



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《PMI 弱复苏，经济内生动力有待增强》 - 2024.03.03

宏观研究

## 美通胀信号不明确，“外卷”需求加大

### ● 核心观点

(1) **美国通胀粘性仍强，货币政策限制性有所显现。**1月美国PCE物价指数整体符合预期，但环比增速创2023年2月以来最大增幅，强势抵消了2023年12月圣诞假期影响，指向美国通胀粘性较强。从结构数据来看，无论核心服务PCE物价指数环比增速还是同比增速，均保持了较高韧性，亦凸显了美国通胀粘性较强。

从美国个人收入和支出来看，美国个人收入保持稳健增长，但受高利率制约，美国个人利息支出已经开始挤压个人消费支出，个人储蓄率已有明显下降，货币政策对经济的限制性影响已有显现，美国经济尚未显示明确衰退迹象。当前，考虑当前美国通胀粘性仍强，提高利率抑制通胀存在滞后效应，预计美联储降息或稍晚于市场预期，叠加美国商业银行风险有所上升，纽约社区银行风险暴露，因此，反而需要关注美国金融系统乃至经济状况的骤变风险。

此外，3月1日美联储理事沃勒在美国货币政策论坛提出“反向扭转操作”。如此操作成行，则短期利好短债收益率及美股，而对美长债收益率造成上行压力。

(2) **本周宏观环境整体呈现边际向好态势。**在政策环境方面，内外部均呈现正面。美欧通胀虽强，但降息预期一直存在；我国宏观调控政策力度有所加大；国内流动性合理充裕，DR007和NCD(6M)本周有明显下行。在非政策环境方面，外部环境承压，内部环境正面。外部环境负面主要体现为美国拜登政府的贸易保护主义有所抬头，宣称将对中国制造的网联汽车展开调查。同时，美欧经济景气度有所下行。内部环境方面，我国汽车销售回暖，房地产销售虽下行，但降幅收窄，显示内需有所回升。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 大类资产表现.....	5
2 美国通胀粘性仍强，货币政策限制性显现 .....	6
2.1 整体符合预期，环比高增指向通胀粘性仍强 .....	6
2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性仍强，商品和能源价格回落.....	8
2.3 美国居民收入稳健增长，债务利息增长拖累消费支出.....	10
2.4 通胀粘性仍强，美联储降息或稍晚于市场预期 .....	12
3 国内外宏观热点.....	13
3.1 海外宏观热点.....	13
3.2 国内宏观热点.....	19
4 本周宏观环境分析：边际向好 .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	6
图表 2: 美国 1 月 PCE 物价指数.....	8
图表 3: 美国 1 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献.....	9
图表 4: 美国 1 月 PCE 物价指数环比增速及分项贡献.....	10
图表 5: 美国个人收入及收入分项环比增速 (%).....	11
图表 6: 美国个人支出及支出分项环比增速 (%).....	11
图表 7: 美国个人支出和收入环比增速 (%).....	12
图表 8: 美国个人储蓄占个人可支配收入的百分比 (%).....	12
图表 9: 本周宏观环境变化.....	25

## 1 大类资产表现

2月最后一周，全球大类资产基本呈现普遍上涨。货币市场和债券市场到期收益率下行；权益市场涨多跌少，国内权益市场明显反弹，美股保持上涨，恒生指数小幅回落；大宗商品市场除LME锌小幅下跌外，呈现普涨行情；外汇市场方面，美元指数继续走强，人民币小幅回落。

**图表1：大类资产价格变动一览**

		单位	涨跌幅			
			202401	202402	年初至今	本周 (2.26-3.1)
货币市场	DR007	%	-3.73	-10.39	-8.82	-9.31
	(BP) 同业存单(股份制银行):6M	%	-4.26	-15.25	-20.29	-4.13
债券市场	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.19	1.28
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-18.75	-1.57
	(BP) 美国:国债收益率:2年	%	4	37	31	-15
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	31	-9
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	1.75%	1.68%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	-0.94%	4.07%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	-3.56%	4.13%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-4.29%	6.12%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-2.69%	-0.27%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	8.42%	1.87%
	标普500	点	1.59%	5.17%	7.70%	1.33%
	日经225	点	8.43%	7.94%	19.26%	1.73%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	11.36%	2.79%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	0.54%	0.39%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	-0.49%	-0.18%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	5.18%	0.05%
	伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	-0.66%	-0.02%
大宗商品	COMEX 黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	0.57%	2.90%
	COMEX 白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	-2.86%	3.61%
	LME 铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	-0.97%	0.25%
	LME 铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	-6.51%	2.01%
	LME 锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	-10.53%	-0.74%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	8.45%	1.24%
	WTI 原油	美元/桶	5.86%	3.18%	11.61%	3.08%
	CBOT 大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	-11.59%	0.75%
	CBOT 玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	-12.43%	1.23%
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	2.47%	0.10%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	1.50%	0.01%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 美国通胀粘性仍强，货币政策限制性显现

### 2.1 整体符合预期，环比高增指向通胀粘性仍强

美国 1 月 PCE 和核心 PCE 物价指数同比增速符合市场预期，并呈现逐步回落趋势。美国 1 月 PCE 物价指数同比升 2.4%，预期升 2.4%，前值升 2.6%；核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源）同比升 2.8%，预期升 2.8%，前值升 2.9%。PCE 物价指数同比增速延续逐步回落态势，为 2021 年 4 月以来新低。PCE 物价指数和核心 PCE 物价指数同比均低于季节性表现，较近五年均值低 1.1 个百分点和 0.43 个百分点，显示价格明显有所回落。PCE 物价指数同比放缓的主要原因能源价格明显回落；核心 PCE 价格指数降幅小于 PCE 物价指数，核心商品小幅回落，而核心服务保持较强粘性，小幅回升。

美国 1 月 PCE 和核心 PCE 物价指数环比增速虽符合市场预期，但创 2023 年 2 月以来最大增幅，指向通胀粘性仍强。PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.2%；核心 PCE 物价指数环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.2%。PCE 物价指数环比增速低于季节性表现，较近五年均值低 0.06 个百分点，而核心 PCE 物价指数环比增速好于季节性表现，较近五年均值高 0.03 个百分点。尽管 12 月有圣诞假期影响，叠加能源价格下跌有所拖累，但食品、核心商品及核心服务环比均小幅反弹，支撑 PCE 环比走高。1 月食品、核心商品及核心服务环比增速分别较上个月扩大了 0.4、0.2 和 0.3 个百分点，特别是粘性较强的服务创 2023 年以来新高，指向美国消费仍具有较强韧性，通胀粘性较强。背后逻辑应是目前美国呈现出工资推动通胀螺旋式上升的迹象，美国员工平均时薪稳健增长，支撑了美国居民消费能力。

尽管 CPI 与 PCE 在统计方法上存在调整与差异，导致绝对水平存在一些差异，但是长期趋势较为一致。本次 1 月 CPI 超预期回升，降低了市场对美联储降息的预期，但 PCE 整体符合预期，一个重要原因是分项权重差异影响，其中权重差异较大的两个分项是住房分项和医疗服务分项。住房分项在 CPI 占比接近 35%，而在 PCE 的占比为 16.51%；医疗分项在 CPI 占比 6.4%，而在 PCE 的占比为 17.05%。按照这两项计算，住房分项在 CPI 同比中贡献为 3.05%，而在 PCE 同比中贡献为 1.01%，两者相差达到 2.04 个百分点；医疗分项在 CPI 同比中贡献仅为 0.18%，而在 PCE 同比中贡献为 0.47%，两者相差仅为 -0.29 个百分点。整体来看，由于近期美国房地产市场价格持续走高，放大了房租对 CPI 影响，而在 PCE 中因权重较低，相对降低了房价的影响，造成了两者预期差异。

**图表2：美国 1 月 PCE 物价指数**

	权重 (%)	环比 (%)				同比 (%)			
		202401	202312	202311	202310	202401	202312	202311	202310
<b>PCE</b>	<b>100</b>	0.3	0.1	0.0	0.0	2.4	2.6	2.7	3.0
食品	7.46	0.5	0.1	-0.1	0.2	1.4	1.4	1.7	2.4
能源	3.63	-1.4	-0.3	-1.8	-2.5	-4.9	-1.7	-5.0	-4.6
<b>核心 PCE (不包括食品和能源)</b>	<b>88.99</b>	0.4	0.1	0.1	0.2	2.8	2.9	3.2	3.4
<b>核心商品 (不包括食品和能源)</b>	<b>25.63</b>	-0.1	-0.3	-0.3	0.0	-0.6	-0.1	0.2	0.3
<b>耐用品</b>	<b>13.29</b>	0.2	-0.5	-0.5	-0.3	-2.4	-2.3	-2.1	-2.2
新车	2.07	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.7	1.0	1.1	2.0
二手车	1.12	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-2.4	-1.0	-3.6	-6.8
家具	1.55	0.9	-0.6	-1.4	0.8	-2.2	-2.0	-1.8	-1.2
家电	0.47	1.1	0.5	-1.1	-1.3	-6.6	-8.9	-8.8	-7.5
娱乐商品	3.74	1.8	-2.2	-1.7	-0.9	-6.2	-7.4	-6.4	-6.9
其他耐用品	1.83	-0.7	0.7	-0.6	-0.2	-1.7	-0.5	-0.2	1.0
<b>非耐用品</b>	<b>21.79</b>	-0.4	-0.1	-0.6	-0.3	0.5	1.6	1.0	1.6
服装	3.24	-0.7	-0.1	-0.7	-0.1	0.2	1.6	1.8	2.5
其他非耐用品	9.11	-0.2	-0.1	0.0	0.5	1.8	2.6	2.9	3.1
<b>核心服务 (不包括能源)</b>	<b>63.61</b>	0.6	0.3	0.2	0.2	4.1	4.0	4.3	4.5
<b>住房</b>	<b>16.51</b>	0.6	0.4	0.5	0.4	6.1	6.3	6.7	6.9
房租	3.19	0.4	0.4	0.4	0.5	6.0	6.4	6.8	7.2
等价租金	10.95	0.6	0.4	0.5	0.4	6.2	6.3	6.7	6.9
<b>核心服务 (不包括能源和住房)</b>	<b>47.1</b>	0.6	0.3	0.2	0.1	3.5	3.3	3.6	3.8
医疗服务	17.05	0.3	0.2	0.2	0.5	2.8	2.5	2.4	2.3
交通服务	3.03	0.0	-0.3	1.0	0.2	2.5	3.5	5.7	4.1
娱乐服务	3.83	0.4	0.9	0.2	0.2	4.6	4.9	4.5	5.4
餐饮服务	6.93	0.7	0.3	0.3	0.0	4.4	4.5	4.7	4.7
金融服务	6.71	1.3	0.7	-0.1	-0.2	3.9	3.3	3.1	4.0
其他服务	8.62	0.8	0.1	0.0	0.0	3.0	2.7	2.9	3.4

资料来源：BEA，中邮证券研究所

## 2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性仍强，商品和能源价格回落

1 月美国 PCE 物价指数同比增速的主要拖累项是能源与核心商品，同比增速分别为-4.9%和-0.6%，对 PCE 物价指数同比增速拉动作用分别是-0.18%和-0.14%，并呈现边际放缓态势，贡献度较 2023 年 12 月均下降 0.1 个百分点。其中，商品主要是受二手车、家具家电等影响。

核心服务同比增速 4.1%，成为主要贡献项，对 PCE 物价指数同比增速拉动作用是 2.6%，其中住房项虽仍呈正贡献 1.01%，但是对 PCE 物价指数拉动作用边际放缓，较 2023 年 12 月下降 0.03 个百分点；医疗服务、餐饮服务、金融服务



分项贡献较高,对 PCE 物价指数同比增速的拉动作用分别为 0.47%、0.31%和 0.26%,并且这几项服务粘性相对较高,贡献度分别较 2023 年 12 月上升 0.05、0 和 0.04 个百分点。

图表3: 美国 1 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献

	PCE 同比增速及分项贡献 (%)			
	202401	202312	202311	202310
<b>PCE</b>	2.40	2.60	2.70	3.00
食品	0.11	0.10	0.13	0.18
能源	-0.18	-0.06	-0.18	-0.17
<b>核心 PCE (不包括食品和能源)</b>	2.49	2.58	2.85	3.03
<b>核心商品 (不包括食品和能源)</b>	-0.14	-0.02	0.05	0.07
<b>耐用品</b>	-0.32	-0.31	-0.28	-0.29
新车	0.01	0.02	0.02	0.04
二手车	-0.03	-0.01	-0.04	-0.08
家具	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02
家电	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04
娱乐商品	-0.23	-0.28	-0.24	-0.26
其他耐用品	-0.03	-0.01	0.00	0.02
<b>非耐用品</b>	0.10	0.35	0.22	0.35
服装	0.00	0.05	0.06	0.08
其他非耐用品	0.16	0.24	0.27	0.28
<b>核心服务 (不包括能源)</b>	2.60	2.57	2.73	2.88
<b>住房</b>	1.01	1.04	1.11	1.14
房租	0.19	0.20	0.22	0.23
等价租金	0.68	0.69	0.73	0.75
<b>核心服务 (不包括能源和住房)</b>	1.65	1.55	1.70	1.79
医疗服务	0.47	0.42	0.41	0.40
交通服务	0.08	0.11	0.17	0.13
娱乐服务	0.18	0.19	0.17	0.20
餐饮服务	0.31	0.31	0.33	0.33
金融服务	0.26	0.22	0.20	0.27
其他服务	0.26	0.23	0.25	0.30

资料来源: BEA, 中邮证券研究所

1 月美国 PCE 物价指数环比增速保持较高增速,主要贡献项是核心服务,拖累项是能源。核心服务环比增速 0.6%,对 PCE 物价指数环比增速的拉动作用是 0.37%,贡献度较 2023 年 12 月上升 0.19 个百分点,除娱乐服务分项外,其他各个分项均保持了较强粘性,贡献度环比均未下降。能源和二手车成为主要拖累,对 PCE 物价指数拉动作用分别为-0.05%和-0.04%。

图表4：美国1月PCE物价指数环比增速及分项贡献

	PCE 环比增速及分项贡献 (%)			
	202401	202312	202311	202310
PCE	0.30	0.10	-0.01	0.04
食品	0.04	0.00	-0.01	0.01
能源	-0.05	-0.01	-0.07	-0.09
<b>核心 PCE (不包括食品和能源)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.18</b>
<b>核心商品 (不包括食品和能源)</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.01</b>
<b>耐用品</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.03</b>
新车	0.00	0.00	0.00	0.00
二手车	-0.04	0.01	0.02	0.00
家具	0.01	-0.01	-0.02	0.01
家电	0.01	0.00	-0.01	-0.01
娱乐商品	0.07	-0.08	-0.06	-0.03
其他耐用品	-0.01	0.01	-0.01	0.00
<b>非耐用品</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.13</b>	<b>-0.06</b>
服装	-0.02	0.00	-0.02	0.00
其他非耐用品	-0.02	-0.01	0.00	0.04
<b>核心服务 (不包括能源)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.13</b>
<b>住房</b>	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.07</b>
房租	0.01	0.01	0.01	0.01
等价租金	0.06	0.05	0.05	0.04
<b>核心服务 (不包括能源和住房)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.14</b>	<b>0.09</b>	<b>0.05</b>
医疗服务	0.05	0.03	0.03	0.09
交通服务	0.00	-0.01	0.03	0.01
娱乐服务	0.02	0.03	0.01	0.01
餐饮服务	0.05	0.02	0.02	0.00
金融服务	0.09	0.05	-0.01	-0.01
其他服务	0.07	0.01	0.00	0.00

资料来源：BEA，中邮证券研究所

### 2.3 美国居民收入稳健增长，债务利息增长拖累消费支出

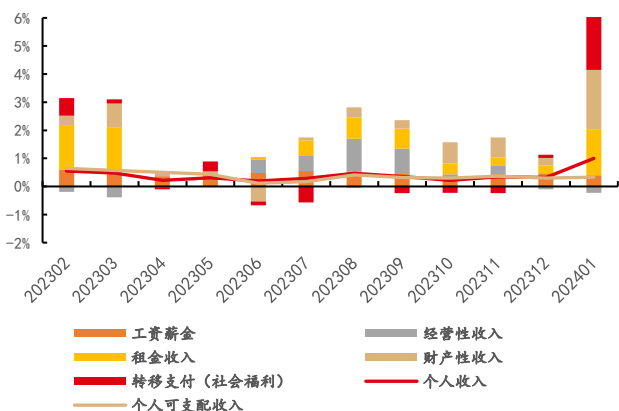
1月，美国个人总收入约为23.62万亿美元，环比上涨1.0%，为2023年以来最高涨幅；可支配收入约为20.66万亿美元，环比上涨0.33%，亦为近三个月新高，并且两者环比增速均高于美国1月CPI环比增速0.3%。

从收入结构来看，转移支付、财产性收入和租金收入带动美国个人收入环比回升。1月美国个人总收入环比增速明显回升，主要来自转移支付（社会福利）、财产性收入和租金收入，环比增速分别为2.61%、2.14%和1.61%。其中，转移支付环比增长主要是美国联邦老年和遗属保险信托基金和残疾保险信托基金向老

年人、遗属受益人和残疾人士的分配增加；财产性收入增加主要是得益于资本市场高景气度，股息收入增加；租金收入增加主因是房地产市场高景气度，房价持续上涨，带动租金收入上涨。此外，工资薪金收入小幅上涨 0.4%，略高于通胀水平，指向美国当前就业市场仍具有较强韧性。

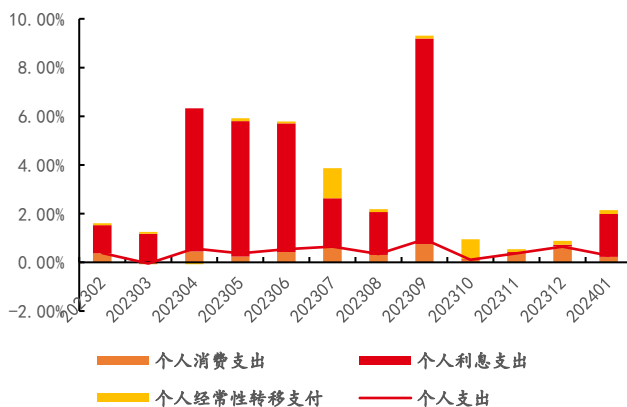
从支出结构来看，美国个人利息支出增加，消费支出减少，总支出环比增速收窄，货币政策对经济限制性有所显现。1 月美国个人支出环比增速小幅回落，主要是美国个人消费支出环比下降，抵消个人利息支出增加。1 月美国个人利息支出环比增速 1.76%，环比增速较 2023 年 12 月扩大 1.71 个百分点，同时美国个人消费支出环比增速为 0.23%，环比增速较 2023 年 12 月收窄 0.44 个百分点，压缩消费开支抵消利息增加的负担。值得注意的是，2023 年以来，美国个人利息支出环比增速一直保持了较高的水平，主因应是美联储快速大幅加息影响，导致美国居民债务压力增加。在此背景下，在 2023 年以来的大部分月份里，美国个人支出环比增速高于收入环比增速，导致了美国居民储蓄率有所下行。美国个人储蓄占个人可支配收入的比例从 2023 年 1 月 4.4% 下降至 2024 年 1 月的 3.8%，下降了 0.6 个百分点，降幅较为明显，指向当前货币政策对美国个人产生一定限制性影响。

图表5：美国个人收入及收入分项环比增速（%）



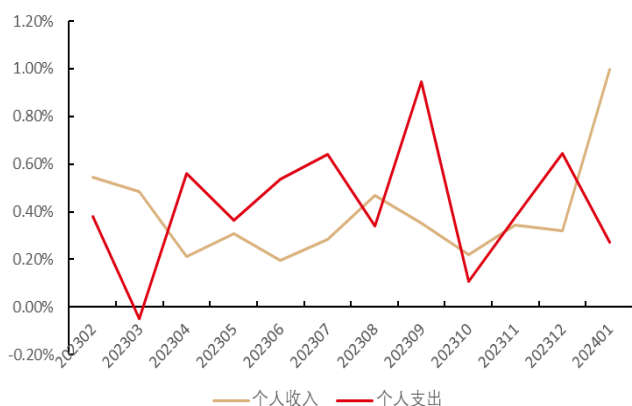
资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表6：美国个人支出及支出分项环比增速（%）



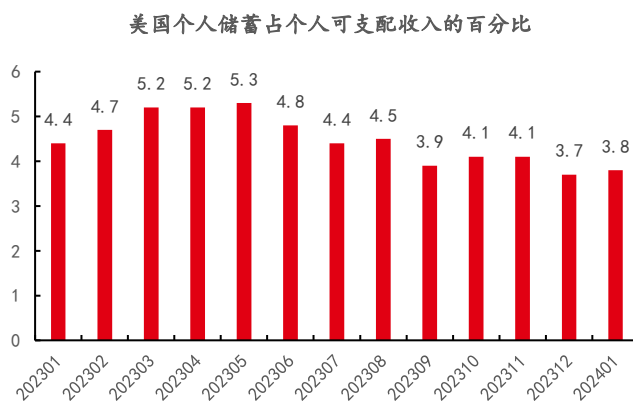
资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表7：美国个人支出和收入环比增速（%）



资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表8：美国个人储蓄占个人可支配收入的百分比（%）



资料来源：BEA，中邮证券研究所

## 2.4 通胀粘性仍强，美联储降息或稍晚于市场预期

1月美国PCE物价指数整体符合预期，同比增速呈逐步回落趋势，但环比增速创2023年2月以来最大增幅，强势抵消了2023年12月圣诞假期影响，指向美国通胀粘性较强。同时，从结构数据来看，无论核心服务PCE物价指数环比增速还是同比增速，均保持了较高韧性，亦凸显了当前美国通胀粘性较强。从美国个人收入和支出来看，尽管当前美国劳动力市场强劲，美国个人收入保持稳健增长，但是受高利率制约，美国个人利息支出已经开始挤压个人消费支出，个人储蓄率已有明显下降，当前美国收紧的货币政策对经济的限制性影响已有显现，但美国经济尚未显示明确衰退迹象。

当前，美国经济保持韧性，抵押贷款违约率未显著升高，金融机构流动性风险略有下降，美联储释放严监管基调，预计通胀仍是决定美联储降息的核心变量。考虑当前美国通胀粘性仍强，并且提高利率抑制通胀存在滞后效应，预计美联储降息或稍晚于市场预期，下半年开启降息概率更高。因此，反而需要关注美国金融系统乃至经济状况的骤变风险。

此外，3月1日美联储理事沃勒在美国货币政策论坛提出“反向扭转操作”，美联储应该提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持机构抵押贷款支持证券（MBS）降至零，这会压低短端利率，抬升长端利率，期望同时达到压低消费、投资成本，并降低长期通胀的目的。如此操作成行，则短期利好短债收益率及美股，而对美长债收益率则造成上行压力。

### 3 国内外宏观热点

#### 3.1 海外宏观热点

拜登政府宣称将针对中国汽车采取“前所未有”的行动。当地时间 2 月 29 日，美国总统拜登宣布将对中国制造的网联汽车展开调查。拜登声称，中国将以包括“不公平做法”在内的方式主导未来的汽车市场，中国汽车充斥美国市场将给该国带来国家安全风险，美国政府将采取“前所未有的行动”加以应对。拜登发表声明，宣布将采取措施，阻止包括电动汽车在内的中国网联汽车和卡车进入美国市场。美国商务部将马上采取行动，启动安全威胁调查，这可能会导致针对中国生产的汽车制定新的法规或限制。美国政府官员明确表示，这只是第一步，之后还会推出各种应对政策，以阻止低成本的中国电动汽车。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792423186133452062&wfr=spider&for=pc>

对于美国将对中国制造的网联汽车展开调查的行为，存在经贸问题政治化的问题，进一步显示美国存在贸易保护主义的倾向。目前中国向美国出口车辆及其零部件的金额在中国向美国出口金额占比维持在 30%以上，2023 年 12 月占比达到了 36.72%，成为重要出口产品。如果本次贸易保护政策落地，可能会对我国出口产生有限的冲击，增加年内出口增速回升的压力。

美国 1 月 PCE 通胀创近一年来最大增幅，支持 FED 谨慎降息策略。美国商务部经济分析局发布了 1 月份的 PCE 物价指数。美国 1 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，预期升 2.8%，前值升 2.9%；环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.2%。PCE 物价指数同比升 2.4%，预期升 2.4%，前值升 2.6%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792246994088385239&wfr=spider&for=pc>

美国 1 月个人收入环比升 1.0%，超出预期。美国 1 月个人收入环比升 1.0%，预期升 0.4%，前值升 0.3%；个人支出环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.7%。实际个人消费支出环比降 0.1%，预期降 0.1%，前值升 0.5%。

<http://finance.sina.com.cn/roll/20140305/075918407872.shtml>

**美国上周初请失业金人数为 21.5 万人，预期 21 万人。**美国上周初请失业金人数为 21.5 万人，预期 21 万人，前值自 20.1 万人修正至 20.2 万人；四周均值 21.25 万人，前值自 21.525 万人修正至 21.55 万人；至 2 月 17 日当周续请失业金人数为 190.5 万人，预期 187.4 万人，前值自 186.2 万人修正至 186 万人。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792253630976976518&wfr=spider&for=pc>

**美国 2 月 ISM 制造业意外加速萎缩。**美国 2 月 ISM 制造业指数 47.8，不及预期的 49.5，1 月前值为 49.1。1 月时 ISM 制造业指数创下 15 个月新高。

**美国贸易逆差有所扩大。**美国 1 月商品贸易逆差 902 亿美元，预估为逆差 885 亿美元，前值为逆差 879 亿美元。

<https://finance.ifeng.com/c/8XYGDmFunmi>

**美国房价涨幅超预期。**美国 2023 年 12 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数同比升 6.13%，预期升 6%，前值升 5.4%；季调后房价指数环比升 0.21%，预期升 0.2%，前值升 0.15%；未季调房价指数环比降 0.3%，前值降 0.2%。未季调房价指数为 417.8，前值 318。10 座大城市未季调房价指数环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值降 0.14%；同比升 7.0%，前值升 6.2%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202402272996135793.html>

**美国 1 月耐用品订单环比降 6.1%，降幅超预期。**美国 1 月耐用品订单环比降 6.1%，预期降 4.5%，前值持平。扣除飞机非国防资本品订单环比升 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%；扣除运输耐用品订单环比降 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.5%；扣除国防耐用品订单环比降 7.3%，前值升 0.5%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-02-27/doc-inaknxvk7130651.shtml>

**美联储官员继续密集发表鹰派观点。**

**美联储于 3 月 2 日发布了半年度货币政策报告，并不急于降息。**美联储表示，自去年春季以来，银行业面临的压力已经消退，银行基于监管风险的资本充足率保持稳定，并普遍上升，但金融稳定方面依旧存在一些弱点。此外，官员们仍然高度关注通胀风险，失业率并没有显著上升，劳动力市场仍然相对紧张，职位空缺仍然很高。美联储官员重申致力于让通胀回到 2% 的目标水平，在通胀可持续朝 2% 发展有更大信心之前，并不急于降息，需要评估经济数据和各

种风险因素。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792352154651051951&wfr=spider&for=pc>

**工资和通胀压力仍在，并不急于降息。**3月1日，2024年FOMC票委、里奇蒙德联储主席巴尔金表示，美联储处于正常加息行动的尾声，未来几个月整体通胀数据可能会下降，并不急于降息，因为仍然看到工资和通胀压力。美联储并非试图与市场对抗，一切取决于通胀进展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1790282139511820595&wfr=spider&for=pc>

**夏季开始降息合适。**旧金山联储主席戴利称，如有需要进行降息；如果降息太快，通胀就会陷入困境。亚特兰大联储主席博斯蒂克预计，夏季开始降息合适；美联储将利率维持在高位的时间长度将超出市场预计。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792255990416887473&wfr=spider&for=pc>

**降息应保持谨慎。**芝加哥联储主席古尔斯比表示，根据1月PCE通胀数据推断未来形势时应当保持谨慎。美联储在通胀方面仍然还有更多工作要做，感觉2024年降息三次是合适的。

<https://www.163.com/dy/article/1S69KMUR053469RG.html>

**美联储3月按兵不动的概率为97.5%。**据CME“美联储观察”，美联储3月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为97.5%，降息25个基点的概率为2.5%。到5月维持利率不变的概率为80.6%，累计降息25个基点的概率为19.0%，累计降息50个基点的概率为0.4%。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-02-28/3258822.html>

目前美国经济数据显示，美国生产和就业市场虽有放缓，但仍保持强劲，失业率并未明显上升，劳动力市场仍然相对紧张，美国员工收入稳健增长，整体显示通胀粘性较强。在此背景下，美联储降息较为谨慎，仍需关注经济和通胀数据，在通胀可持续向2%发展有更大信心之前，并不急于降息。

**美国白宫称财政部正在关注纽约社区银行。**3月1日，白宫新闻秘书卡里娜·让-皮埃尔表示，包括地区性银行在内，银行体系依然稳固，富有韧性，流动性充裕。让-皮埃尔在记者会上说，财政部和监管机构在继续关注纽约社区银行的事态发展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792393615845431564&wfr=spider&for=pc>

美国中小银行商业地产贷款风险上升。继 2023 年年初硅谷银行、银门银行、签名银行之后，美国纽约社区银行再次暴露风险。2 月 7 日，纽约社区银行股价暴跌超 37%，创 1993 年 11 月上市以来收盘跌幅新高，远超该行在 2008 年全球金融危机期间的最大跌幅，自今年 1 月 31 日起，8 个交易日累计暴跌近 60%。主因是贷款审查流程存在问题，商业房地产贷款出现大幅损失，减记 24 亿美元（约合人民币 190 亿元）商誉。据美联储披露的数据显示，截至 2024 年 1 月，美国银行业的商业地产贷款规模高达 2.9 万亿美元（约合人民币 22.7 万亿元），其中，中小银行的商业地产贷款占行业比重达 69%；商业地产贷款占全部银行资产比例约为 13%，其中占中小银行总资产比重为 30%，中小银行在商业地产风险下成为金融体系中的脆弱环节。2023 年 9 月，美国商业地产贷款（不含耕地）拖欠和拖欠率为 1.07%，仍处于历史低位，但有所回升，创 2021 年以来新高，并且资产排名前 100 的商业银行的商业地产贷款拖欠率更是达到 1.30%，接近 2006 年末水平，风险有所上升。

欧元区 2 月消费者信心指数终值-15.5，符合预期。欧元区 2 月消费者信心指数终值-15.5，预期-15.5，初值-15.5，1 月终值-16.1。季调后消费者通胀预期指数为 15.50，前值 11.9；季调后生产者通胀预期指数为 3.80，前值 4.6。

<https://www.nbd.com.cn/articles/2024-02-28/3259850.html>

欧元区 2 月工业景气指数为-9.5，低于预期。欧元区 2 月工业景气指数为-9.5，预期-9.2，前值从-9.4 修正为-9.3；经济景气指数为 95.4，预期 96.7，前值 96.2；服务业景气指数为 6.0，预期 9.0，前值 8.8。

<https://www.163.com/dy/article/1S282ABL0512B07B.html>

欧元区 1 月季调后货币供应 M3 同比升低于预期。欧元区 1 月季调后货币供应 M3 同比升 0.1%，预期升 0.3%，前值升 0.1%；三个月货币供应 M3 同比降 0.2%，前值降 0.6%。家庭贷款同比升 0.30%，前值升 0.30%；对非金融企业贷款同比升 0.20%，前值升 0.40%。

<https://www.zhitongcaijing.com/content/detail/1077544.html>



**欧元区 2 月 CPI 初值同比升 2.6%，高于预期。**欧元区 2 月 CPI 初值同比升 2.6%，预期升 2.5%，1 月终值升 2.8%，1 月初值升 2.8%；环比升 0.6%，为 2023 年 4 月以来最大增幅，预期升 0.6%，1 月终值降 0.4%，1 月初值降 0.4%。核心 CPI 初值同比升 3.3%，1 月终值升 3.6%，1 月初值升 3.6%；环比升 0.6%，1 月终值降 0.6%，1 月初值降 0.6%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792323948201799569&wfr=spider&for=pc>

**欧元区 2 月制造业 PMI 终值 46.5，超出预期。**欧元区 2 月制造业 PMI 终值 46.5，预期 46.1，初值 46.1，1 月终值 46.6。

<https://new.qq.com/rain/a/20240301A05HNE00>

**英国央行首席经济学家皮尔：预计春季通胀率将低于 2%。**3 月 1 日，英国央行首席经济学家皮尔称，在我的基准情景中，目前离降息的时间仍然相当遥远；预计春季通胀率将低于 2%；需要看到更具有说服力的证据，证明英国 CPI 通胀的基本持续性成分正在下降；随着通胀和短期通胀预期的缓解，实际利率将上升；即使降息，货币政策立场仍可保持紧缩；英国经济活动仍然疲软。

<https://stock.hexun.com/2024-03-01/212049859.html>

**英国 1 月 M4 货币供应同比降 2.2%。**英国 1 月 M4 货币供应同比降 2.2%，前值降 0.9%；环比降 0.1%，前值升 0.5%。M4 货币供应为 29939.14 亿英镑，前值 29982.07 亿英镑。

<https://news.fx678.com/202402291732542284.shtml>

**英国 1 月央行抵押贷款许可 5.5227 万件，超出预期。**英国 1 月央行抵押贷款许可 5.5227 万件，预期 5.2 万件，前值 5.05 万件；消费信贷增 18.77 亿英镑，预期增 16 亿英镑，前值增 11.97 亿英镑；抵押贷款减 10.86 亿英镑，预期增 2 亿英镑，前值减 8.3 亿英镑。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792225194939493387&wfr=spider&for=pc>

**欧洲央行管委霍尔兹曼认为 6 月之前不太可能认真讨论降息。**欧洲央行管理委员会成员霍尔兹曼表示，他认为在 6 月政策会议之前不会有任何关于降低借贷成本的重要讨论。无论如何我们都不会在 6 月之前采取行动，而且不会在美联储之前采取行动。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1791700989419926935&wfr=spider&for=pc>

**欧洲央行副行长金多斯：当确定通胀迈向 2%时便会降息。**当它确信消费者价格增长正在回到目标水平时，就会降低利率。当我们收到的通胀数据和潜在通胀数据表明，我们正在接近 2%通胀目标时，货币政策将被修改。这番言论呼应了大多数管理委员会成员要求耐心的呼吁。欧洲央行管委、立陶宛央行行长 Gediminas Simkus 和斯洛伐克央行行长 Peter Kazimir 表示，6 月是考虑降低借贷成本的时候了。德国央行行长 Joachim Nagel 和拉脱维亚央行行长 Martins Kazaks 则警告称，不要过早行动。

<https://finance.sina.cn/hkstock/gsxw/2024-02-29/detail-inakskpp1579463.d.html>

**目前欧元区经济景气度回落，但受制于通胀，欧洲央行时间仍不明确，需进一步明确通胀迈向 2%的信号。**

**日本 2 月家庭消费者信心指数为 39.1，超出预期。**日本 2 月家庭消费者信心指数为 39.1，预期 38.3，前值 38.0。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2634980>

**日本 1 月工业产出初值环比降 7.5%，预期降 7.3%。**日本 1 月工业产出初值环比降 7.5%，预期降 7.3%，前值增 1.4%；同比降 1.5%，预期降 1.6%，前值降 1%。日本 1 月零售销售同比增 2.3%，预期增 2.3%，前值增 2.1%；环比增 0.8%，预期增 0.5%，前值降 2.9%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792402455210690061&wfr=spider&for=pc>

**日本 1 月营建订单同比升 9.10%。**日本 1 月新屋开工同比降 7.5%，预期降 7.7%，前值降 4.0%；营建订单同比升 9.10%，前值升 0.4%。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2634172>

**日本经济正处于人们认为工资和物价不会上涨的“常态”改变的拐点。**日本央行委员高田创表示，日本经济正处于一个转折点，人们认为工资和物价不再上涨的“常态”正在改变；今年春季的工资谈判中，许多公司提供高于 2023 年工资上涨的较高幅度，势头正在上升；尽管经济前景不确定，但实现 2%通胀目标正在变得可见；需要考虑采取灵活应对措施，包括退出货币刺激措施；退出货币刺激措施将包括放弃收益率曲线控制框架、结束负利率和超调承诺。

<https://www.163.com/dy/article/IS3VG1AR0519QIKK.html>

日本经历长期低利率环境，日本居民资产负债表修复，经济逐步复苏，日本货币政策收紧信号越发明确。但在面临全球高通胀，日元对美元汇率持续贬值，日本名义 GDP 被德国反超，因此日本货币政策收紧亦存在一定变数。

### 3.2 国内宏观热点

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平主持召开中央财经委员会第四次全体会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。

[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content\\_6933834.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6933834.htm)

李强主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》等。会议指出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，是党中央着眼于我国高质量发展大局作出的重大决策。坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，抓紧完善方案，精心组织实施，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，让这项工作更多惠及广大企业和消费者。要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。要落实全面节约战略，抓紧建立健全回收利用体系，促进废旧装备再制造，提升资源循环利用水平。

[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content\\_6935504.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6935504.htm)

中共中央政治局召开会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第二次会议审议的《政府工作报告》稿。会议指出，今年工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性，营造稳定透明可预期的政策环境。要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。

[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content\\_6935033.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6935033.htm)

推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新,是贯彻落实统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的具体实践,是稳预期、稳增长、稳就业的重要抓手。一方面,推动新一轮大规模设备更新不仅可以有效拉动投资,同时有利于构建现代化产业体系,加快产品更新换代,夯实高质量发展基础;另一方面,消费品以旧换新,可以更好满足居民对美好生活质量需求,刺激居民消费,进一步疏通内循环。

央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》,自2024年5月1日起施行。央行表示,目前我国居民直接持有的政府债券规模较小,与成熟债券市场相比,还有很大提升空间。通过柜台渠道投资债券市场,可以将储蓄高效转化为债券投资,增加居民财产性收入。截至2023年末,我国债券市场余额158万亿元,是全球第二大债券市场。加快发展柜台债券业务,有利于促进直接融资发展,优化金融体系结构。

<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/5255590/index.html>

《通知》有两方面的重要调整:一是在满足投资者适当性的前提下,允许个人和企业可以通过柜台市场直接投资银行间债券市场品种。二是扩大投资范围,允许个人和企业投资者通过柜台市场投资公司信用类债券。这丰富了债券市场参与主体,有利于发挥直接融资作用,更好将居民储蓄直接转化为投资,不仅可以优化金融结构,也可以促进创新驱动的增长模式发展。此外,在商业银行下调存款利率的环境下,为居民提供了相对较高收益的理财产品,有助于提高居民财产性收入。因此,《通知》不仅利好债券市场发展,也有利于优化经济结构,促进经济高质量发展。

统计局公布2月制造业PMI。2月,制造业PMI为49.1%,环比下降0.1个百分点;非制造业PMI为51.4%,环比上升0.7个百分点;综合PMI为50.9%,与上月持平,我国经济总体延续扩张态势。

[https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202403/t20240301\\_1947971.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202403/t20240301_1947971.html)

2月制造业PMI数据呈现以下特点：（1）供需两端回落，整体呈现供大于求的趋势，但供需缺口持续收窄；（2）量价回落，将拖累2月工业企业利润增速；（3）需求向生产传导力度不足，新一轮库存周期开启仍需耐心等待；（4）市场主体景气度分化，小型企业仍需政策呵护。2月非制造业PMI显示，当前非制造相对更为向好，虽然弱于季节性表现，但仍处于扩张区间，其中建筑业受益于近期密集的稳增长政策，景气度韧性仍在；服务业需求有所回落，未来景气度或将边际回落。向后看，2024年稳增长政策有望持续发力，稳增长的重点可能会重回房地产、基建领域，不过核心是托底市场，而非大幅刺激。一季度降息降准政策落地，刺激房地产和消费，并提振市场预期，但经济修复动力仍不足；二季度财政加大政策支持力度，接续房地产宽松政策，房地产调控有望进一步优化，共同拉动需求回升。此阶段，为配合财政政策，货币政策降准预期仍在；三季度相机决策，新的库存周期启动。房地产市场拐点出现后，经济韧性增强，需求向生产传导机制修复，新一轮库存周期有望正式开始，成为2024年四季度乃至2025年经济的重要支撑，直接决定了经济复苏的持续性。

**国家统计局：**2024年1月份，70个大中城市中商品住宅销售价格环比下降城市个数减少，商品住宅销售价格环比降幅整体收窄、同比整体延续降势。1月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.3%，降幅比上月收窄0.1个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅与上月相同。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅比上月收窄0.1个百分点。1月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降1.0%，降幅比上月收窄0.1个百分点，二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降0.6%和0.7%，降幅比上月分别收窄0.2和0.1个百分点。

[https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202402/t20240223\\_1947806.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202402/t20240223_1947806.html)

**中原研究中心：**2024年2月深圳一手住宅网签811套，环比下滑54.6%；二手住宅过户1785套，环比下滑48.5%。其中，一手住宅成交套数为2018年3月以来单月最低。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792316137287617939&wfr=spider&for=pc>

c

中指研究院：2024年1—2月，TOP100房企销售总额为4762.4亿元，同比下降51.6%。其中TOP100房企2月单月销售额环比下降29.3%，主要为2023年春节房市出现了部分反弹，销售额基数较大。销售额超百亿房企14家，较去年同期减少12家；超五十亿房企8家，较去年同期减少18家。展望未来，市场步入传统“金三银四”节点，核心城市政策效果有望进一步显现。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792310318078310890&wfr=spider&for=pc>

住建部、金融监管总局联合召开会议强调，按照协调机制“应建尽建”原则，3月15日前，地级及以上城市要建立融资协调机制。要严格按照标准做好项目筛选，督促及时将不合格项目移出“白名单”。截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元。

[https://m.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_26510907](https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_26510907)

在先立后破的指导思想下，由于房地产行业涉及产业链长、覆盖面广，稳定房地产行业对于扩内需、稳增长具有重要意义。当前房地产市场尚未呈现企稳迹象，剔除高基数影响，降幅有所收窄，仍影响经济持续稳健复苏。2023年以来，房地产行业调控政策不断优化，加强对房企融资支持，叠加2024年大幅降低5年期以上LPR，政策效果有望逐步在一季度有所显现。后期可密切关注，如果一季度房地产市场仍未能如期企稳，后续房地产行业优化政策仍有望持续出台。

国务院第六次专题学习：建立健全公平竞争制度，加快完善全国统一大市场基础制度规则。会议指出，推进全国统一大市场建设具有很强的战略性、全局性，既关系到畅通国内大循环、构建新发展格局，又关系到优化营商环境、激发市场活力，也关系到促进科技创新和产业升级、提升国际竞争力，无论对当前还是长远都至关重要。要坚持目标导向，扎实推进各项重点任务落实，切实打通制约经济循环的关键堵点，促进要素资源合理流动和高效配置。要坚持问题导向，大力破除各种市场准入的显性和隐性壁垒，持续治理地方保护、市场分割、招商引资乱象等突出问题，同时鼓励地方积极探索实践，确保全国统一大市场建设一步一个脚印向前推进。要加强制度供给，进一步完善产权保护、市场准入、公平竞争、社

会信用等基础制度规则，细化操作性强的配套政策，深化财税、统计等方面改革，为建设全国统一大市场提供制度保障。

[https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_26489276](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_26489276)

**央行：加大对五大重点领域资金支持。**央行召开做好金融五篇大文章工作座谈会，贯彻落实中央金融工作会议关于做好金融五篇大文章的总体部署，交流经验做法，研究部署下一阶段工作。会议指出，中央金融工作会议强调，要着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，切实加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5251752/index.html>

**证监会党委书记、主席吴清日前主持召开资本市场法治建设座谈会，就完善资本市场基础制度、加强法治保障听取意见建议。**座谈会上，与会代表踊跃发言，大家认为，要进一步完善中国特色证券期货执法司法体系，优化行刑衔接机制，加强执法司法高效协同，加大行政、民事和刑事立体追责力度，全面提升“零容忍”执法效能。

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7465018/content.shtml>

**乘联会：2月1日至25日，乘用车市场零售86.1万辆，同比下降25%，较上月同期下降43%，今年以来累计零售289.5万辆，同比增长19%；2月1-25日，全国乘用车厂商批发70.3万辆，同比下降47%，较上月同期下降49%，今年以来累计批发279.1万辆，同比增长1%。**

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792126700718340349&wfr=spider&for=pc>

**中国机械工业联合会：**今年以来，中国机械工业延续了上年末稳定向好的走势，主要代表产品生产态势良好。其中，1月份，汽车产销量分别为241万辆和243.9万辆，同比分别增长51.2%和47.9%。新能源汽车产销量分别为78.7万辆和72.9万辆，同比分别增长85.3%和78.8%。

[https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_26493645](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_26493645)

开年以来（截至2月28日），乘用车市场零售、批发均保持较高同比增速，分别为27.58%和13.68%，明显高于近三年均值水平。与此同时，2月最后一周，

汽车轮胎开工率创年内新高,分别为 78.10%和 70.12%,也佐证了汽车销售回暖。  
以上说明内需有所回暖,将对消费形成良好支撑。

#### 4 本周宏观环境分析：边际向好

在政策环境方面,美欧通胀虽强,但降息预期一直存在,全球货币环境表现正面;我国宏观调控政策力度有所加大,稳预期、稳增长、稳就业;国内流动性合理充裕,DR007 和 NCD (6M) 本周有明显下行。

在非政策环境方面,外部环境负面,内部环境正面。外部环境负面主要体现在美国总统拜登的贸易保护主义有所抬头,宣布将对中国制造的网联汽车展开调查。同时,美欧经济景气度有所下行,并且美国商业银行风险有所上升,纽约社区银行风险暴露。内部环境方面,我国汽车销售回暖,房地产销售虽下行,但降幅收窄,显示内需有所回升。



**图表9：本周宏观环境变化**

		环境分项	环比上月	分析	
非政策环境	外部	贸易摩擦	负面	1. 拜登称将针对中国汽车采取“前所未有的”行动。美国总统拜登宣布将对中国制造的网联汽车展开调查；	
		全球经济环境	负面	1. 美国经济表现较强韧性，通胀粘性较强，降息时点尚不明确，商业银行风险有所上升； 2. 欧洲经济景气有所放缓，通胀压力仍在，降息时点尚不明确； 3. 日本经济持续修复，货币政策存在收紧预期；	
	内部	宏观数据韧性	正面	1. 房地产尚未显示企稳回升，房价和销售环比回落，但降幅有所收窄； 2. 汽车销售回暖，内需有所回升；	
		人民币汇率	持平	1. 美元降息预期延后，美元指数走强，人民币小幅贬值； 2. 5月下旬人民币贬值斜率收敛，市场对贸易战预期逐渐稳定	
	政策环境	外部	全球货币环境	持平	1. 美欧通胀粘性仍强，降息预期存在，但是降息时点尚不明确，或将延后； 2. 美国本轮快速、大幅加息，冲击商业银行系统，商业地产贷款风险有所回升；
		内部	中国政策方向	正面	1. 新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，拉动投资和消费； 2. 持续推动城市融资协调机制建设，保障房地产市场健康发展； 3. 央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，优化直接融资体系建设，同时增加居民和企业投资渠道，增加财产性收入；
流动性			正面	降息后，市场流动性充裕，DR007 和 NCD（6M）明显下行；	

资料来源：中邮证券研究所

## 风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048