

国内 PMI 小幅回暖，美联储掐灭 3 月降息预期

观点

展望后市：节前市场情绪或偏谨慎。1) 海外方面，在劳动力市场保持韧性、薪资同比增速难以下行的情况下，通胀水平的回落基础并不稳固，美联储可能会更加谨慎，或不会快速降息，这意味着短期将修正市场与美联储之间的预期差，从而带来资本市场的波动。2) 国内方面，1 月 PMI 有所回暖，但仍处于荣枯线下方，且分项指标显示，当前我国经济仍处于供给扩张、需求下滑、价格回落的格局之中，有效扩大需求的政策有待进一步发力。3) 红海局势有所降温，但并未得到彻底的解决，仍需重点关注美国、以色列、卡塔尔、 Hamas 四方会谈的进展情况。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数大幅回落，一是，国内 PMI 维持在荣枯线下方，弱现实再度压制市场风险偏好；二是，美联储 1 月 FOMC 会议基本掐断了 3 月降息的乐观预期，美债利率和美元指数反弹。

(2) 国内 1 月 PMI 小幅回暖。1) 1 月 PMI 指数较前月小幅回暖，但结构上的矛盾依旧突出，主要表现为生产强、需求弱、物价低的特征。往后看，尽管 1 月稳增长政策继续加码出台，但春节效应对“稳增长”落地节奏产生扰动，2 月份即将迎来数据的空窗期，经济“开门红”的成色有待观察。与此同时，我们通过高频数据仍然可以看到，开年以来新房汽车销售双双偏弱，居民部门的韧性面临挑战。现阶段有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难依然存在，预计后续宏观政策仍将保持积极。2) 2023 年全国一般公共预算收入同比增长 6.4%；全国一般公共预算支出同比增长 5.4%，预计 2024 年地方化解债务风险、中央加杠杆的趋势有望延续。预计 2024 年预算赤字率有望继续突破 3%，特别国债也有继续推出的可能性，新增地方政府专项债限额或增加至 4 万亿元左右。

(3) 非农大超预期，美联储按兵不动。1) 美国 1 月新增非农就业 35.3 万人，大幅超过市场预期，劳动参与率与失业率维持不变，表明美国劳动力市场具有较强韧性，或进一步推迟美联储实质性降息的时间节点，预计市场短期内难以快速释放宽松预期。2) 1 月 FOMC 会议宣布维持利率不变符合市场预期，同时确认了三件事：一是，明确了本轮加息周期的结束；二是，降息已经提上了美联储的日程，但何时降息将取决于未来几个月通胀、就业和经济数的表现情况；三是，降息不会很快到来，会后鲍威尔明确表态“3 月降息可能性不大”。

宏观·周度报告

2024 年 02 月 04 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 PMI 小幅回暖

1、国内 1 月 PMI 小幅回暖，但仍处于荣枯线下方

1 月 31 日，国家统计局公布的数据显示，中国 1 月官方制造业 PMI 49.2，预期 49.2，前值 49.0。中国 1 月非制造业 PMI 50.7，预期 50.6，前值 50.4。中国 1 月官方综合 PMI 50.9，前值 50.3。

解读如下：

2024 年 1 月制造业采购经理人指数较 2023 年 12 月回升 0.2 个百分点至 49.2%，符合市场预期，景气水平有所改善，结束连续三个月的下降趋势，好于正常年份的季节性表现。

1) 从需求端来看，1 月新订单指数为 49.0%，较前月回升 0.3 个百分点，新出口订单指数为 47.2%，较前月回升 1.4 个百分点，进口指数为 46.7%，较前月回升 0.3 个百分点；主要是受到外需的拉动，在假期效应和政策支持下，内需也有所支撑。往后看，高利率影响下欧美经济可能依然偏弱，对我国出口可能有一定压制，而国内稳增长政策有望逐步提振内需。

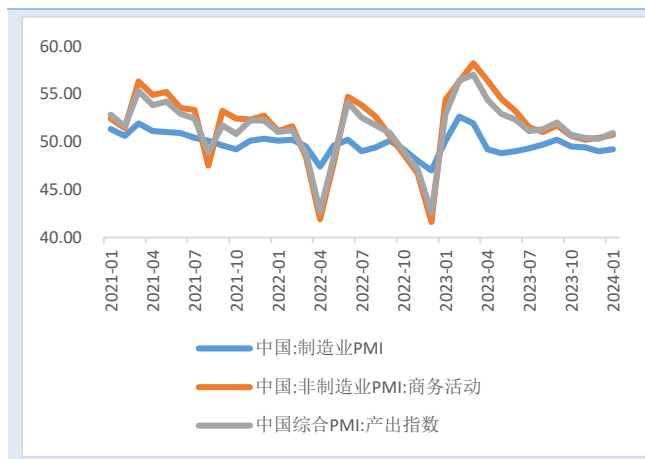
2) 从生产端来看，1 月生产指数较上月回升 1.1 个百分点至 51.3%，回升幅度大于需求端，主因是市场需求企稳，企业增加产成品库存以备后市销售和出口的意愿上升。现阶段企业预期有所回落但仍比较乐观，招工的意愿有所减弱。

3) 从库存和价格方面来看，从历史 PMI 看，生产回落往往滞后于新订单回落 1-2 个月，这带来了库存短期回升的压力，1 月产成品库存指数大幅回升至 49.4%，较前月回升 1.6 个百分点，处于较高水平，1 月原材料库存指数较前月回落 0.1 个百分点至 47.6%；1 月主要原材料购进价格指数为 50.4%，较前月回落 1.1 个百分点，出厂价格指数 47.0%，较前月回落 0.7 个百分点，1 月价格上涨的品种主要是原油和有色，下跌品种主要是非金属建材、煤焦钢矿等。出厂价与购进价均回落，这主要与国内优势工业品价格回落和生产快于需求有关。

4) 非制造业 PMI 方面，服务业景气重新扩张，建筑业景气回落。1 月份，非制造业商务活动指数为 50.7%，比上月回升 0.3 个百分点，连续两个月回升，分项指标来看，新订单指数为 47.6%，仍在荣枯线以下，但连续三个月上行；业务活动预期指数回落 0.6 个百分点至 59.7%。服务业商务活动指数为 50.1%，在连续两个月徘徊在荣枯线以下之后回升至景气区间。1 月份，在地方项目仍在储备、部分地区天气转冷等因素影响下，建筑业商务活动指数为 53.9%连续两个月走高后明显回落。1 月以来，支持房地产融资的相关政策密集出台、地方两会上对于专项债的运用上表述较多，基建投资有望继续对经济形成较好支撑，预计后续在天气因素的负面影响减小后，建筑业景气度或逐渐恢复。

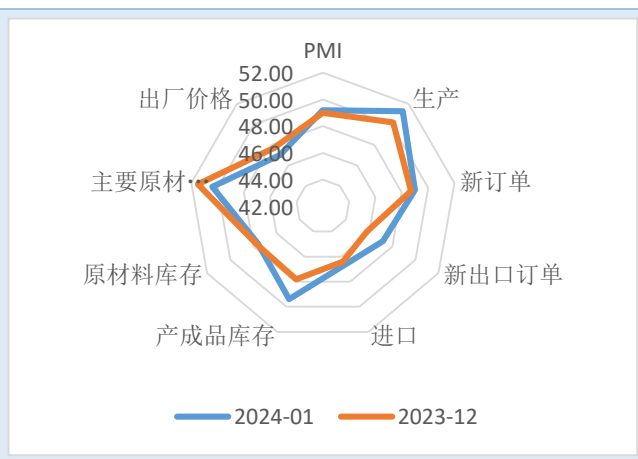
综合来看，1月PMI指数较前月小幅回暖，但结构上的矛盾依旧突出，主要表现为生产强、需求弱、物价低的特征。往后看，尽管1月稳增长政策继续加码出台，但春节效应对“稳增长”落地节奏产生扰动，2月份即将迎来数据的空窗期，经济“开门红”的成色有待观察。与此同时，我们通过高频数据仍然可以看到，开年以来新房汽车销售双双偏弱，居民部门的韧性面临挑战。现阶段有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难依然存在，预计后续宏观政策仍将保持积极，一方面，预计未来一段时间通过下调政策利率，引导实际利率下行或仍将是货币政策一个重要方向，另一方面，财政加码发力至关重要，预计今年中央政府的赤字率有望适度上调。

图表 1: PMI 指数小幅回暖



数据来源: Wind

图表 2: PMI 主要分项指标



数据来源: Wind

2、2023 年财政收支情况

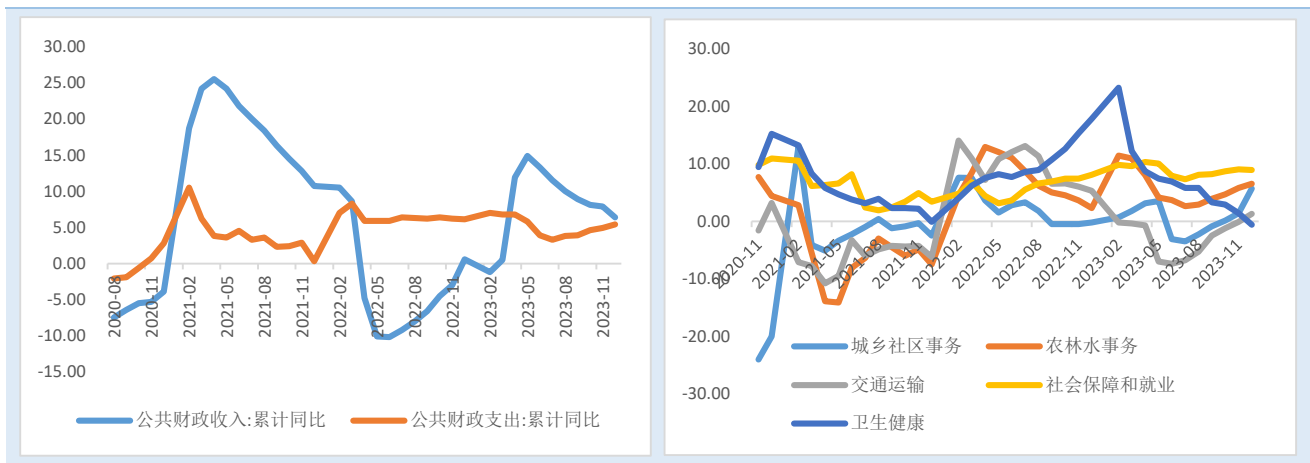
2月1日，财政部发布的2023年全年财政收支情况数据显示，全国一般公共预算收入突破21万亿元，增长6.4%；在财政支出方面，全国一般公共预算支出2023年达到27.46万亿元，增长5.4%。

综合来看，2023年财政收入整体呈现出恢复性增长，财政支出持续加力，社会保障和就业支出增长8.9%，教育支出增长4.5%，科技支出增长7.9%，农林水支出增长6.5%，城乡社区支出增长5.7%。财政部副部长王东伟在谈到今年财政政策如何有效支持经济的复苏等问题时表示，今年将用好相关国债资金，继续安排一定规模的地方政府专项债券，适当增加中央预算内投资规模等发挥好政府投资的带动放大效应。

从今年的情况来看，地方新增专项债发行进度偏慢，主要是因为2023年年底中央财政增发国债1万亿元转移支付给地方使用，而且不少地方政府会议和公开文件均提到“超长期特别国债”，预计2024年地方化解债务风险、中央加杠杆的趋势有望延续。预计2024年预算赤字率有望继续突破3%，特别国债也有继续推出的可能性，新增地方政府专项债限额或增加至4万亿元左右。

图表 3: 公共财政收支情况

图表 4: 公共财政支出累计同比增速



数据来源：Wind

数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 多地放宽房地产限购

1月30日，上海市住房和城乡建设管理委、房屋管理局联合印发《关于优化本市住房限购政策的通知》，规定自1月31日起，在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域(崇明区除外)限购1套住房，以更好满足居民合理住房需求；

1月30日，苏州市住房和城乡建设局工作人员表示，购买新房、二手房不做购房资格审核，新房限售政策仍为两年。

1月27日，广州市宣布在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上(不含120平方米)住房，不纳入限购范围。放宽限购等的政策出台有助于满足多样化和多元化住房需求，也有助于提振房地产市场信心。当前仅北京、上海、广州、深圳、成都、天津、西安、杭州、海南省等地仍有部分区域保持限购；其中，部分城市如广州、成都已实行面积段限购。

(2) 全面推开上市公司市值管理考核，推动上市公司业绩改善

1月29日，何立峰出席部署走访上市公司工作、推动上市公司高质量发展全国视频会议，同日，国资委举行中央企业、地方国资委考核分配工作会议，对中央企业考核提出要求。何立峰指出，上市公司是经济高质量发展的重要微观基础，推动上市公司高质量发展有助于高水平科技自立自强、加快建设现代化产业体系，有助于增强市场信心。要明确目标导向，把推动上市公司业绩改善和投资意愿修复作为推动经济稳中求进、以进促稳、先立后破的重要举措。要明确问题导向，抓紧组织到上市公司上门走访，推动优化公司结构、规范公司治理，培育优质头部上市企业，不断提升上市公司投资价值。

(3) 加快布局六大未来产业，推动我国迈向“智造强国”

1月29日，工信部等七部门联合发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，提出了六方面共16项重点任务，发挥新型举国体制优势，引导地方结合产业基础和资源禀赋，合理规划、精准培育和错位发展未来产业。

首先，《意见》提出发展未来产业的目标：到2025年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升；到2027年，未来产业综合实力显著提升，部分领域实现全球引领。其次，《意见》重点强调未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大产业方向，其中，未来制造方面，发展智能制造、生物制造、纳米制造等模式，推动工业互联网、工业元宇宙等发展；未来信息方面，推动下一代移动通信、卫星互联网、量子信息等技术产业化应用，加快量子光子等计算技术创新突破等；未来材料方面，推动有色金属、化工、无机非金属等先进基础材料升级等；未来能源方面，聚焦核能、核聚变、氢能、生物质能等重点领域；未来空间方面，聚焦空天、深海、深地等领域；未来健康方面，加快细胞和基因技术、合成生物、生物育种等前沿技术产业化。

1.3 海外：非农超预期回升，美联储按兵不动

1、非农超预期回升或促使联储降息时点后移

2024年2月2日，美国劳工部公布2024年1月美国非农数据，新增非农就业35.3万人，高于预期的18.0万人，前值由增21.6万人上修至增33.3万人；失业率3.7%，低于预期的3.8%，前值3.7%；平均时薪同比+4.5%，高于预期的+4.1%，前值+4.1%。

(1) **新增非农就业大幅好于预期。**1月份美国新增非农就业人数35.3万人，大幅好于市场预期，且12月、11月新增非农就业累计上修12.6万，主因非农数据经历了年度修正。根据BLS报告，修正后的2023年新增非农就业整体上升了35.9万，其中2023年10-12月共上修了18.6万。从趋势上来看，近3个月平均新增就业28.9万人，较2023年10-12月有所上行，显示当前美国就业市场仍然相当强劲。

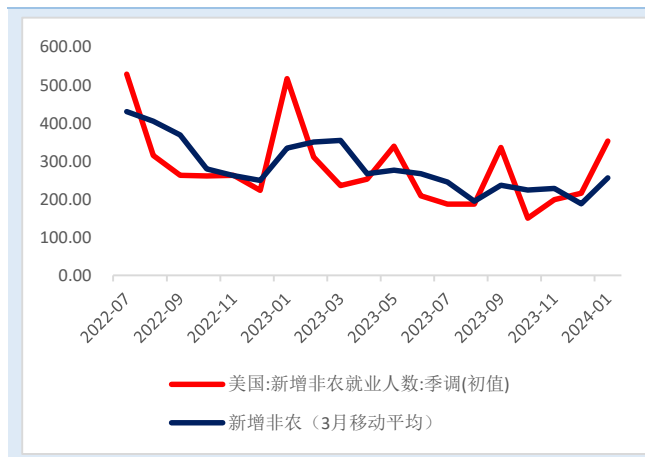
(2) **劳动参与率维持不变，失业率维持低位，薪资继续上升。**1月份美国劳动参与率为62.5%，与前值持平；失业率为3.7%，与前值持平，低于预期，这表明劳动力新进入者减少，指向进入就业市场的劳动力有限，就业市场仍相对偏紧，相应地失业率环比持平，处于2023年8月以来的低位，指向美国就业供需紧张格局还没有充分缓解，进一步支撑薪资粘性，薪资同比增速由前值的4.1%升至4.5%。

(3) **劳动力供需关系边际趋紧，但仍处于再平衡中。**从LOJTS数据来看，2023年12月份职位空缺数为902.6万人，较11月上升约10万人，职位空缺率为5.4%，与11月持平。目前每个求职者对应约1.44个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度并未有提升。

(4) **经济依然强劲，美联储降息时点或延后。**非农数据公布后，较高的薪资增速显示通胀降温的速度可能偏慢，意味着美联储在1月份FOMC上提出3月份“不太可能降息”的观点得到进一步验证。CME FedWatch

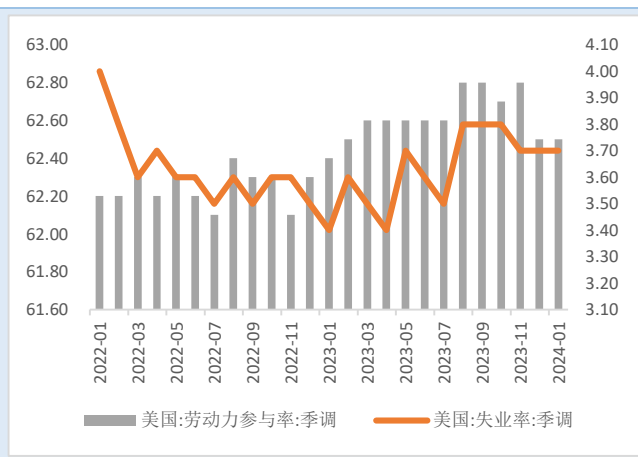
工具显示，市场对 3 月降息的预期已经大幅下调，认为 3 月保持利率不变概率为 78.5%，前一日为 62.0%，预期降息最早可能出现在今年的 5 月，概率约 6 成，年内有 5 次降息空间。整体而言，1 月非农数据大幅超过市场预期，表明美国劳动力市场具有较强韧性，或进一步推迟美联储实质性降息的时间节点，预计市场短期内难以快速释放宽松预期，我们维持美联储在 7 月份开启降息的预测。

图表 5: 美国新增非农就业情况



数据来源: Wind

图表 6: 劳动参与率和失业率维持不变



数据来源: Wind

2、美联储掐灭 3 月降息预期

美国东部时间 1 月 31 日,美联储在 FOMC 会议后宣布暂停加息,将联邦基金利率目标区间维持在 5.25-5.5%的水平,连续四次会议按兵不动。

(1) 会议要点: 加息周期结束, 降息周期开启需等待更多信号。

2024 年美联储首次议息会议纪要表述变化较多: 1) 经济增长方面, 表述由“强劲步伐放缓”变为“稳步扩张”, 对美国经济更为乐观。2) 就业和通胀目标方面, 没有以失业率攀升的痛苦方式来换取通胀的下降, 就业和通胀目标的实现风险正趋于更好的平衡。3) 金融风险方面, 会议删除了银行、信贷等相关表述, 对金融稳定的担忧明显减轻, 短期金融稳定将不再是货币政策加息或降息的制约因素。4) 利率方面, 美联储 1 月维持联邦基金目标利率在 5.25-5.5%不变, 符合市场预期。但政策指引透露出两大信号, 一是删除了“进一步收紧”相关表述, 表明本轮加息周期已经结束; 二是降息已经提上日程, 但重申抗通胀决心, 降息开启需等待更多信号。5) 缩表方面, 维持原来的步伐不变。

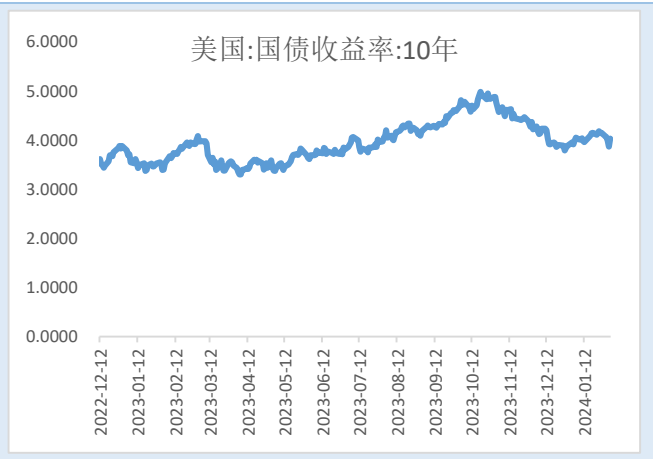
综合而言, 本次 FOMC 会议宣布维持利率不变符合市场预期, 同时确认了三件事, 一是, 随着通胀压力的持续缓解, 明确了本轮加息周期的结束; 二是, 降息已经提上了美联储的日程, 但何时降息将取决于未来几个月通胀、就业和经济数的表现情况; 三是, 降息不会很快到来, 自美联储 12 月会议以来, 市场对美联储于今年三月开始降息的乐观预期持续升温, 但本次会后鲍威尔明确表态“3 月降息可能性不大”。我们预计, 美国经济增长有望实现“软着陆”, 一是经济需求放缓但不会出现衰退, 二是通货膨胀水平也将延续回落态势, 年底有望达到 2%左右。同时, 维持美联储 7 月开始降息, 全年降息 100BP。

图表 7：美国联邦基金利率



数据来源：Wind

图表 8：美国十年期国债收益率



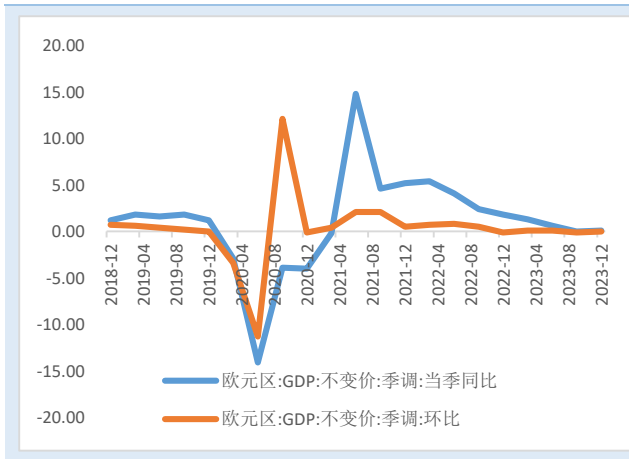
数据来源：Wind

3、欧元区经济陷入停滞，短期前景或仍不乐观

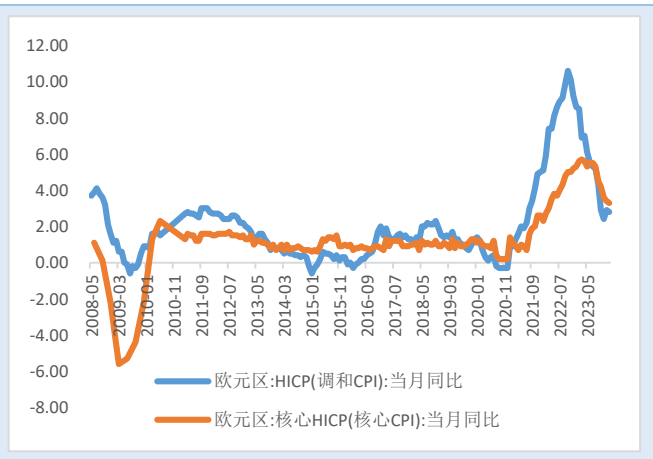
当地时间 1 月 30 日，欧盟统计局数据显示，欧元区 2023 年第四季度本地生产总值(GDP)初值环比持平上一季度，强于分析师预计的下降 0.1%，同比增长 0.1%，持平于市场预期。欧元区在去年四季度经济整体陷入停滞，但避免了预期的衰退。分国别来看，最大经济体德国在去年四季度 GDP 出现萎缩，环比下降 0.3%，但三季度 GDP 从负值上修至 0，因此勉强避免了技术性衰退；法国去年四季度环比 0 增长，但三季度数据也由-0.1%上修至 0；意大利、西班牙经济表现却超过市场预期，意大利去年四季度经济环比增长 0.2%，西班牙 GDP 环比增长 0.6%。

虽然欧元区在去年四季度的经济勉强避免了技术性衰退，但仍然显示出欧洲经济在高利率和高通胀的影响下，正在衰退的边缘徘徊。此前数据显示，欧元区 1 月综合 PMI 初值录得 47.9%，低于预期 48.0%，略高于前值 47.6%，其中服务业和制造业表现分化，服务业景气度大幅下滑。经济状况堪忧下，通胀数据仍有韧性，去年 12 月欧元区调和 CPI 同比为 2.9%，高于 11 月的 2.4%。短期欧元区经济前景可能依然不容乐观，欧洲央行仍面临经济和通胀的抉择困境。

图表 9：欧元区 GDP 走势



图表 10：欧元区通胀走势



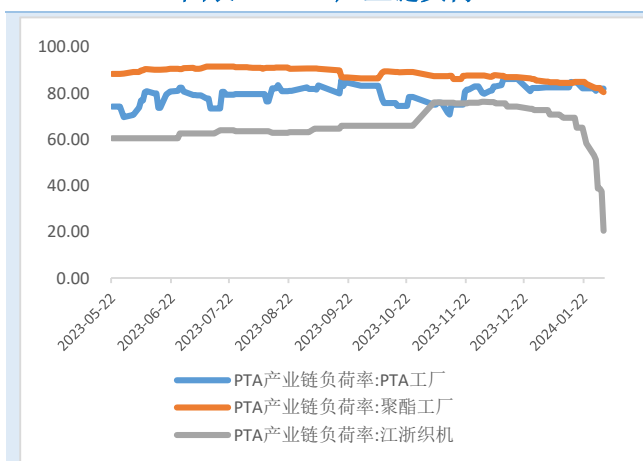
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步回落

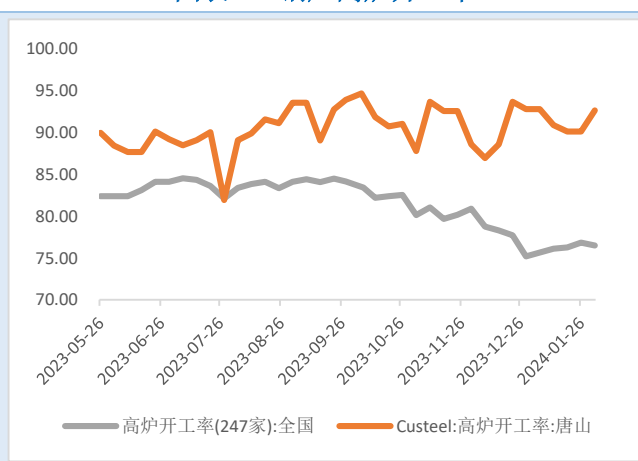
化工：生产负荷回落，产品价格涨跌互现。需求方面，节前补库结束，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至2月2日，涤纶POY价格小幅上涨，PTA价格和聚酯切片价格双双小幅回落。生产端，临近春节，本周PTA产业链负荷率明显回落，其中，PTA开工率下降至81.9%，聚酯工厂负荷率下降至80.3%，江浙织机负荷率大幅降至20.4%。

钢铁：生产小幅回落，需求持续走弱。全国高炉开工率小幅回落0.34个百分点至76.50%；临近传统春节假期，需求持续走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需继续走弱，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

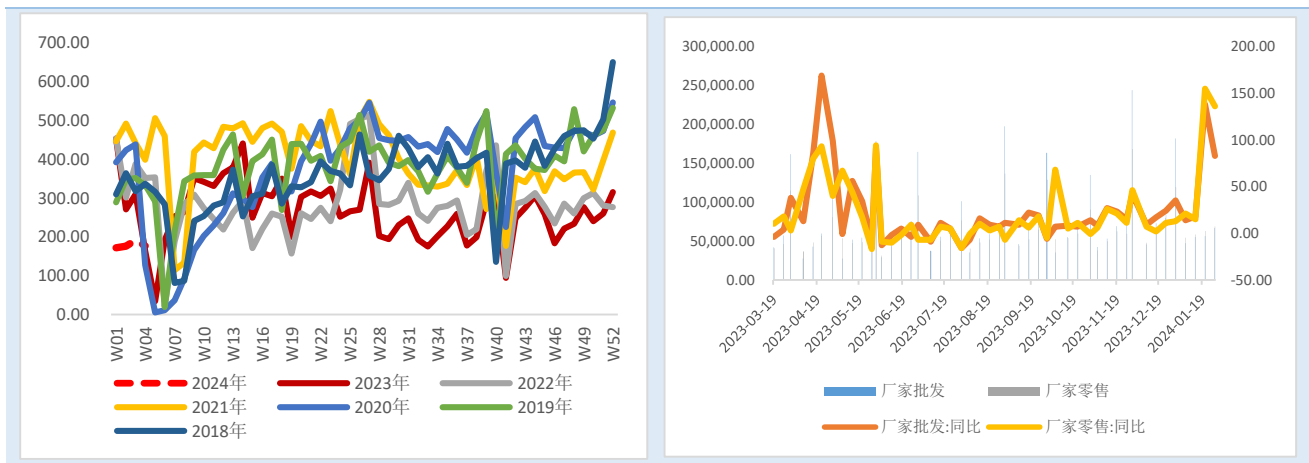
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比上升。截至2月1日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升22.66%，按均值计，月同比下降11.47%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-35.12%、-1.79%、-12.60%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降35.43%。

乘用车零售同比增长。据乘联会发布的数据显示，1月第四周全国乘用车市场日均零售69万辆，同比去年1月同期增长136%，环比上月同期下降34%。1月1-28日，乘用车市场零售170.8万辆，同比去年同期增长64%，较上月同期下降15%；今年以来累计零售170.8万辆，同比增长64%，其中新能源渗透率35%。

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

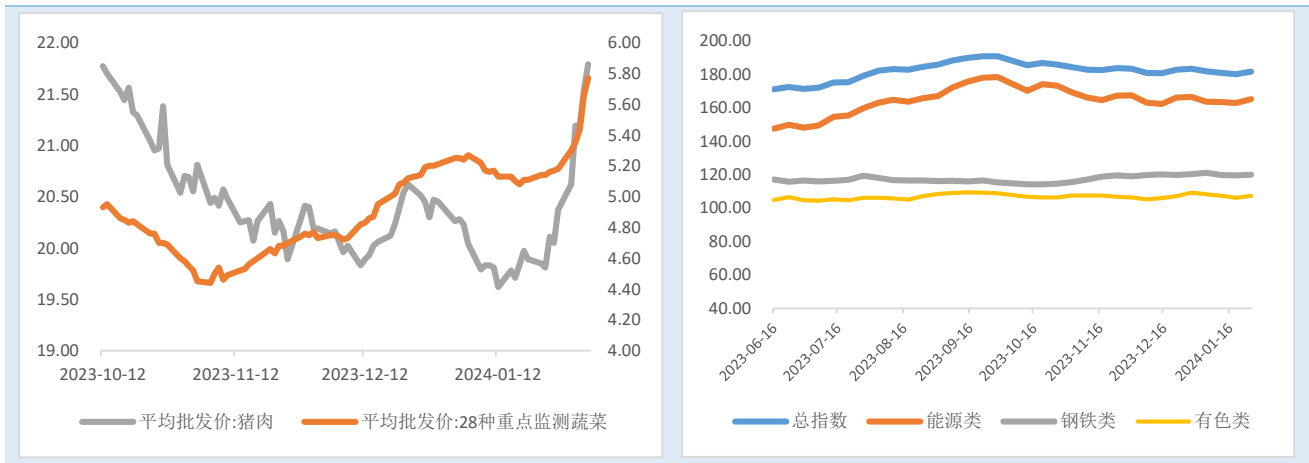
(1) 本周食品价格多数上涨。本周（截至 2 月 2 日）蔬菜均价环比上涨 6.71%，猪肉均价环比上涨 6.15%。

(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