

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美国市场加息预期与联储趋于一致，国内经济筑底基本完成

——大宗商品宏观&中观周度观察20230102

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。

- **市场与联储分歧边际收敛。**上月中下旬美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间。美联储加息步伐或继续放缓，但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先11月推迟至12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。
- **房价跌势边际收敛，成屋签约销售连续六月下跌。**10月美国20大中城市CS房价指数环比回落0.52%，好于预期-1.2%；房价同比进一步回落至8.64%，创2020年年末以来新低。成屋销售方面，11月美国成屋签约销售指数环比回落4%，连续六月下跌，暗示成屋销售或将进一步转冷。新屋开工方面，美国11月新屋开工年化环比回落0.49%。细分中，单户住宅开工年化下降3.5万套；多户住宅年化上升2.7万套，或对应美国11月非制造业PMI短暂韧性。营建许可方面，单户住宅营建许可继续回落，多户住宅见顶回落。尽管多户住宅建设单方面向好，但单户住宅的大幅转冷仍使美国地产端承压。
- **物价与物流缓解带来制造业边际改善。**12月芝加哥联储PMI44.9（预期40，前值37.2）；里士满联储制造业指数1（预期-10，前值-9）。从里士满联储制造业指数细分来看，供应商响应时间大幅收缩、物价增幅边际收窄，供应端改善带来制造业指数向好。然而，从订单状况来看，12月新订单仅收缩边际收窄，积压订单仍深度收缩。从同步状况来看，产能利用率连续收缩，而劳工持续紧俏：薪资增长仍然高企，雇员数持续持平。地方联储制造业指数显示美国制造业前瞻与同步仍然存忧，12月ISM制造业PMI或边际改善，但细分担忧仍存。

- **社融：社融持续偏弱，回暖仍需时间。** 11月新增社融19900亿元，同比少增6083亿元，低于市场预期。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（2）地产销售偏弱。
- **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：投资创年内新低，到位资金进一步恶化。** 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。
- **12月PMI数据预示经济基本筑底完成。** 12月以来，虽然疫情管控放开对物流和人员流动的限制减少，但由于感染人数的快速上涨使得整体经济产需两端同步走弱。供给端的表现是企业人员上岗情况受到因病减员的影响，需求端的表现是PMI新订单指数连续三个月下跌。近期疫情逐渐迎来拐点，预计12月将是近期的经济底，2023年国内经济有望快速回升。

■ 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，预计春节前下游需求仍持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求回升，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，随着近期疫情管控优化，11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：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月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比有所回升，但考虑到韩国12月出口数据跌幅有所缩小，反映当前外需压力有望缓解。

■ 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有所减少，当前外需压力缓解。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 **加息步伐放缓，仍待通胀缓解**

美国宏观&中观 **市场联储分歧收敛，地产继续转冷**

欧洲经济 **ECB加息放缓，收缩边际收敛**

疫情跟踪 **全球疫情好转**

一、海外总览：加息步伐放缓，仍待通胀缓解

- 加息步伐放缓，仍待通胀缓解。**上月中下旬，美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间，美联储加息进程或已进入尾声。但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先今年11月推迟至今年12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。地产方面，美国房价下行边际收敛：10月美国20大中城市CS房价指数环比回落好于预期；但同比进一步回落至8.64%，创2020年年末以来新低。成屋销售方面，11月美国成屋签约销售指数环比回落4%，连续六月下跌，暗示成屋销售或将进一步转冷。芝加哥与里士满联储制造业指数显示，12月美国制造业收缩边际收敛，或主要得益于物流与物价的改善，然而新订单低迷、劳动力紧俏等问题仍然存在，预计12月美国制造业PMI录得类似细分结构，关注周五美国非农数据。

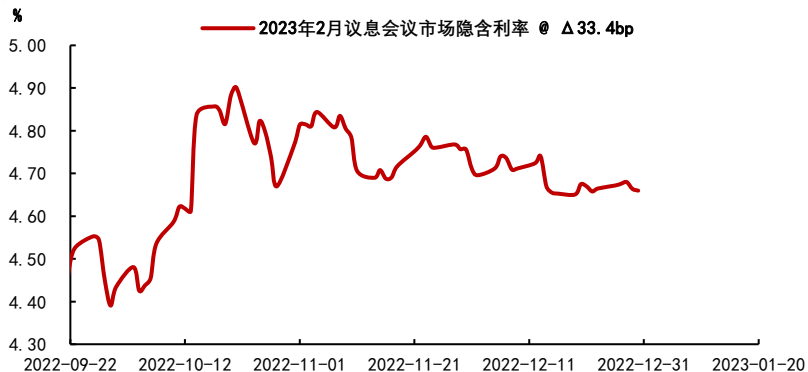
全球制造业PMI

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	未公布	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	未公布	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	47.4	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	48.9	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	未公布	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	未公布	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	未公布	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	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
澳大利亚	未公布	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
英国	未公布	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
日本	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
中国	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4
印度	44.7	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9
巴西	未公布	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3
俄罗斯	未公布	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3
南非	未公布	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5
越南	未公布	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8

二、美联储加息预期观测：市场与联储分歧边际收敛

- 市场与联储分歧边际收敛。**上月中下旬美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间。美联储加息步伐或继续放缓，但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先11月推迟至12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。

市场预计明年2月联储大概率加息25bp

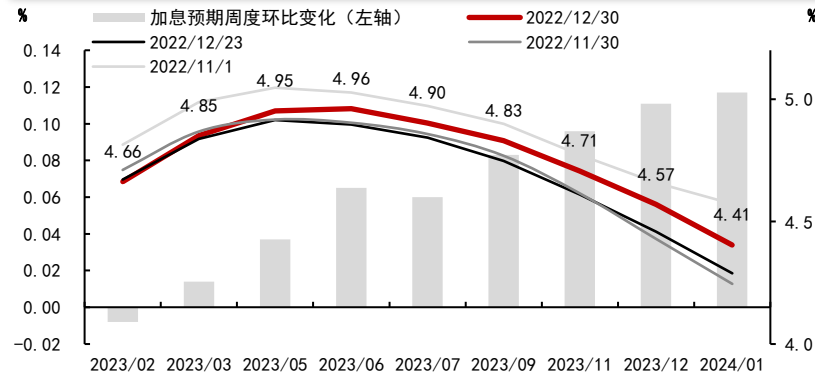


市场预计联储行动大概率更为温和

市场计价利率区间概率 (2022-12-30)

会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-02					70%	30%		
2023-03					14%	62%	24%	
2023-05					9%	44%	38%	9%
2023-06					8%	42%	39%	11%
2023-07				2%	16%	41%	32%	8%
2023-09			1%	6%	24%	38%	25%	6%
2023-11			3%	13%	30%	33%	17%	4%
2023-12		2%	9%	23%	32%	23%	9%	2%

加息预期曲线较上周小幅上移



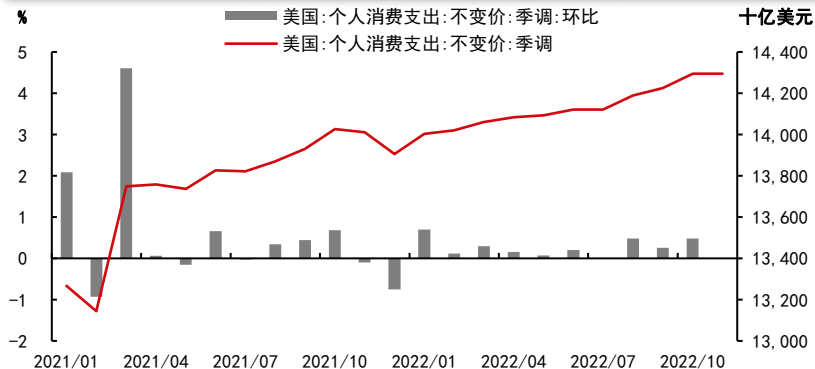
二、美国个人消费支出：支出环比持平，PCE指数再度降温

- **支出环比持平，PCE指数再度降温。** 11月PCE物价指数同比回落至5.5%（前值6.1%），核心PCE指数同比降至4.7%（前值5.0%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。11月个人消费支出环比基本持平，细分项目中，商品支出环比回落，服务支出维持增长。长期来看，商品与服务支出趋势背离，或继续带动PCE指数中商品与服务细分走势分化；整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，而阻碍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。

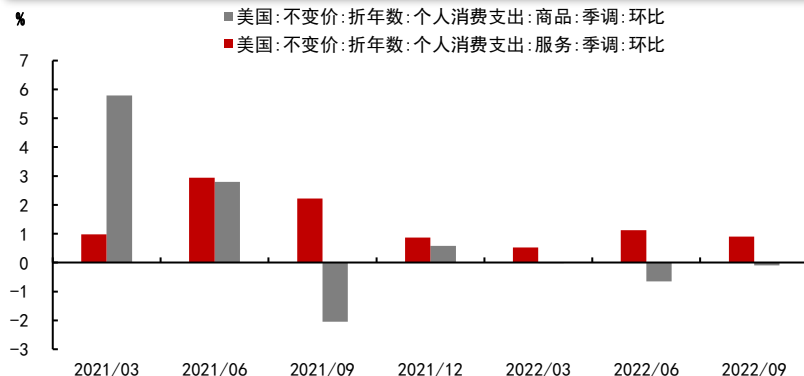
11月PCE物价指数增速基本符合预期



11月个人消费支出环比基本持平



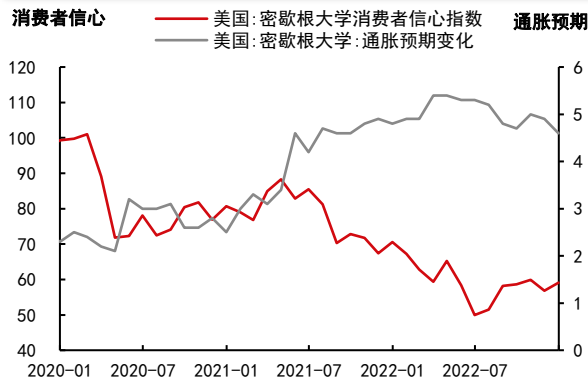
商品与服务支出背离



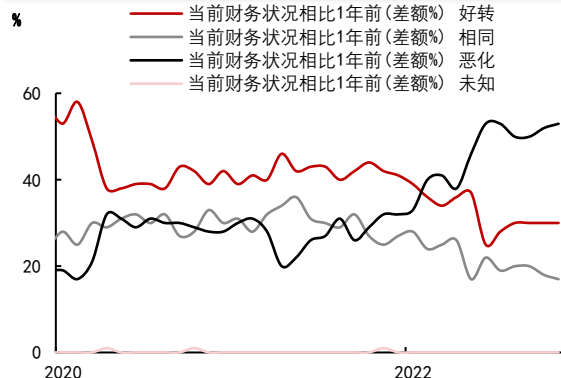
二、美国消费：美国消费者信心边际好转

- **美国消费者信心边际好转。**美国12月消费者信心录得59.1（预期56.9，前值56.8），消费者通胀预期由4.9%下降至4.6%，信心边际向好或主要受到能源价格回落提振。随着各类因素带来的商品溢价逐步回落，消费者通胀预期的降温或带来后续需求端的边际缓和，但该向好或受到生产供给端的修复程度限制。从细分来看，截至11月，大型家用耐用品与房屋购买景气信心仍未出现趋势性好转，仍有过半的受访者认为当前财务状况恶化、83%受访者认为当前并不是购入房屋好时机。

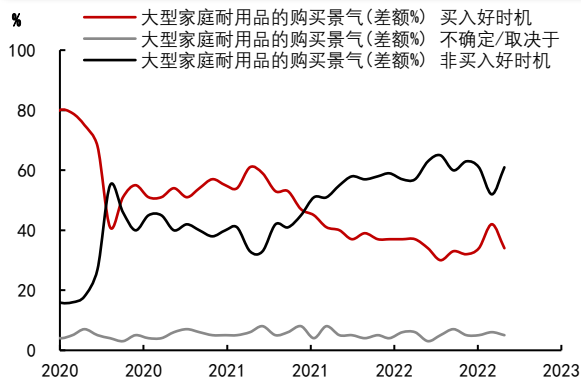
美国消费者信心边际好转



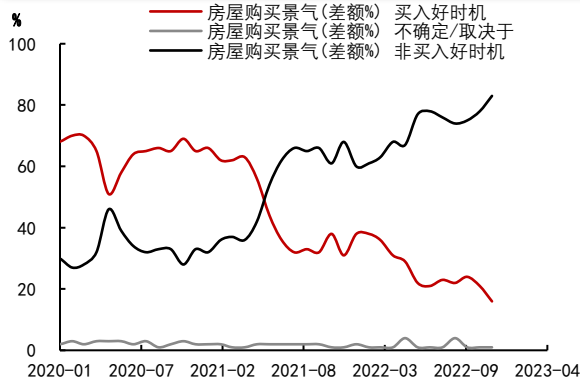
过半的受访者认为当前财务状况恶化



大型家用耐用品购买景气未好转

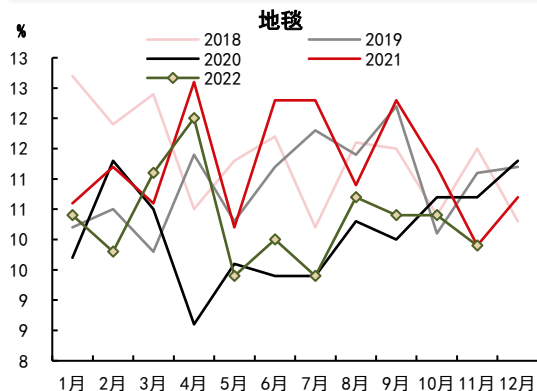


房屋购买景气未好转

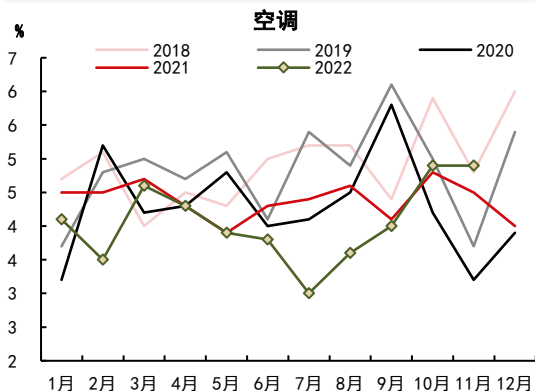


二、美国消费：消费旺季结束，购买计划回落

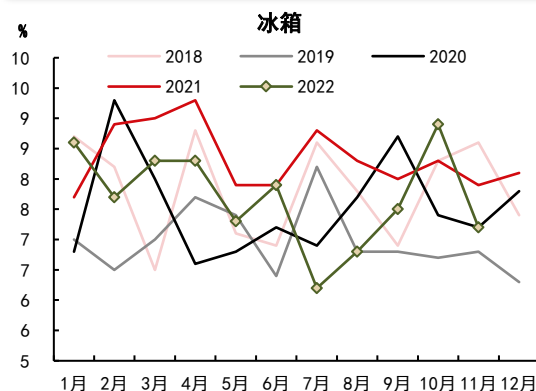
地毯购买计划占比



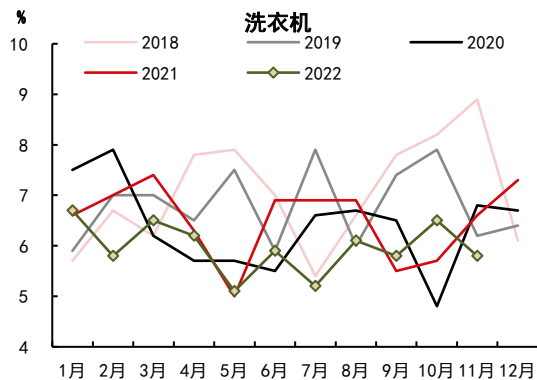
空调购买计划占比



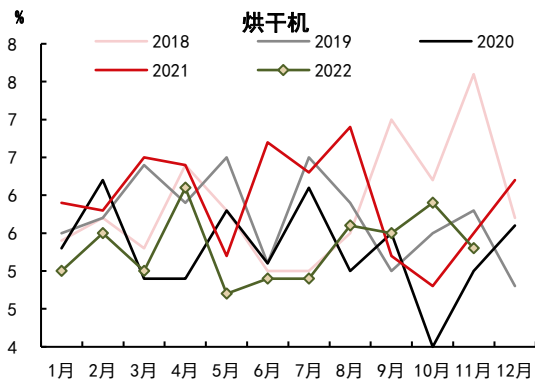
冰箱购买计划占比



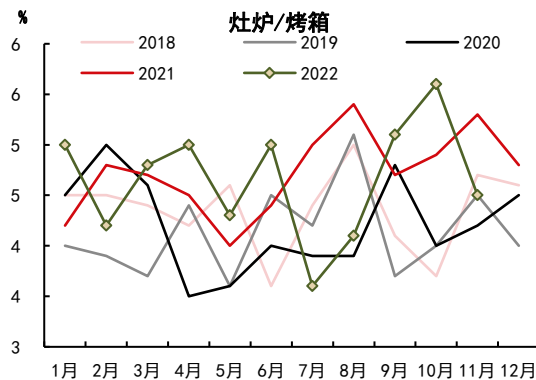
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



灶炉/烤箱购买计划占比

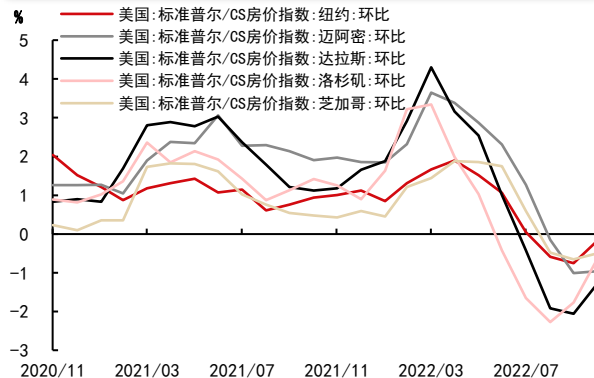


二、美国地产：房价跌势边际收敛，成屋签约销售连续六月下跌

■ 房价跌势边际收敛，成屋签约销售

连续六月下跌。10月美国20大中城市CS房价指数环比回落0.52%，好于预期-1.2%；房价同比进一步回落至8.64%，创2020年年末以来新低。**成屋销售方面**，11月美国成屋签约销售指数环比回落4%，连续六月下跌，暗示成屋销售或将进一步转冷。**新屋开工方面**，美国11月新屋开工年化环比回落0.49%。细分中，单户住宅开工年化下降3.5万套；多户住宅年化上升2.7万套，或对应美国11月非制造业PMI短暂韧性。**营建许可方面**，单户住宅营建许可继续回落，多户住宅见顶回落。尽管多户住宅建设单方面向好，但单户住宅的大幅转冷仍使美国地产端承压。

10月美国房价下行边际收敛



成屋签约销售暗示成屋销售将继续下行



单、多户住宅营建许可均下行



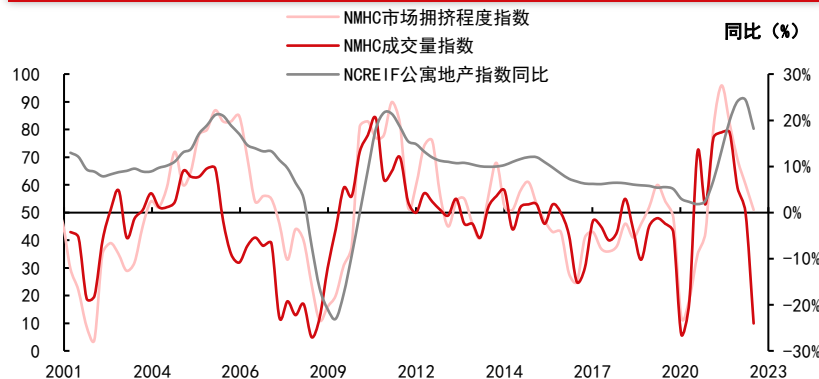
单、多户住宅开工背离



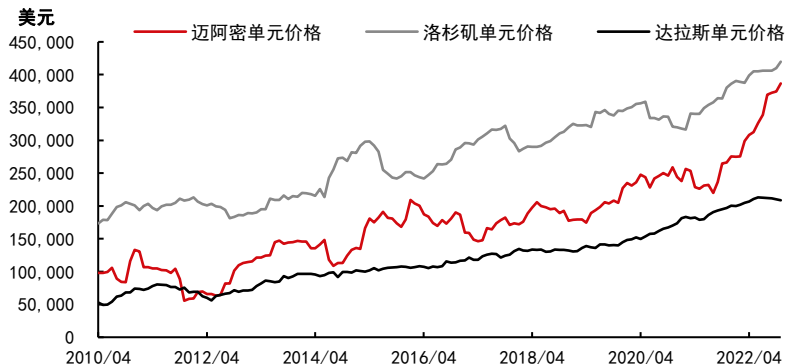
二、美国商业地产：美国商业地产量价双承压

- **美国商业地产量价双承压。** 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，11月，迈阿密、洛杉矶每单元公寓分别大幅环比上升3.2%与2.5%，达拉斯每单元价格小幅回落0.7%。在房价高企、美国消费者信心低迷之下，美国多户住宅需求下行收敛或较勉强，多户住宅发展韧性或仅来自局部地区，关注美国12月中观地产数据。

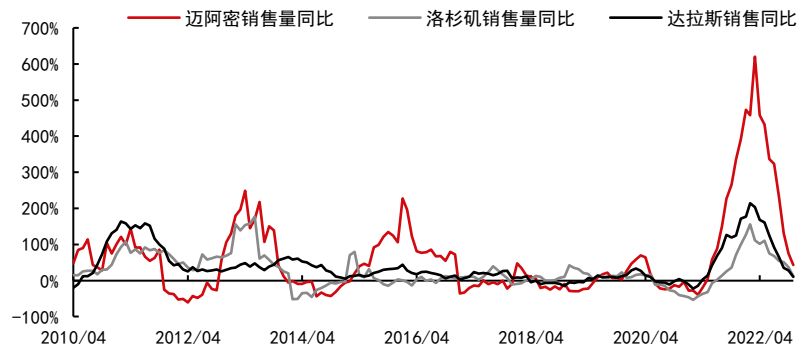
三季度多户住宅成交量大幅收缩



主要城市每单元房价增幅边际收敛



主要城市公寓销量同比增速11月继续回落



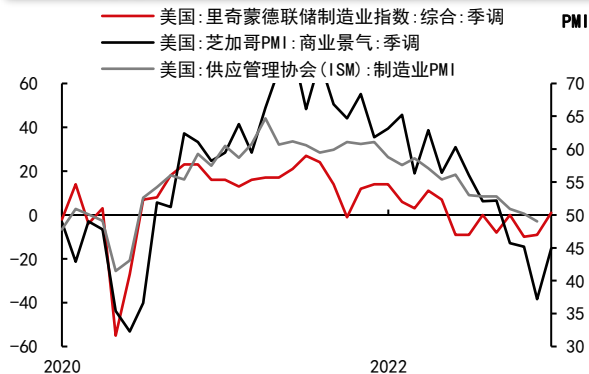
二、美国制造业：物价与物流缓解带来制造业边际改善

■ 物价与物流缓解带来制造业边际改善。12月芝加哥联储PMI44.9

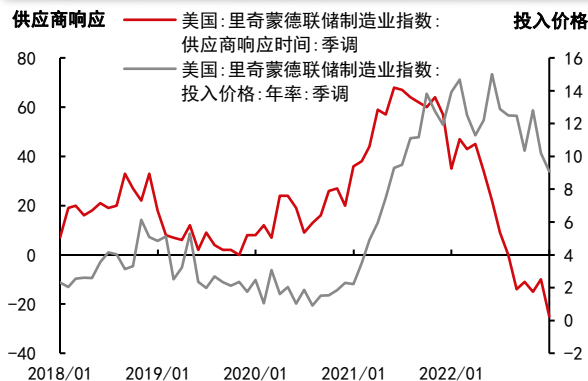
(预期40, 前值37.2)；里士满联储制造业指数1 (预期-10, 前值-9)。从里士满联储制造业指数细分来看，供应商响应时间大幅收缩、物价增幅边际收窄，供应端改善带来制造业指数向好。

然而，从订单状况来看，12月新订单仅收缩边际收窄，积压订单仍深度收缩。从同步状况来看，产能利用率连续收缩，而劳工持续紧俏：薪资增长仍然高企，雇员数持续持平。地方联储制造业指数显示美国制造业前瞻与同步仍然存忧，12月ISM制造业PMI或边际改善，但细分担忧仍存。

地方联储制造业指数收缩边际缓解



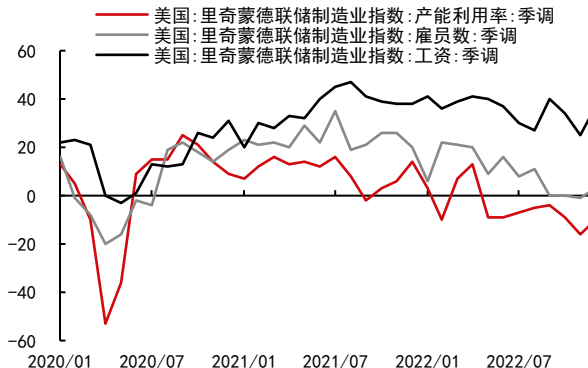
边际向好主要贡献或来自供应端改善



新订单仅边际收窄，积压订单仍收缩



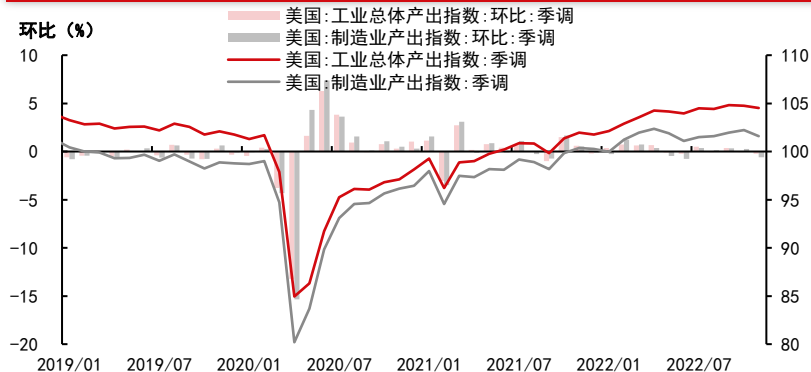
同步生产仍收缩，劳工仍然短缺



二、美国制造业：11月美国工业生产显颓势

- 11月美国工业生产显颓势。**美国11月工业总体产出指数环比下降0.22%，全部工业利用率由79.92%降至79.66%；制造业产出指数环比下降0.6%，利用率由79.48%降至78.94%。采矿业生产环比下降0.7%，公用事业环比上升3.6%。从工业生产细分来看，地产相关产品例如，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，而机械与汽车及零部件工业生产呈现韧性。
- 经济下行预期或打开美国工业生产下行通道。**美国工业生产上行趋势受前值修正而收敛，从美国11月工业生产数据初值来看，当前美国工业生产或将逐步见顶。在新订单弱勢的背景下，美国工业生产或将逐步打开下行通道。

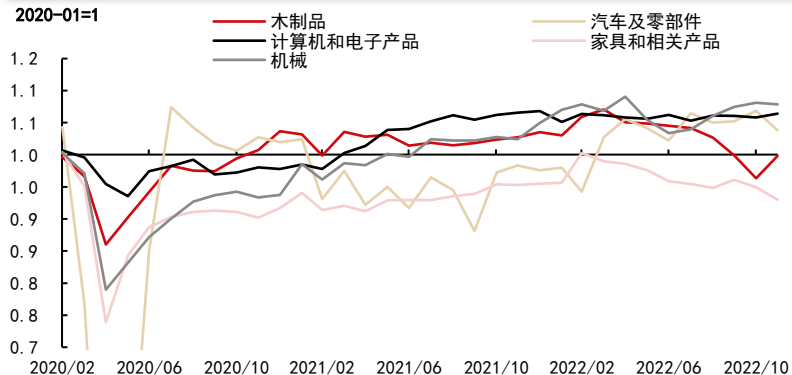
美国11月工业总体产出指数环比下降



11月美国工业生产显颓势

	生产指数环比			产能利用率			
	2022-11	2022-10	2022-09	2022-11	2022-10	2022-09	
工业总体	-0.2	-0.1	0.4	79.7	79.9	80.1	
制造业	-0.6	0.3	0.3	78.9	79.5	79.3	
采矿业	-0.7	-0.7	1.8	88.2	88.9	89.6	
公用事业	3.6	-1.3	-2.0	74.4	72.0	73.1	
建筑	-0.2	-0.4	0.6	非金属矿物	80.6	81.7	82.1
材料	-0.1	-0.6	0.6	耐用品	77.6	78.2	78.0
企业设备	-0.8	0.5	0.7	机械	85.3	85.6	85.1
消费品	-0.4	0.7	-0.1	非耐用品	80.7	81.2	81.1

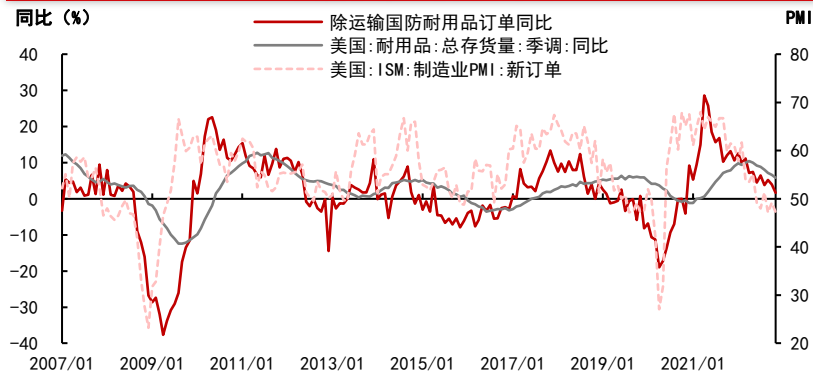
机械、汽车相关工业生产呈现韧性



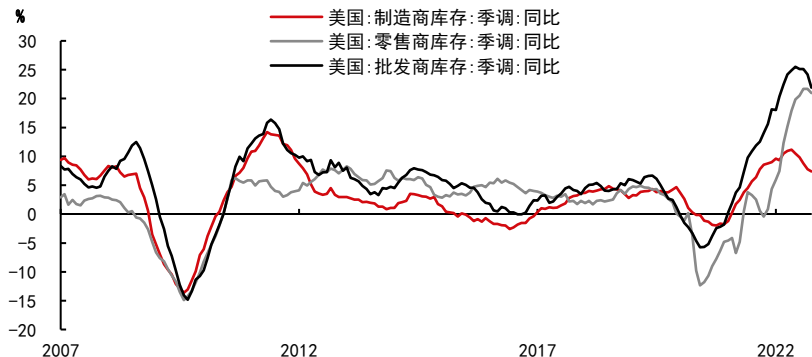
二、美国库存周期：美国进入去库周期

- **美国进入去库周期。** 11月耐用品新增订单环比回落2.09%，除运输外新订单环比上升0.2%，显示11月耐用品新订单回落主要带动来自于运输设备。而除去国防与运输耐用品新订单环比回落0.43%，制造业耐用品新订单上升已显颓势，与PMI一致。从库存周期来看，耐用品新订单、库存同比增速11月继续下行，美国制造业已进入去库周期，后续订单或跟随制造业新订单PMI。另外，美国批发商与零售商状况近似，显示本轮补库周期已基本结束，后续各大销售环节去库、地产转冷或将拖累美国GDP表现。

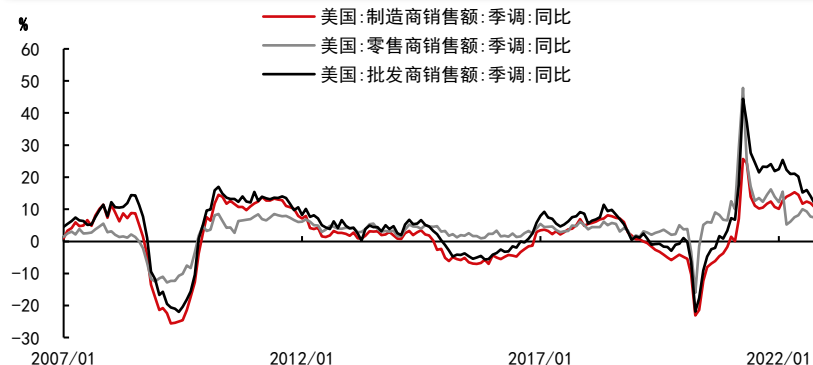
制造业进入去库周期



美国各大销售环节均开启去库周期

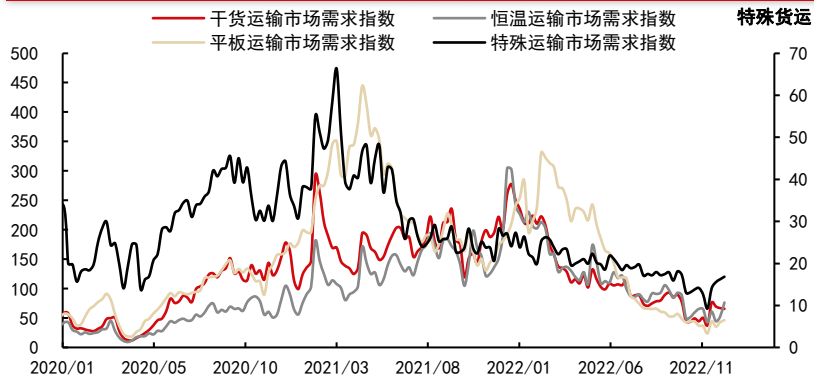


美国各大销售环节销售额同比见顶回落

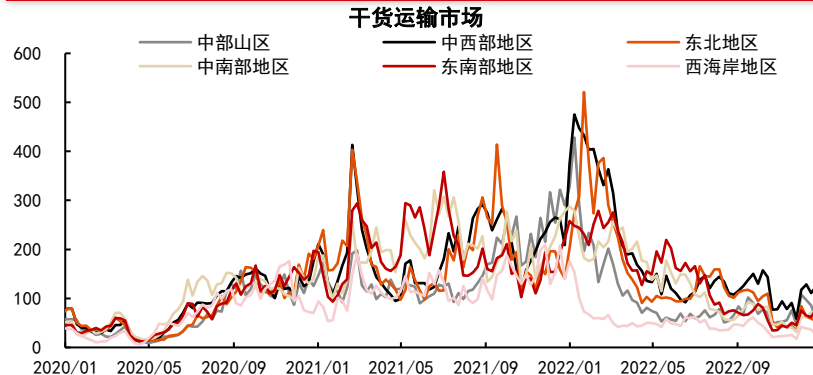


二、美国货运：货运需求季节性上升

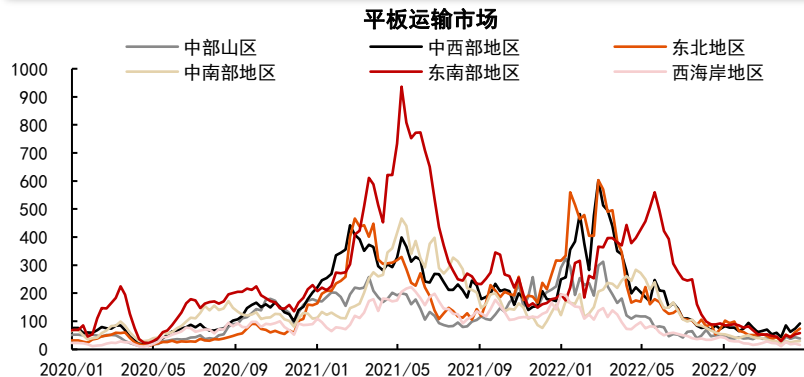
各类市场货运需求指数



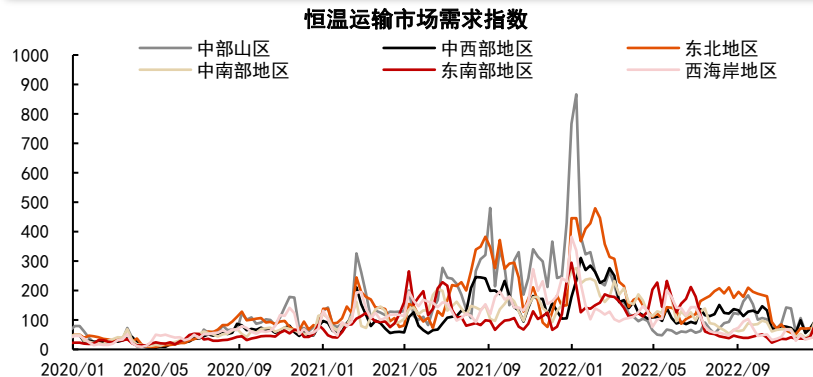
干货运输市场



平板运输市场

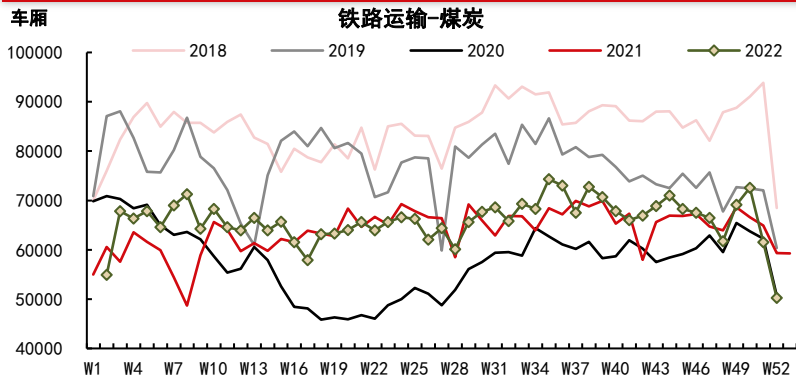


恒温运输市场

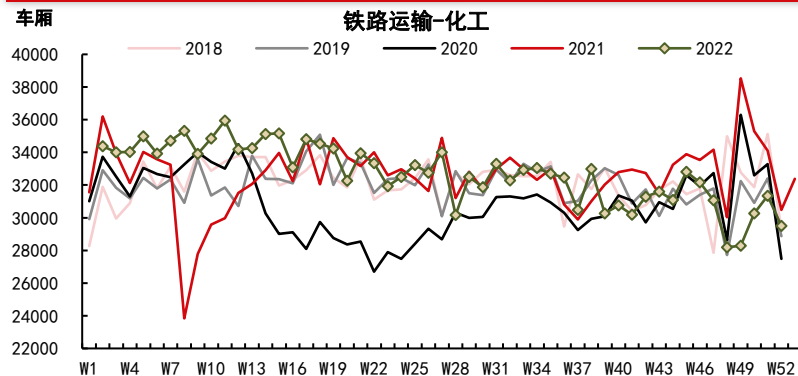


二、美国货运：铁路运输机动车仍弱于季节性

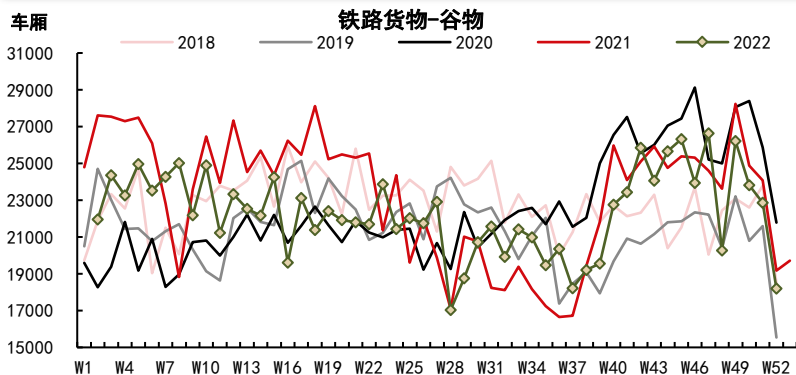
铁路周度运输量——煤炭



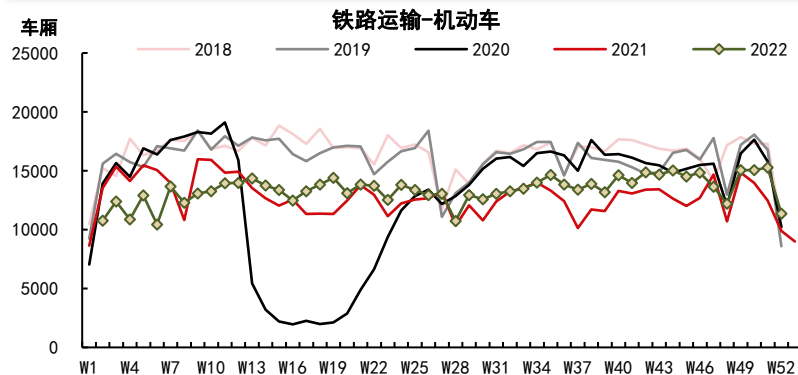
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



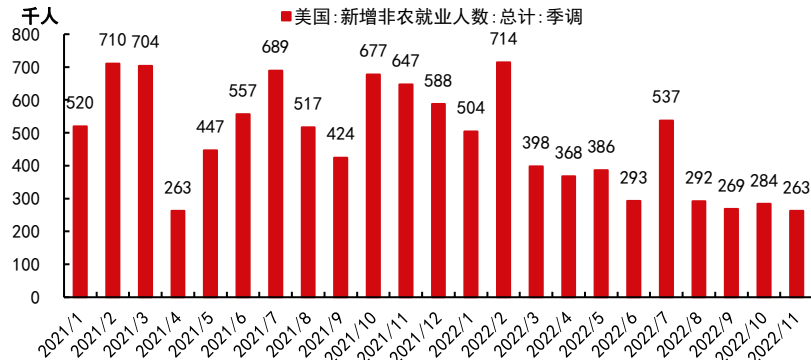
铁路周度运输量——机动车



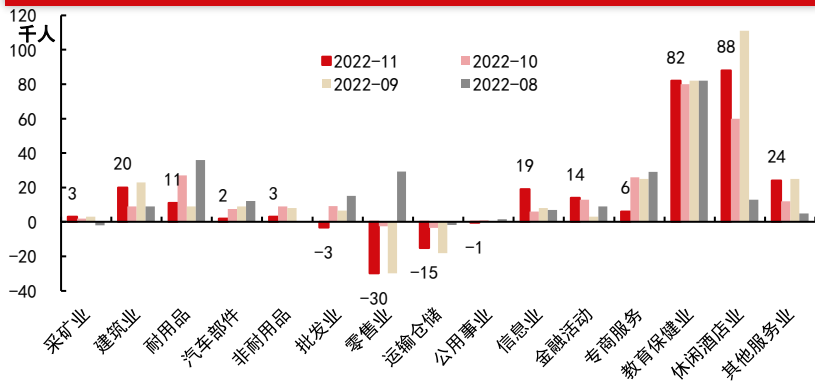
二、美国劳动力：就业市场“降温” 仍需时间

- **美国11月非农新增人数26.3万人，预期20万人。**主要贡献来自于休闲酒店业(+8.8万)、医疗保健业(+4.5万)及政府公用事业(+4.2万)，而零售业(-3万)及运输仓储业(-1.5万)出现裁员，或与美国零售库存周期进程相关：当前美国零售商库存同比增速即将见顶，批发商与制造商库存同比见顶回落；在需求疲软的背景下，零售与货运需求走弱，美国本轮补库已进入尾声。
- **失业率与劳动参与率仍然较低。**11月失业率持平于3.7%，劳动力参与率由62.2%下降至62.1%，显示劳动力市场的边际变化依然紧俏，并支撑薪资环比增速、短期内升温市场加息预期。

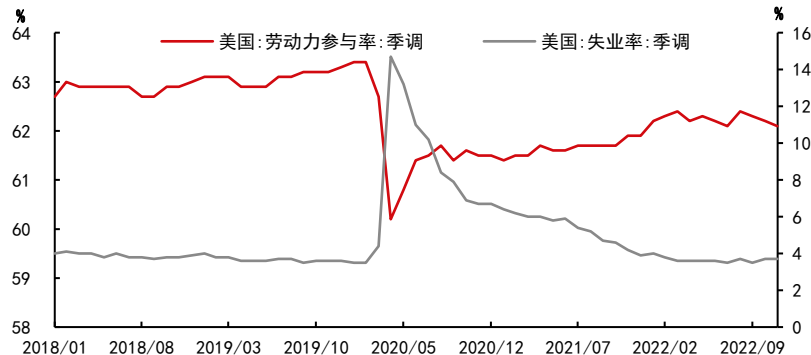
美国11月非农新增人数26.3万人



新增非农行业细分



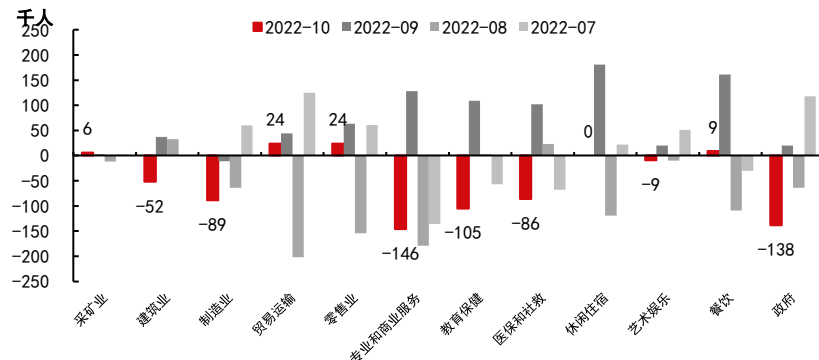
失业率与劳动参与率仍然较低



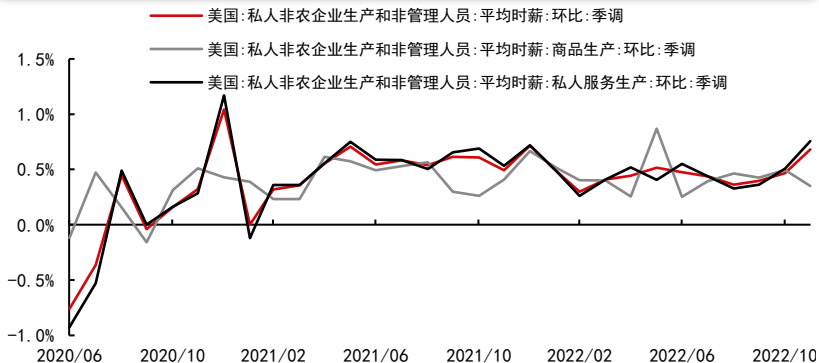
二、美国劳动力：就业市场“降温”仍需时间

- 10月职位空缺小幅下滑。**JOLTS美国10月职位空缺减少。10月职位空缺数由前值1068.7万下降至1033.4万，单个求职者约有1.7个职位空缺，低于9月份的1.9个，主要是由于州和地方政府、非耐用品制造业和联邦政府的职位空缺数量有所下降。随着职位空缺的减少，劳动力流动指标表明尽管速度缓慢，当前美国过热的就业市场可能正在降温。数据显示，10月雇佣和离职人数下降，离职率降至17个月以来最低水平，裁员人数小幅上升。
- 就业市场“降温”仍需时间。**从长期名义薪资环比增速来看，劳动力市场目前紧俏依旧，商品生产薪资环比或已见顶，但服务生产薪资环比的提升带动了整体名义薪资水平。服务生产工时与上月持平，商品生产工时边际收缩，与制造业PMI走势相符。但劳动力参与率仍然低迷，就业市场薪资水平仍存在快速上升的可能性。

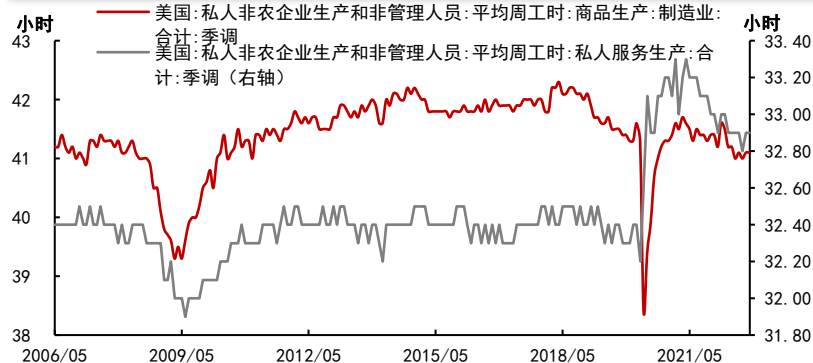
10月职位空缺小幅下滑



服务生产薪资带动整体薪资



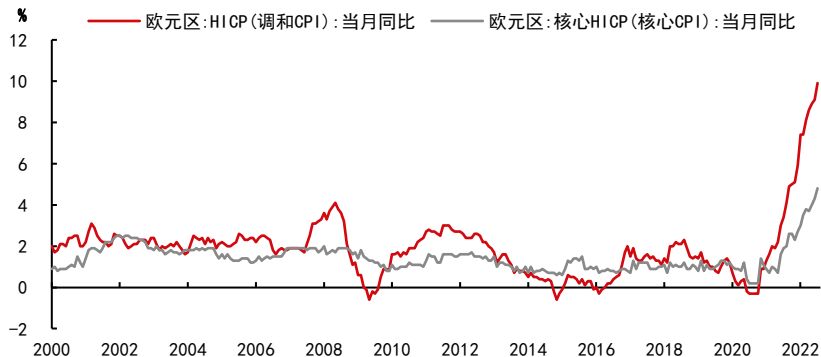
10月商品生产工时增速下滑



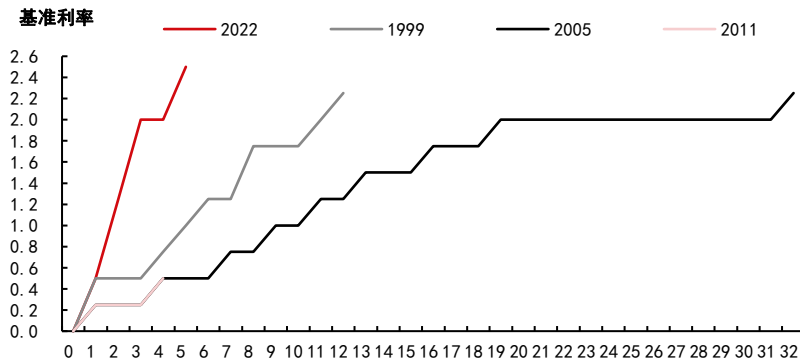
三、欧洲加息：12月放缓加息步伐，但未来加息继续

- **欧央行放缓加息步伐至50bp，并表明未来将继续加息。**欧元区、英国及瑞士央行均于本周宣布加息50bp。欧央行行长拉加德表示，目前的加息节奏放缓并不意味着加息即将停止，并且由于1-2月是许多人续签年度公用事业合同的时间，预计欧洲价格压力将于2023年初再次激增。拉加德同时承诺将于明年2月、3月至少再加息两次50bp。
- **拉加德对于加息的强硬态度或反映出欧洲更为棘手的通胀问题。**欧元区作为单一货币集团的通胀或更多是由于能源与食品价格飙升推动的，这也是俄乌冲突的必然结果。目前欧洲仍处于高位的能源价格正影响人们的水电支出并推高其他商品及服务的价格，欧洲的通胀可能比美国更为棘手。

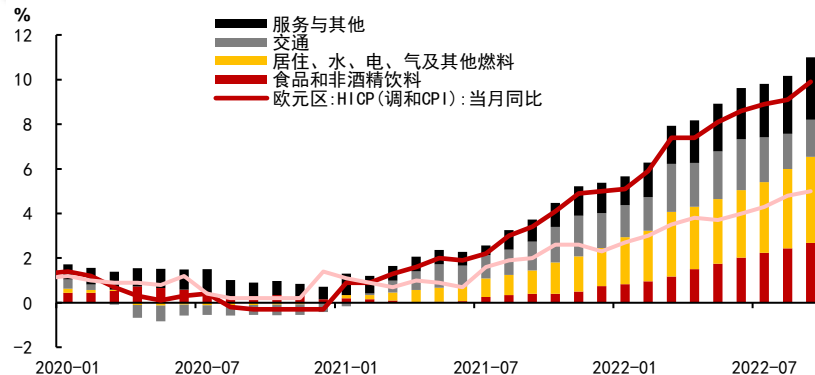
欧元区11月通胀下降



欧央行于2022年实行有史以来最激进的加息路径



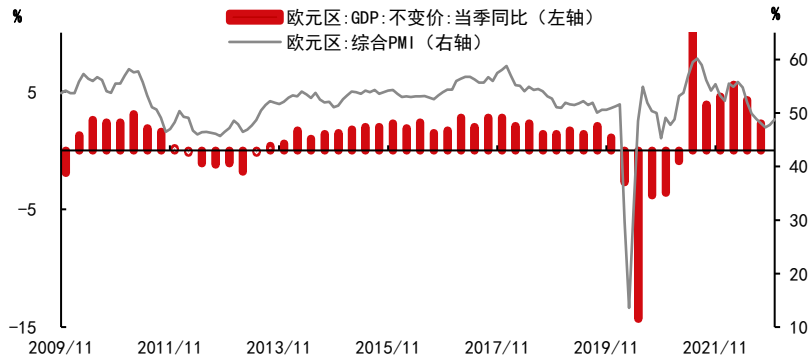
能源价格增速放缓为11月通胀下降主要原因



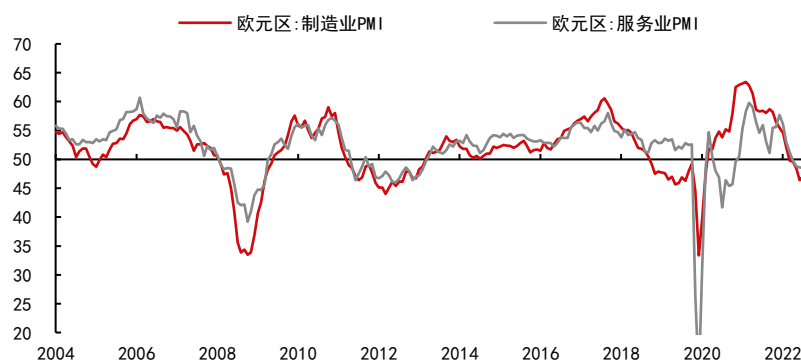
三、欧洲PMI：经济衰退速度放缓，通胀压力下降

- **欧元区经济衰退比预期温和。**欧元区12月综合PMI初值48.8（预期47.9，前值47.8），制造业PMI初值47.8（预期47.1，前值47.1），服务业PMI初值49.1（预期48.5，前值48.5）。
- **欧元区内产出普遍下降，法国的经济衰退加剧，德国制造业低迷则明显改善。**法国12月综合PMI初值从48.7下滑至48，创2014年11月以来最大降幅（排除新冠大流行期间），制造业收缩放缓被服务业自22个月以来的最大跌幅所抵消。而德国制造业与服务业的收缩速度均放缓，其中制造业的低迷受供应状况改善和对能源限制的担忧减少等影响明显缓和，德国综合PMI指数从11月份的46.3连续第二个月上升至48.9。
- **另外，随着供给改善和需求下降，制造业与服务业的投入成本通胀均降至2020年以来的最低水平。**
- **综合来看，12月PMI数据的收缩进一步预示了欧元区的经济衰退，但由于衰退速度比预期缓和，或预示着明年一季度经济衰退的速度将有所放缓。同时，通胀前景有所改善，但也意味着需求继续下滑，欧元区整体商业情绪仍较为低迷。**

欧元区经济衰退速度或放缓



欧元区12月制造业与服务业收缩均有所放缓



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 社融持续偏弱，回暖仍需时间

财政 收入增速放缓，支出跌幅扩大

基建 11月增速再度上涨，交运表现亮眼

房地产 投资创年内新低，到位资金进一步恶化

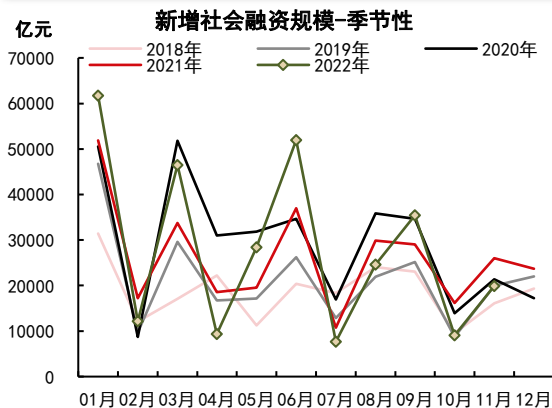
制造业 增速仍有韧性，工业利润承压

出口 海外需求回落，11月进一步下滑

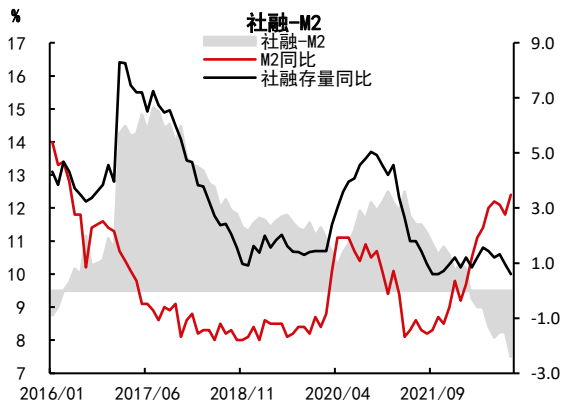
二、社融（总量）：社融持续偏弱，回暖仍需时间

- 11月新增社融19900亿元，同比少增6083亿元，低于市场预期；社融存量同比增速10.00%，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）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（2）地产销售偏弱。
- 11月M2同比增速12.4%，较上月上涨0.6个百分点；M1同比增速4.6%，较上月下跌1.2个百分点。
 - M2的增速显著上涨主要是因为：（1）疫情对预期收入的冲击使得居民更愿意通过存款来抵御未来的风险；（2）近期银行端的“理财赎回潮”让居民端把资金转成存款存在银行；（3）企业端受经营前景影响，存在将活期存款转定期存款的情况。
 - M2增速与社融增速维持倒挂，剪刀差为2.4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，资产荒仍然持续。

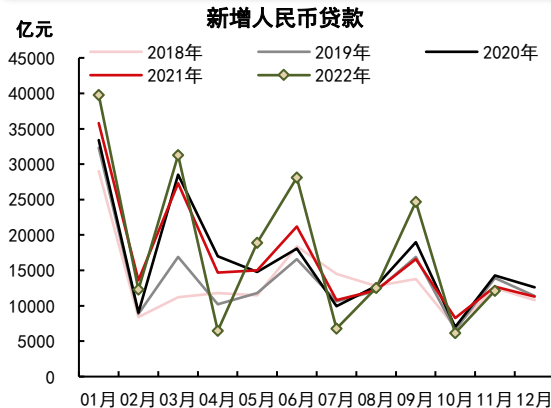
11月新增社融持续偏弱



社融-M2差值再度扩大



新增人民币贷款仍处季节性低位

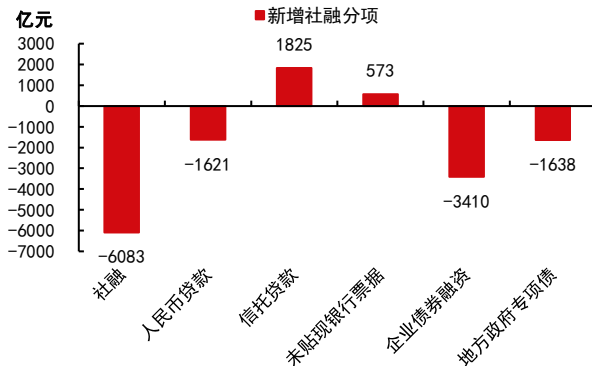


二、社融（结构）：企业中长贷持续上涨，居民购房意愿仍然较低

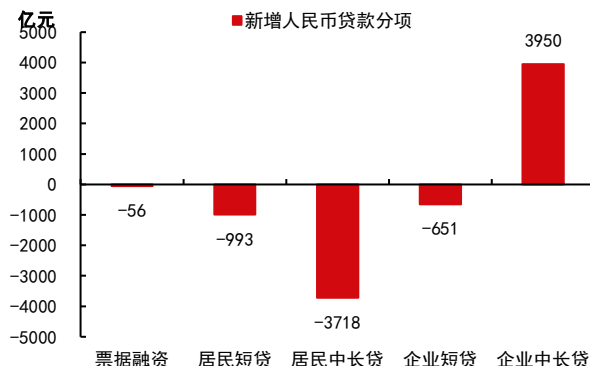
■ 从结构上看，非标贷款同比增长较多，企业债和政府债成为主要拖累项。非标贷款中的信托贷款同比多增主要反映了11月“楼市金融16条”政策主导下，保持信托等资管产品融资稳定，并允许未来半年内到期的存量信托贷款多展期1年。而企业债的同比少增反映的是理财赎回快速抬升了信用债收益率，对债券市场一级发行也带来间接影响，11月取消发行的信用债规模达到841亿元，为年内高点。

■ 居民中长期贷款增量仍然为负，但同比跌幅有所收窄，这与10月30大中城商品房销售情况同比跌幅持续偏弱是一致的。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。

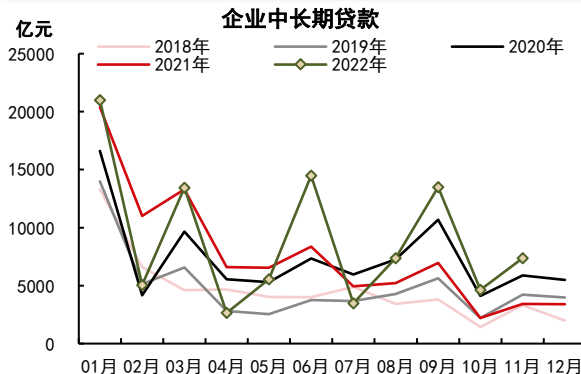
11月新增社融分项同比增减



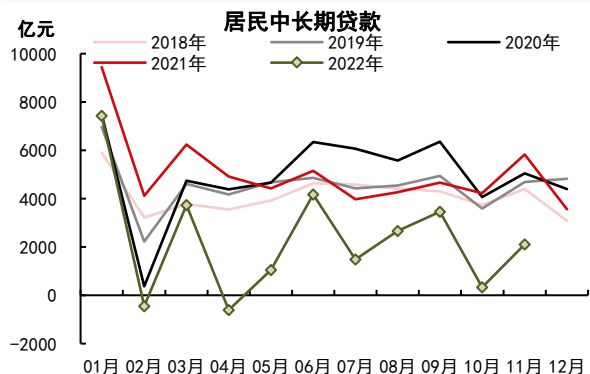
11月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款仍处高位



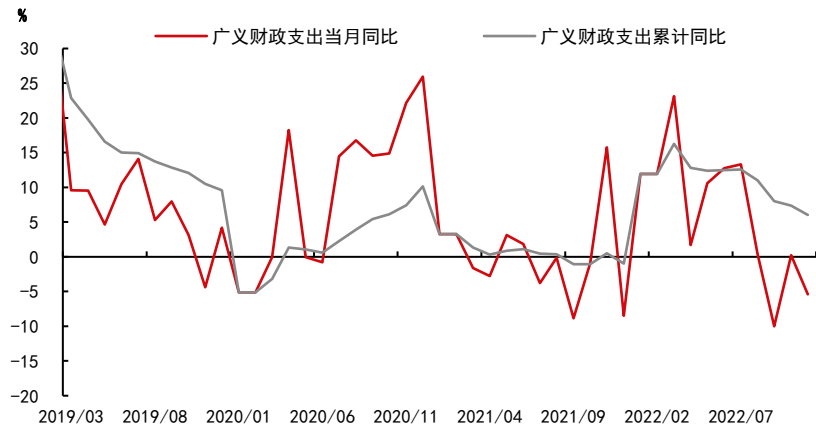
新增住房贷款跌幅收窄



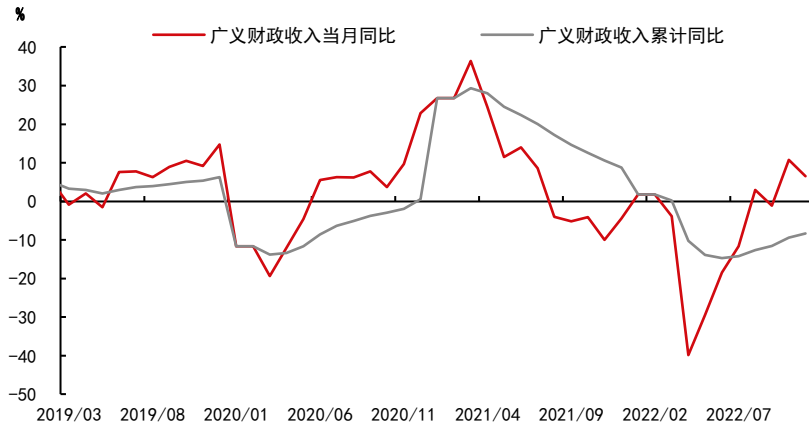
二、财政：收入增速放缓，支出跌幅扩大

- **广义财政收入增速放缓**：11月公共财政收入同比为24.6%，较10月15.7%的增速同比继续上涨；11月政府性基金收入同比为-12.7%，较10月-2.7%的跌幅相比再度扩大，背后与11月土拍成交跌幅扩大有关。
- **广义财政支出跌幅扩大**：11月广义财政支出同比增长-5.4%（前值0.2%），1-11月累计同比6.0%（前值7.4%）。
- 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。

广义财政支出跌幅扩大



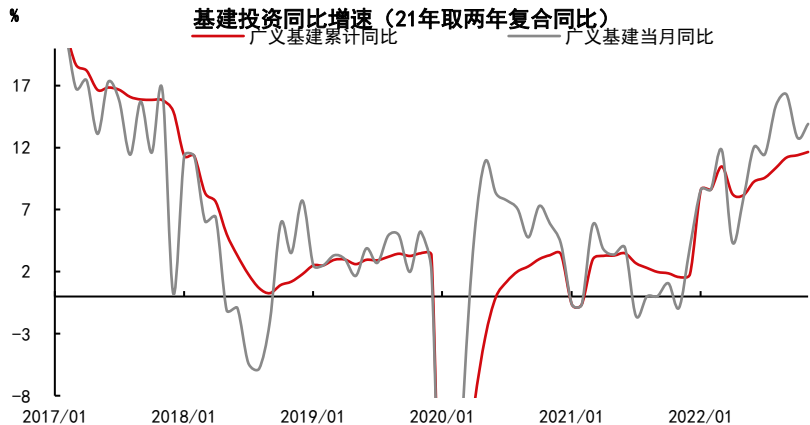
广义财政收入增速放缓



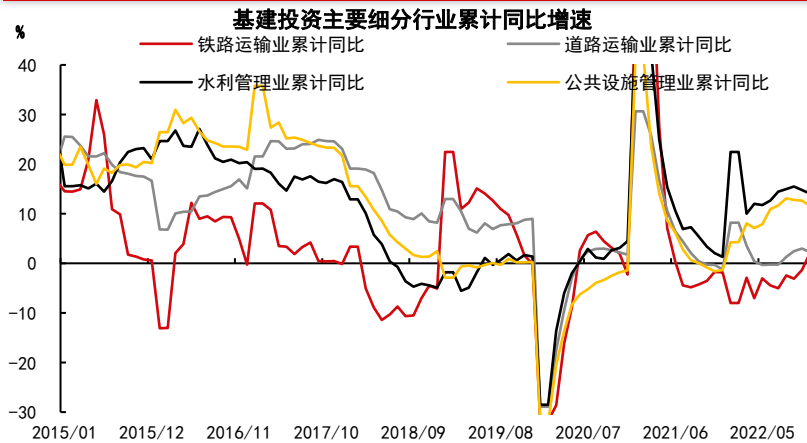
二、基建：11月增速再度上涨，交运表现亮眼

- **11月基建增速再度上涨**：1-11月基建累计同比为11.7%（前值11.4%），11月基建当月同比13.9%（前值12.8%）。
- **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19.6%，增速比1-10月份上涨0.7个百分点；公共设施管理业投资增长11.6%，增速下跌1.1个百分点；水利管理业投资增长14.1%，增速下滑0.7个百分点；铁路运输业投资上涨2.1%，涨幅显著上涨3.4个百分点；道路运输业投资上涨2.3%，增速下跌0.7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。**

1-11月基建投资同比11.7%，11月当月同比13.9%

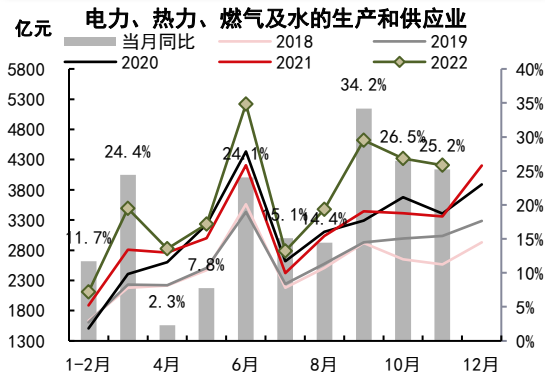


基建投资结构上有分化

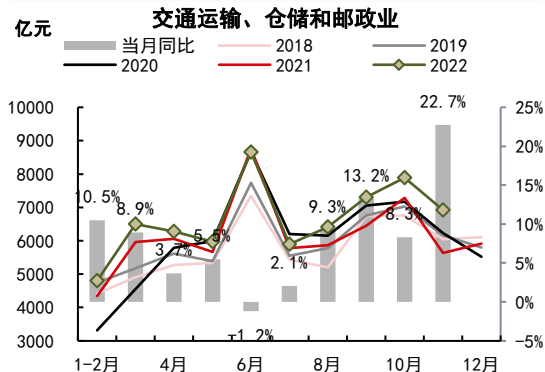


二、基建分项——三大分项增速出现显著分化

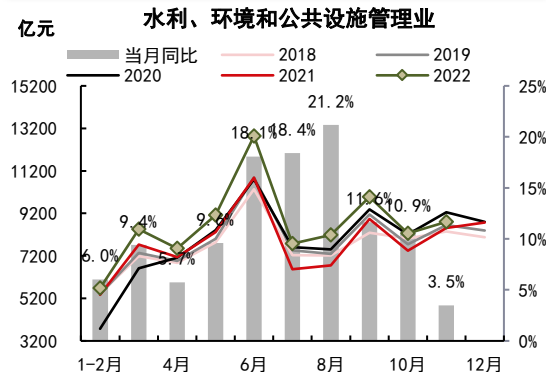
11月电力投资保持高增



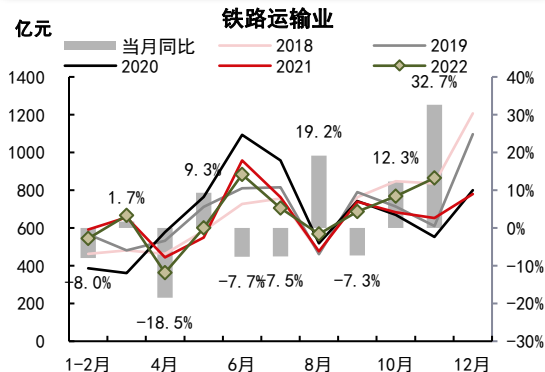
11月交通投资增速显著上涨



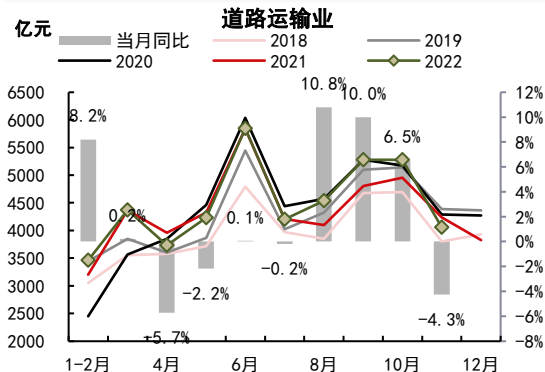
11月水利市政投资增速明显回落



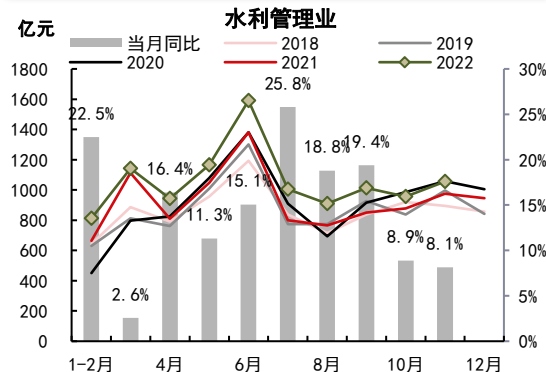
11月铁路投资增速持续反弹



11月道路投资增速大幅下跌



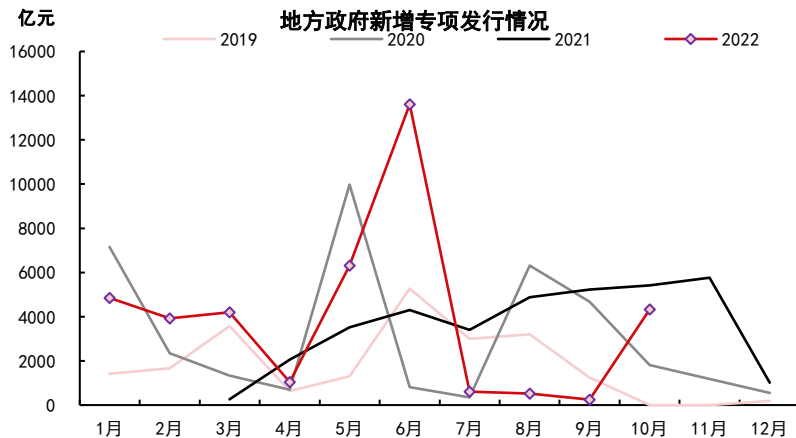
11月水利投资增速小幅回落



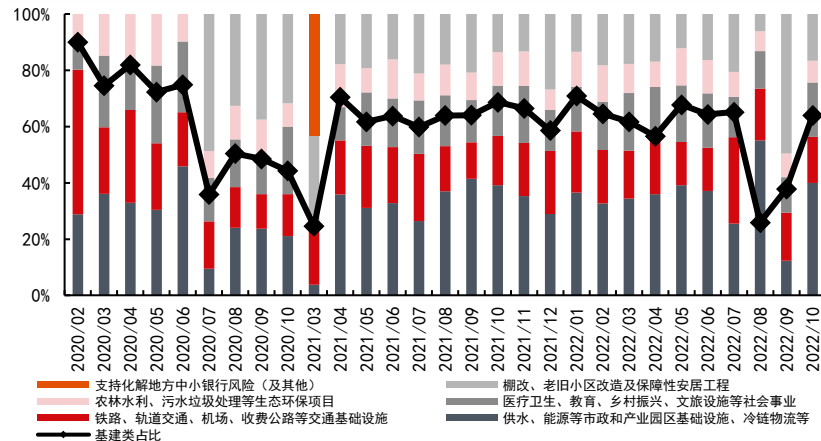
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 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，1-10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



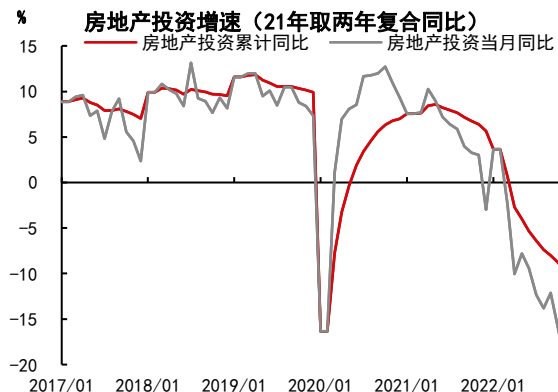
专项债资金投向情况



二、房地产：投资创年内新低，到位资金进一步恶化

- 11月地产投资跌幅创新低。1-11月地产投资累计同比-9.8%（前值-8.8%），11月当月同比-19.9%（前值-16.0%）。
- 11月房企到位资金情况进一步恶化。1-11月房地产开发企业到位资金同比下降-25.7%（前值-24.7%），10月当月同比-35.4%（前值-26.0%）。
- 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。

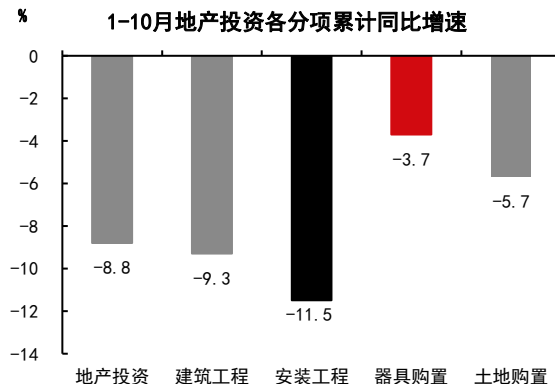
11月房地产投资跌幅创新低



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：增速仍有韧性，工业利润承压

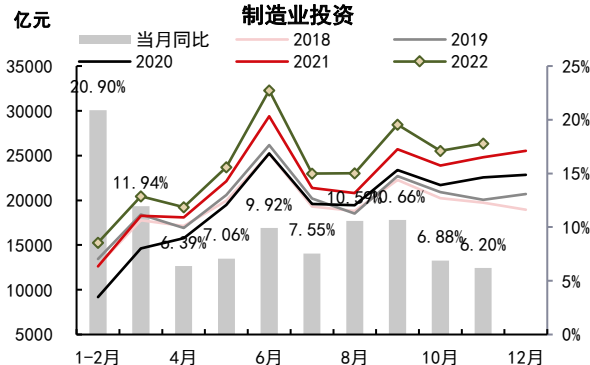
- 1-11月制造业投资同比增长9.3%（前值9.7%），三年平均同比增长为6.2%（前值5.9%），可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。我们认为货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。

- 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



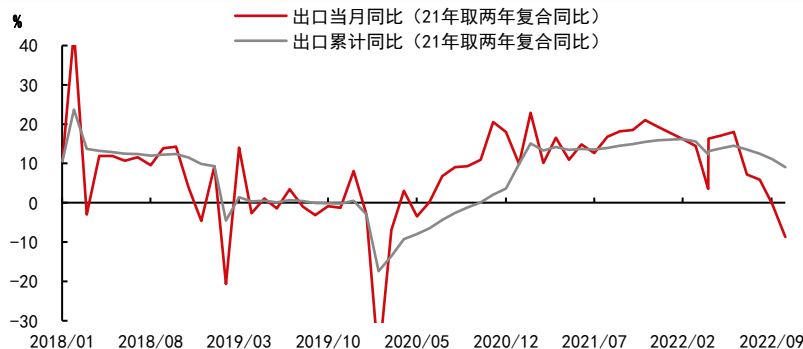
疫情导致工业企业被动累库



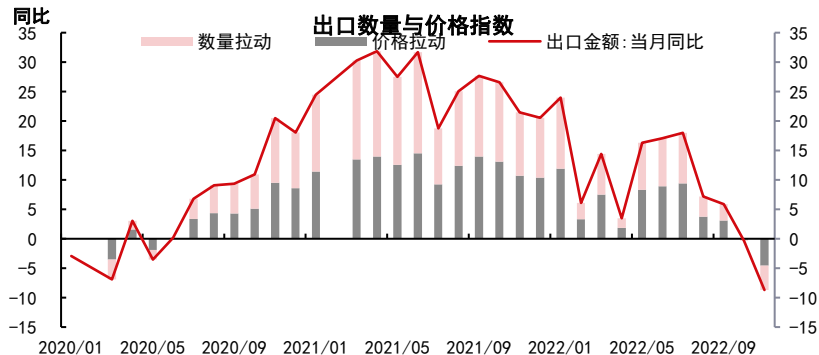
二、出口：11月进一步下滑

- 出口（以美元计）同比下降8.7%，预期下降1.5%，前值下降0.3%。进口（以美元计）同比下降10.6%，预期下降4.2%，前值下降0.7%。
- 出口增速回落的主要原因（1）去年基数高；（2）11月多地疫情散发，扰动国内工业生产。（3）美国对中国需求进一步回落。

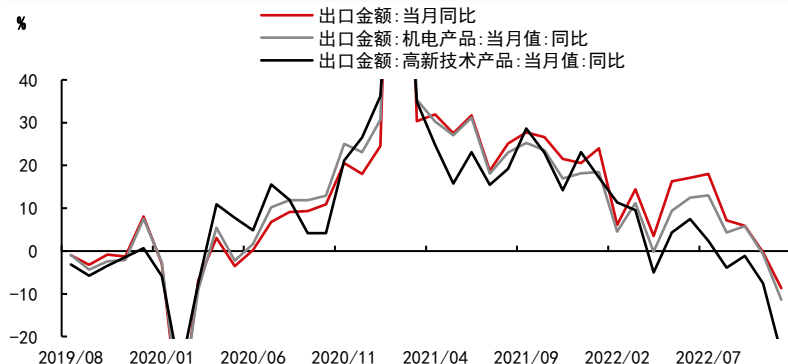
中国出口（美元计）同比增速



本次出口回调是数量和价格均起作用



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**

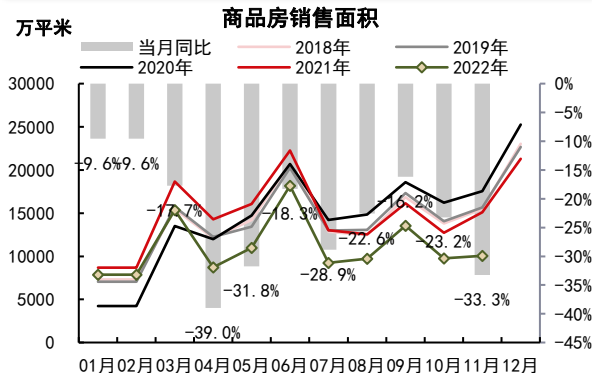
制造业需求跟踪 **PMI大幅下滑，修复仍需时日**

中观需求总结 **疫情冲击需求，需求弹性偏弱**

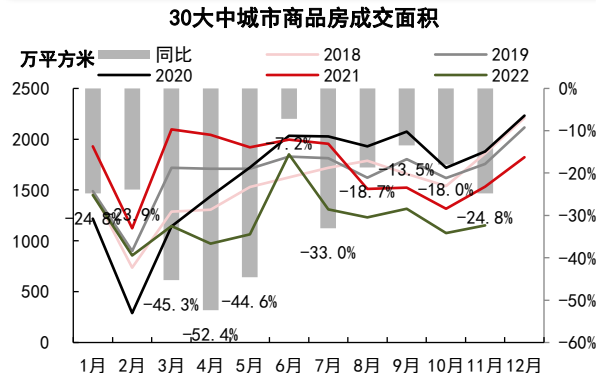
三、建筑业需求 (地产数据) —— 销售: 大幅下滑

- 11月地产销售跌幅大幅下滑, 从30城高频数据显示11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-20%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10月, 已连续13个月下降。

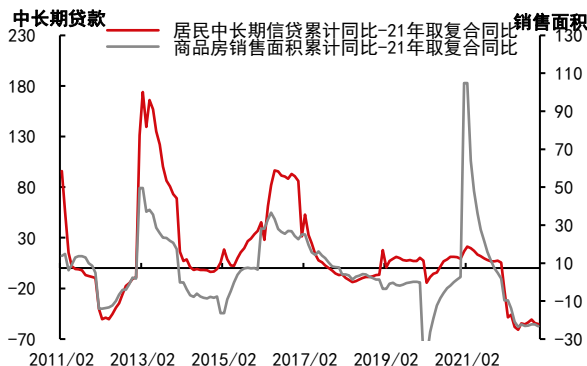
11月商品房销售面积同比-33.3%



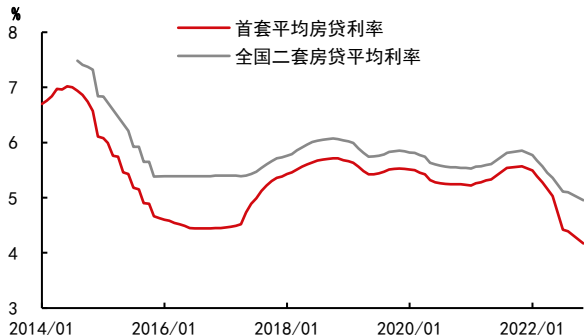
11月份30城商品房销售面积同比-24.8%



同步指标: 居民中长期信贷



领先指标: 房贷利率

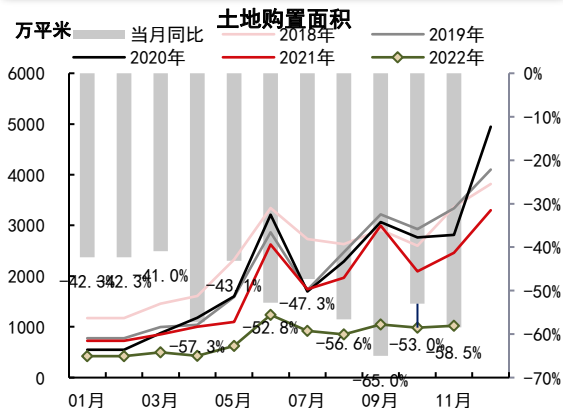


三、建筑业需求（地产数据）——土地：跌幅仍未改善

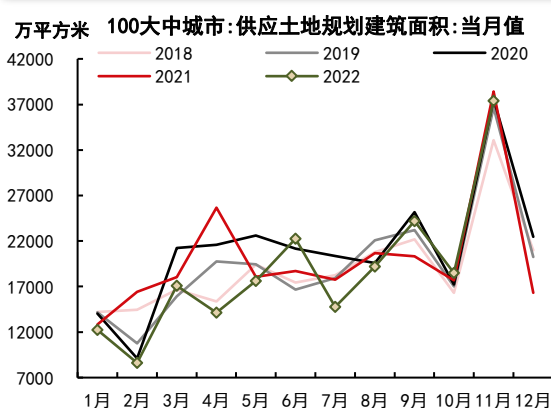
■ 土地市场整体出现拐头向下：

- **土地购置面积**：1-11月同比增速-53.8%（前值-53.0%），11月当月同比-58.5%（前值-53.0%）。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积**：1-11月累计同比-8.5%（前值-9.67%），11月当月同比-2.85%（前值+2.53%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积**：1-11月累计同比-8.99%（前值-11.62%），11月当月同比+17.59%（前值+28.96%）

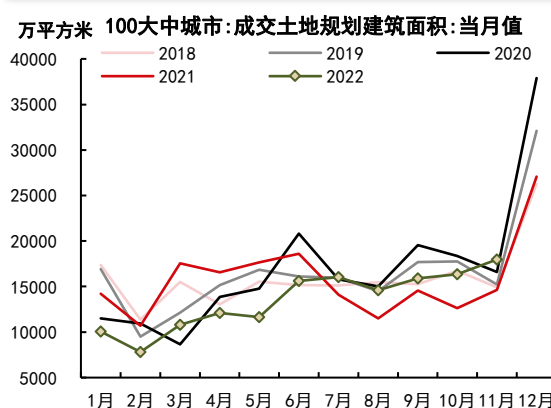
土地购置面积同比-58.5%，跌幅扩大



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：跌幅再度扩大

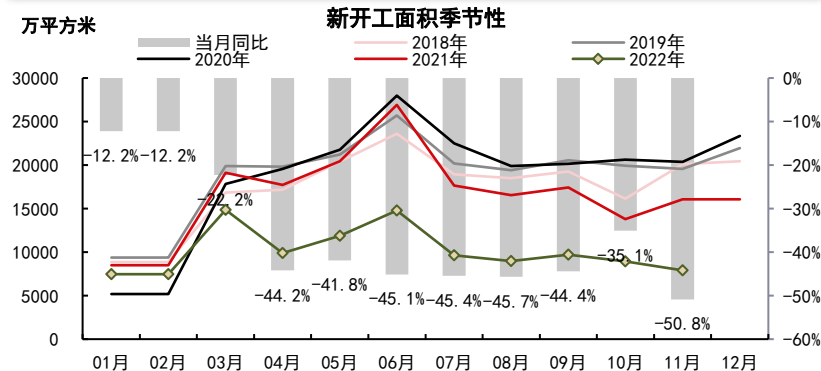
■ 房屋新开工面积的同比跌幅显著扩大：

- 11月新开工当月同比-50.8%（前值-35.1%）；
- 1-11月新开工累计同比-38.9%（前值-37.8%）

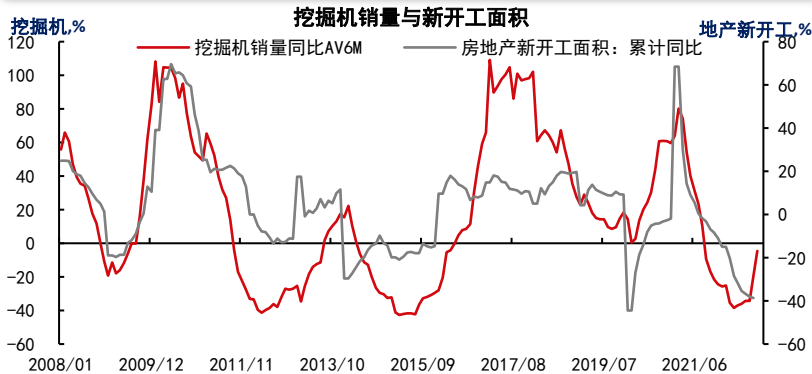
■ 挖机销量与新开工面积基本同步，虽挖机销量明显回暖，但并不反映当前新开工有所回复。

■ 根据百城土地成交面积的领先作用，新开工仍将下行。

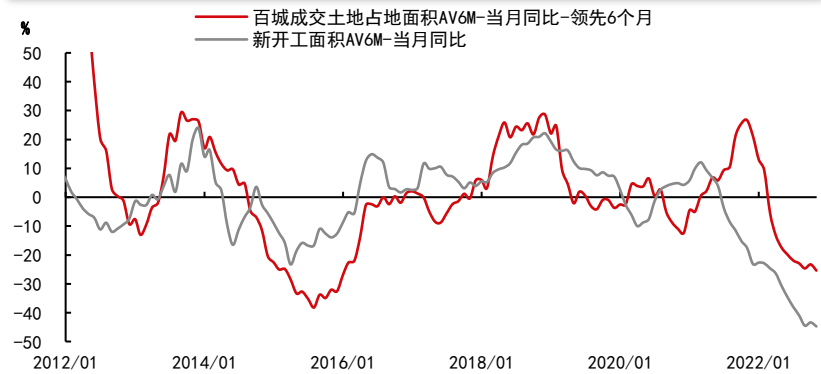
11月房屋新开工面积跌幅再度扩大



同步指标：挖掘机销量



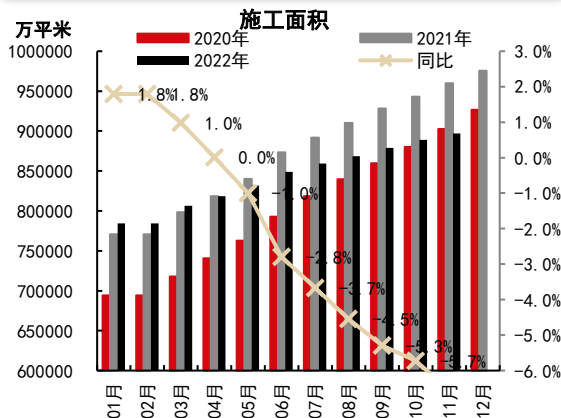
领先指标：百城土地成交面积



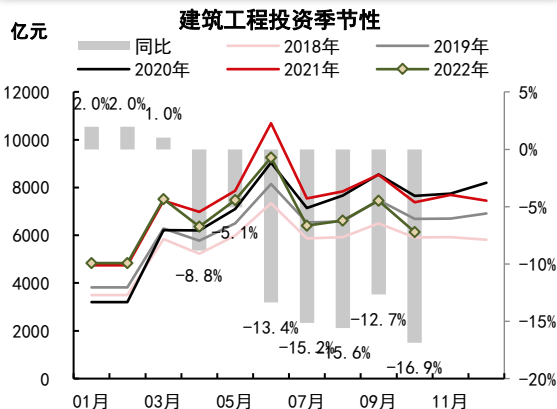
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比跌幅持续扩大

- **房屋施工面积**：1-11月施工面积89.7亿平方米，同比-6.5%（前值-5.7%），上一次同比转负是在1997年。
- **10月建筑工程投资跌幅再度扩大**：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月建筑工程投资当月同比下跌15.2%。8月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。10月受房企销售下滑影响，建筑工程投资再度下行。

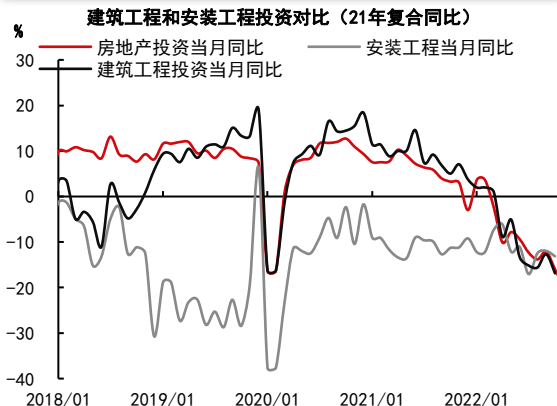
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



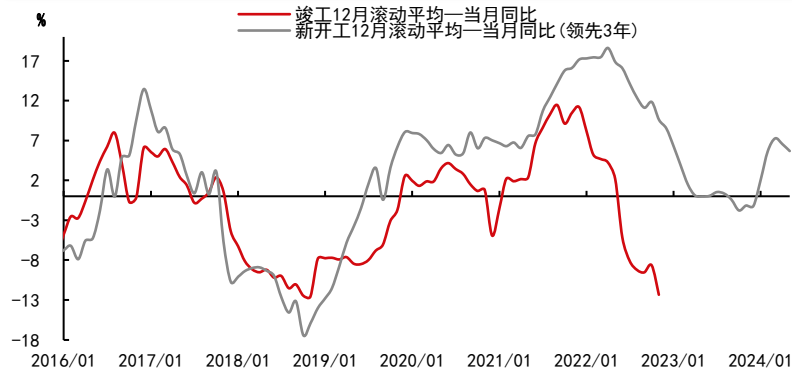
建安投资拖累地产投资



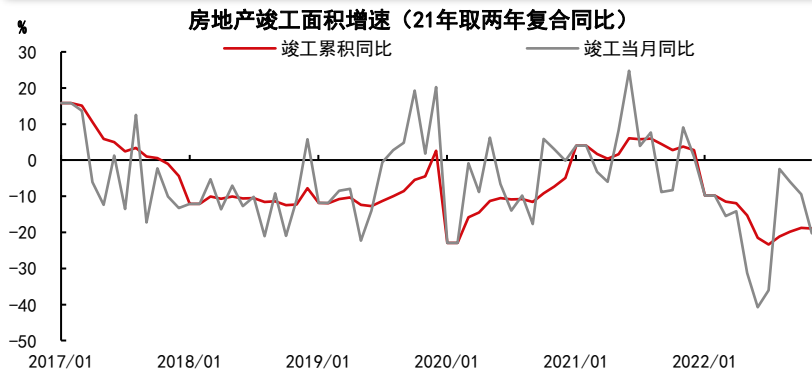
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：显著下行

- 1-11月竣工面积同比-19.0%（前值-18.7%）。11月当月同比-20.2%（前值-9.4%）。
- 11月竣工跌幅显著下行，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。

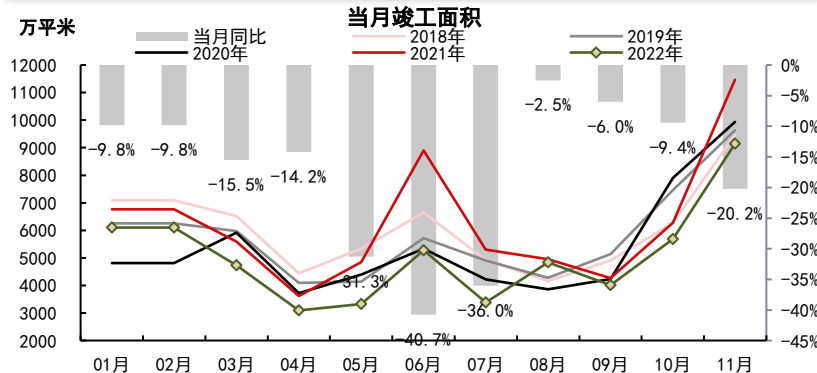
领先指标：新开工领先竣工



1-11月竣工面积同比-19.0%

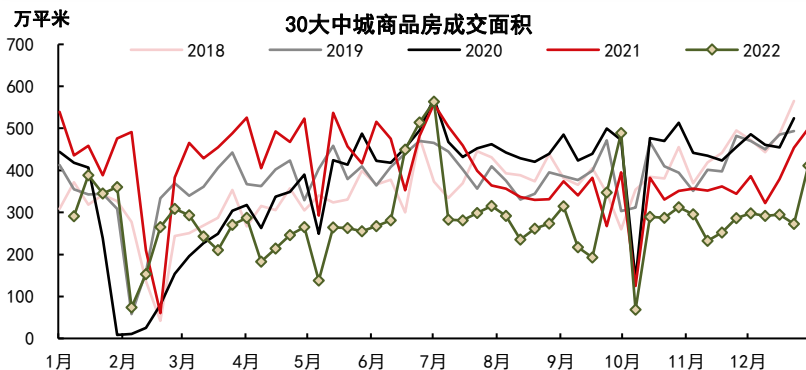


竣工面积-季节性

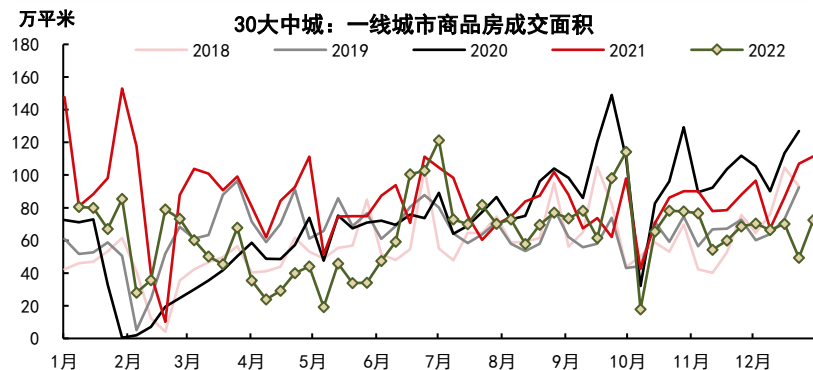


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

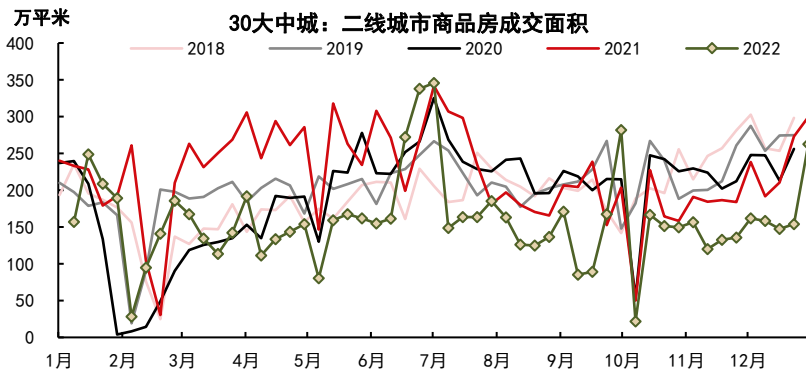
30大中城商品房成交面积



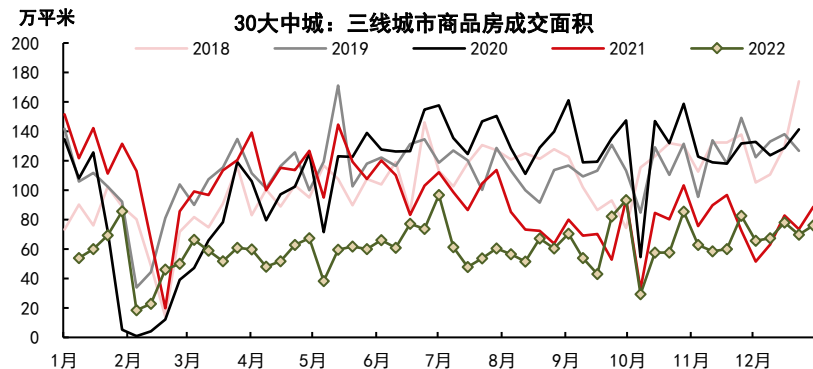
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

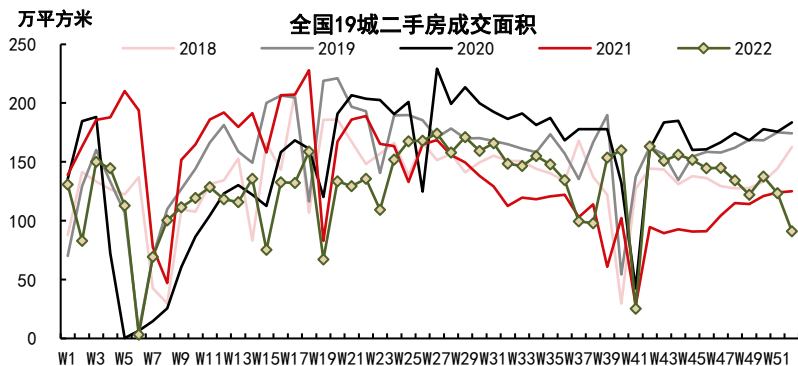


30大中城：三线城市商品房成交面积

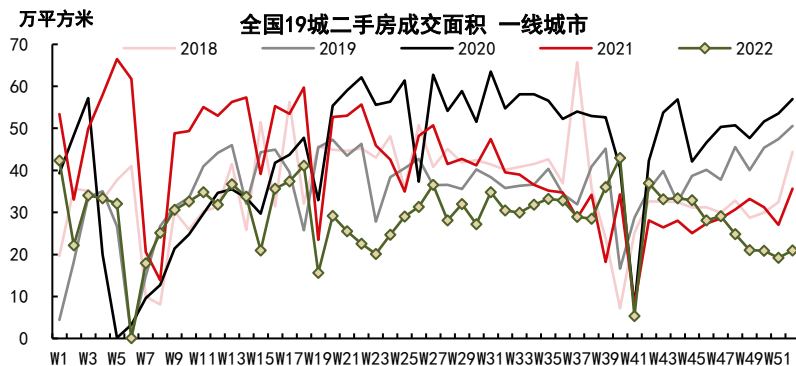


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

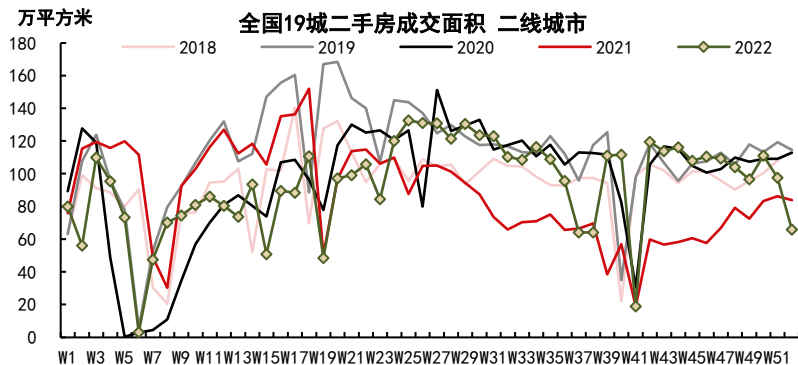
19城二手房成交面积



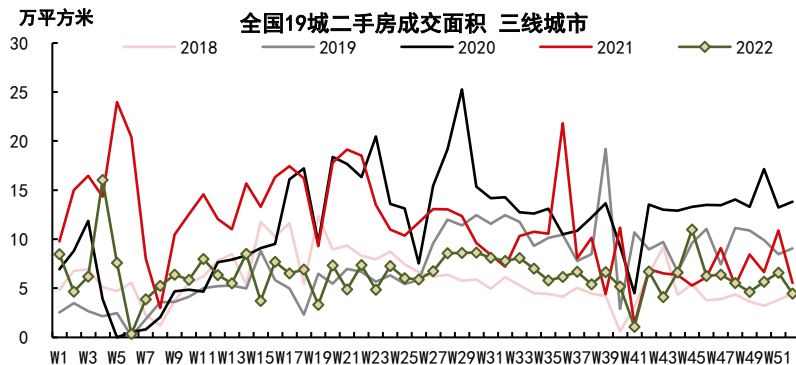
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

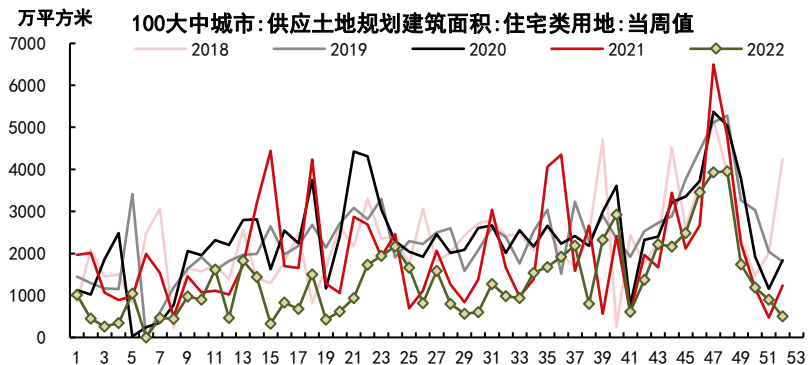


三线样本城市二手房成交面积

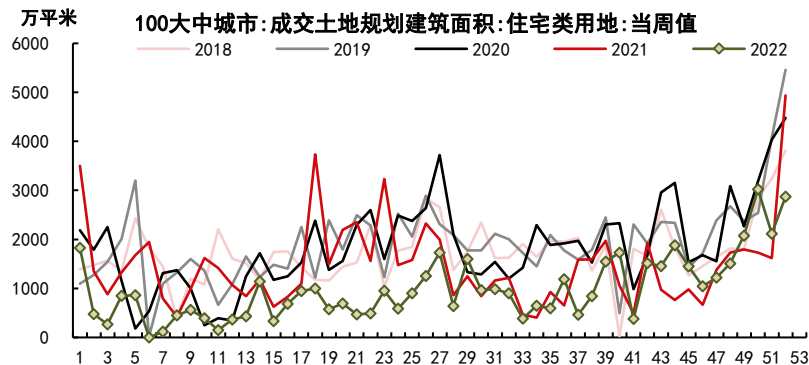


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

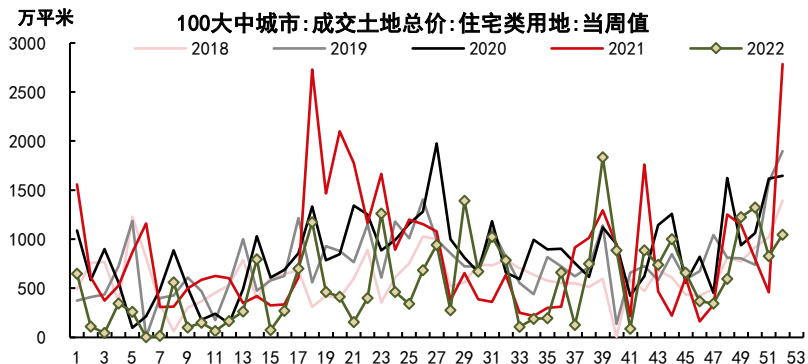
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



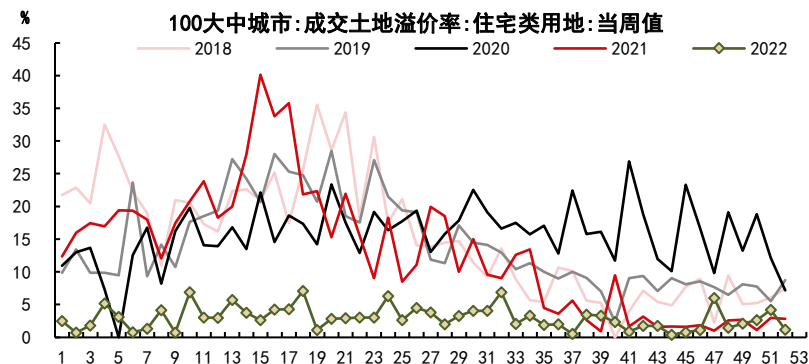
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



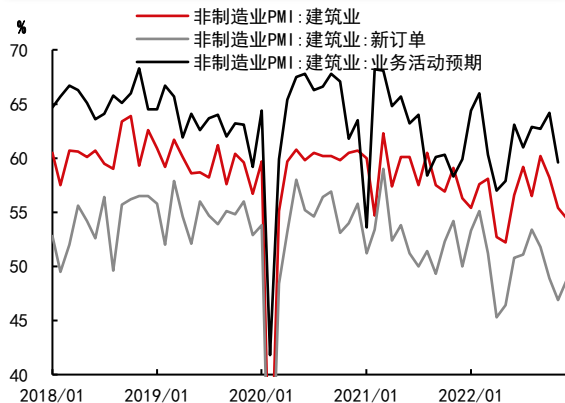
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



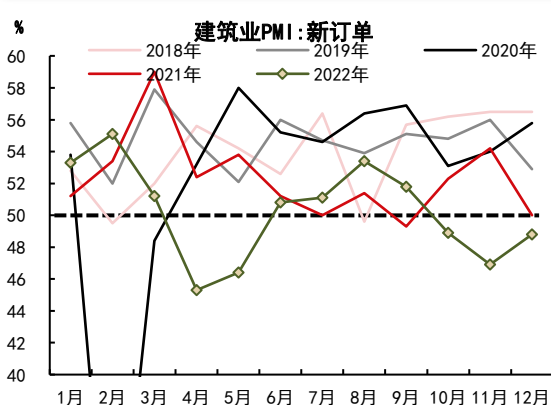
三、建筑业需求——建筑业PMI：下滑幅度减少

- **相比其他分项，建筑业景气度尚好。**11月建筑业商务活动指数为54.4%，低于上月1.0个百分点，整体趋势相比11月跌幅收窄，显示受基建支撑下建筑业景气度仍然保持在较高的水平。
- 近期各地疫情持续扩散，感染人数增多使得建筑业从业人员持续下滑，当前建筑业从业人员PMI水平已接近2022年4月的疫情时期，若与往年相比，今年从业人员持续处于季节性低位，反映疫情对建筑业劳动力有一定冲击。
- **建筑业新订单指数有所反弹。**建筑业新订单指数为48.8%，高于上个月1.9个百分点，表明明年年初基建领域对稳增长的支持仍然是较为重要的分项，通常年底会提前签订明年的重大项目，为明年的开门红做准备。

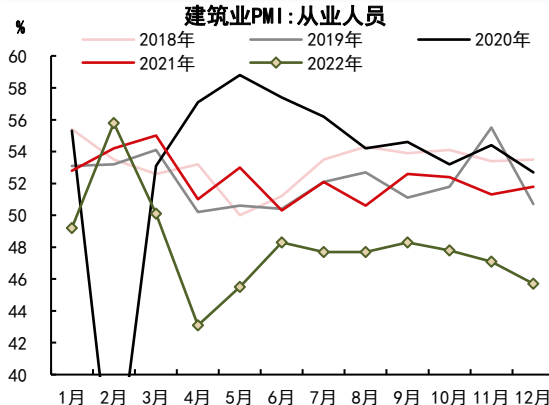
12月建筑业PMI下滑幅度变小



建筑业新订单指数有所反弹



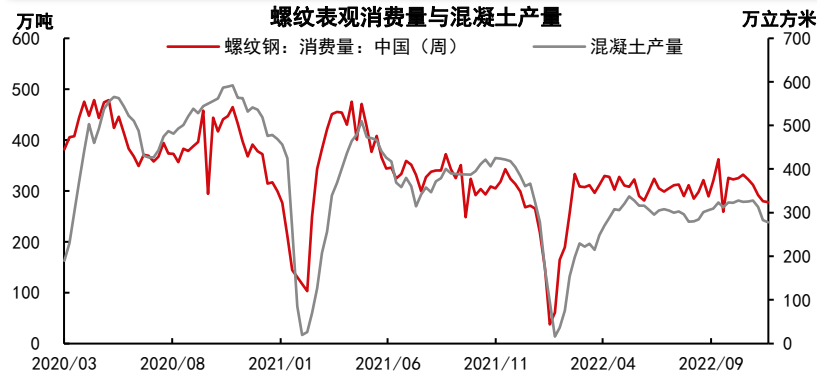
建筑业从业人员持续下跌



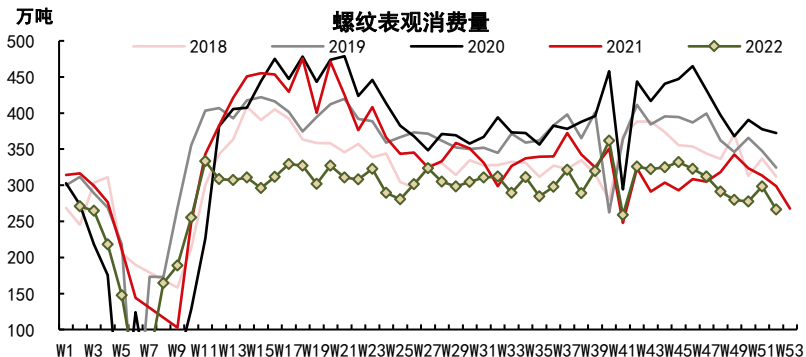
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求再度下行

- 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。自上周疫情管制放松后，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，预计春节前下游需求仍持续疲弱。
- 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。

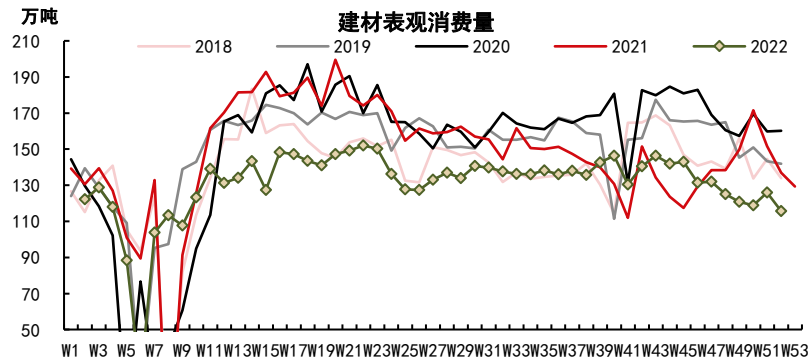
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量再度下滑



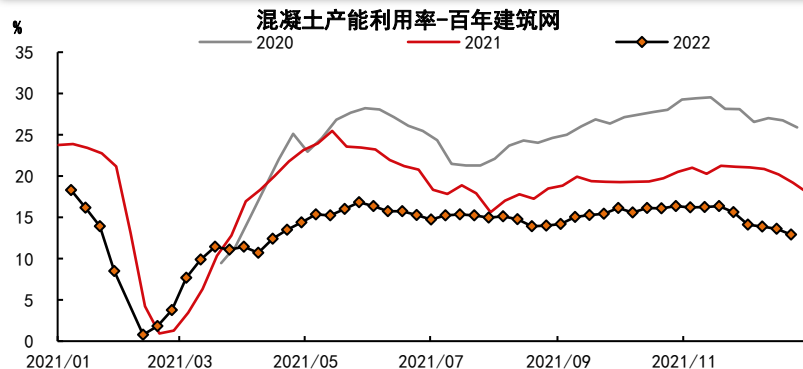
本周建材成交量拐头向下



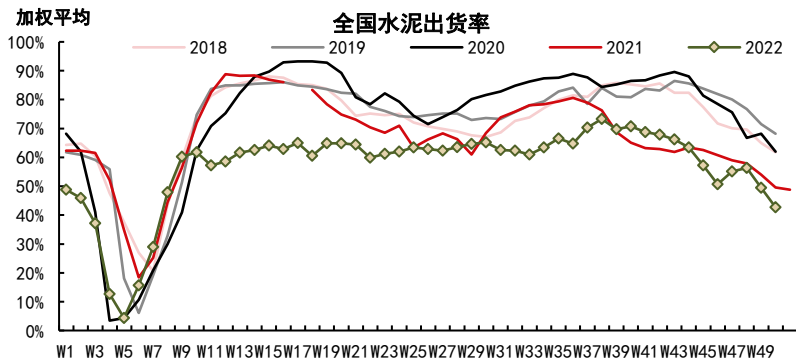
三、建筑业需求（施工）——水泥：近期出货率明显下滑

- 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。从细分需求来看，北方地区由于低温及病例增多，多数工地加速停工；南方部分工地由于感染减员拖慢进度；新老项目资金不足，且临近年末，实际进度一般。

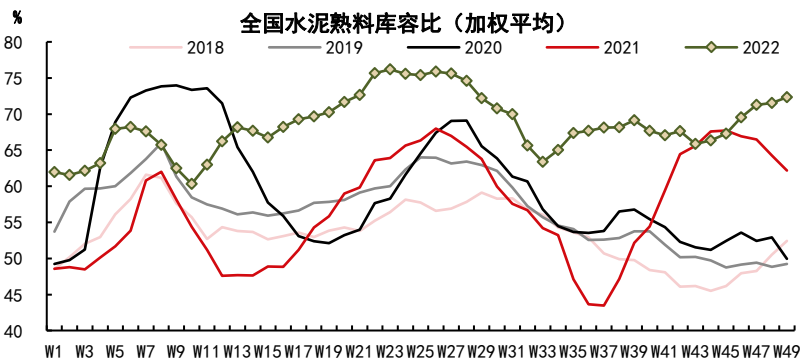
混凝土产能利用率基本持平



水泥出货率明显下滑

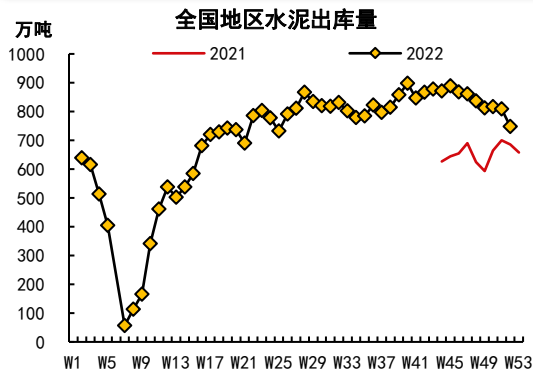


水泥库存累库再度上行

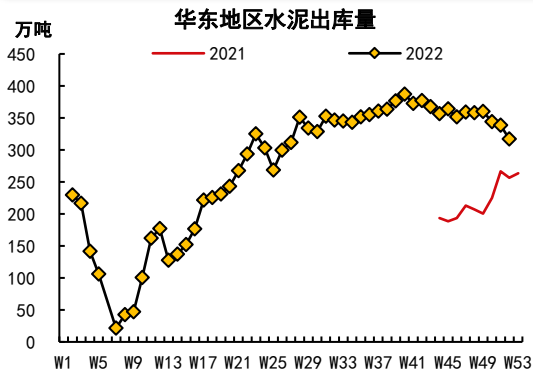


三、建筑业需求（施工）——本周水泥出库量大幅回落

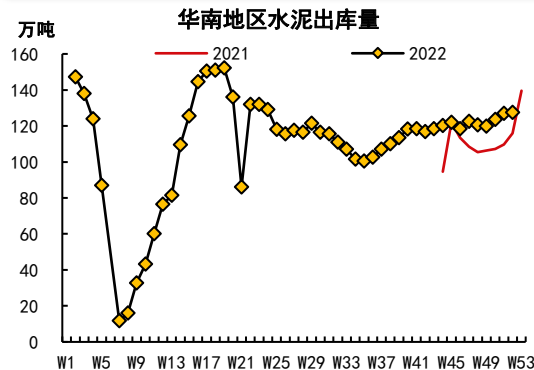
全国地区水泥出库量



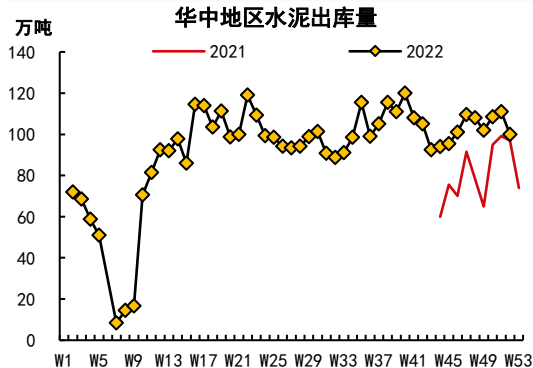
华东地区水泥出库量



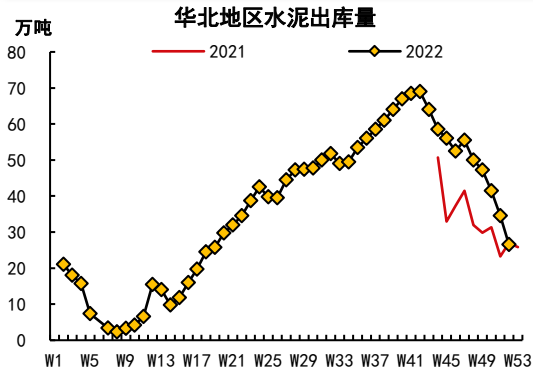
华南地区水泥出库量



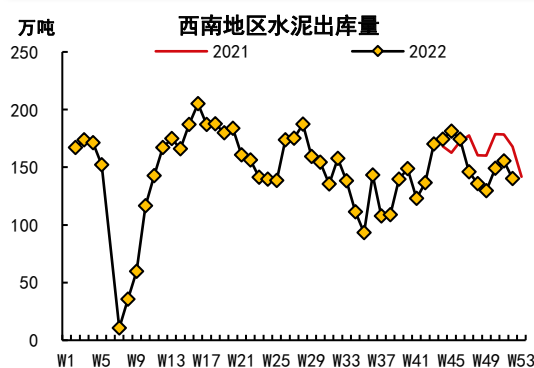
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



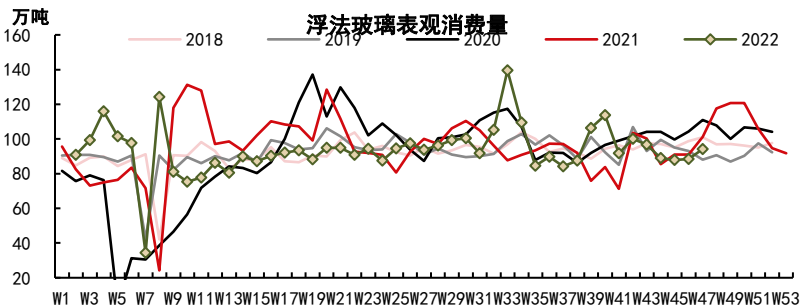
西南地区水泥出库量



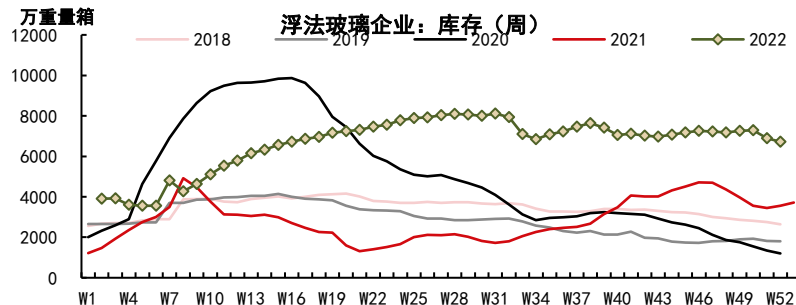
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃开始出现去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求反弹，库存持续去化。

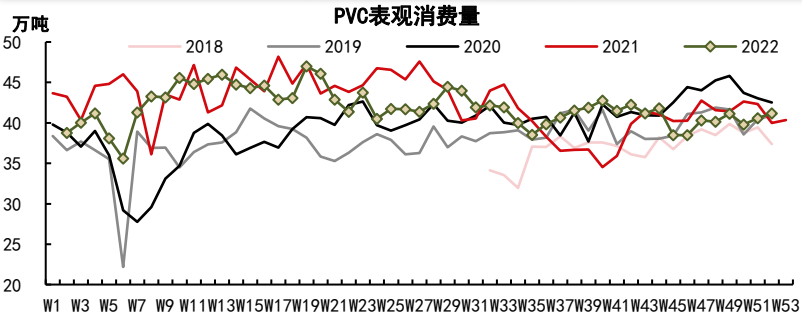
玻璃表观消费量有所反弹



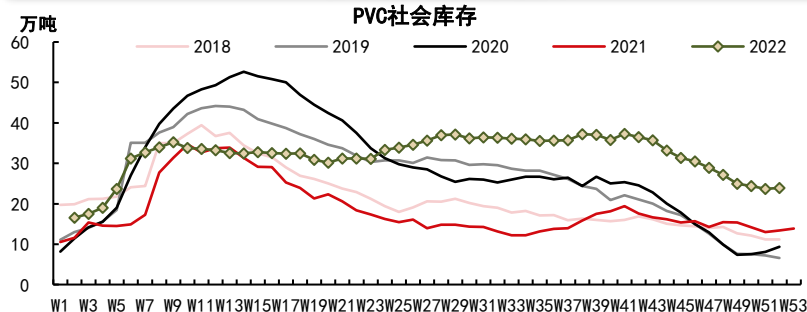
玻璃企业库存小幅去库



PVC表观消费量小幅反弹



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：本周持续下滑。

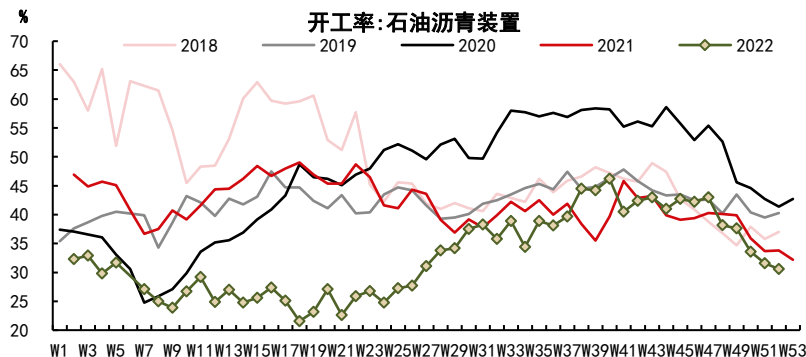
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率基本持平。

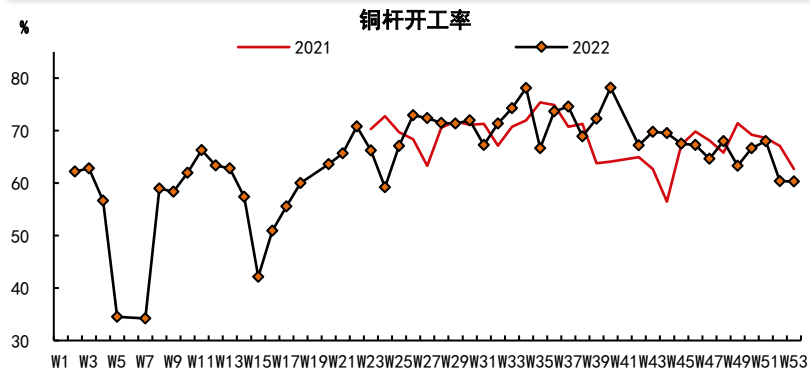
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：小幅回升。

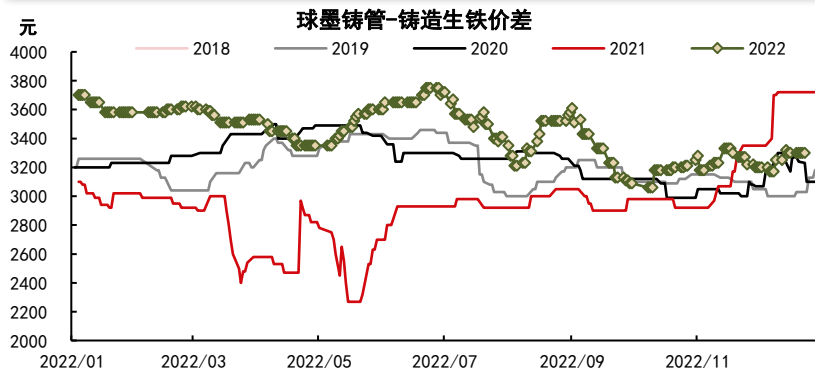
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



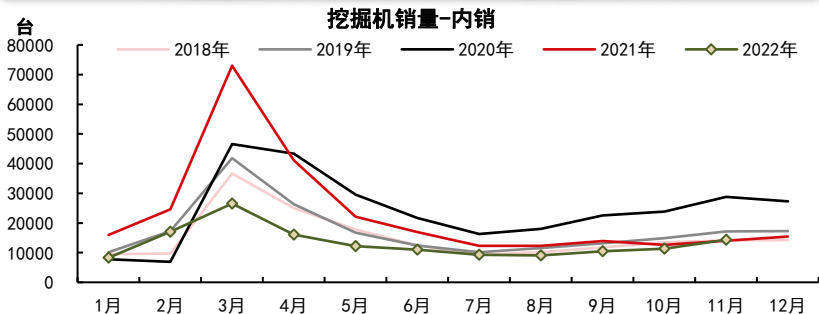
水利投资：球墨铸管的加工费



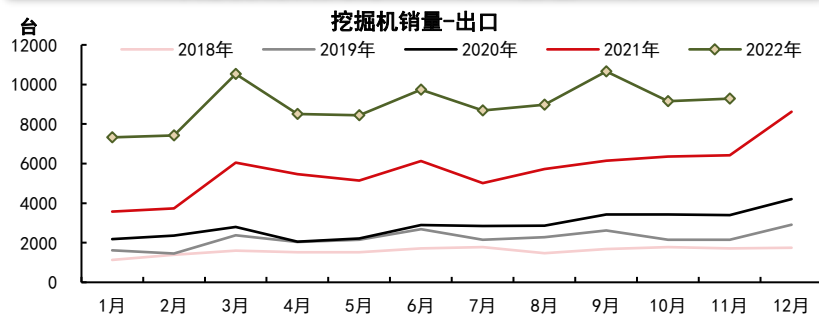
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速持续上涨

- 11月挖机销量同比增速为15.8%（前值+8.1%），11月重卡销量同比增速-8.8%（前值-9.9%）。
- 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，11月份挖掘机销售明显走强，当前可以确认见底拐点。

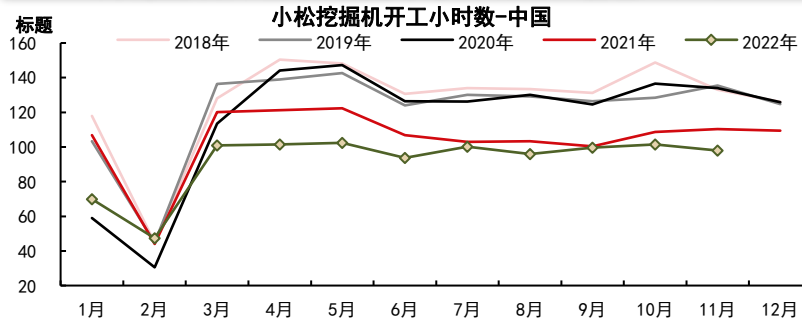
11月挖掘机内销同比+2.7%（前值-10.0%）



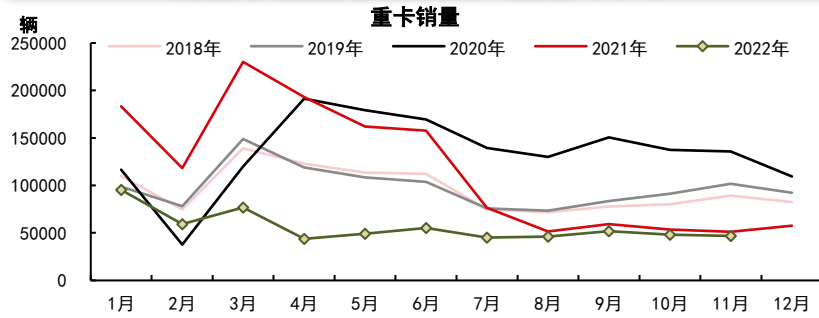
11月挖掘机出口同比44.4%（前值44.0%）



11月挖掘机开工小时数同比-11.2%（前值-6.7%）



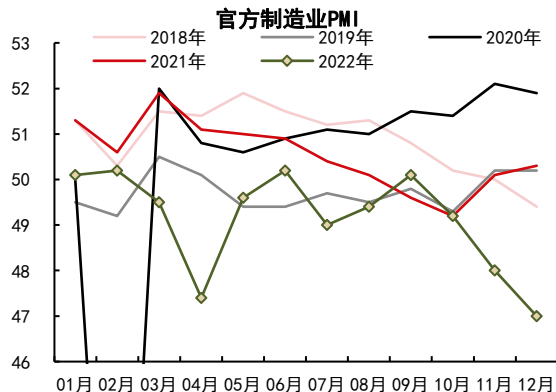
11月重卡销量同比-8.8%（前值-9.9%）



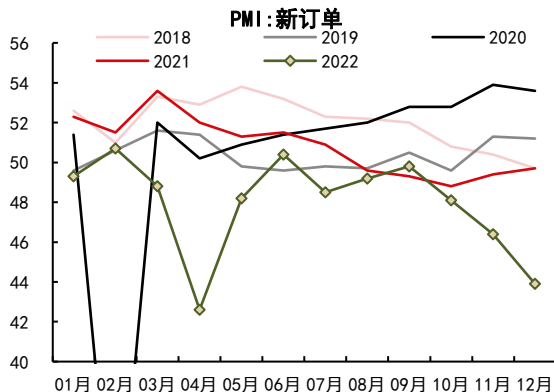
四、制造业需求——制造业PMI：创下年内最低水平

- 12月以来，虽然疫情管控放开对物流和人员流动的限制减少，但由于感染人数的快速上涨使得整体经济供需两端同步走弱。供给端的表现是企业人员上岗情况受到因病减员的影响，需求端的表现是PMI新订单指数连续三个月下跌。12月份，制造业采购经理指数为47.0%，低于上月1.0个百分点，持续收缩区间。
- 12月PMI新订单、新出口订单指数分别变动-2.5、-2.5个百分点至43.9%、44.2%，均处于收缩区间，指向内需仍然疲弱，外需有所承压，整体需求不足的问题仍然显著。

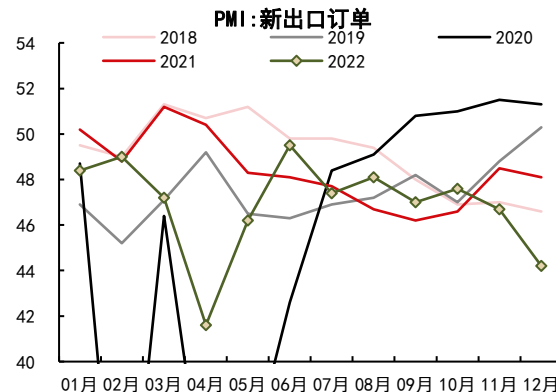
12月制造业PMI跌落47区间



12月PMI新订单指数大幅下滑



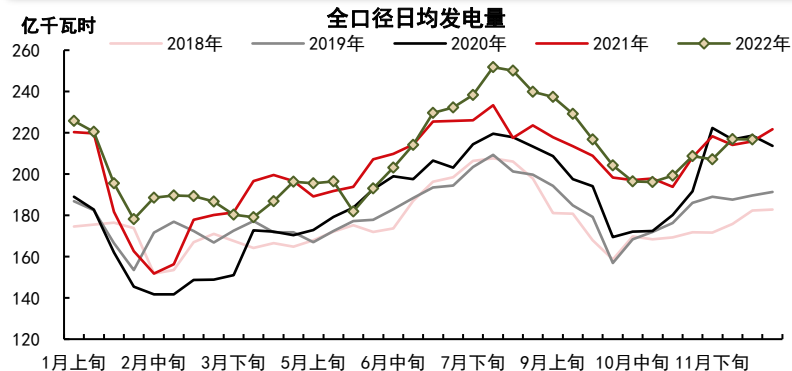
12月PMI新出口订单显著回落



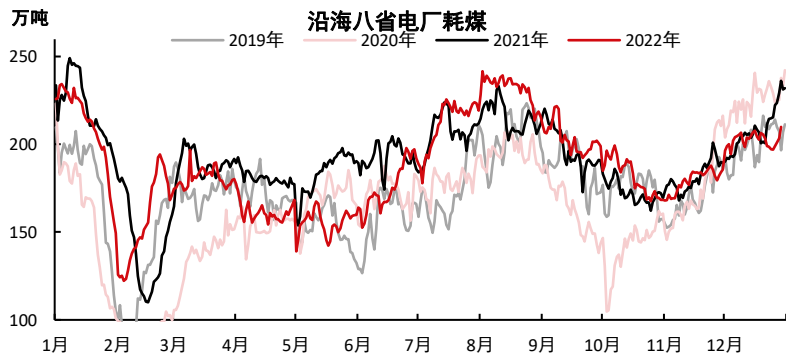
四、制造业需求——发电量

- 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。近期疫情再度散发，耗电需求有所下行，当前发电量基本与去年情况持平。

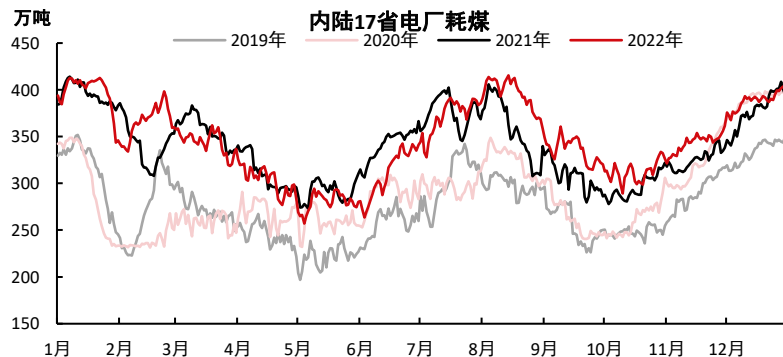
近期发电量与去年水平持平



日度数据：沿海八省电厂耗煤



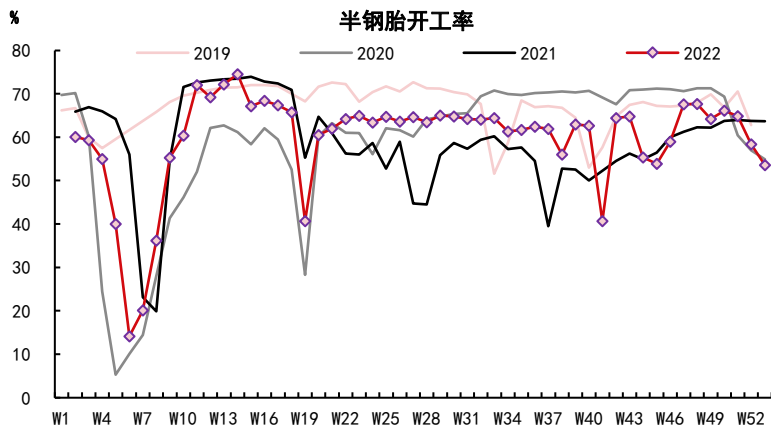
日度数据：内陆17省电厂耗煤



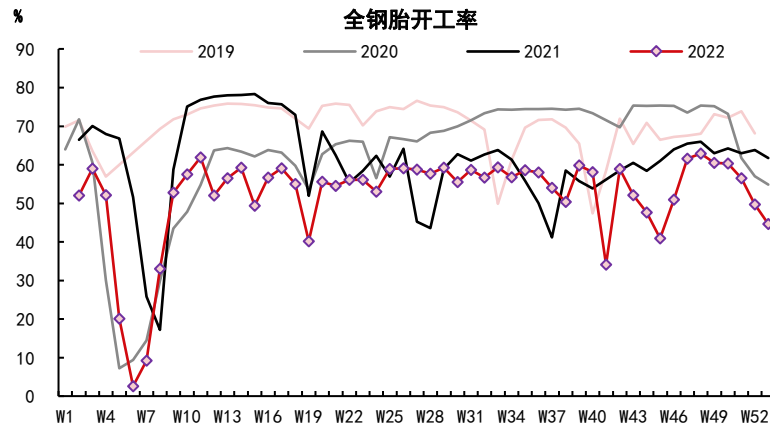
四、制造业需求——轮胎开工

- 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。
- 12月30日当周轮胎开工率：半钢胎开工率53.6% (-4.76) ，全钢胎开工率44.7% (-5.05) 。

半钢胎开工率季节性回落回落

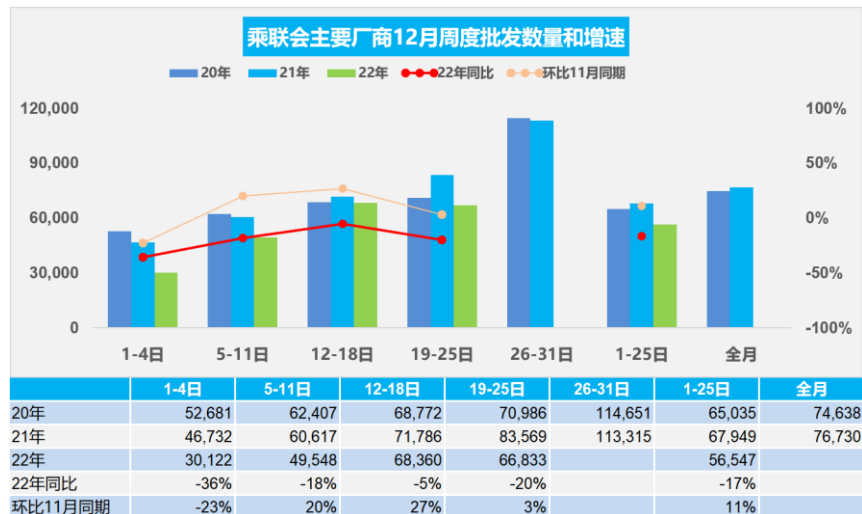
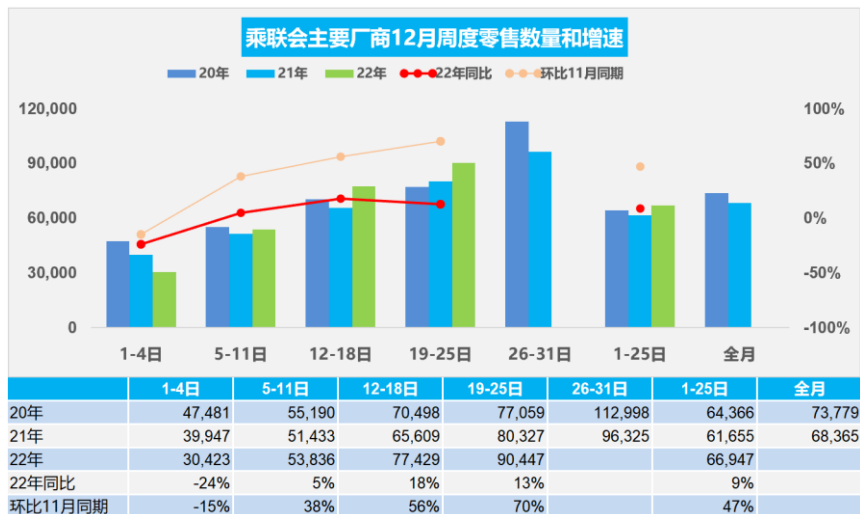


全钢胎开工率持续下跌



四、制造业需求——乘用车销售：12月零售增速有望回升

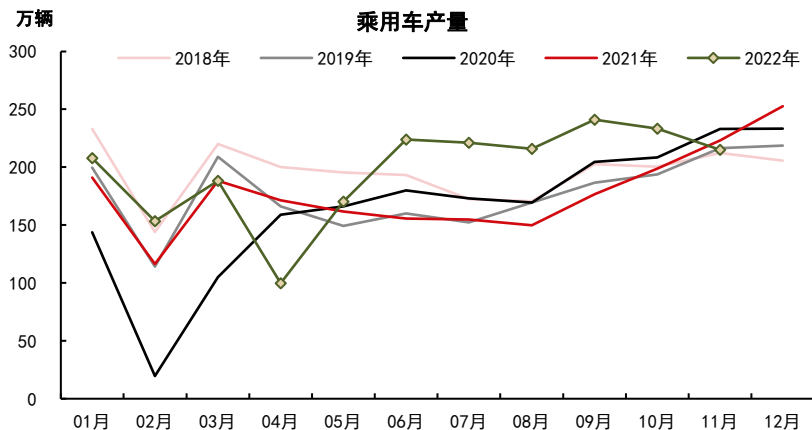
- 12月19-25日，乘用车市场零售63.3万辆，同比增长13%，环比上周增长17%，较上月同期增长70%；乘用车市场批发46.8万辆，同比下降20%，环比上周下降2%，较上月同期增长3%。
- 12月1-25日，乘用车市场零售167.4万辆，同比去年增长9%，较上月同期增长47%；全国乘用车厂商批发141.4万辆，同比去年下降17%，较上月同期增长11%。
- 新十条对市场和消费心态都是促进作用，消费者对开放后，恢复到疫情前的生活状态充满期望和信心。前期越是下沉的地区封控越严，而越是下沉地区燃油车的销售占比越大；此次疫情管控的放开，行程码的取消，使得人员大量流动，市场活力大幅提升。



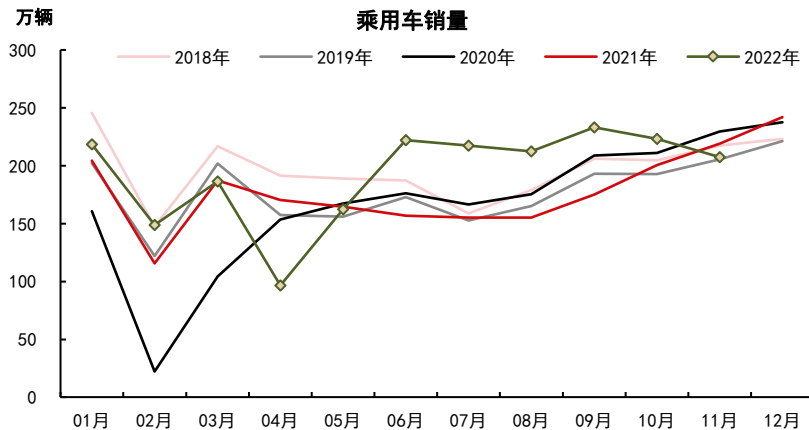
四、制造业需求——乘用车产销：疫情冲击乘用车产销

- **11月乘用车产销增速大幅回落**：11月乘用车产量同比-3.6%（前值+17.4%），1-11月累计同比+14.9%（前值+17.4%）；11月乘用车销量同比-5.3%（前值+11.2%），1-11月累计同比+11.8%（前值+14.0%）。
- 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。**

11月乘用车产量同比-3.6%



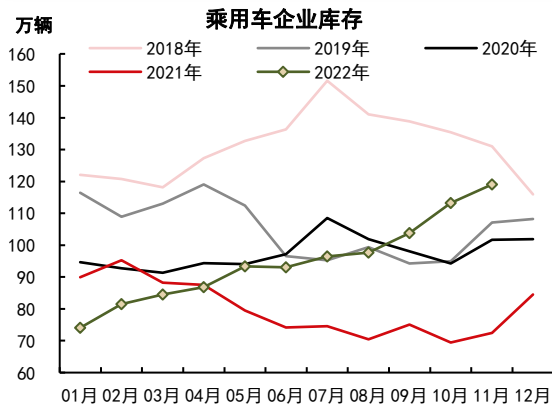
11月乘用车销量同比-5.3%



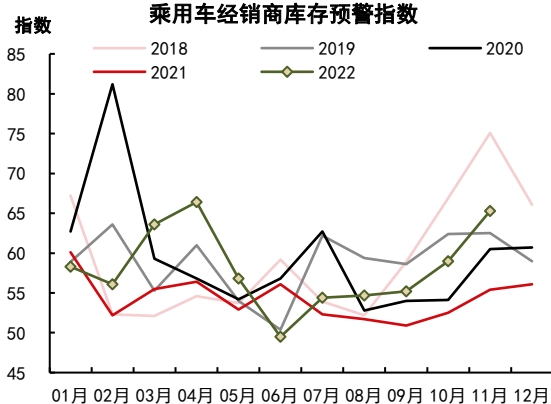
四、制造业需求——乘用车库存：经销商仍处于低位

- **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。
- 进入年底，由于前期受疫情管控限制，乘用车销售受到显著影响，企业库存显著上涨。

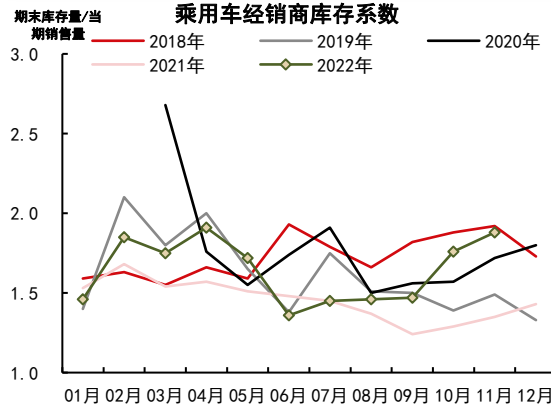
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



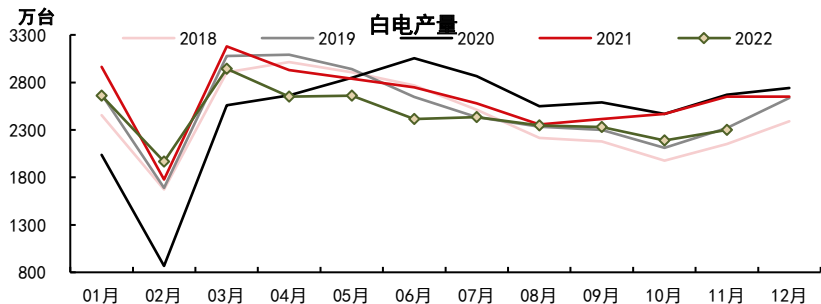
乘用车经销商库存系数



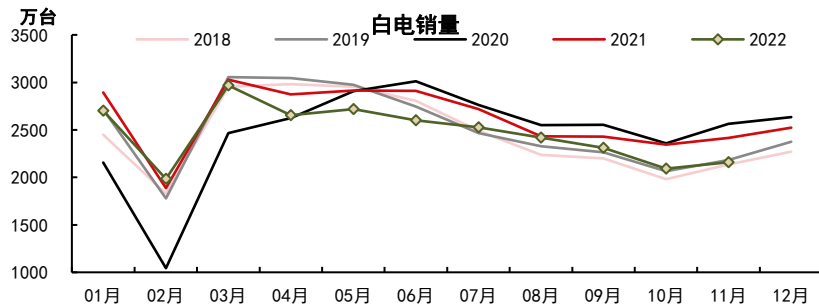
四、制造业需求——家电：海外需求下滑带动出口显著下滑

- 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1-11月白电产量累计同比-7.0%（前值-6.3%），11月家电产量当月同比-13.3%（前值-11.4%）。
- 2022年1-11月白电销量同比-6.0%（前值-5.5%），11月白电销量当月同比-10.7%（前值-10.7%）。

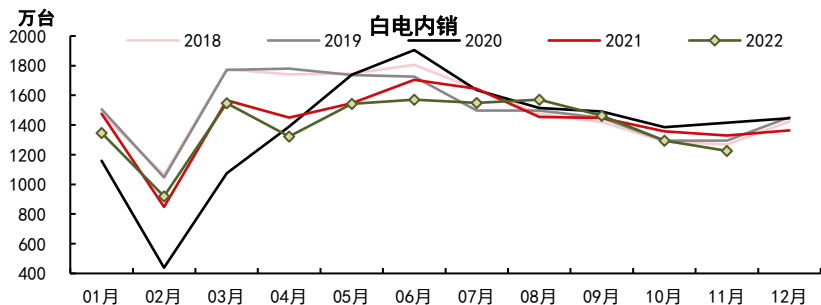
白电总产量-季节性（产业在线）



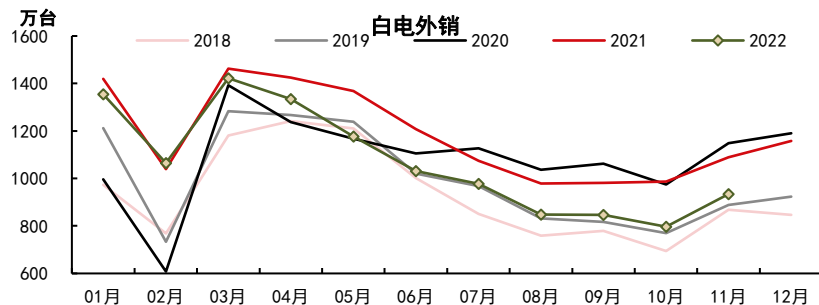
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

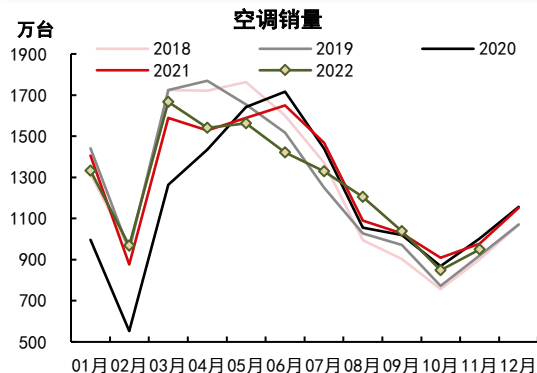


白电外销-季节性（产业在线）

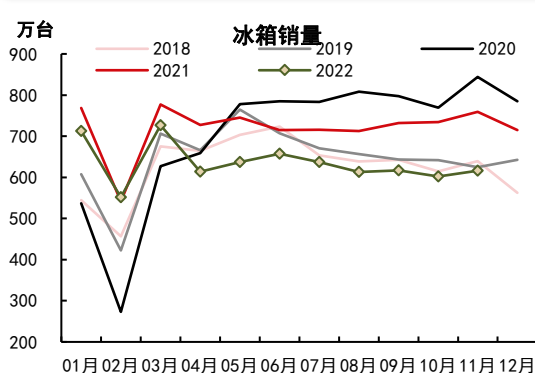


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

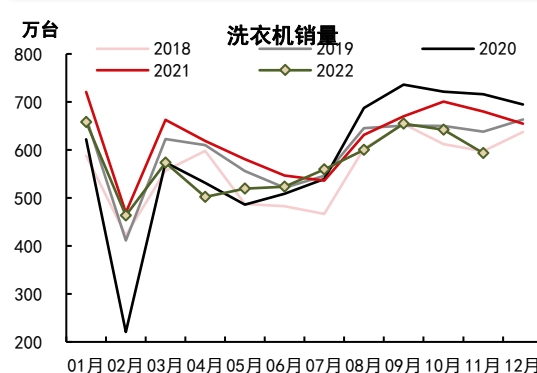
空调销量



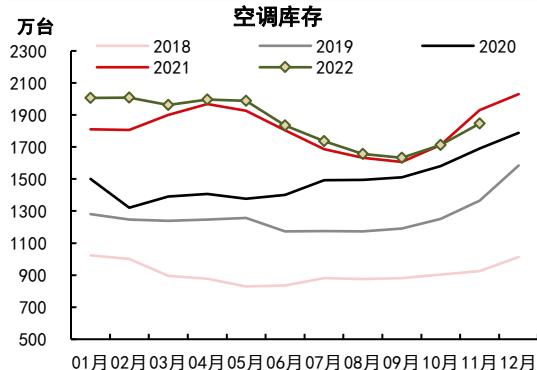
冰箱销量



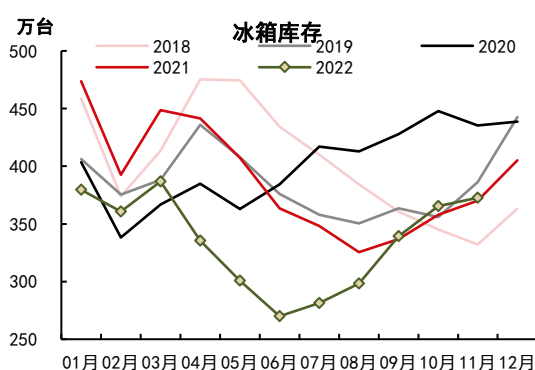
洗衣机销量



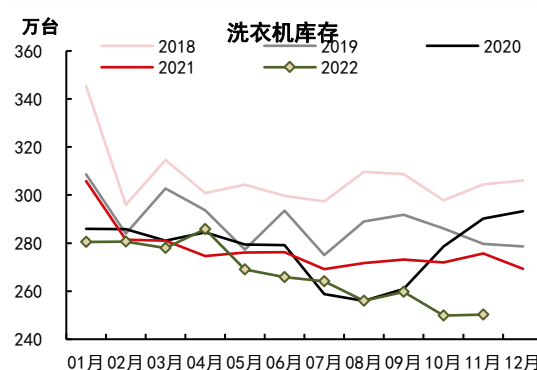
空调库存较高



冰箱库存有所回升

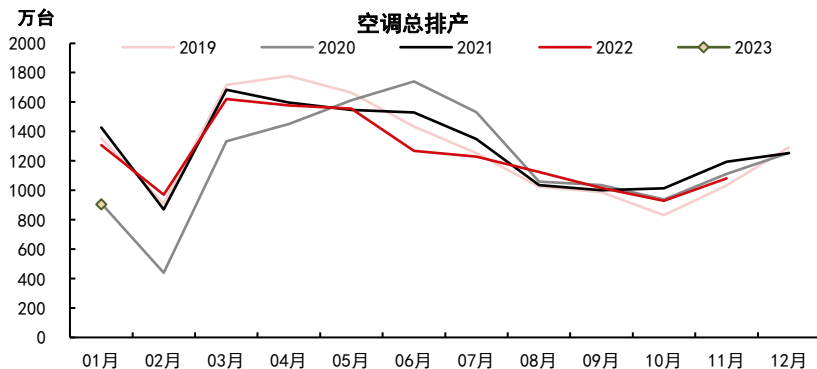


洗衣机库存处于低位

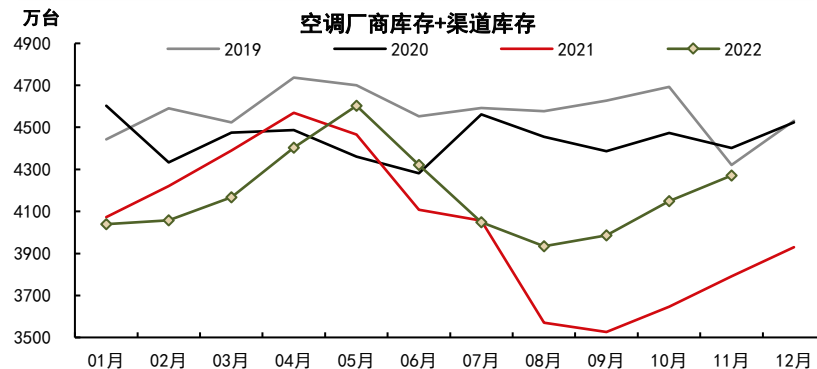


四、制造业需求——空调：排产与库存

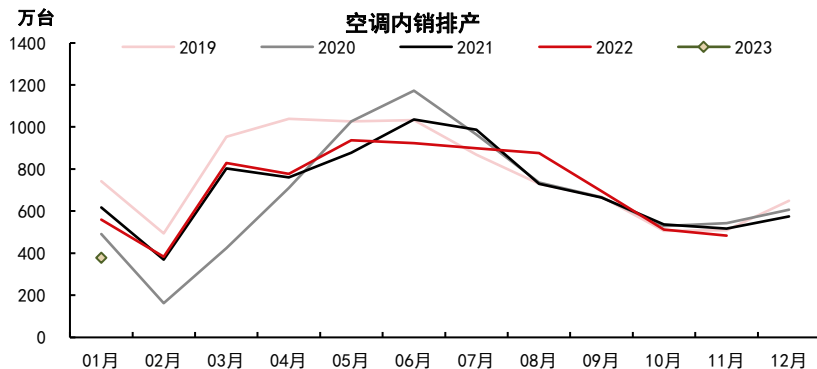
1月空调排产905万台，同比-30.8%



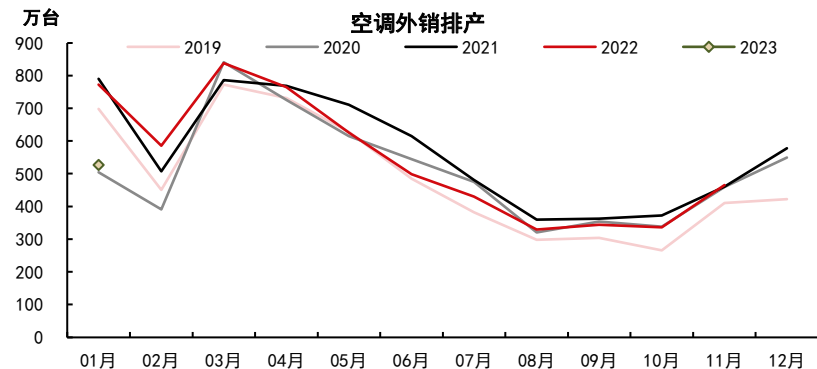
11月空调总库存4271万台，同比+12.6%



1月空调内销排产378万台，同比-32.3%



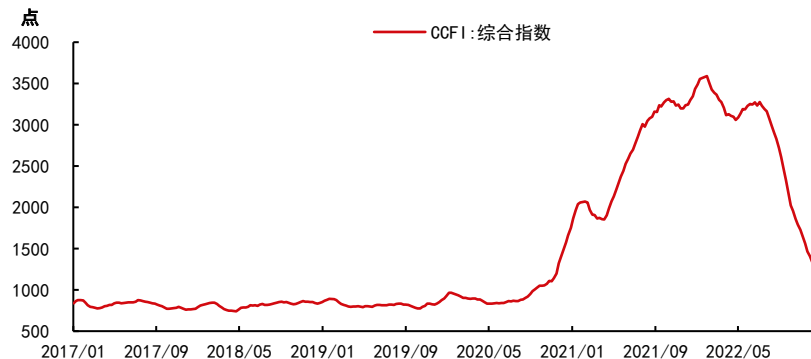
1月空调外销排产527万台，同比-31.8%



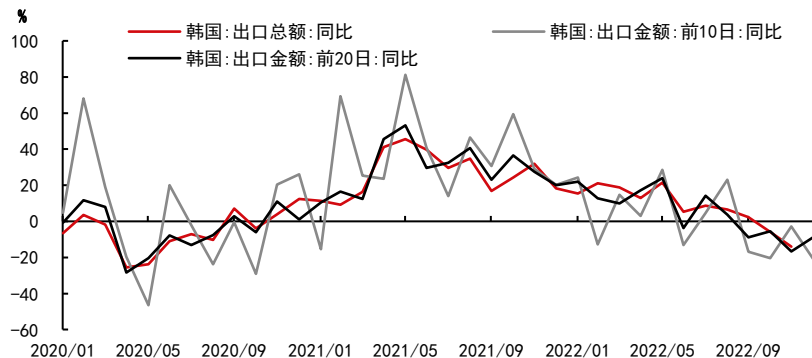
四、制造业需求——出口（高频）：外贸集装箱吞吐量有所回升

- 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。
- 11月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比有所回升，但考虑到韩国12月前20日出口数据跌幅有所减少，反映当前外需压力渐缓。

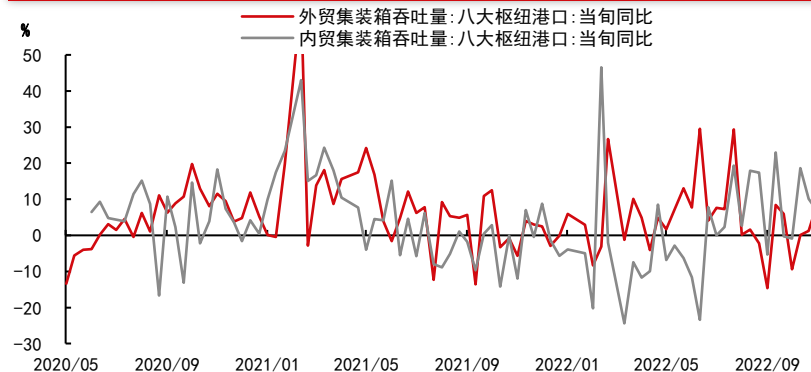
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国12月前20日出口同比-8.8%



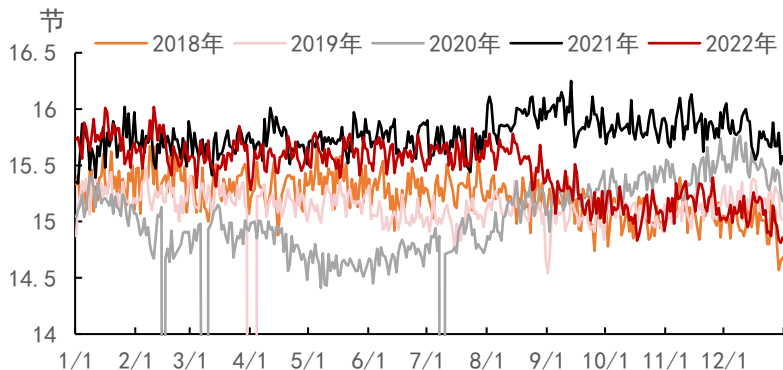
高频同步指标：11月中旬内贸集装箱吞吐量有所回升



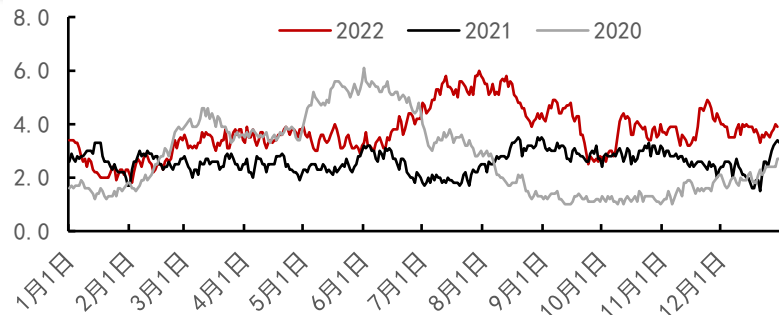
集装箱运价短期预测：震荡运行

- **需求**：12月我国PMI新订单和新出口订单分别仅为43.9点和44.2点，为2020年3月以来最低。越南12月出口同比大幅下行14%，我国港口集装箱吞吐量低位震荡运行，人民币汇率环比继续反弹。春节前集装箱出货量预计维持一定韧性
- **供给**：前11月集装箱船队规模同比增3.9%，增速持平。11月亚洲到北美和到欧洲航线运力投放分别下降7.0%和3.3%。本周大型船舶航速低位震荡，闲置运力本周震荡走高，我国港外船队规模明显提升。部分欧洲航线集装箱船绕行好望角，欧线船舶满载率维持高位运行，支撑运价
- **展望**：运费进入成本支撑区，春节前出货量维持一定韧性，总体维持震荡

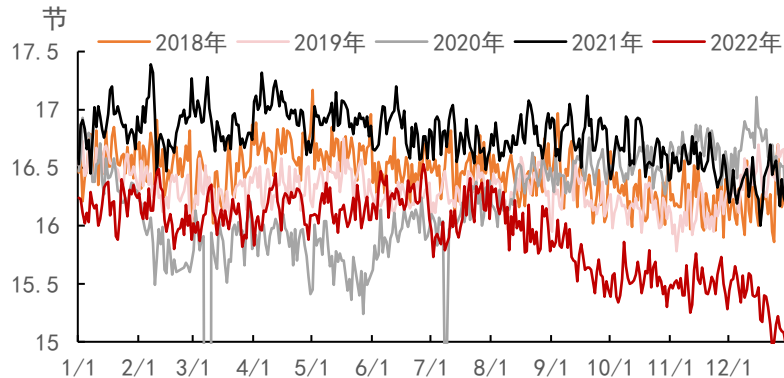
中型集装箱船舶航速



船舶闲置比例 (%) 高位震荡



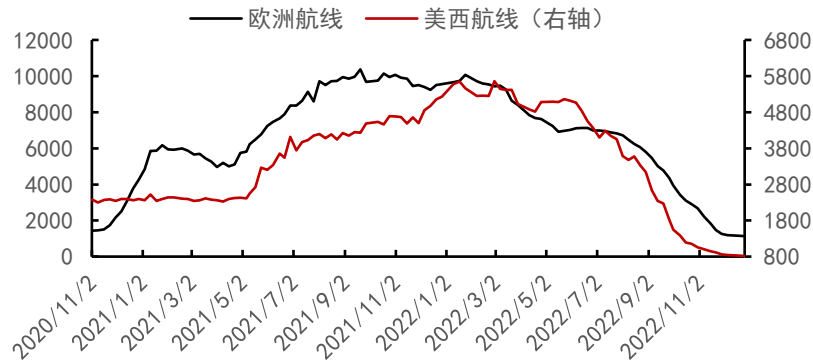
大型集装箱船舶航速



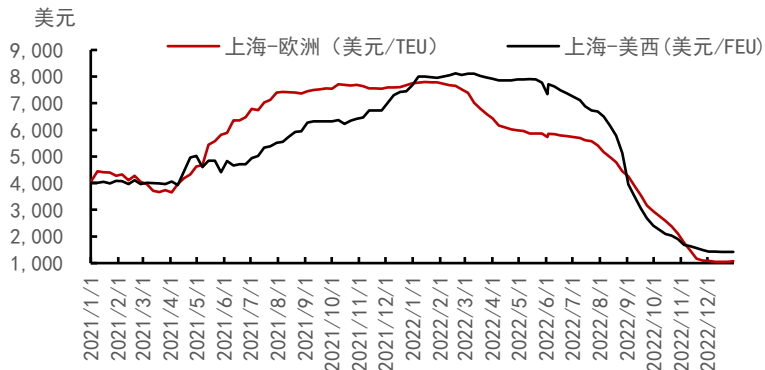
集装箱：欧美航线运价环比反弹，中止年初以来连续下跌趋势

- **上海出口集装箱结算运价指数 (SCFIS)：**12月25日SCFIS美西线收于822.18点，环比回落1.0%；欧线运费收于1142.07点，环比回落1.1%
- **SCFI：12月30日收于1107.55点，环比持平**
 - 上海至欧洲运价为1078美元/TEU，环比上涨2.8%
 - 上海至美西航线运价为1423美元/FEU，环比反弹0.4%
- **FBX：12月30日收于2146点，环比上周反弹0.8%**
 - 中国-欧洲航线运价收于2636美元/FEU，环比上周反弹7.8%
 - 中国-美西航线运价收于1382美元/FEU，环比反弹0.3%
 - 中国-美东航线运费降至2878美元/FEU，环比回落1.3%

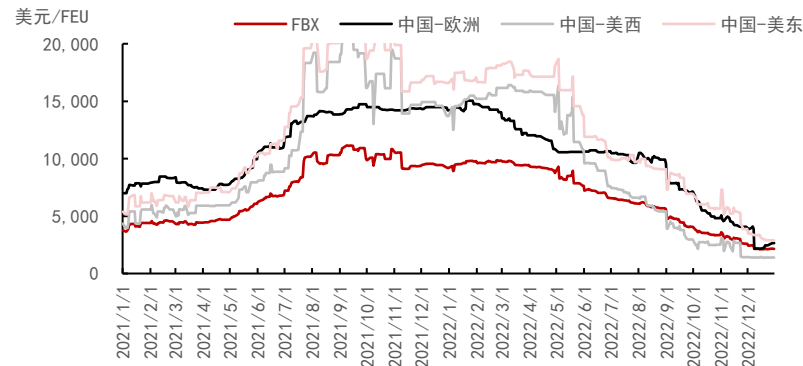
SCFIS：欧美航线降幅整体收窄



SCFI：运价降幅整体收窄



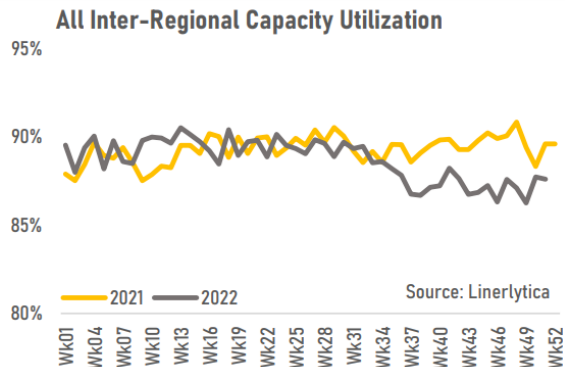
FBX各航线运价指数



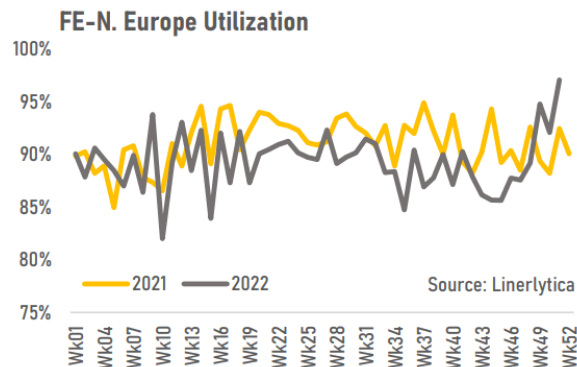
舱位利用率：欧洲依然保持高位，美西整体低位运行

- 各航线舱位利用率在10月以来低位运行
- 欧洲航线舱位利用率近期震荡走高
- 美西航线舱位利用率低位运行
- 美东航线舱位利用率震荡上行

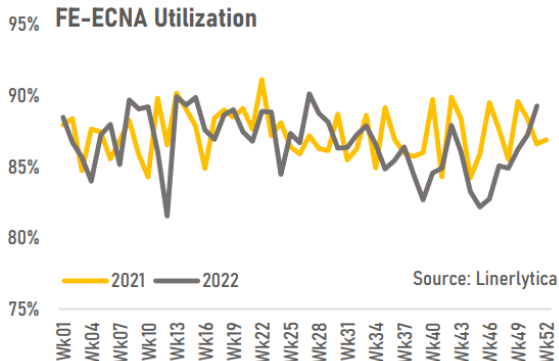
各航线舱位利用率



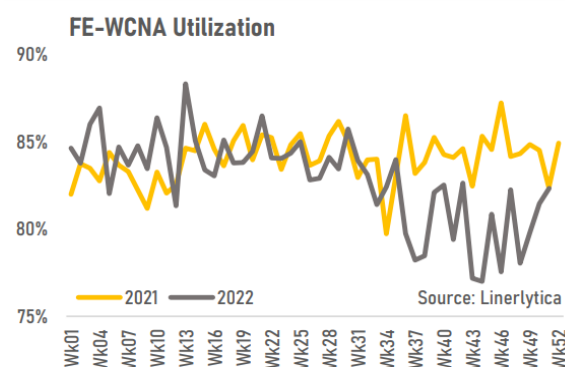
远东-欧洲舱位利用率



远东-美东海岸舱位利用率



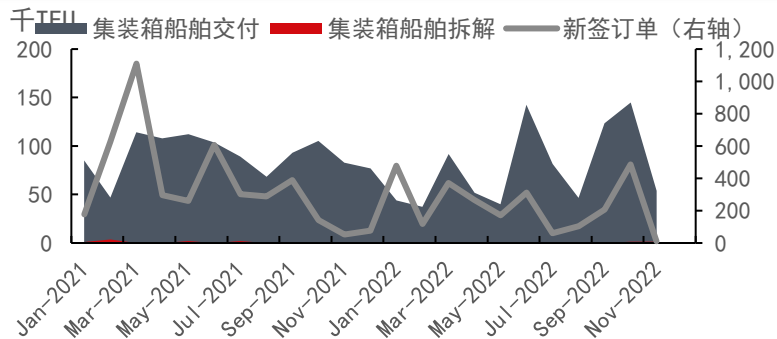
远东-美西海岸舱位利用率



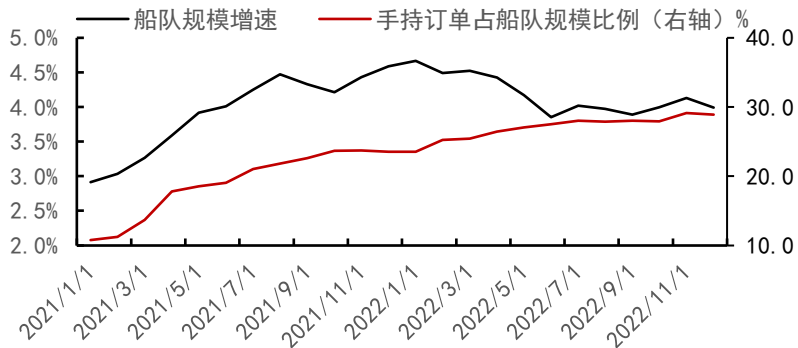
供给：集装箱船队规模增速持平，日租金水平基本持平

- 前11月，集装箱船队规模达到2562.6万TEU，同比上涨4.0%，增速环比持平。手持订单占船队规模比例达28.9%
- 集装箱船舶交付提速，开始有拆解运力，新签订单整体回落
- 集装箱船舶日租金基本稳定，接近2020年末
 - 9000TEU船舶6-12个月日租金7.9万美元，环比11月初回落3.6%
 - 6800TEU船舶6-12个月日租金收于4.85万美元，环比11月初回落4.0%
 - 4400TEU船舶6-12个月日租金收于2.55万TEU，环比11月初反弹2%

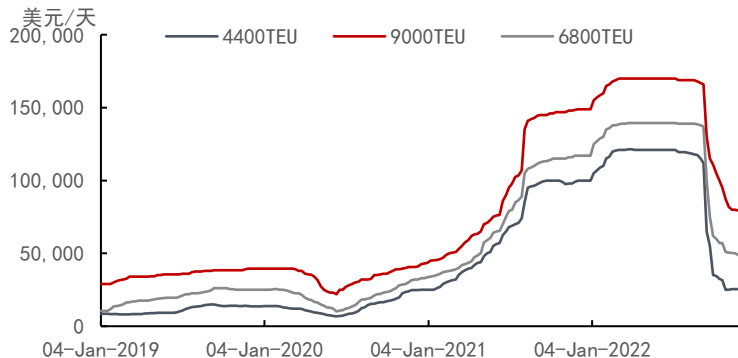
船队规模典型指标变化



集装箱船队规模增长



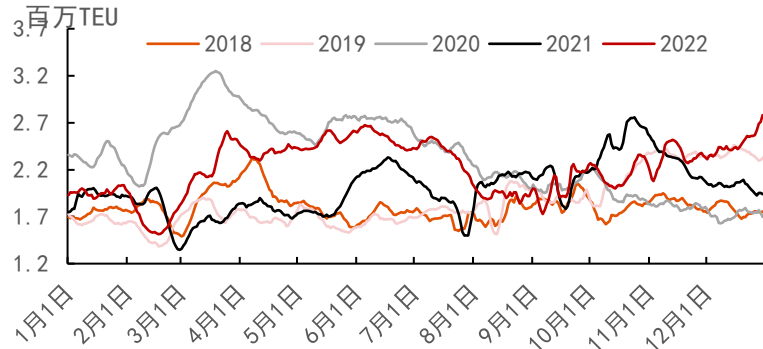
船舶租金降幅显著收窄



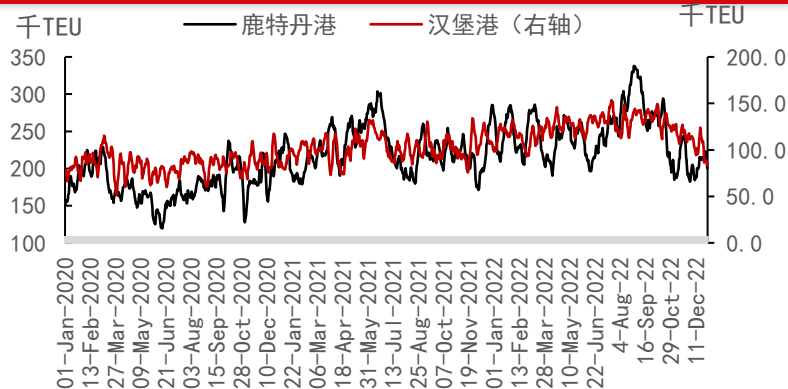
港口拥堵：我国港外船舶规模继续走高

- 洛杉矶港外集装箱船拥堵解除
- 我国港外集装箱船队规模走高
- 欧洲港口外船舶拥堵环比上升
- 11月全球集装箱船队准班率回升至41%，连续数月改善

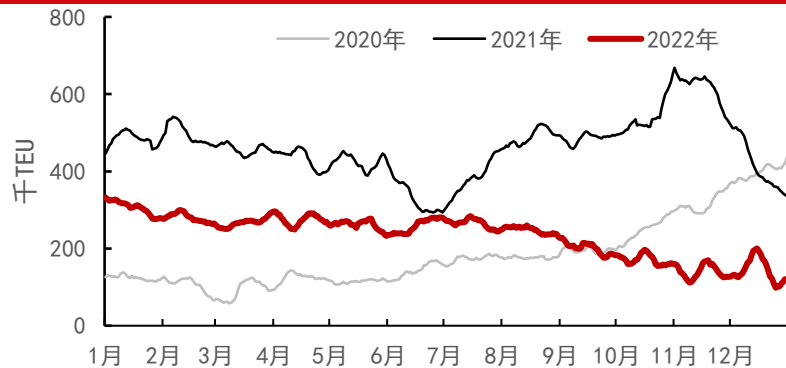
中国港外集装箱船舶规模



欧洲港口船舶拥堵



美西港外集装箱船舶规模



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