

国内制造业 PMI 放缓，美国非农韧性犹存

观点

1、本周受海外经济下行压力加大影响，大宗商品偏弱震荡。展望未来，国内方面，官方和财新制造业 PMI 均显示国内经济复苏势头略有放缓，经济恢复基础仍不稳固，外需是最大的风险点，预计后续经济增长仍依赖内需的提振作用，政策有进一步加码的空间，内需恢复的交易逻辑有望延续。海外来看，美国劳动力市场存在韧性，新增非农就业和失业率均好于预期，但在持续加息的影响下，经济显露疲态，ISM 制造业 PMI 大幅下滑，后续制造业活动可能会继续承压，因此，在通胀压力缓解，加息接近尾声利好风险资产的同时，需要警惕海外衰退交易卷土重来。

核心逻辑

(1) 本周商品偏弱震荡，美国公布的一系列数据显示，通胀压力继续缓解，但经济下行压力进一步加大，叠加国内经济复苏节奏放缓，压制了商品的走势。

(2) **美国非农就业存在韧性，经济显露疲态。** 1) 美国 3 月新增非农就业 23.6 万人，季调失业率为 3.5%。数据公布后，Fed Watch 数据显示 5 月加息 25bp 升至 67%，一方面，3 月非农数据整体符合预期，货币政策将继续沿着 3 月点阵图前行，也即 5 月还有 25bp 的加息空间；另一方面，考虑到硅谷银行事件的潜在影响仍在金融系统中持续发酵，其影响程度尚需观察，美国经济降温信号持续增多，本轮加息周期大概率在 5 月结束。但是，由于服务通胀依然强韧，美联储需要让高利率持续相当长的一段时间，下半年是否降息有待观察。2) 在连续加息的影响下，美国经济显露出疲态，3 月 ISM 制造业 PMI 大幅下滑至萎缩区间，降至 46.3%，预计在政策利率维持高位，且制造商库存仍处于高位的情况下，制造业活动可能会继续承压。

(3) **中国经济复苏节奏放缓。** 3 月财新制造业 PMI 为 50%，较上月回落 1.6 个百分点至荣枯分界点，服务业 PMI 录得 57.8，较前月上升 2.8 个百分点。一方面，财新制造业 PMI 与统计局制造业 PMI 均显示经济复苏势头有所放缓，前期积压的需求释放后，经济恢复基础仍不稳固，尤其是海外经济下行压力加大导致外需对制造业的拖累较为明显；另一方面，制造业和服务业恢复势头出现分化，服务业复苏继续提速，制造业则有所拖累，显示出当前经济恢复基础尚不牢固，内生增长动力不足。展望未来，经济增长仍依赖内需的提振作用，特别是居民消费水平的提升，有必要进一步增加就业、提高居民收入、改善市场预期，才能更好的恢复和扩大既定的消费目标。

宏观·周度报告

2023 年 4 月 9 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

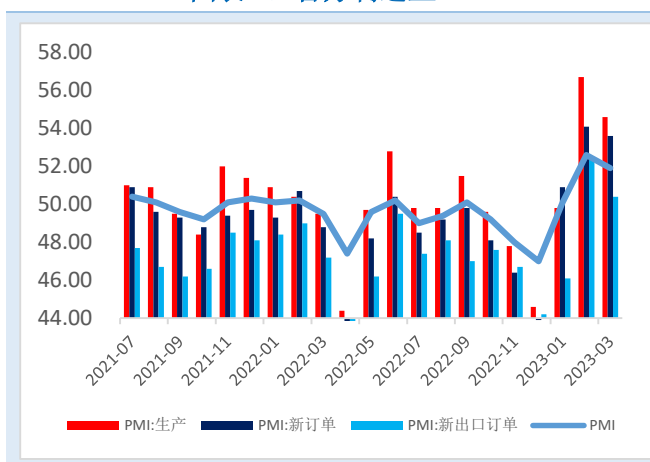
1.1 经济复苏节奏放缓

新出口订单指数重回收缩区间，财新制造业 PMI 回落至荣枯线。4 月 3 日，财新中国公布数据显示，中国 3 月财新制造业 PMI 为 50%，较上月回落 1.6 个百分点至荣枯分界点，制造业状况整体稳定，修复势头有所放缓，这与此前公布的国家统计局制造业 PMI 一致。从主要分项数据看，3 月财新制造业生产指数、新订单指数在扩张区间下降，但略高于荣枯线，相比之下，新出口订单指数重回收缩区间，这一点与官方公布的略有差别（统计局公布的新出口订单指数仍在扩大区间），表明江浙沪等沿海地区的中小企业出口形势有所转弱，这与海外经济重新下行的变化趋势一致。值得注意的是，在就业方面，两个制造业的就业指数均降至收缩区间，一方面企业致力于削减成本，另一方面整个行业产能压力仍然相对温和，积压工作量增速轻微；3 月财新制造业 PMI 的信心指数较 2 月高点有所回落，但仍高于长期均值，与统计局数据走势一致。

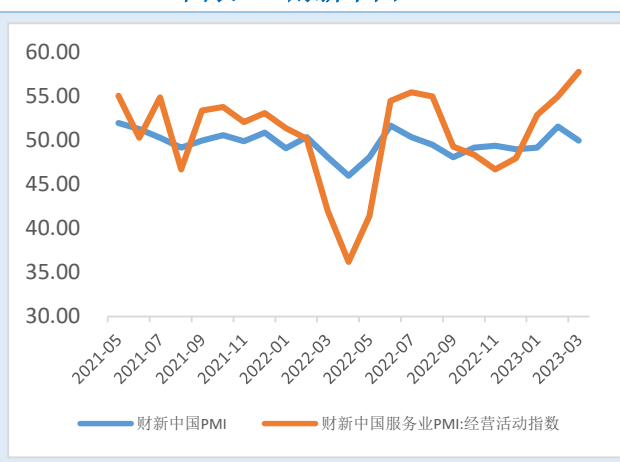
相比于制造业，3 月财新中国服务业 PMI 录得 57.8，较前月上升 2.8 个百分点，创下 28 个月以来新高，连续三个月处于扩张区间。从分项数据看，3 月服务业供求两旺。市场正常化节奏加快，服务业经营活动指数和新订单指数在扩张区间内继续上升，且同时录得 2020 年 12 月以来新高。

总体来看，一方面，财新制造业 PMI 与统计局制造业 PMI 均显示经济复苏势头有所放缓，前期积压的需求释放后，经济恢复基础仍不稳固，尤其是海外经济下行压力加大导致外需对制造业的拖累较为明显；另一方面，制造业和服务业恢复势头出现分化，服务业复苏继续提速，制造业则有所拖累，显示出当前经济恢复基础尚不牢固，内生增长动力不足。展望未来，经济增长仍依赖内需的提振作用，特别是居民消费水平的提升，有必要进一步增加就业、提高居民收入、改善市场预期，才能更好的恢复和扩大既定的消费目标。

图表 1：官方制造业 PMI



图表 2：财新中国 PMI



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 一季度央行问卷调查报告出炉，企业、居民及银行端情况均有明显改善

4月3日，中国人民银行发布2023年第一季度企业家问卷调查报告、城镇储户问卷调查报告和银行家问卷调查报告。调查结果显示，今年以来，企业家、银行家和城镇储户群体对经济发展预期的回暖。

银行家问卷调查报告显示，一季度，我国制造业贷款需求指数、基础设施贷款需求指数、批发零售业贷款需求指数、房地产企业贷款需求指数均比上季有所提升。银行家宏观经济热度指数为40.2%，比上季大幅上升22.8个百分点。分项指数中，除了货币政策感受指数、银行贷款审批指数较上季度有所回落外，其余指数均呈上升态势。其中，贷款总体需求指数比上季上升19.0个百分点至78.4%，比上年同期上升6.1个百分点。

企业家问卷调查报告显示，今年一季度，企业家宏观经济热度指数为33.8%，比上季上升10.3个百分点，但比去年同期下降1.9个百分点。除了原材料购进价格指数、国内订单指数、盈利指数较上一季度有所下滑，其余分项指数均有上升。

城镇储户调查结果显示，在经历了较长时间的就业低迷后，居民收入感受指数较上季反弹了6.9个百分点，就业感受指数上升6.8个百分点。此外，今年一季度倾向于“更多储蓄”的居民占58.0%，比上季减少3.8个百分点；而倾向于“更多消费”“更多投资”的居民占比季度环比分别增加0.5和3.3个百分点。值得注意的是，问及未来三个月准备增加的支出项目中，居民选择购房的比重从上季度的16%上升至17.5%，居民预期房价上涨的比重也有所提升。

(2) 促进社会资金参与基础设施建设，基础设施 REITS 申报推荐工作抓紧启动

4月4日国家发展改革委印发了《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》明确总体要求和重点工作，对项目的前期培育和项目的推荐申报提供了支持和规范。具体来看，一是认真做好项目前期培育，前期培育是基础设施REITs必不可少的自我成长阶段也是监管机构支持项目推进的提质增效过程，各部门之间要加强沟通共同协调解决项目前期培育阶段遇到的重点难点问题，尽可能缩短项目培育周期。二是合理把握项目发行条件，优先支持扩大消费能力、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，合理把握项目收益与规模，严把投资管理合规性。三是切实提高申报推荐效率，通过规范和完善项目申报受理，中央企业申报流程，及时对项目开展咨询评估从而加快做好项目申报与推荐。四是充分发挥专家和专业机构作用，发挥专家的前期辅导作用确保咨询评估机构的客观公正，督促中介机构履职尽责，推进REITs项目的质量提升。五是用好回收资金促进有效投资，建立回收资金使用直报制度，严格把握回收资金用途，督促回收资金尽快使用，使回收资金尽快用于项目投资、有效支持实体经济发展。六是切实加强运营管理，注重项目运营可持续性，加强资产运营管理指导，保障基础设施REIT市场的平稳健康发展。

1.3 美国经济数据好坏参半

(1) 美国就业市场仍有韧性

2023年4月7日，美国劳工部公布2023年3月美国非农数据，新增非农就业23.6万人，预期增加23万人，前值32.6万人；季调失业率为3.5%，预期3.6%，前值3.6%；平均时薪环比增长0.3%，持平于预期0.3%。周五美股休市，数据发布后，10年美债收益率上行9个bp至3.39%，2年期美债收益率上行15个bp至3.97%。

1) **新增就业较前期放缓，但仍保持一定韧性。**新增非农主要贡献项在服务业，包括休闲和酒店业、健康保健和社会救助、政府、专业和商业服务业，分别新增7.2万人（前3月平均月增8.2万人）、5.1万人（前3月平均月增7.5万人）、4.7万人（前3月平均月增6.2万人）、3.9万人（前3月平均月增4.1万人）；对利率较为敏感的地产和建筑业就业为主要拖累项。

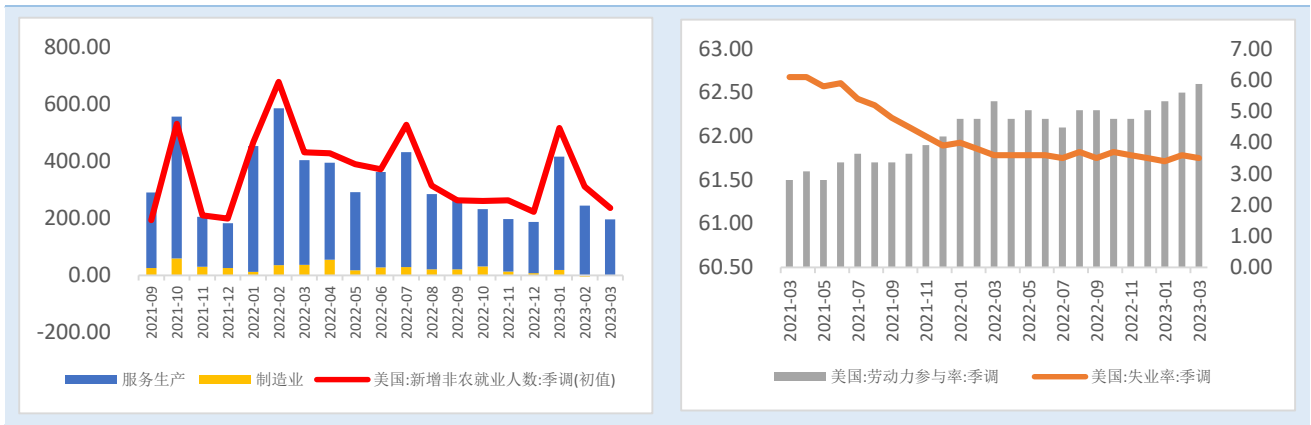
2) **就业缺口持续收敛，但由于部分劳动力退出求职市场，失业率超预期回落。**劳动参与率自去年年底以来持续攀升，今年3月进一步刷新前高至62.6%，主因中青年群体劳动参与率小幅回升，或与超额储蓄持续消耗有关。随劳动力供给恢复、需求降温，就业市场供需缺口自今年以来持续缩窄，2月职位空缺数降至2021年6月以来的低位（2月JOLTS为993万人，较1月份减少了63.2万人）。不过，随着就业市场供需紧张的关系逐步逆转，求职难度增大，部分劳动力不愿意重返就业市场，导致失业人数回落，失业率超预期下行至3.5%。

3) **薪资涨幅相对平稳。**3月非农私人部门时薪由上月的33.09美元上涨至33.18美元，环比涨幅回升至0.3%，其中生产类时薪环比大幅增长0.5%，服务类时薪涨幅相对平稳，较上月增加0.2%。当前薪资增长速度已经平稳，而未来就业市场的紧张程度改善有助于缓解薪资上涨的压力，“薪资-通胀”螺旋的担忧或能持续化解。

4) **加息接近尾声，但降息有待观察。**非农数据公布后，CME Fed Watch数据显示5月加息25bp和不加息的概率分别为67%和33%；6月不加息和降息25bp的概率分别为66.2%、32.1%。一方面，3月非农数据整体符合预期，货币政策将继续沿着3月点阵图前行，也即5月还有25bp的加息空间；另一方面，考虑到硅谷银行事件的潜在影响仍在金融系统中持续发酵，其影响程度尚需观察，美国经济降温信号持续增多，本轮加息周期大概率在5月结束。但是，由于服务通胀依然强韧，美联储需要让高利率持续相当长的一段时间，下半年是否降息有待观察。

图表 3：非农就业存在韧性

图表 4：就业缺口持续收敛



数据来源: FED

数据来源: wind

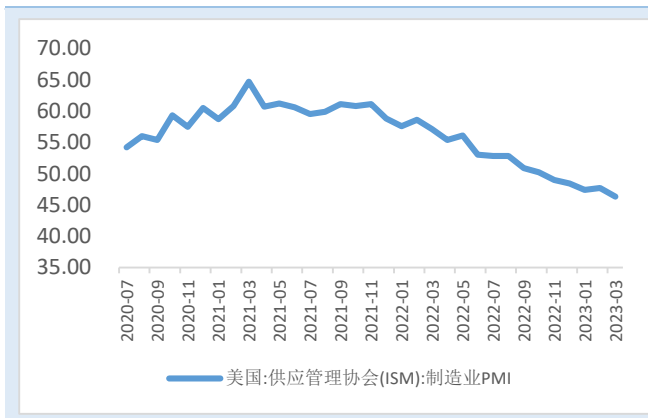
(2) 美国制造业 ISM 指数大幅下跌

4月3日, ISM 公布数据显示, 美国3月份制造业 PMI 大幅下滑至萎缩区间, 降至 46.3%, 低于2月份的 47.7%也低于预期 47.5%。报告显示, 制造业活动目前处于 2020年5月以来的最低点, 剔除疫情因素之后, 该指数在3月创下 2009年以来新低。

分项指标来看, ISM 新订单指数从2月的 47.0%降至 44.3%, 反映出需求仍在继续走弱, 但生产指数较上月小幅攀升至 47.8%; 供应商交货指数为 44.8%, 较2月略微下降; 就业指数从2月份的 49.1%降至 46.9%, 创 2020年7月以来新低, 显示出需求疲软使得工厂几乎没有增加就业的动力; 新出口订单指数 47.6%, 下滑 2.3 个点, 进口指数为 47.9%, 较2月下滑 2 个点, 进出口均较2月份恶化; 原材料支付价格的物价支付指数 49.2%, 较上月 51.3%走低, 表明成本在下降。

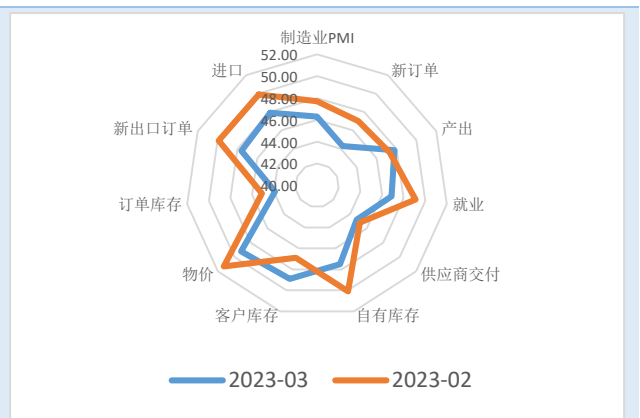
在连续加息的影响下, 美国经济显露出疲态, 预计在政策利率维持高位, 且制造商库存仍处于高位的情况下, 制造业活动可能会继续承压。

图表 5: 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 回落



数据来源: wind

图表 6: 主要分项指标均回落



数据来源: wind

(3) 亚洲开发银行看好亚洲发展中经济体发展前景

4月4日亚洲开发银行发布《2023年亚洲发展展望》报告，预测亚洲发展中经济体2023年和2024年的经济增长预期均为4.8%，较去年的4.2%大幅提升，其中中国2023年的经济增长预期为5.0%，2024年为4.5%；印度2023年的经济增长预期为6.4%，2024年为6.7%；南亚地区的总体经济增长预期在2023年为4.7%，2024年为5.0%，其中菲律宾2023年的经济增长预期为6.0%，2024年为6.2%；中印将成为地区经济增长的主要助力。亚洲地区的总体通胀率会逐步下降到疫情前的水平，预测2023年亚洲发展中经济体的通胀率为4.2%2024年为3.3%。

。

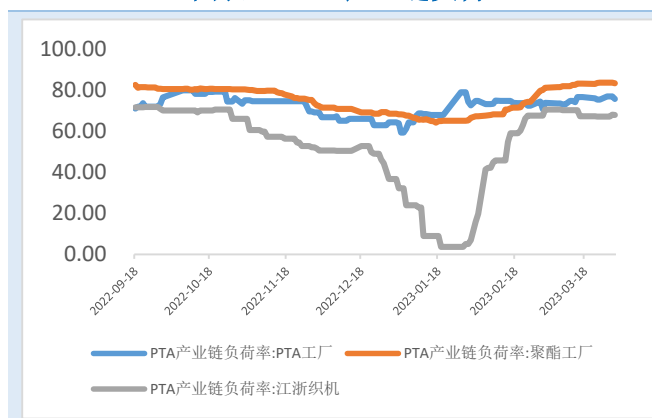
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

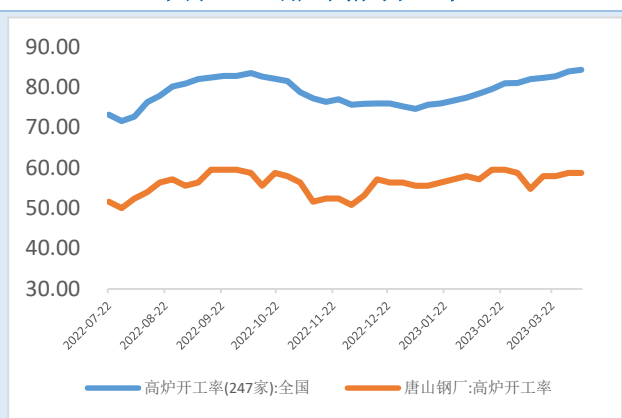
化工：价格回升，开工率平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格回升，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步走高。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率稳中升至 76.88%，聚酯工厂负荷率持稳于 83%，江浙织机稳步复产，负荷率持稳于 67%。

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 0.43 个百分点至 84.30%。目前随着下游需求逐步改善，钢厂稳步回升。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

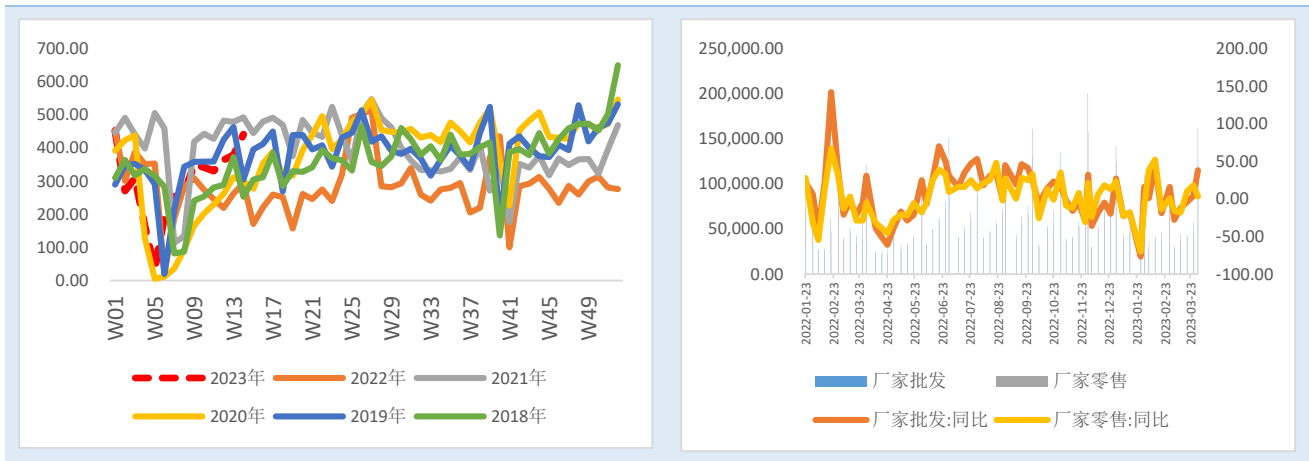
2.2 地产销售周环比上升，乘用车消费回升

房地产销售周环比下降。截至 4 月 5 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周下降 49.08%，按均值计，3 月环比上升 33.30%，同比上升 45.02%，一、二、三线城市 3 月同比增速分别为 63.02%、35.45% 和 53.31%；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 28.11%，一、二、三线城市环比增速分别为-33.37%、54.44% 和 21.70%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 9.64%，其次是三线城市为 7.34%，最后是二线城市，为 5.71%。

汽车零售同比持平。根据乘联会数据，3 月第五周日均零售 11.5 万辆，同比去年上升 3%，环比上月同期增长 62.83%。3 月 1-31 日，乘用车市场零售 159.6 万辆，同比持平，较上月增长 17%。近期各地政府和车企积极开展促销活动，后续车市消费有望迎来恢复性增长。

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

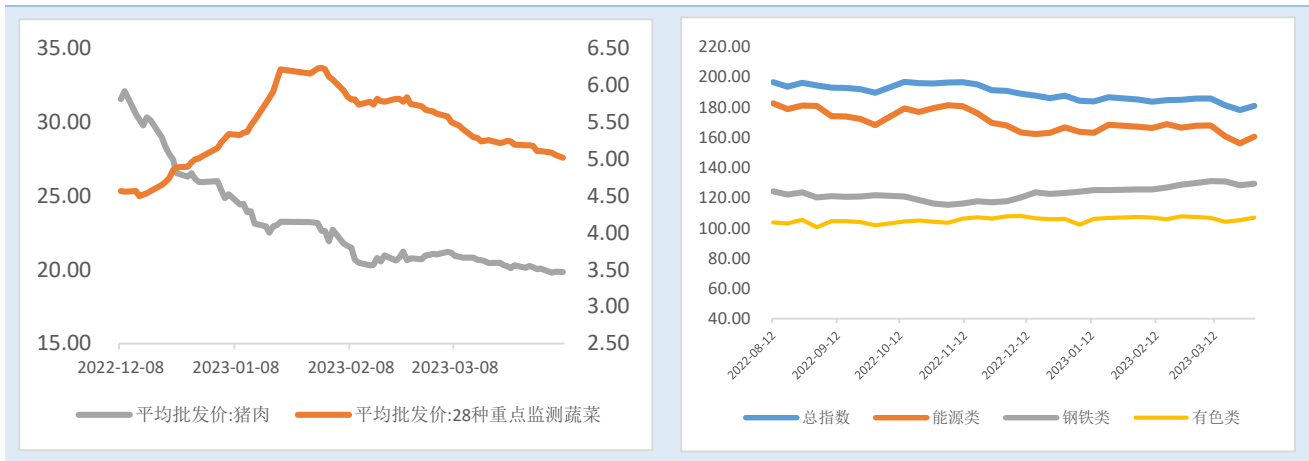
(1) 本周食品价格继续走低。本周蔬菜均价环比跌 2.35%，猪肉均价环比下跌 1.30%。

(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