

国内 PMI 走势分化，美国 PCE 符合预期

观点

展望后市：下周重要事件和数据来临，关注破局因素的出现。国内部分，一方面，政府工作报告对于经济和政策的定调，将会为未来一段时间经济发展指明方向，尤其是财政如何发力值得高度关注；另一方面，PSL 连续净投放，“三大工程”等有望加速推进，关注“金三银四”旺季需求的释放。海外部分，1 月 PCE 通胀走势符合预期，减缓了市场的担忧情绪，当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的 2 月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。地缘政治部分，俄乌冲突、巴以局势等对供应端仍有扰动，关注相关方谈判的结果。

核心逻辑

(1) 本周国内商品持续震荡运行，一是，国内宏观预期和供需弱现实的博弈或愈发剧烈；二是，美国经济的强韧性与降息预期的反复造成了行情的混乱；三是，地缘政治、产量政策调整等供应端的扰动有所增多。

(2) **国内 PMI 走势分化**。2 月中采制造业 PMI 小幅回落至 49.1%（前值 49.2%），延续 2023Q4 以来的收缩状态；2 月服务业 PMI 则小幅升至 51.4%（前值 50.7%）。2023 年中央经济工作会议强调当前经济存在“有效需求不足”和“社会预期偏弱”等问题之后，财政、货币、金融、房地产等政策陆续发力，稳定市场预期的信号也接连出现。今年 1 月、2 月 PMI 连续呈现环比企稳特征，这意味着政策已有初步效果。不过，当前经济仍面临房地产尚未企稳和外需走弱的压力，PSL 连续净投放、五年期 LPR 利率下调是一个好的开始，或能助力房地产行业企稳，未来重点关注广义财政能否在减去化债影响后继续“净扩张”。

(3) **美国 1 月 PCE 走势符合预期，日本 1 月通胀高于预期**。1) 1 月核心 PCE 同比回落至 2.8%，PCE 同比回落至 2.4%，均符合市场预期，减缓了市场对通胀再超预期的担忧。由于此前已经公布的 1 月 CPI 和非农数据偏强，市场对 PCE 可能出现的反弹已有充分的预期，因此数据公布后并未对市场造成较大的波动。市场已对 3 月降息的预期做了修正：年初以来降息时点推后，且国债利率大幅上行。当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的 2 月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。2) 根据欧盟委员会公布数据显示，欧元区 2 月经济景气指数为 95.4，低于 1 月份的 96.2 以及预期 96.6，连续三个月走低。3) 日本 1 月整体 CPI 同比上涨 2.2%，虽较前值 2.6%有所放缓，但明显高于预期的 1.9%。

宏观·周度报告

2024 年 03 月 03 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 走势分化

1、中采 PMI 小幅回落，财新 PMI 小幅回升

事件：3月1日，国家统计局公布的数据显示，2月中采制造业 PMI 为 49.1%（前值 49.2%），延续 2023Q4 以来的收缩状态；2月服务业 PMI 升至 51.4%（前值 50.7%），建筑业 PMI 回落至 53.5%（前值 53.9%）。随后公布的数据显示，2月财新中国制造业 PMI 加速至 50.9%（前值 50.8%），连续 4 个月运行在临界值以上。

（1）中采制造业 PMI 供需均下行但结构短期改善。2月制造业 PMI 为 49.1%，低于过去五年春节均值的 50.0%，不过，从环比来看，2月环比较 1 月仅下行 0.1 个百分点，好于过去五年春节的 -0.3%。春节效应下供给的收缩幅度大于需求，带来短期的供需格局和价格水平改善，具体来看：需求端方面，2 月新订单指数为 49.0%，与前月持平，但连续 5 个月收缩，需求端仍然偏弱；供给端方面，春节企业员工返乡增多，2 月生产指数较上月回落 1.5 个百分点至 49.8%，在连续 8 个月扩张后回到荣枯线下；企业预期有所回升，但招工小幅放缓；进出口方面，新出口订单指数和进口指数均回落，海外高利率持续作用于经济，外需可能震荡偏弱，我国出口可能仍受到一定影响，而扩内需政策下进口或有所支撑。

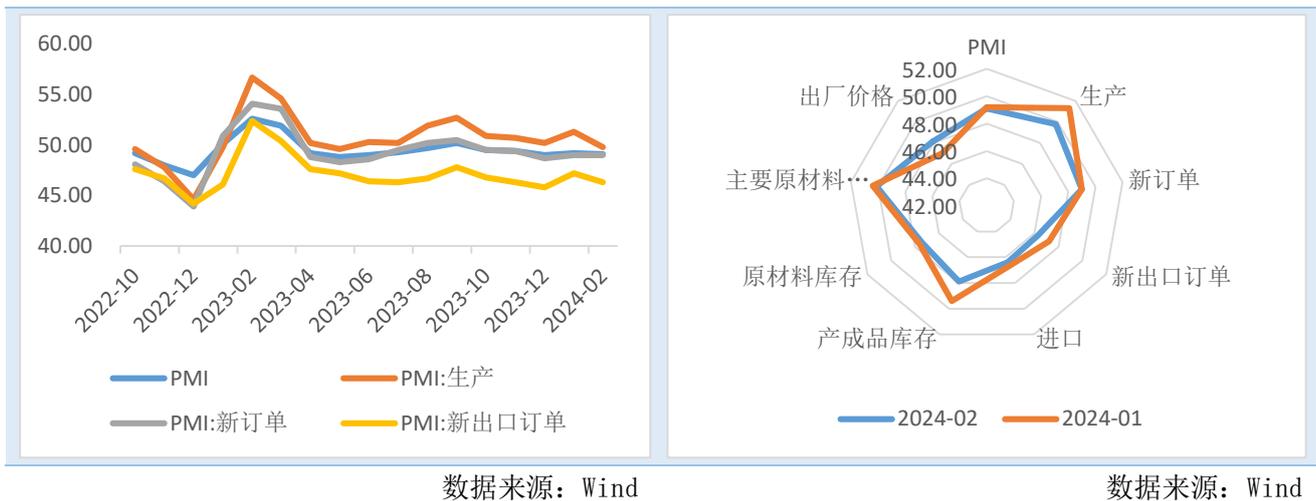
价格方面，国际大宗商品价格略有上行，主要原材料购进价格指数虽然连续两个月走低，但仍处于扩张态势，2 月录得 50.1%，而市场需求有所改善，出厂价格指数升高 1.1 个百分点至 48.1%；库存方面，受到部分地区冻雨的天气影响，供应商配送时间指数下降，企业原材料、产成品库存指数下降，分别录得 47.4%、47.9%。

（2）非制造业 PMI 方面，服务业和建筑业景气度走势分化。2 月非制造业商务活动指数为 51.4%，比上月回升 0.7 个百分点，连续 3 个月回升。其中，服务业商务活动指数为 51.0%，比上月上升 0.9 个百分点，连续两个月走高，行业上有所分化，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃，房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点；受春节假期及低温雨雪天气等因素影响，建筑业商务活动指数为 53.5%，比上月下降 0.4 个百分点，连续两个月下降。

总体来看，2月中采 PMI 出现了分化，制造业小幅回落且延续收缩的状态，服务业则小幅回升。2023 年中央经济工作会议强调当前经济存在“有效需求不足”和“社会预期偏弱”等问题之后，财政、货币、金融、房地产等政策陆续发力，稳定市场预期的信号也接连出现。今年 1 月、2 月 PMI 连续呈现环比企稳特征，这意味着政策已有初步效果。不过，当前经济仍面临房地产尚未企稳和外需走弱的压力，PSL 连续净投放、五年期 LPR 利率下调是一个好的开始，或能助力房地产行业企稳，未来重点关注广义财政能否在减去化债影响后继续“净扩张”。

图表 1：中采 PMI 小幅回落

图表 2：供需结构短期改善



1.2 国内政策跟踪

(1) 人民银行召开座谈会，部署做好五篇大文章

2月26日，中国人民银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。用好用足货币政策工具，做好审贷放贷、资金申报和存续期管理，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域。提升专业服务能力，深入研究各重点领域产业政策、发展动态、经营模式、风险特征，加快构建可持续的业务模式。中国人民银行将通过加强政策指引、强化政策激励、明确目标要求、加强考核评估，做好支持引导和服务保障。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。

(2) 中央政治局召开会议讨论《政府工作报告》

2月29日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。会议强调，今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。会议强调坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。宏观政策上，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。

(3) 国务院进行全国统一大市场建设的主题学习

2月26日下午，国务院以“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”为主题，进行第六次专题学习。李强在主持学习时指出，推进全国统一大市场建设要坚持目标导向、要坚持问题导向、要加强制度供给。分别来看，要坚持目标导向，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，全面清理妨碍统一市场和公平竞争的政策规定，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；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。

1.3 海外：美国四季度经济增速下修，日本通胀回落幅度小于预期

1、四季度实际 GDP 不及预期，PCE 高于预期

当地时间2月28日，美国商务部发布的数据显示，美国四季度GDP年化季环比修正值下修至3.2%，不及预期的3.3%。个人消费支出（PCE）物价指数年化季环比增速为1.8%，初值1.7%；扣除食品和能源的核心PCE物价指数年化季环比修正增速为2.1%，略超预期。

具体来看，美国实际GDP的增长反映了消费者支出、出口、州和地方政府支出、非住宅固定资产投资、联邦政府支出、私人存货投资和住宅固定投资的增强的全方位增长。而2023年美国保持较强的韧性，个人消费支出成为主要的贡献项。具体而言，消费支出的增长反映了服务和商品支出两方面的增长；在服务业的增长中，主要增长来源是食品服务和住宿以及医疗保健；在商品方面，其他非耐用品（以医药产品为首）和娱乐用品及车辆（以计算机软件为首）对消费增长做出了主要贡献。

图表 3：美国经济增速

	比重 (%)	环比增速				对 GDP 拉动作用			
		23Q4 ^e	23Q3 ^e	23Q2 ^e	23Q1 ^e	23Q4 ^e	23Q3 ^e	23Q2 ^e	23Q1 ^e
国内生产总值 (GDP)	100 ^e	3.2 ^e	4.9 ^e	2.1 ^e	2.2 ^e	3.2 ^e	4.9 ^e	2.1 ^e	2.2 ^e
个人消费支出	68.9 ^e	3 ^e	3.1 ^e	0.8 ^e	3.8 ^e	2 ^e	2.11 ^e	0.55 ^e	2.54 ^e
商品	24.1 ^e	3.2 ^e	4.9 ^e	0.5 ^e	5.1 ^e	0.72 ^e	1.09 ^e	0.11 ^e	1.14 ^e
耐用品	9.2 ^e	3.2 ^e	6.7 ^e	-0.3 ^e	14 ^e	0.25 ^e	0.53 ^e	-0.03 ^e	1.07 ^e
非耐用品	14.9 ^e	3.3 ^e	3.9 ^e	0.9 ^e	0.5 ^e	0.47 ^e	0.56 ^e	0.14 ^e	0.07 ^e
服务	45 ^e	2.8 ^e	2.2 ^e	1 ^e	3.1 ^e	1.28 ^e	1.02 ^e	0.44 ^e	1.4 ^e
私人投资总额	18.2 ^e	0.9 ^e	10 ^e	5.2 ^e	-9 ^e	0.17 ^e	1.74 ^e	0.9 ^e	-1.69 ^e
固定资产投资	17.6 ^e	2.5 ^e	2.6 ^e	5.2 ^e	3.1 ^e	0.43 ^e	0.46 ^e	0.9 ^e	0.53 ^e
建筑	2.8 ^e	7.5 ^e	11.2 ^e	16.1 ^e	30.3 ^e	0.23 ^e	0.33 ^e	0.46 ^e	0.77 ^e
设备	5.5 ^e	-1.7 ^e	-4.4 ^e	7.7 ^e	-4.1 ^e	-0.08 ^e	-0.22 ^e	0.38 ^e	-0.21 ^e
知识产权	6.2 ^e	3.3 ^e	1.8 ^e	2.7 ^e	3.8 ^e	0.18 ^e	0.1 ^e	0.15 ^e	0.2 ^e
住宅	3.3 ^e	2.9 ^e	6.7 ^e	-2.2 ^e	-5.3 ^e	0.11 ^e	0.26 ^e	-0.09 ^e	-0.22 ^e
私人存货变化	0.4 ^e	NA ^e	NA ^e	NA ^e	NA ^e	-0.27 ^e	1.27 ^e	0 ^e	-2.22 ^e
商品和服务净出口	-4.2 ^e	6.4 ^e	5.4 ^e	-9.3 ^e	6.8 ^e	-0.37 ^e	-0.56 ^e	1.13 ^e	-0.18 ^e
政府消费支出&投资	2.9 ^e	4.2 ^e	5.8 ^e	3.3 ^e	4.8 ^e	0.73 ^e	0.99 ^e	0.57 ^e	0.82 ^e

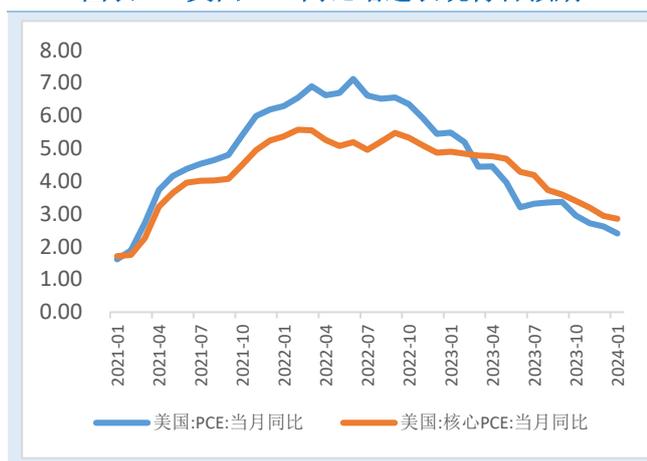
数据来源：Wind

2、美国 1 月 PCE 走势符合预期

当地时间，2月29日，美国商务部公布的数据显示，美联储最为偏爱的通胀指标——核心PCE物价指数在1月份的表现符合经济学家预期。1月核心PCE通胀环比上行0.3个百分点至0.4%，符合彭博一致预期，同比回落至2.8%，符合预期；PCE价格环比从0.1%回升至0.3%，符合彭博一致预期，同比回落至2.4%。从分项来看，核心商品有所反弹但仍偏弱，核心服务中等价租金偏强带动住房分项回升，其他核心服务普遍改善；食品分项有所反弹但能源分项仍然偏弱。同期公布的1月实际个人消费支出环比回落0.7个百分点至-0.1%，符合预期，12月环比增速上修0.1个百分点至0.6%，但个人名义收入环比超预期回升至1.0%，但居民缴税环比增加6%，居民名义可支配收入环比仅增长0.3%，与2023年12月持平。

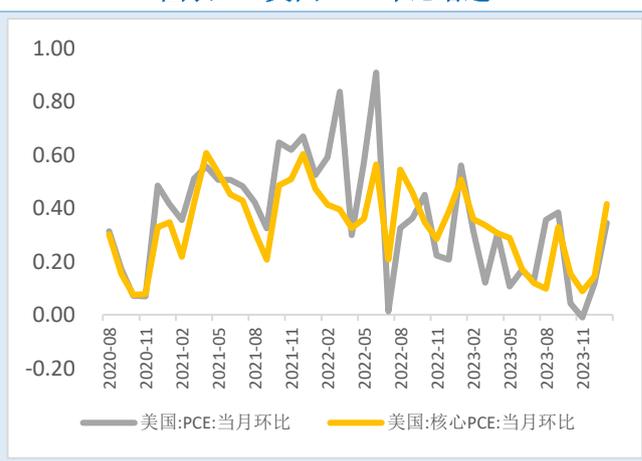
综合来看，1月的PCE通胀表现整体符合市场预期，减缓了市场对通胀再超预期的担忧。由于此前已经公布的1月CPI和非农数据偏强，市场对PCE可能出现的反弹已有充分的预期，因此数据公布后并未对市场造成较大的波动。市场已对3月降息的预期做了修正：年初以来降息时点推后，且国债利率大幅上行。当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的2月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。

图表4：美国PCE同比增速表现符合预期



数据来源：Wind

图表5：美国PCE环比增速



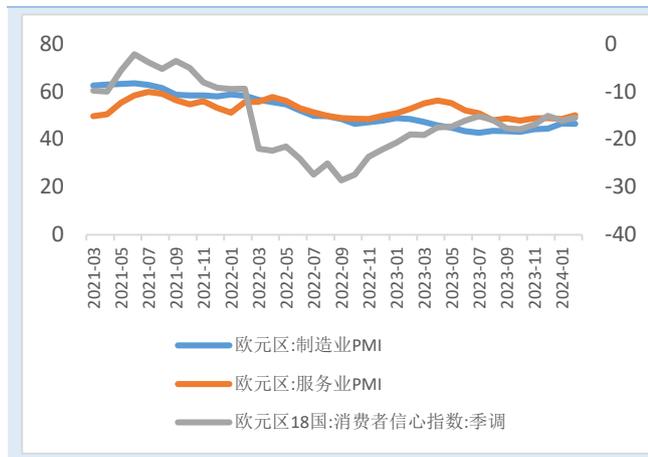
数据来源：Wind

3、欧元区2月经济景气度低于预期

当地时间2月28日，根据欧盟委员会公布数据显示，欧元区2月经济景气指数为95.4，低于1月份的96.2以及预期96.6，连续三个月走低。欧元区经济景气指数主要由工业信心指标、服务业信心指标、零售信心指标、建筑业信心指标以及真实贸易信心指标构成，其中欧元区2月工业景气指数录得-9.5，同样低于市场预期-9.2，为去年8月以来的最低值，前值则从-9.4上修至-9.3；2月服务业景气指数录得6，低于前值8.8和预期9。然而，欧元区就业预期指标(EEI)基本保持稳定，较前月升高0.2个点至102.5，仍旧高于长期平均水平。与此同时，2月欧元区消费者信心指数终值录得-15.5、较1月份的-16.1有所回升，主要是因为家庭此前的财务状况有所好转，而且有进行大宗消费的意愿，但是对于整体的经济形势的预期依然不乐观。

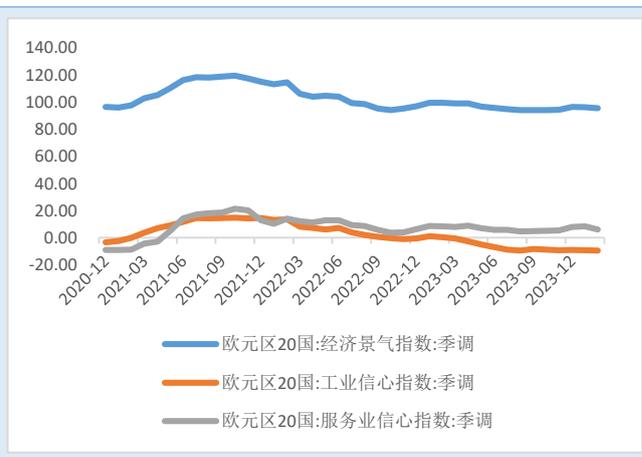
当地时间 2 月 27 日，欧洲央行行长拉加德表示，就欧洲经济而言，“有越来越多的迹象表明在触底反弹，而一些前瞻性指标指向今年晚些时候经济将回升”。短期来看，预计在高利率以及高通胀压力下，欧洲经济或仍偏弱，经济能否在中期企稳回升仍取决于通胀水平能否如期走低。

图表 6：欧元区 PMI 数据



数据来源：Wind

图表 7：欧元区经济景气指数



数据来源：Wind

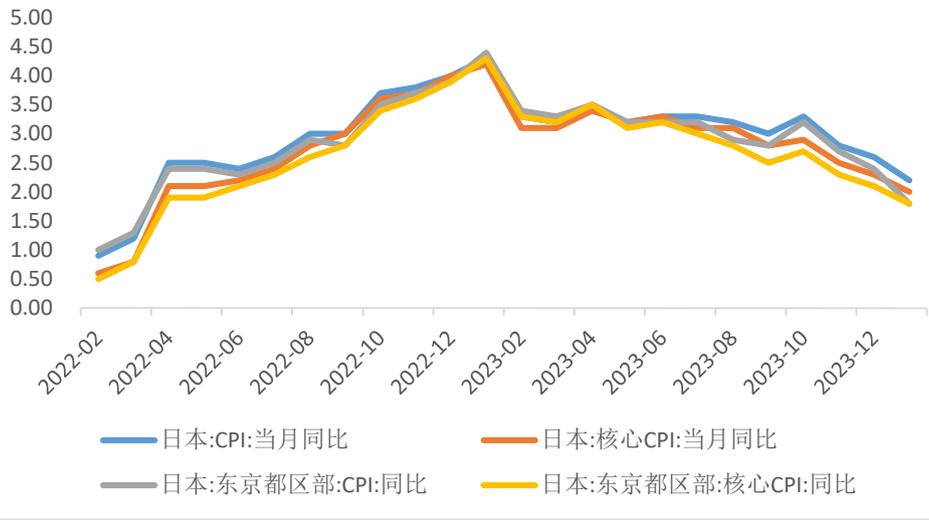
4、日本 1 月 CPI 同比超预期

当地时间 2 月 27 日，日本 1 月整体 CPI 同比上涨 2.2%，虽较前值 2.6%有所放缓，但明显高于预期的 1.9%；除生鲜食品之外的核心 CPI 同比涨幅从前月的 2.3%放缓至 2.0%，符合日本央行的通胀目标，并高于经济学家预估的 1.9%；除生鲜食品及能源外的核心 CPI 同比上涨 3.5%，低于前值 3.7%，但高于预期 3.3%。

1 月日本物价水平如期回落，但是下降的幅度小于市场预期，日本通胀仍表现出一定韧性。而且政府此前出台的抑制电力和天然气的措施也对物价形成一定压制，如果排除政策的影响，核心 CPI 大约上涨 2.6%，高于 2.0%的目标。如果将 CPI 拆分为服务和商品来看，1 月日本商品价格同比涨幅录得 2.1%，延续三个月走低，这与进口原材料价格回落、供应链恢复等因素有关；1 月日本服务 CPI 同比上涨 2.2%，虽较上月下滑 0.1 个百分点，但仍显示出一定韧性，而且也是自 2021 年 3 月份以来首度超过商品的价格涨幅，反映出劳动力成本的增加，且越来越多的企业将劳动力成本转嫁到销售价格上。

近期日本央行行长植田和男表示预计良性经济周期将得到加强，通胀将随着薪资和就业增长而逐步上升。后续需要关注 3 月份日本春季劳资谈判的结果，以及服务价格是否能够在劳动力成本的推动下保持上涨态势，这也是确定工资-物价是否实现良性循环的关键，也会对日本央行的货币政策决定产生影响。

图表 8：日本 1 月 CPI 同比超预期



数据来源: Wind

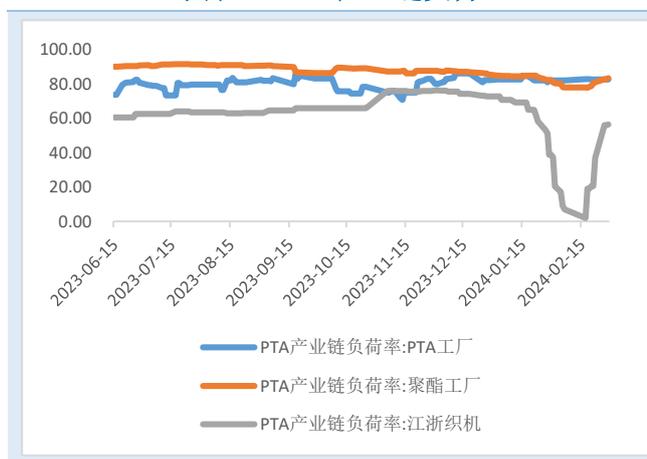
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步回升

化工：生产负荷回升，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至3月1日，涤纶 POY 价格小幅上涨、PTA 价格小幅上涨、聚酯切片价格小幅回落。生产端，本周 PTA 产业链负荷率逐步回升，其中，PTA 开工率持稳于 82.5%，聚酯工厂负荷率回升至 82.8%，江浙织机负荷率回升至 56.0%。

钢铁：生产小幅回落，需求逐步回暖。全国高炉开工率小幅回落 0.44 个百分点至 75.17%；春节后需求表现不及预期，钢厂累库较多，检修有所增加，开工率持续回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，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

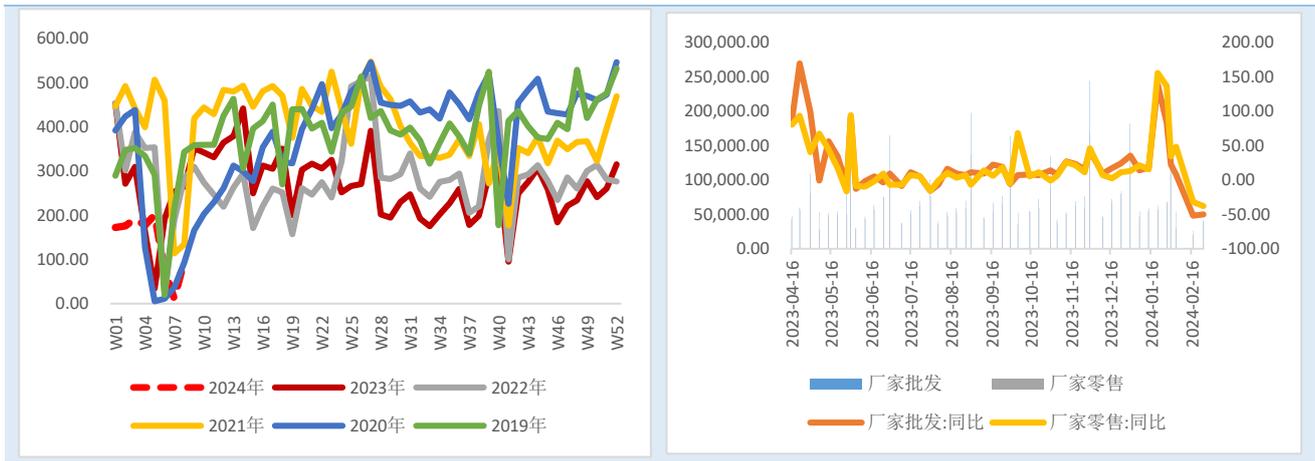
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比下降

房地产销售周环比上升。截至2月29日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升91.91%，按均值计，月同比下降65.88%，其中，一、二、三线城市2月同比分别增长-67.74%、-64.77%、-66.80%；2月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降31.49%。

乘用车零售同比下降。据乘联会发布的数据显示，2月第四周全国乘用车市场日均零售3.9万辆，同比去年2月同期下降38%，环比上月同期下降41%。2月1-25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%。

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

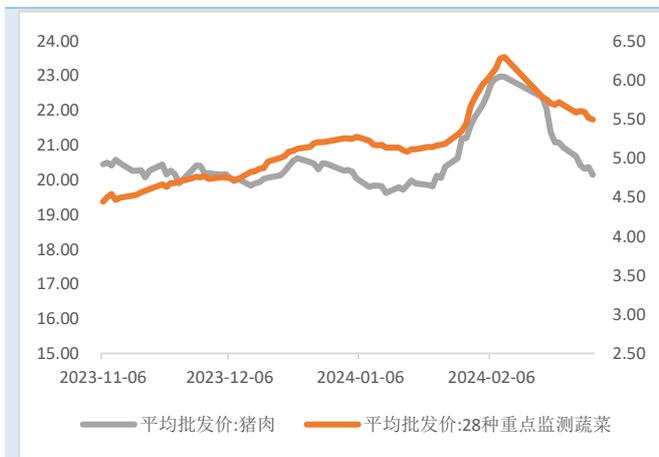
三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数下跌。节后食品价格持续回落,本周(截至3月1日)蔬菜均价环比下跌2.63%,猪肉均价环比下跌4.32%。

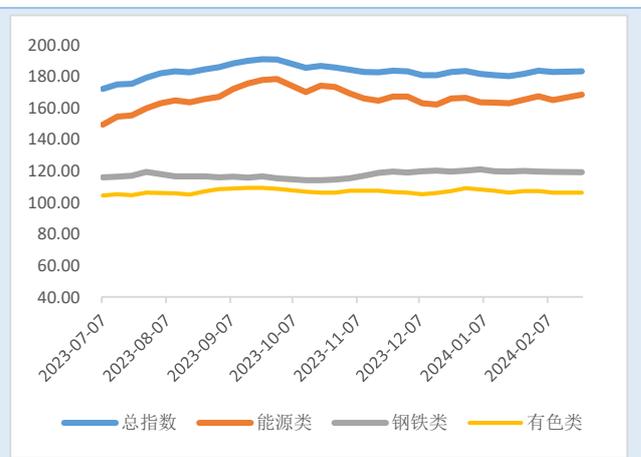
(2) 1月CPI同比降幅扩大。主因是气候条件总体有利,蔬果供应得到充分保障,食品项同比降幅显著扩大;核心CPI同比为0.4%(0.6%),增幅收窄,一方面是春节错位影响下服务CPI同比增幅收窄至0.5%,另一方面也和耐用消费品有关。展望未来,今年春运规模有望创历史新高,或将显著提振2月相关行业CPI同比读数(如服务项),但考虑到目前地产需求仍有下行压力,后续或将逐步回归温和的修复斜率。

(3) PPI同比降幅继续收窄。1月PPI降幅收窄主要依靠上游能源行业基数回落,不过,各项政策向中下游需求传导仍需要时间。展望未来,据国家发改委,有关部门已下达2023年增发国债第三批项目清单,共涉及项目2800多个,安排国债资金近2000亿元,意味着2023年1万亿元增发国债项目全部下达完毕,有助于提振节后基建相关行业通胀读数。

图表 12: 食品价格多数下跌



图表 13: 中国大宗商品价格指数



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