

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美国通胀数据超预期回落，国内政策预期再度提升

——大宗商品宏观&中观周度观察20221113

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

重要提示：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10月CPI同比增速7.7%，核心CPI同比增速6.3%，回落超出预期。**细分项中，核心商品CPI10月环比回落，同比贡献大幅下降；能源同比贡献因基数效应回落；核心服务同比继续上升但边际放缓。服务细分中，业主等价租金环比增速边际放缓，医疗保健服务环比回落，运输服务环比边际放缓，而休闲服务仍受支撑，显示劳动力市场仍较紧俏。随着弱宏观拖累商品需求，后续核心商品同比贡献或将进一步回落；尽管能源存在供需博弈，但同比贡献再创新高难度较大。另外，预计业主等价租金或将于明年下半年出现拐点，预计CPI将于明年持续回落约4%水平。
- **美联储各大官员发言鹰鸽互现，后续核心或在于持续保持收紧的“姿态”。在通胀数据出具之前，**埃文斯表示“若通胀数据仍不理想，连续加息50bp同样是迅速的”，并且认为调整加息幅度是有利的；巴金表示“联储将对通胀问题先发制人，尽管抗击通胀或带来经济下行”；**卡什卡利表示任何关于实质性转向的讨论都为时尚早。通胀数据出具之后，**梅斯特表示10月通胀数据显示通胀部分缓解，但“当前收紧不足（相对过度收紧）的风险更高”，通胀将缓和并于2025年达到联储目标；戴利表示10月通胀数据仅仅只是众多数据中的一个向好的，“并不希望经济陷入衰退，也不希望收紧不足”，因此支持继续升息后观望。结合美联储主席鲍威尔在回答记者提问时发言可以发现，当前加息速度相对于利率终点及保持时间已相对不重要，**后续核心或在于持续保持收紧的“姿态”。**
- **共和党得票率不及预期，美国中期选举选情焦灼。**截至11月11日，参议院竞选中两党赢得席位持平，后续佐治亚州将进行决选；共和党在众议院席位竞选中暂时获得优势，预计将赢得多数席位。由于邮寄选票截止时间、选举制度等差异，最终选举结果或于12月上旬尘埃落定。后续存在三种结局：1) **民主党控制众参两院**意味着更多财政支出，重拾“重建美好”法案，更多社会福利与财政刺激，联储或相对更为鸽派；2) **分裂国会**则意味着法案通过率大幅下降，财政支出或将大幅下滑；两党或在财政预算、债务上限上无法达成一致，美国政府或将面临停摆；3) **共和党控制众参两院**则意味着财政支出转向共和党主要议题，例如国防支出、传统能源等，并为2024总统大选铺路。
- **欧元区10月通胀再度超预期。**欧元区10月HICP同比10.7%，环比1.5%，同比预期10.2%；核心HICP同比增长5.0%，环比0.6%，同比预期4.8%。HICP与核心HICP增速差持续保持高位代表欧洲仍然承受能源扰动带来高通胀，货币政策对此效果有限，在地缘政治端出现拐点前，欧元区持续承压。

- **社融：宽信用动能恢复，社融持续向好。** 本次社融表现弱势主要是由于（1）受季末信贷冲量后的“透支”影响，9月同比多增7931亿；（2）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（3）地产销售偏弱。
- **财政：收入持续改善，支出显著回落。** 财政收入端的改善得益于（1）同期经济表现的低位企稳；（2）非税收入的进一步盘活；（3）留抵退税政策已接近尾声。财政支出端的恶化主要是因为当前专项债发行节奏放缓和去年财政节奏后置，9月政府性基金预算支出同比在低基数下仍录得-40.4%。
- **地产：投资跌幅放缓，到位资金严峻。** 今年上半年地方也频繁发布降低首付比、放松限购限售等政策，房地产销售在经过一段时间的政策效果催化后迎来一定回升，但考虑随着疫后需求消化基本完成以及7月初的断贷时间冲击，当前商品房销售仍处于弱修复。随着当前政策重心更多落到保交楼上，后期房企相关资金更多会偏向竣工端。
- **制造业：增速保持高增，工业利润承压。** 9月国内制造业仍保持着较强的内生动能，其中高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们认为核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且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。
- **十月金融数据低于预期，政策预期再度提升。** 本周公布10月金融数据，10月新增社融9079亿元，同比少增7097亿元，低于市场预期；社融存量同比增速10.30%，较上月下降0.3个百分点。为了避免四季度经济增速再度面临下行压力，当前急需出台宽松政策支持经济修复。此外，本周公布疫情放松的政策，结合海外加息预期有所下滑，国内外形势均指向当前是采取宽松货币政策比较好的时期。目前拖累经济下行主要分项——房地产已经在本周陆续出台更多针对房企融资的政策，在当前商品房销售持续未能快速回暖的时候，出台更多资金支持的政策对房企而言十分重要，后续需关注需求端政策能否进一步宽松。

■ 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：**9月初的高温天气消减叠加资金到位情况好转导致螺纹表需持续回升，近期房地产和基建的需求疲弱使得螺纹表观消费量持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存转为累库，近期表观消费量持续下滑，PVC近期需求下滑，库存持续去库。
- **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：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，9月份挖掘机销售明显走强，初步确认见底拐点。

■ 制造业景气度跟踪：10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：**国庆假期，多地倡导就地过节，经销商开展各类营销活动引流。叠加新车投放、自驾游热潮等因素均对销量有一定支撑。但10月初疫情“点多、面广”，黄金周消费出现较大降幅，随着各地防控加严，预计将继续抑制车市恢复。
- **家电：**根据空调排产数据，10月空调产量同比基本持平，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复。随着7-8月调低生产计划降低库存压力之后，预计10月空调产量有所恢复。
- **出口：**10月八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比显著回升，而外贸同比回升幅度较小，结合韩国10月出口数据跌幅仍然为负，背后反映当前外需仍然有较大压力。

■ 总结：

- **进入10月，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10月份的数据进一步下滑，10月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面本周外贸集装箱吞吐量同比回升幅度较小或预示国外需求下降压力或较大。综合整体中观需求的角度来看，经济整体进度处于缓慢修复状态。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **美国通胀降超预期，美联储或仍难转向**

美国宏观&中观 **CPI降超预期，中期选情焦灼**

欧洲经济 **GDP边际放缓，通胀再创新高**

疫情跟踪 **全球疫情好转**

一、海外总览：美国通胀降超预期，美联储或仍难转向

- 美国通胀降超预期，美联储或仍难转向。**美国10月通胀回落好于预期，主要贡献来自于核心商品及能源同比贡献收窄。其中，二手车价格环比大幅回落，业主等价租金环比增速的边际放缓，休闲酒店价格仍受支撑。尽管单月通胀数据向好，但或仍不足以使美联储开始实质性转向，后续加息幅度或有所放缓，但将有所持续，核心在于保持收紧“姿态”并控制通胀预期。美国中期选举当前选情焦灼，截至周六，两党在众参两院席位旗鼓相当，共和党最终得票率大幅不及预期。后续大概率出现两党分治众参两院的局面，这将意味着：1) 后续美国法案通过率大幅下降；2) 债务上限问题或再度威胁政府停摆。选举结果将于12月上旬尘埃落定，新一届国会将于明年1月正式上任。

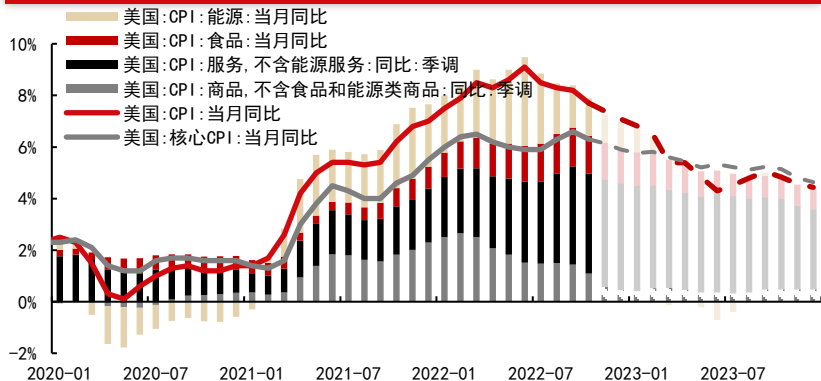
全球制造业PMI

制造业PMI	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
全球	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3	54.2	54.3
美国	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8
欧元区	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3
德国	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4	57.4	57.8
法国	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6	55.9	53.6
意大利	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62	62.8	61.1
爱尔兰	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3	59.9	62.1
希腊	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59	58.8	58.9
西班牙	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2	57.1	57.4
澳大利亚	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3	59.9	62.1
英国	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59	58.8	58.9
日本	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2	57.1	57.4
中国	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4	54.8	50.4
印度	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9	58.1	57.8
巴西	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3	54.5	53.2
俄罗斯	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2
南非	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5	57.6	55.9
越南	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8	49.8	51.7

二、美国通胀：美国10月CPI同比增速回落超预期

- **美国10月CPI同比增速7.7%，核心CPI同比增速6.3%，回落超出预期。**
细分项中，核心商品CPI10月环比回落，同比贡献大幅下降；能源同比贡献因基数效应回落；核心服务同比继续上升但边际放缓。服务细分中，业主等价租金环比增速边际放缓，医疗保健服务环比回落，运输服务环比边际放缓，而休闲服务仍受支撑，显示劳动力市场仍较紧俏。
- **预计后续CPI将进一步回落，或将于明年年底回落至约4%。**商品项目中，随着弱宏观拖累商品需求，后续核心商品同比贡献或将进一步回落；尽管能源存在供需博弈，但同比贡献再创新高难度较大；服务项目中，预计业主等价租金或将于明年下半年出现拐点，整体CPI将进一步回落。

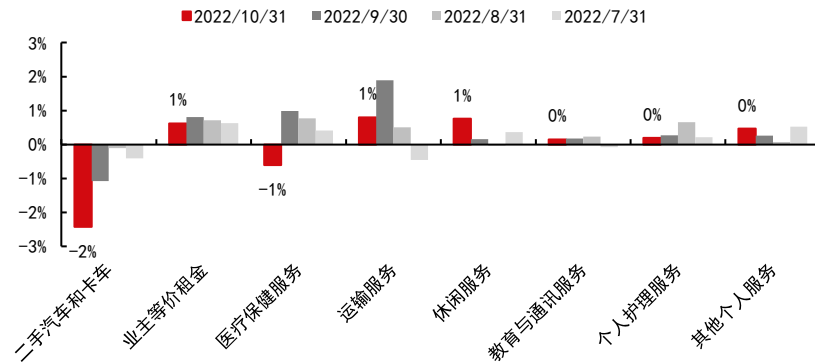
预计后续CPI将进一步回落



预计OER或将于明年放缓并于下半年出现拐点



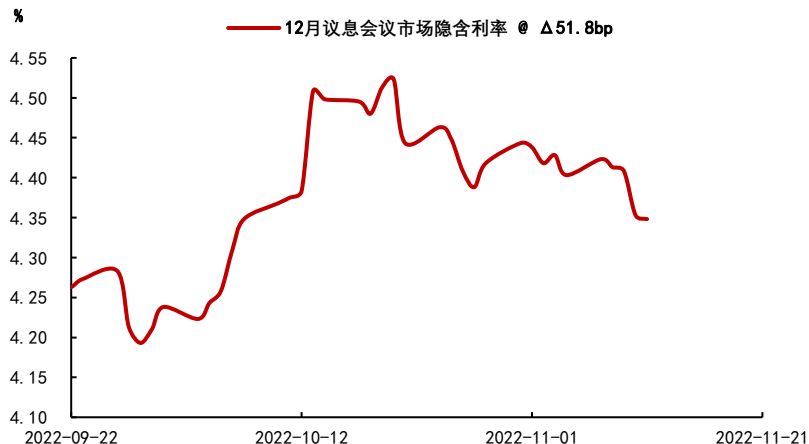
二手车超预期降温，业主等价租金边际缓解



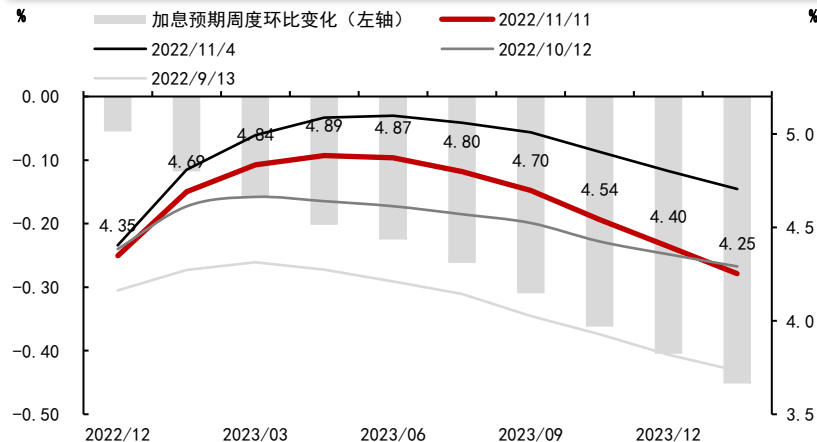
二、美联储加息预期观测：CPI大幅降温加息预期

- **美联储各大官员发言鹰鸽互现。在通胀数据出具之前**，埃文斯表示“若通胀数据仍不理想，连续加息50bp同样是迅速的”，并且认为调整加息幅度是有利的；巴金表示“联储将对通胀问题先发制人，尽管抗击通胀或带来经济下行”；**卡什卡利表示任何关于实质性转向的讨论都为时尚早。通胀数据出具之后**，梅斯特表示10月通胀数据显示通胀部分缓解，但“当前收紧不足（相对过度收紧）的风险更高”，通胀将缓和并于2025年达到联储目标；戴利表示10月通胀数据仅仅只是众多数据中的一个向好的，“并不希望经济陷入衰退，也不希望收紧不足”，因此支持继续升息后观望。结合美联储主席鲍威尔在回答记者提问时发言可以发现，当前加息速度相对于利率终点及保持时间已相对不重要，**后续核心或在于持续保持收紧的“姿态”**。
- 目前，市场加息预期因通胀数据大幅降温。后续联储或因：1) 认定市场预期仍过度敏感；2) 宏观面临明显的下行前景，激进加息已然将过度收紧，因此将“剩余”的利率进行“拆分”，在尽量不损伤经济的情况下控制通胀预期并逐步实现兼顾稳定物价与就业的双重使命。

市场预计12月加息约51.8bp



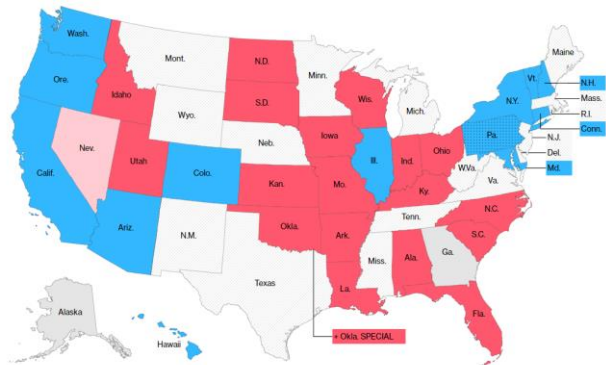
加息预期全面回调



二、美国政治：共和党得票率不及预期，中期选举选情焦灼

- **共和党得票率不及预期，美国中期选举选情焦灼。**截至11月11日，参议院竞选中两党赢得席位持平，后续佐治亚州将进行决选；共和党在众议院席位竞选中暂时获得优势，预计将赢得多数席位。由于邮寄选票截止时间、选举制度等差异，最终选举结果或于12月上旬尘埃落定。
- 后续存在三种结局：1) **民主党控制众参两院**意味着更多财政支出，重拾“重建美好”法案，更多社会福利与财政刺激，联储或相对更为鸽派；2) **分裂国会**则意味着法案通过率大幅下降，财政支出或将大幅下滑，两党或在财政预算、债务上限上无法达成一致，美国政府或将面临停摆；3) **共和党控制众参两院**则意味着财政支出转向共和党主要议题，例如国防支出、传统能源等，并为2024大选铺路。

佐治亚州参议院席位竞选后续将进行决选



2022美国中期选举选情焦灼

Senate

49

DEMOCRATS



50
SEATS

49

REPUBLICANS

House

201

DEMOCRATS

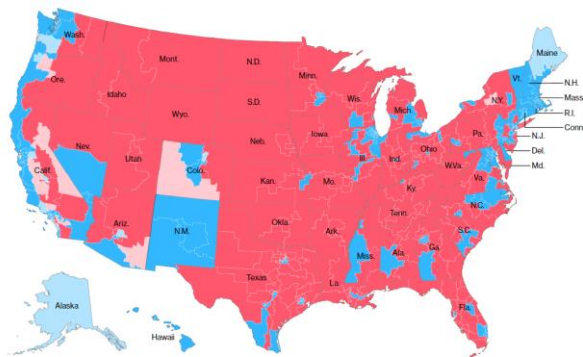


218
SEATS

211

REPUBLICANS

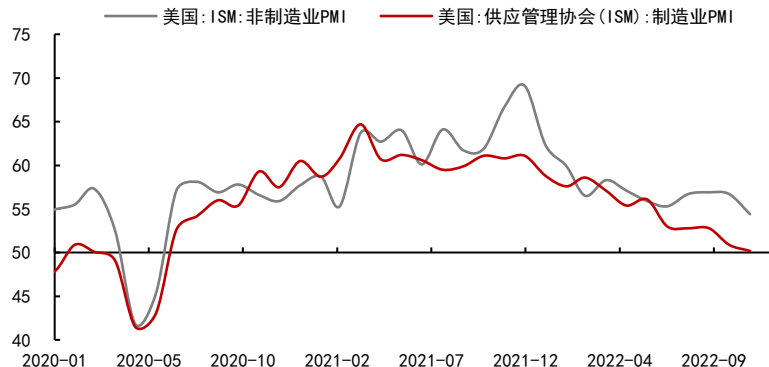
共和党在众议院席位竞选中暂时获得优势



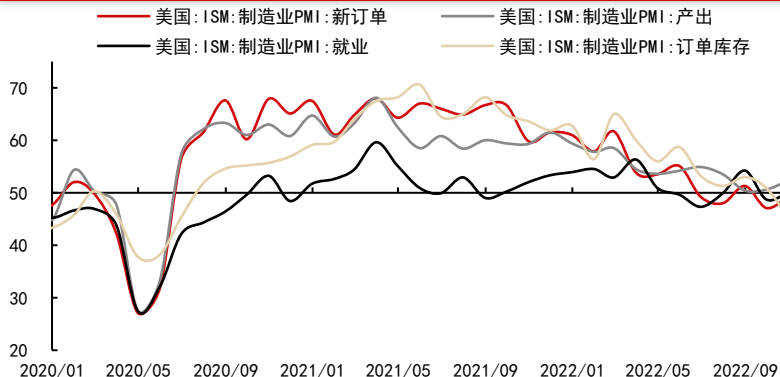
二、美国PMI：美国10月ISM PMI显示制造业进一步接近停滞

- 10月ISM制造业PMI显示美国制造业进一步接近停滞，非制造业增速边际放缓。制造业方面，10月ISM制造业PMI录得50.2，前值50.9，相对Markit PMI小幅乐观。ISM报告反应结果与Markit PMI近似，即，尽管同步生产相对韧性，但新订单、新出口订单、订单库存的收缩或显示制造商目前的韧性对前期挤压订单有所依赖。非制造业方面，虽然近期非制造业PMI相对远离荣枯线，但是10月非制造业物价、供应商交付状况边际恶化，弱势新订单带动商业活动边际放缓，就业增长停滞。后续来看，供应端能否匹配服务需求端韧性仍需拭目以待，美国非制造业或仍面临挑战。

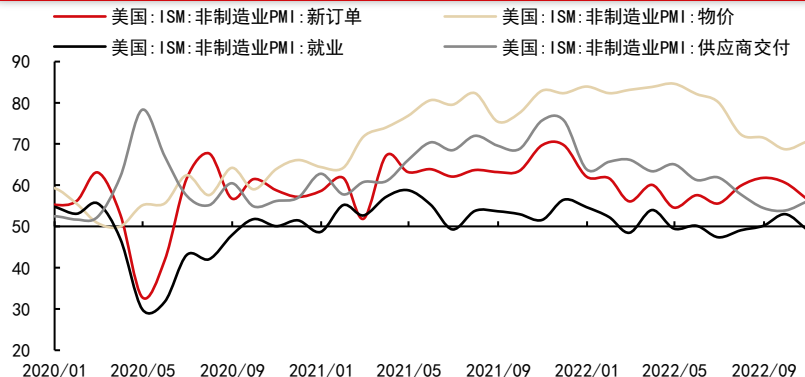
10月ISM制造业PMI录得50.2



企业消耗先前订单以维持生产



非制造业面临物价与供应商交付问题



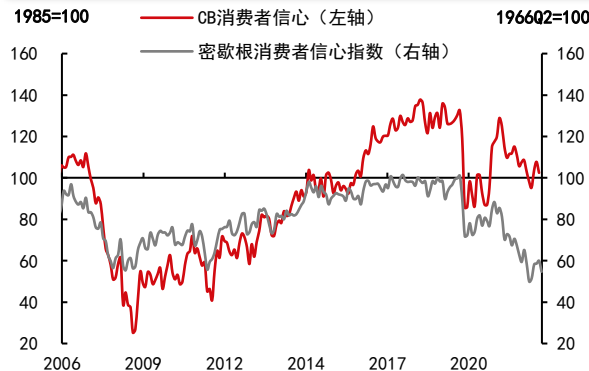
二、美国消费：周度销售数据增速低迷

■ 消费者信心整体颓势仍有待改善。

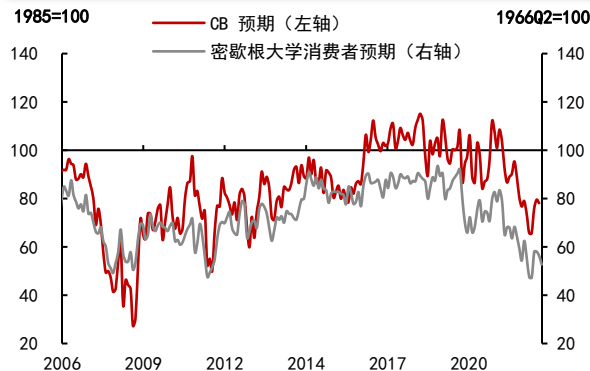
10月美国咨商会消费者信心由107.8回落至102.5，10月密歇根大学消费者信心由58.6小幅回升至59.9；咨商会与密歇根大学消费者预期指数均有所回落。近期密歇根大学消费者信心指数有所向好，但消费者预期并未跟随。长期来看，密歇根大学消费者信心仍处于低位，咨商会消费者信心或难以突破前高并回归疫情前水平。

■ 周度销售数据增速低迷。红皮书周度销售同比增速自年初以来持续下行，尤其是大型商城销售增速，或对未来零售数据有所暗示。另外，北美零售客流量逐渐回归常值。

咨商会消费者信心与密歇根大学背离



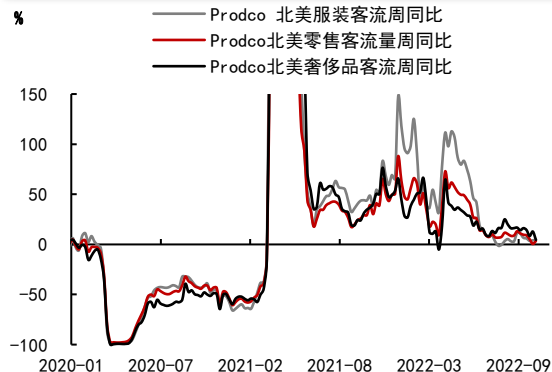
消费者预期一致恶化



细分红皮书周度销售同比增速走弱



北美客流量同比增速逐步回归

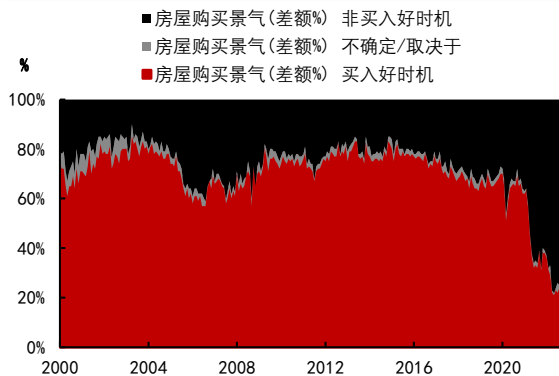


二、美国GDP前瞻：消费者信心整体低迷

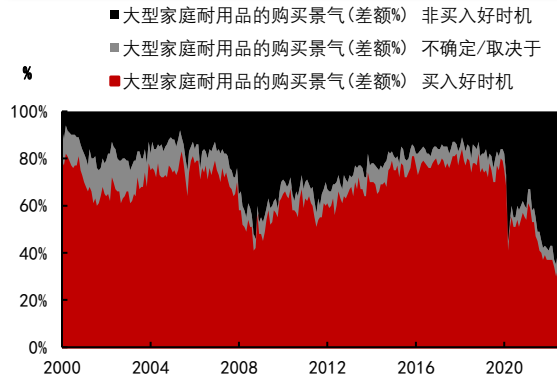
■ **消费者信心仍然低迷。**从密歇根消费者信心指数细分来看，认为目前并非购入房屋和大型家庭年用品良好时机的消费者占比虽有所磨顶但仍然在相对高位，显示需求端景气程度仍较低迷。随着能源价格回落，消费者信心边际好转，但消费者现状与预期指数劈叉表明消费者仍对未来有所不确定，需求端实质性改善仍有待认为买入好时机消费者占比回归。

■ **美国地产与零售或继续承压。**目前通胀存在顽固性问题，尽管联储发言有所分歧，其因通胀边际缓解而放松公信力稳定的可能性较小，因此利率端后续或仍有支撑；截至10月末，美国30FRM已触及7%，且最新数据显示9月新屋销售未能延续8月反弹。另外，在美股回调、房价下跌之下，美国居民净值承压，尤其是拥有相对更高地产资产占比的0-50百分位财富人群，或带动零售转冷。

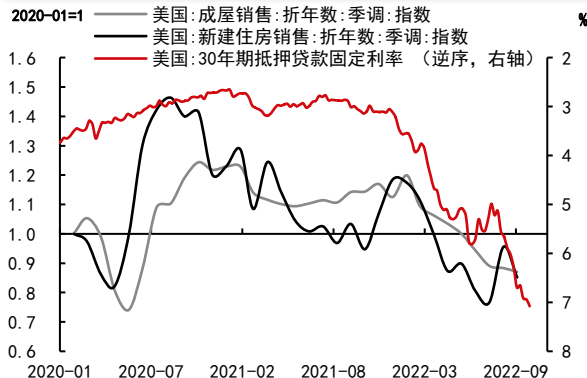
房屋购买景气



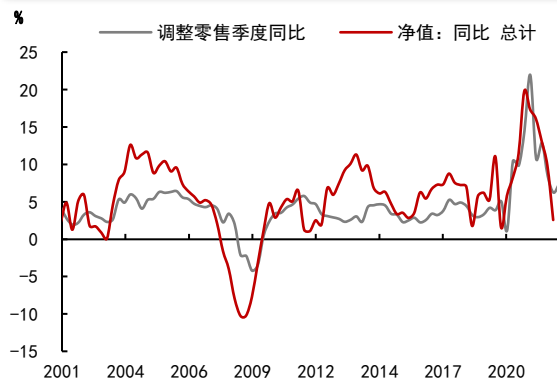
大型家庭耐用品购买景气



9月新屋销售未延续8月反弹



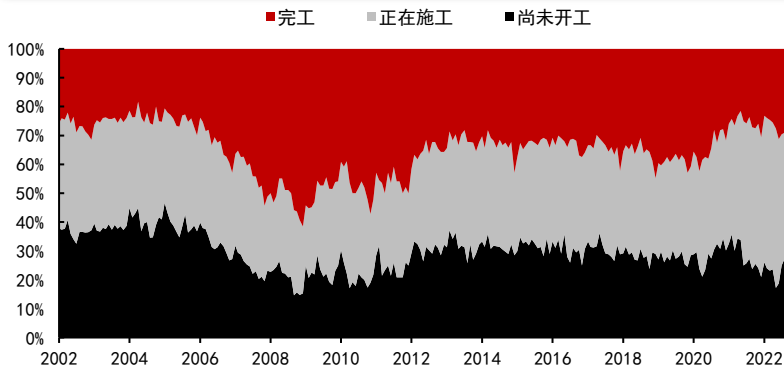
居民净值或将带动零售向下



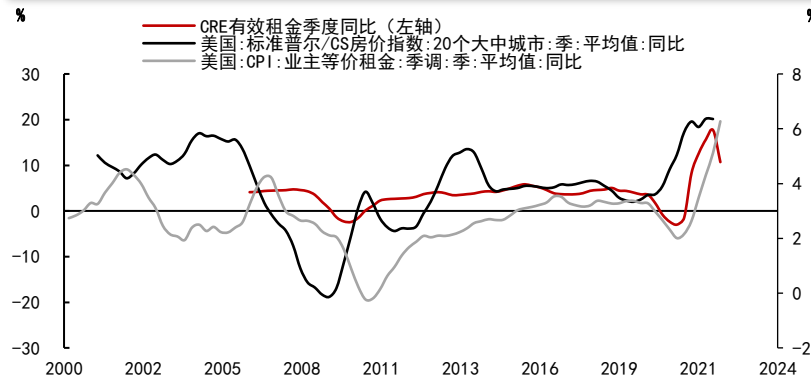
二、美国地产：房价受供需共振支撑，供需仍未改善

- **美国地产供需格局没有实质性改变。**长期来看，美国疫情期间已售房屋中正在施工房屋占比大幅提升，体现了供给无法匹配旺盛的需求。近期，已售房屋中尚未开工占比有所提升，正在施工房屋占比仍未回落，显示供需格局仍未明显改善。另外，极端的供需错配带来了购买房屋价格的整体上移，低价位房屋购买占比已几乎缩小至0，较高价位的房屋占比抬升明显。

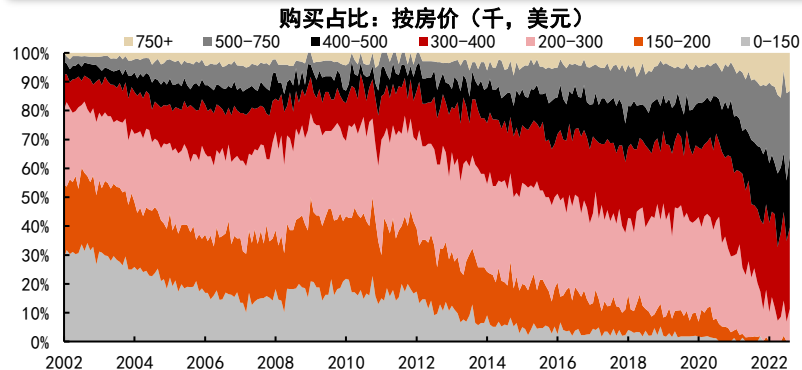
已售房屋中正在施工房屋占比持续处于高位



美国房价在短期内或持续支撑CPI



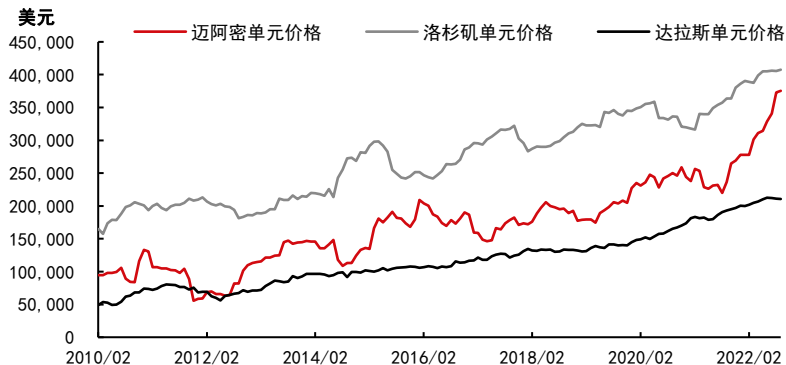
购买房屋价格整体上移



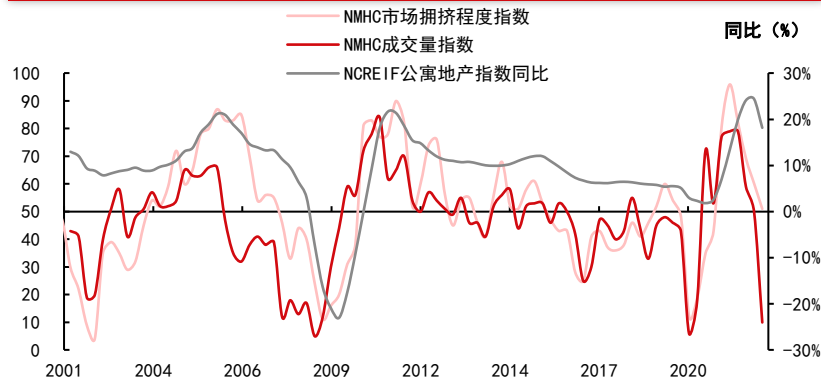
二、美国商业地产：量价双承压

- **美国商业地产量价双承压。**从全国来看，NMHC成交量指数三季度录得10、拥挤程度回归中性水平，显示美国多户住宅成交量有所收缩、拥挤度有所缓解，或带动公寓地产价格下行。从中观层面来看，9月，三大主要城市销量同比增速继续回落，迈阿密每单元公寓价格增速边际放缓，洛杉矶与达拉斯每单元价格增长停滞。结合美国宏观地产数据，美国8月地产反弹大概率为短期脉冲。在美国居民自身“乏力”、信心低迷之下，美国地产后续或进一步转冷。

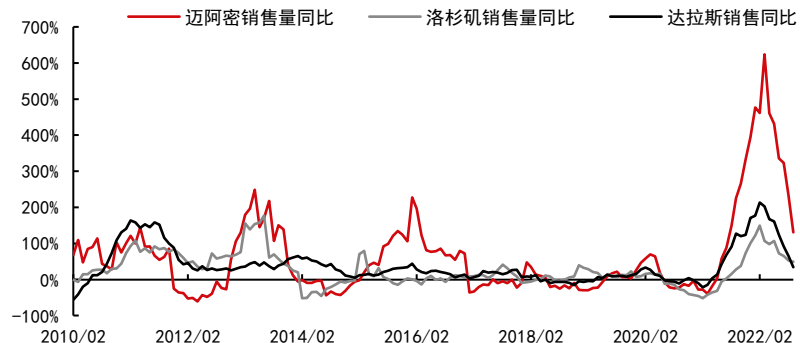
主要城市每单元房价增幅边际收敛



三季度多户住宅成交量大幅收缩

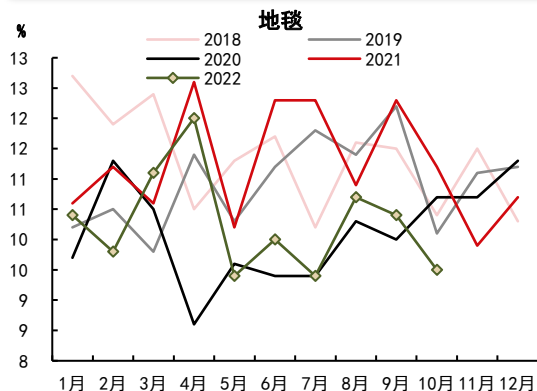


主要城市公寓销量同比增速9月继续回落

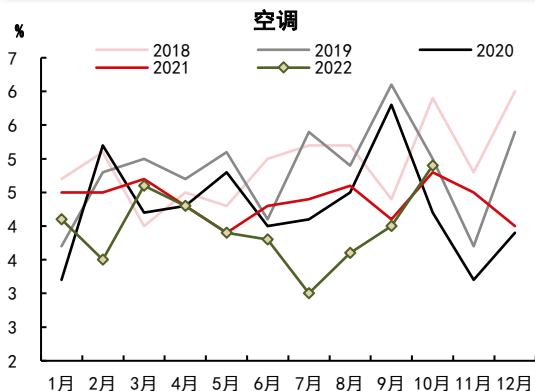


二、美国消费：10月地毯购买计划逆季节下行

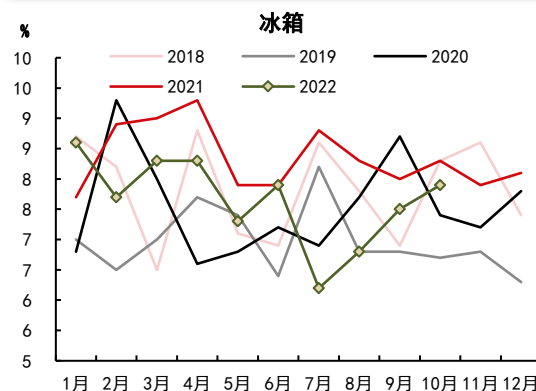
地毯购买计划占比



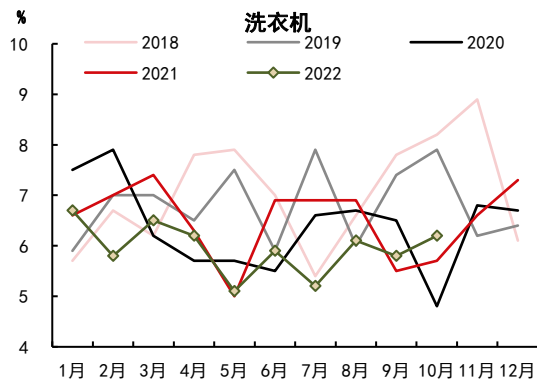
空调购买计划占比



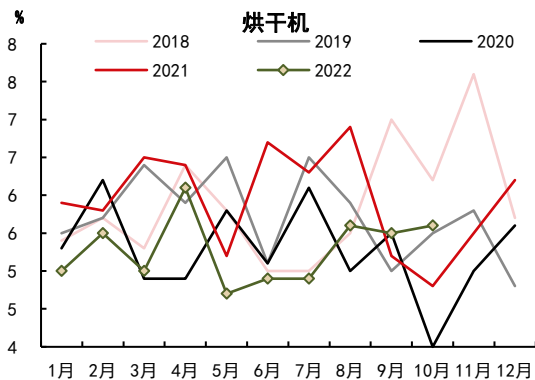
冰箱购买计划占比



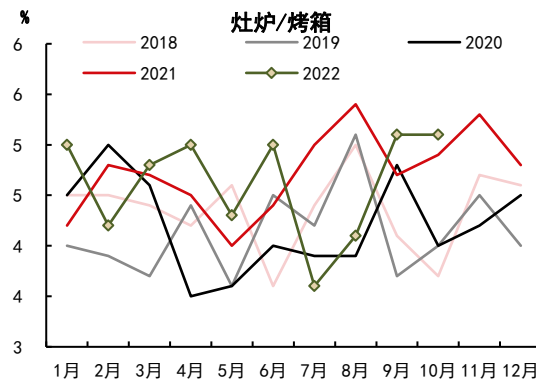
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比

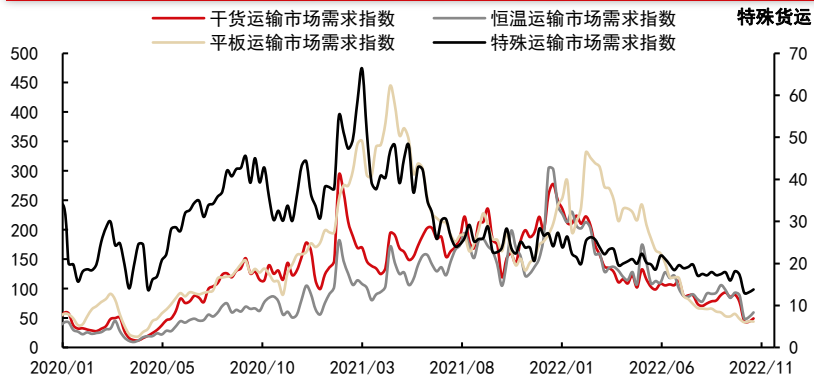


灶炉/烤箱购买计划占比

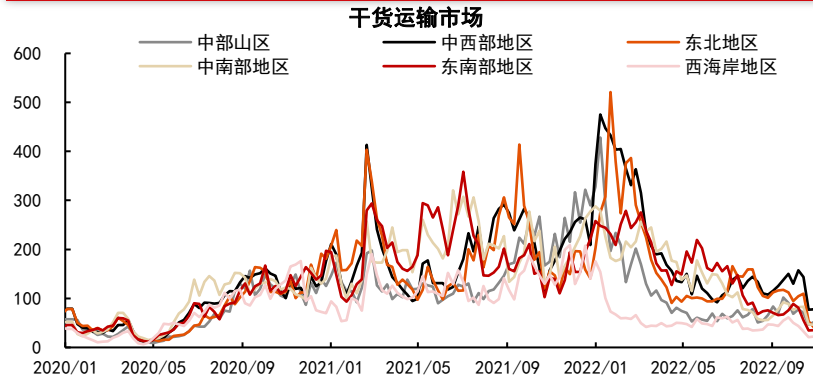


二、美国货运：短期内货运需求拐头向下

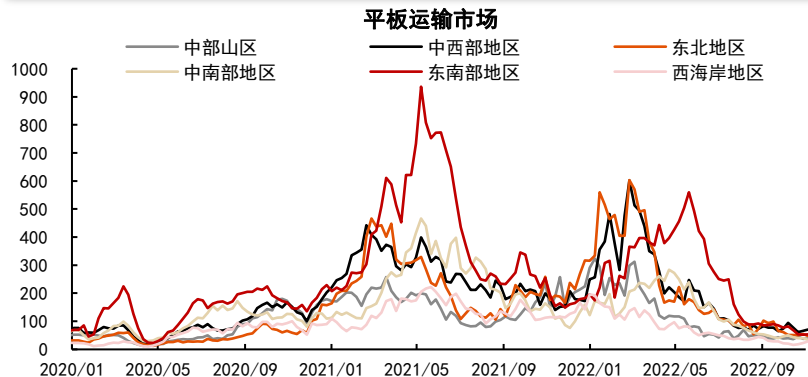
各类市场货运需求指数



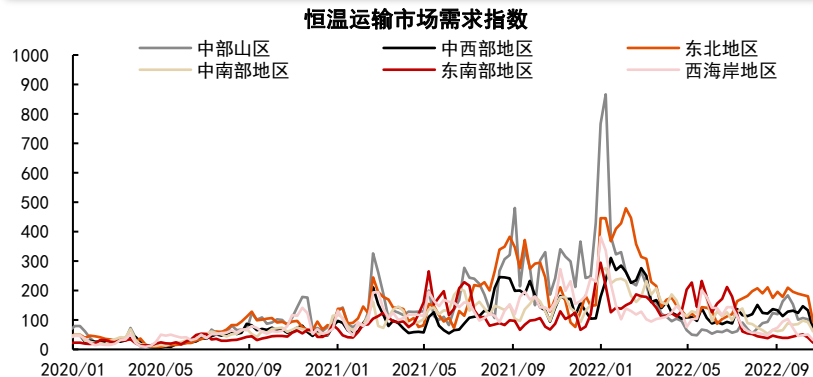
干货运输市场



平板运输市场

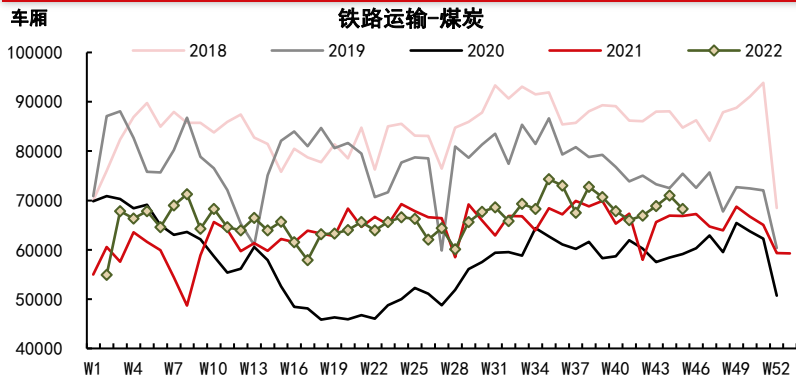


恒温运输市场

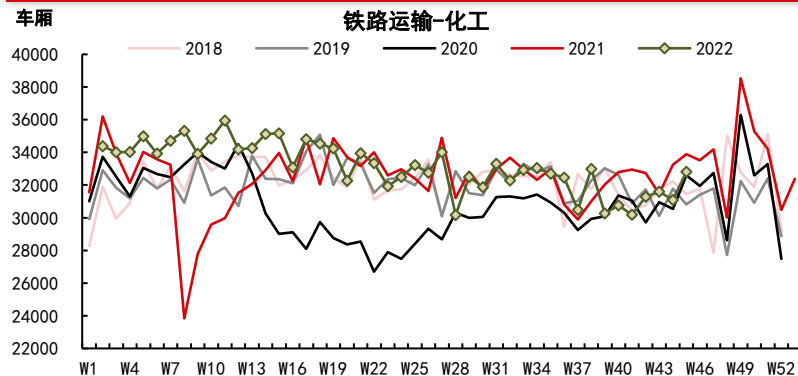


二、美国货运：周度铁路运输环比回升

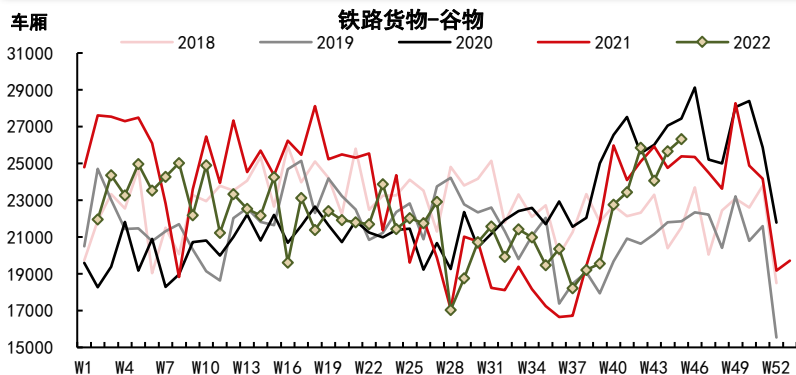
铁路周度运输量——煤炭



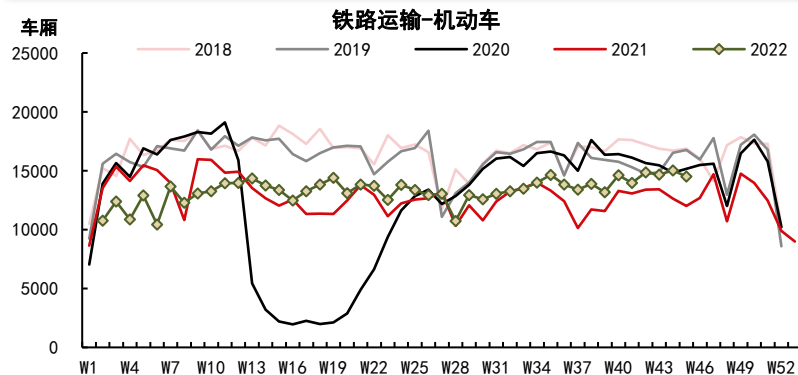
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



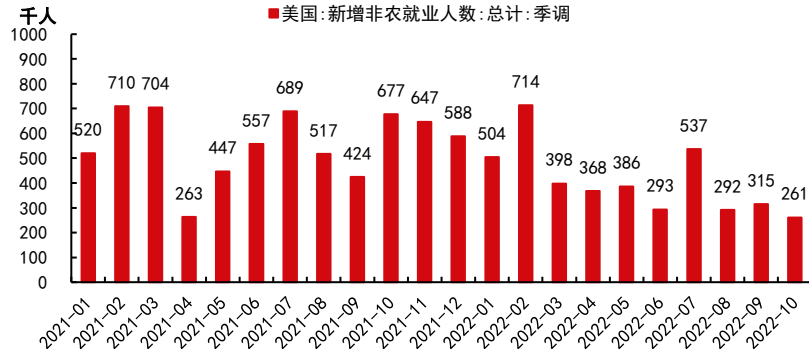
铁路周度运输量——机动车



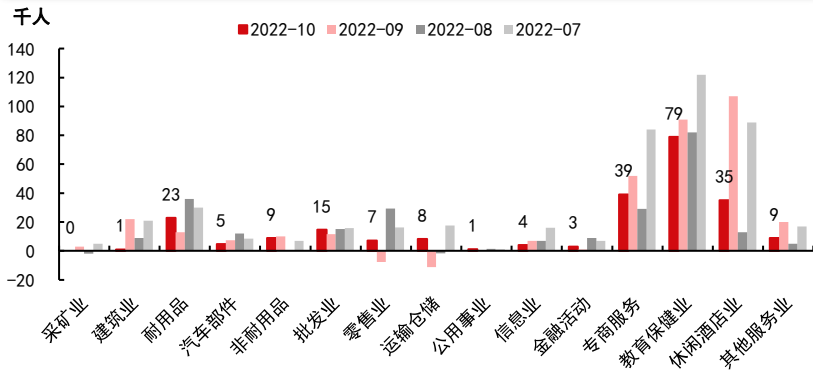
二、美国劳动力：若失业率见底，扩张则见顶

- **美国10月非农新增人数26.1万人，预期20万人。**10月新增非农规模相对较低，就业主要驱动来自于专商服务、教育保健与休闲酒店；三者前期的大幅增长对应9月回升的职位空缺。
- **10月失业率3.7%，劳动力参与率62.2%。**相较前值，失业率抬升，劳动力参与率小幅下降，两者结合为较悲观情形，即，劳动力人口收缩，失业人口上升。长期来看，美国劳动力参与率磨顶，失业率磨底，显示劳动力市场前期紧俏状态或难以再加深。在联储升息决心见顶的前提下，劳动力需求走弱将继续带来新增失业人口，或预示本轮扩张逐步见顶。

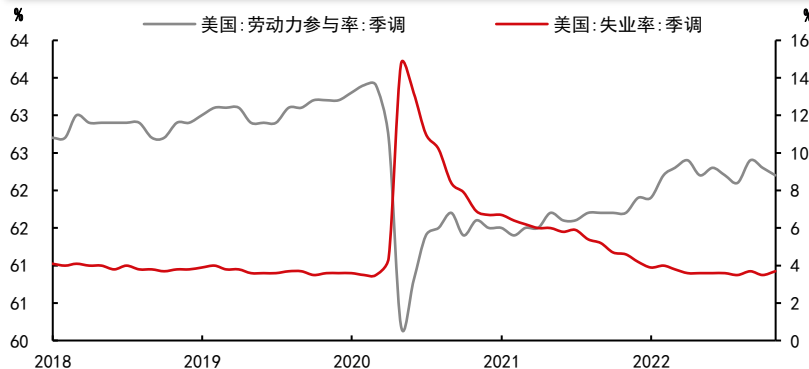
美国8月新增非农就业人数26.3万人



新增非农主要贡献仍来自于服务行业



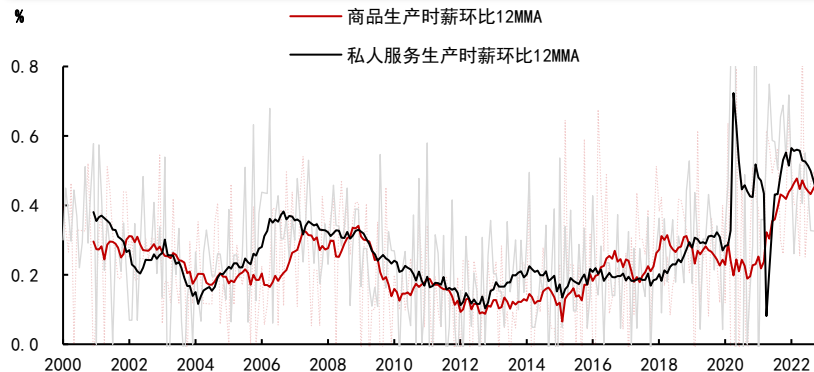
劳动力参与率磨顶，失业率磨底



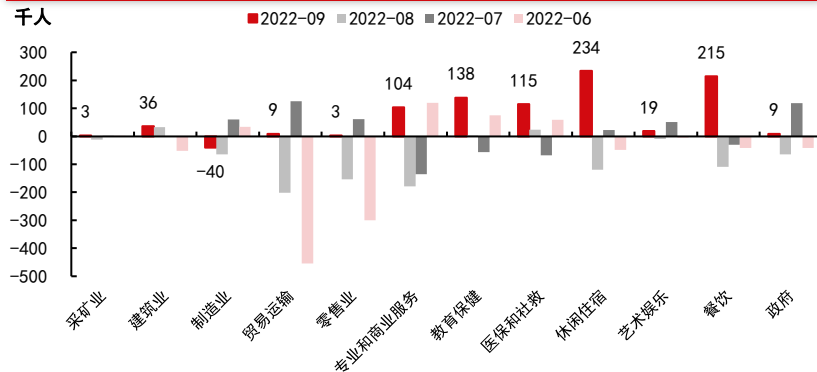
二、美国劳动力：若失业率见底，扩张则见顶

- **9月职位空缺意外上升。**JOLTS职位空缺数显示9月职位空缺数由前值1030万反弹至1070万，主要贡献来自于休闲住宿、餐饮、教育保健等服务业。另外，雇佣、离职、裁员人数均有所环比下降，显示在短期内，劳动力流动有所放缓。劳动力需求或仍存在一定韧性并支撑薪资环比增速，但需求端转冷或使劳动力市场降温不可避免。
- **就业市场供需或将逐步宽松，扩张见顶。**从长期名义薪资环比增速来看，劳动力市场目前紧俏依旧，但环比增速见顶或暗示劳动力市场正悄然宽松。商品与服务生产工时暂且未出现明显下滑，但若劳动力参与率持续低迷，劳动力弱供给或使得美国“难为无米之炊”。

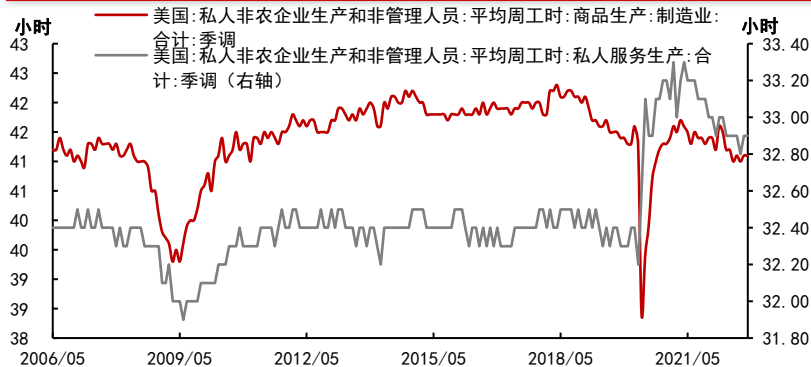
薪资环比水平仍在高位



9月职位空缺意外回升



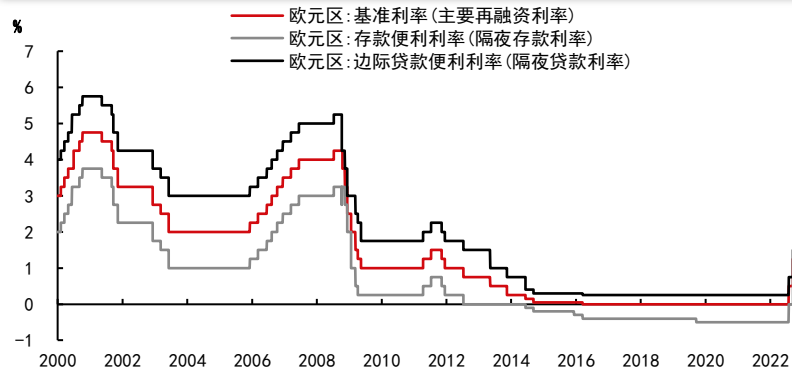
10月商品与服务工时增速环比持平



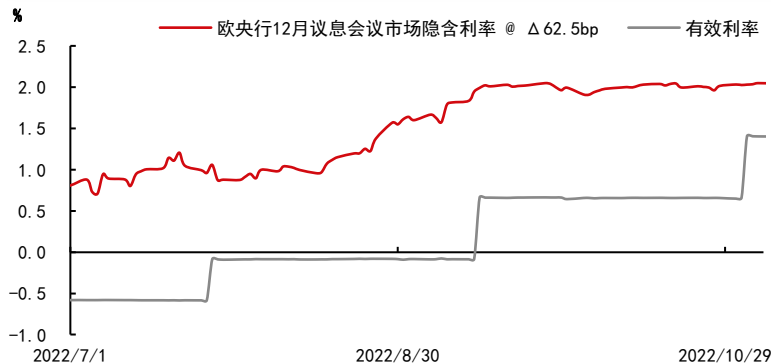
三、欧洲央行：欧央行10月议息会议宣布加息75bp

- **欧央行10月议息会议宣布加息75bp。**目前欧洲存款便利利率为1.5%，基准利率为2%，边际贷款便利利率为2.25%，整体为2009年以来最高水平。
- **拉加德警示经济下行、通胀上行风险，并表示将继续加息。**拉加德表示，目前收缩流动性已卓有成效，但通胀风险仍然向上倾斜，或将很长一段时间保持在央行目标之上；尽管需求走弱，物价仍然上升，欧元贬值加剧通胀上行；通胀施压消费与生产，经济或在四季度与明年一季度进一步放缓。**拉加德对于经济发言已由前期乐观转向悲观。**另外，拉加德表示本次欧洲央行议息会议有意不予提及量化紧缩，将在12月决定其关键原则，在利率回归中性水平再开始量化紧缩。或受拉加德讲话影响，市场大幅降低长端加息预期。

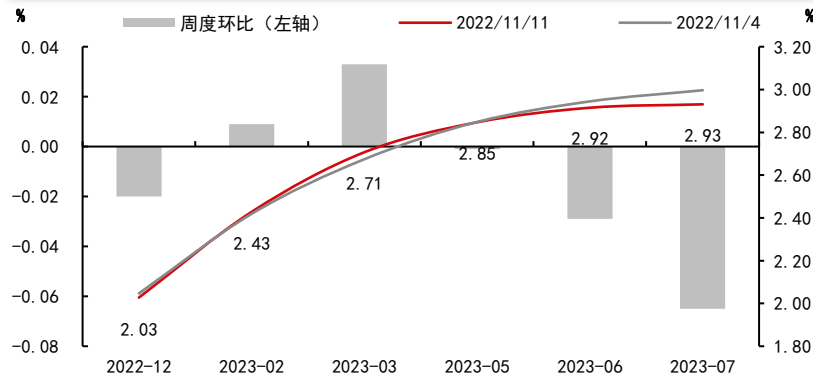
欧洲央行10月加息75bp



市场预期12月欧央行加息约62.5bp



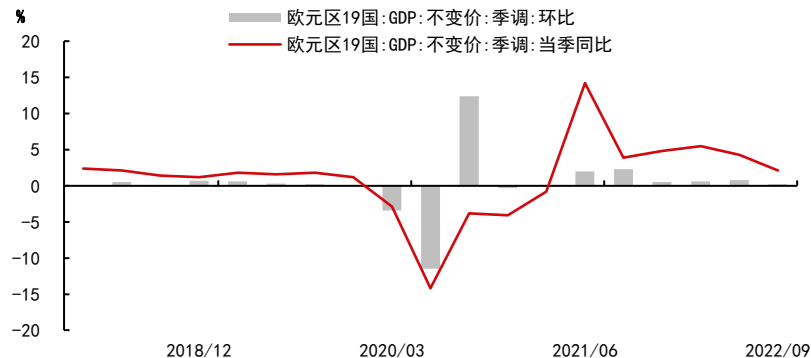
长端加息预期有所降温



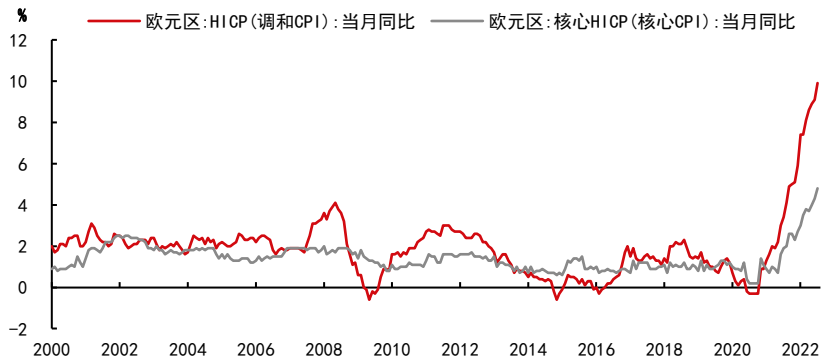
三、欧洲经济：欧元区通胀继续上升，德国工业承压

- **欧元区10月通胀超预期增长。**欧元区10月HICP同比10.7%，环比1.5%，同比预期10.2%；核心HICP同比增长5.0%，环比0.6%，同比预期4.8%。HICP与核心HICP增速差持续保持高位代表欧洲仍然承受能源扰动带来高通胀，货币政策对此效果有限，在地缘政治端出现拐点前，欧元区持续承压。
- **欧元区三季度GDP环比上升0.2%。**欧元区三季度GDP虽高于预期的0.1%，但远低于前值0.8%。核心国家中德国、法国三季度GDP分别环比上升0.3%与0.2%。目前欧元区PMI已连续数月低于荣枯线，结合连续超预期的通胀，欧元区已经处于衰退的边缘。

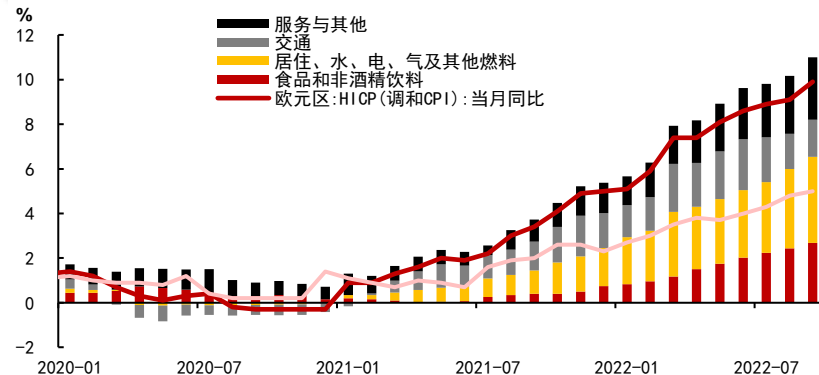
欧元区三季度GDP环比上升0.2%



欧元区10月通胀再度超预期



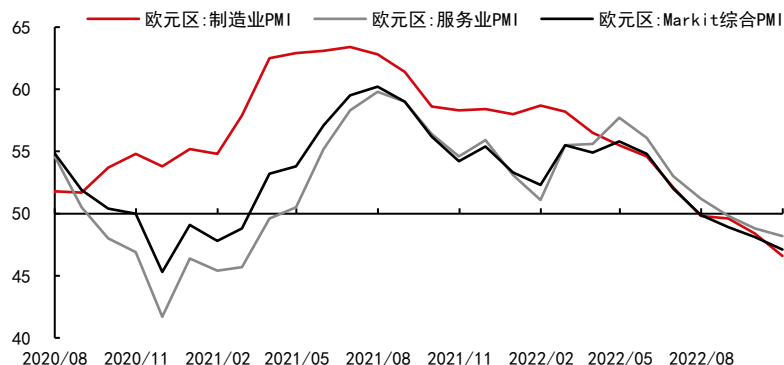
能源依旧支撑欧元区通胀



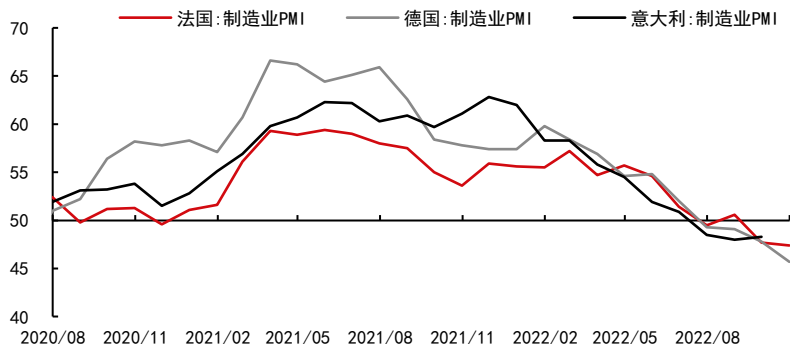
三、欧洲经济：欧元区10月PMI显示经济下行加深

■ **欧元区10月Markit PMI再度位于收缩区间。**欧元区10月PMI报告显示10月经济下行程度有所加深，在生活成本高企、经济不确定性攀升的环境之下，欧元区制造业、能源密集制造业承压尤为明显、服务业活动收缩程度加速下行。**德国综合PMI录得44.1**，为2009年以来除疫情以外新低，制造业与服务行业同时出现加速收缩。**法国综合PMI录得50**，显示其增长有所停滞，主要因服务业上行与制造业下行相互抵消。欧元区其余地区再度收缩，新订单连续四月下降，速度创两次危机以来新高。欧元区状态或正逐步应验拉加德所预期，经济衰退正愈加难以避免。

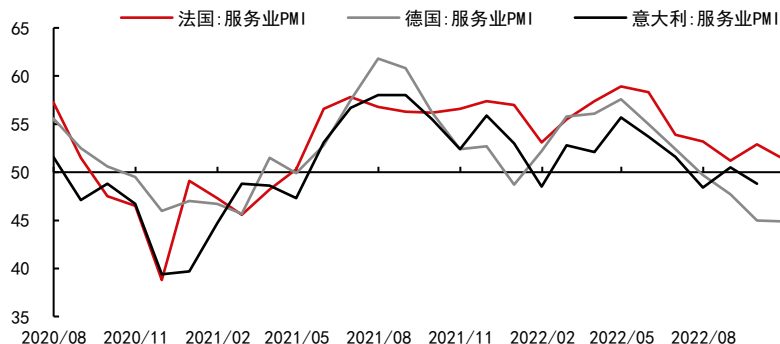
PMI显示欧元区持续4月处于收缩区间



欧元区核心国家制造业PMI跌落荣枯线

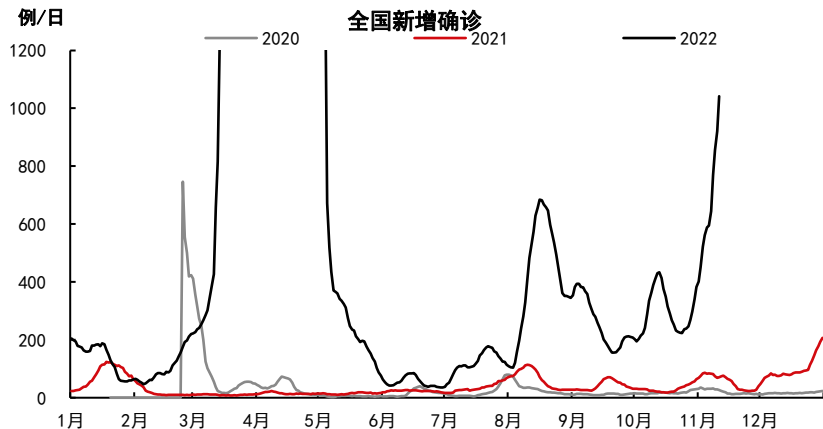


法国服务业短期回暖

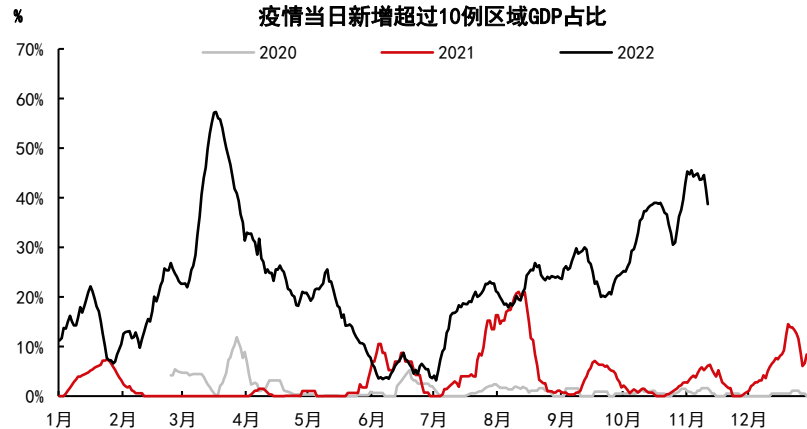


- 截至11月11日，近7日平均新增确诊病例为1041例，相比上周的561例接近翻倍，考虑到近期疫情更多散发在全国各地，后续经济受疫情影响的幅度将逐渐加大。
- 河北唐山市丰润区11月11日5时起对重点区域继续实施临时性管控3天；汉沽管理区11月11日0时起继续实施全域临时性管控3天，原有管控措施不变，确保疫情“不输入、不输出、不反弹”，逐步有序恢复生产生活秩序。重庆市高新区、北培区、江北区、巴南区、两江新区、渝北区、沙坪坝区等多区进一步加强全区社会面防控。云南曲靖市宣威市11月11日7时至11月14日7时对阿都乡全域实行临时静默管理，所有出入口实施“不进不出”管控措施。

近期全国新增确诊数目再度反弹



近期疫情对GDP的冲击影响逐渐变强



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 社融再现波动，期待政策宽松

财政 收入持续改善，支出显著回落

基建 9月增速持续新高，交通领域显著发力

房地产 投资跌幅放缓，到位资金严峻

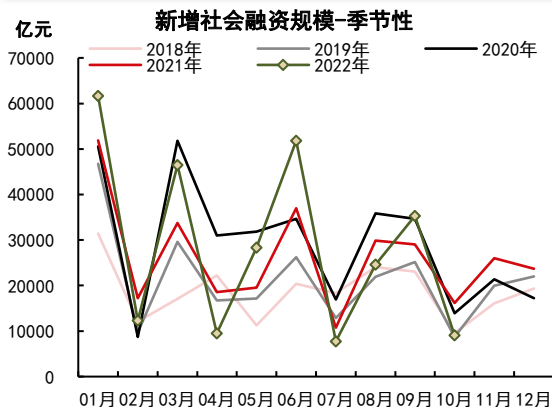
制造业 增速保持高增，工业利润承压

出口 海外需求回落，9月进一步下滑

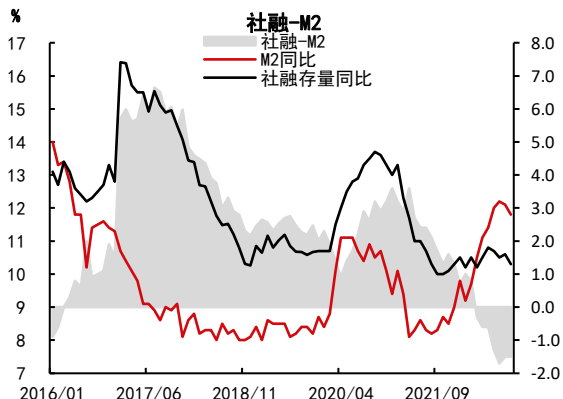
二、社融（总量）：社融再现波动，期待政策宽松

- 10月新增社融9079亿元，同比少增7097亿元，低于市场预期；社融存量同比增速10.30%，较上月下降0.3个百分点。
 - 本次社融表现弱势主要是由于（1）受季末信贷冲量后的“透支”影响，9月同比多增7931亿；（2）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（3）地产销售偏弱。
- 10月M2同比增速11.8%，较上月下降0.3个百分点；M1同比增速5.8%，较上月下跌6.4个百分点。
 - M2的增速放缓主要有两个主要因素：（1）信贷偏弱，银行对非金融部门债权扩张速度放缓；（2）政府债融资偏低+减税降费基本完成，银行对政府债权（净）的扩张速度放缓。
 - M2增速与社融增速维持倒挂，剪刀差为1.5个百分点（前值为1.5），背后意味着房地产景气度低迷以及疫情反复等因素导致实体融资需求不振，资产端增长乏力，居民企业储蓄意愿仍较高

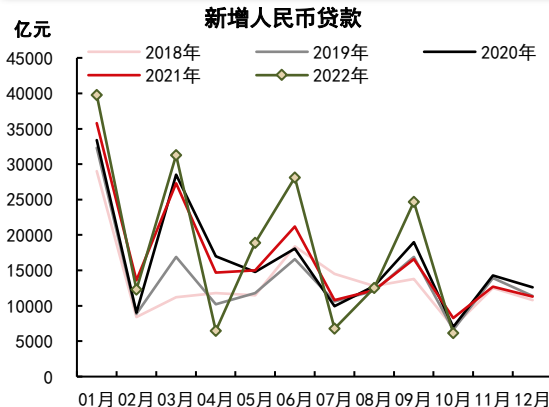
10月新增社融显著回调



社融-M2差值小幅收窄



新增人民币贷款出现大幅回落

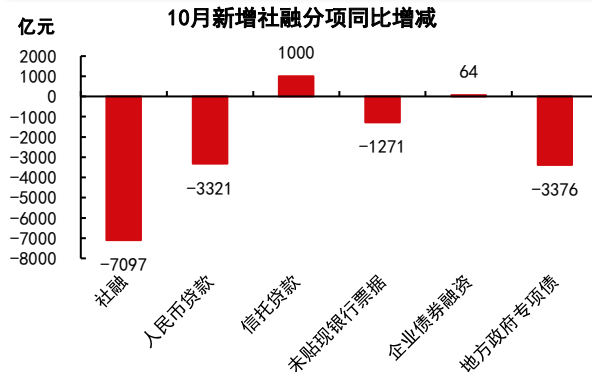


二、社融（结构）：企业中长贷持续上涨，居民购房意愿有所修复

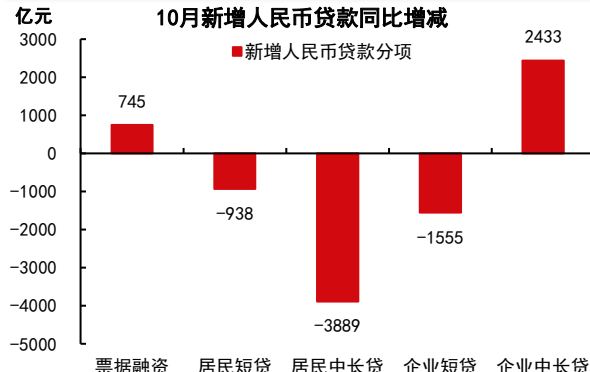
- 从结构上看，企业中长贷同比增长较多，居民中长贷和政府债成为主要拖累项。企业中长贷的增多主要反映了近期政策主导下的基建及企业设备更新相关融资需求发力的迹象。考虑到去年下半年是发行专项债的高峰期，即使10月发行4000亿的专项债，但对应到四季度的专项债增量仍受限，此外今年10月政府债券到期量较高，因此后续政府债对社融的贡献有可能持续偏低。

- 居民中长期贷款增量仍然为负，且同比跌幅大幅下滑，这与10月30大中城商品房销售情况同比跌幅扩大是相互印证的。考虑到地产930政策放松在10月份效果不佳，后续地方政府政策需持续松绑，防止商品房销售跌幅持续扩大。

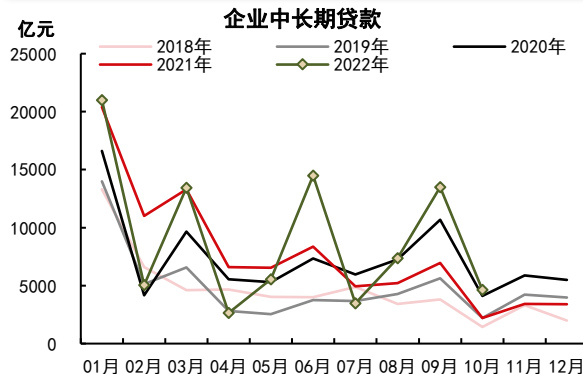
10月新增社融分项同比增减



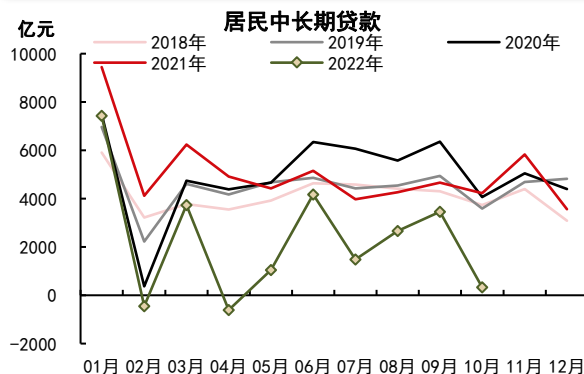
10月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款处于往年同期高位



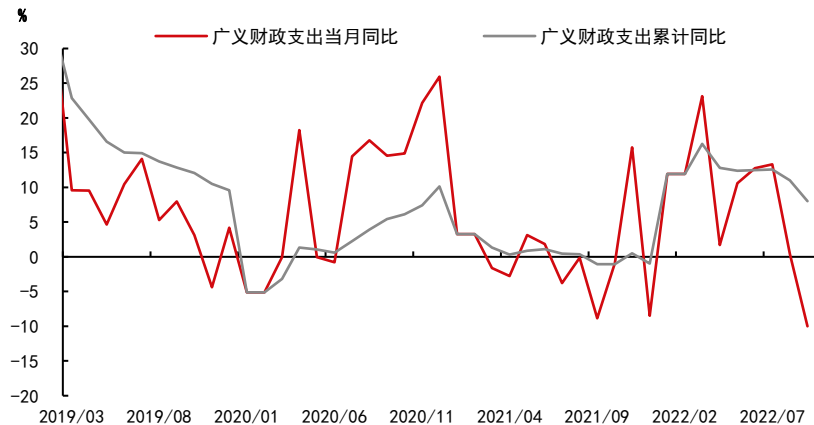
新增住房贷款显著下滑



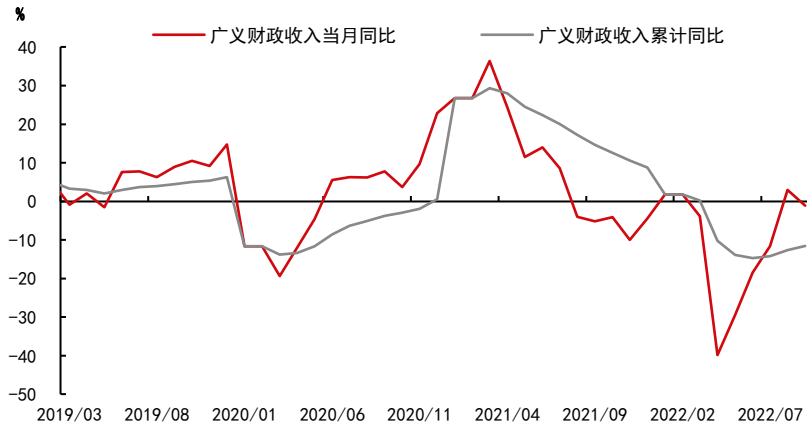
二、财政：收入持续改善，支出大幅回落

- **广义财政收入持续改善**：9月公共财政收入同比为8.4%，较8月5.6%的增速同比持续上涨；9月政府性基金收入同比为-19.2%，较8月-1.9%的跌幅相比再度扩大，背后与8-9月的土地购置降幅仍在扩大有关。
- **广义财政支出大幅回落**：9月广义财政支出同比增长-10.0%（前值0.4%），1-9月累计同比8.0%（前值11.0%）。
- 财政收入端的改善得益于（1）同期经济表现的低位企稳；（2）非税收入的进一步盘活；（3）留抵退税政策已接近尾声
- 财政支出端的恶化主要是因为当前专项债发行节奏放缓和去年财政节奏后置，9月政府性基金预算支出同比在低基数下仍录得-40.4%。

广义财政支出大幅回落



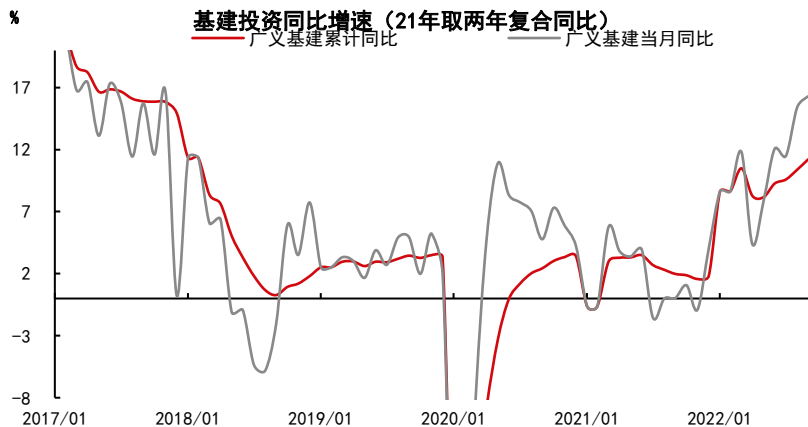
广义财政收入持续改善



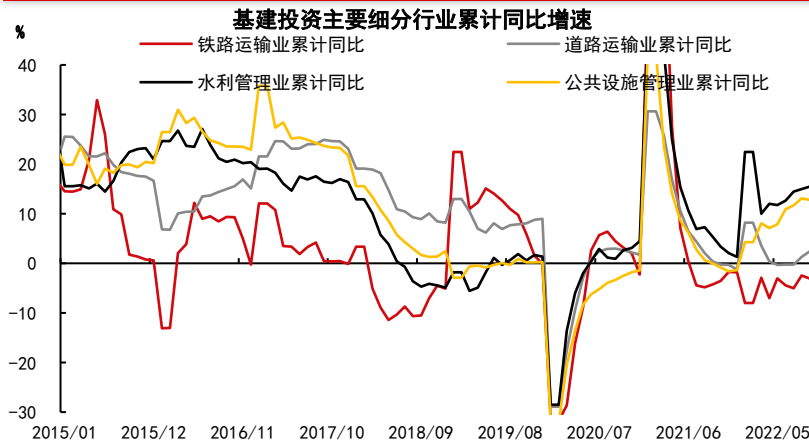
二、基建：9月增速持续新高，交通领域显著发力

- **9月基建增速持续创新高**：1-9月基建累计同比为11.2%（前值10.4%），9月基建当月同比16.3%（前值15.4%）。
- **稳增长政策的明确诉求、专项债资金陆续到位、提前筹划的项目规划是基建发力的三个核心原因。**
- 具体来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长17.8%，增速比1-8月份上涨2.8个百分点；公共设施管理业投资增长12.8%，增速下跌0.3个百分点；水利管理业投资增长15.5%，增速加快0.5个百分点；铁路运输业投资下降3.1%，降幅扩大0.7个百分点；道路运输业投资上涨2.5%，增速上涨1.2个百分点。
- **4月26日中央财经委会议和4月29日中央政治局会议均强调“全面加强基础设施建设”，基建发力确定性强，是稳增长的重要抓手。**

1-9月基建投资同比11.2%，9月当月同比16.3%

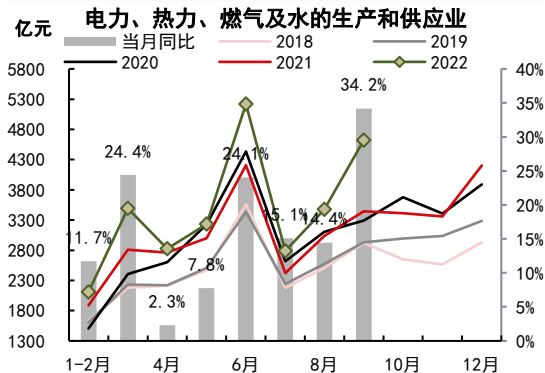


基建投资结构上有分化

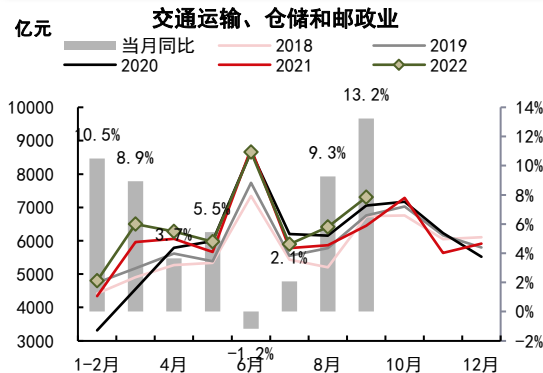


二、基建分项——电力增速显著提升，水利增速有所回落

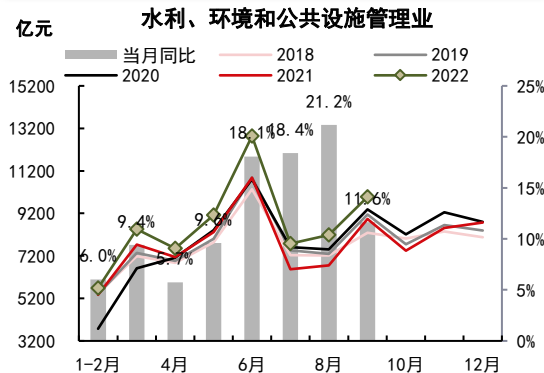
9月电力投资增速显著上涨



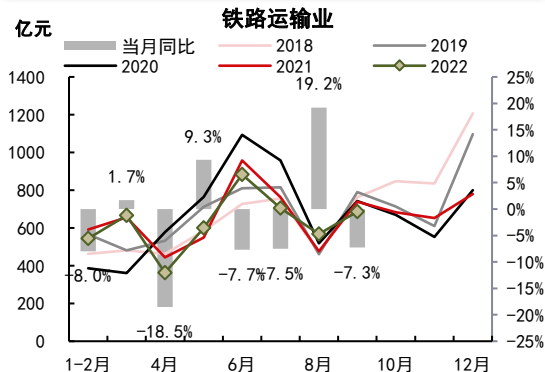
9月交通投资增速持续上涨



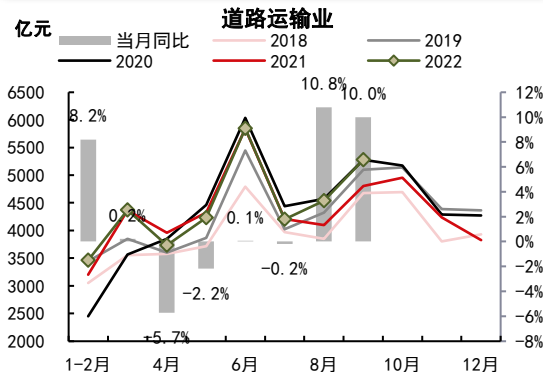
9月水利市政投资增速有所回落



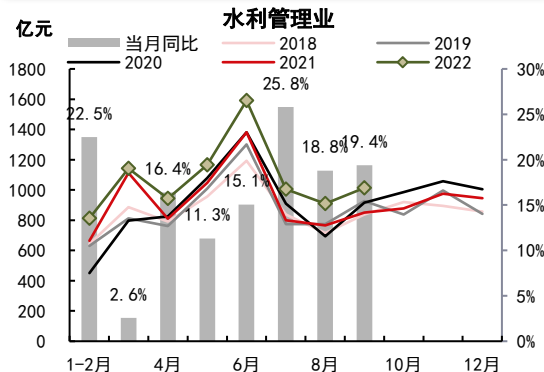
9月铁路投资增速大幅下滑



9月道路投资增速保持高增



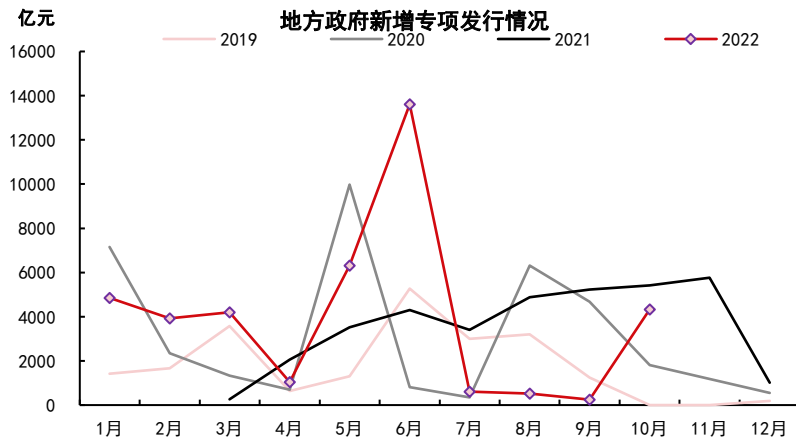
9月水利投资增速保持高增



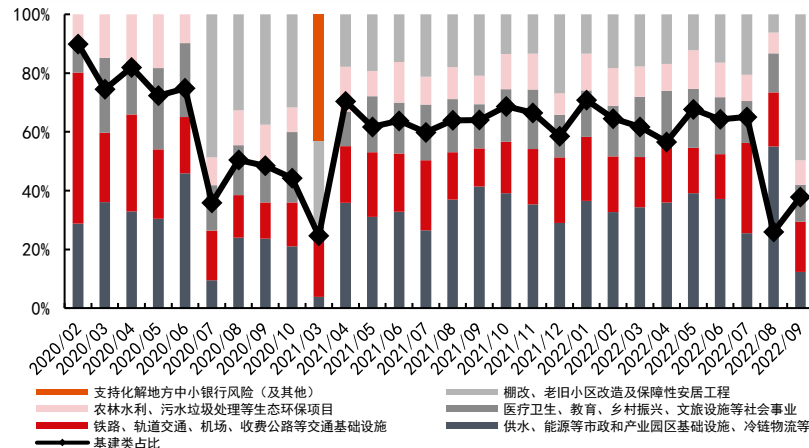
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 去年12月财政部提前下达地方2022年新增专项债券额度1.46万亿元，3月30日又向各地下达了剩余的新增专项债券限额。
- 在5月25日，稳住经济大盘电视电话会议中，财政部表示“要确保用于项目建设的3.45万亿元地方政府专项债券于6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用到位。”在8月16日召开的经济大省政府主要负责人经济形势座谈会提到，当前地方专项债余额尚未达到债务限额，要依法盘活债务限额空间。
- 5月专项债发行6319.62亿元，6月专项债发行发行13,724亿元，10月专项债发行超过4000亿元，1-9月专项债投向基建的比例约为65%。

10月专项债发行再度放量



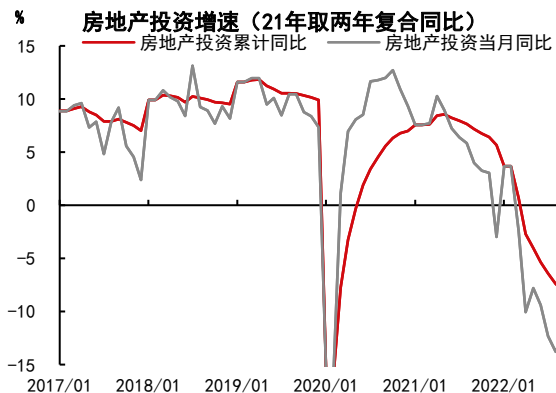
专项债资金投向情况



二、房地产：投资跌幅放缓，到位资金严峻

- **9月地产投资跌幅放缓。**1-9月地产投资累计同比-8.0%（前值-7.4%），9月当月同比-12.1%（前值-13.8%）。
- **9月房企到位资金情况仍然严峻。**1-9月房地产开发企业到位资金同比下降-24.5%（前值-25.0%），8月当月同比-21.3%（前值-21.7%）。
- **今年上半年地方也频繁发布降低首付比、放松限购限售等政策，**房地产销售在经过一段时间的政策效果催化后迎来一定回升，但考虑随着疫后需求消化基本完成以及7月初的断贷时间冲击，当前商品房销售仍处于弱修复。随着当前政策重心更多落到保交楼上，后期房企相关资金更多会偏向竣工端。

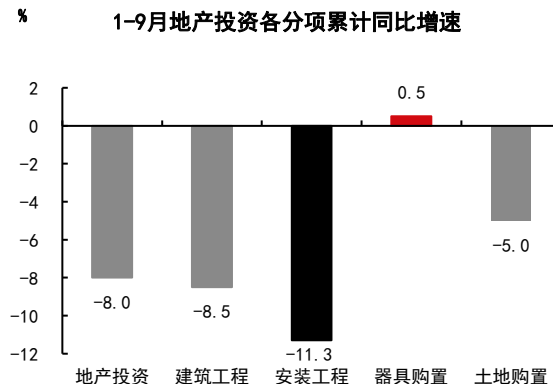
9月房地产投资跌幅扩大



房地产开发投资完成额与到位资金



地产投资各细项累计同比增速



二、制造业：增速保持高增，工业利润承压

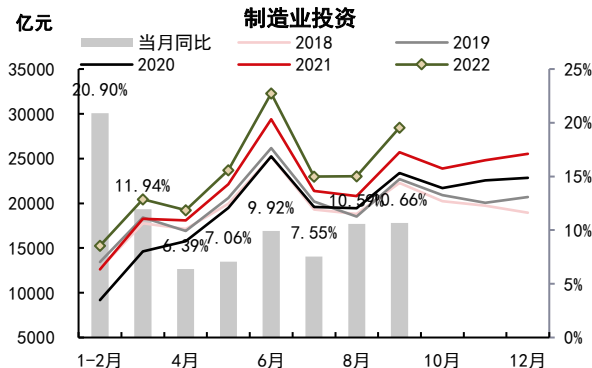
- 1-9月制造业投资同比增长10.1%（前值10.0%），三年平均同比增长为5.7%（前值5.4%），其中高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们认为核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。

- 由于今年房地产出现超预期下滑，叠加整体经济处于偏弱的状态，9月份利润明显承压。
- 从库存周期的角度来看，1-2月工业企业营业收入与产成品库存均回落，初步呈现主动去库迹象，3-4月库存水平的反弹主要源自疫情的短期冲击，企业主动去库存阶段仍在延续。

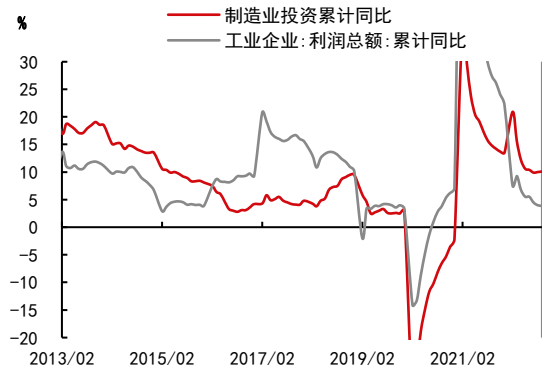
制造业投资增速反弹



制造业投资额（换算值）



工业企业利润与制造业投资



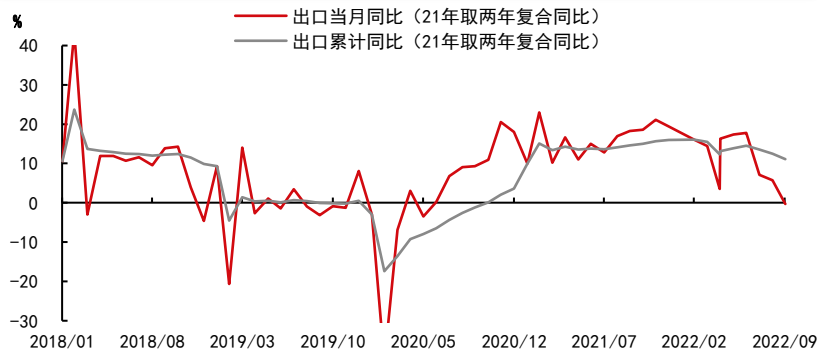
疫情导致工业企业被动累库



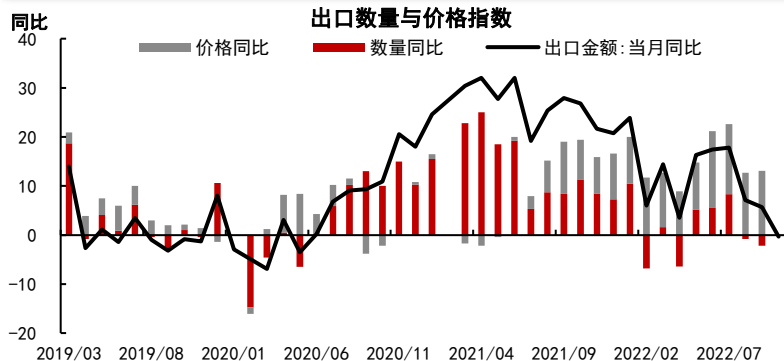
二、出口：海外需求回落，10月进一步下滑

- 中国10月出口金额（美元口径）同比增长-0.3%（Wind一致预期3.4%），9月为5.7%；进口金额（美元口径）增长-0.7%（Wind一致预期0.3%），9月为0.3%。
- 出口增速回落的主要原因除国内疫情扰动外，主要还是海外需求偏弱叠加海外补库阶段性完成，预计未来半年到一年内出口将保持低景气运行。但考虑到海外资本开支需求较好、人民币汇率处于近几年相对低位带来出口商品竞争力，因此预计出口的回落速度可控。

中国出口（美元计）同比增速



出口回调主要是数量因素主导



机电产品与高技术产品出口跌幅扩大



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 **销售压力较大，地产尚未企稳**

建筑业需求跟踪 **疫情再度抬头，需求持续疲弱**

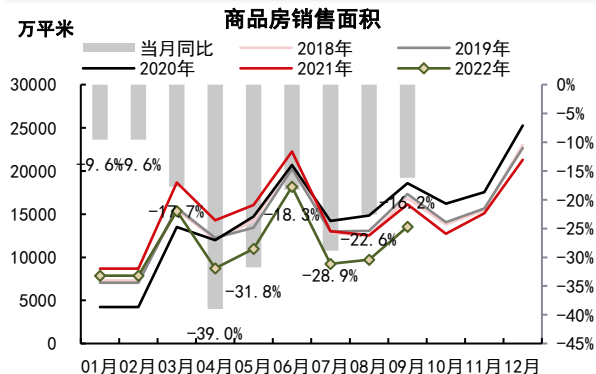
制造业需求跟踪 **PMI小幅回升，复苏仍有波动**

中观需求总结 **疫情冲击需求，需求弹性偏弱**

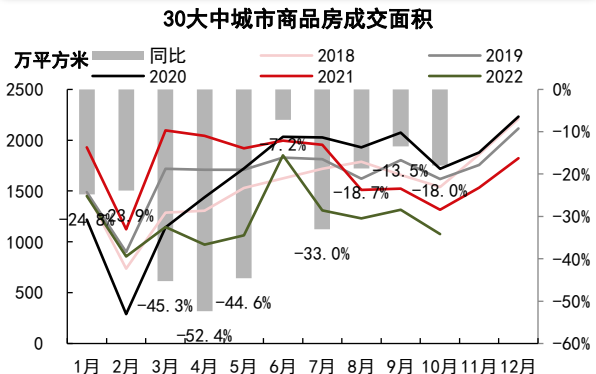
三、建筑业需求 (地产数据) —— 销售: 处于弱修复阶段

- 9月地产销售处于弱修复阶段，从30城高频数据显示10月以来地产销售环比再度回落，当前房地产销售仍处于同比-15%的水平。
- 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度，利率下降一般领先地产销售。根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年9月至今年7月，已连续10个月下降。

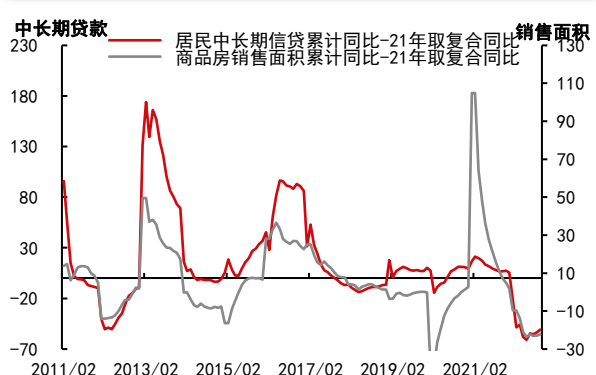
9月商品房销售面积同比-16.2%



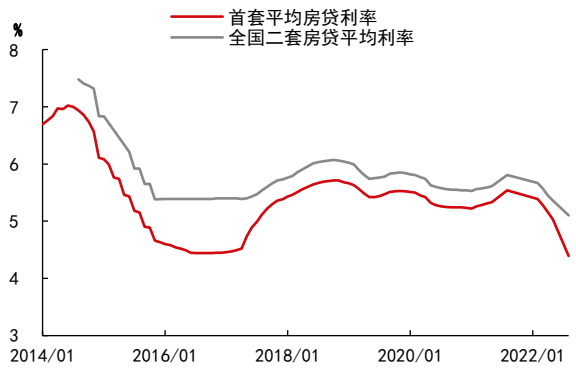
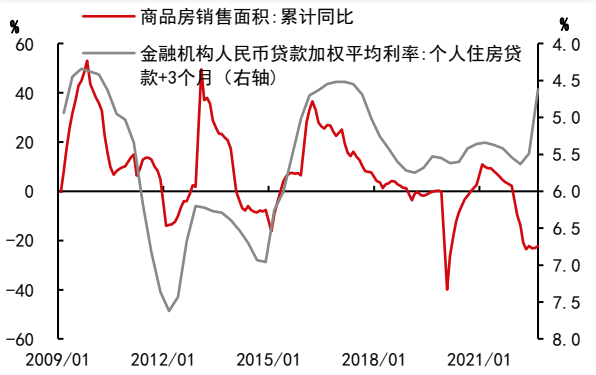
10月份30城商品房销售面积同比-18.0%



同步指标: 居民中长期信贷



领先指标: 房贷利率

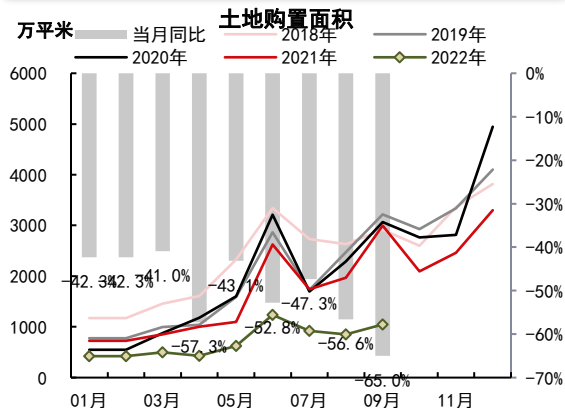


三、建筑业需求（地产数据）——土地：拐头向下

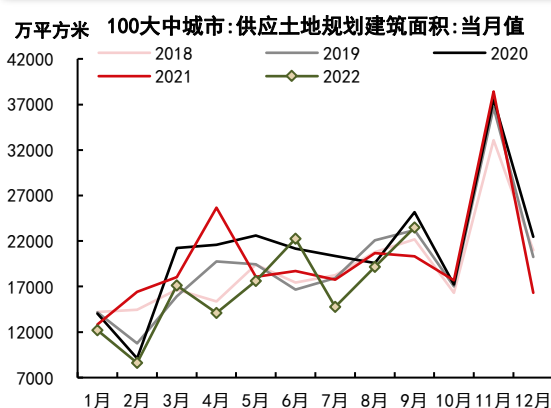
■ 土地市场整体出现拐头向下：

- **土地购置面积**：1-9月同比增速-53.0%（前值-49.7%），9月当月同比-65.0%（前值-56.6%）。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积**：1-9月累计同比-11.4%（前值-15.1%），9月当月同比15.5%（前值-7.3%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积**：1-9月累计同比-15.8%（前值-18.6%），9月当月同比+6.8%（前值+26.5%）

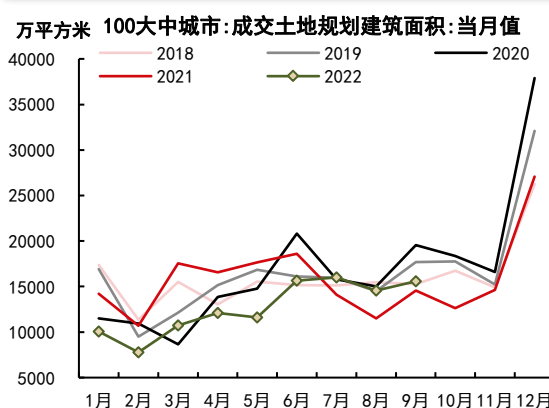
土地购置面积同比-65.0%，跌幅扩大



100大中城市供应土地规划建筑面积



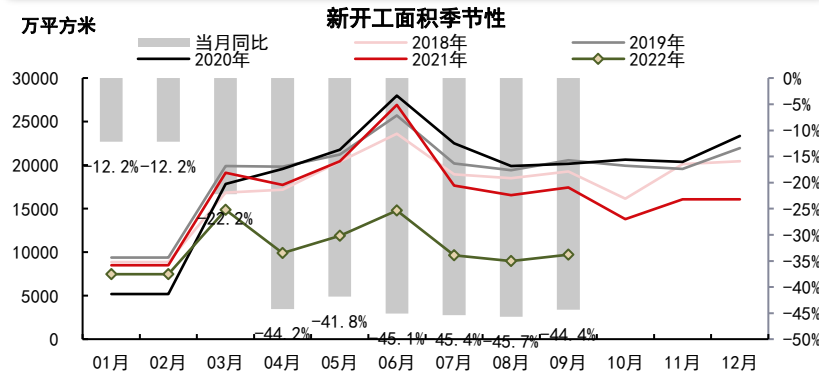
100大中城市成交土地规划建筑面积



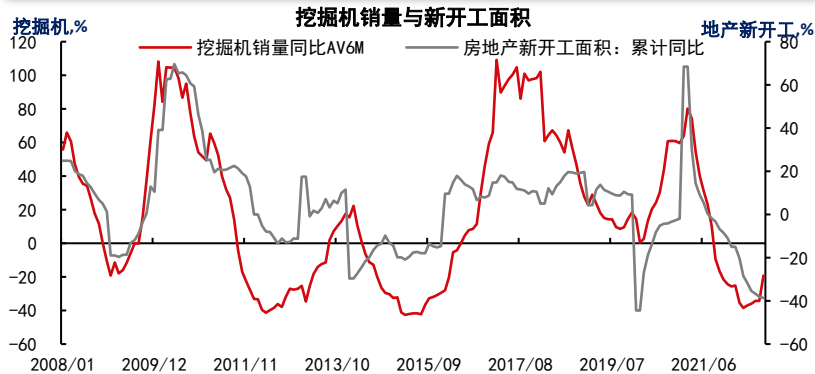
三、建筑业需求（地产数据）——开工：跌幅没有改善

- 房屋新开工面积的同比降幅继续维持超过40%：
 - 9月新开工当月同比-44.4%（前值-45.7%）；
 - 1-9月新开工累计同比-38.0%（前值-37.2%）
- 挖机销量与新开工面积基本同步，挖机销量尚未明显回暖，新开工压力仍大。
- 根据百城土地成交面积的领先作用，新开工仍将下行。

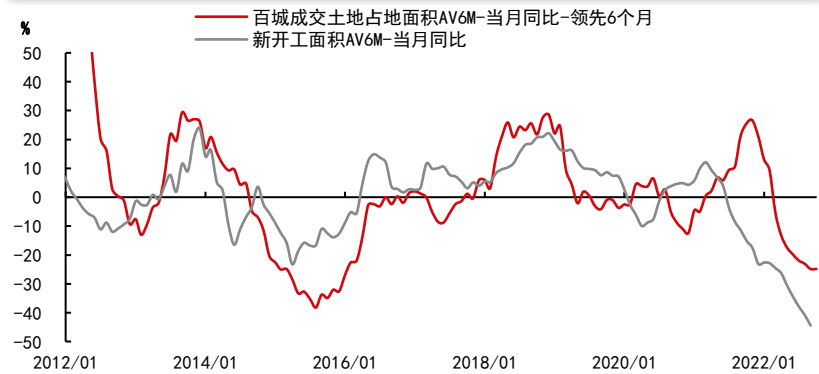
9月房屋新开工面积跌幅持续超过40%



同步指标：挖掘机销量



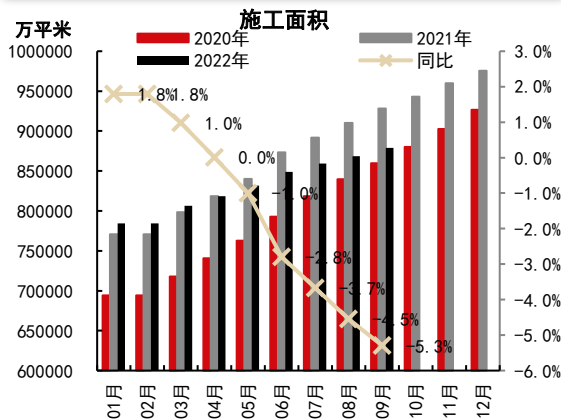
领先指标：百城土地成交面积



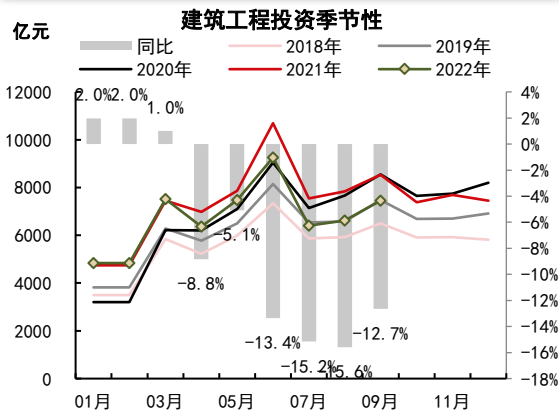
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比跌幅扩大

- **房屋施工面积**：1-9月施工面积87.9亿平方米，同比-5.3%（前值-4.5%），上一次同比转负是在1997年。
- **9月建筑工程投资跌幅小幅缩窄**：去年9月以来，由于房企资金问题，建安投资同比开始持续转负。今年以来，在“保交付”的要求下，建筑工程投资韧性较强，一季度累计同比增长1.6%，4月疫情导致存量施工也出现明显放缓，因此4月建筑工程投资大幅走弱，4月当月同比-8.8%。随着疫情缓解，5月建筑工程投资当月同比回升至-5.1%。然而来到6月份由于受房企资金限制，建筑工程投资进一步下滑，当月同比下跌至-13.4%。7月房企资金压力进一步加剧，建筑工程投资当月同比下跌15.2%。8月房企资金压力并无明显改善，建筑工程投资当月同比下跌15.6%。9月商品房销售有所改善，对房企资金有所补充，进而带动9月当月同比跌幅有所收窄。

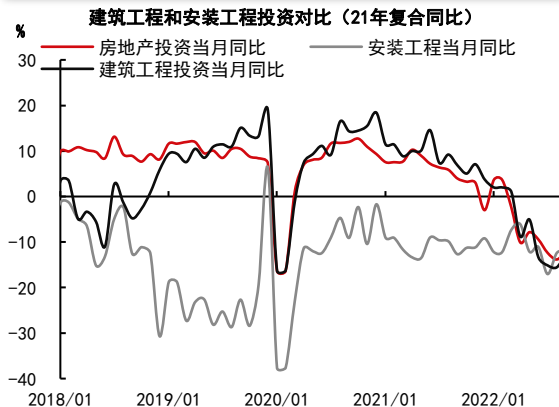
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



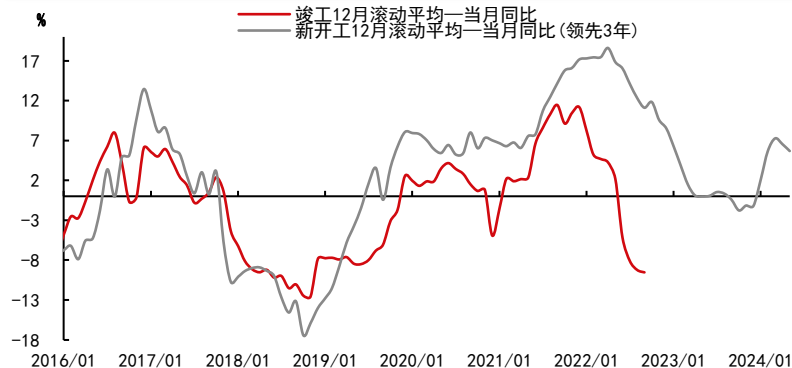
建安投资拖累地产投资



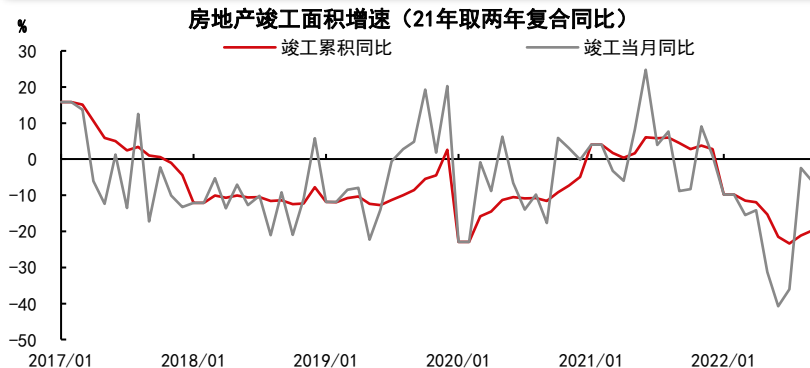
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：本月跌幅扩大

- 1-9月竣工面积同比-19.9%（前值-21.1%）。9月当月同比-6.0%（前值-2.5%）。
- 9月竣工跌幅扩大，主要是当前保交楼资金到位情况仍然不佳，近期竣工端实物工作量并未得到显著提升。
- 根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期步入尾声。

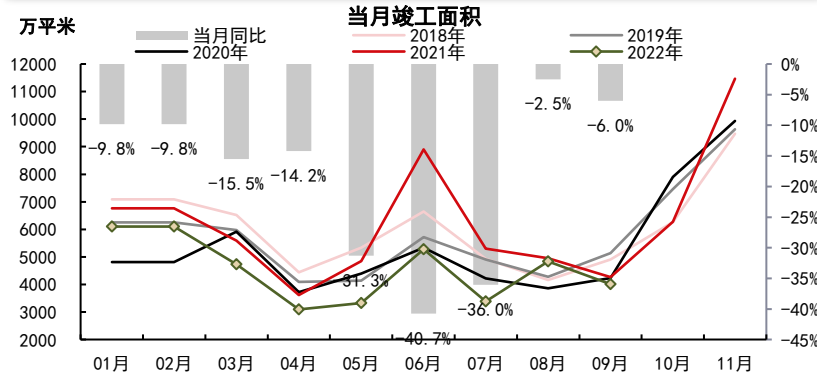
领先指标：新开工领先竣工



1-9月竣工面积同比-21.1%

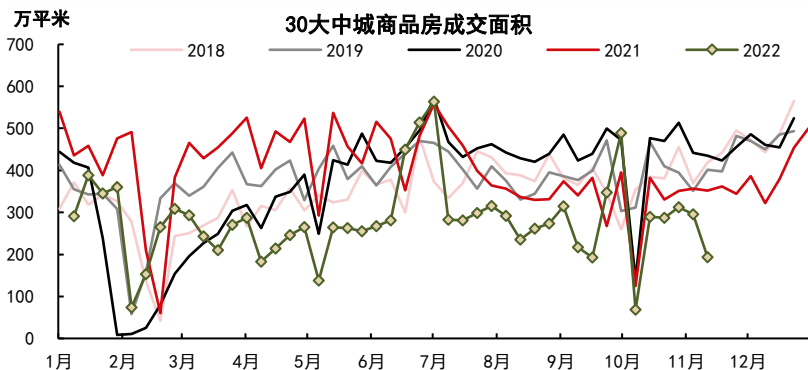


竣工面积-季节性

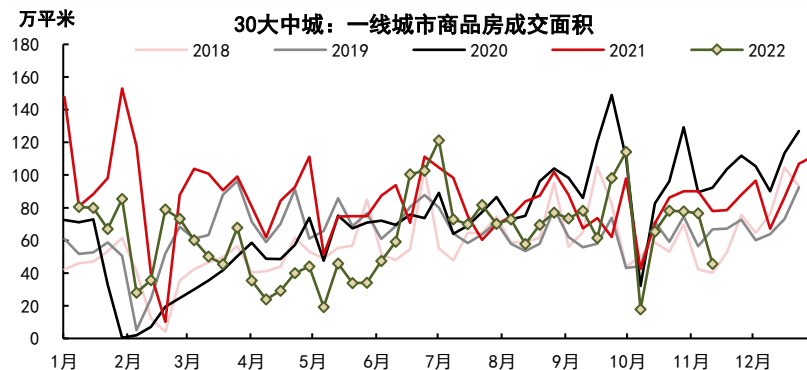


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

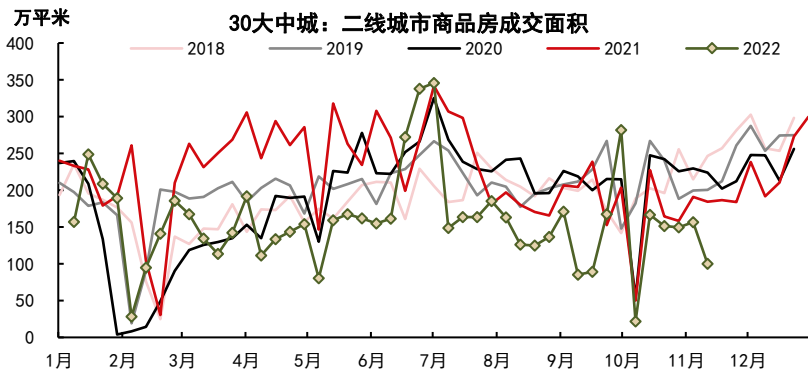
30大中城商品房成交面积



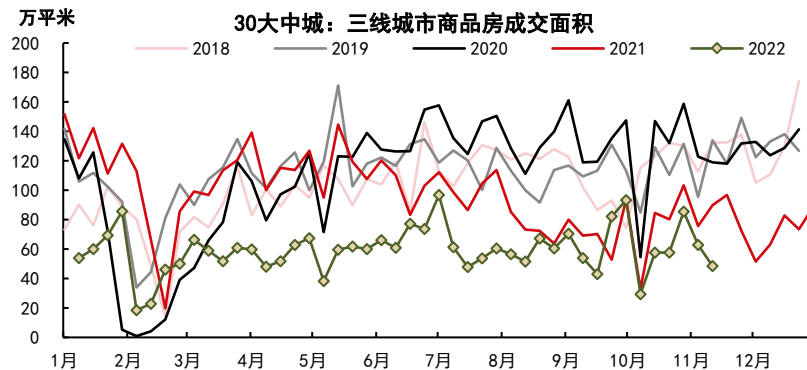
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

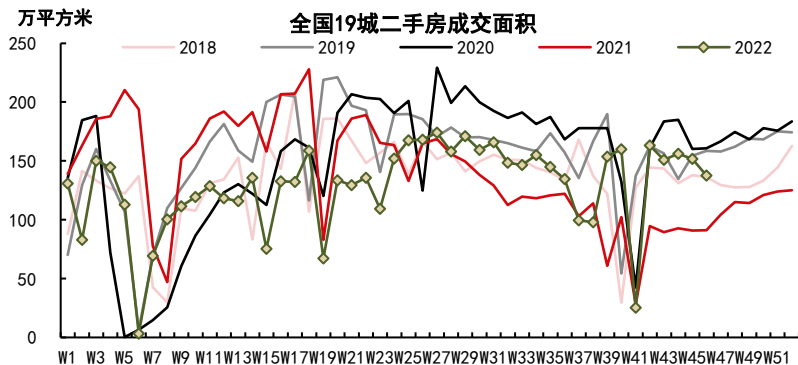


30大中城：三线城市商品房成交面积

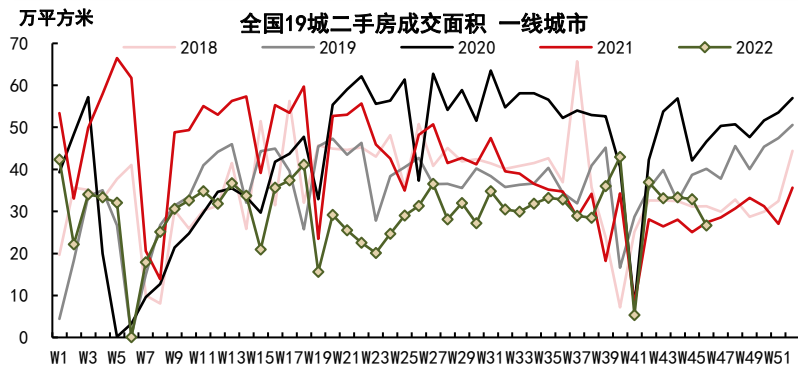


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

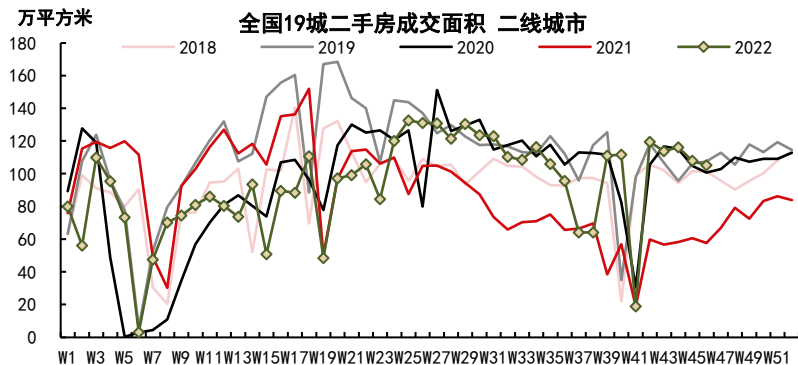
19城二手房成交面积



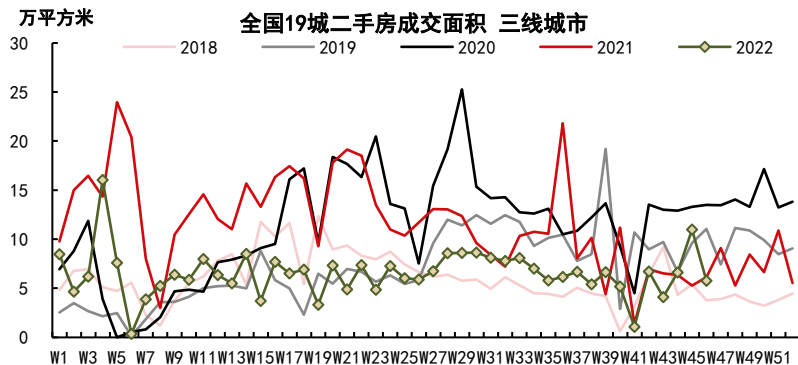
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

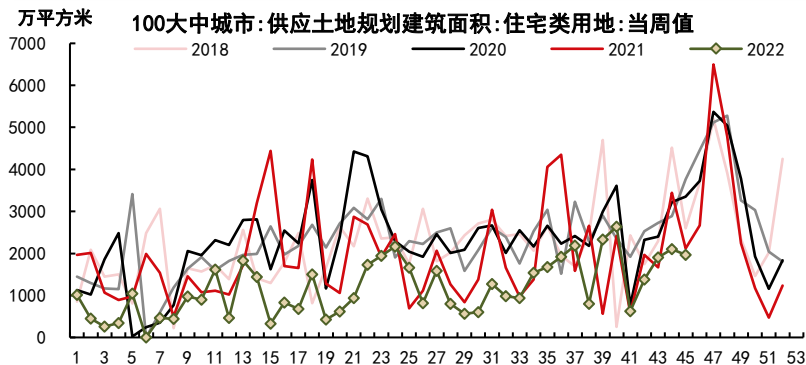


三线样本城市二手房成交面积

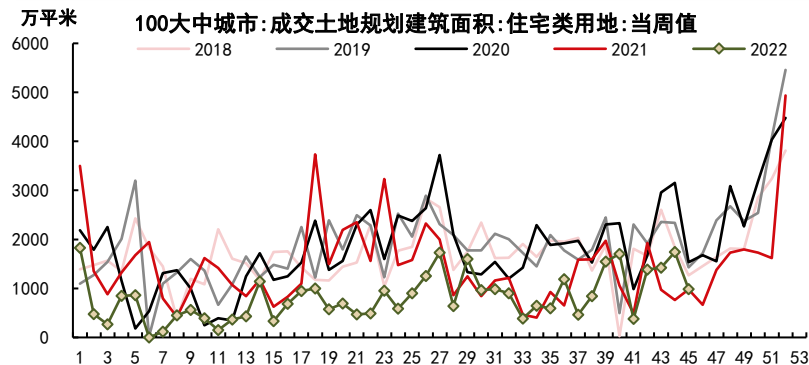


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

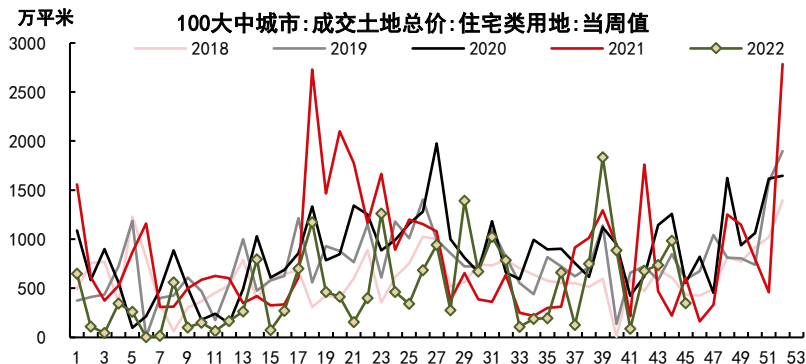
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



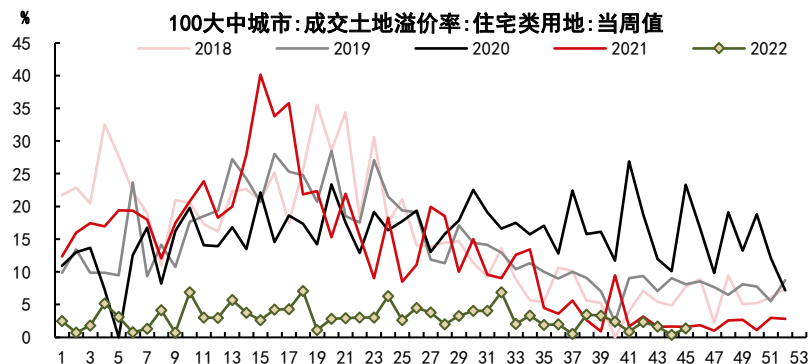
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



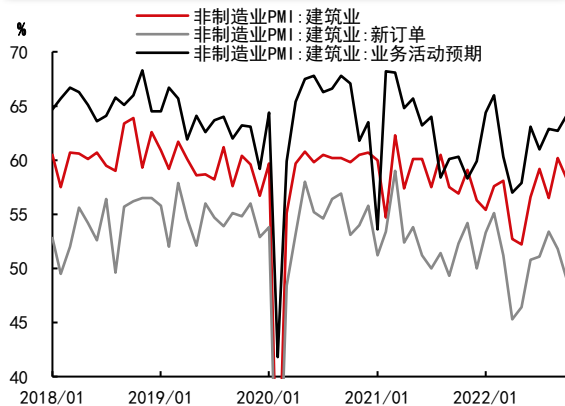
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



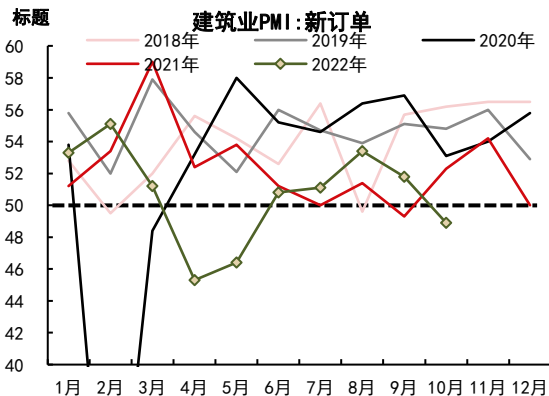
三、建筑业需求——建筑业PMI：整体指数有所下滑

- **建筑业仍处于较高景气区间。**10月建筑业商务活动指数为58.2%，低于上月2.0个百分点，整体趋势出现拐头向下，但建筑业景气度仍然保持在较高的水平。
- 从市场预期看，业务活动预期指数上涨1.5个百分点至64.2%，当前持续处于较高位置，预计企业对近期行业发展前景较为乐观。
- **建筑业新订单指数持续下跌。**建筑业新订单指数为48.9%，低于上个月2.9个百分点，表明前期基础设施建设推进高峰期已过去，接下来将进入主要的施工阶段。

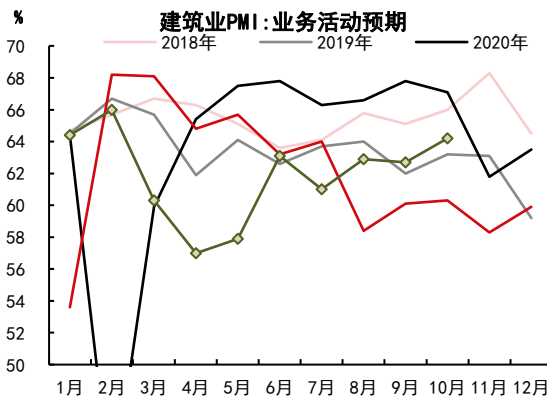
10月建筑业PMI有所下滑



建筑业新订单指数进一步回调



建筑业活动预期持续上涨



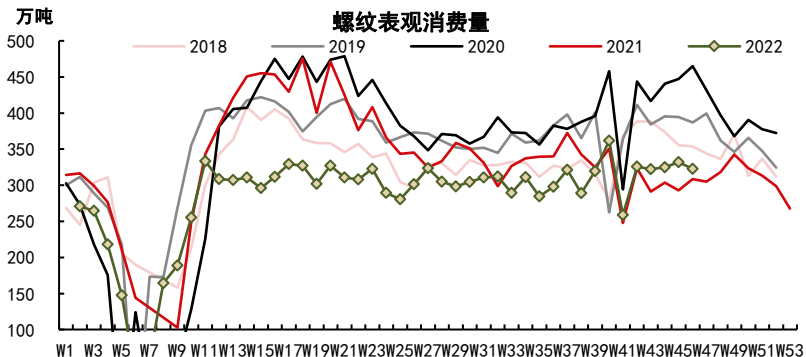
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求有所回落

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 进入四季度后，随着天气影响趋弱叠加基建端专项债资金陆续到位后带动螺纹表观消费量相比去年同比有所上涨。然而考虑到近期各地疫情散发严重，疫情管控有所趋严，部分工地出现停工，本周螺纹表观消费出现小幅回落，预计四季度整体需求或仍然呈现弱势。
- 如果从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需近期呈现出同向变化，背后反映的是房地产的建设需求依旧疲弱。

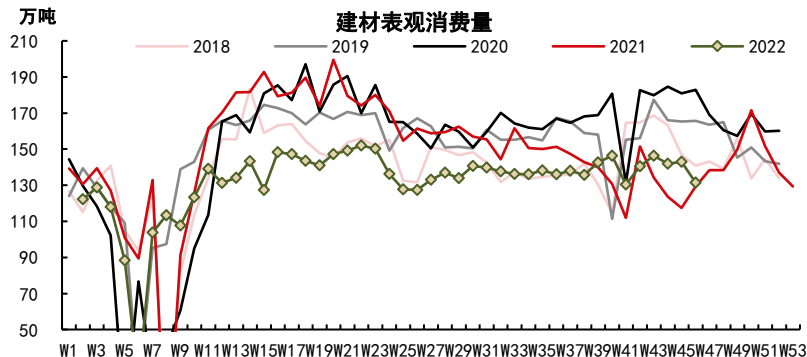
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量小幅下滑



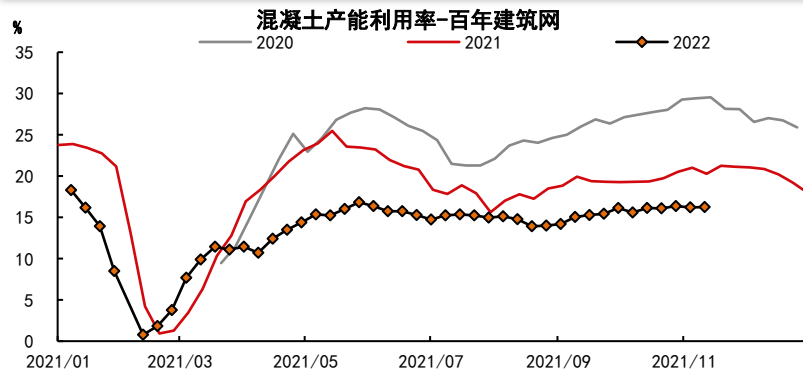
本周建材成交量显著回调



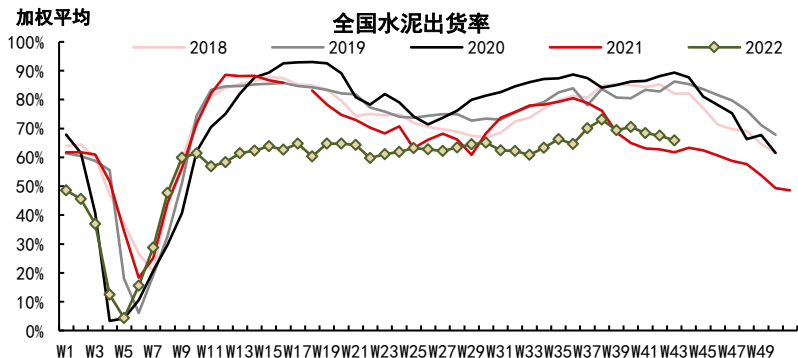
三、建筑业需求（施工）——水泥：近期出货率持续下滑

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 进入9月，国内水泥市场需求受房地产保交楼资金逐渐到位的影响下，整体需求出现一定反弹，近期企业出货超过7成，个别地区相对较好如浙江沿海可达8-9成。然而来到11月，疫情反复，部分工地停工；加之北方市场下游提货积极性下降，整体需求走弱。

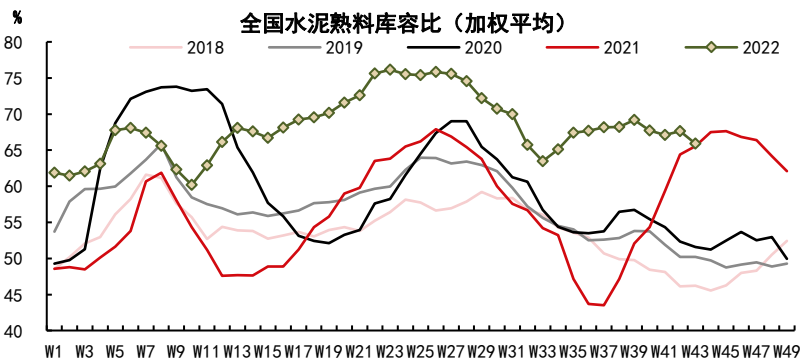
混凝土产能利用率基本持平



水泥出货率持续下滑

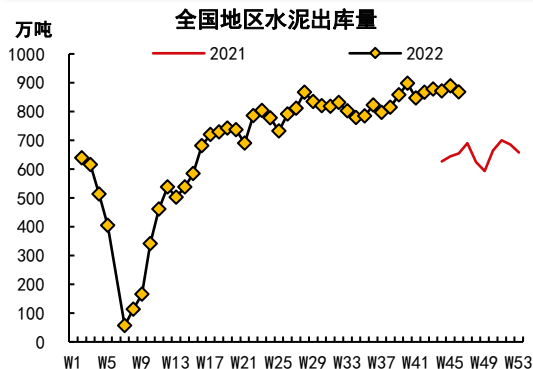


水泥库存转为去库

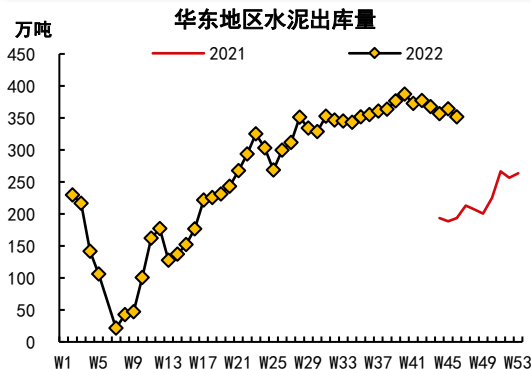


三、建筑业需求（施工）——本周水泥出库量小幅回落

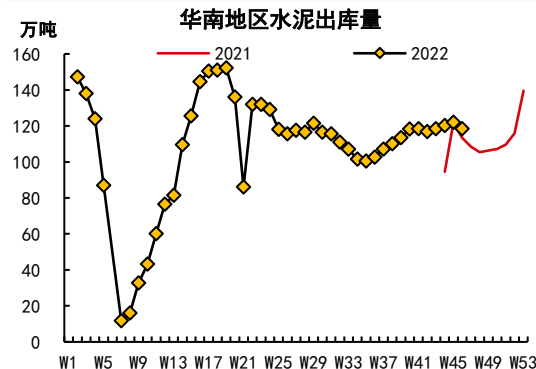
全国地区水泥出库量



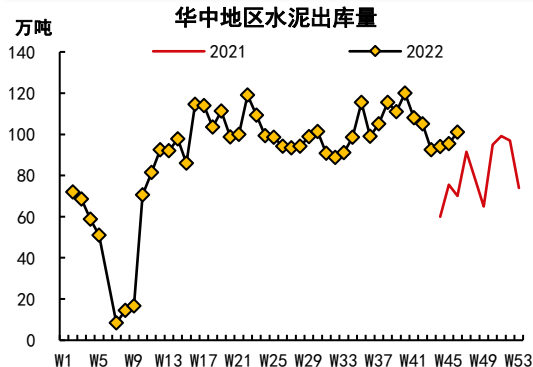
华东地区水泥出库量



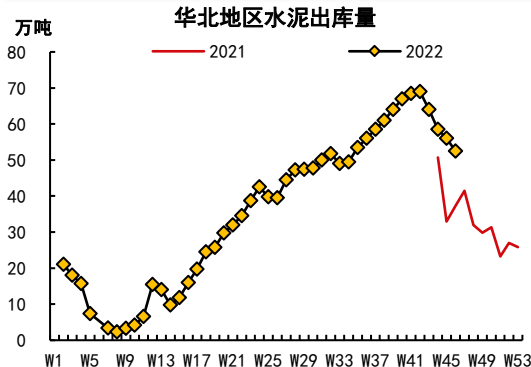
华南地区水泥出库量



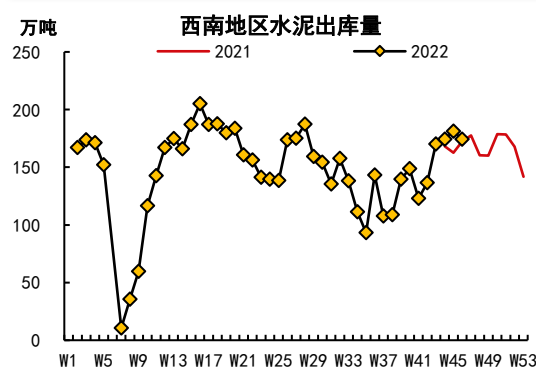
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



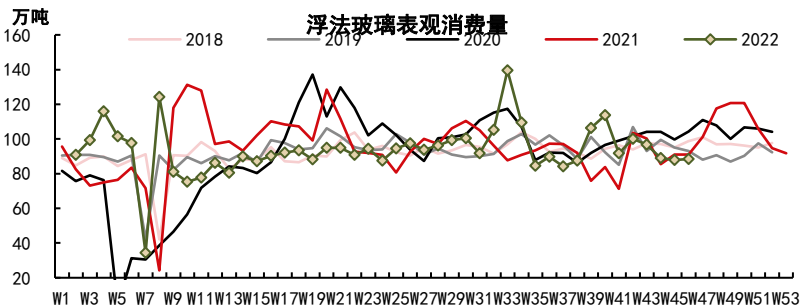
西南地区水泥出库量



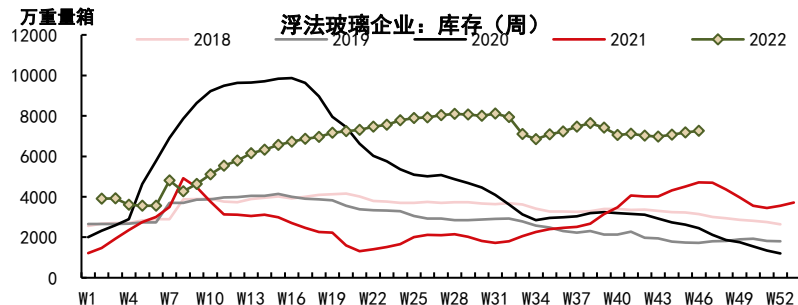
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃库存转为累库，近期表观消费量持续下滑，PVC近期需求疲弱，库存持续去库。

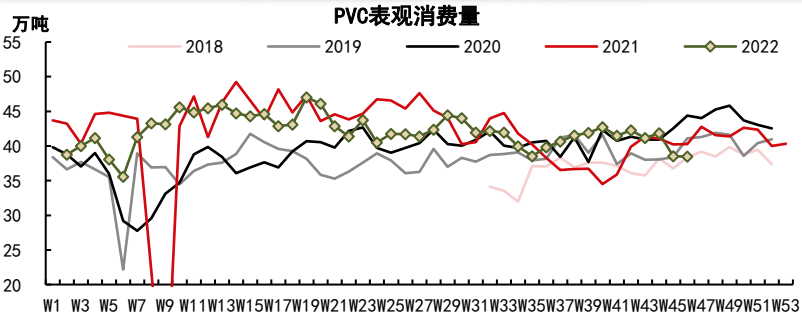
玻璃表观消费量基本持平



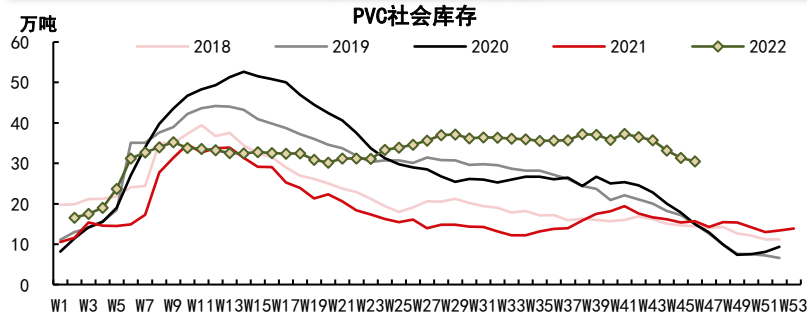
玻璃企业库存转为累库



PVC表观消费量处于往年同期低位



PVC社会库存持续去库



三、建筑业需求——基建中观高频跟踪

■ 1. 交运、仓储和邮政业 (占基建36%)

➢ 跟踪石油沥青开工率：本周小幅回落。

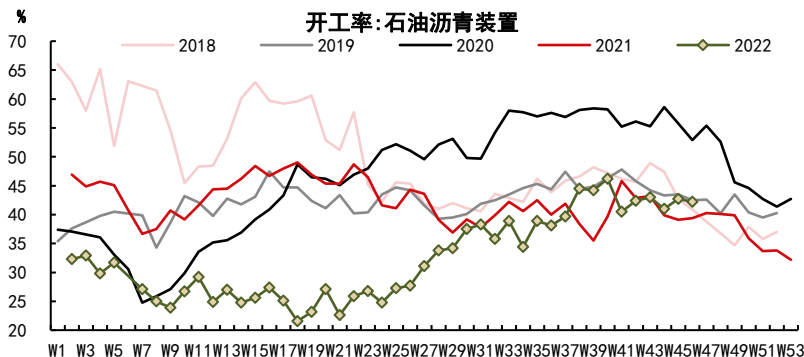
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率持续回落。

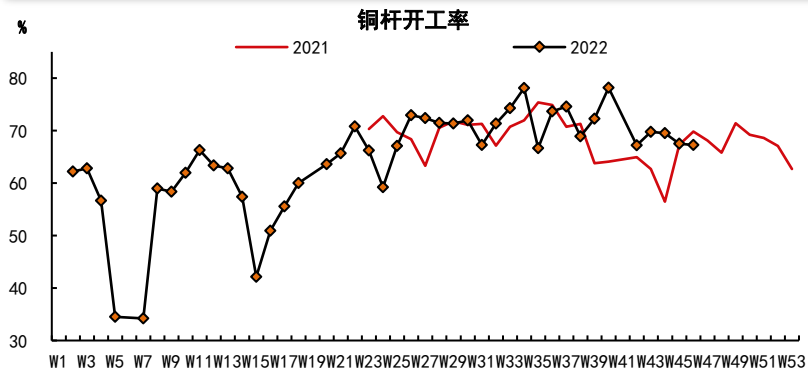
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：小幅回升。

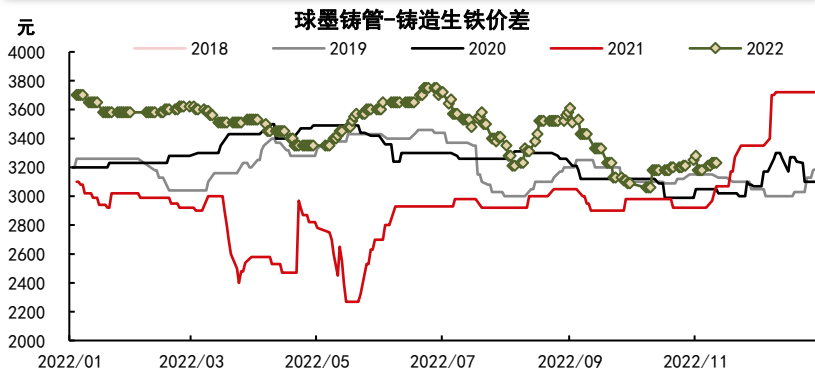
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



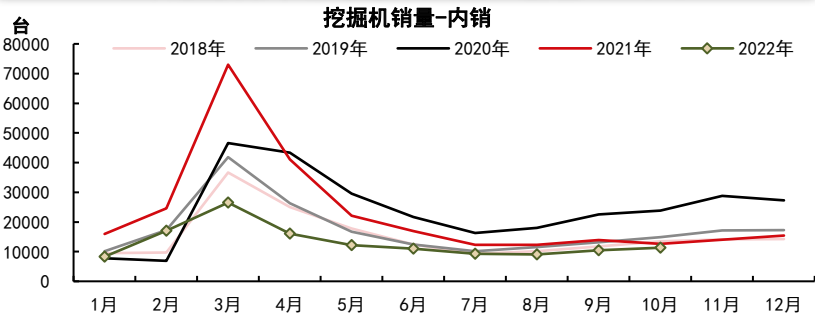
水利投资：球墨铸管的加工费



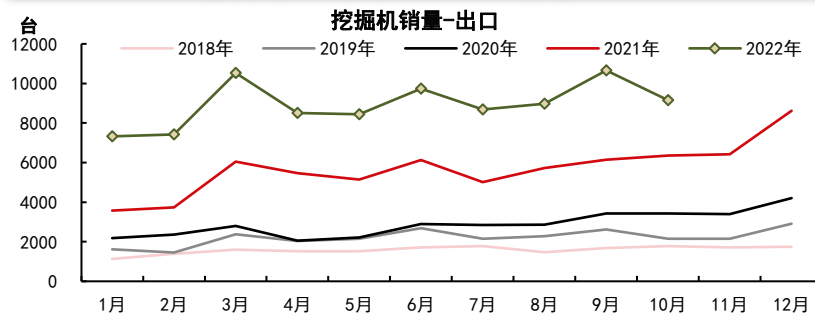
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速相比上半年有所回升

- 10月挖机销量同比增速为8.1%（前值+5.5%），9月重卡销量同比增速-12.5%（前值-10.0%）。
- 随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，9月份挖掘机销售明显走强，当前可以确认见底拐点。

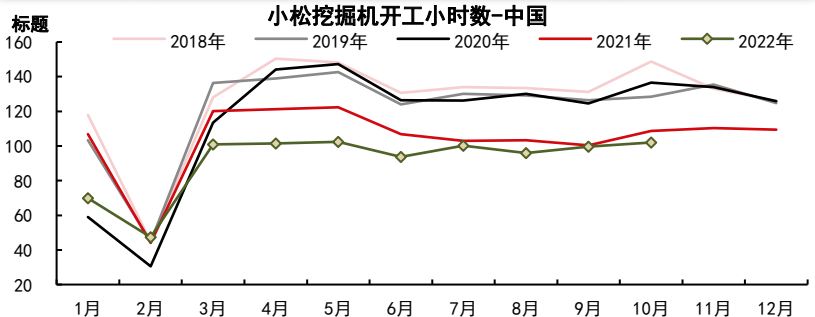
10月挖掘机内销同比-10.0%（前值-24.5%）



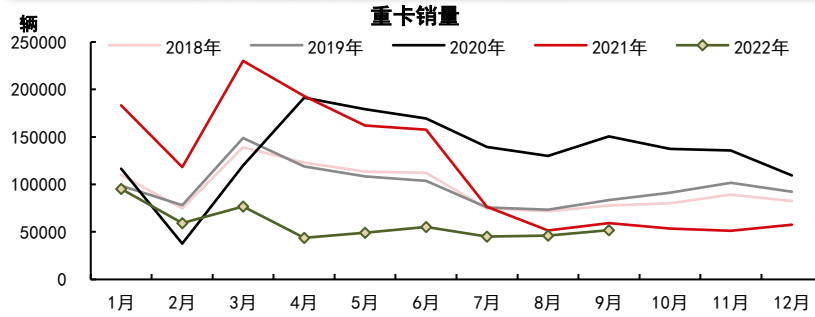
10月挖掘机出口同比44.0%（前值73.4%）



10月挖掘机开工小时数同比-6.1%（前值-0.6%）



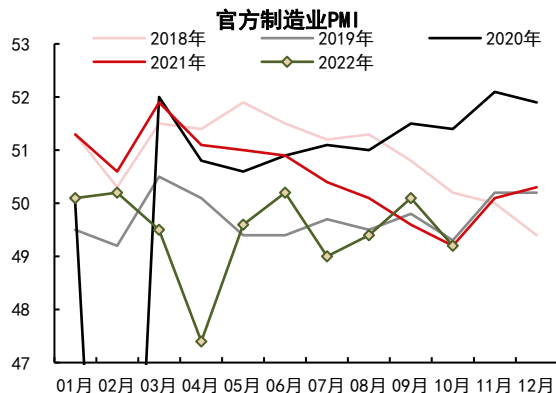
9月重卡销量同比-12.5%（前值-10.0%）



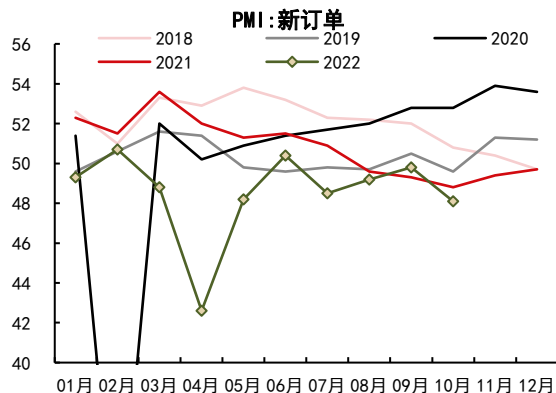
四、制造业需求——制造业PMI：重回收缩区间

- 10月制造业PMI出现下滑，主要与区域疫情在10月的散发有关，在疫情没有受到控制的情况下，供应链以及下游工程施工均明显受影响。10月份，制造业采购经理指数为49.2%，低于上月0.9个百分点，重回收缩区间。
- 10月PMI新订单、新出口订单指数分别变动-1.7、0.6个百分点至48.1%、47.6%，均处于收缩区间，指向内需明显回落，外需小幅修复，整体需求不足的问题仍然显著。

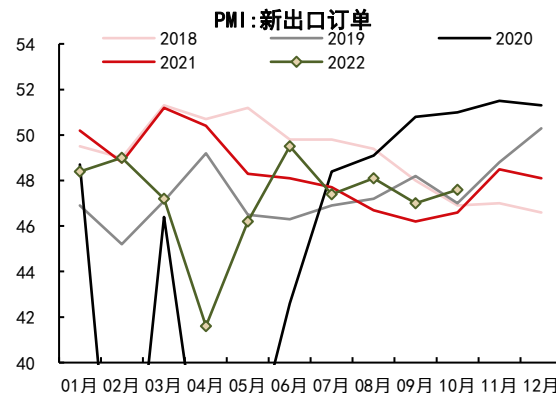
10月制造业PMI重回收缩区间



10月PMI新订单指数大幅下滑



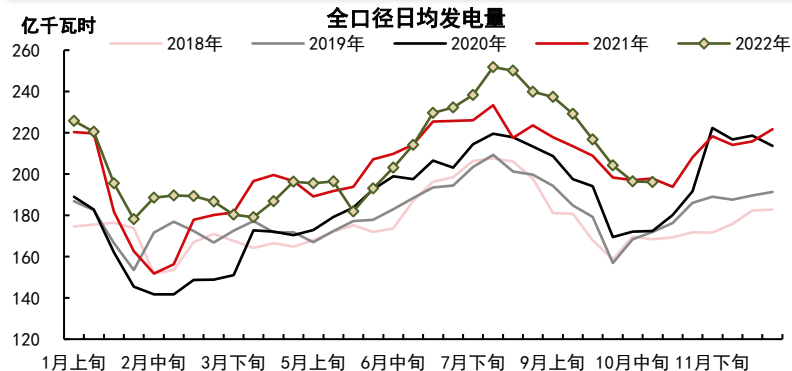
10月PMI新出口订单小幅反弹



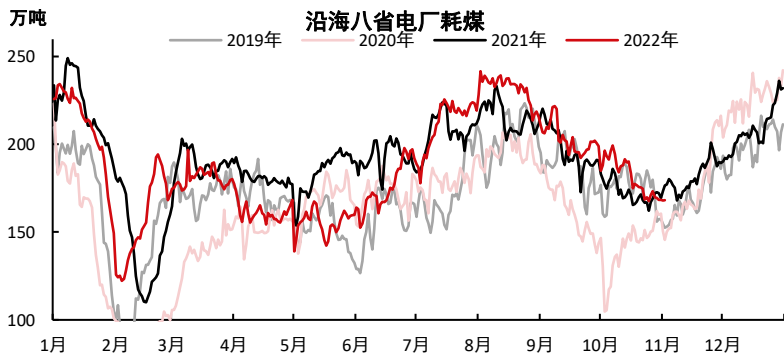
四、制造业需求——发电量

- 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。

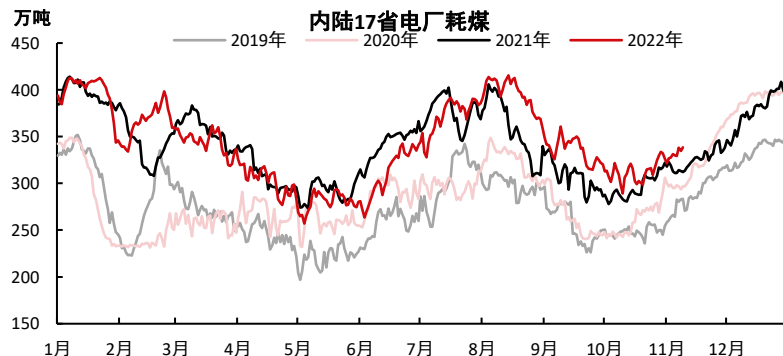
近期发电量从高处回落



日度数据：沿海八省电厂耗煤



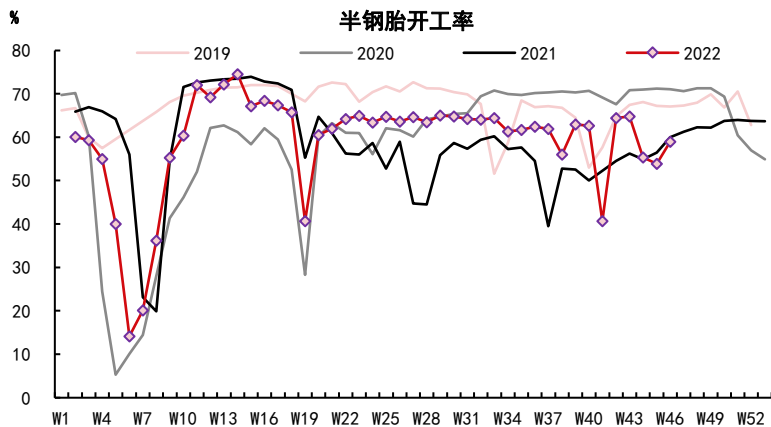
日度数据：内陆17省电厂耗煤



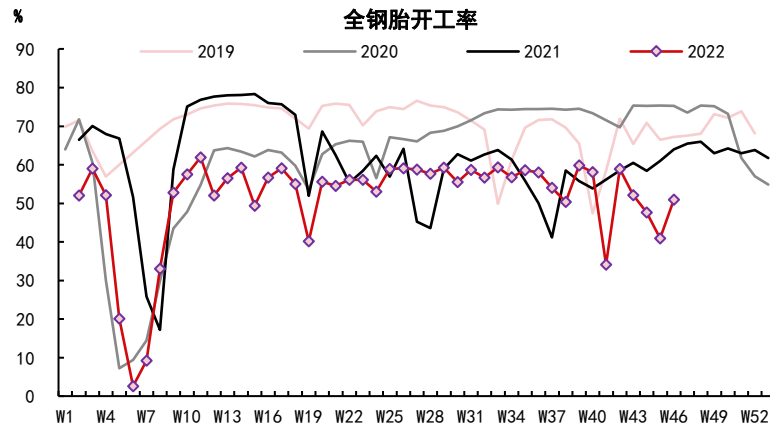
四、制造业需求——轮胎开工

- 全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡，半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡。
- 11月11日当周轮胎开工率：半钢胎开工率59.0% (+5.08)，全钢胎开工率51.0% (+10.02)。

半钢胎开工率小幅反弹

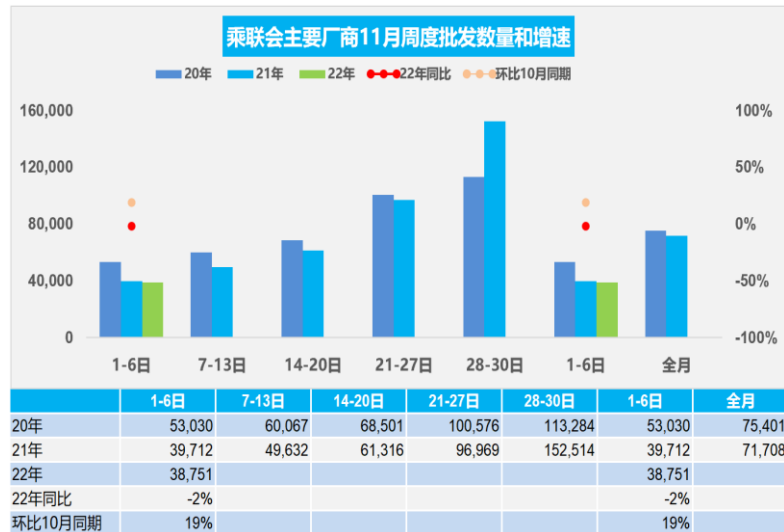
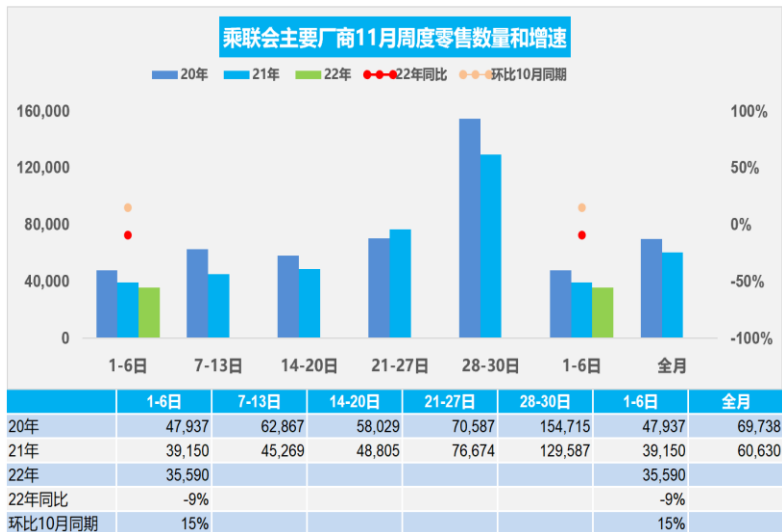


全钢胎开工率显著反弹



四、制造业需求——乘用车销售：11月零售增速有所回升

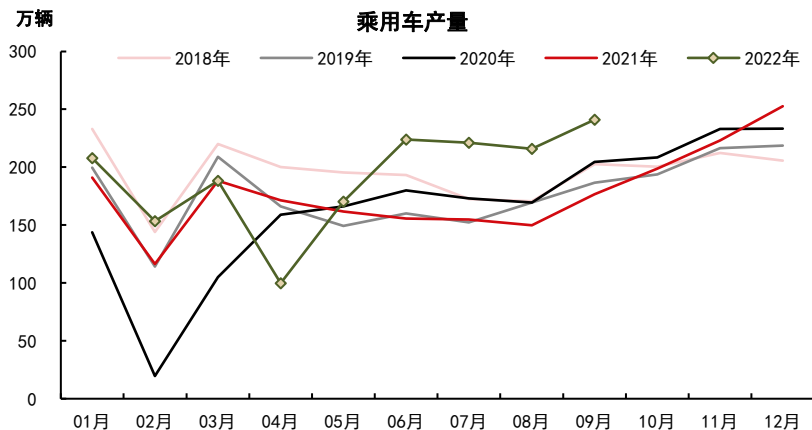
- 11月1-6日，乘用车市场零售21.4万辆，同比去年下降9%，较上月同期增长15%；全国乘用车厂商批发23.3万辆，同比去年下降2%，较上月同期增长19%。
- 随着进入冬季的天气转冷和秋收完成，农村地区的购车热情会逐步释放，新能源车和中低端燃油车市场也会逐步升温。随着共同富裕的政策推动，城市化进程的不可逆转，县乡市场出行需求引发的购买力增长潜力较前期有所回升。
- 相信随着各地市场秩序的逐步恢复，年末购置税补贴和新能源补贴政策到期前会促进提前购买，地方促消费政策仍会延续并呈现出季节特征。



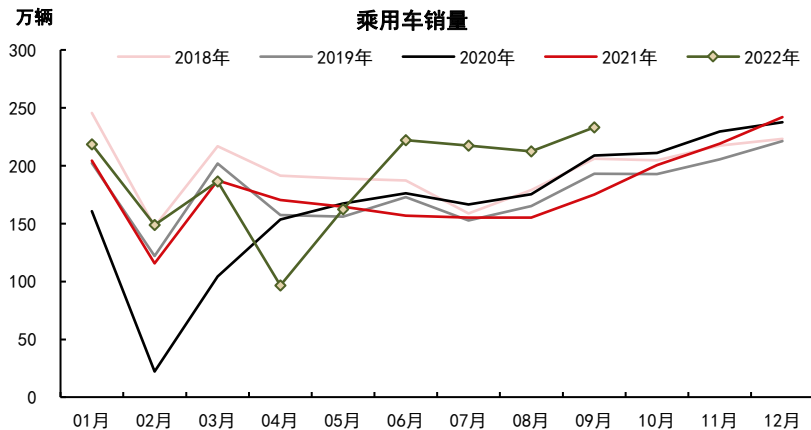
四、制造业需求——乘用车产销：减征购置税，未来弹性强

- **9月乘用车产销有所放缓**：9月乘用车产量同比+36.4%（前值+44.2%），1-9月累计同比+17.2%（前值+14.8%）；9月乘用车销量同比+33.2%（前值+36.9%），1-9月累计同比+14.4%（前值+11.8%）。
- 5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间。在汽车方面，包括要促消费和有效投资，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。此外，汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。
- **根据乘联会估计，减征购置税政策预计会拉动200万辆乘用车销售，从原来预期的2022年下降6%的增速预期，回升到2022年的增长4%，提升10个百分点的国内零售增长速度，拉动效果显著。**

9月乘用车产量同比36.4%



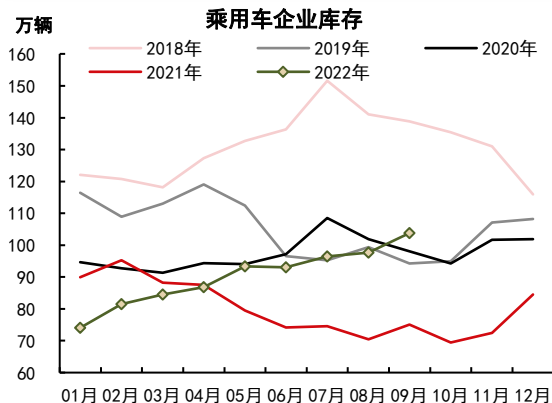
9月乘用车销量同比33.2%



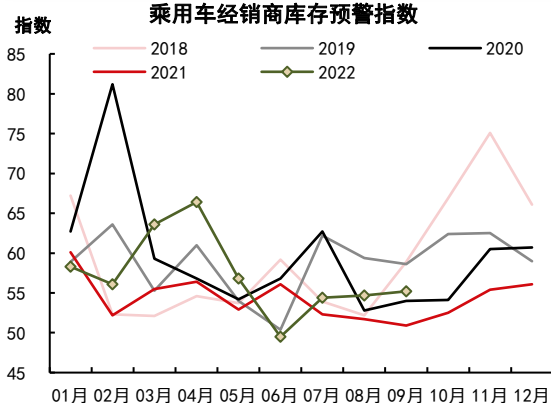
四、制造业需求——乘用车库存：经销商仍处于低位

- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。
- 6月进入传统淡季，加之去年受芯片短缺影响，销量基数较低。考虑到6月疫情防控形势相比5月会有所放宽，上海及周边地区加速复工复产，新车供应问题将有效缓解，经销商也面临第二季度及上半年的销量冲刺，预计前期疫情抑制的购车需求，在6月份将部分释放，汽车市场将恢复正常水平，乘用车销量同比由负转正。

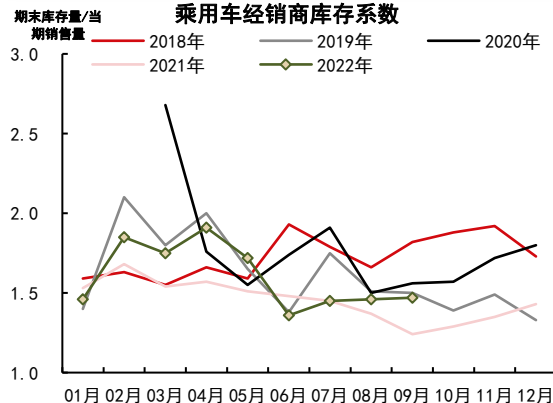
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



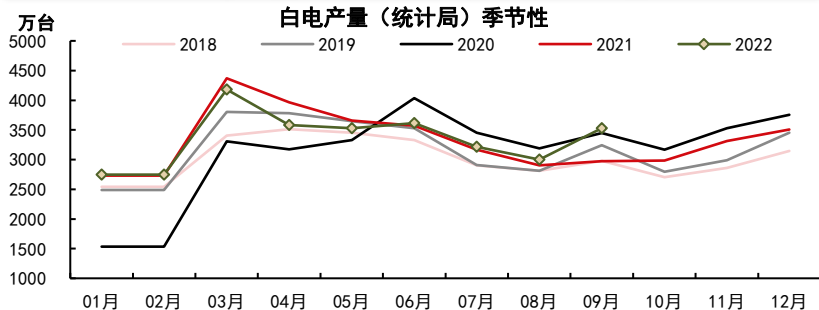
乘用车经销商库存系数



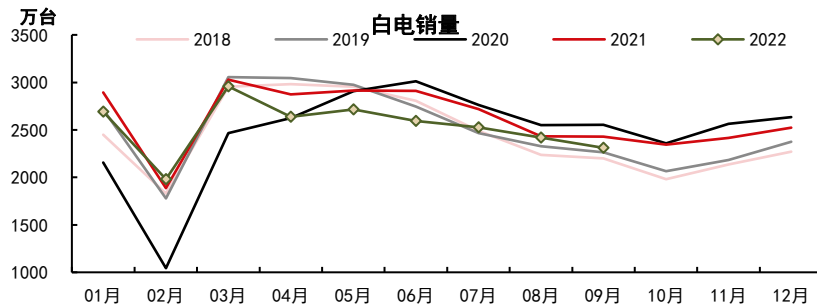
四、制造业需求——家电：海外需求下滑带动出口显著下滑

- 2021年家电产量同比2.4%（两年复合同比0.5%），2021年白电销量同比3.8%（两年复合同比-2.4%）。
- 2022年1-9月白电产量累计同比0.3%（前值-1.8%），9月家电产量当月同比+18.7%（前值+3.4%）。
- 2022年1-9月白电销量同比-5.2%（前值-5.3%），9月白电销量当月同比-4.9%（前值-0.6%）。

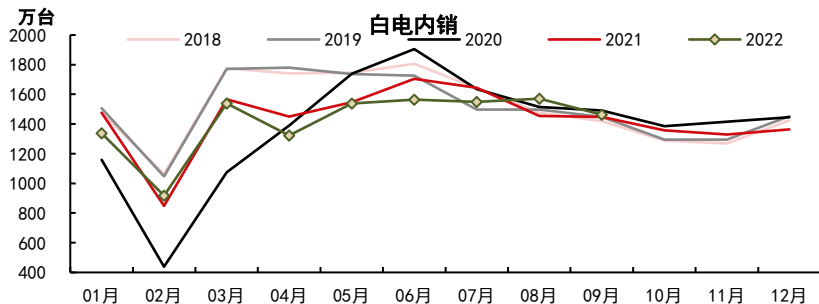
白电（空调、冰箱、洗衣机）产量



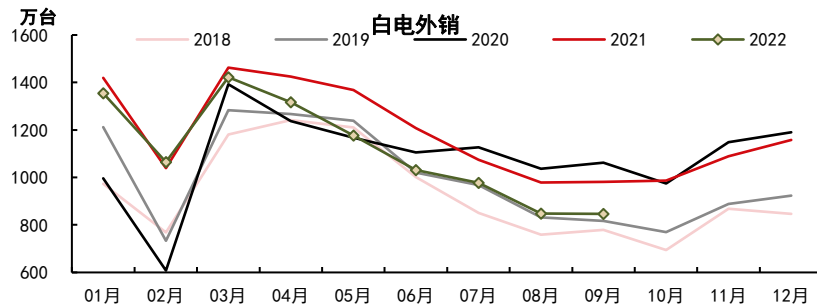
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

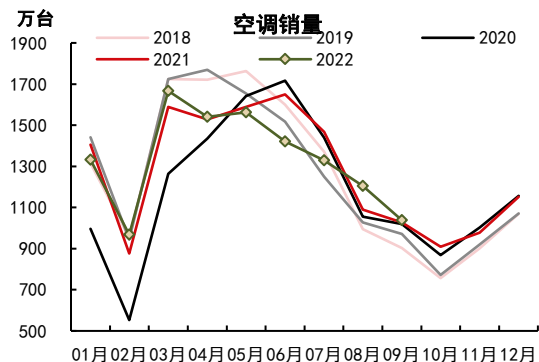


白电外销-季节性（产业在线）

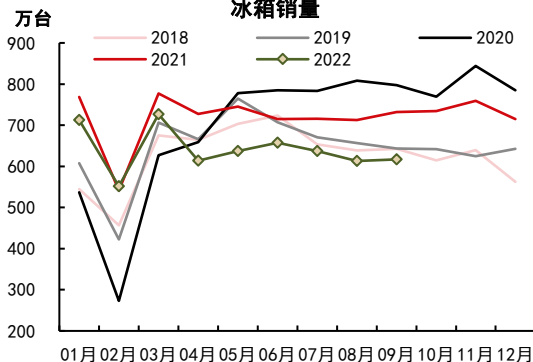


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

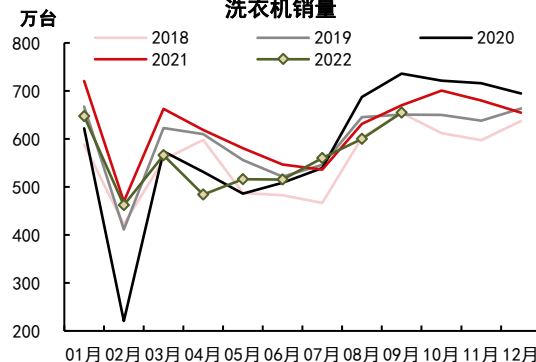
空调销量



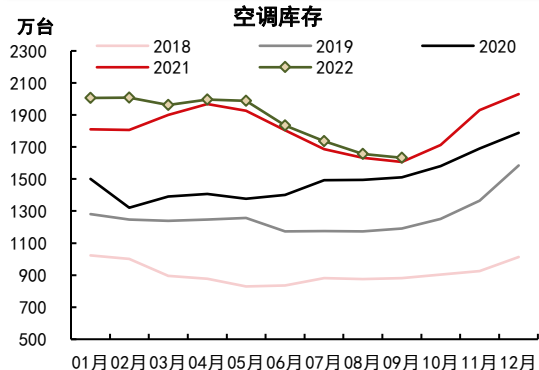
冰箱销量



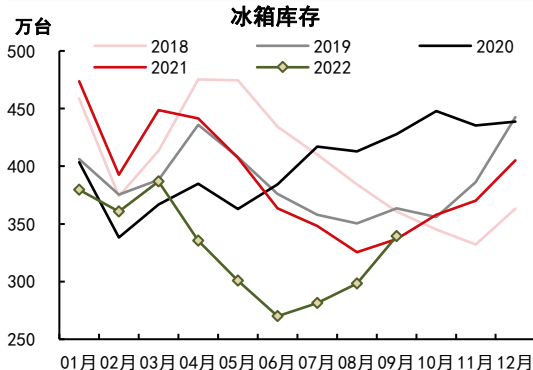
洗衣机销量



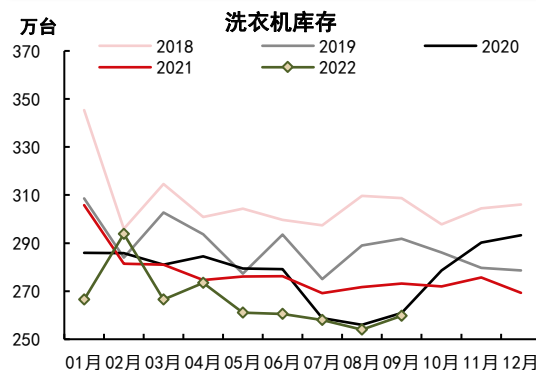
空调库存较高



冰箱库存有所回升

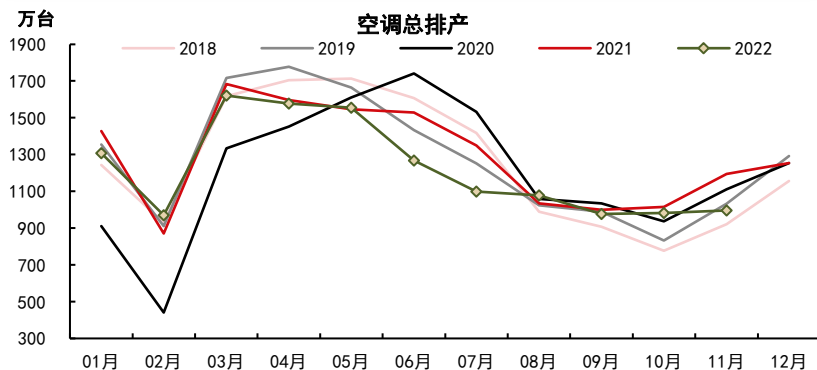


洗衣机库存处于低位

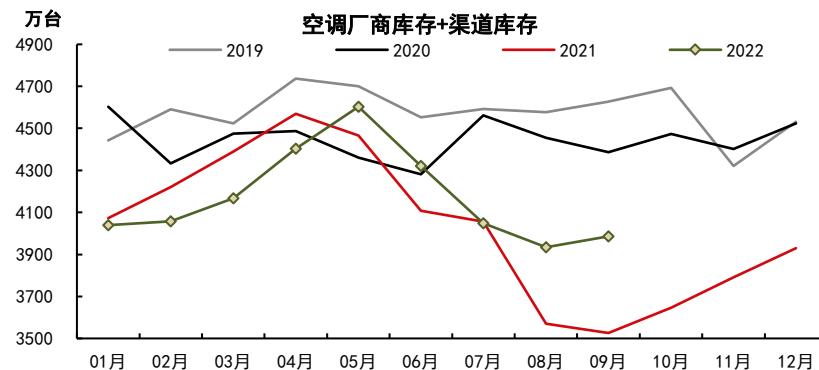


四、制造业需求——空调：排产与库存

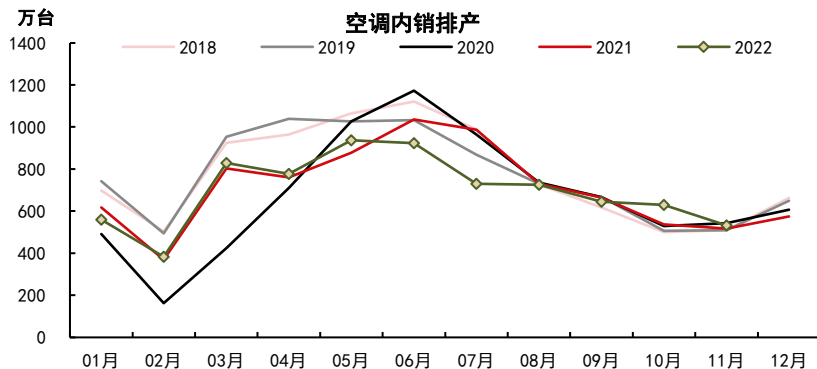
11月空调排产996万台，同比-16.7%



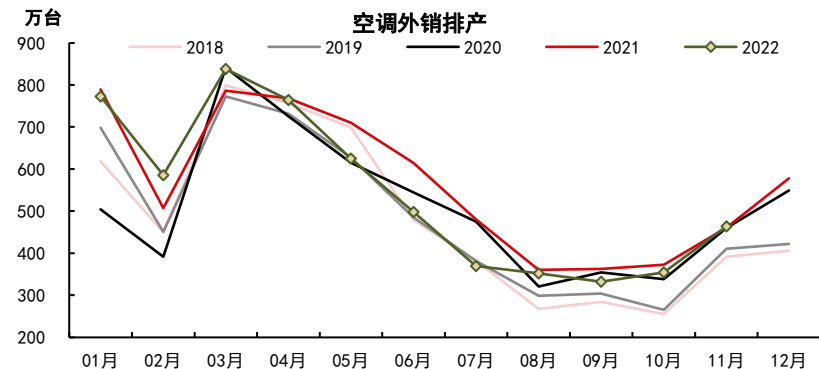
9月空调总库存3987万台，同比+13.0%



11月空调内销排产532万台，同比+2.9%



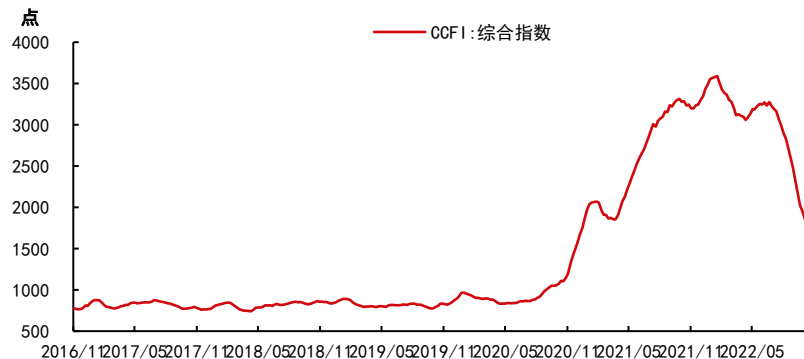
10月空调外销排产463万台，同比+0.8%



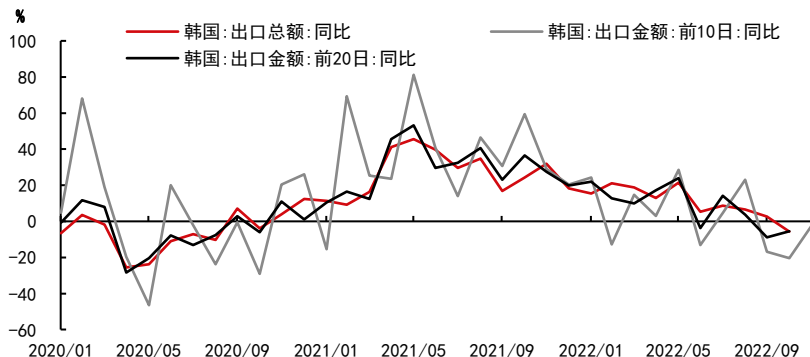
四、制造业需求——出口（高频）：邻国出口增速跌幅收窄

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。
- **10月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比有所回落，而外贸同比回升幅度较小，结合韩国11月前10日出口数据跌幅显著收窄，反映当前外需下滑可控。**

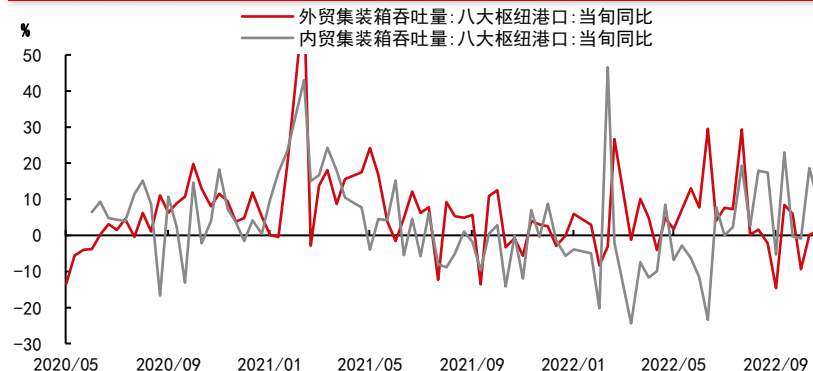
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国11月前10日出口同比-2.8%



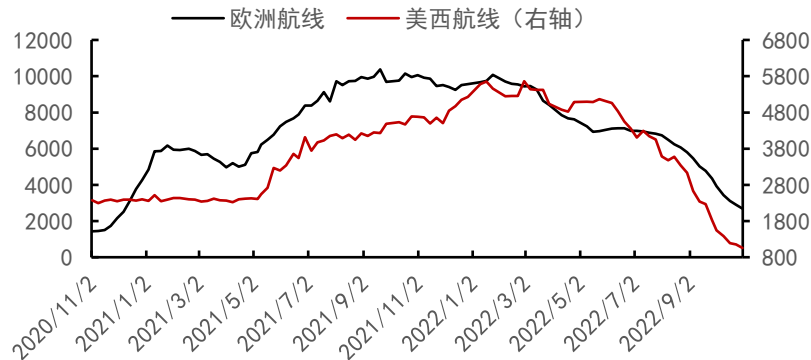
高频同步指标：10月下旬内贸集装箱吞吐量有所回落



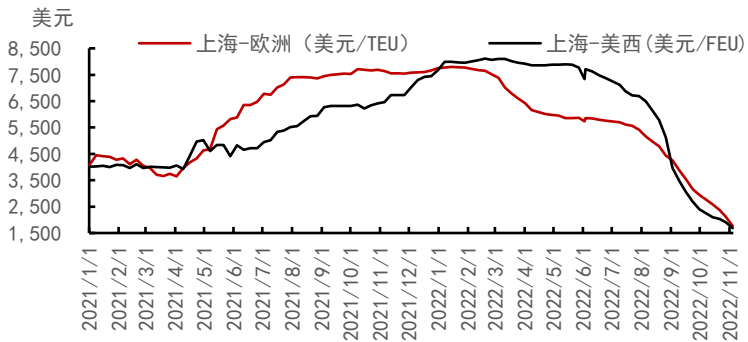
集装箱：上海出口运费继续回落，FBX运费出现反弹

- **上海出口集装箱结算运价指数 (SCFIS)：**10月30日SCFIS美西线收于1058.9点，环比回落8.9%；欧线运费收于2686.26，环比回落7.5%
- **FBX：**11月4日收于3033点，环比上周回落8.9%
 - 中国-欧洲航线运价收于4575美元/FEU，环比上周回落5.1%
 - 上海-美西港口运价收于1950美元/FEU，环比上周回落21.8%
 - 美东航线运费降至5135美元/FEU，环比回落9.0%
- **SCFI：**11月4日收于1579.21点，环比下降7.0%
 - 上海至欧洲运价为1763美元/TEU，环比下降16.1%
 - 上海至美西为1681美元/FEU，环比下降11.6%

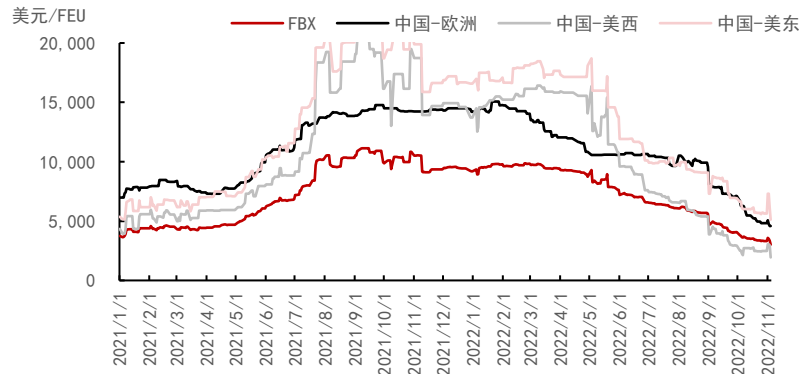
SCFIS：欧线和美线继续回落



SCFI：欧洲航线运价环比跌幅超15%



FBX反弹后再度回落



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝