

央行重启 PSL，美国非农超预期

观点

展望后市：仍然可以根据三个因素的变化来判断大宗商品的走势。一是，红海危机虽然有所降温，但考虑到背后存在复杂的地缘政治因素，未来的走向仍具有高度不确定性，将继续扰动全球供应链；二是，海外市场的主要博弈点在于若经济数据走弱，则商品的需求减少但降息预期升温，相反，若经济好于预期，则需求存在支撑但降息预期降温，因此“衰退交易”与“降息预期”之间仍将频繁摇摆；三是，国内层面，弱现实（主要是地产与出口）与强预期（财政、货币和房地产政策加码、基建投资回升）之间平衡是决定中期走势的关键。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数高位回落，一方面，美联储会议纪要修正了市场的乐观预期，美债利率反弹、美元指数走高，压制市场的风险偏好；另一方面，红海危机降温、国内弱现实等因素对大宗商品的支撑减弱。

(2) **财新 PMI 保持扩张，央行重启 PSL。** 1) 12 月财新中国制造业 PMI 为 50.8，较 11 月上升 0.1 个百分点，为四个月来最高水平，高于预期 50.3，连续两个月位于扩张区间。12 月的制造业景气度有所改善，但当前内外部需求仍然不足，经济回升向好基础仍需巩固，与之对应的是国内政策调控基调仍然积极。尽管市场对经济前景仍存疑虑，但是管理层呵护经济的政策导向是比较明确的，而且前期政策也正在落地之中，由此，2024 年一季度国内经济的进一步改善仍然是值得期待的。2) 人民银行发布消息称，2023 年 12 月净新增抵押补充贷款(PSL)3500 亿元。此次 PSL 重启体现出货币政策与财政政策的协同，起到类财政的作用，预计更多用于“三大工程”建设。考虑到 PSL 从投放至落地具体项目需要一定时间，本轮投放最早有望促进 2024 年房地产开发投资额恢复。

(3) **美国非农数据好于预期，美联储会议纪要弱化鸽声。** 1) 尽管非农就业数据整体上超预期，但 10-11 月数据下修、周均工作时长回落、JOLTS 调查中的离职率和雇佣率降至较低水平等指标显示就业回升或难以持续。与此同时，12 月 ISM 服务业 PMI 就业分项回落至 43.3 的低位，表明经济仍在降温之中，因此，仍然可以认为美国就业市场已经明显降温，未来大概率在波动中继续回落。2) 美联储公布 12 月会议纪要，官员们表示政策利率可能处于或接近本轮紧缩周期的峰值，不过他们指出，实际的政策路径将取决于经济如何发展。美联储内部对于利率路径的分歧仍较大，通胀上行风险已减少，但经济前景存在高度不确定性。我们维持美联储三季度开始降息的判断。

宏观·周度报告

2024 年 01 月 07 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 财新 PMI 保持扩张，央行重启 PSL

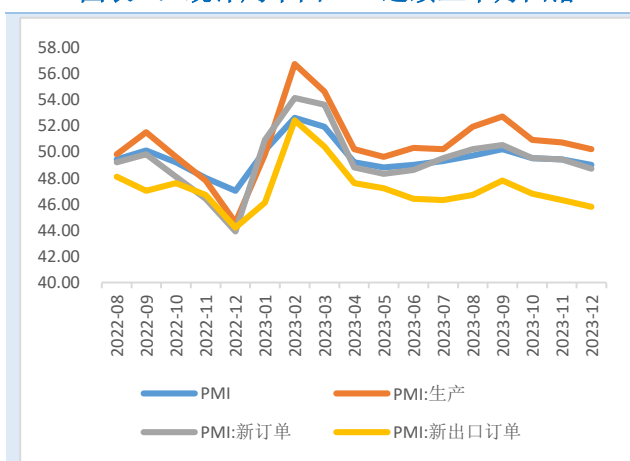
1、12月财新制造业 PMI 创四个月新高

2024年1月2日，标普全球公布的数据显示，2023年12月财新中国制造业 PMI 为 50.8，较11月上升 0.1 个百分点，为四个月来最高水平，高于预期 50.3，连续两个月位于扩张区间，走势与官方 PMI 数据存在分歧。此前国家统计局公布的 2023 年 12 月制造业 PMI 回落 0.4 个百分点至 49.0，为 2023 年次低，仅高于 5 月。另外，12 月财新服务业 PMI 为 52.9，较上月上升 1.4 个百分点，2023 年全年 12 个月，财新服务业 PMI 均位于扩张区间，显示中国服务业景气度持续修复。

从具体分项来看，12 月制造业生产、需求扩张速度小幅加快，分别为 6 月、3 月以来最高。受访企业反映，市场需求改善，当月消费品类与中间品类产品新订单增加，投资品类订单降幅放缓；此外，外需边际改善，新出口订单指数在收缩区间回升，为近六个月来最高。尽管供需扩张 12 月制造业就业压力仍未缓解，就业指数降至 6 月以来最低。

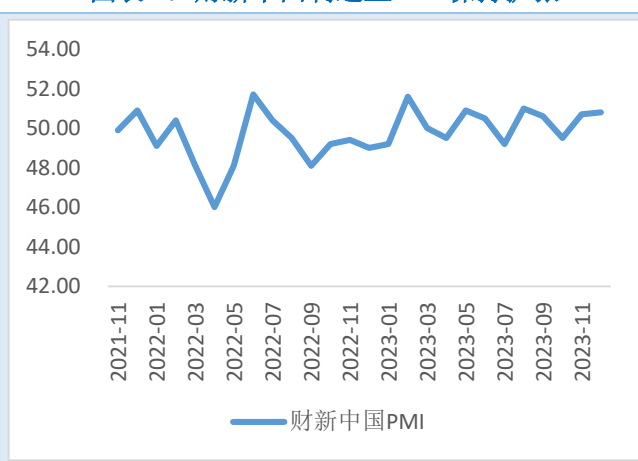
整体而言，12 月的制造业景气度有所改善，但当前内外部需求仍然不足，经济回升向好基础仍需巩固，主要集中在一是国内房地产仍未有效企稳，二是出口持续面临外需走弱的压力。与之对应的是，国内政策调控基调仍然积极，中财办韩文秀撰文指出要“谨慎出台收缩性、抑制性举措”；与此同时央行数据显示，2023 年 12 月 PSL 净新增 3500 亿元，这或意味着房地产“三大工程”建设工作将持续推进。因此，尽管市场对经济前景仍存疑虑，但是管理层呵护经济的政策导向是比较明确的，而且前期政策也正在落地之中，由此，2024 年一季度国内经济的进一步改善仍然是值得期待的。

图表 1：统计局中国 PMI 连续三个月回落



数据来源：Wind

图表 2：财新中国制造业 PMI 保持扩张



数据来源：Wind

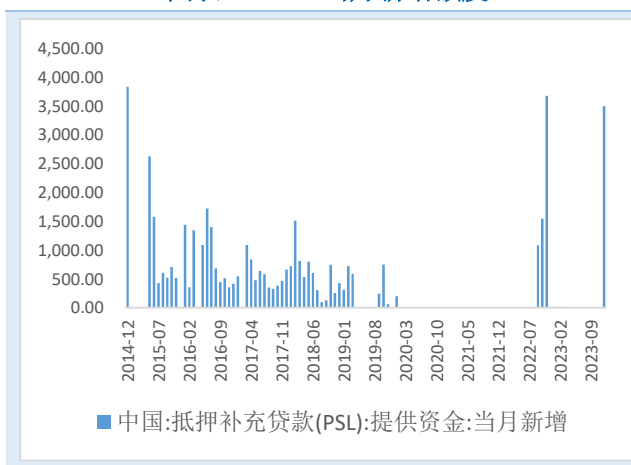
2、央行重启 PSL 或推进三大工程建设

2024年1月2日，人民银行官网发布消息称，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款(PSL) 3500亿元，期末抵押补充贷款余额为32522亿元，自2023年2月净新增17亿元后，PSL再次净新增。

央行重启PSL或旨在推进三大工程建设。2014年央行创设PSL主要是用于棚户区改造，PSL的特点是利率低、贷款期限较长。此次PSL重启体现出货币政策与财政政策的协同，起到类财政的作用，预计更多用于“三大工程”建设。2023年12月，中央经济工作会议提出“加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程””，财政与货币政策对于“三大工程”的支持力度持续加大，此前城中村改造已被纳入专项债支持范围，银行融资方面也有支持措施，即设立城中村改造专项借款。

PSL重启有望促进房地产开发投资额恢复。根据住建部数据，2016-2020年，全国棚改开工2300多万套，完成投资约7万亿元。2016-2020年新增PSL共计2.59万亿元，占棚改投资额比例约为37%。根据37%的占比计算，本次3500亿元PSL预计将撬动地产投资约9460亿元，预计占2023年房地产开发投资额比例约为9.0%。考虑到PSL从投放至落地具体项目需要一定时间，本轮投放最早有望促进2024年房地产开发投资额恢复。

图表 3: PSL 当月新增额度



数据来源: Wind

图表 4: PSL 利率



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 发改委六方面促进民营经济发展

2024年1月2日，创新发展“晋江经验”促进民营经济高质量发展大会上，国家发展改革委主任郑栅洁表示从加快推进民营经济促进法立法进程等6个方面采取更多务实举措，切实疏堵点、提信心、破壁垒、解难题、抓落实，努力让民营企业有感有得。早在2023年7月，《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》提出，不断创新和发展“晋江经验”。郑栅洁表示，要下大力气筑牢法治保障、优化发展环境、解决突出问题、营造良好氛围，进一步提升服务民营经济工作水平。截至2023年12月底，各地方

通过全国向民间资本推介项目平台公开推介项目共 6067 个，项目总投资规模 5.97 万亿元。吸引民间资本参与的项目共 1509 个，项目总投资规模 1.95 万亿元。后续政策对于民营企业支持力度仍大。

(2) 积极财政政策适度加力、提质增效

2024 年 1 月 4 日，财政部部长蓝佛安就当前经济财政形势接受人民日报采访时表示，积极的财政政策适度加力、提质增效，这是党中央着眼经济社会发展全局，对 2024 年财政政策定下的总基调。蓝佛安表示，“适度加力”方面，主要是加强财政资源统筹，组合使用专项债、国债以及税费优惠、财政补助、财政贴息、融资担保等多种政策工具，适度扩大财政支出规模，促进经济持续回升向好。除财政自身收入外，2024 年安排一定规模的赤字，并从预算稳定调节基金、其他政府预算调入一部分资金，确保财政总的支出规模有所增加，更好发挥拉动国内需求、促进经济循环的作用，形成对经济社会发展的必要支撑；“提质增效”方面，主要是推进财政管理法治化、科学化、标准化、规范化，把同样的钱花出更大成效，同时加强与其他宏观政策协同联动，提升支持高质量发展的效果。在严肃财经纪律上下功夫，严格执行财经法规和管理制度，坚决查处违法违规行为，使纪律真正成为带电的“高压线”。下一步财政政策主要在三个方面发力，一是支持促消费、扩投资、稳外贸，更好统筹国内国际循环；二是调结构、补短板、强弱项，提高经济发展质量；三是持续增进民生福祉，让发展成果更多更公平惠及全体人民。

1.3 海外：美国非农数据好于预期，美联储会议纪要弱化鸽声

1、美国非农数据整体好于预期

2024 年 1 月 5 日，美国劳工部公布 2023 年 12 月美国非农数据，新增非农就业 21.6 万人，高于预期的 17.0 万人，前值由增 19.9 万人下修至增 17.3 万人；失业率 3.7%，低于预期的 3.8%，前值 3.7%；平均时薪同比+4.1%，高于预期的+3.9%，前值+4.0%。

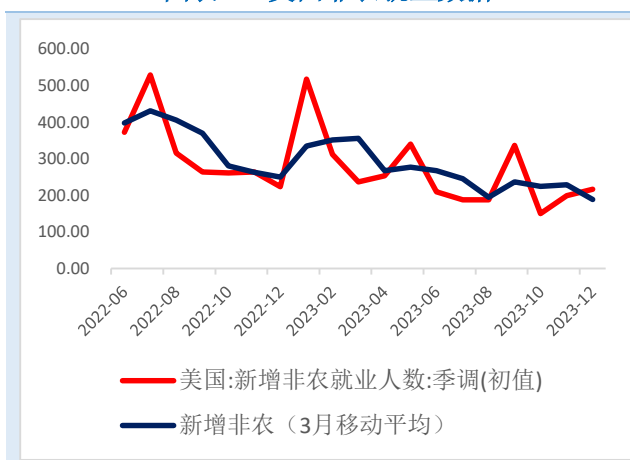
1) **新增非农就业人数高于预期。**12 月新增非农就业 21.6 万人，较 11 月份初值上升 1.7 万，且高于市场预期，但 11 月、10 月新增非农就业经历较大幅度下修。具体分项来看：商品部门就业仍然偏弱，12 月新增非农就业 2.2 万人，较 11 月下降 0.8 万人。其中，制造业耐用品部门新增非农就业 0.8 万人，较 11 月减少 2.6 万；建筑业新增就业 1.7 万人，较 11 月回升 1.1 万人，或由于房贷利率下降推升相关需求；12 月服务业新增非农就业 14.2 万人，较 11 月增加 3.6 万人。其中，零售业、商业服务、休闲酒店等新增就业较 11 月有明显回升，可能受到圣诞假期提振；医疗保健行业新增就业 5.9 万，较 11 月下滑 3.7 万。此外，12 月政府部门新增就业 5.2 万人，较 11 月增加 1.5 万人，仍然维持在较高水平。

2) **居民就业意愿回落，失业率与前值持平。**劳动参与率下行 0.3 个百分点至 62.5%，低于市场预期的 62.8%，比 2019 年底低 0.8 个百分点，由于劳动参与率回落导致 67.6 万人退出就业市场，失业率保持不变。12 月小时工资环比增速维持在 0.4% 的较高水平，高于预期的 0.3%，不过，工资增速回升的持续性存疑，11 月职位空缺超预期回落 6.6% 至 879 万人，表明劳动力市场的供需趋松。

3) 市场表现，数据发布后，美元、美债收益率一度上行，但此后普遍下跌，美股上涨。CME Fedwatch 工具显示市场预期降息最早可能出现在今年的 3 月，概率约 7 成，前一日这一概率为 62%，年内有 6 次降息空间。

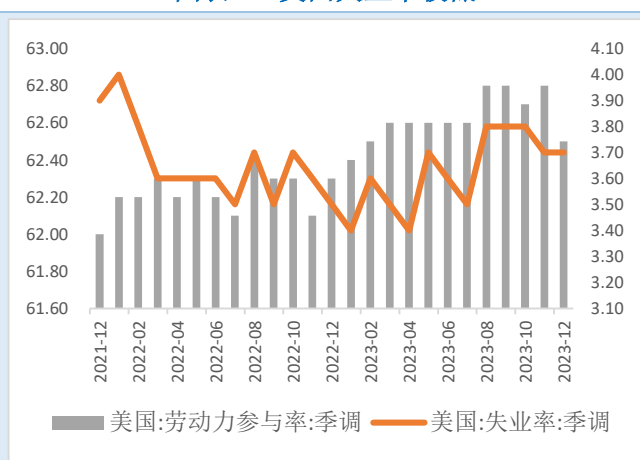
综合来看，尽管非农就业数据整体上超预期，但 10-11 月数据下修、周均工作时长回落、JOLTS 调查中的离职率和雇佣率降至较低水平等指标显示就业回升或难以持续。与此同时，12 月 ISM 服务业 PMI 就业分项回落至 43.3 的低位，表明经济仍在降温，因此，仍然可以认为美国就业市场已经明显降温，未来大概率在波动中继续回落。至于美联储降息的时点，考虑到当前经济和就业、通胀回落速度偏慢，仍然维持美联储三季度开始降息的判断。

图表 5: 美国非农就业数据



数据来源: Wind

图表 6: 美国失业率较低



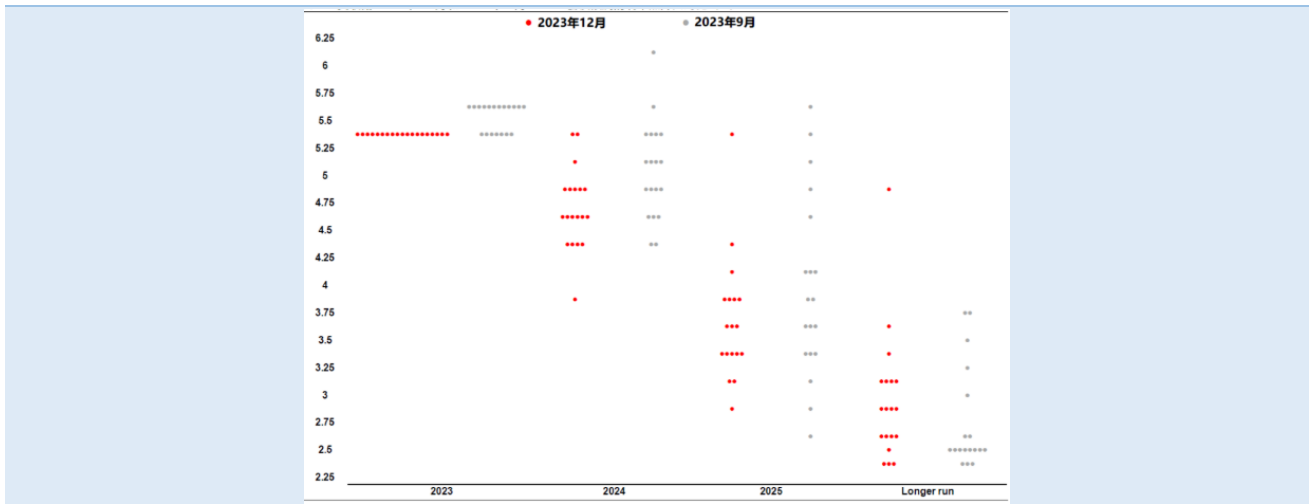
数据来源: Wind

2、美联储会议纪要弱化鸽声

当地时间 2024 年 1 月 3 日，12 月美联储议息会议纪要公布，提到在各自提交的预期中，“几乎所有”与会联储官员均暗示，他们的基线预测表明，到 2024 年底，适合降低政策利率（联邦基金利率）的目标范围，这反映出他们的通胀前景改善预测。联储官员们认为，政策利率可能处于或接近本轮紧缩周期的峰值，不过他们指出，实际的政策路径将取决于经济如何发展。联储官员们同时指出，他们的利率路径预测“不确定性异常高”，有可能经济形势变化会需要未来进一步加息。

从近期联储官员的表态和会议纪要来看，美联储内部对于利率路径的分歧仍较大，通胀上行风险已减少，但经济前景存在高度不确定性。此外，有消息透露，美联储正试图寻找合适的时机开始考虑如何退出缩表，这暗示缩表可能比此前预期得更早结束。

图表 7: 美联储点阵图的变化



数据来源：FED

3、其他财经要点

1) 欧元区 12 月 PMI 仍在收缩区间。当地时间 1 月 4 日，IHS Markit 公布数据显示，欧元区服务业 PMI 指数终值从 11 月份的 48.7 升至 48.8，较初值 48.1 有所上修，创下五个月来新高，但仍在收缩区间。当地时间 2 日公布的 12 月制造业 PMI 终值从初值 47 上修至 47.6，仍处于 50 的荣枯线之下，这是该数据连续第七个月萎缩。12 月欧元区综合 PMI 与上月相同为 47.6，但较初值有所上修。

2) 以色列发动无人机袭击， Hamas 副领导人遇袭。1 月 2 日，黎巴嫩和巴勒斯坦安全部门消息人士称，以色列在黎巴嫩首都贝鲁特发动无人机袭击，击毙了 Hamas 副领导人萨利赫·阿鲁里，增加了加沙战争蔓延到其他地区的潜在风险。

3) OPEC+产油国联盟内部的合作与对话将继续。1 月 3 日石油输出国组织 (OPEC) 表示，OPEC+产油国联盟内部的合作与对话将继续，此前 OPEC 成员国安哥拉宣布退出 OPEC。OPEC 声明称，OPEC+内部继续合作将有利于“所有生产国、消费者和投资者，以及整个全球经济”。OPEC 的声明并未提及安哥拉，但称 OPEC 成员国团结一致。

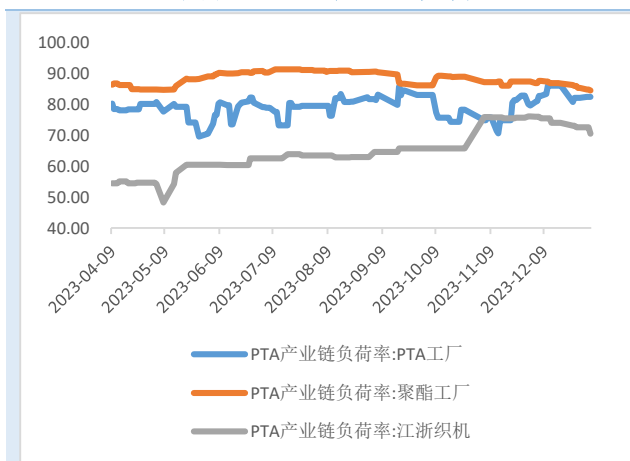
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

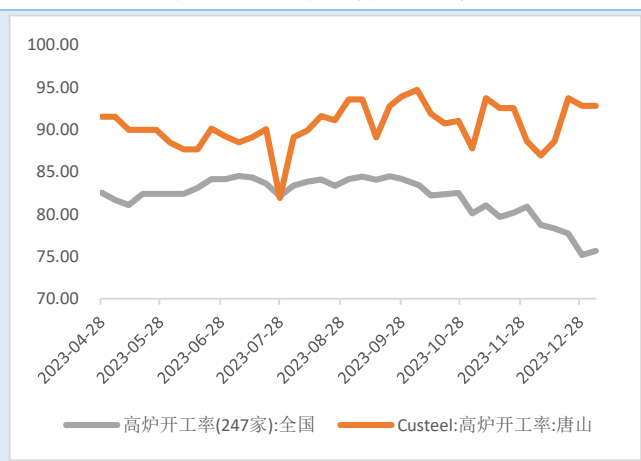
化工：生产负荷稳中有降，产品价格涨跌互现。需求方面，淡季需求走弱，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至1月5日，涤纶POY价格持平、PTA价格小幅下跌、聚酯切片价格小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有降，其中，PTA开工率下降至82%，聚酯工厂负荷率小幅降至84%，江浙织机负荷率小幅降至72%。

钢铁：生产小幅回升，需求持续走弱。全国高炉开工率小幅回升0.48个百分点至75.65%；进入传统的需求淡季，需求持续走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，表需小幅回升，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

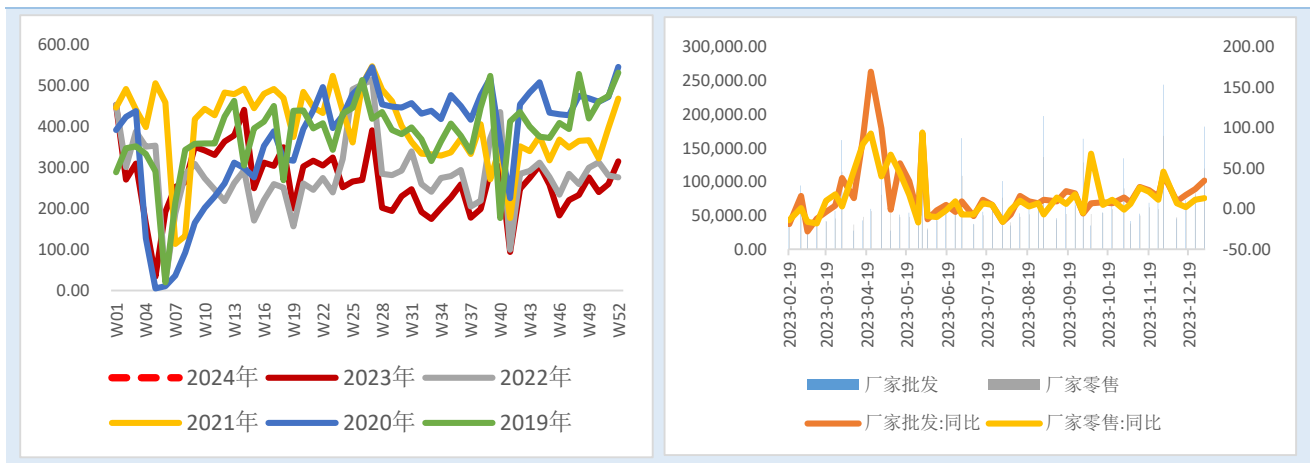
2.2 房地产销售周环比下降，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比下降。截至1月4日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比下降65.25%，按均值计，月同比下降20.1%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-40.8%、-6.7%、-28.47%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降6.11%。

乘用车零售量同比增长。1月4日，据乘联会初步预估，2023年12月1-31日，乘用车市场零售236.1万辆，同比增长9%，环比增长14%，去年以来累计零售2170.6万辆，同比增长6%；全国乘用车厂商批发279.6万辆，同比增长24%，环比增长10%，去年累计批发2561.1万辆，同比增长10%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

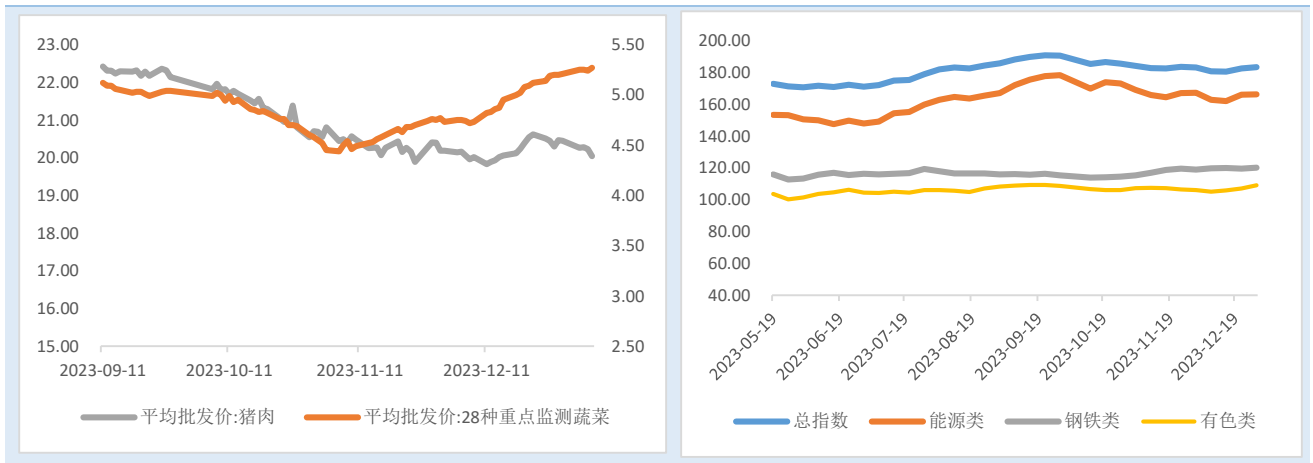
(1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至 1 月 5 日）蔬菜均价环比上涨 1.43%，猪肉均价环比下跌 1.06%。

(2) 需求不足，CPI 降幅再扩大。11 月 CPI 同比降幅进一步扩大至 0.5%，食品供给充足，蔬菜、猪肉等价格持续下跌，成为最主要的拖累；国际油价高位回落、旅游淡季等因素共同拖累非食品价格的走势。此外，核心 CPI 同比持平，回升动能仍偏弱。整体而言，供给充足、需求不足仍是当前经济运行的主要特点，经济回暖仍待夯实，稳增长政策或将持续发力，后续存在进一步降准降息的可能。预计明年通胀整体保持温和，CPI 同比增速略高于今年。

(3) PPI 降幅进一步扩大。PPI 同比降幅进一步扩大至-3%，主要原因：一是，国内需求恢复偏慢，尤其是下游工业企业需求出现了反复，这点主要是受房地产和出口的拖累；二是，国际油价大幅下行，外部通胀压力趋于下行。展望未来，预计新一轮的稳增长政策将在中央经济工作会议后陆续推出，国内经济或能更好得到恢复，工业企业需求回暖更具有持续性，国内 PPI 同比降幅将收窄，但考虑到外部传导将继续减弱，PPI 同比降幅收窄的斜率不宜过度乐观。

图表 12：食品价格多数下跌

图表 13：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