 月欧元区调和 CPI 依然录得 8.5% 的记录高位。

图 9：欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI

图 10：欧元区通胀



数据来源：wind，徽商期货研究所

（三）加息面临两难

近期爆发的硅谷银行破产事件引发市场恐慌，美联储发声维护市场稳定，加息预期回落。联邦基金利率期货反映的 5-12 月加息预期快速回落。

目前的加息预期较事件发生前整体有所下修，同时从联邦基金利率隐含加息路径来看，市场倾向于 5 月加息一次后开始降息。

但目前就业和服务需求表现强劲的支撑下，核心服务通胀依然顽固，美联储抗击通胀的决心依然没有大的改变，恐慌过后还是得回归现实，在事件的风险不进一步扩散情况下，倾向于加息预期上修，降息预期下修，维持高利率的时间可能将高于市场预期。

图 11: FED 加息预期

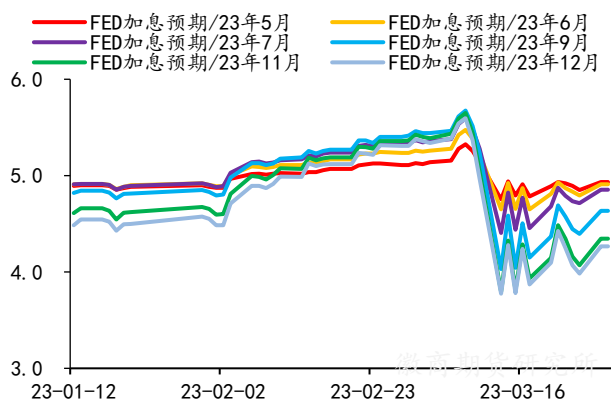
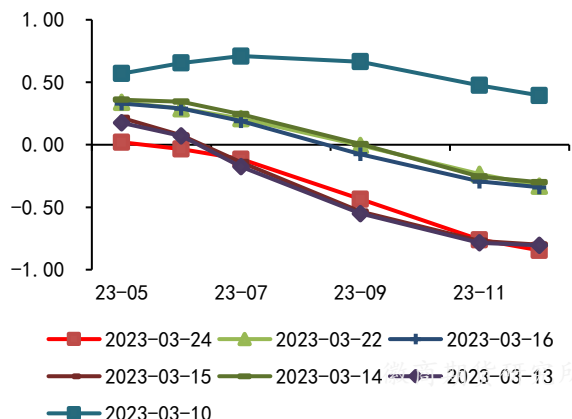


图 12: 联邦基金利率隐含加息路径



数据来源：美国劳工部，wind，徽商期货研究所

（四）周期错配

中国的2020年这轮库存周期起步最早，于2020年3月开始，到2021年1月达到顶点后回落，于2021年9月达到阶段新低，但后续的反弹未能创出新高，于2022年2月开始快速下行，并于2022年6月达到相对低点。

美国的2020年这轮库存周期起步于2020年6月，到2021年5月达到阶段高点，而后开始回落，于2021年11月低位反弹，并于2022年4月达到顶点，目前已进入收缩区间，处于下行趋势中。

图 13: 中美欧工业生产缺口



数据来源：wind，徽商期货研究所

欧洲的2020年这轮库存周期与美国同时起步于2020年6月，先于美国在2021年4月

达到顶点，随后开始回落，与美国同步于 2021 年 11 月低位反弹，但力度远不如美国和中国，在 2022 年 5 月达到次高，后快速回落。

总的来说，2020 年以来的这轮库存周期，中国起步先于美欧国家 3 个月，同时经历了繁荣，达到 2021 年顶点的时间早于欧洲 3 个月，早于美国 4 个月，达到阶段低点的时间也比欧美国家要早，但随后的反弹，美国的经济繁荣创出了新高，中国的经济历经反弹，但没有创新高，欧洲表现最差。

如今，欧美经济开始回落，中国库存周期达到阶段低点后反弹，欧美库存周期的回落会对中国经济的触底反弹形成抑制。

（五）小结和展望

综上，欧美通胀、经济呈现分化格局。一方面，实物需求的回落导致能源、商品价格回落，对通胀构成趋势回落的主要贡献；另一方面，就业和服务需求的强劲对服务价格构成支撑，抵抗通胀回落的趋势。与此同时，银行风险频出给本就“冰火两重天”的海外经济增添了一道“闪电”。美联储加息面临两难，如果进一步加息或者持续维持高利率，可能给本就处于回落趋势的实物需求造成进一步的压力，同时在银行风险未平息的情况下给市场添加更多的金融风险，尽管服务需求强劲，但总需求的回落必然使得经济整体下行。如果不进一步加息甚至改为降息，实物需求可能反弹，服务需求向上加速，通胀可能继续上行，这意味着美联储“自废武功”。综合来看，在当下高通胀依然持续情况下，美联储抗击通胀的决心不会轻易改变，在此预期下，实物需求的继续回落和服务需求的压制成必然，海外经济的进一步下行将可能持续，直到服务通胀见顶回落，那么，海外经济周期的下行延续将势必继续对国内复苏造成压力。

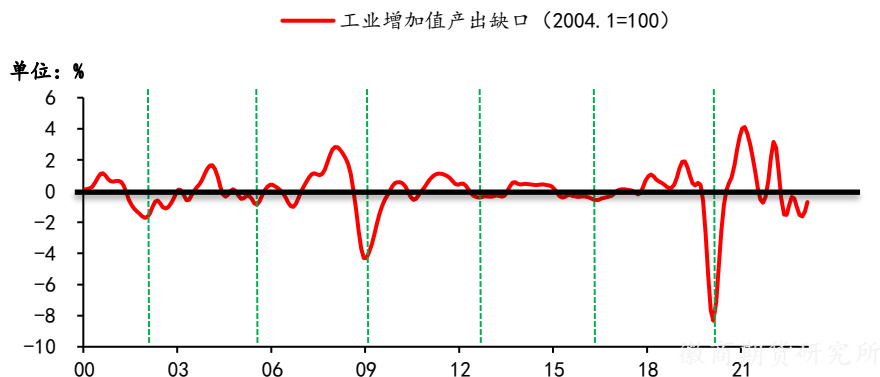
三、国内：预期向现实的回归

自 2022 年 12 月疫情放开以来，市场对国内经济复苏给予了厚望，在强预期下，各类资产的价格开启了长达一个季度的反弹，但 3 月份发布的 1-2 月的经济数据呈现出结构分化的特点，现实面前市场不得不对之前的“强预期”做出调整。

从周期角度观察，我们仍然认为未来新一轮库存周期的开启判断不变。站在当下，我们通过回顾过去的的数据，观察当下处于周期的什么位置，以及驱动力量是否充分。

（一）周期的位置

图 14：库存周期



数据来源：Wind，徽商期货研究所

从 1999 年起算至 2020 年，中国经历了 6 轮库存周期。以 21 年时间算，1999 年到 2020 年，平均一轮库存周期从上行开始到下行结束持续时间约 42 个月，最短 31 个月，最长 48 个月。

目前处于新旧库存周期的转换期，经济周期呈现底部特征。

（二）现阶段量与价的特点

2 月 PPI 录得-1.4%，刷新 PPI 高位下跌以来的新低，CPI 当月同比 1%，较预期和前值低。

2022 年 8 月，1 年期国债收益率位于近 2 年来的低点 1.56%，比 2016 年 6 月的低点低，与 2015 年的低点接近，高出 2020 年的低点。

当前的物价和利率水平足够低。

根据价格领先于量的规律，当前物价下行指向从旧到新一轮周期的底部可能还会持续一段时间。

图 15: 工业增加值产出缺口与 CPI、PPI

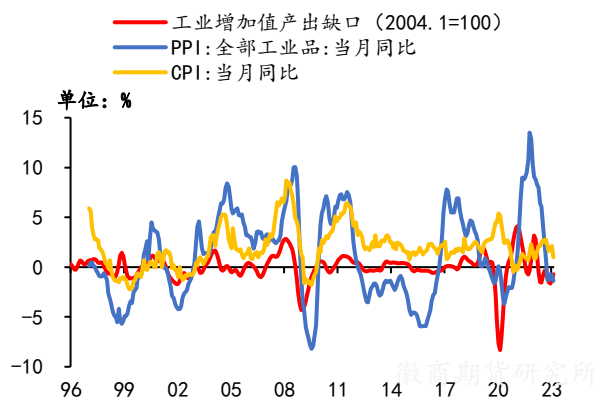
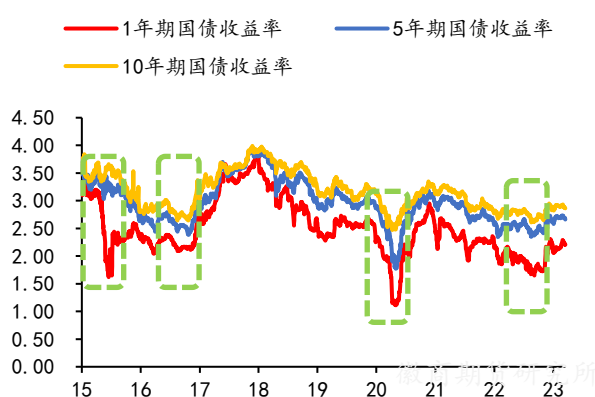


图 16: 国债收益率



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

（三）驱动力量强度分化

1. 库存

要开启一轮补库周期，下游的库存必然要降至低点，需求的提升才能推动下游补库的动作。在此，我们采用对比分析，通过 PMI 相关分项指标比较上中下游相对强弱，得出：中游的生产开始有向上迹象，带动原材料库存的补库，采购价格作为领先指标有拐头迹象，反映下游的需求向好，产成品库存趋于下降，库存周期呈现被动补库特征。

首先，产库比 1 月开始有所拐头，反映需求有所提升。

其次，新订单指数从 2022 年 12 月低点抬升，采购量增加，企业生产积极性提升，生产指数低位回升。

第三，PMI 原材料库存指数上升，产成品库存指数下降，反映需求向好，企业库存被动降低。

最后，根据历史规律，PMI 采购价格指数约领先于 PPI 指数 1 到 2 个季度，PPI 指数领先于产成品库存指数约 1 个季度。当前 PMI 采购价格指数于 2022 年 10 月跌落至长期均衡水平后企稳反弹，按照 2-3 个季度计算，下游库存将于 4 月-7 月见底回升，迎来下游补库期，库存周期将开始掉头转上。

图 17： 产库比

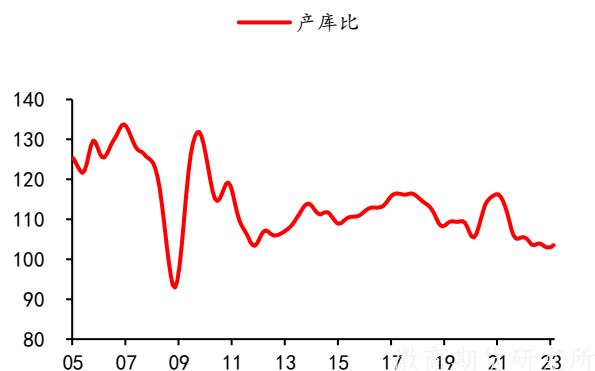


图 18： PMI 订单、采购、生产



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

图 19： PMI 原材料库存、产成品库存

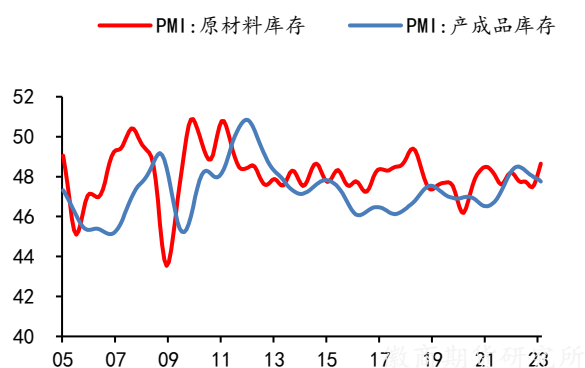
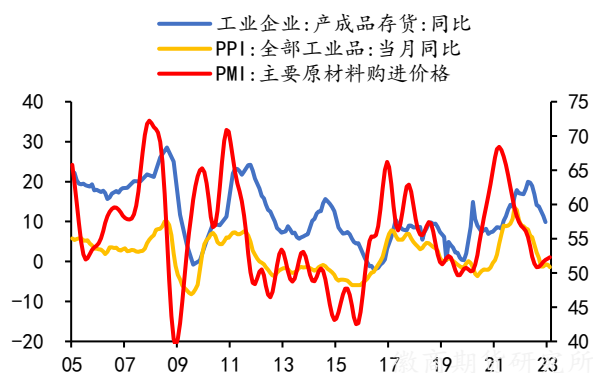


图 20： PMI 原材料采购价格、PPI 和产成品存货



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

2. 房地产投资

房地产开发投资累计同比 2 月录得-5.7%，较去年全年累计同比降幅-10%缩窄 4.3 个百分点，反映房地产投资在“三支箭”政策支撑下下滑速度有所减缓，但并未回到正增长。

房地产开发投资完成额的提升主要得益于土地购置费和安装工程的提升，反映房地产后端投资的提升，但建筑工程仍然录得下滑。

图 21：固定资产投资与房地产投资

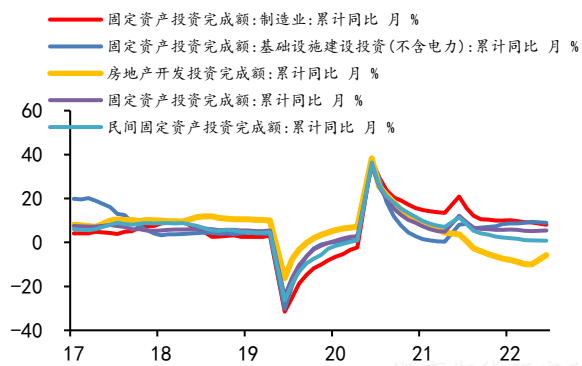
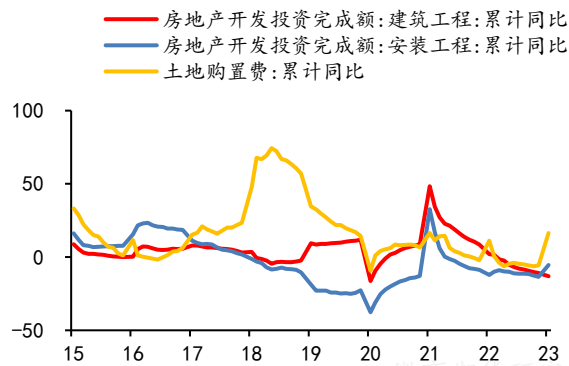


图 22：房地产投资分项累计同比



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

房地产竣工面积大幅提升，2 月回到 8% 的正增长，反映房地产投资后端需求的提振。

房地产新开工面积虽有大幅提升，2 月累计同比降幅缩窄 30 个百分点至-9.4%，但仍然位于负增长，施工面积累计同比降-4.4%，降幅缩窄 2.8%，改善不明显。

从三者的趋势指标来看，结论亦然。新开工有改善，但未扭转下行趋势，竣工改善较为明显，施工改善不明显。

图 23：房屋新开工、施工和竣工累计同比

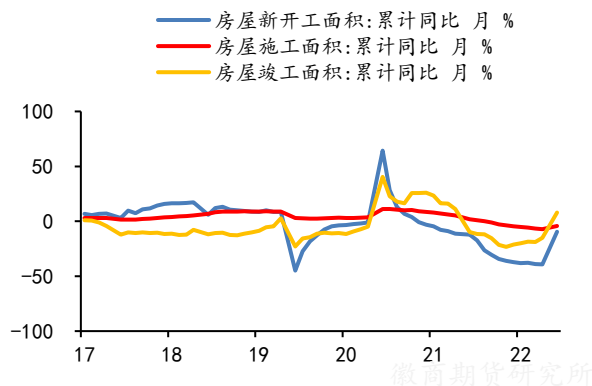
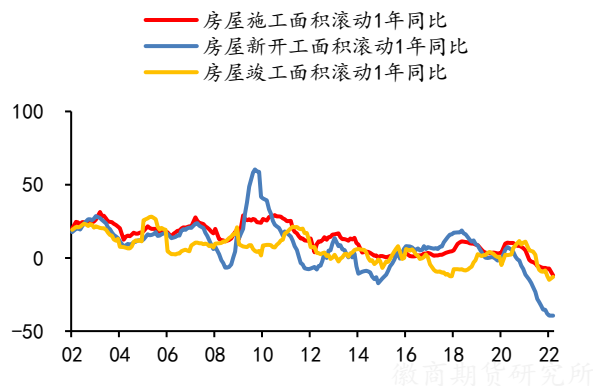


图 24：房屋新开工、施工和竣工滚动 1 年同比



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

贷款、自筹、利用外资和预售款、个人按揭贷款是房企四大主要资金来源，而预售款、个人按揭贷款是最重要资金来源。房企要稳定发展，销售是关键，销售决定投资。

图 25：房企资金主要来源

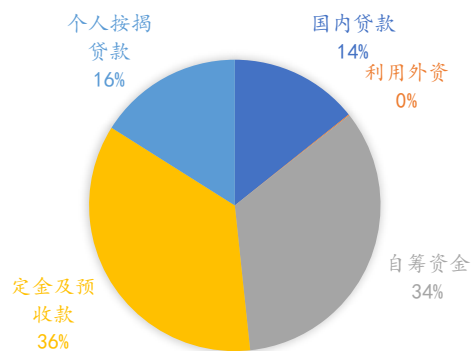


图 26：商品房销售与房地产开发投资



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

1-2 月，商品房销售额、销售面积、待售面积累计同比分别录得-3.6%、-0.1%、14.9%，较 2022 年全年累计同比分别改善 20.7%，26.6%和上升 4.4%。反映销售总体有所改善，但销售总体相比去年同期还是负增长。

开发商的开发资金改善并不明显。地产开发商资金总体来源以及个人按揭贷款资金来源累计同比均跌超 15%。

图 27：商品房销售额、面积和待售面积累计同比

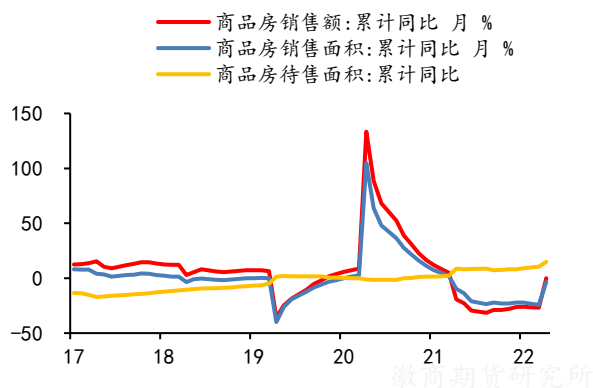
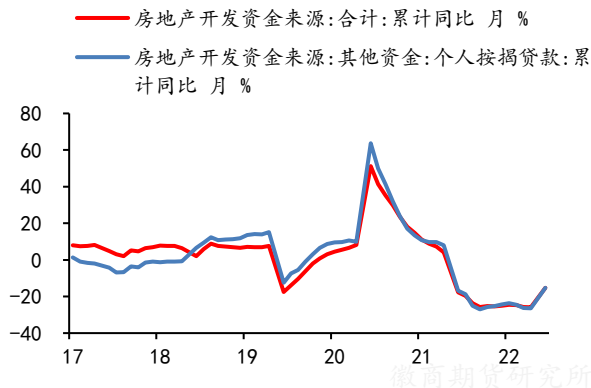


图 28：房地产开发资金来源累计同比



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

房价是领先销售的指标。

70 大中城市新建商品住宅价格指数环比回升，同比降幅缩窄至于-1.9%。二、三线城市同比降幅缩窄，一线城市同比增幅缩窄。

房价下跌城市个数不再增加，上涨个数略有减少，持平个数增加。

以上数据反映，地产销售总体有所改善，但相比去年同期来说改善并不太明显。投资

有所改善，但改善的多是后端，但现阶段开工、尤其是施工仍显乏力。后期需要关注国家层面的销售端的刺激政策是否出台。

图 29：70 个大中城市新建商品住宅价格指数

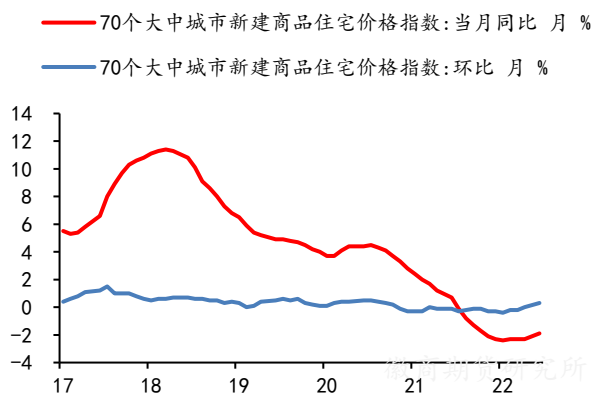
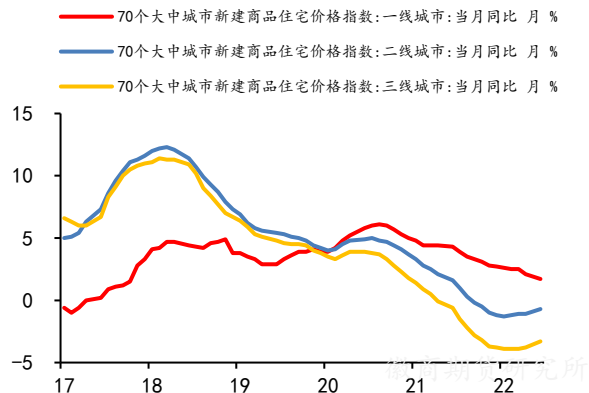


图 30：一、二、三线城市新建商品住宅价格指数

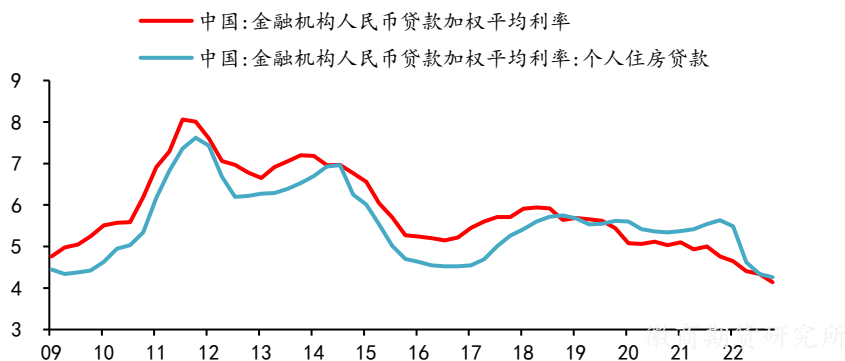


数据来源：Wind, 徽商期货研究所

2019 年前的过去十年中，个人住房贷款利率均低于平均利率，2019 年 4 季度以后，个人住房贷款利率高于平均水平，22 初开始有所下滑，但目前仍然高于平均水平。

后期如果要从销售端刺激房地产，有可能从下调个人住房贷款利率开始，重点关注国家是否出台相关措施。

图 31：个人住房贷款利率与平均利率



数据来源：wind, 徽商期货研究所

3. 非制造业投资和制造业投资

资本支出并非想象的那么强，制造业和非制造业并非想象那么强。

制造业经过 2 年 3 个月的上升，目前已显乏力态势。起于 2021 年四季度开始的非制造

业投资在 2022 年第三季度达到高点而后下行。

非制造业中，服务业较为景气，其它行业拐头迹象明显，尤其是采矿业和农业。与基建相关的交通、水利、电力投资也显疲态。

从短周期来看，资本支出经历近两年的复苏扩张后，有可能减速，对周期向上构成抑制。

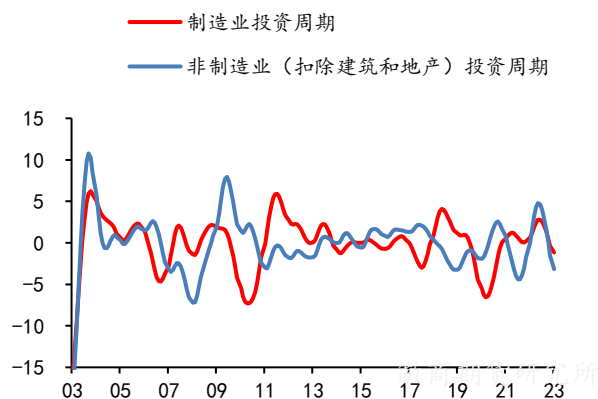
首先，政府投资可能减弱。政府财政赤字逐年上升，土地收入下滑，财政收入增速减弱抑制政府投资力度。

其次，海外经济减速，海外产业链修复以及产业链的转移，国内出口需求将减弱，对国内制造业投资构成抑制。

图 32：资本支出周期



图 33：制造业和非制造业投资周期



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 34：非制造业分项投资周期

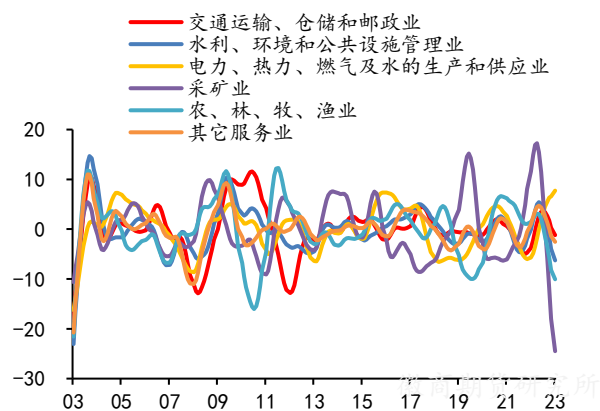
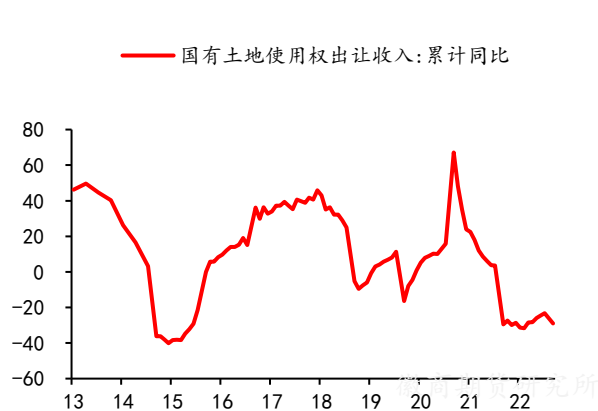


图 35：国有土地使用权出让收入



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 36： 广义赤字

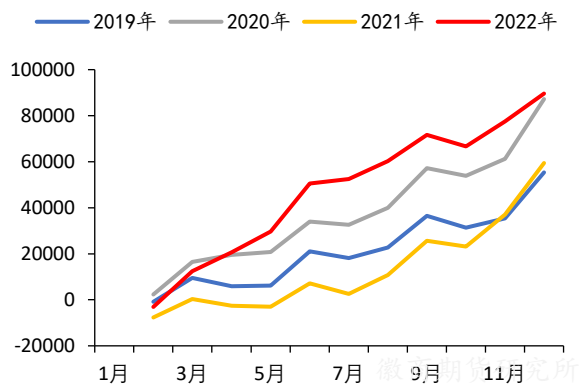
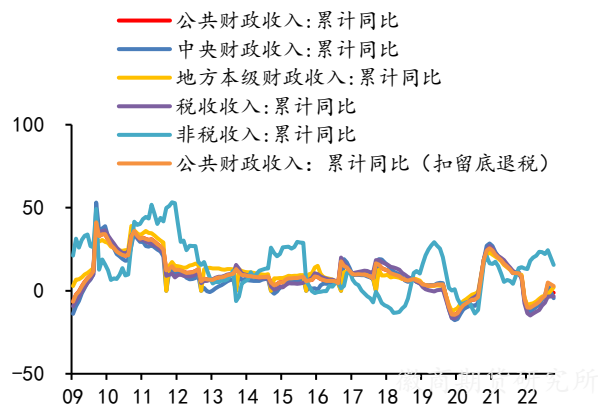


图 37： 公共财政收入



数据来源：Wind，徽商期货研究所

4. 货币

2月M2同比12.9%，反映当下货币供应充裕。

M1与M2的同比差值未见明显回升，社融与M2的同比差值仍然未见明显改善，反映企业的经营活动和融资需求不旺。

现阶段疏通信用传导是关键，货币供应不会大幅宽松。

图 38： 工业增加值与社融

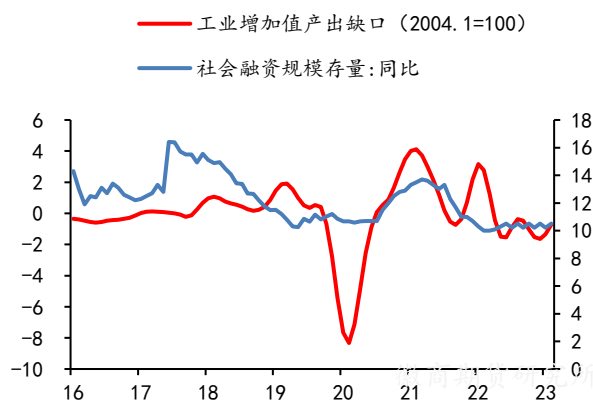
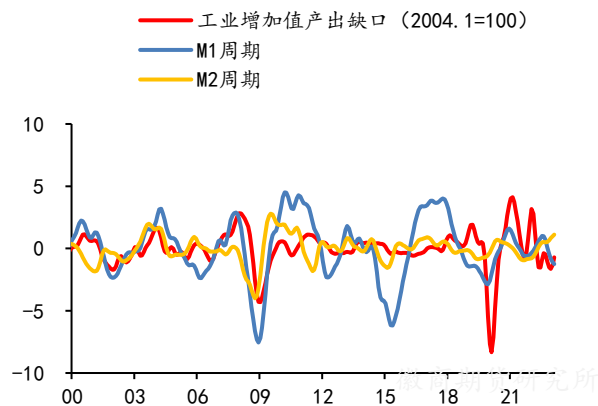


图 39： 工业增加值与M1、M2周期



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 40: M1、M2 同比及其差值

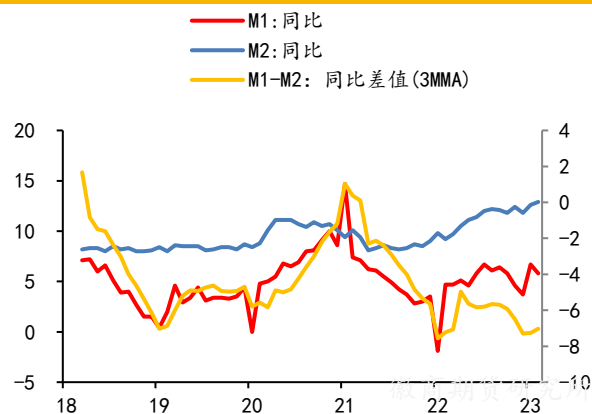
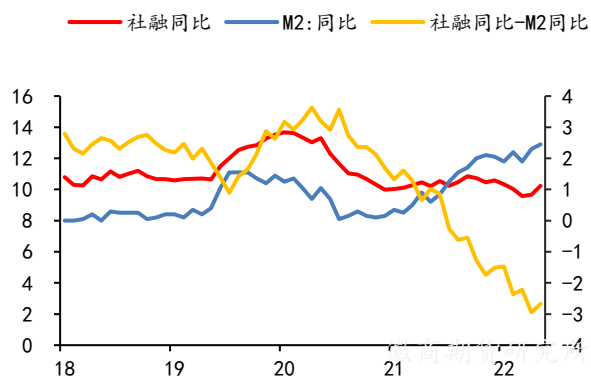


图 41: M2、社融同比及其差值



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

5. 出口

2020 年新冠疫情以来，出口曾经是支撑中国经济的一大亮点。海外经济失速对出口构成压力。中国出口集装箱运价指数欧美航线高位回落，反映出口的不景气。不过在欧美经济不及预期差情况下，中国 2 月外贸降幅整体有所收窄，但对美的进出口总值仍然录得下滑。

图 42: 中国出口周期与欧美产出缺口

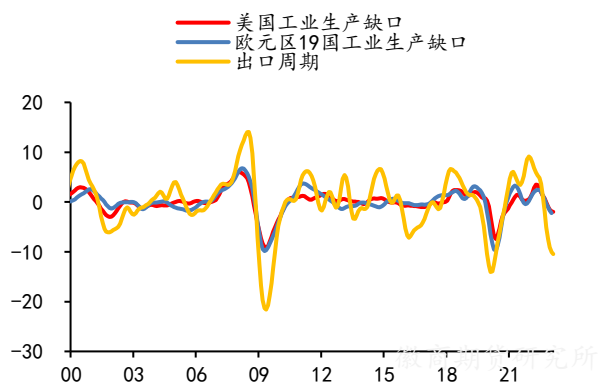
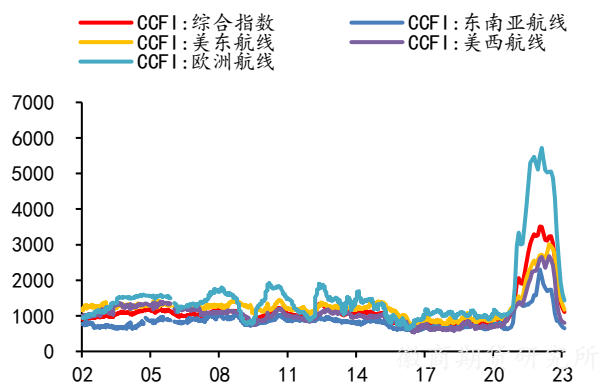


图 43: 中国出口集装箱运价指数



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

图 44: 中国进出口金额当月同比

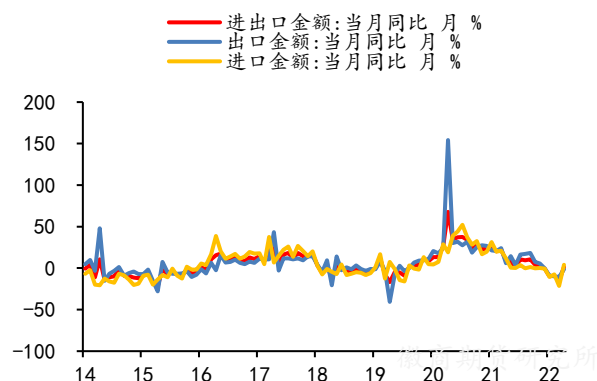
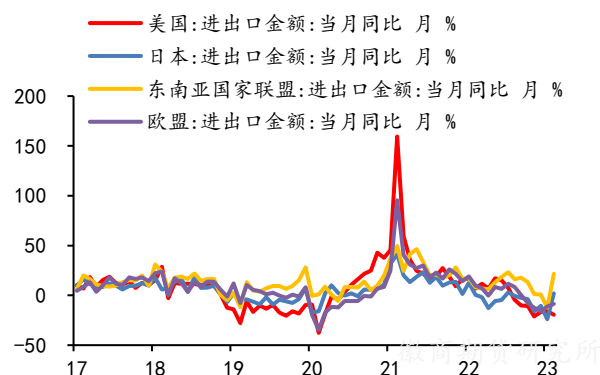


图 45: 中国对美、欧、日和东南亚出口



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

6. 消费

随着乘用车车补政策陆续退出, 汽车销售扩张周期相比高点已去甚远。汽车销售的下滑对消费构成抑制。

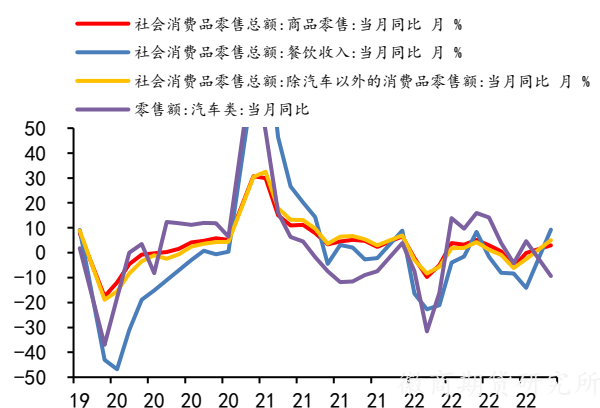
1-2月, 社会消费品零售总额录得3.5%, 较去年12月有较大分幅度提升, 但主要得益于疫情放开后餐饮消费、出行人数的增加带动, 汽车消费作为消费的重要占比项有较大下滑。

可选消费同比增长幅度不及整体消费增加, 反映疫后消费复苏不及预期。

图 46: 汽车销售周期



图 47: 社零分项



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

（四）小结与展望

总的来看，国内目前库存周期处于新旧转换期，物价和利率足够低，然而驱动力量整体不强，趋于分化。企业的库存相对生产处于低位。地产投资呈现前后端的不平衡，销售端的改善是重要关注点。非制造业和制造业投资受国内财政收入下滑、赤字上升以及海外经济下行存在下行压力。疏通信用是关键，货币方面可能视经济转好情况边际收紧。外需受海外需求特别是实物需求的下滑承压，内需受车补政策退坡改善乏力。

四、结论

站在一季度末看未来一段时间，海外通胀、经济仍然在未来一段时间表现分化。实物需求回落、服务需求坚挺，通胀回落同时服务项表现顽抗，使得美联储为代表的欧美央行在抗通胀目标下继续加息或者维持长时间的高利率水平，而这将进一步加深实物需求回落的幅度以及服务需求的下行力度，最终才有可能促使通胀下行。

在海外经济下行压力下，国内库存周期的底部时间拉长。虽然国内相对国外有物价较低、资金利率较低的成本优势，但受制于海外需求的下滑以及海外利率的高企，制造业投资、外需承压。过去两年的强基建刺激以及汽车消费刺激下，非制造业投资以及汽车消费要维持高位需要看到国内经济的快速复苏，政府部门、企业部门和居民部门收入改善，各部门的资产负债表改善。地产投资将逐渐走出 2022 年的阴霾期，但以稳经济为主，并不是政策倡导方向，因此，不能过于乐观。

总体来看，“分化”将是未来一段时间国内外经济呈现的特征，“不一致性”将会是这个阶段投资的特征，度过“柳暗”才能迎来“花明”。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

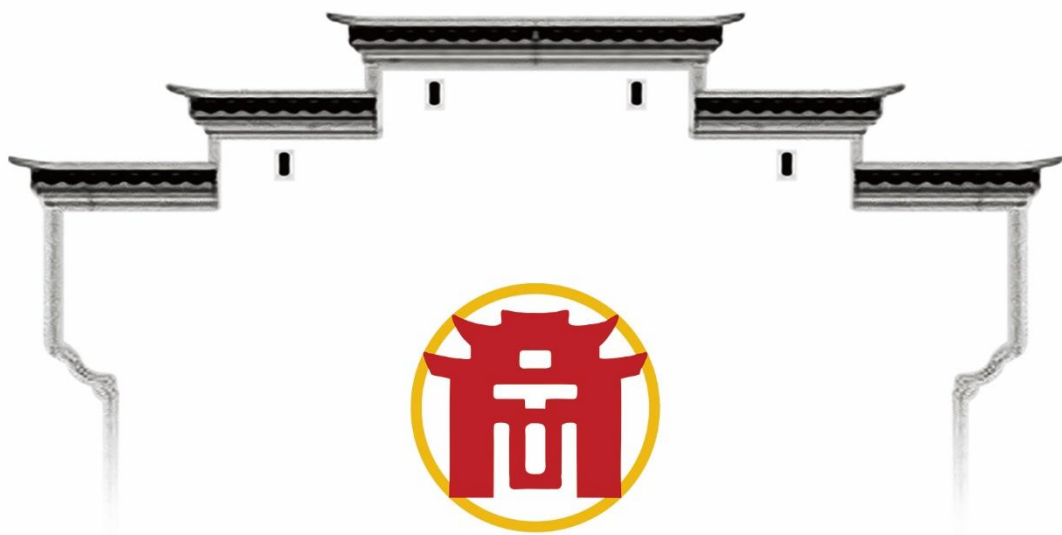
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061
电话：0551-62865913 传真：0551-62865899
网址：www.hsqh.net
全国统一客服电话：**400-8878-707**

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信