

国内 PMI 边际放缓，美国经济和通胀双双下修

观点

展望后市：弱现实和强预期之间的反复，商品高位波动加剧。国内方面，有效需求不足的核心矛盾迟迟未能得到解决，弱现实对商品走势存在较强的压制，但财政、房地产等一系列稳增长政策持续加码，政策强预期又对商品走势带来支撑，未来的关注点在于强预期能否转化为强现实。海外方面，这轮制造业主动补库对商品的走势产生较强的拉动，这可以从海外库存回升得到明确的验证，但不能忽视的是，“滞胀担忧”对降息预期的变化和 demand 改善的幅度有较大的影响，即商品价格反弹的高度可能比较有限。其他方面，地缘政治对全球供应链的扰动、东南亚恶劣天气加剧港口拥堵、国内落实节能降碳行动方案对部分商品供给的影响等需要关注。

核心逻辑

(1) 本周国内商品冲高回落，前半周在乐观预期的催化下，大宗商品保持涨势。后半周随着国内外经济数据转弱（国内 4 月份 PMI 低于预期，美国一季度经济和通胀双双下修），市场对需求的担忧再起，大宗商品价格纷纷回落。

(2) 国内制造业 PMI 指数回落至荣枯线下方。在一季度取得开门红之后，二季度 PMI 再度回落至 49.5，供需两端、内外需都有明显的下滑，核心原因在于有效需求的复苏动能依旧不足，一方面，传统经济面临需求不足的问题，如房地产链条的需求迟迟未见改善，而出口链条则受到海外高利率环境的制约；另一方面，新兴产业存在供应过剩的担忧，如新三样等短期面临产能过剩的问题。展望未来，5 月以来一系列稳增长政策加码出台，一是财政政策靠前发力，近期超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏也有所加快；二是，房地产支持性政策显著加码，有望从供需两端破解房地产持续下行的不利局面。未来随着政策组合拳的落地，国内经济有望延续复苏势头，结构上也有望更趋于均衡。

(3) 美国经济和通胀双双下修。1) 美国第一季度实际 GDP 年化季环比增速为 1.3%，较初值 1.6% 下修 0.3 个百分点，较去年四季度的 3.4% 大幅放缓。经济增速下调，主要是因为消费支出低于预期。作为美国经济的主要增长引擎，一季度个人消费支出（PCE）环比增速被大幅下修。在通胀方面，美联储最青睐的指标——PCE 价格指数，一季度年化季环比增长 3.3%，略低于初步预测。剔除食品和能源的核心 PCE 价格指数上涨 3.6%，较初值 3.7% 下修 0.1 个百分点，较去年四季度 2% 大幅增长。与此同时，第一季度 GDP 购买价格指数上涨 3.0%，较先前估计下调 0.1 个百分点。2) 美国 4 月 PCE 通胀的降温，缓解了市场对二次通胀的担忧，保留了年内降息的希望，PCE 数据公布后，利率互换合约定价显示，投资者仍预计美联储今年至少会降息一次。

宏观·周度报告

2024 年 06 月 02 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 PMI 回落至荣枯线下方，楼市利好政策不断

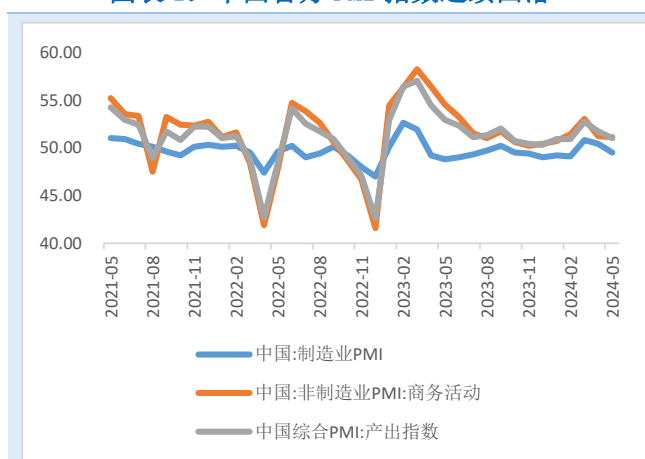
1、供需均下滑，PMI 回落至荣枯线下方

5月31日，国家统计局公布的数据显示，中国5月官方制造业PMI 49.5，预期50.4，前值50.4。中国5月非制造业PMI 51.1，预期51.5，前值51.2。中国5月综合PMI 51，前值51.7。

PMI 指数再度回落至荣枯线下方，供需双双回落。5月官方制造业PMI 指数为49.5，较前值回落0.9个百分点（幅度为近十年来最大），在连续两个月位于荣枯线上方之后，再度回落至荣枯线下方，低于市场预期。从具体分项来看，供需双双回落，内外需同步走弱，库存小幅去化，价格指数有所反弹。

在一季度取得开门红之后，二季度PMI再度回落，供需两端、内外需都有明显的下滑，核心原因在于有效需求的复苏动能依旧不足，一方面，传统经济面临需求不足的问题，如房地产链条的需求迟迟未见改善，而出口链条则受到海外高利率环境的制约；另一方面，新兴产业存在供应过剩的担忧，如新三样等短期面临产能过剩的问题。展望未来，5月以来一系列稳增长政策加码出台，一是财政政策靠前发力，近期超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏也有所加快；二是，房地产支持性政策显著加码，有望从供需两端破解房地产持续下行的不利局面。未来随着政策组合拳的落地，国内经济有望延续复苏势头，结构上也有望更趋于均衡。

图表 1：中国官方 PMI 指数连续回落



数据来源：Wind

图表 2：制造业 PMI 多个分项指标回落



数据来源：Wind

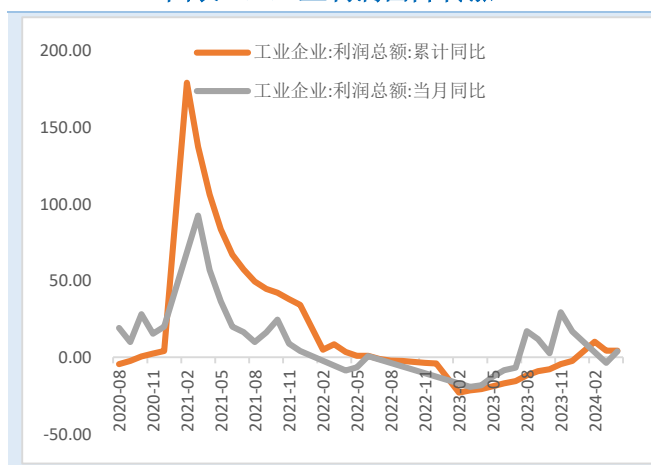
2、4 月份工业利润由降转涨

5月27日，国家统计局数据显示，1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%，4月份单月规模以上工业企业实现利润由3月份同比下降3.5%转为增长4.0%。

分注册类型来看，1-4月，国有控股企业实现利润总额同比下降2.8%，降幅扩大0.2个百分点，股份制企业实现利润总额增长0.9%，涨幅扩大0.1个百分点，私营企业实现利润总额增长6.4%。涨幅扩大0.6个百分点；分行业来看，制造业利润回升，1-4月，采矿业利润总额同比下降18.6%，降幅较1-3月小幅扩大，制造业利润总额同比增长8%，涨幅小幅扩大0.1个百分点，电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润总额上涨36.9%，涨幅收敛3.1个百分点。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业、造纸和纸制品业、有色金属矿采选业、其他制造业同比增速较1-3月回升较多，化学纤维制造业、黑色金属矿采选业、家具制造业等行业利润增速下滑较多。此外，装备制造业和消费品制造业均保持较快增速，分别同比涨16.3%和12%。从库存情况来看，1-4月工业企业产成品存货同比增长3.1%，增速较1-3月上升0.6个百分点，且自去年1-11月以来连续升高，或显示出国内已经开始进入到新一轮的补库周期中，但幅度偏弱。

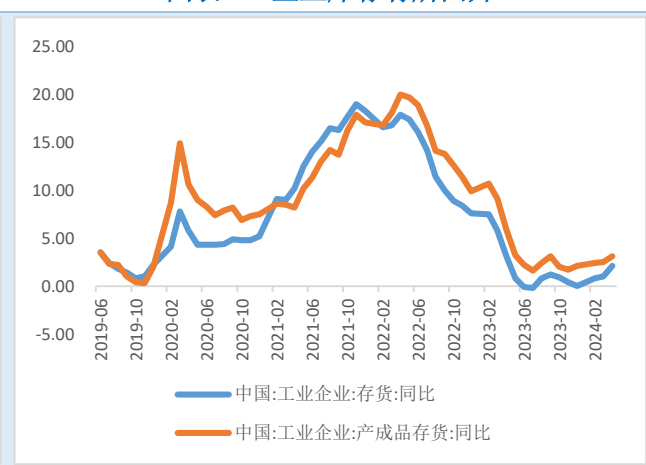
总体来看，4月工业企业利润增速回升，主要原因是国内工业企业的生产积极性有所提升，加之去年同期基数较低，这与国内同期工业增加值和PPI走势相互验证。后续随着超长期国债、降成本等提振内需政策逐渐落地，国内经济有望加快复苏，进一步带动工业需求，推动工业企业利润上升。

图表3：工业利润由降转涨



数据来源：Wind

图表4：企业库存有所回升



数据来源：Wind

3、一线城市楼市利好政策不断

5月27日，上海四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，明确缩短非沪籍购房所需缴纳社保或个税年限、降低首付款比例、提高公积金贷款额度；与此前的“渐进式”放松政策不同，本次上海政策调整针对性更强、力度更大、涉及范围更广。

同日，广州市出台调整优化差别化住房信贷政策，首套房和二套房最低首付款比例分别调整为15%和25%，取消利率下限；鼓励规模化租赁机构收购存量商品住房；28日，深圳市官方媒体深圳特区报发布消息称，自5月29日起，深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。

后续预计在上海“沪九条”、广州和深圳优化住房信贷政策落地之后，一线城市房地产市场有望逐步回暖，同时也有望进一步强化楼市企稳的预期，助力全国楼市企稳回升。

4、节能降碳行动方案发布

5月29日，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》。《方案》提出完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，强化碳排放强度管理，分领域分行业实施节能降碳专项行动，更高水平更高质量做好节能降碳工作，更好发挥节能降碳的经济效益、社会效益和生态效益，为实现碳达峰碳中和目标奠定坚实基础。

从目标来看，《方案》要求2024年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右，非化石能源消费占比达到18.9%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨。2025年，非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标；从具体领域来看，《行动方案》针对能源、钢铁行业、石化化工行业、有色金属行业、建材行业、建筑、交通运输、公共机构和用能产品设备十大重点领域部署了27项任务，同时明确了制度标准、价格政策、资金支持、科技引领、市场化机制、全民行动等6项措施。

1.2 海外：美国一季度经济和通胀双双下修

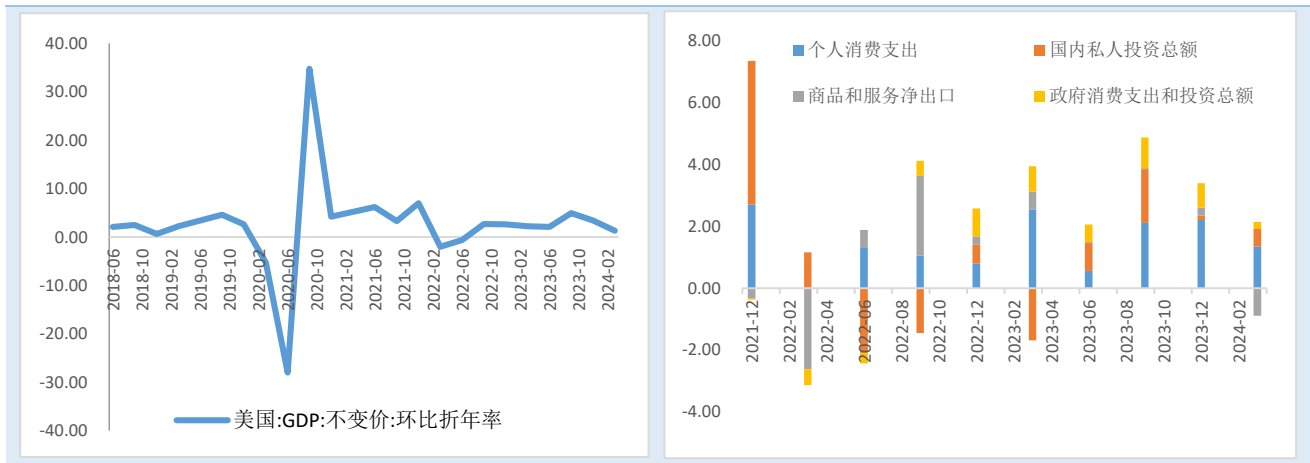
1、美国经济和通胀双双下修

5月30日，美国商务部发布的修正数据显示，美国第一季度实际GDP年化季环比增速为1.3%，较初值1.6%下修0.3个百分点，较去年四季度的3.4%大幅放缓。经济增速下调，主要是因为消费支出低于预期。作为美国经济的主要增长引擎，一季度个人消费支出（PCE）环比增速被大幅下修。具体来看，一季度PCE年化季环比增长2%，较初值2.5%下修0.5个百分点，低于预期值2.2%。

在通胀方面，美联储最青睐的指标——PCE价格指数——一季度年化季环比增长3.3%，略低于初步预测。剔除食品和能源的核心PCE价格指数上涨3.6%，较初值3.7%下修0.1个百分点，较去年四季度2%大幅增长。与此同时，第一季度GDP购买价格指数上涨3.0%，较先前估计下调0.1个百分点。

图表 5：美国 GDP 环比增速下修

图表 6：美国：GDP 环比拉动率



数据来源: Wind

数据来源: Wind

2、美国 PCE 通胀有所降温

5月31日周五,美国商务部最新数据显示,美国4月PCE物价指数同比2.7%,预期2.70%,前值2.70%;环比0.3%,预期0.30%,前值0.30%。剔除食物和能源后的4月核心PCE物价指数同比增速为2.8%,持平预期2.8%,前值上修为2.82%。4月核心PCE同比增速从略高于2.81%的水平下降到2.7537%,为2021年4月以来的最低水平。美国4月核心PCE物价指数环比增长0.2%,为今年内最低增速,低于预期的0.3%。

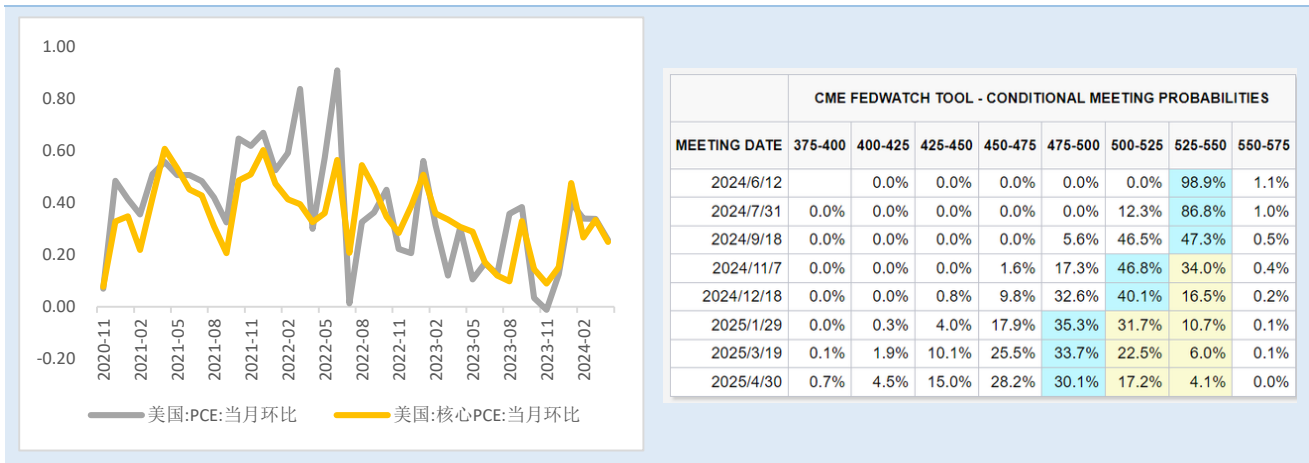
从PCE的结构分析,与去年同期相比,4月商品价格上涨了0.1%,服务价格上涨了3.9%。食品价格上涨了1.3%,能源价格上涨了3.0%。而与上月相比,4月份商品价格环比上涨0.2%,服务价格环比上涨0.3%。食品价格环比下降0.2%,能源价格环比上涨1.2%。

4月份实际PCE下降0.1%,反映出商品支出下降0.4%,服务支出增加0.1%。在商品中,对通胀下降贡献最大的是汽油、娱乐用品、车辆以及其他非耐用品。在服务中,对通胀上行贡献最大的是医疗保健。服务价格仍然是美国物价上涨的最核心因素。

总的来看,美国4月PCE通胀的降温,缓解了市场对二次通胀的担忧,保留了年内降息的希望,PCE数据公布后,利率互换合同约定价显示,投资者仍预计美联储今年至少会降息一次。展望未来,考虑到当前美国劳动力市场依然偏紧,制造业补库带动商品价格反弹,且房价持续上涨,未来通胀能否持续降温仍充满不确定性,美联储的降息或仍有较大的反复。

图表7: 美国PCE走势

图表8: 市场对美联储降息的预期



数据来源：Wind

数据来源：Wind

3、美联储褐皮书报告经济小幅扩张

当地时间 5 月 29 日，美联储公布 12 个地方联储编制的经济形势调查报告——褐皮书。本次褐皮书显示，美国的大部分地区，自 4 月初以来经济在以“轻微或小幅”的速度扩张，消费者对价格上涨表示抵制。

1) 从就业情况来看，褐皮书报告指出，就业以轻微的速度增长，大多数地区都表示劳动力供应情况有所改善，但部分行业或地区仍存在劳动力短缺。工资增长基本上保持温和，一些地区报告了幅度更小的增长。有几个地区报告说，工资增长已经达到或是接近新冠疫情之前的水平；

2) 从物价水平来看，褐皮书指出，价格以“温和的速度”上涨，大多数地区的商业联系人指出，消费者对进一步的价格上涨表示抵制，这导致利润率下降，因为投入品价格上涨。零售支出持平或略有上升，反映了可自由支配支出的减少和消费者对价格敏感性的增加。价格短期内将继续保持小幅的增长；

3) 从房地产市场来看，信贷标准收紧和高利率继续制约贷款的增长。尽管住房需求小幅上升，单家庭住宅建设增加，但有报道称利率上升影响了销售活动。同时，由于供应担忧、信贷条件收紧和借贷成本上升，商业地产的状况有所疲软；此外，制造业活动普遍持平或上升，不过有两个地区报告出现下降。

总体来看，褐皮书对美国经济的描述依然是保持了扩张的态势，但是零售、就业等方面趋弱，美国企业对未来的悲观情绪升温，或给未来美国经济带来一些负面影响。

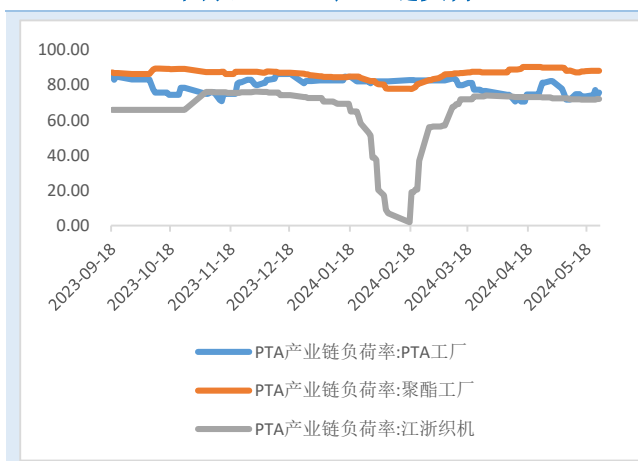
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产保持平稳

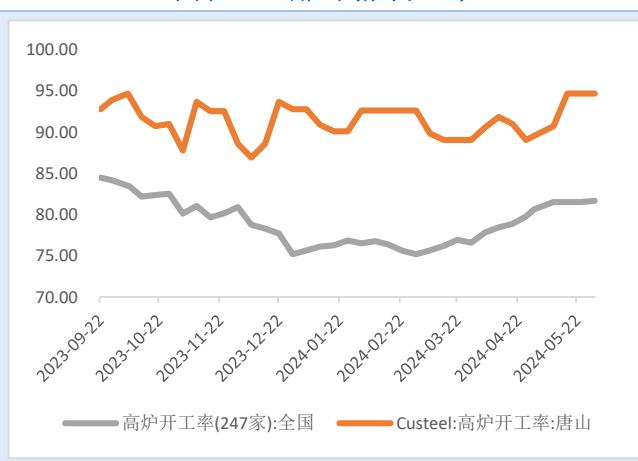
化工：生产负荷保持平稳，产品价格多数上涨。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至5月31日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格等均出现上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率持稳运行，其中，PTA开工率持稳于75%，聚酯工厂负荷率持稳于88%，江浙织机负荷率持稳于72%。

钢铁：生产稳中有升，需求略有改善。全国高炉开工率小幅回升至81.67%，现阶段进入淡季，下游需求整体偏稳健，回升幅度有限。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回升，各个环节库存持续去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

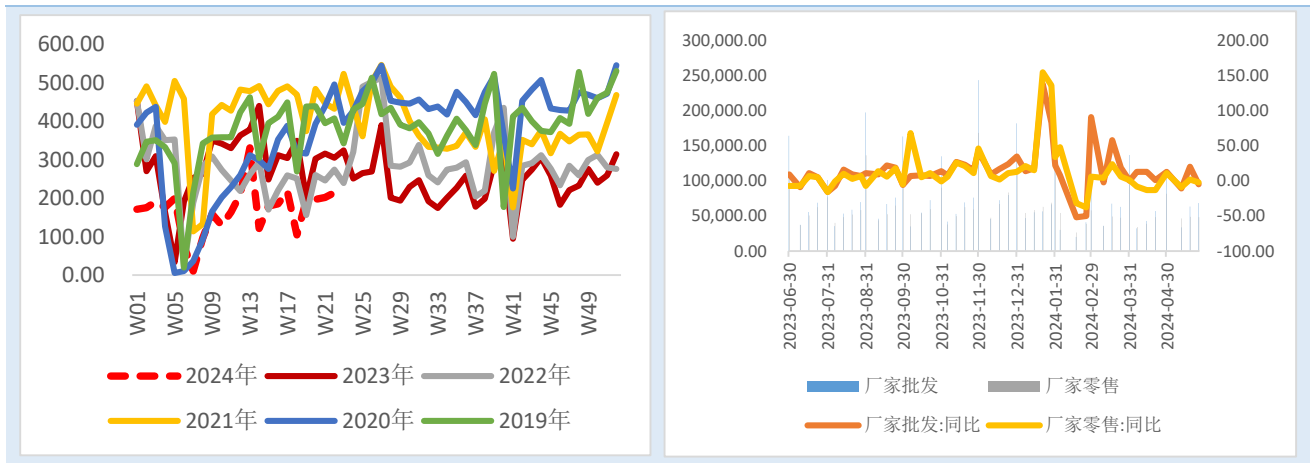
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比下降

房地产销售周环比上升。截至5月30日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上涨14.05%，按均值计，月同比下降39.97%，其中，一、二、三线城市5月同比分别增长-35.55%、-44.86%、-31.09%；本周100个大中城市成交土地溢价率降至0.39%。

乘用车零售月同比下降。乘联会数据显示，5月第三周全国乘用车市场日均零售4.8万辆，同比去年5月同期下降2%，环比上月同期下降28%。5月1-26日，乘用车市场零售120.8万辆，同比下降6%，环比下降2%；今年以来累计零售757.5万辆，同比增长5%。

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 5 月 24 日）蔬菜均价环比下跌 3.63%，猪肉均价环比上涨 6.03%。

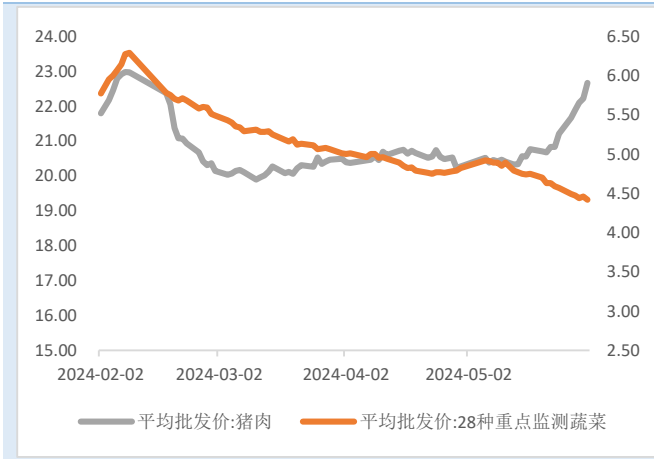
(2) CPI 温和回升，中枢有望继续抬升。4 月 CPI 同比温和回升 0.2 个百分点至 0.3%，为近 13 个月来除春节错位扰动的 2 月之外次高的单月，略高于市场预期，主演原因，一是出行增多，提振服务消费价格；二是猪价环比由跌转持平，助力 CPI 回升。扣除食品和能源的核心 CPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 0.7%。

往后看，猪、油价格有望形成共振或将推升 CPI 的中枢，一方面，年内随着过剩产能持续出清，猪肉价格有望温和回升；另一方面，OPEC+维持减产、中东局势悬而未决、欧美夏季出行高峰来临，能源价格将偏强运行；此外，一季度的央行货币政策报告指出，把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，预计未来有望迎来新一轮货币宽松。近期各地陆续出台具体的财政补贴汽车家电等大宗商品以旧换新政策措施，预计后续将能见到核心消费品需求和价格的持续温和回升。因此，二、三季度 CPI 的通胀中枢有望继续抬升。

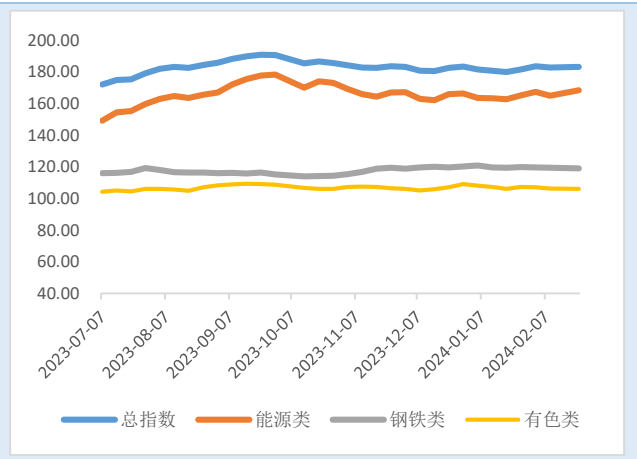
(3) PPI 环比继续下跌，同比降幅有所收窄。从去年 11 月开始，PPI 环比就开始降幅收窄态势，4 月 PPI 环比再次出现回落，但在翘尾因素的影响下，PPI 同比仍能实现降幅收窄。PPI 环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节价格。

总的来看，PPI 环比仍在下跌反映工业需求仍然偏弱。今年以来，房地产需求持续下滑，拖累黑色、建材等工业品价格；政府债券发行进度偏慢，影响财政政策稳需求效果。4 月底政治局会议提出，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，因此，二季度随着政府债券发行节奏加快工业品需求和价格可能得到进一步提振。

图表 12: 食品价格涨跌互现



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