

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 美国加息预期放缓，春节经济复苏理想

## ——大宗商品宏观&中观周度观察20230129

大宗商品策略研究团队

研究员

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

## ■ 美国陷入债务上限僵局，经济数据好坏不一：

- **节前美国触及债务上限，两党或陷入边缘政策博弈。**当地时间1月19日，美国触及31.4万亿美元债务上限。美国财政部开始采用非常规措施避免政府违约，预计拜登政府仍有5个月时间完成抬升或废弃债务上限立法。同时，根据美国财政部长耶伦，非常规措施可持续性“相当不确定”。美国共和党核心诉求在于民主党削减财政支出，两党目前或陷入边缘政策博弈。若美国政府无法抬升债务上限，则意味着债务违约与评级下降，最终导致美债收益率波动以及其他严重经济损失。
- **四季度GDP环比虽仍为正，但阴霾犹存。**美国四季度GDP不变价环比折年率2.9%（预期2.6%，前值3.2%），四季度GDP同比0.96%（前值1.94%）。细分中，个人消费环比折年率由2.3%降至2.1%，其中服务为主要消费支出。另外，四季度住宅投资继续拖累美国GDP，私人库存变化正向波动，进出口环比下滑。美国GDP在经历2022年上半年收缩后，下半年增长转正。随着联储加息进入尾声，联储即将按计划维持峰值利率，预计利率敏感行业继续承压，地产继续拖累GDP；联储计划抬升失业率、宽松劳动力市场，而失业率抬升将使整体景气承压，并传导至消费需求。后续若通胀回落斜率不足以解绑需求，预计2023年上半年美国经济或仍受阴霾笼罩。而1月美国消费者信心再度边际回暖是当前黑暗中的曙光，配合良好居民资产负债表，美国有望“拨开云雾”。
- **12月个人消费支出与物价增速齐落。**12月PCE物价指数同比回落至5.0%（前值5.5%），核心PCE指数同比降至4.4%（前值4.7%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。12月个人消费支出环比回落0.2%，前值向下修正。细分项目中，商品与服务支出背离边际收窄。整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，阻碍仍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。**12月零售环比回落1.1%，前值下修至-1%。**零售细分显示较全面的需求收缩：汽车链、地产链、日用品相关销售均环比下降，消费者不仅削减可选消费支出，必须消费韧性松动迹象显示美国居民更全面的“节衣缩食”。

- **加息步伐放缓，美国房地产市场迎来喘息。**1月全美住房指数由31回升至35，终结近一年以来下跌，地产商信心或开始筑底。**新屋销售方面**，在抵押贷款利率下滑背景下，12月新屋销售超预期环比上升2.33%，短期新屋市场需求回暖，显示需求仍存潜力，但后续地产需求或受持续高利率压制。**成屋销售方面**，12月成屋销售环比下滑1.47%，好于预期-5.4%；12月美国成屋签约销售指数由75回升至76.9，结束连续下跌，暗示成屋销售或将回暖。**新屋开工方面**，12月单、多户住宅新屋开工背离收敛，对应地产商信心重振。而**营建许可方面**，尽管多户住宅营建许可反弹，单户住宅拖累整体营建许可下行，地产开工短期内上行空间有限。
- **美国1月Markit制造业PMI46.8（前值46.2），商务活动46.7（前值44.7）。**细分显示，**新订单**已连续4个月下降，制造业新订单再度大幅收缩，制造业**新出口订单**收缩相对服务业边际乐观。**原材料价格**1月上升加速，结束连续7月降温，但企业为维持竞争而使**销售价格**基本持平。**积压订单**再度收缩，**就业**受服务业就业支撑，边际回暖。另外，制造业采购活动仍然低迷，创2020年5月以来新低，在1月价格加速上升背景下，企业主动去库；由于需求端疲软，制造业企业产能利用压力缓解，制造业企业自2020年7月以来首次缩减员工。服务业雇佣或因新订单收缩边际缓解而向好，然而薪资与原材料价格仍有支撑，1月成本负担上升加速，关注美国1月通胀数据。
- **美国12月耐用品订单环比增长5.6%，主要拉动来自于运输新订单。**其中，运输新订单环比增长16.75%，国防新订单环比下滑3.43%，核心耐用品新订单环比上升0.25%。从同比增速来看，核心耐用品新订单增长几乎停滞，结合ISM新订单PMI暗示的耐用品订单进一步回落，美国短期内将深入去库周期。

- **12月美国工业生产再度收缩。**美国12月工业总体产出指数环比下降0.72%，全部工业利用率由79.41%降至78.75%；制造业产出指数环比下降1.3%，利用率由78.54%降至77.47%。采矿业生产环比下降0.85%，公用事业环比上升3.6%。从工业生产细分来看，地产相关商品例如，木制品、家具相关产品工业生产进一步下行，佐证美国房地产转冷。机械与汽车及零部件工业生产指数转而进入下行通道，或显示耐用品消费颓势已拖累工业生产。**美国工业生产或将深入下行空间。**截至12月，美国工业生产指数拐头向下，工业产能利用率进一步回落。结合美国1月Markit制造业PMI细分，在新订单连续四个月收缩背景下，美国工业生产或将逐步深入下行通道。
- **欧元区重返扩张区间，支撑欧央行收紧：欧元区1月Markit综合PMI录得50.2，制造业48.2，服务业50.7。**2023年伊始欧元区受服务业带动暂且重回扩张区间，制造业收缩边际缓解。根据Markit报告，重回扩张主要驱动来自于IT服务与设备行业；医疗、医保行业同样提供支撑，地产与原材料行业金融租赁服务恶化改善。核心国家中，**德国**综合PMI由49升至49.7，主要驱动来自于服务业，但制造业保持前期下滑速率。**法国**综合PMI由49.1小幅下滑至49，制造业边际改善被服务业收缩抵消，德法服务业分化发展。**欧元区其他地区**同样受到服务业回暖提振，但制造业收缩仍未出现改善。尽管欧元区供应端持续宽松重振信心，但1月销售价格再度升温，叠加欧元区整体景气，欧洲央行收紧或将继续且仍具有支撑。
- **日本通胀再度升温，施压货币政策正常化：日本12月CPI、核心CPI同比增速均录得4%，创1981年以来最高增速。**日本通胀连续高出央行2%目标，且通胀压力逐步蔓延至能源与食品以外。细分中，商品通胀持续攀升，服务通胀逐渐抬头，而日本劳动力市场紧张或显示服务通胀将打开上行空间。日本劳动力市场数据显示，当前日本失业率降至低位，劳动力参与率筑顶，薪资与职位空缺失业比齐升，显示劳工成本上升与用人紧张。而劳动力市场趋于紧俏将从供给端支撑核心服务通胀与整体通胀，最终施压日本央行货币政策趋于正常化。

- **社融：社融持续偏弱，回暖仍需时间。** 12月新增社融1.31万亿元、预期1.85万亿元；社融增速9.6%、较上月回落0.4%。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情放开后各个领域均受到供给以及需求的双重冲击；（2）地产销售持续偏弱。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅收窄。** 公共财政收入增速上升主要是因为税收统计的滞后效应和去年的低基数。财政支出端的恶化主要是因为下半年政策性开发性金融工具助力基建扩张，基建类支出暂无维持高增的必要性。
- **地产：投资有所修复，到位资金出现改善。** 近期针对地产融资以及资金来源连续出台多项宽松，包括“第二支箭”、楼市金融十六条以及优化预售资金监管等。其中楼市金融十六条对房企融资显著提升信心。从该政策的细则来看，“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”等条例均纷纷指向对从前房地产的投资主力——民企提供实质的资金支持，进一步提高对保交楼以及信用违约问题缓解的预期，当前来看整体推进节奏仍然较慢。
- **制造业：增速仍有韧性，工业利润承压。** 11月制造业增速下行可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。
- **春节经济复苏较为理想。** 根据文旅部测算今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%。此外2023年春节档期总票房67.24亿，位列中国影史春节档票房榜第二位。多项信息反映本次春节经济复苏好于市场预期，为今年经济快速增长打下坚实基础。

## ■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量有所下滑

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**考虑到当前防疫政策优化后，社会面阳性病例增多，下游项目赶工进度明显受影响，使得本周螺纹表观消费再度下滑，预计春节后下游需求仍持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始累库，近期表观消费量快速下行，PVC近期需求下滑，库存开始累库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**近期实物工作量有所回落。
- **挖机与重卡：**12月挖机销量出现显著下滑，背后的主要原因是标准升级前国三设备销售最后窗口期提前预支终端部分需求，此外进口增速在保持高增一年后也出现一定回落。

## ■ 制造业景气度跟踪：11月以来汽车销量增速进一步下跌，空调排产显著修复，内贸集装箱吞吐量同比显著回升

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着“金九银十”接近尾声，钢铁、冶炼、水泥等行业企业将迎来错峰生产，工业用电面临回落。
- **汽车：**由于近期各地疫情反弹，经销商闭店的比例在上升，市场展厅流量和订单情况出现较大影响，年底汽车消费需求释放出现一定风险和不确定。
- **家电：**根据空调排产数据，12月空调产量同比小幅下降，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口：**11月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比显著回升，但考虑到韩国12月出口数据跌幅仍接近10%，反映当前外需压力仍然较高。

## ■ 总结：

- **进入10月以来，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销11月份的数据进一步下滑，11月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面结合邻国出口跌幅仍接近10%，当前外需压力较高。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况偏弱。**

## 第一部分 大宗商品海外宏观分析

---

**海外总览**            **全球不确定性上升，悲观预期犹存**

---

**美国宏观&中观**    **债务扩张陷入僵局，经济数据好坏不一**

---

**欧洲经济**            **服务业提振经济，加息或将持续**

---

**日本经济**            **核心通胀萌芽，施压货币政策正常化**

---

# 一、海外总览：全球不确定性上升，悲观预期犹存

- **美国方面**，节前美国触及债务上限，两党陷入边缘政策博弈。**四季度美国GDP超预期环比收正，但前景仍阴霾未散**：12月消费支出与物价齐落，零售销售环比回落，美国消费者削减开支范围扩大至必须消费。利率抬升放缓下，**美国房地产市场迎来喘息**：新屋销售、开工触底回弹，地产商信心终结连续下滑。**美国PMI显示经济活动收缩边际缓解**，服务业相对乐观于制造业，同期销售价格增速重启回升；耐用品新订单受运输设备带动环比大幅增长，剔除运输与国防设备的核心耐用品订单增长疲软，与新订单PMI一致；12月美国工业生产下滑，前瞻指标悲观背景下，预计上行空间有限，经济悲观预期仍存。**欧洲方面**，欧元区PMI重回荣枯线之上，主要驱动来自于服务业，制造业仍以前期速率下滑，欧央行行长表示将“努力恢复通胀目标”，“大幅上调利率”。**日本方面**，日本通胀或即将面临核心服务通胀支撑，施压货币政策正常化，关注日本春斗。

### 全球制造业PMI

制造业PMI	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
全球	48.6	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3
美国	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8
欧元区	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
德国	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4
法国	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6
意大利	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62
爱尔兰	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
希腊	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
西班牙	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2

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\\_52093](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52093)

