



研究所

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

近期研究报告

《强化提质增效，稳住合理增长-学习
2024年政府工作报告》 - 2024.03.06

宏观研究

关注全球流动性的两个“预期差”，我国出口 需提“新”固“旧”

● 核心观点

(1) 美国就业市场相对紧张问题有所缓解，失业率小幅上升，工资增速边际回落，工资通胀螺旋压力有所缓解，这为美联储降息提供了一种相对积极的信号，市场对6月降息定价相对充分。

关于美联储降息路径，仍存在两个预期差：一是美联储降息延后至三季度，刺激美国股市和经济基本面，支持美国总统选举；二是美联储3月或5月意外提前降息，或指向美国经济风险有所上升，需要谨慎应对，谨防2007年风险冲击。

(1) 我国1-2月进出口超预期回升，可能存在以下五点原因：一是低基数影响。2023年1-2月外部冲击仍在，基数较低。二是地缘冲突导致能源价格上升，导致欧洲本土工业品价格相对劣势，我国出口产品存在价格竞争优势。三是基于欧盟对我国电动汽车反倾销调查的分歧，加大短期进口。四是美联储降息预期下，美国房价再次回升，拉动地产后周期产品出口增速。

向后看，目前地缘政治冲突导致的我国出口价格优势仍在，同时欧盟对中国电动汽车补贴倾销调查结束前（10月前），欧洲有望维持突击进口汽车的动力，美国房地产韧性较强，将会对我国出口形成一定支撑。但中期看，美、欧经济技术性衰退，或对我国出口产生一定制约，考虑2023年3月高基数影响，3月出口增速或有压力。

(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。市场对美联储6月降息定价较为充分，全球货币环境表现正面；我国宏观调控政策定调积极，年内超预期发行1万亿超长期国债，推动设备更新改造和以旧换新等；国内流动性合理充裕，央行提示存在降准空间。在非政策环境方面，外部环境承压，内部环境正面。特朗普当选美国总统预期走高，可能会加剧中美贸易摩擦，

美国经济存在短期技术性衰退，欧洲经济景气边际放缓。内部环境方面，我国房地产市场有所回暖，出口超预期。

● **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 美国劳动力市场相对紧张问题有所缓解..... | 6 |
| 2.1 美国劳动力需求相对强劲..... | 6 |
| 2.2 工资增速边际放缓，工资通胀压力缓和..... | 7 |
| 2.3 美联储货币政策展望..... | 10 |
| 3 1-2月进出口超预期回暖..... | 11 |
| 3.1 出口：1-2月出口增速快速回升..... | 11 |
| 3.2 进口：1-2月进口增速快速回升..... | 15 |
| 4 国内外宏观热点..... | 17 |
| 4.1 海外宏观热点..... | 17 |
| 4.2 国内宏观热点..... | 25 |
| 5 本周宏观环境分析：边际向好..... | 30 |
| 风险提示..... | 31 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 大类资产价格变动一览 | 6 |
| 图表 2: 美国非农就业情况 (千人) | 7 |
| 图表 3: 美国非农就业结构 (千人) | 7 |
| 图表 4: 美国服务业细分行业新增就业情况 (千人) | 7 |
| 图表 5: 美国商品生产细分行业新增就业情况 (千人) | 7 |
| 图表 6: 美国失业率 (%) | 9 |
| 图表 7: 美国分行失业率 (%) | 9 |
| 图表 8: 美国服务业景气度边际走弱 (%) | 10 |
| 图表 9: 美国制造业景气度边际走弱 (%) | 10 |
| 图表 10: 我国出口增速情况 (%) | 11 |
| 图表 11: 2024 年 1-2 月出口增速强于历史均值 (%) | 11 |
| 图表 12: 天然气价格 (美元/百万英热单位) | 12 |
| 图表 13: 美元兑人民币 | 12 |
| 图表 14: 美国房价情况 | 12 |
| 图表 15: 美国房屋销量 (千套, %) | 12 |
| 图表 16: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区) | 13 |
| 图表 17: 出口同比拉动拆分 (按产品大类, %) | 14 |
| 图表 18: 我国进口增速情况 (%) | 16 |
| 图表 19: 2024 年 1-2 月进口增速低于历史均值 (%) | 16 |
| 图表 20: 进口同比拉动拆分 (按国别/地区, %) | 17 |
| 图表 21: 本周宏观环境变化 | 31 |

1 大类资产表现

3月第一周，全球大类资产涨跌分化。货币市场和债券市场到期收益率整体延续下行；权益市场小幅回调，国内权益市场、美股、恒生指数小幅回落，印度、韩国、法国股市小幅上涨；大宗商品市场受美联储降息预期影响，较为明显回升，特别是黄金涨幅最为明显，原油价格回落；外汇市场方面，美元指数小幅回落，人民币小幅升值。

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 (3.1-3.8) |
| 货币市场 | DR007 | % | -3.73 | -10.39 | -4.51 | 4.31 |
| | (BP) 同业存单(股份制银行):6M | % | -4.26 | -15.25 | -21.12 | -0.83 |
| 债券市场 | 国债到期收益率:2年 | % | -9.79 | -7.89 | -16.37 | -3.18 |
| | 国债到期收益率:10年 | % | -13.25 | -9.75 | -26.31 | -7.56 |
| | (BP) 美国:国债收益率:2年 | % | 4 | 37 | 25.00 | -6.00 |
| | 美国:国债收益率:10年 | % | 11 | 26 | 21.00 | -10.00 |
| 股票市场 | 上证综指 | 点 | -6.27% | 8.13% | 2.39% | 0.63% |
| | 深证成指 | 点 | -13.77% | 13.61% | -1.63% | -0.70% |
| | 创业板指 | 点 | -16.81% | 14.85% | -4.45% | -0.92% |
| | 科创50 | 点 | -19.62% | 17.94% | -5.73% | -1.51% |
| | 恒生指数 | 点 | -9.16% | 6.63% | -4.07% | -1.42% |
| | 纳斯达克综指 | 点 | 1.02% | 6.12% | 7.15% | -1.17% |
| | 标普500 | 点 | 1.59% | 5.17% | 7.42% | -0.26% |
| | 日经225 | 点 | 8.43% | 7.94% | 18.60% | -0.56% |
| | 越南指数 | 点 | 3.04% | 7.59% | 10.39% | -0.87% |
| | 印度雅加达综指 | 点 | -0.89% | 1.50% | 1.50% | 0.96% |
| | 韩国KOSPI指数 | 点 | -5.96% | 5.82% | 0.94% | 1.44% |
| | 巴黎CAC40指数 | 点 | 1.51% | 3.54% | 6.43% | 1.18% |
| | 伦敦富时100指数 | 点 | -1.33% | -0.01% | -0.95% | -0.30% |
| | 大宗商品 | COMEX 黄金 | 美元/盎司 | -1.65% | 0.27% | 5.12% |
| COMEX 白银 | | 美元/盎司 | -4.27% | -0.43% | 2.08% | 5.09% |
| LME 铜 | | 美元/吨 | 0.44% | -1.46% | 0.90% | 1.89% |
| LME 铝 | | 美元/吨 | -4.43% | -3.09% | -5.42% | 1.17% |
| LME 锌 | | 美元/吨 | -3.37% | -6.64% | -5.26% | 5.88% |
| 布伦特原油 | | 美元/桶 | 6.06% | 2.34% | 6.54% | -1.76% |
| WTI 原油 | | 美元/桶 | 5.86% | 3.18% | 8.88% | -2.45% |
| CBOT 大豆 | | 美分/蒲式耳 | -5.42% | -7.81% | -10.35% | 1.40% |
| CBOT 玉米 | | 美分/蒲式耳 | -4.83% | -6.98% | -9.51% | 3.34% |
| 外汇市场 | 美元指数 | | 2.12% | 0.59% | 1.35% | -1.10% |
| | 美元兑人民币(即期汇率) | | 1.23% | 0.19% | 1.41% | -0.09% |

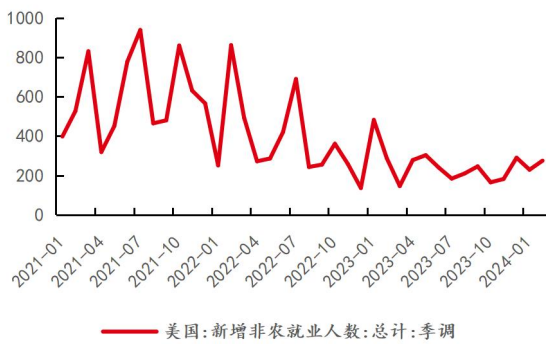
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2 美国劳动力市场相对紧张问题有所缓解

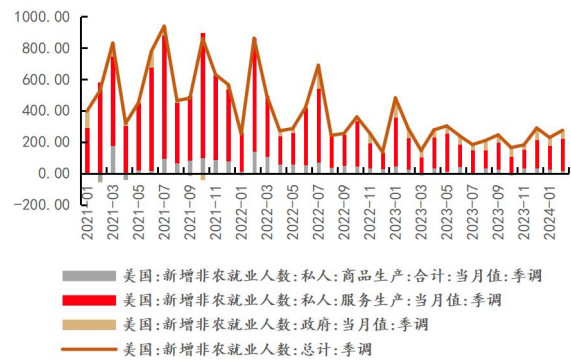
2.1 美国劳动力需求相对强劲

美国2月季调后非农就业人口新增27.5万,较市场预期高7万,较前值(下修)高4.9万,反映了劳动力市场需求相对强劲。

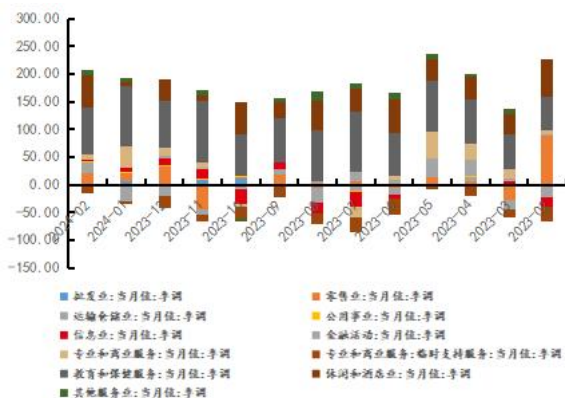
从非农就业结构来看，服务业是主要贡献项，特别是教育和保健服务、休闲和酒店业、运输仓储业、零售业，具有较为明显的季节性；制造业有所放缓，建筑业贡献增加。服务业新增非农就业 20.4 万人，占比 74.18%，较前值上行 7.37pct。从服务业分行业绝对值来看，教育和保健服务（8.5 万人）、休闲和酒店业（5.8 万人）、运输仓储业（1.97 万人）、零售业（1.087 万人）是主要贡献项，环比变动分别为-2.2 万人、5 万人、4.86 万人、0.35 万人，主因应是 1 月极端天气因素影响，服务业受到较为明显影响，以上行业 1 月失业率均有较为明显回升，随着天气逐渐回暖，就业回暖，具有较为明显的季节性。在商品生产方面，建筑业是主要贡献项，新增 2.3 万人；制造业就业人数负增 0.4 万人。

图表 2：美国非农就业情况（千人）


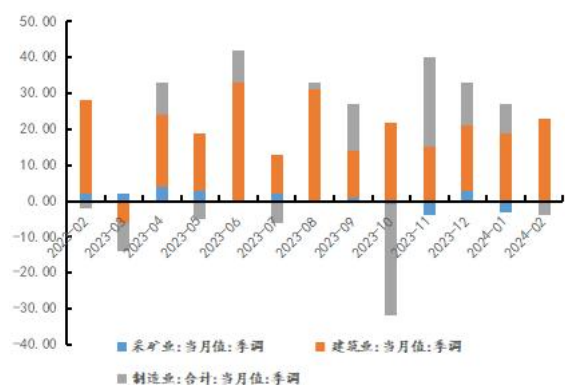
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 3：美国非农就业结构（千人）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 4：美国服务业细分行业新增就业情况（千人）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 5：美国商品生产细分行业新增就业情况（千人）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 工资增速边际放缓，工资通胀压力缓和

非农就业数据超预期增长，但美国劳动力市场失业率小幅回升，工资增速边际放缓，工资通胀螺旋压力边际缓和。

(1) 失业率小幅回升

美国失业率小幅回升，高于季节性表现。2月美国失业率小幅回升，较预期高0.2pct，较前值回升了0.2pct。从季节性来看，2月失业率环比变化高于2015-2019年5年历史均值-0.06pct。

分行业看美国失业率，在商品生产方面，因季节性原因，建筑业失业率呈现高位，并且较上期上升0.1pct，采矿业失业率亦呈现较高水平，较上期上升1.2pct；在服务业方面，运输及公用事业失业率5.2%，较上期上升0.9个百分点，专业和商业服务业失业率5.1%，较上期上升0.8个百分点，金融业失业率2.4%，较上期上升0.3pct，批发零售业失业率4.7%，较上期上升0.1pct。

美国非农就业数据超预期，而失业率回升，两者出现背离，可能因统计方法差异导致结构性变化出现统计上背离。美国2月劳动参与率持平上期，平均每周工时较前值上升0.2小时，劳动市场供给并未显著增加，排除新增劳动力增加因素影响。从统计方法分析，失业率来自住户调查，口径更宽，包括自雇佣者和无酬家庭用工、农场工作者，其中2月农场工作者失业增加2万人；新增非农来自于机构岗位统计，只有正式登记在工资表上的职员才能算作新增就业，这也导致被入户调查包括的失业人口没有被机构岗位统计，如完成临时性工作人员事业增加18.8万人。

(2) 时薪环比小幅回落

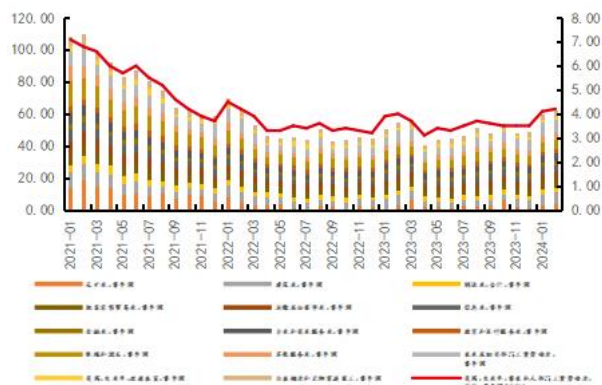
美国工资增速仍具有韧性，但边际放缓，低于季节性。美国2月平均每小时工资环比增速0.1%，较前值回落0.5pct，较预期值低0.1pct，环比增速低于2015-2019年五年均值水平0.2%；工资同比增速4.3%，较前值回落0.2pct，较预期值低0.1pct。平均每周工时较前值上升0.2小时。时薪环比回落的一个主要原因是，1月由于恶劣天气导致工时减少、美国多州上调最低工资，平均时薪暂时上升，基数抬升，导致2月工资增速环比回落。

图表 6: 美国失业率 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 7: 美国分行失业率 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

(3) 往后看: 就业市场相对紧张或将持续缓和

美国服务业非农新增或将边际放缓。2月美国服务业PMI52.3%，处于荣枯线之上，但较前值下降0.1pct，呈现边际放缓态势。服务业新增非农是美国新增非农的主要贡献项，服务业景气度边际回落，或将拖累美国非农就业持续高增。

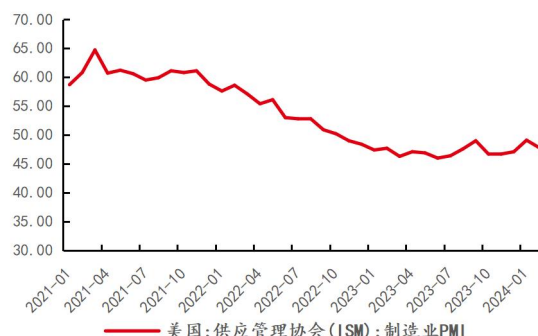
货币政策限制性有所显现，居民消费支出增速放缓，制约终端需求持续扩张，进而缓解就业市场供求紧张态势。高通胀、高利率环境下，应考虑美国货币幻觉效应，美国居民收入保持温和增长，但美国居民支出亦保持高速增长，美国居民储蓄率持续下行，叠加高利率带动美国居民利息支出增加，制约居民消费能力。1月美国居民消费支出增速环比回落，同时美国1月零售数据不及预期，进而逐步向生产端传导，工厂订单环比增速下滑，1月工厂订单环比下降3.6%，为2020年4月以来最大降幅。2月美国制造业PMI（ISM）为47.8%，较前值回落1.3pct，制造业景气度进一步边际放缓。但目前负反馈效应尚不十分明确，有待进一步观察。

图表 8：美国服务业景气度边际走弱 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 9：美国制造业景气度边际走弱 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 美联储货币政策展望

(1) 中性预期：市场预期 6 月降息定价较为充分

结合鲍威尔 3 月 7 日的证词，以及近期美联储官员发言，态度相对中性，强调降息信号是明确通胀持续回落趋势，而并非要求通胀一定完全回落至 2% 左右水平，并明确年内开启降息的。本次非农数据显示的劳动力市场相对紧张问题的缓和，为美联储降息提供了一个理由或相对积极信号。非农就业报告公布后，交易员仍然认为美联储将在 6 月开始降息，5 月开始降息的概率约为 30%。互换市场充分定价美联储 6 月份将降息 25 个基点。

若此预期合理，则近期市场的风险应聚焦日本央行收紧货币政策操作。深受日本央行关注的春季薪资谈判将于本月 15-18 日结束，将提供进一步指示信号。日本央行若开启紧缩周期，则意味着全球最后一处低成本资金流出逐步“歇业”，全球资本市场空面临流动性冲击，各大央行亦可能需提前被迫降息应对。

(2) 预期差一：三季度开启降息

鉴于拜登中期选举时期，鲍威尔忽视了通胀的趋势性特点，间接支持了拜登中期选举。考虑今年是美国 11 月开启选举，不排除美联储于三季度开启降息的可能，刺激资本市场、拉动经济等，支持美国总统选举。

(3) 预期差二：3 月或 5 月意外降息

值得关注的是，需要重点关注美联储 3 月和 5 月议息会议。如果美联储在 3 月或 5 月意外降息，很可能是美联储已经捕捉到了经济当中的不合理信息，需要

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/376233055055010101>