

中国 3 月金融数据超预期，美联储官员对利率路径展望存分歧



报告日期: 2023-04-12

责任编辑 方慧玲

从业资格号: F3039861

投资咨询号: Z0010565

Tel: 63325888-3907

Email: huiling.fang@orientfutures.com

外汇期货

美联储三把手放风：今年加息一次后暂停合理

美联储官员最新的表态出现分歧，鸽派官员明显谨慎，但是中性的官员维持加息一次的看法，政策平衡的矛盾在加剧，随着未来路径的不确定性，我们可以看到这种分歧加剧。

股指期货

中国 3 月份 CPI 同比 0.7%，PPI 同比-2.5%

高企的 M2 对通胀难有明显拉动，当前相较于担心通胀，更应该关注潜在通缩风险。刺激内需仍然是当务之急，PPI 下行仍将拖累企业利润率修复。短期内对股指影响偏空。

国债期货

3 月中国 M2、社融、新增贷款均超预期

虽然 3 月金融数据表现较强，且结构上较此前也有一定改善，但由于 M1 增速相对偏低，通胀数据不及市场预期，且近期地产销售、票据利率等高频数据表现一般，短期市场偏多。

贵金属

美联储古尔斯比：评估银行压力需要谨慎和耐心

昨日金价震荡上涨，美债收益率小幅上行，市场等待美国 3 月 CPI 报告，美联储多位官员发表讲话，对于未来利率路径展望略显分歧。

黑色金属

3 月中国汽车经销商库存系数为 1.78

钢价有所反弹，从汽车产销看，需求有所恢复。3 月金融数据同样超预期，此外预计地产销售等月度数据也会表现偏强，预计将带动钢价阶段反弹。但空间将相对有限。

农产品

USDA 维持美国 22/23 年度期末库存预估不变

4 月第一周巴西出口大豆 379 万吨，出口 FOB 继续下跌。USDA 月度供需报告维持美国 22/23 年度期末库存 2.1 亿蒲不变。国内方面，短期现货较为坚挺，供应压力后移



扫描二维码，微信关注“东证衍生品研究院”
点击“最新研报”，即可浏览更多研报内容。

目录

1、金融要闻及点评.....	3
1.1、外汇期货（美元指数）.....	3
1.2、股指期货（沪深300/中证500/中证1000）.....	3
1.3、国债期货（10年期国债）.....	4
2、商品要闻及点评.....	5
2.1、贵金属（黄金）.....	5
2.2、黑色金属（螺纹钢/热轧卷板）.....	5
2.3、农产品（豆粕）.....	6
2.4、农产品（白糖）.....	7

1、金融要闻及点评

1.1、外汇期货（美元指数）

美财长耶伦：通胀有所缓和 预计美国经济不会下滑（来源：Bloomberg）

当地时间周二（4月11日），美国财政部长耶伦表示，通胀在过去6个月有所缓和，预计美国经济不会下滑。耶伦在世界银行和国际货币基金组织（IMF）于华盛顿召开春季会议之际发表了上述言论。

Goolsbee：信贷环境不确定之际货币政策应保持谨慎（来源：Bloomberg）

芝加哥联储行长 Austan Goolsbee 表示，在评估上个月银行业动荡对贷款收紧产生多大影响时，美联储应该在加息问题上保持“谨慎和耐心”。“鉴于这些金融不利因素的走向充满了不确定性，我认为我们需要保持谨慎，” Goolsbee 周二在一次活动上表示。“我们应收集进一步的数据，谨慎对待过度加息问题，直到看清楚在降通胀路途上存在多少阻力”。

美联储三把手放风：今年加息一次后暂停合理（来源：Bloomberg）

纽约联储主席 Williams 称，美联储政策制定者在3月的经济展望中说，今年将再加息一次，然后暂停加息，这是一个“合理的起点”。如果通胀下降，美联储将需要降低利率。Williams 认为，美联储官员已将利率上调至“有点限制性”的水平，现在必须确定将利率提高到足够限制的水平还需要多长时间。

点评：美联储官员最新的表态出现分歧，鸽派官员明显谨慎，但是中性的官员维持加息一次的看法，政策平衡的矛盾在加剧，随着未来路径的不确定性，我们可以看到这种分歧加剧。最新的美联储官员表态分歧加剧，鸽派官员明显对于流动性危机后的美国经济非常谨慎，因此需要观察政策滞后的影响，但是中性的官员继续维持加息一次的看法。短期高通胀和经济衰退之间的矛盾还在加剧，因此市场风险偏好很难出现明显的上升，对于美元的下行压力继续存在。

投资建议：美元短期震荡。

1.2、股指期货（沪深300/中证500/中证1000）

IMF 预计中国 2023 年 GDP 增速 5.2%（来源：wind）

IMF：预计 2023 年全球经济增速为 2.8%，此前预期 2.9%；预计 2024 年全球经济增速为 3%，此前预期 3.1%；预计 2023 年美国经济增长 1.6%，2024 年增长率预计为 1.1%；预计 2023 年欧元区经济增长 0.8%，2024 年预计为 1.4%；预计 2023 年中国经济增速为 5.2%；美联储、欧洲央行和英国央行都接近加息周期的峰值。

中国 3 月社融增量 5.38 万亿，信贷增量 3.89 万亿（来源：wind）

据央行初步统计，3 月份，我国社会融资规模增量为 5.38 万亿元，预期 4.42 万亿元，前值

3.16 万亿元；3 月末社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元，预期 3.09 万亿元，前值 1.81 万亿元。3 月末 M2 同比增长 12.7%，预期 11.9%，前值 12.9%。

中国 3 月份 CPI 同比 0.7%，PPI 同比-2.5% (来源：wind)

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.7%，预期 1.0%，前值 1.0%。3 月 PPI 同比下降 2.5%，环比持平。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。

点评：3 月通胀数据 CPI 和 PPI 双双回落，均不及市场预期，也不及近五年同期平均水平，表明工业部门和居民部门内需修复仍较弱。3 月份社融、信贷增量分别录得 5.38 万亿和 3.89 万亿，双双超出市场预期，并且也高于近五年同期平均水平，显示出总量上的信用扩张仍在延续。总体上，M2-M1 剪刀差继续扩大至 7.6%，表明资金活性仍不足，高企的 M2 对通胀难有明显拉动，当前相较于担心通胀，更应该关注潜在通缩风险。一季度通胀数据表明刺激内需仍然是当务之急，PPI 下行仍将拖累企业利润率修复。短期内对股指影响偏空。

投资建议：经济修复节奏偏慢，股指短期上涨势头恐有回落。

1.3、国债期货（10 年期国债）

央行开展 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0% (来源：中国人民银行)

央行 4 月 11 日开展 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。另有 20 亿元逆回购到期，单日净投放 30 亿元。

中国 3 月通胀数据不及预期 (来源：国家统计局)

国家统计局发布数据显示，中国 3 月 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅创近一年半新低，环比则下降 0.3%；核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。3 月 PPI 同比降幅进一步扩大至 2.5%，环比则持平。

3 月中国 M2、社融、新增贷款均超预期 (来源：中国人民银行)

中国 3 月金融数据重磅出炉，M2、社融、新增贷款均超预期。据央行初步统计，3 月份，我国社会融资规模增量为 5.38 万亿元，比上年同期多 7079 亿元；人民币贷款增加 3.89 万亿元，同比多增 7497 亿元。3 月末，M2 同比增长 12.7%，比上年同期高 3 个百分点；社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。专家指出，3 月新增信贷、社会融资不仅保持较高规模，信贷结构也有进一步改善。不过，当前企业预期和实际投资需求仍有进一步提升空间，实体经济活跃度仍需政策继续呵护改善。

点评：3 月金融数据表现较强，且结构上较此前也有一定改善，但仍能看到隐忧。企业部门信贷延续同比多增，其中中长贷持续表现亮眼。居民部门中长贷明显同比多增，但被动储蓄问题仍然存在，且由于近期地产销售高频指标大幅回落，市场对于未来居民加杠杆能否持续存在担忧。新增政府债券规模虽小幅同比少增，但绝对量仍然处于季节性较高水平，政府存款处于季节性偏低水平，显示财政正在积极发力。但由于通胀数据连续不及市场预期，且近期地产销售、票据利率等高频数据表现一般，叠加部分中小银行下调存款利率，

债市做多情绪有所上升，短期市场或维持偏多走势。但中长期来看，经济仍然修复进程之中，随着配置压力逐渐缓解，债市仍有震荡走熊的可能。

投资建议：短期市场或维持偏多走势，但中长期依旧偏空

2、商品要闻及点评

2.1、贵金属（黄金）

威廉姆斯：如果通胀下降，美联储将需要降低利率（来源：wind）

Williams 表示，美联储政策制定者在 3 月的经济展望中说，今年将再加息一次，然后暂停加息，这是一个“合理的起点”——尽管调整利率的路径将取决于即将公布的经济数据。不过他表示，如果通胀下降，美联储将需要降低利率。

哈克：现在还不是修改 2% 通胀率控制目标的时候（来源：wind）

美国费城联储主席哈克：现在还不是修改 2% 通胀率控制目标的时候；需要将利率提高到 5% 以上，并保持在那里；如果看到通胀没有变化，就需要采取更多行动。

美联储古尔斯比：评估银行压力需要谨慎和耐心（来源：wind）

美联储古尔斯比：评估银行压力需要谨慎和耐心；地区性银行是重要的资金、信贷来源；美联储需要保持谨慎，避免过于激进地加息；我们需要处理好金融逆风的规模。

点评：昨日金价震荡上涨，美债收益率小幅上行，市场等待美国 3 月 CPI 报告，美联储多位官员发表讲话，对于未来利率路径展望略显分歧。硅谷银行风险爆发后信贷紧缩对实体经济的拖累被关注起来，由于货币政策传导至实体经济有时滞，美联储需要时间观察，同时通知的回落速度也成为关键指标，短期来看仍然是缓慢的，3 月核心 CPI 将超过整体 CPI，主要是服务成本和租金成本支撑核心通胀，能源价格拖累通胀同比表现，环比跌幅放缓。

投资建议：金价短期震荡，需要注意回调风险。

2.2、黑色金属（螺纹钢/热轧卷板）

沙钢废钢下调 50 元/吨（来源：Mysteel）

4 月 11 日，江苏沙钢废钢采购价格下调 50 元/吨，重三含税 3070 元/吨，炉一含税 3150 元/吨，月累计涨跌幅为 -50 元/吨，年累计涨跌幅为 -50 元/吨。

3 月中国汽车经销商库存系数为 1.78（来源：中国汽车流通协会）

中国汽车流通协会 10 日发布 2023 年 3 月“汽车经销商库存”调查结果：3 月份汽车经销商综合库存系数为 1.78，环比下降 7.8%，同比上升 1.7%，库存水平位于警戒线以上。中国汽车流通协会表示，3 月汽车价格波动较大加重消费者持币观望情绪。3 月前三周，订单和成交量并未出现明显增加，直到最后 1.5 周，终端销量出现了较大增幅。尽管经销商总库存规

模有所增加，但库存系数回落，整体库存水平仍然在警戒线以上。

中汽协：3月汽车销量245.1万辆，环比增24% (来源：中汽协)

4月11日，中汽协数据显示，3月，汽车产销分别完成258.4万辆和245.1万辆，环比分别增长27.2%和24%，同比分别增长15.3%和9.7%。1-3月，汽车产销分别完成621万辆和607.6万辆，同比分别下降4.3%和6.7%，较同期小幅下滑整体来看，汽车市场国内有效需求尚未得到完全释放。

点评：钢价有所反弹，从3月汽车产销数据看，需求有所恢复。但从乘联会周度数据看，主要由于3月最后一周销量的脉冲回升，改善程度依然有待于观察。3月金融数据同样比较超预期，从高频数据情况看，预计3月地产销售等数据同样将表现较为强劲，预计对钢价会形成阶段性的修复。不过我们认为本轮钢价的反弹幅度还会相对有限，4月份高频数据环比回落幅度较为明显，需求修复的高度依然相对存疑，建议对钢价反弹幅度相对谨慎对待。

投资建议：短期钢价反弹概率较大，但依然持区间震荡的思路对待。逢低多远月盘面利润。

2.3、农产品（豆粕）

大豆到港延迟，供应压力后移 (来源：钢联)

上周全国主要油厂大豆、豆粕库存均下降，主要原因有二：一是油厂榨利较差，二是海关检疫政策变化导致大豆到港延迟1-2周，前两周大豆到港均在110万吨左右。

USDA 维持美国22/23年度期末库存预估不变 (来源：USDA)

4月11日USDA公布月度供需报告，22/23年度美国平衡表未做调整，期末库存仍为2.1亿蒲；巴西大豆产量预估由1.53亿吨上调至1.54亿吨，阿根廷产量预估由3300万吨下调至2700万吨（市场平均预估2930万吨）；全球大豆期末库存由1.0001亿吨上调至1.0029亿吨，高于市场预估。

巴西大豆升贴水降至历史低点 (来源：文华财经)

由于收成创纪录，且压榨利润不具吸引力导致中国需求放缓，巴西大豆现货升水已经降至历史低位。过去几周巴西农民加快销售步伐，这也压低了FOB升贴水。4月第一周(4个工作日)巴西出口大豆379万吨，日均出口量为94.72万吨，比2022年4月份全月的日均出口量提高56.9%，如果这一速度保持下去，巴西将在4月份出口约1700万吨大豆，超过2021年4月创下的历史记录1610万吨。

点评：4月第一周巴西出口大豆379万吨，日均出口量为94.72万吨，出口FOB继续下跌。USDA维持美国22/23年度期末库存2.1亿蒲不变，巴西仍丰产，但下调阿根廷产量至2700万吨，同时上调全球期末库存。国内方面，进口大豆到港研制1-2周，短期现货较为坚挺，供应压力后移。

投资建议：期价暂时震荡，短期现货较强，进口大豆到港正常后基差仍不乐观。

2.4、农产品（白糖）

受产糖量下降的影响，印度马邦乙醇产量不及预期（来源：泛糖科技网）

印度马邦 210 家开榨的糖厂中只剩 6 家还在运营，原因是甘蔗单产急剧下降以及甘蔗含糖分减少，该邦的糖产量将下降，无法满足乙醇供应目标。最新估计显示，马邦在乙醇供应年度(2022 年 12 月至 2023 年 11 月)的产量将为 12.7 亿升，远低于其 13.2 亿升的目标。此外，该邦的产糖量预计为 1050~1060 万吨糖，低于此前预计的 1380 万吨。马邦糖厂联合会的总经理 Sanjay Khatal 在近日接受媒体采访时表示，乙醇生产将出现短缺。

Skymet 预计印度今年出现厄尔尼诺现象的可能性较大（来源：泛糖科技网）

天气预报机构 Skymet 于 4 月 10 日表示，印度 2023 年的雨季降雨量可能“低于正常水平”，出现厄尔尼诺现象的可能性较大。厄尔尼诺现象通常会给亚洲带来干燥天气。Skymet 表示，印度的雨季降雨量预计为长期均值水平的 94%，印度北部和中部地区将面临降雨不足的风险。

受预期产糖量下降影响，印度糖价持续上涨（来源：泛糖科技网）

过去三周，印度糖厂的糖价一直在上涨，并预计在未来几个月将触及新高，因国内市场糖供应量有限。全印度糖贸易协会将印度 2022/23 榨季的糖产量预测从 3450 万吨下调至 3350 万吨。印度一位农业企业高管表示，在马邦和卡纳塔克邦的糖厂提前停工后，食糖消费市场突然复苏，引发了人们对国内市场供应紧张的担忧。行业专家预估，2022/23 榨季印度糖总产量将下滑至 3250 万吨。全国糖厂合作联合会常务董事 Prakash Naiknavare 表示，美国气象部门 2 月份对厄尔尼诺现象的预测给食糖买家带来了压力。

点评：本榨季印度糖产量预估不断下调，令出口配额增发几无希望，而气象机构预期秋季可能出现厄尔尼诺气候，这令市场对下榨季印度糖产量也比较担心，增添市场利多情绪、增加买家压力。厄尔尼诺往往会导致东南亚降水偏低，进而令印度甘蔗及糖出现减产风险。若厄尔尼诺如预期出现，需要关注其强度情况，若强度偏弱，则可能对下榨季甘蔗及糖产量影响不大，目前印度产区水库水位较高、土壤湿度也较为饱和。如果厄尔尼诺持续发展，则影响明年的甘蔗及糖的生产的概率更大。不过，鉴于厄尔尼诺的风险，印度下榨季可能进一步收紧出口配额。

投资建议：国际贸易流供应紧张的状况短期难改，外糖居高难下，ICE 白糖 5 月正面临着逼仓风险，这对 ICE 原糖 5 月合约也将形成带动。而中国国内减产、产需缺口拉大，配额外进口仍处于亏损状态，基本面形势偏利于多头，但由于中间环节蓄水量较大而下游销售不畅，叠加政策面的不确定性，价格高位波动的风险也较大，上方空间有多大依赖资金面的表演，后续需密切关注政策面动态。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com