

## 国内经济平稳收官，美国零售好于预期

### 观点

展望后市：宏观因素难以形成共振，大宗商品或继续震荡运行，品种间延续分化走势。一是，海外层面，近期的一系列数据表明，经济存在一定的韧性，软着陆的概率升高，与之对应的，欧美官员纷纷发声打压激进的降息预期，这加剧了短期资本市场的波动；二是，国内弱现实（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）之间的博弈是决定短期波动的关键，节前还要关注补库需求的变化；三是，地缘政治因素，红海局势有所降温，但并未得到彻底的解决，仍需警惕局势突然升级对全球供应链的扰动。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数低位震荡，一是，国内经济复苏一波三折，弱现实的担忧犹存；二是，美联储快速降息的预期持续面临修正，压制市场的风险偏好。不过，国内政策预期的乐观预期，以及美国零售的改善，给下游工业品带来支撑。

(2) **经济复苏一波三折，MLF 利率维持不变。** 1) 2023 年经济复苏可谓一波三折、跌宕起伏：一季度疫情放开后，经济复苏展现强劲势头；二季度需求快速透支后，经济复苏明显放缓；三季度逆周期政策边际发力（6 月、8 月降息，地产政策优化），经济再度超预期回升；但四季度放地产和出口持续拖累，经济复苏再度弱于预期。此外，2023 年名义 GDP 增速仅为 4.6%，价格因素是拖累，不少领域都存在“以价换量”现象。整体而言，当前经济恢复动能仍需加强，特别是内需不足问题依旧突出。2) 1 月 MLF 持续超额续作，叠加 PSL 落地，后续央行降准的可能性或有所下降，同时，利率维持不变也意味着 1 月份 LPR 降息的概率也随之降低。2023 年 12 月中央经济工作会议对货币政策的定调是“灵活适度、精准有效”降准降息仍有可能性，但我们认为幅度可能较小，频率可能偏低。

(3) **美国零售表现好于预期，欧央行打击降息预期。** 1) 美国 12 月份零售销售额环比增长 0.6%，是前值 0.3% 的两倍，超出市场预期的 0.4%，创三个月最大增幅。美国通胀和就业有所降温，消费仍然强劲，预计今年美国居民消费仍将趋于降温，但斜率或不会太快。数据公布之后降息预期有所降温，我们仍维持美联储三季度开始降息的判断。2) 欧洲央行行长拉加德在达沃斯接受媒体采访时表示，欧央行官员可能已经达成“在夏季降息”的共识，但激进降息押注无助于决策者遏制通胀。

宏观 · 周度报告

2024 年 01 月 21 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 国内经济平稳收官

### 1、国内经济平稳收官

(1) 中国四季度 GDP 同比 5.2%，预期 5.3%，前值 4.9%。四季度 GDP 环比 1.0%，预期 1.1%，前值 1.3%。中国一至四季度 GDP 同比 5.2%，预期 5.2%，前值 5.2%。

(2) 生产端：中国 12 月规模以上工业增加值同比 6.8%，预期 6.6%，前值 6.6%。中国 1 至 12 月规模以上工业增加值同比 4.6%，预期 4.5%，前值 4.3%。

(3) 需求端：

1) 固定资产投资保持平稳。中国 1-12 月城镇固定资产投资同比 3.0%，预期 2.9%，前值 2.9%。其中，制造业投资增长 6.5%，房地产开发投资同比下降 9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.9%。

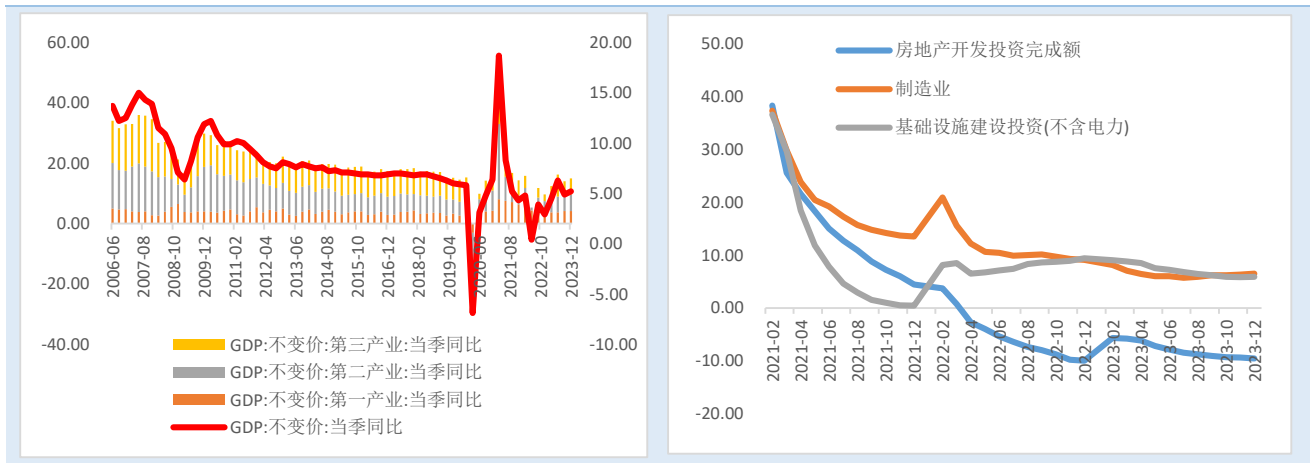
2) 社会消费复苏斜率偏缓。中国 12 月社会消费品零售总额同比 7.4%，预期 8.0%，前值 10.1%。中国 1 至 12 月社会消费品零售总额同比 7.2%，预期 7.3%，前值 7.2%。扣除基数效应，两年平均增速仅为 3.4%，复苏的斜率偏缓慢。

2023 年是疫情后经济发展恢复常态化的第一年，然而经济复苏可谓是一波三折、跌宕起伏：一季度疫情放开后，经济复苏展现强劲势头；二季度需求快速透支后，经济复苏明显放缓；三季度逆周期政策边际发力（6 月、8 月降息，地产政策优化），经济再度超预期回升；但四季度房地产和出口持续拖累，经济复苏再度弱于预期。此外，2023 年名义 GDP 增速仅为 4.6%，价格因素是拖累，不少领域都存在“以价换量”现象。整体而言，当前经济恢复动能仍需加强，特别是内需不足问题依旧突出。

展望 2024 年，去年底中央经济工作会议重提以经济建设为中心，宏观政策将保持积极取向，财政更注重“加力”，货币更注重“有效”，预计经济将继续温和复苏、结构趋于平衡，投资增速有望在稳基建和房地产投资政策的支持下逐步企稳回升，在内生动能与政策因素驱动下，消费复苏或将继续，房地产、地方债务等领域的风险隐患将逐步得到化解。

图表 1：国内经济复苏一波三折

图表 2：投资明显分化



数据来源: Wind

数据来源: Wind

## 2、MLF 超额平价续作，降息预期再度落空

1月15日，中国人民银行开展9950亿元中期借贷便利(MLF)操作，中标利率维持在2.5%不变，本月有7790亿元MLF到期，实现净投放2160亿元。同日，中国央行开展890亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.8%，与此前持平，当日有500亿元逆回购到期。

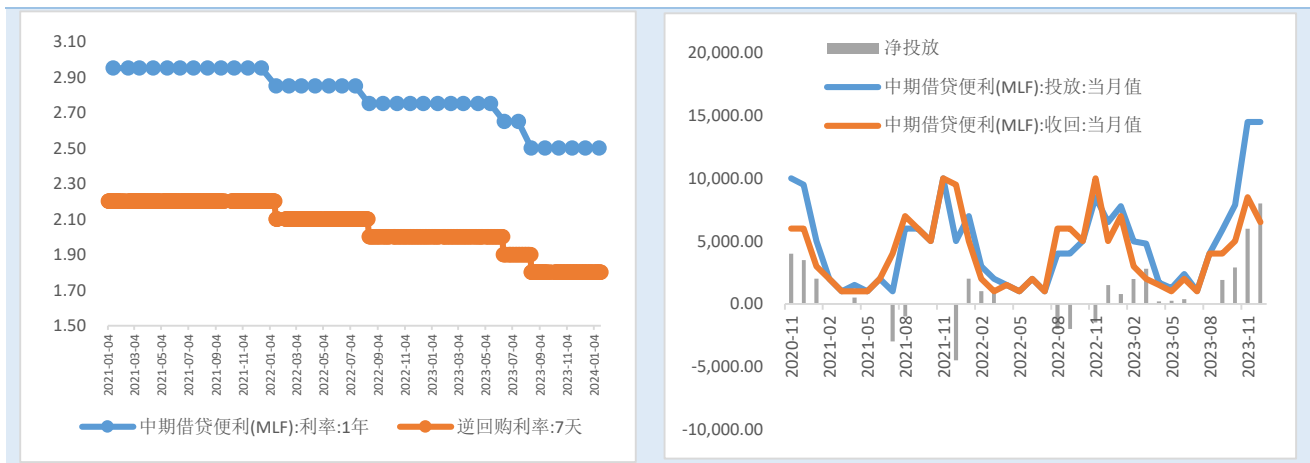
1) 央行通过超额续作意在补充流动性。此次MLF投放是央行自去年以来连续第13个月超额续作，累计净投放27410亿元，主要是为了补充银行中长期流动性。一方面，按照以往的经验，1月份信贷投放规模通常较大，会消耗银行的超额储蓄，MLF超额续作形成补充；另一方面因为政府债发行拉开序幕，1月10日2024年首批国债公开发行业，而且地方债发行也即将启动，MLF超额续作有助于补充流动性，并平滑税期的影响。

2) 利率维持不变或与银行净息差较低有关。MLF利率自去年8月份以来连续半年保持不变，1月份降息的概率也随之降低，这与商业银行净息差持续降低有关，也与美联储降息预期变化有关。现阶段商业银行的净息差已经处于历史偏低的水平，维持适当的净息差对于推动房地产平稳着陆、化解地方债务风险等有积极的意义。同时，考虑到美国国内经济数据仍然强劲，美联储降息预期弱化，美债利率反弹再度带来人民币的贬值压力，限制了国内降息的空间。

3) 降准降息的可能性犹存，但节奏或偏缓慢。MLF持续超额续作，叠加PSL落地，后续央行降准的可能性或有所下降，利率维持不变也意味着1月份LPR降息的概率也随之降低。2023年12月中央经济工作会议对货币政策的定调是“灵活适度、精准有效”降准降息仍有可能性，但我们认为幅度可能较小，频率可能偏低。

图表 3: MLF 利率维持不变

图表 4: MLF 持续净投放



数据来源：Wind

数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 国务院办公厅印发首个银发经济政策文件

1月15日，国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，从4个方面提出26项举措，为我国首个以“银发经济”命名的政策文件。1月14日至15日，全国民政工作会议在北京召开。会上指出，老龄工作机构改革有序展开，养老服务实现提质增量，所有省份均已出台加快基本养老服务体系建设实施方案和服务清单。

具体来看，一是发展民生事业，解决急难愁盼。二是扩大产品供给，提升质量水平。三是聚焦多样化需求，培育潜力产业。四是强化要素保障，优化发展环境。发挥国有企业引领示范作用和民营经济生力军作用。推进产业集群发展，规划布局10个左右高水平银发经济产业园区。提升行业组织效能，支持组建产业合作平台或联合体。推动品牌化发展，培育银发经济领域龙头企业。开展高标准领航行动，在养老服务、适老化改造等领域开展标准化试点。强调要聚焦多样化需求，培育潜力产业。支持金融机构依法合规发展养老金融业务，提供养老财务规划、资金管理等服务。丰富个人养老金产品，推进专属商业养老保险发展。积极发展商业医疗保险和商业长期护理保险，开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点工作，加强养老金融产品研发与健康、养老照护等服务衔接。强化财政金融支持。优化中央预算内投资相关专项使用范围，支持符合条件的新建养老服务设施搭载信息化管理系统和推广使用智能化人工替代设备。

### (2) 央行批复千亿住房租赁团体购房贷款

当地时间1月16日，国务院总理李强在瑞士达沃斯出席午餐会，同跨国公司负责人进行交流，午餐会由世界经济论坛创始人兼执行主席施瓦布主持。会上李强指出，欢迎外国企业来华投资兴业，愿认真研究和解决外资企业在华经营中遇到的困难和问题，落实好外资企业国民待遇，创造稳定、公平、可预期的良好营商环境：针对很多跨国公司关心的数据跨境流动、平等参与政府采购等问题，中国正在研究制定有关政策。近期，中央多次提到开放，中央经济工作会议提到“扩大高水平对外开放”，要求“切实打通外

籍人员来华经商、学习、旅游的堵点”。2023年8月，国务院印发了《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》。

### 1.3 海外：美国零售数据超预期，欧央行打压降息预期

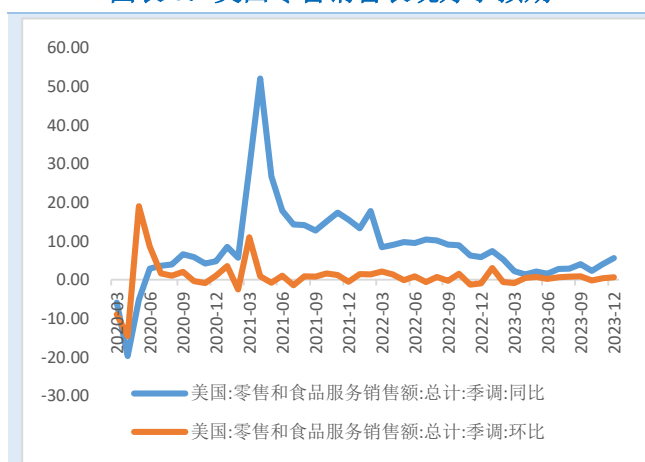
#### 1、美国 12 月零售销售数据超预期

1) **美国零售数据表现好于预期。**美东时间 1 月 17 日，美国人口普查局公布 12 月零售销售数据。数据显示，美国 12 月份零售销售额环比增长 0.6%，是前值 0.3% 的两倍，超出市场预期的 0.4%，创三个月最大增幅。核心零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比增长 0.8%，预期 0.2%，前值 0.7%，为去年 7 月以来最大增幅。在发布的 13 个重点品类中，有 10 个品类的销售额与一个月前相比有所上涨。其中服装、百货和电商增幅最大。总的来看，美国通胀和就业有所降温，消费仍然强劲，预计今年美国居民消费仍将趋于降温，但斜率或不会太快。

2) **美联储褐皮书显示美国经济仍稳健。**美东时间 1 月 17 日，美联储公布经济褐皮书，自上次褐皮书发布以来，大多数地区的经济活动几乎没有变化或是没有变化。消费者支出强劲，但劳动力市场有所转冷。根据最新的褐皮书，大多数地区联储报告称，过去几周的经济活动几乎没有变化或是没有变化，有四个地区报告了经济活动有变化，其中三个地区报告了温和增长，一个地区报告了温和下降。假日期间，美国大多数地区的消费者表现达到预期，包括纽约在内的三人地区消费者表现甚至超出了预期，为经济提供了一定的季节性缓解，在服装、玩具和体育用品上的消费强劲。另一方面，几乎所有地区联储的联系人都报告说，制造业活动有所减少此外，高利率继续限制汽车销售和房地产交易。褐皮书指出，整体来说，企业注意到过去几周的通胀压力有所缓解，且几乎所有地区都提到了一个或多人劳动力市场降温的迹象。

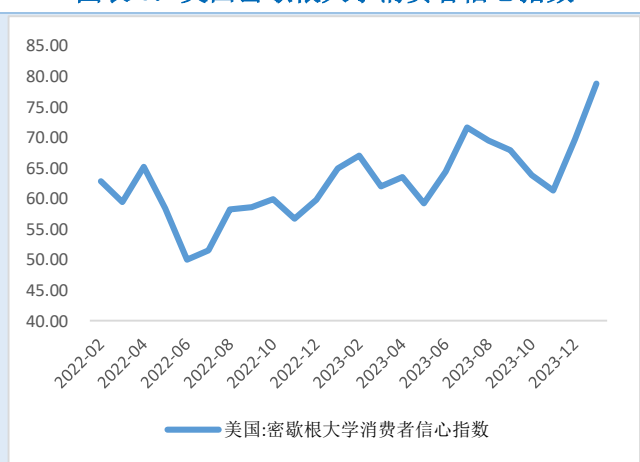
整体而言，目前美国经济表现仍然稳健，通胀、就业均好于预期，美联储降息不是很急切，数据公布之后降息预期有所降温，我们仍维持美联储三季度开始降息的判断。

图表 5：美国零售销售表现好于预期



数据来源：Wind

图表 6：美国密歇根大学消费者信心指数



数据来源：Wind

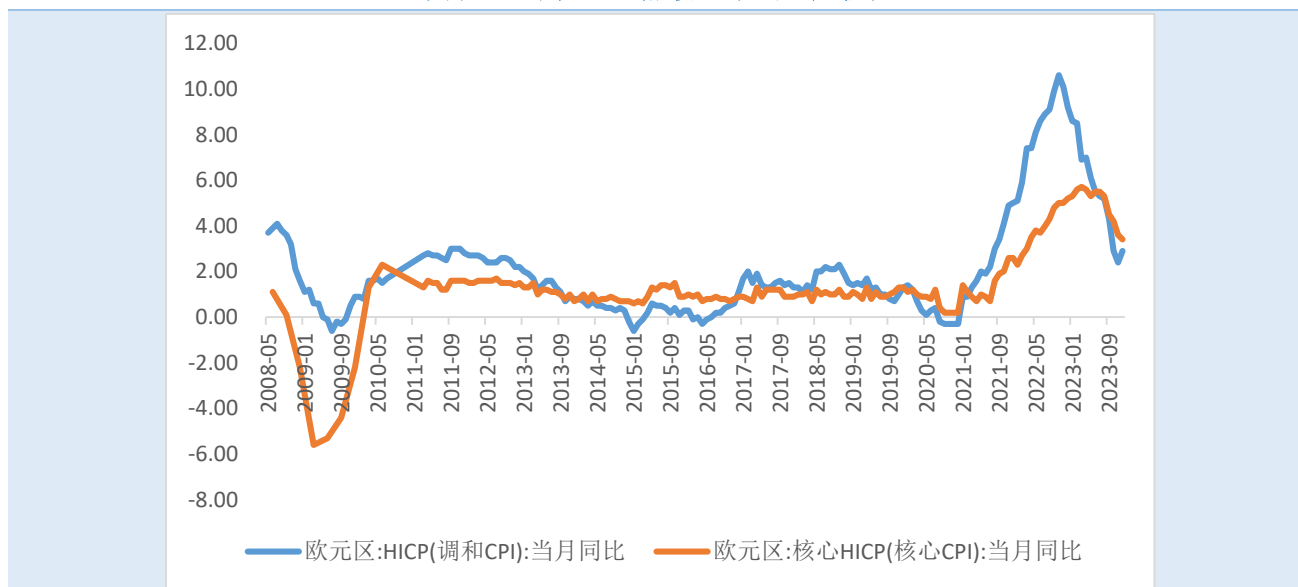
## 2、欧洲央行官员持续打压降息的预期

当地时间 1 月 17 日，欧洲央行行长拉加德在达沃斯接受媒体采访时表示，欧央行官员可能已经达成“在夏季降息”的共识，但激进降息押注无助于决策者遏制通胀。同日，欧洲央行管委 Knot 也指出，市场在降息预期方面超前了，但承认今年夏季可能是讨论是否适合放松政策的适合时机。此前在 1 月 16 日，欧洲央行管委会委员 Joachim Nagel 在达沃斯也表示，鉴于通胀压力仍然远高于决策层希望看到的水平，当前关于降息的讨论还为时过早。

在欧洲央行官员讲话之后，欧元区债券继续走低，德国 10 年期国债收益率涨超 2 个基点；欧股继续走低，德国 DAX 指数跌 0.93%，法国 CAC40 指数跌 1.1%，市场对于降息的押注有所推迟。从近期的数据上看，12 月欧元区 CPI 从 11 月份的 2.4% 跃升至 2.9%，为去年 4 月以来首次回升，去除食品和能源的核心 CPI 从 3.6% 放缓至 3.4%，为连续第五个月下降，但仍高于 2% 的水平，欧元区通胀目前仍显示出一定韧性。

综合来看，目前欧元区的经济前景依然疲弱，欧洲央行货币政策依然与物价、工资走势相关，需持续跟踪数据，而且红海危机如果持续发酵也可能带来一些不确定性，短期资产价格可能会有波动。

图表 7：欧元区通胀仍显示出一定韧性



数据来源：Wind

## 3、其他财经事件

1) 美国财政部上调短期国库券拍卖规模，为三个月来首次。当地时间 1 月 16 日，美国财政部上调了多款短期国库券的拍卖规模，为去年 10 月份以来首次规模增加。1 月 18 日，4 周期和 8 周期美国国库券的发行规模均为 850 亿美元，较前一周高出 50 亿美元。美国财政部还计划标售 580 亿美元的 17 周期国库券，而上周规模为 560 亿美元。

2) OPEC 维持对原油需求的乐观判断，预计国际油价短期延续震荡。当地时间 1 月 17 日，OPEC 在今年首份月度石油市场报告中表示，2024 年石油需求将增长 225 万桶/日，预测维持不变，受中国和全球经济复苏的推动，2025 年全球石油需求还会继续“强劲增长”185 万桶/日。此外，2023 年，以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+ 联盟持续减产以提振油价，至今仍在继续，而且自 2024 年 1 月 1 日起，OPEC 还承诺每天继续减产 90 万桶，但是实际的减产额度可能较小。

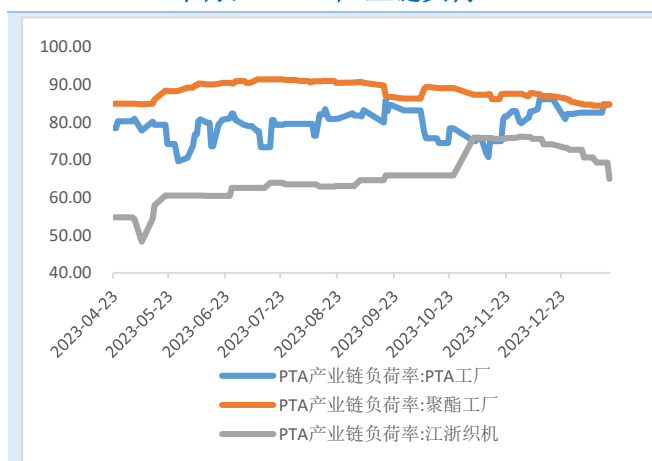
## 二、 高频数据跟踪

### 2.1 工业生产稳中有降

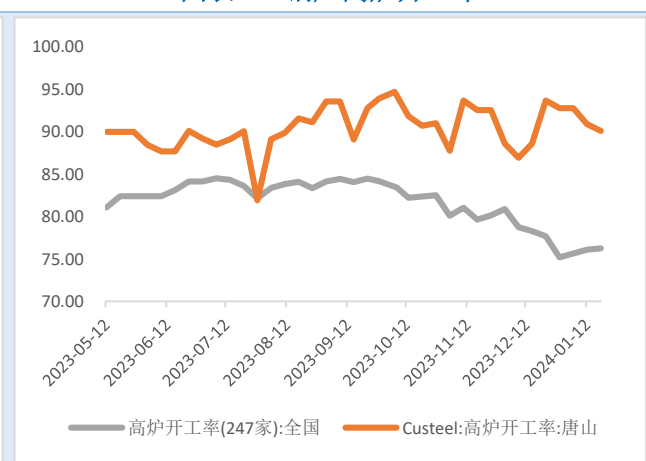
**化工：生产负荷稳中有升，产品价格涨跌互现。**需求方面，淡季需求偏弱，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至1月19日，涤纶POY价格小幅下跌，PTA价格和聚酯切片价格小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率上升至84.59%，聚酯工厂负荷率小幅升至84.71%，江浙织机负荷率小幅降至69.2%。

**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0.25个百分点至76.25%；进入传统的需求淡季，需求持续走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅改善，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，乘用车零售同比增长

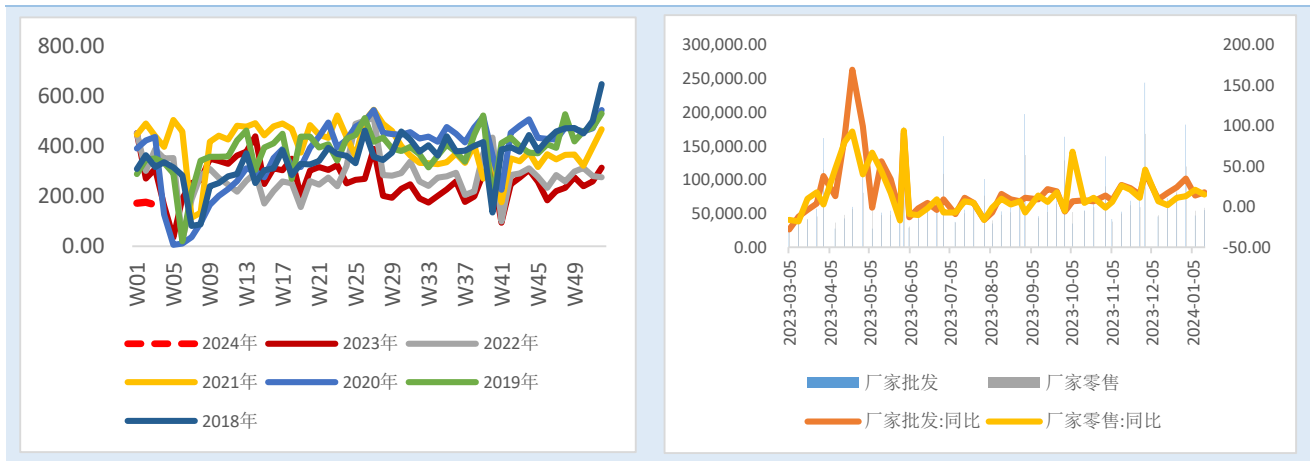
**房地产销售周环比下降。**截至1月18日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比下降7.26%，按均值计，月同比下降8.74%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-11.70%、-6.22%、-11.55%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降48.54%。

**乘用车零售同比增长。**据乘联会发布的数据显示，1月第二周全国乘用车市场日均零售5.9万辆，同比去年1月同期增长15.0%，环比上月同期增长0.0%。1月1-14日，乘用车市场零售78.8万辆，同比去年同期增长18.0%，较上月同期增长6.0%；今年以来累计零售78.8万辆，同比增长18.0%。

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

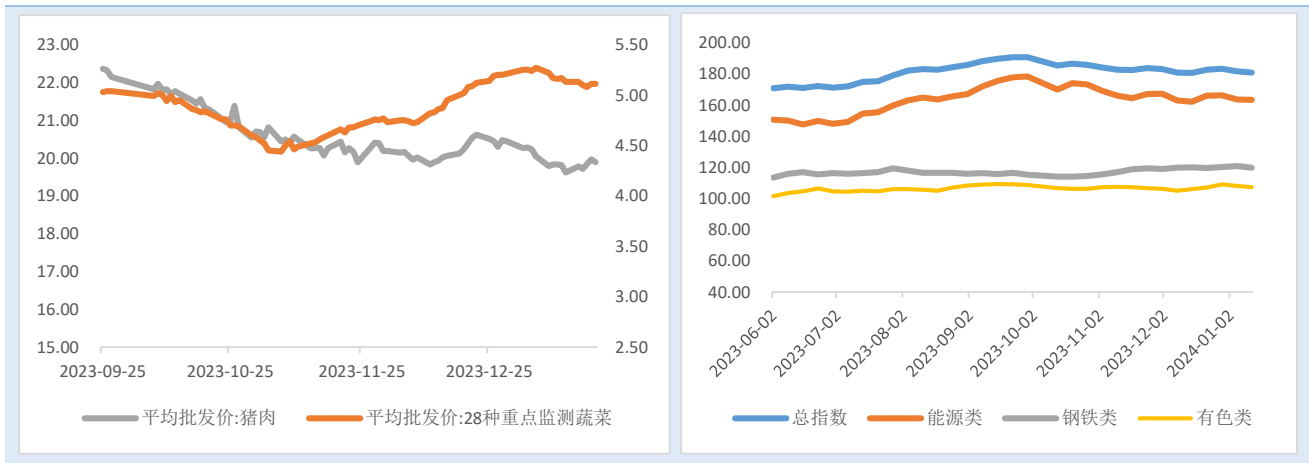
(1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至1月19日）蔬菜均价环比下跌1.24%，猪肉均价环比上涨0.31%。

(2) **CPI 同比降幅收窄，2024 年料将温和回升。**12 月 CPI 同比降幅收窄至 0.3%，冬季运输受限、消费旺季等因素支撑食品价格回升；假期带来出行和娱乐消费增加，提升非食品价格水平。尽管我们看到 CPI 已经连续三个月出现负增长，但扣除能源和食品价格的核心 CPI 同比维持在 0.6% 的水平，表明现阶段并未形成通缩的格局，低通胀水平更多是受到猪肉、油价的拖累，尤其是猪价同比跌幅自 7 月以来一直处于-31.8%-17.9%之间，对 CPI 的拖累较大。**展望未来，国内稳增长政策将继续发力，内需有望持续获得改善，同时，随着猪周期见底，猪肉价格或探底回升，同时，国际油价也有望在 OPEC+ 减产的影响下出现反弹，预计 2024 年通胀中枢有望回到“1”时代。不过，考虑到货币政策“灵活适度”而非强刺激、房地产将在低位运行一段时间、居民消费需求处于温和状态，意味着国内物价不会出现大幅度的反弹。**

(3) **PPI 同比降幅收窄，2024 年有望止跌转正。**12 月 PPI 环比维持跌势，同比降幅收窄，一方面源于上年同期价格基数走低，同时稳增长政策发力，以内需为主的大宗商品价格继续上涨；另一方面，12 月国际原油价格波动走弱，对国内 PPI 造成一定的拖累。展望未来，随着新一轮的稳增长政策陆续推出（三大工程、基建、房地产松绑等），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 同比降幅将继续收窄，并有望在年中转正，但考虑到外部传导将继续减弱，预计 PPI 同比转正后仍将在低位运行。

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