

国内外的预期差主导近期行情走势

观点

1、乐观情绪的弱化带来了本周商品调整的压力，一是国内交易回归弱现实，二是劳动力市场的强劲表现降低美联储加快转向的可能性。往后看，国内方面：尽管市场对内需引领下的经济复苏存在较强的共识，但对地产何时企稳以及消费能否持续恢复这两个问题则存在较大的分歧，这就导致了行情走势在弱现实与强预期之间摇摆。国外方面：美国劳动力市场仍然强劲，一方面表明了美国经济短期陷入硬着陆的风险下降，另一方面，增加了美联储压制通胀的难度，同时也将在中长期增加了经济硬着陆的风险（为了对抗通胀而过度加息）。因此，预计趋势性行情仍难见到，建议以波段操作为主。

核心逻辑

1) 春节后首周，商品多数高开低走，全周收跌。随着复工复产的推进，市场关注点由强预期转向弱现实，工业品普遍走弱，农产品偏震荡。

2) **美联储放缓加息，但非农超于显隐忧。**1) 美联储 FOMC 宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.50% 至 4.75% 之间，并维持缩表规模不变。美联储主席鲍威尔重申需要保持紧缩，表示对通胀回落至 2% 有信心之前，美联储不会降息。往后来看，从美国当前经济数据、通胀回落速度及本次利率决议表态，我们认为美联储加息节奏将逐渐放缓，上半年甚至一季度结束加息进程是比较大概率的事件。不过，也需要警惕美国劳动力市场强劲表现的影响。2) 美国 1 月非农就业新增 51.7 万人，远高于预期的 18.5 万人，失业率下降至 3.4%，创下了 1969 年 5 月以来的最低水平，说明劳动力市场需求依然旺盛。本次非农数据大幅超预期并非技术性因素，而是反映美国服务业的较强复苏。意味着美国经济短期硬着陆的风险下降，同时也意味着美联储加息的终点利率（由 5% 上修至 5.25%）和终点利率维持高位的持久性（年内降息的可能性下降）可能超过市场预期。

3) **国内经济快速恢复。**1 月 PMI 全面回升反映了疫情达峰后经济的快速恢复，并呈现出两个特点，一是生产的恢复慢于需求的恢复，二是内需的恢复快于外需的恢复。此外，由于今年春节较往年时间偏早（全部落在 1 月），服务业的修复弹性较其他行业更大。但经济修复的基础尚不牢固，主要表现在中小企业订单落后于大企业，地产销售仍在下滑。往后看，在外需面临走弱压力的背景下，扩内需是今年稳增长的主要政策导向，未来有望通过多渠道（劳务收入+财产性收入）扩大居民收入来促进消费，同时，持续加码地

宏观·周度报告

2023 年 2 月 5 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 中国 PMI 快速恢复

中国 1 月官方制造业 PMI 50.1，预期 50.1，前值 47；中国 1 月官方非制造业 PMI 54.4，预期 52，前值 41.6。中国 1 月官方综合 PMI 52.9，前值 42.6。

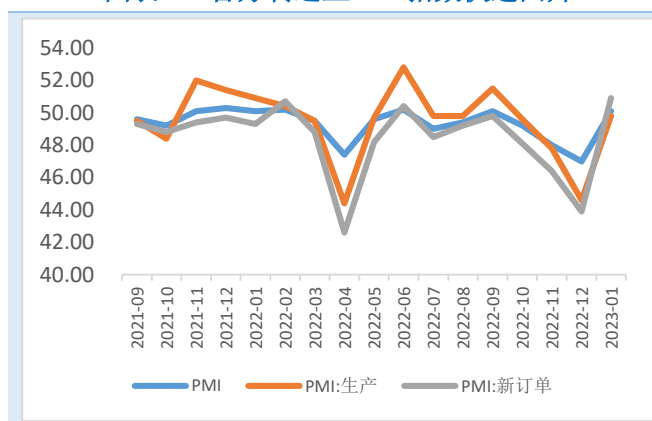
疫情冲击高峰已过，PMI 全线回升。1 月官方制造业 PMI 为 50.1%，较前值回升 3.1 个百分点，与预期持平，重回荣枯线上方。从主要指标来看，除了出厂价格外，其他分项指标几乎同步回暖，供需两端回升幅度较大，主因是 12 月疫情感染高峰过后，经济活动回归正常。

1 月的 PMI 回升有两个特点：一是生产的恢复慢于需求的恢复，1 月制造业 PMI 新订单指数为 50.9%，回升 7 个百分点；而生产 PMI 指数仅回升 5.2 个百分点至 49.8%，尚未回到景气区间，这表明春节前的生产仍受到制约，生产端或在元宵节普遍开工后获得更明显的恢复。

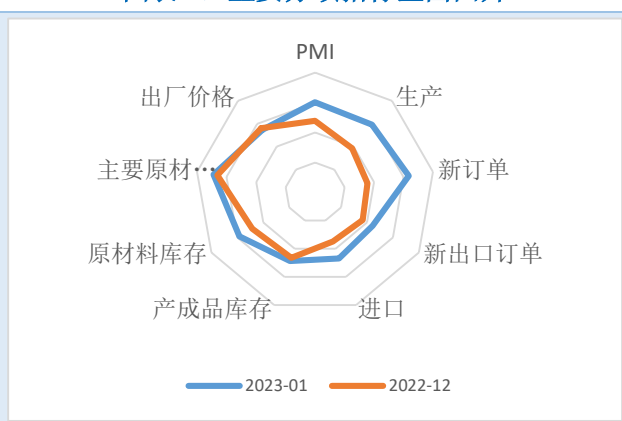
二是内需的恢复快于外需的恢复，新订单指数已回升至景气区间，但是新出口订单指数仅为 46.1%，仍处于收缩区间。而在需求预期改善的背景下，企业的采购意愿也有较明显的回升（采购量指数回升 5.5 个百分点至 50.4%），同时带动原材料库存走高（原材料库存指数回升 2.5 个百分点至 49.6%）。

2023 年开年 PMI 全面回升反映了疫情达峰后经济的快速恢复，并呈现出两个特点，一是生产的恢复慢于需求的恢复，二是内需的恢复快于外需的恢复。此外，由于今年春节较往年时间偏早（全部落在 1 月），服务业的修复弹性较其他行业更大。但经济修复的基础尚不牢固，主要表现在中小企业订单落后于大企业，地产销售仍在下滑。往后看，在外需面临走弱压力的背景下，扩内需是今年稳增长的主要政策导向，未来有望通过多渠道（劳务收入+财产性收入）扩大居民收入来促进消费，同时，持续加码地产政策，稳地价、稳房价、稳预期，加快地产行业企稳恢复。

图表 1：官方制造业 PMI 指数快速回升



图表 2：主要分项指标全面回升



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

1、李克强考察人民银行、外汇管理局并主持召开座谈会

据央视新闻，国务院总理李克强考察人民银行、外汇管理局并主持召开座谈会。李克强强调，要进一步发挥金融支持宏观经济稳定作用，持续提升金融服务水平，保持经济运行在合理区间，推动高质量发展；金融系统要继续提升服务实体经济水平，这关系市场预期，稳定的预期是市场经济的“硬通货”。要深入贯彻落实稳经济一揽子政策和接续措施，加大金融对扩大内需、优化结构的支持，改善民营经济和中小微企业融资环境，防范化解金融风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2、全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议在京召开

据新华社，全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议在京召开。国务院副总理刘鹤出席会议并讲话。会议认为，国企改革三年行动主要目标任务已经完成。三年来，各方面共同努力，有力推动国企党的领导与公司治理相统一，更加突出强调市场主体地位，三项制度改革更大范围落地见效，瘦身健体有序推进，中央企业存量法人户数大幅压减，“两非”“两资”清退任务基本完成，企业办社会和历史遗留问题全面解决，鼓励科技创新的体制机制不断完善。

3、全国商务工作电视电话会议在京召开

全国商务工作电视电话会议在京召开。会议明确，做好 2023 年商务工作，要更好实现优化疫情防控与推动商务发展、质的有效提升与量的合理增长、国内循环与国际循环、开放发展与维护安全的有机统一。重点做好六方面工作：一是把恢复和扩大消费摆在优先位置，二是更大力度推动外贸稳规模、优结构，三是更大力度吸引和利用外资，四是培育国际经贸合作新增长点，五是深化多双边经贸合作，六是提升维护经济安全能力。

4、全面实行股票发行注册制改革正式启动

证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见。注册制改革将进一步完善资本市场基础制度。主要包括：完善发行承销制度，约束非理性定价；改进交易制度，优化融资融券和转融通机制；完善上市公司独立董事制度；健全常态化退市机制，畅通多元退出渠道；加快投资端改革，引入更多中长期资金。同时，支持全国股转系统探索完善更加契合中小企业特点的基础制度。证监会高度重视防范注册制下的廉政风险。建立健全覆盖发行、上市、再融资、并购重组、退市、监管执法等各环节全流程的监督制约机制。强化关键岗位人员廉政风险防控，加强行业廉洁从业监管。中央纪委国家监委驻中国证监会纪检监察组对沪深证券交易所实行驻点监督，对资本市场领域腐败“零容忍”，一体推进不敢腐、不能腐、不想腐，持之以恒正风肃纪，切实形成严的氛围。

证监会表示，这次改革从主板实际出发，对两项制度未作调整。一是自新股上市第 6 个交易日起，日涨跌幅限制继续保持 10% 不变。二是维持主板现行投资者适当性要求不变，对投资者资产、投资经验等不作限制；实行注册制并不意味着放松质量要求，不是谁想发就发。特别是要用好现场检查、现场督导等手

段，坚持“申报即担责”的原则，发现发行人存在重大违法违规嫌疑的，及时采取立案稽查、中止审核注册、暂缓发行上市、撤销发行注册等措施。

证监会表示，2月1日全面实行股票发行注册制改革正式启动，自通知发布之日起，证监会继续接收主板首次公开发行股票、再融资和并购重组申请；全面实行注册制前，证监会将按现行规定正常推进上述行政许可工作。

5、政治局就加快构建新发展格局进行第二次集体学习

新华社报道，中共中央政治局1月31日下午就加快构建新发展格局进行第二次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，加快构建新发展格局，是立足实现第二个百年奋斗目标、统筹发展和安全作出的战略决策，是把握未来发展主动权的战略部署。只有加快构建新发展格局，才能夯实我国经济发展的根基、增强发展的安全性稳定性，才能在各种可以预见和难以预见的狂风暴雨、惊涛骇浪中增强我国的生存力、竞争力、发展力、持续力，确保中华民族伟大复兴进程不被迟滞甚至中断，胜利实现全面建成社会主义现代化强国目标。

一是，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，实现国民经济良性循环。二是，加快科技自立自强，解决外国“卡脖子”问题。三是，以现代化产业体系为基础，各产业有序链接、高效畅通。四是，全面推进城乡、区域协调发展，提高国内大循环的覆盖面。五是，进一步深化改革开放。深化要素市场化改革，建设高标准市场体系，加快构建全国统一大市场。

1.3 美联储放缓加息，但非农超预期显隐忧

（1）美联储继续放缓加息

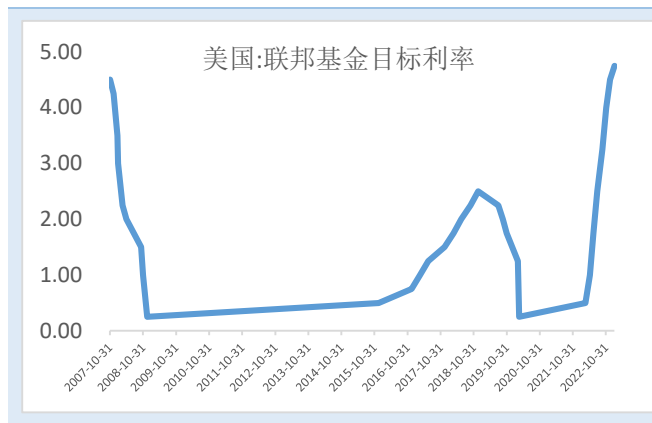
当地时间2月1日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.50%至4.75%之间，这也是美联储今年第1次加息。并表示维持9月以来减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS的缩表节奏不变。2月的议息会议后，特别是鲍威尔讲话后，美债收益率明显回落、美股大涨、黄金也有明显的拉升，看上去市场将美联储连续减速加息解读为鸽派。

在FOMC会后的记者会上，美联储主席鲍威尔重申需要保持紧缩，表示对通胀回落至2%有信心之前，美联储不会降息。鲍威尔在承认通胀放缓的同时，表达了对通胀仍高、就业市场仍有韧性等方面的忧虑，并且尚未提及结束缩表的时机。整体上来看，美联储的基调是未来至少还有一次加息，且加息终点正在临近，若未来通胀继续下降，那么美联储极有可能在3月之后就停止加息。因此，本次会议的决议基本符合市场在议息会议前的预期。

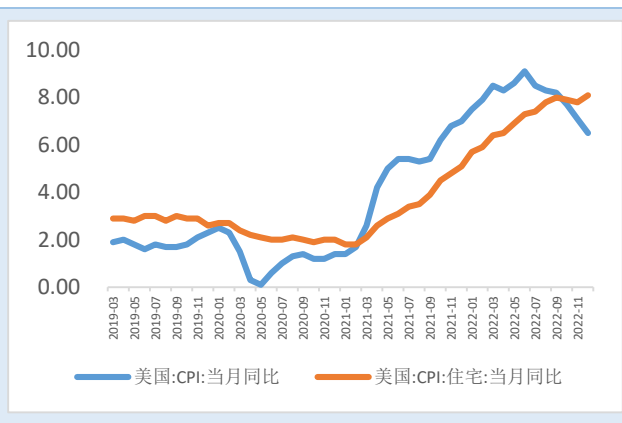
往后来看，从美国当前经济数据、通胀回落速度及本次利率决议表态，我们认为美联储加息节奏将逐渐放缓，上半年甚至一季度结束加息进程是比较大概率的事件。一方面，美国目前消费、生产、进出口数

据都有转弱趋势，其中，12月零售销售环比降低1.1%，工业产出率环比继续回落0.7%，12月美国出口同比增长1.5%。另一方面，美国通胀持续下行的趋势已经较为明确，美国12月CPI同比增速由前值的7.1%放缓至6.5%，连续六个月放缓，达到2021年10月以来最低水平，未来随着服务价格尤其是房租价格回落，预计通胀水平还将进一步下行。不过，也需要警惕美国劳动力市场强劲表现的影响。

图表 3：美联储继续放缓加息



图表 4：美国通胀持续回落



数据来源：Wind

(2) 美国非农数据大超预期

美国劳工部公布的数据显示，1月非农就业新增51.7万人，高于预期的18.5万人，前值为22.3万人。1月失业率为3.4%，低于预期与前值的3.6%和3.5%；劳动参与率为62.4%，高于预期的62.3%。1月平均时薪环比为0.3%，前值为0.3%，同比为4.4%，前值为4.6%。

从细分项来看，1月份的就业增长主要来自服务业和政府部门，其中，休闲酒店娱乐新增就业12.8万人（前值6.4万人）、医疗保健和社会救助新增就业7.92万人（前值8.03万人）、教育和保健服务新增就业10.5万人（前值7.6万人）、信息业裁员0.5万人、建筑业新增就业2.5万人（前值2.6万人）、制造业新增就业1.9万人（前值1.2万人），政府部门新增7.4万人（前值裁员0.9万人）。

1) 美国劳动力市场供需失衡并未实质性改善。一方面，去年12月职位空缺数超预期回升，使得职位空缺率进一步重新回升至6.7%，每个失业人员对应1.9个职位空缺；另一方面，尽管受到加州洪水和中东风暴给就业市场带来的临时性影响，但非农失业率依然创下了1969年5月以来的最低水平，说明劳动力市场需求依然旺盛。

2) 薪资同比增速继续放缓。1月份美国非农时薪同比增速录得4.4%，较12月的4.8%继续走低。结合2022年4季度美国ECI环比增速的放缓，可以说美国工资增速已经脱离了2022年的高位，市场对“工资-通胀”螺旋的担忧也有所缓解。

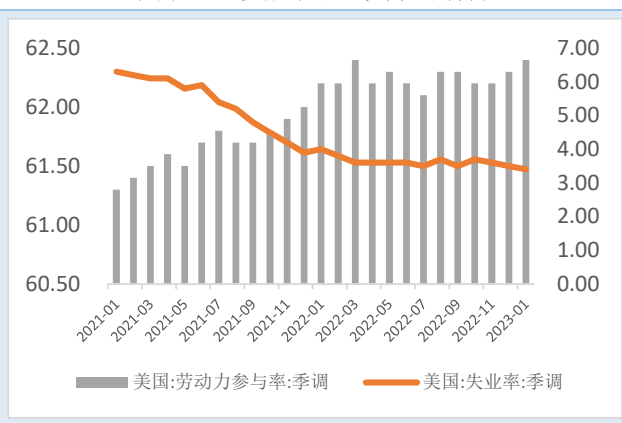
总体上来看，本次非农数据大幅超预期并非技术性因素，而是反映美国服务业的较强复苏。即使剔除罢工影响，1月美国非农数据仍然高达45.9万，同时1月季节因子低于2022年1月及历史平均，显示出

了美国劳动力市场仍有较强韧性，这意味着美国经济短期硬着陆的风险下降，同时也意味着美联储加息的终点利率（由 5% 上修至 5.25%）和终点利率维持高位的持久性（年内降息的可能性下降）可能超过市场预期。总而言之，强劲的就就业增加了美联储压制通胀的难度，同时也将在中长期增加了经济硬着陆的风险（为了对抗通胀而过度加息）。

图表 5：美国非农数据大超预期



图表 6：美国失业率再创新低



数据来源：Wind

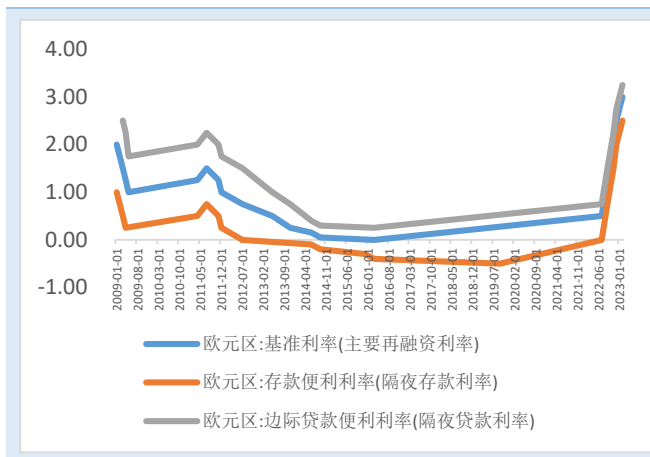
（3）欧洲央行持续加息

当地时间 2 月 2 日，欧洲央行公布最新政策决议，将三大主要利率均上调 50 个基点，符合市场预期。加息后，欧洲央行边际贷款利率为 3.25%，主要再融资利率为 3%，存款便利利率为 2.5%。自 2022 年 7 月以来，欧央行已加息 300 个基点，目前主要再融资利率达 2008 年 11 月以来最高水平。在本次会议上，欧洲央行表示考虑到潜在的通胀压力，打算在 3 月份的货币政策会议上再加息 50 个基点，然后评估其货币政策的后续路径。另外，本次欧洲央行透露了一此缩表的细节。重由资产购买计划 (APP) 投资组合将从 3 月开始下降，3 月至 6 月到期债务的每月上限为 150 亿欧元。

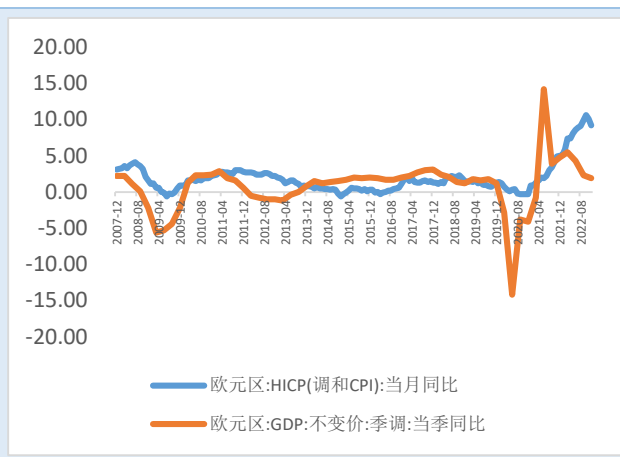
在欧洲央行货币政策会议后的新闻发布会上，拉加德表示，欧洲央行官员大体上同意 2 月和 3 月各加息 50 个基点是合理的，央行内部存在很强的共识。通胀方面，拉加德认为通胀下滑主要源于能源成本下降，今年的能源价格将比欧洲央行去年 12 月预期的低。但物价压力仍然强劲，部分原因是能源成本高正在整个经济中蔓延。经济形势方面，拉加德表示，去年中期以来欧元区的经济活动显著放缓，预计近期内将保持疲软，未来几个季度应该会复苏。财政刺激方面，拉加德警告，财政刺激可能激化通胀上升的压力，可能必须要欧洲央行做出“强力的”回应。

近期，由于供应链瓶颈和能源危机缓解以及政府平抑物价措施等因素，欧元区通胀水平连续 3 个月下跌，同时经济表现也好于预期，制造业 PMI 连续 3 个月回升，服务业 PMI 连续 2 个月上行。但目前欧洲国家通胀水平仍处于高位，尤其是核心通胀依然高居不下，制造业仍处于收缩区间，欧洲央行在 3 月继续加息 50bp 的概率较大，但后续加息路径仍取决于数据，在地缘政治、工资压力上升等因素的扰动下，不排除在 5 月进一步加息的可能。

图表 7：欧央行再度大幅加息



图表 8：欧元区通胀开始回落



数据来源：WIND

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51964

