

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美国加息预期放缓，春节经济复苏理想

——大宗商品宏观&中观周度观察20230129

大宗商品策略研究团队

研究员

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

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

■ 美国陷入债务上限僵局，经济数据好坏不一：

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

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

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

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

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量有所下滑

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

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

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

■ 总结：

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

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **全球不确定性上升，悲观预期犹存**

美国宏观&中观 **债务扩张陷入僵局，经济数据好坏不一**

欧洲经济 **服务业提振经济，加息或将持续**

日本经济 **核心通胀萌芽，施压货币政策正常化**

一、海外总览：全球不确定性上升，悲观预期犹存

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

全球制造业PMI

制造业PMI	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
全球	48.6	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3
美国	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8
欧元区	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
德国	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4
法国	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6
意大利	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62
爱尔兰	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
希腊	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
西班牙	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
澳大利亚	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
英国	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
日本	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
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	45.3	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	48.9	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	47	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3
南非	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5
越南	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8

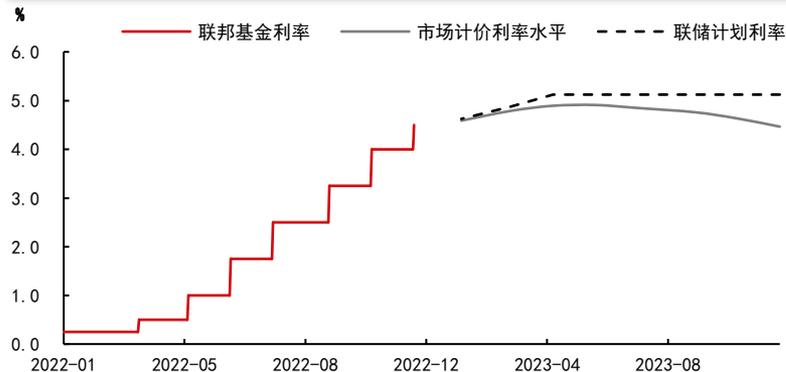
二、美联储加息预期观测：多位联储官员支持加息放缓

- 节假日期间多为联储官员表示支持加息放缓，但收紧将继续。美联储官员发言核心总结为1) 加息步伐放缓至25bp是事宜的；2) 利率、紧缩态度需要保持一段时间以遏制通胀；3) 预计利率在5%以上，区间在5.25%-5.5%。节假日期间，市场短端加息预期变化甚微，商品基本面属性或短期内大于金融属性，长端预期有所升温，或短期内受GDP数据超预期提振，但节假日期间经济数据好坏不一，未来前景不确定性高企。当前市场隐含利率仍然计价偏鸽派联储，市场基本确认本次议息会议联储加息25bp。

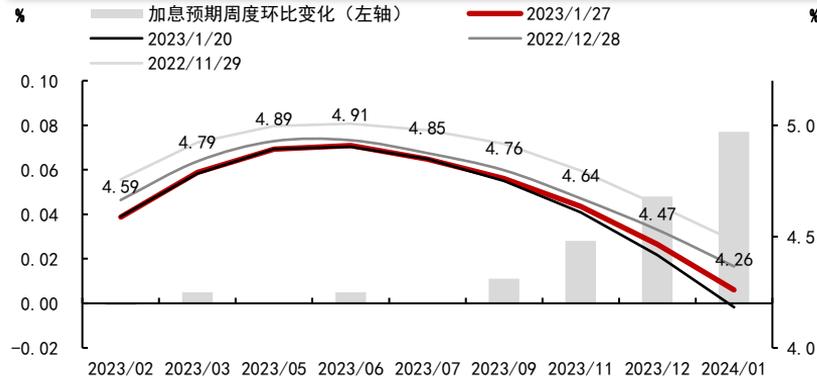
市场基本确认2月加息25bp



市场预期与联储计划仍然存在偏差



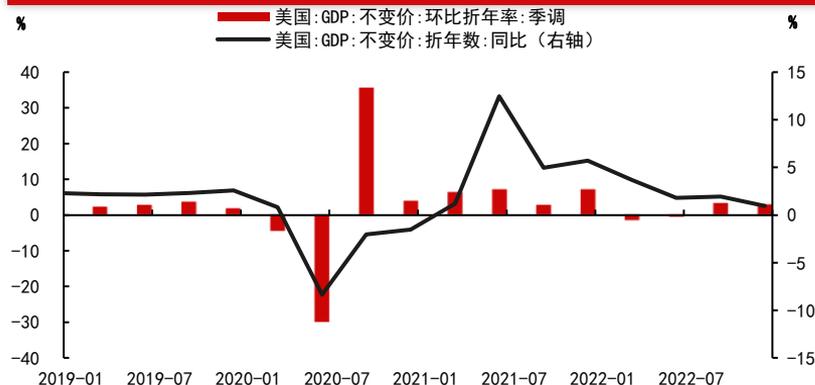
加息预期曲线远端上移



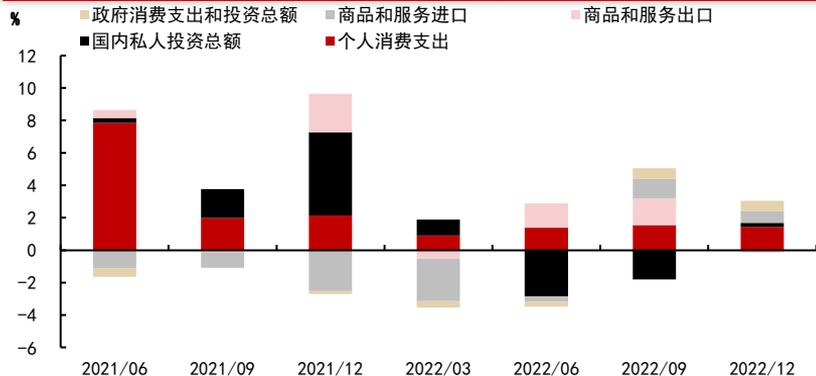
二、美国GDP：美国四季度GDP不变价环比折年率2.9%

- **四季度GDP环比虽仍为正，但阴霾犹存。**美国四季度GDP不变价环比折年率2.9%（预期2.6%，前值3.2%），四季度GDP同比0.96%（前值1.94%）。细分中，个人消费环比折年率由2.3%降至2.1%，其中服务为主要消费支出。另外，四季度住宅投资继续拖累美国GDP，私人库存变化正向波动，进出口环比下滑，美国GDP在经历2022年上半年收缩后，下半年增长转正。随着联储加息进入尾声，联储即将按计划维持峰值利率，预计利率敏感行业继续承压；失业率抬升将使整体景气承压，并传导至消费需求。后续若通胀回落斜率不足以解绑需求，预计2023年上半年美国经济或仍受阴霾笼罩。而1月美国消费者信心再度回暖或是当前黑暗中的曙光，配合良好居民资产负债表，美国有望“拨开云雾”。

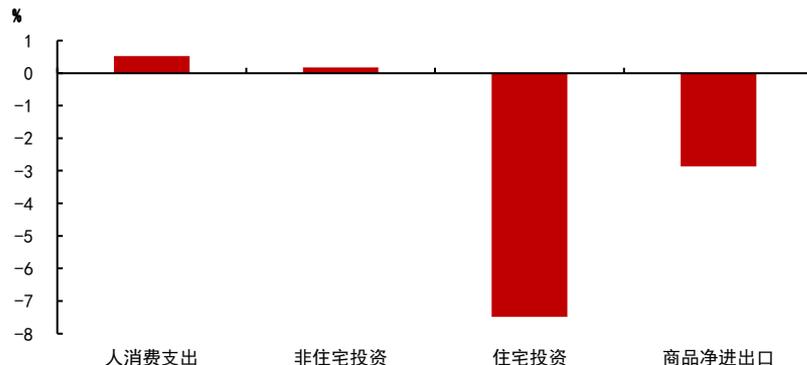
四季度GDP不变价环比折年率2.9%



GDP不变价环比拉动率细分



2022Q4GDP支出法细分项目环比



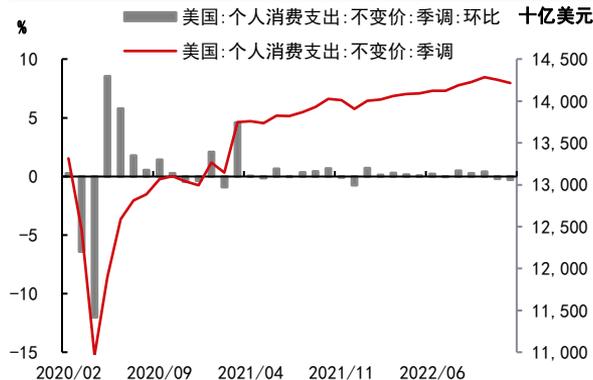
二、美国消费：12月个人消费支出与物价增速齐落

■ **12月消费支出与物价增速齐落。**12月PCE物价指数同比回落至5.0%（前值5.5%），核心PCE指数同比降至4.4%（前值4.7%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。12月个人消费支出环比回落0.2%，前值向下修正。细分项目中，商品与服务支出背离边际收窄。整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，阻碍仍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。**12月零售环比回落1.1%，前值下修至-1%。**零售细分显示较全面的需求收缩：汽车链、地产链、日用品相关销售均环比下降，消费者不仅削减可选消费支出，必须消费韧性松动迹象显示美国居民更全面的“节衣缩食”。

12月PCE同比增速再度降温



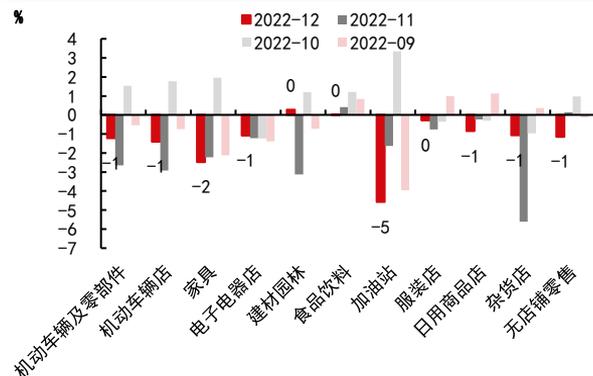
12月个人消费支出环比下滑



12月零售销售环比回落



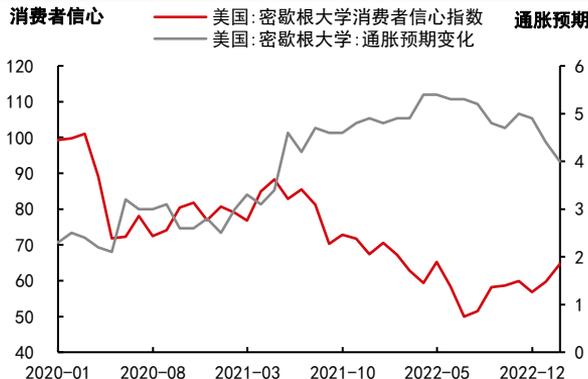
零售细分环比



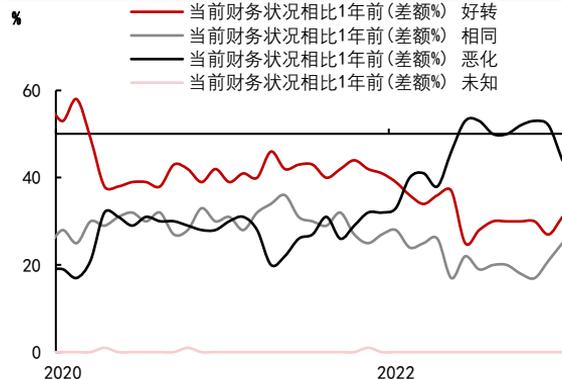
二、美国消费：美国消费者信心或完成筑底

- **美国消费者信心或完成筑底。**美国1月消费者信心大幅上升至68.6（预期60，前值59.4），消费者通胀预期由4.4%下降至4.0%，信心边际向好或主要受到通胀进一步回落提振。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1月，认为当前财务状况同比恶化占比回归半数以下。财务状况感知好转或将带动耐用品与购房景气筑底回暖，供给端能否从容应对也将决定后续通胀走势。

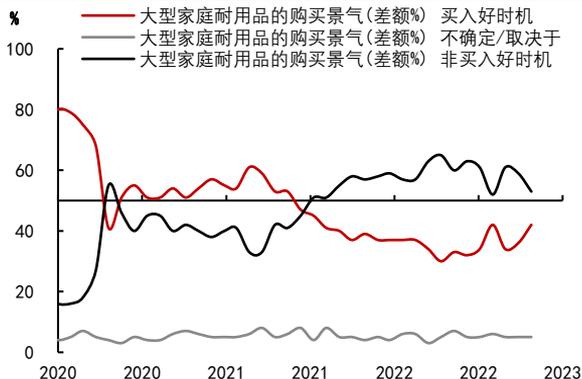
美国消费者信心边际好转



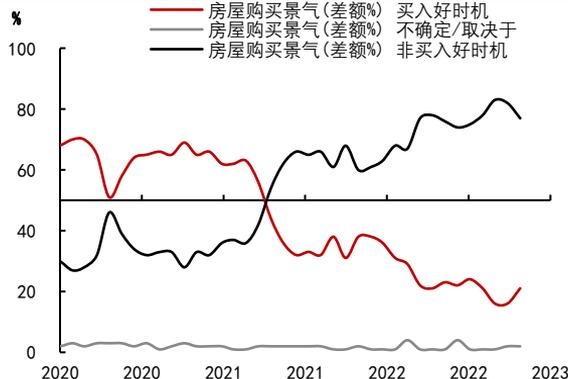
过半的受访者认为当前财务状况恶化



大型家用耐用品购买景气未好转

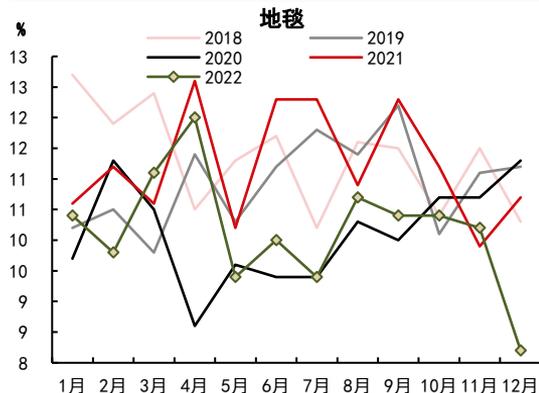


房屋购买景气未好转

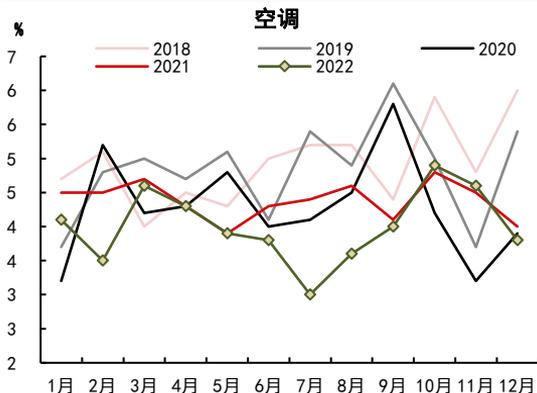


二、美国消费：2022购买计划整体偏弱势

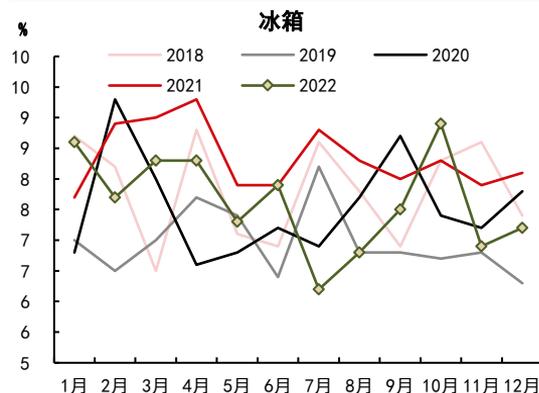
地毯购买计划占比



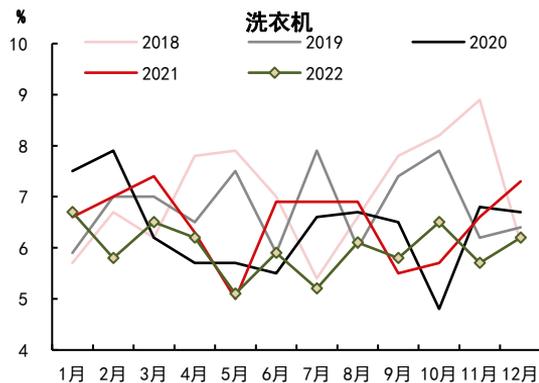
空调购买计划占比



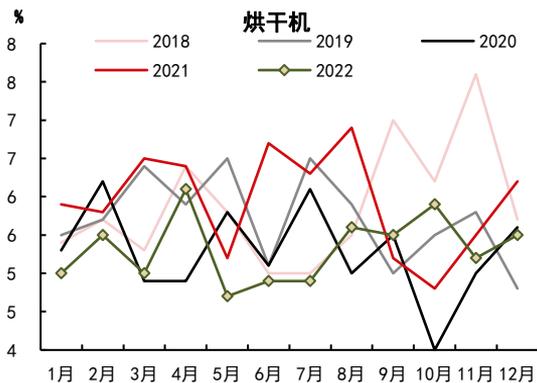
冰箱购买计划占比



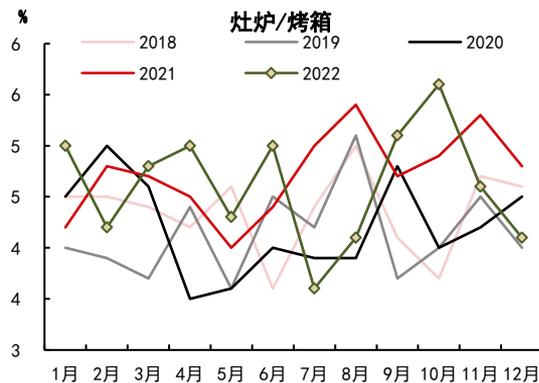
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



灶炉/烤箱购买计划占比



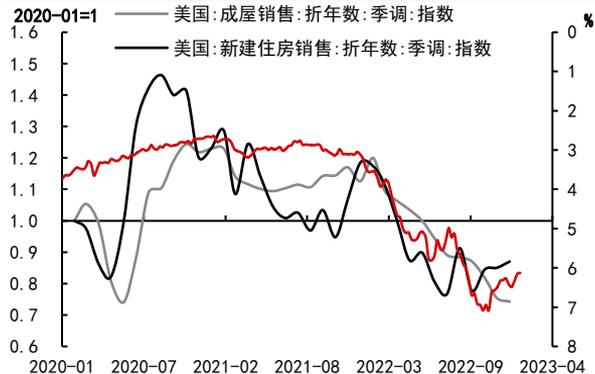
二、美国地产：加息步伐放缓，美国房地产市场迎来喘息

- **加息步伐放缓，美国房地产市场迎来喘息。** 1月全美住房指数由31回升至35，终结近一年以来下跌，地产商信心或开始筑底。**新屋销售方面**，在抵押贷款利率下滑背景下，12月新屋销售超预期环比上升2.33%，短期新屋市场需求回暖，显示需求仍存潜力，但后续地产需求或受持续高利率压制。**成屋销售方面**，12月成屋销售环比下滑1.47%，好于预期-5.4%；12月美国成屋签约销售指数由75回升至76.9，结束连续下跌，暗示成屋销售或将回暖。**新屋开工方面**，12月单、多户住宅新屋开工背离收敛，对应地产商信心重振。而**营建许可方面**，尽管多户住宅营建许可反弹，单户住宅拖累整体营建许可下行，地产开工短期内上行空间有限。

地产商信心或开始筑底



加息步伐放缓，新屋市场磨底



单、多户住宅营建许可均下行



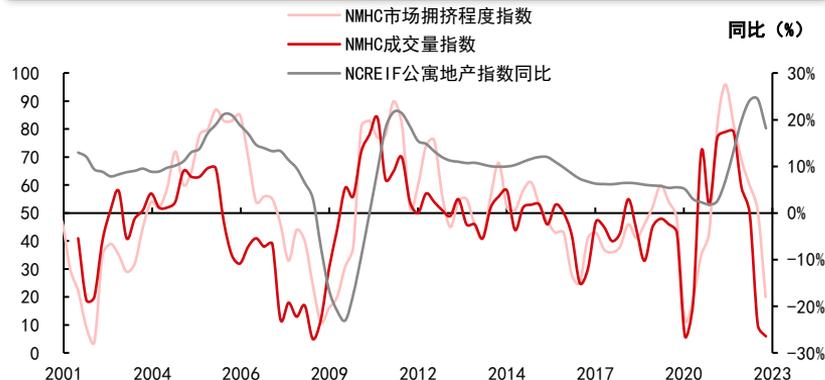
单、多户住宅开工背离收敛



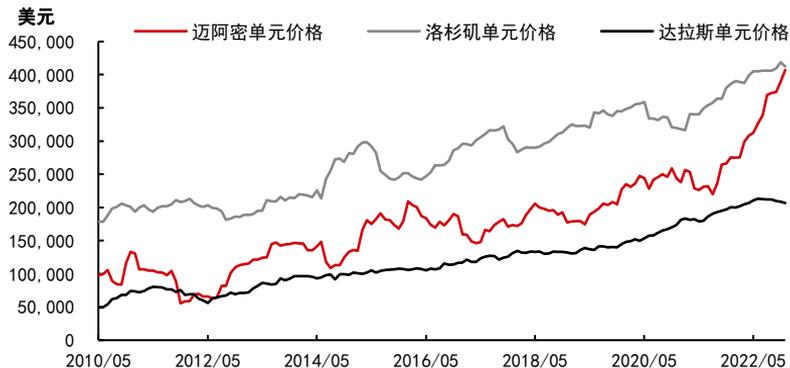
二、美国商业地产：美国商业地产量价双承压

- **美国商业地产量价双承压。** NMHC成交量指数再度下跌但边际放缓，拥挤程度四季度进一步放松，美国多户住宅市场仍在宽松，或带动公寓地产价格下行。从中观层面来看，12月迈阿密每单元价格继续走强，洛杉矶每单元价格筑顶，达拉斯每单元价格继续回落。在市场整体宽松背景下，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1月中观地产数据。

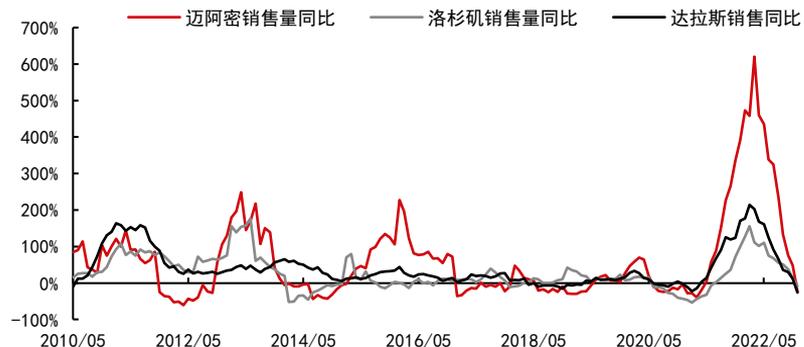
三季度多户住宅成交量大幅收缩



主要城市每单元房价增幅边际收敛



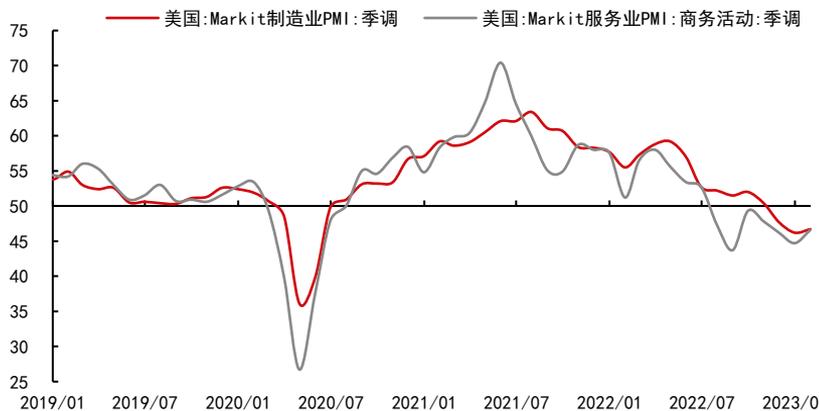
主要城市公寓销量同比增速11月继续回落



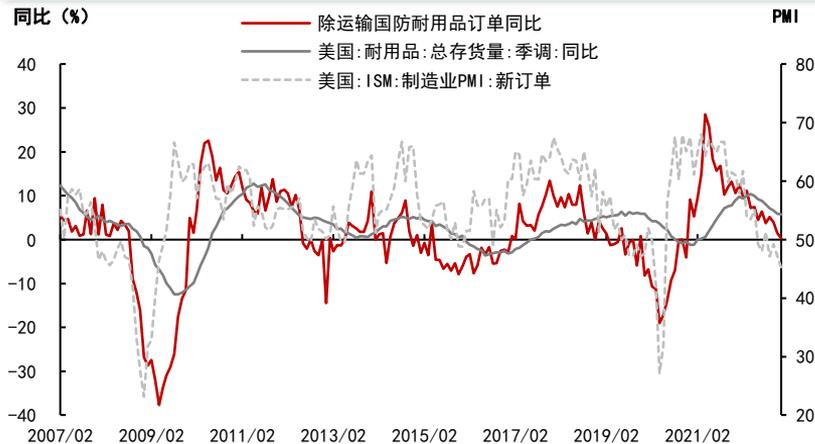
二、美国PMI：1月收缩边际缓解，运输设备推动耐用品订单

- **美国1月Markit制造业PMI46.8（前值46.2），商务活动46.7（前值44.7）。**细分显示，**新订单**已连续4个月下降，制造业新订单再度大幅收缩，制造业**新出口订单**收缩相对服务业边际乐观。**原材料价格**1月上升加速，结束连续7月降温，但企业为维持竞争而使**销售价格**基本持平。**积压订单**再度收缩，**就业**受服务业就业支撑，边际回暖。另外，制造业采购活动仍然低迷，创2020年5月以来新低，在1月价格加速上升背景下，企业主动去库；由于需求端疲软，制造业企业产能利用压力缓解，制造业企业自2020年7月以来首次缩减员工。服务业雇佣或因新订单收缩边际缓解而向好，然而薪资与原材料价格仍有支撑，1月成本负担上升加速，关注美国1月通胀数据。
- **美国12月耐用品订单环比增长5.6%，主要拉动来自于运输新订单。**其中，运输新订单环比增长16.75%，国防新订单环比下滑3.43%，核心耐用品新订单环比上升0.25%。从同比增速来看，核心耐用品新订单增长几乎停滞，结合ISM新订单PMI暗示的耐用品订单进一步回落，美国短期内将深入去库周期。

PMI显示美国1月收缩边际缓解，但物价再度升温



核心耐用品新订单增长乏力



二、美国制造业：12月美国工业生产再度收缩

- 12月美国工业生产再度收缩。**美国12月工业总体产出指数环比下降0.72%，全部工业利用率由79.41%降至78.75%；制造业产出指数环比下降1.3%，利用率由78.54%降至77.47%。采矿业生产环比下降0.85%，公用事业环比上升3.6%。从工业生产细分来看，地产相关商品例如，木制品、家具相关产品工业生产进一步下行，佐证美国房地产转冷。机械与汽车及零部件工业生产指数转而进入下行通道，或显示耐用品消费颓势已拖累工业生产。
- 美国工业生产或将深入下行空间。**截至12月，美国工业生产指数拐头向下，工业产能利用率进一步回落。结合美国1月Markit制造业PMI细分，在新订单连续四个月收缩背景下，美国工业生产或将逐步深入下行通道。

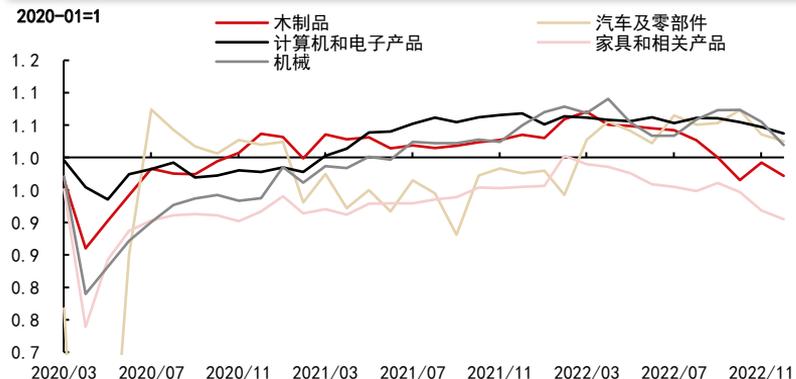
美国12月工业总体产出指数环比下降



12月美国产能利用率细分显颓势

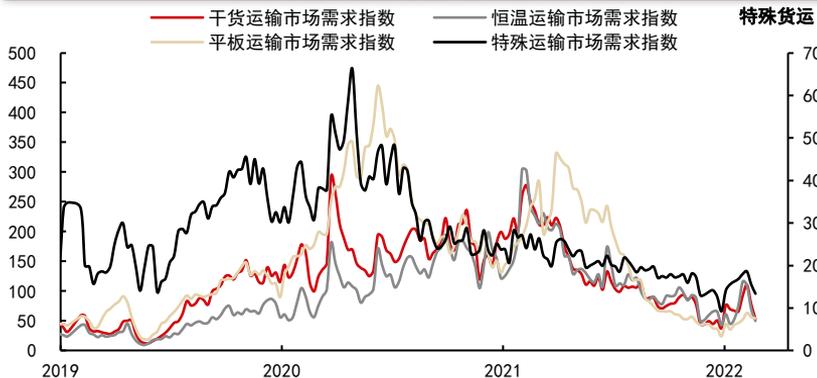
	生产指数环比			产能利用率		
	2022-12	2022-11	2022-10	2022-12	2022-11	2022-10
工业总体	-0.7	-0.6	0.0	78.8	79.4	80.0
制造业	-1.3	-1.1	0.3	77.5	78.5	79.5
采矿业	-0.9	-1.2	0.0	87.7	88.6	89.8
公用事业	3.8	4.5	-2.5	76.8	74.1	71.1
建筑	-1.4	-0.3	-0.2	81.5	81.1	81.5
材料	-0.7	-0.5	-0.5	76.1	77.0	78.2
企业设备	-2.0	-1.8	0.4	80.6	83.5	85.0
消费品	-0.1	-0.5	0.7	79.2	80.5	81.2

12月工业生产指数细分全面下滑

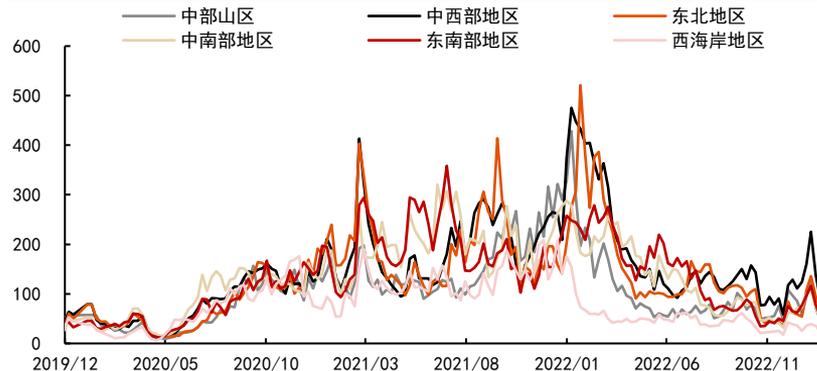


二、美国货运：整体货运需求冲高

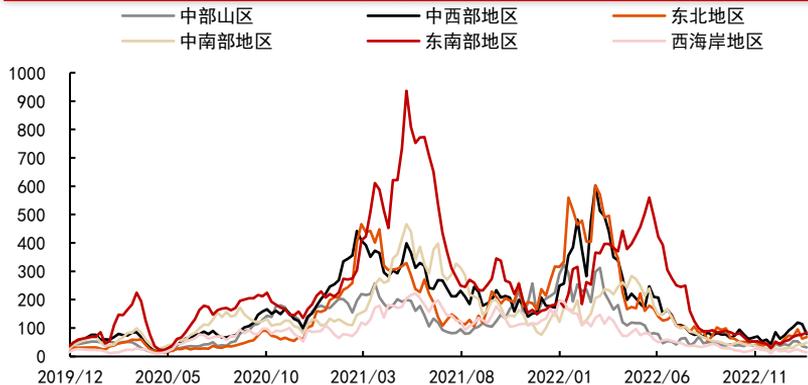
各类市场货运需求指数



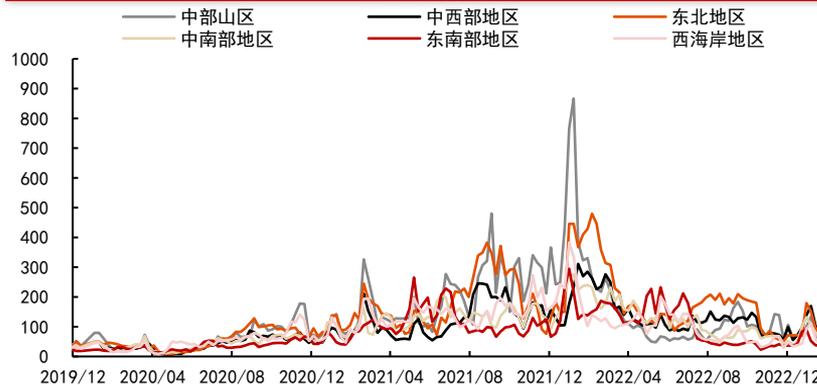
干货运输市场



平板运输市场

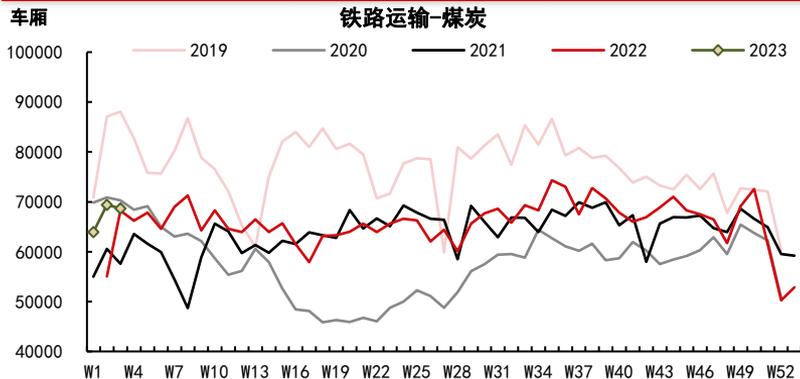


恒温运输市场

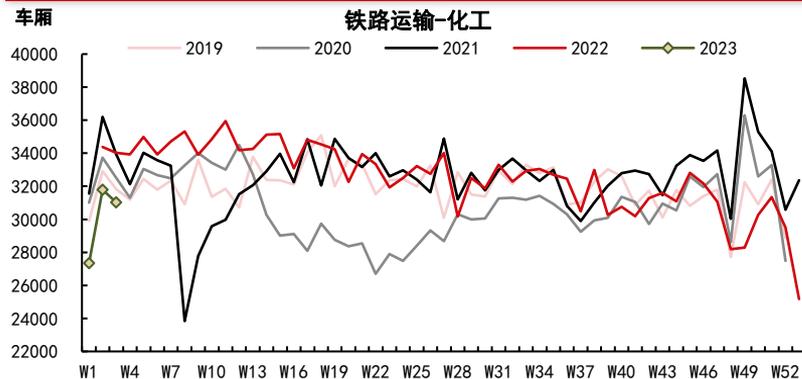


二、美国货运：2022年铁路运输整体偏弱势

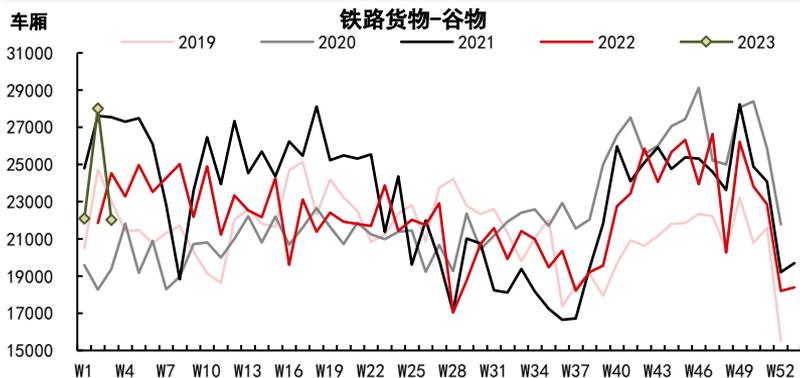
铁路周度运输量——煤炭



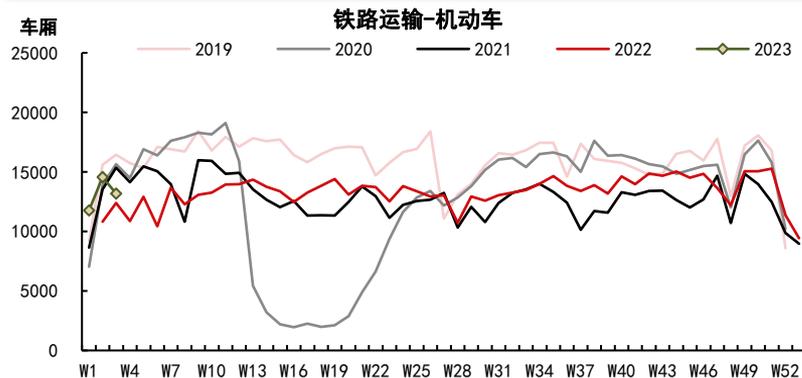
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



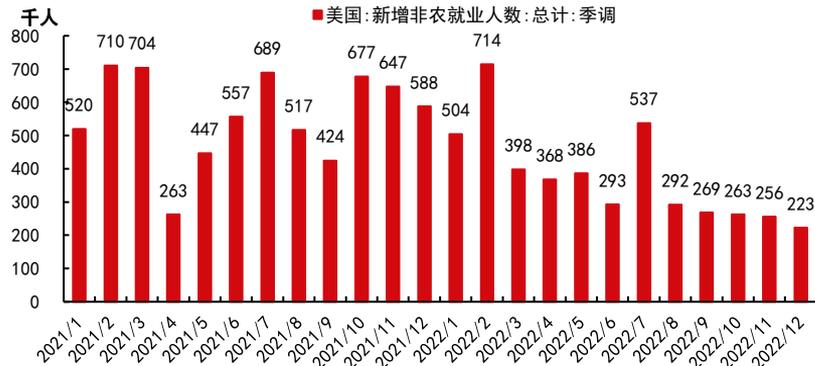
铁路周度运输量——机动车



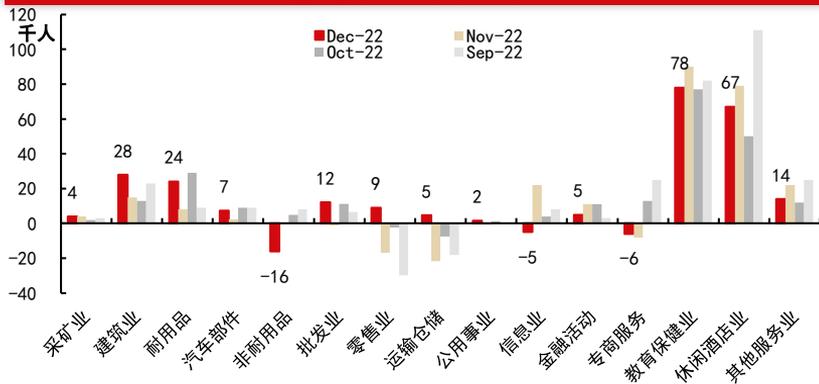
二、美国劳动力：就业市场仍然紧张

- **美国12月非农新增就业人数22.3万人，超出预期20.3万人，但低于前值25.6万人。**主要贡献来自于休闲酒店业(+6.7万)、医疗保健业(+5.5万)、建筑业(+2.8万)及社会援助领域(+2万)；临时服务业(-3.5万)则为主要拖累项。
- **美国12月住户调查表现仍然较强。12月失业率降至3.5%（预期3.7%，前值3.6%），劳动参与率略微上升至62.3%（预期62.2%，前值62.1%）。**

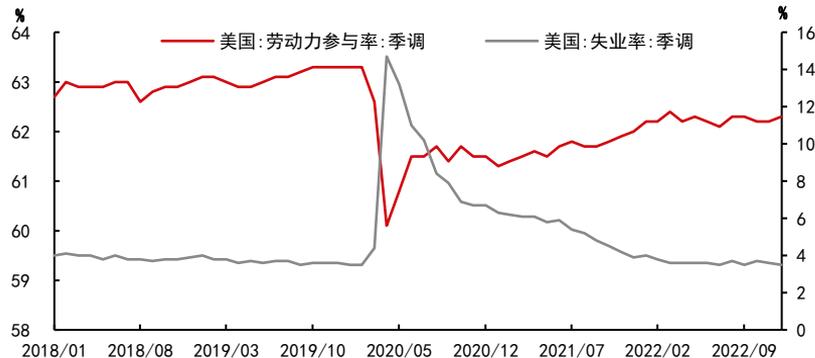
美国新增非农就业人数



新增非农行业细分

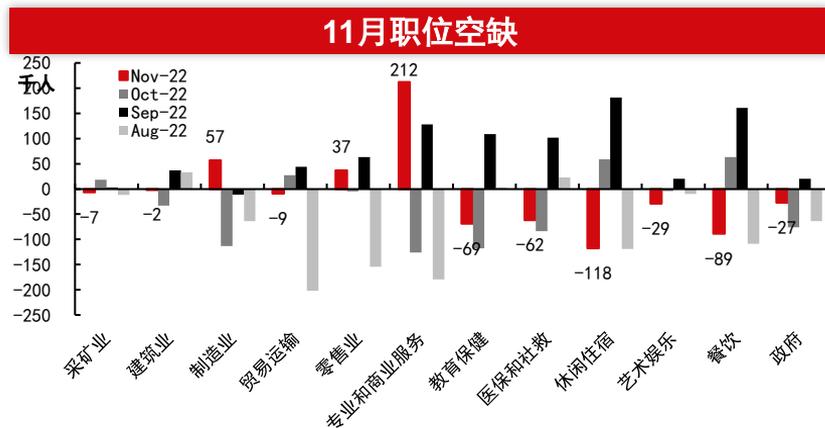


失业率/劳动力参与率/就业率

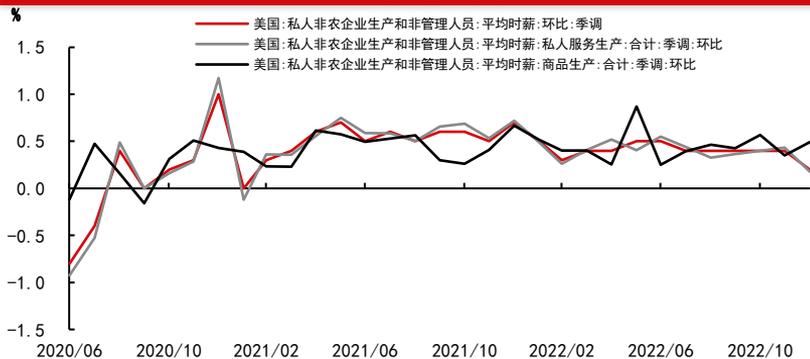


二、美国劳动力：就业市场仍然紧张

- **美国12月薪资增长降温。**12月时薪同比+4.6%（预期5%，前值4.8%），环比+0.3%（预期0.4%，前值0.4%）。细分项看，商品生产与服务业薪资均继续增长，但后者边际增幅有所收窄。
- **JOLTS美国11月职位空缺减少但仍处于高位。**职位空缺数由前值1051.2万下降至1045.8万，**职位空缺和失业人数比率处于1.74倍的高位。**细分项看，专业和商业服务(+21.2万)和非耐用品制造业(+3.9万)的职位空缺增加；金融和保险业(-7.5万)和联邦政府(-4.4万)的职位空缺数量减少。另外，**11月雇佣人数环比基本持平，离职率环比+3.1%，裁员率环比-6.6%，劳动力市场整体仍然较强。**
- **综合来看，美国劳动力市场仍然吃紧。**虽然12月薪资数据表现出劳动力市场降温的一面，但是处于半个世纪低点的失业率及仍处于高位的职位空缺和失业人数比率都在表明劳动力市场仍较为强劲。



12月时薪增长降温



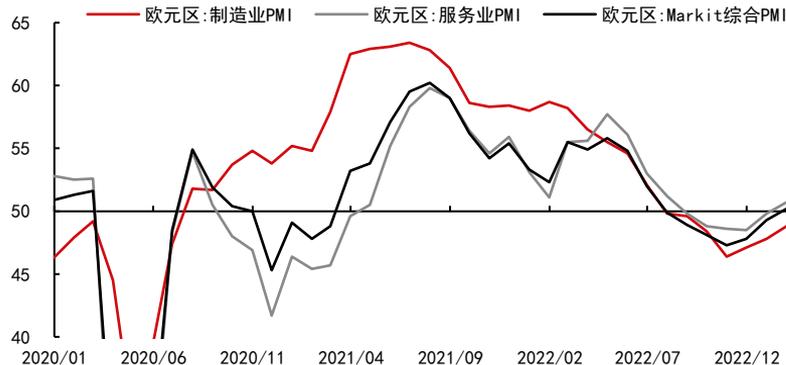
12月商品生产工时继续下滑



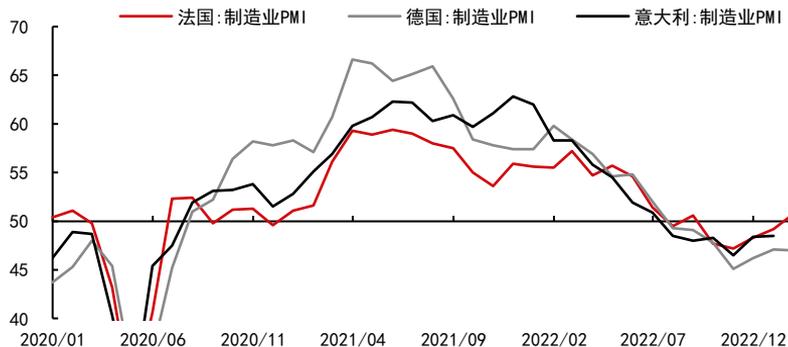
三、欧洲PMI：欧元区综合PMI回归荣枯线之上

- 欧元区1月Markit综合PMI录得50.2，制造业48.2，服务业50.7。2023年伊始欧元区受服务业带动暂且重回扩张区间，制造业收缩边际缓解。根据Markit报告，重回扩张主要驱动来自于IT服务与设备行业，医疗、医保行业同样提供支撑，地产与原材料行业金融租赁服务恶化改善。核心国家中，德国综合PMI由49升至49.7，主要驱动来自于服务业，制造业仍以12月速率下滑。法国综合PMI由49.1小幅下滑至49，制造业边际改善被服务业收缩抵消。欧元区其他地区同样受到服务业回暖提振，但制造业收缩仍未出现改善。尽管欧元区供应端持续宽松，但1月销售价格再度升温，叠加欧元区整体景气，欧洲央行或将继续收紧。

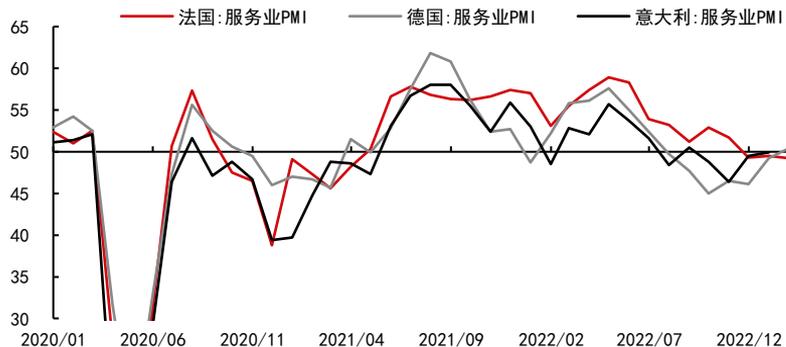
1月欧元区综合PMI回归荣枯线之上



1月法国制造业重回荣枯线之上



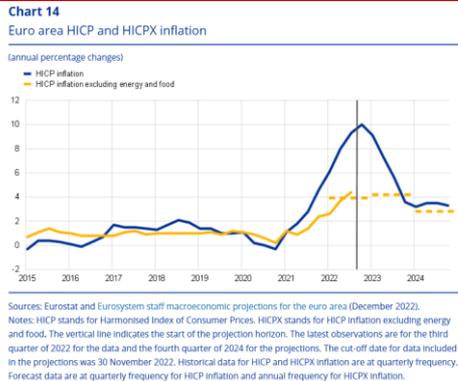
1月德法服务业分化发展



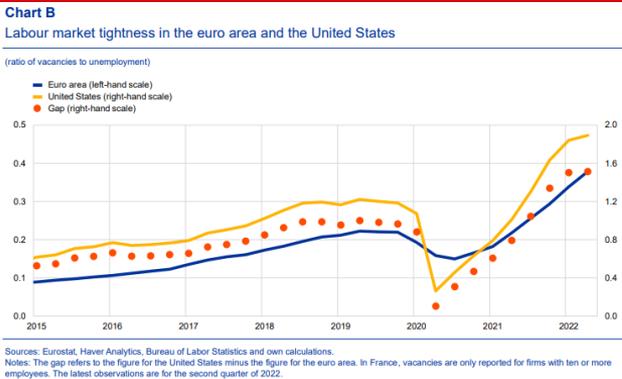
三、欧洲央行：欧央行预计核心通胀韧性，但相对美国更乐观

- 欧央行预计核心通胀维持韧性，但相对美国更乐观，欧央行鹰派发言或为支撑欧元的预期管理。欧央行简报指出，欧央行预计通胀2023-2025 回落路径为6.3%、3.4%，2.3%，核心通胀将持续保持2%以上水平。简报指出，核心通胀韧性来自于高能源价格的滞后传导与欧元走弱，以及超出历史趋势增长的薪资。结合食品通胀，欧央行预计能源价格回落带来的通胀下行动力将被抵消。另外，简报还指出，美国劳动力市场相对欧元区更为紧俏，欧央行认为主要区别在于老龄男性劳工退出程度差异，并且美国劳工退出程度在年龄与行业维度下更为广泛，因此欧洲核心通胀压力相对乐观，欧央行鹰派失去部分支撑，其官员近期发言或为支撑欧元的预期管理。

欧央行预计核心通胀长期保持2%以上



美国劳动力市场相对欧洲更为紧俏



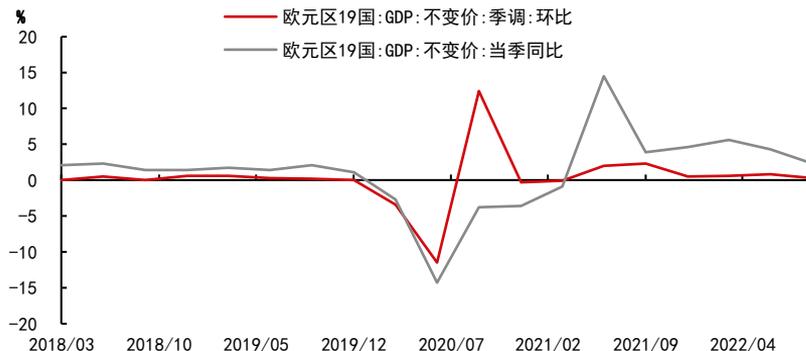
OIS市场预计欧央行2月加息50.5bp



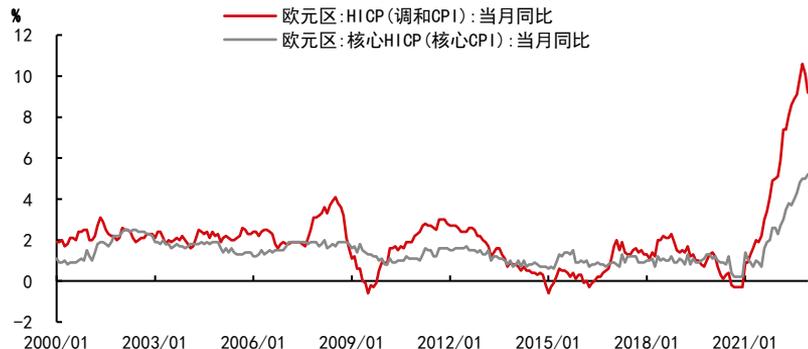
三、欧洲通胀：通胀降幅超预期，核心通胀韧性

- 欧元区12月通胀继续回落，降幅超预期，但核心通胀表明潜在压力仍存。12月调和CPI同比+9.2%，环比-0.3%，核心调和CPI同比+5.2%，环比+0.2%。
- 细分项中，食品（初值13.8% 前值13.6%）和能源仍是主要贡献项，但12月整体通胀的放缓主要是由于能源价格增速放缓（初值25.7% 前值34.9%）。非能源工业品（初值6.4%，前值6.1%）和服务（初值4.4%，前值4.2%）价格均小幅走高。
- 12月的通胀下降主要与以下因素有关：1) 天然气价格大幅下跌；2) 欧洲各国政府近几个月来对能源价格设置上限；3) 今年欧洲冬天气温高于往年。但欧元区核心通胀率的上升凸显了欧洲央行官员们此前的担忧：降低能源成本可以降低总体通胀率，但不能解决潜在的通胀压力。因此，欧洲央行或需继续加息以应对潜在的通胀压力，这与此前欧洲央行表示有意在2月、3月继续加息50bp相符合。

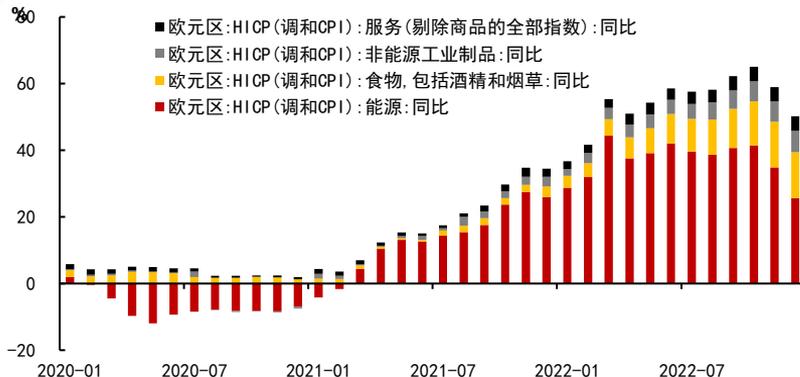
欧元区三季度GDP环比上升0.3%



欧元区12月通胀下降



能源价格下降为通胀下降主要原因



四、日本通胀：日本通胀再度升温，施压货币政策正常化

- 日本12月CPI、核心CPI同比增速均录得4%，创1981年以来最高增速。日本通胀连续高出央行2%目标，且通胀压力逐步蔓延至能源与食品以外。细分中，商品通胀持续攀升，服务通胀逐渐抬头，而日本劳动力市场紧张或显示服务通胀将打开上行空间。日本劳动力市场数据显示，当前日本失业率降至低位，劳动力参与率筑顶，薪资与职位空缺失业比齐升，显示劳工紧张程度位于上升通道。而劳动力市场趋于紧俏将从供给端支撑核心服务通胀与整体通胀，最终施压日本央行货币政策趋于正常化。

日本12月CPI、核心CPI同比增速4%



日本服务通胀抬头



日本失业率与劳动力参与率



日本薪资与求人倍数



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 社融不及预期，关注降息窗口

财政 收入增速放缓，支出跌幅扩大

基建 12月增速小幅回落

房地产 投资有所修复，到位资金出现改善

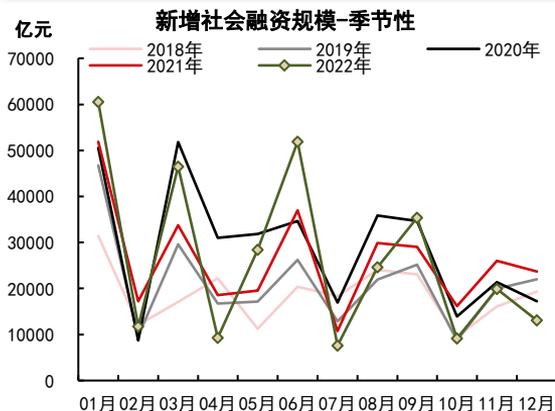
制造业 增速仍有韧性，工业利润承压

出口 海外库存高企，12月下滑速度减缓

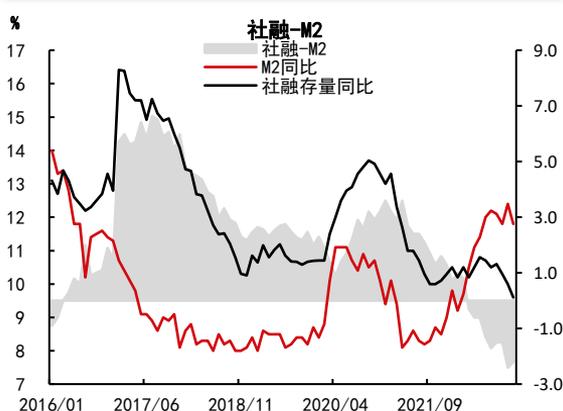
二、社融（总量）：社融不及预期，关注降息窗口

- 12月货币金融数据：新增人民币贷款1.4万亿元、预期1.2万亿元；新增社融1.31万亿元、预期1.85万亿元；社融增速9.6%、较上月回落0.4%。
 - 本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情放开后各个领域均受到供给以及需求的双重冲击；（2）地产销售持续偏弱。
- 11月M2同比增速11.8%，较上月下滑0.6个百分点；M1同比增速3.7%，较上月下跌0.9个百分点。
 - M2的增速回落主要是因为：（1）近期银行端的“理财赎回潮”已经暂告一段落，居民端把资金重新投入到理财市场中；（2）去年M2同期基数较高。
 - M2增速与社融增速维持倒挂，剪刀差为2.2个百分点（前值为2.4），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。

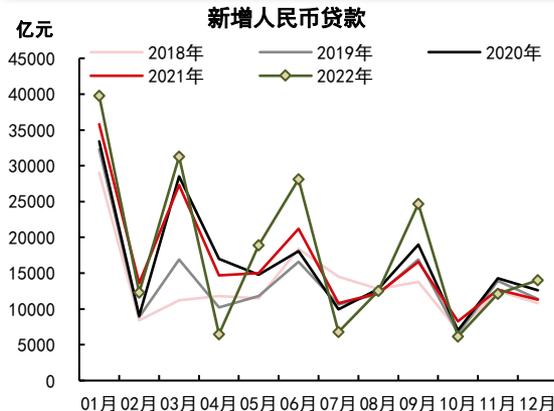
12月新增社融持续偏弱



社融-M2差值小幅缩小



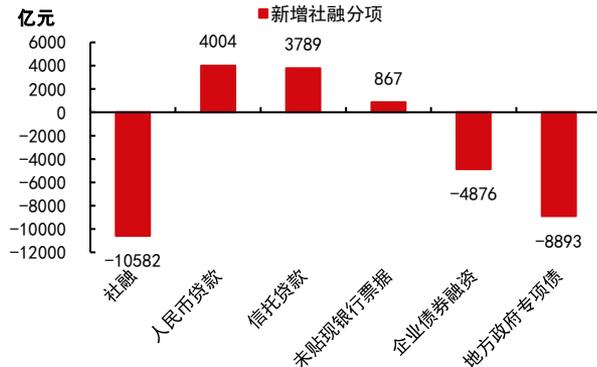
新增人民币贷款逆势上涨



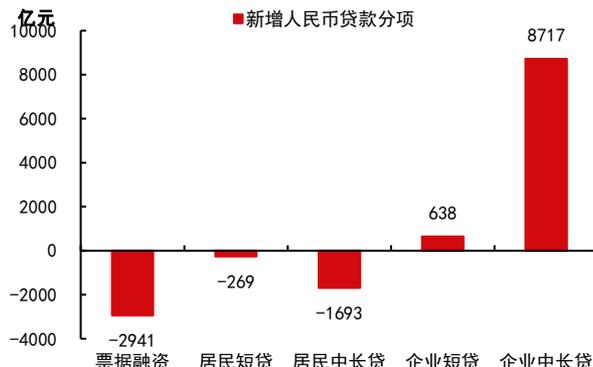
二、社融（结构）：表外融资转表内拉动企业中长贷高增

- 从结构上看，人民币贷款和信托贷款同比增长较多，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（1）实体部门融资需求低迷，（2）受信用债收益率大幅走高的影响，（3）受平台公司表内信贷支持增多、债务融资需求减少影响。
- 居民中长期贷款增量仍然为负，但同比跌幅有所收窄，这与12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。

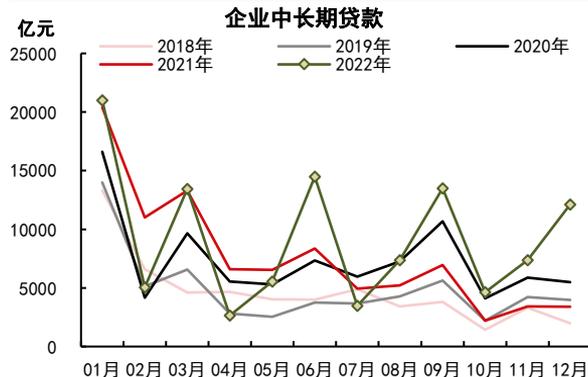
12月新增社融分项同比增减



12月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款显著冲高



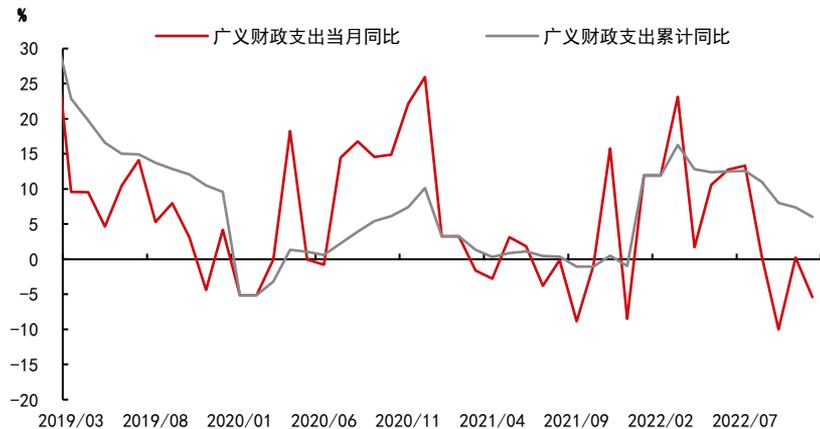
新增住房贷款跌幅持续收窄



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



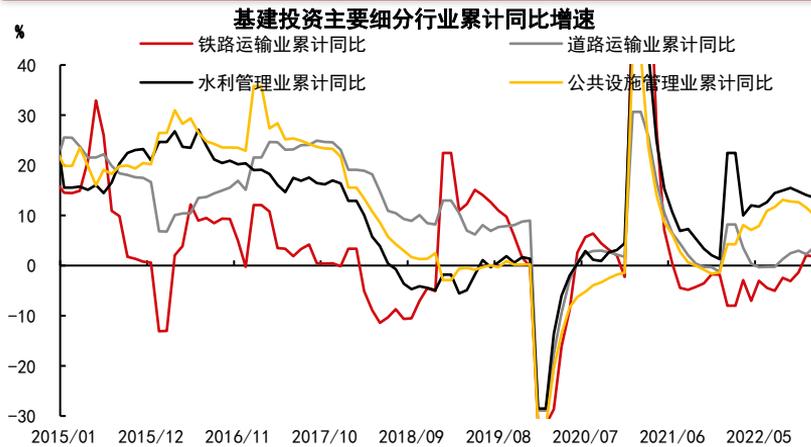
二、基建：12月增速小幅回落

- **12月基建增速小幅回落**：1-12月基建累计同比为11.5%（前值11.7%），12月基建当月同比10.4%（前值13.9%）。
- **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19.3%，增速比1-11月份下跌0.3个百分点；公共设施管理业投资增长10.1%，增速下跌1.5个百分点；水利管理业投资增长13.6%，增速下滑0.5个百分点；铁路运输业投资上涨1.8%，增速下滑0.3个百分点；道路运输业投资上涨3.7%，增速上涨1.4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。**

1-12月基建投资同比11.5%，12月当月同比10.4%

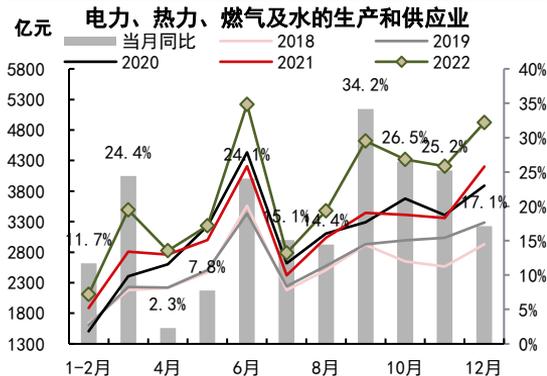


基建投资结构上有分化

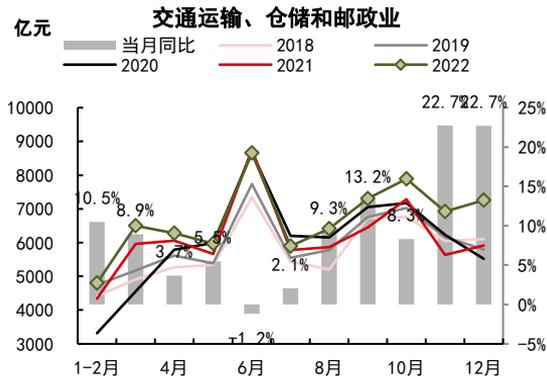


二、基建分项——三大分项增速出现显著分化

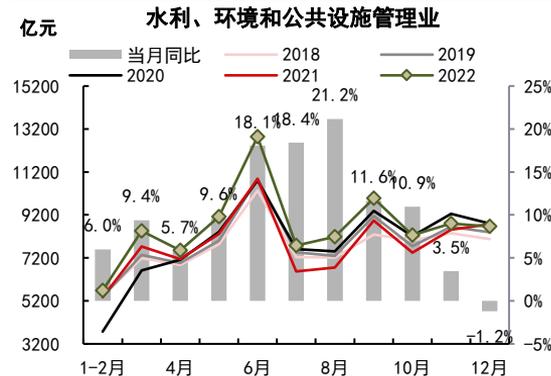
12月电力投资增速回落



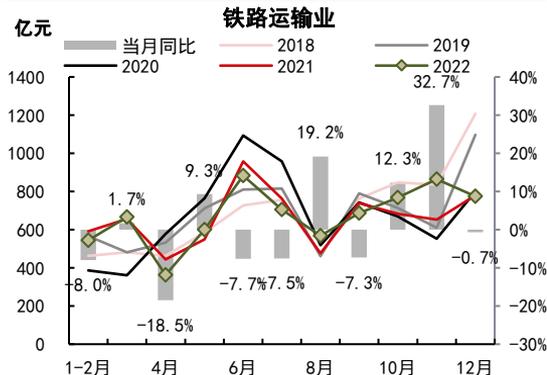
12月交通投资增速保持高增



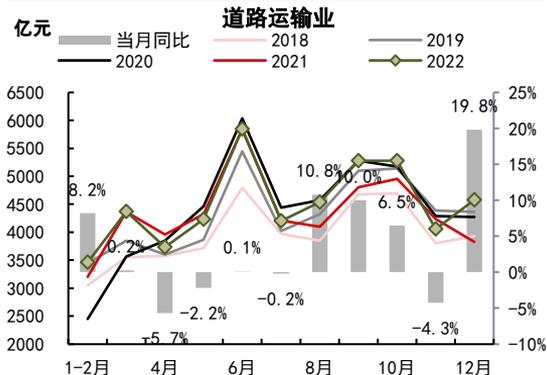
12月水利市政投资增速转负



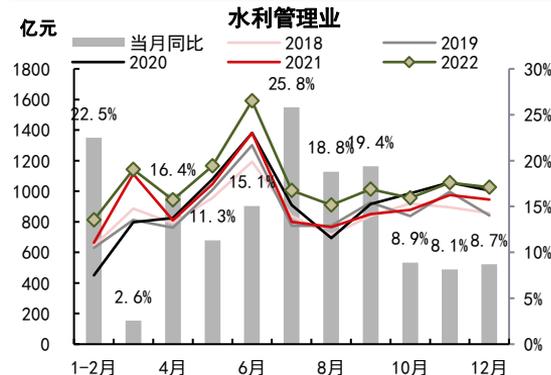
12月铁路投资增速大幅回落



12月道路投资增速显著拉升



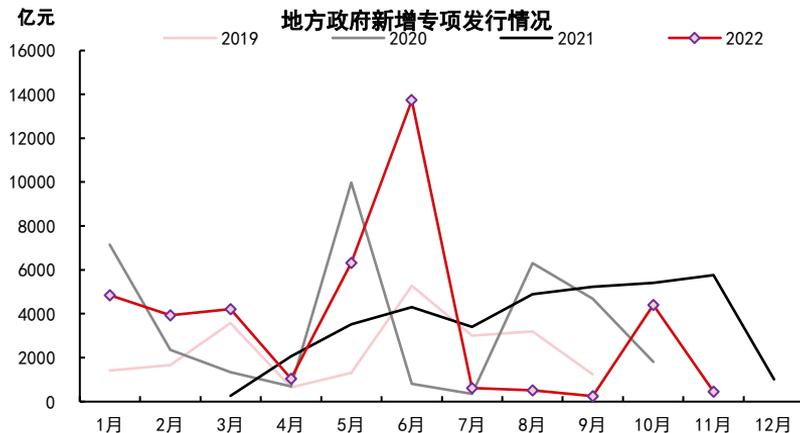
12月水利投资增速小幅回升



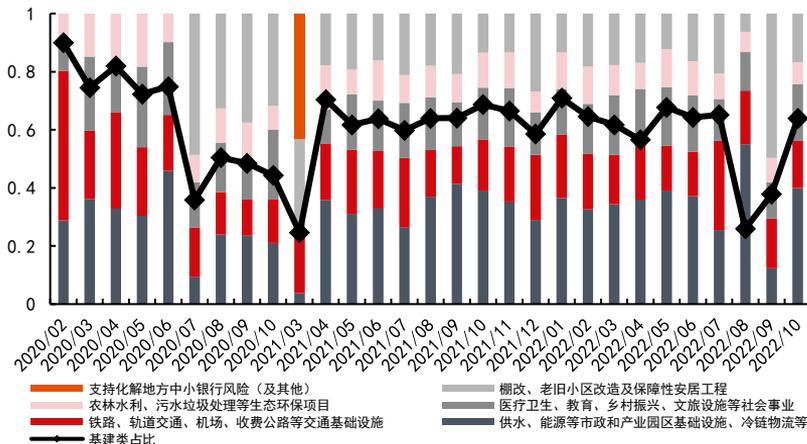
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 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，1-11月专项债投向基建的比例约为65%。

11月专项债发行大幅回落



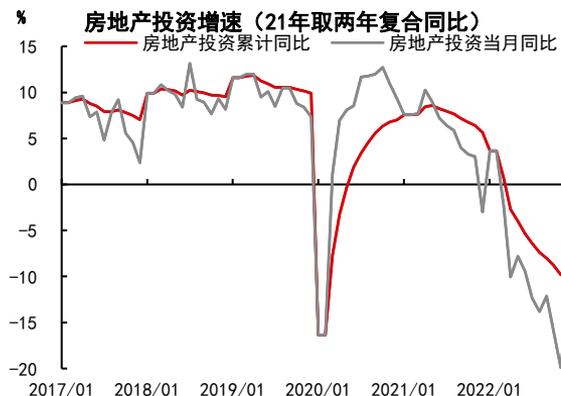
专项债资金投向情况



二、房地产：投资有所修复，到位资金出现改善

- **12月地产投资有所修复。**1-12月地产投资累计同比-10.0%（前值-9.8%），12月当月同比-12.2%（前值-19.9%）。
- **12月房企到位资金出现改善。**1-12月房地产开发企业到位资金同比下降-25.9%（前值-25.7%），12月当月同比-28.7%（前值-35.4%）。
- **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。

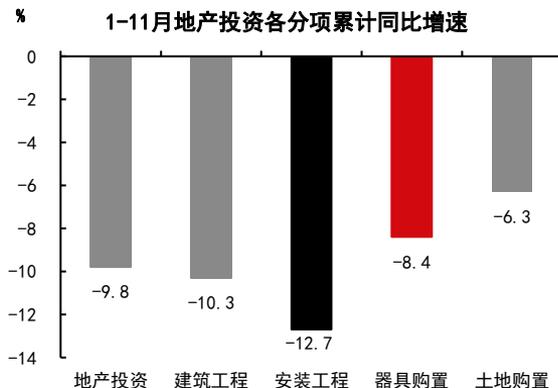
12月房地产投资跌幅缩窄



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

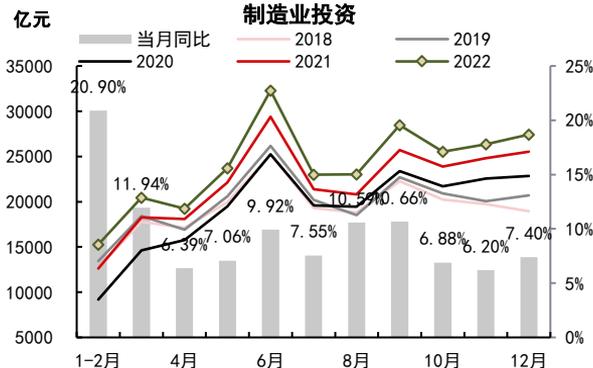
- 1-12月制造业投资同比增长9.1%（前值9.3%），三年平均同比增长为6.6%（前值6.2%），可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。我们认为货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。

- 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，11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



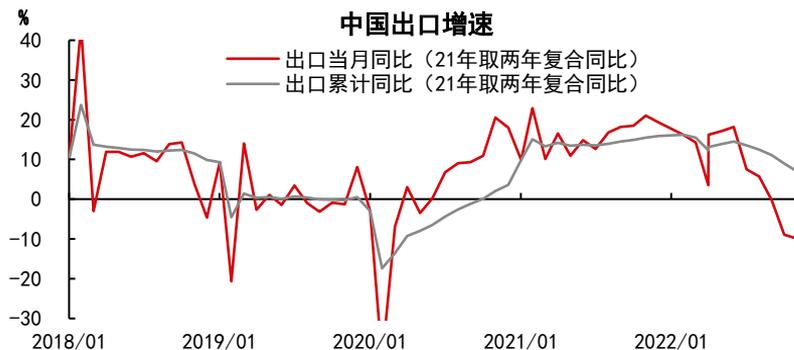
疫情导致工业企业被动累库



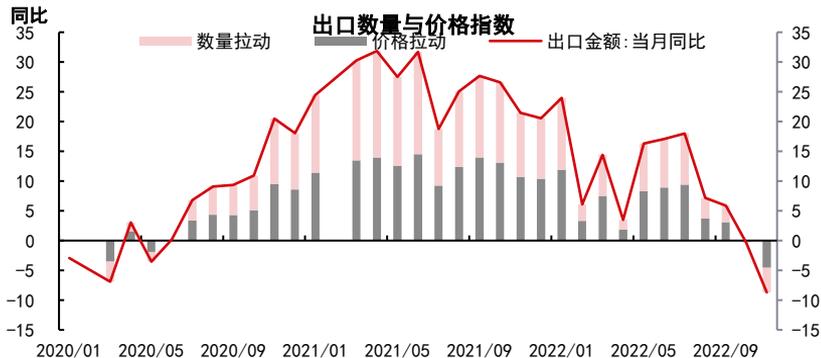
二、出口：海外库存高企，12月下滑速度减缓

- 按美元计，2022年12月出口同比降9.9%，预期降10.4%，前值降8.9%；进口降7.5%，预期降8.6%，前值降10.6%；贸易顺差780.1亿美元。
- 出口增速回落的主要原因：发达经济体高库存对进口需求减少，12月我国对美国、欧洲、东盟和日韩的出口增速分别为-19.5%、-17.5%、7.5%和-6.5%。

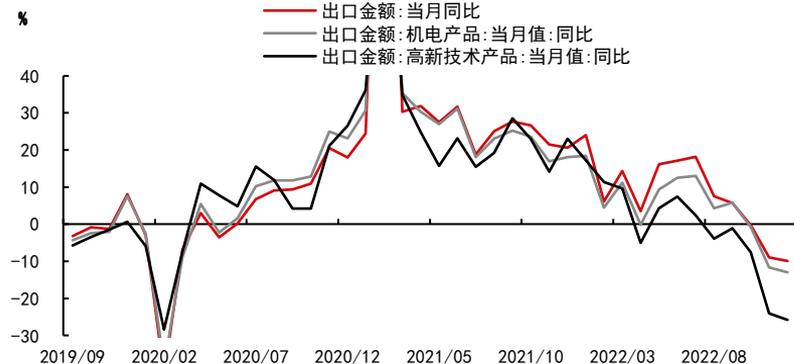
中国出口（美元计）同比增速为-9.9%



本次出口回调是数量和价格均起作用



高技术产品出口跌幅接近30%



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**

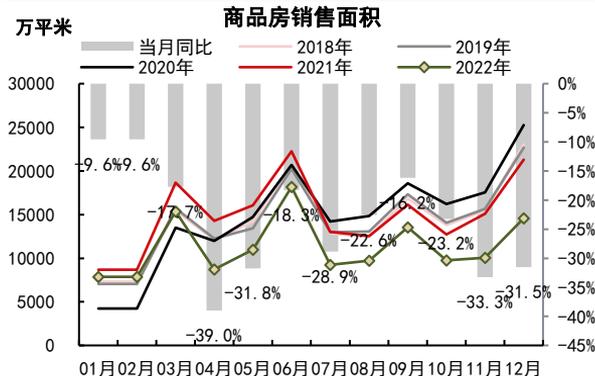
制造业需求跟踪 **PMI大幅下滑，修复仍需时日**

中观需求总结 **疫情冲击需求，需求弹性偏弱**

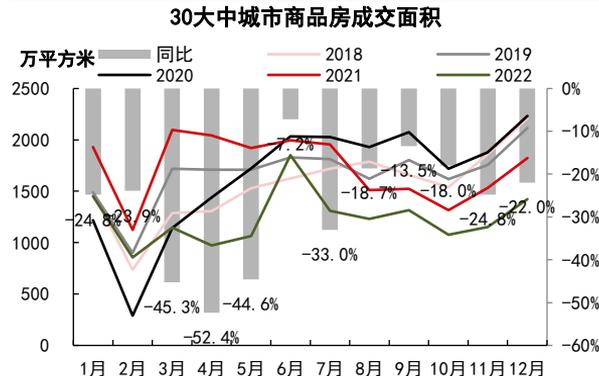
三、建筑业需求 (地产数据) —— 销售: 大幅回落

- 12月地产销售跌幅大幅下滑, 从30城高频数据显示12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-30%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12月, 已连续15个月下降。

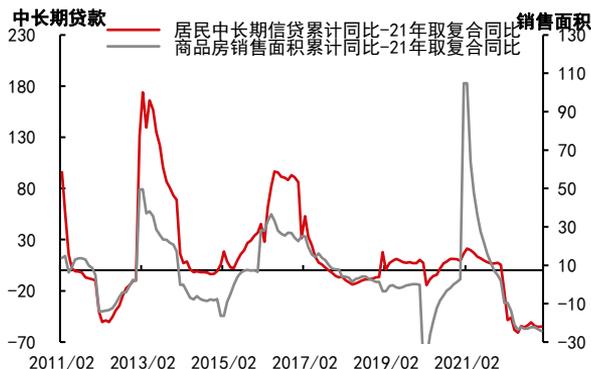
12月商品房销售面积同比-31.5%



12月份30城商品房销售面积同比-22.0%



同步指标: 居民中长期信贷



领先指标: 房贷利率

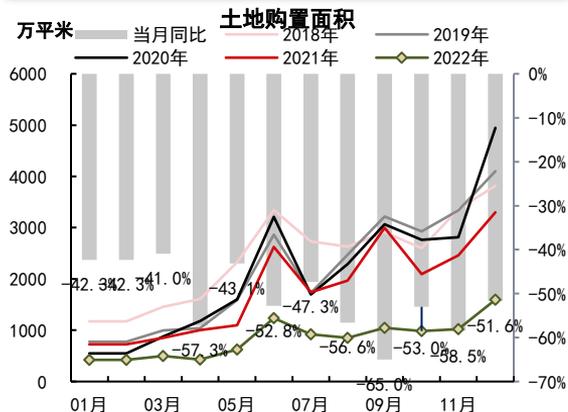


三、建筑业需求（地产数据）——土地：跌幅仍未改善

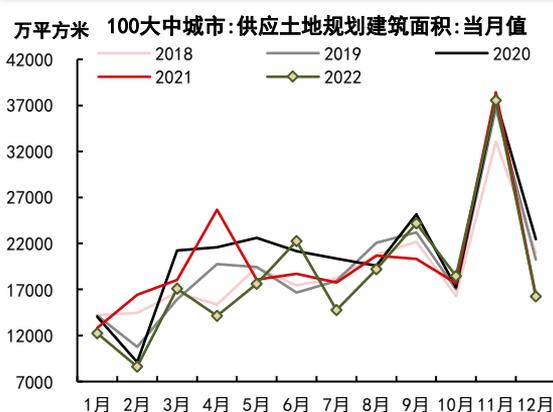
■ 土地市场整体出现拐头向下：

- **土地购置面积**：1-12月同比增速-53.4%（前值-53.8%），12月当月同比-51.6%（前值-58.5%）。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积**：1-12月累计同比-7.7%（前值-8.3%），12月当月同比-0.45%（前值-2.34%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积**：1-12月累计同比-3.23%（前值-8.36%），12月当月同比+27.56%（前值+23.70%）

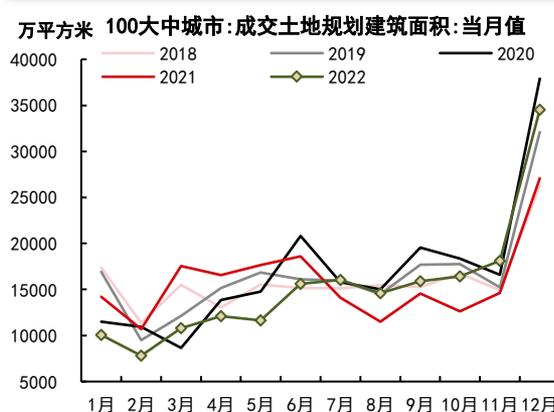
土地购置面积同比-51.6%，跌幅缩窄



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：跌幅仍超40%

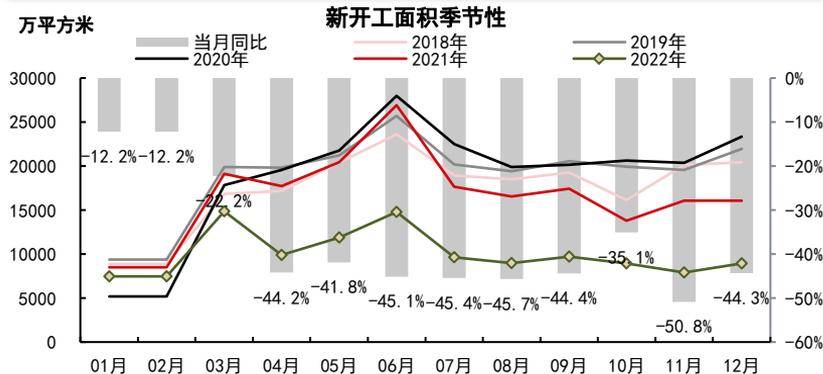
■ 房屋新开工面积的同比跌幅显著扩大：

- 12月新开工当月同比-44.3%（前值-50.8%）；
- 1-12月新开工累计同比-39.4%（前值-38.9%）

■ 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。

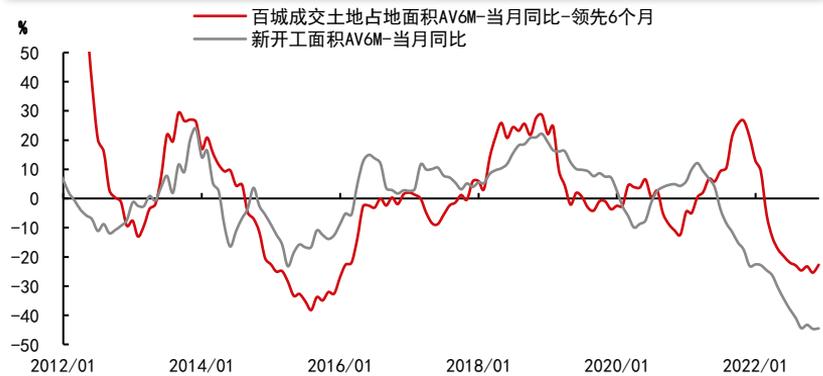
12月房屋新开工面积跌幅收窄



同步指标：挖掘机销量



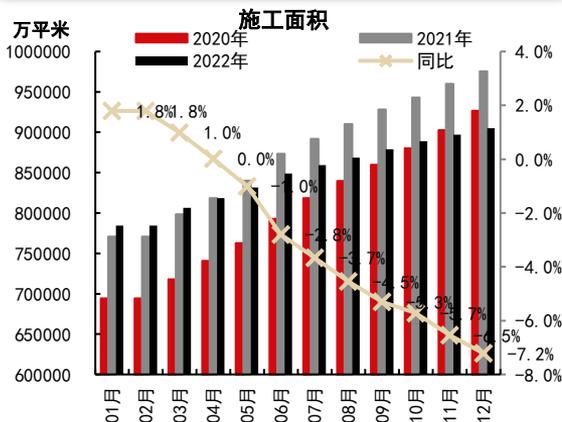
领先指标：百城土地成交面积



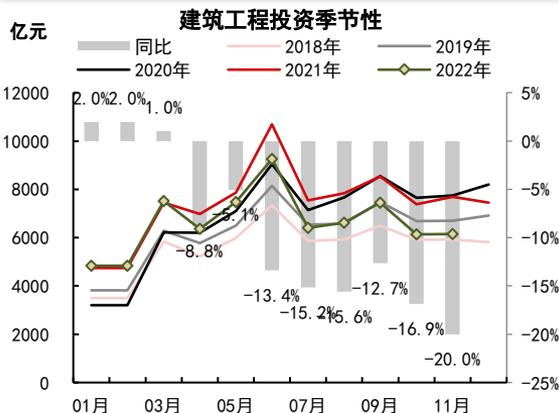
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比跌幅持续扩大

- **房屋施工面积**：1-12月施工面积90.5亿平方米，同比-7.2%（前值-6.5%），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。

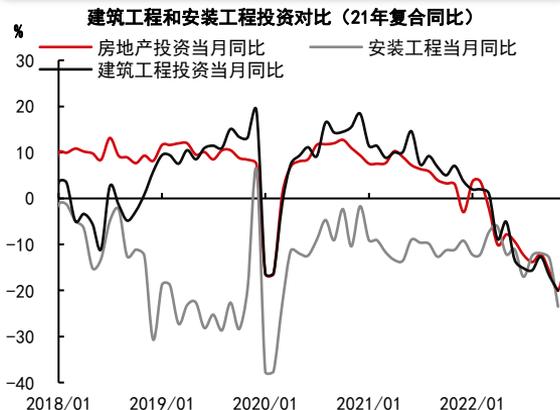
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



建安投资拖累地产投资



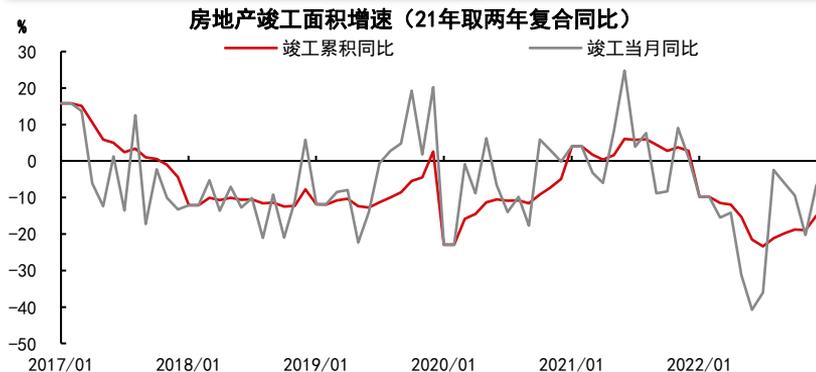
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：有所改善

- 1-12月竣工面积同比-15.0%（前值-19.0%）。12月当月同比-6.6%（前值-20.2%）。
- 12月竣工跌幅减少，主要是当前保交楼资金到位情况有所改善，近期竣工端实物工作量已有提升。
- 根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期步入尾声。

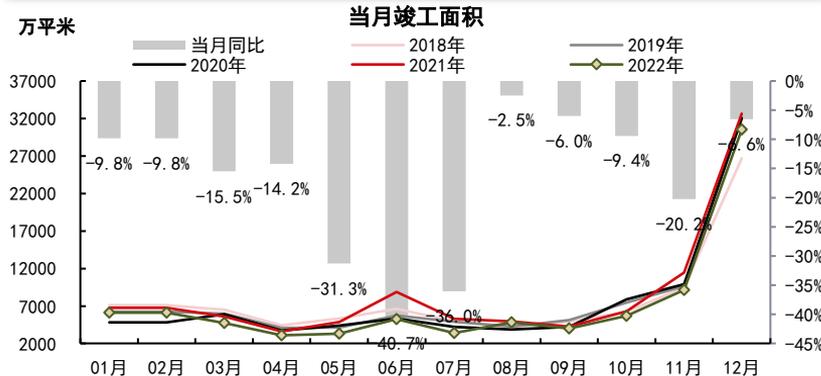
领先指标：新开工领先竣工



1-12月竣工面积同比-15.0%

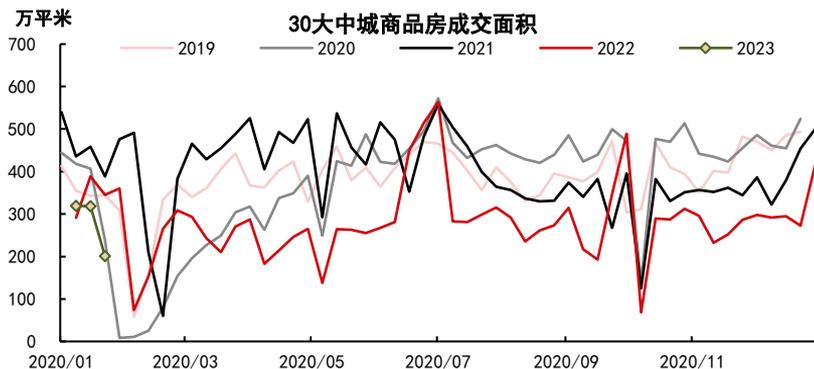


竣工面积-季节性

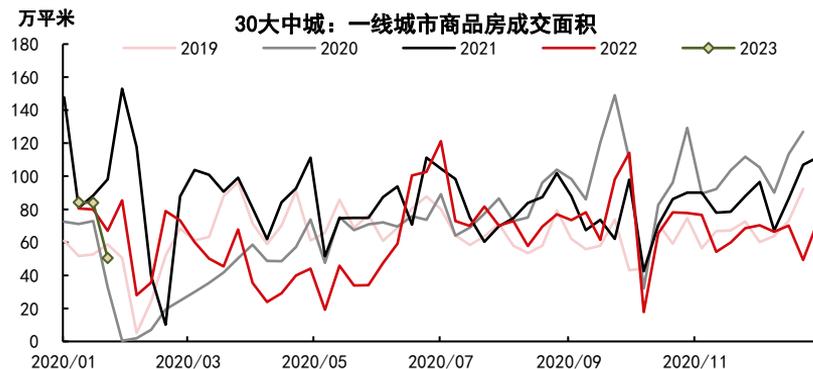


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

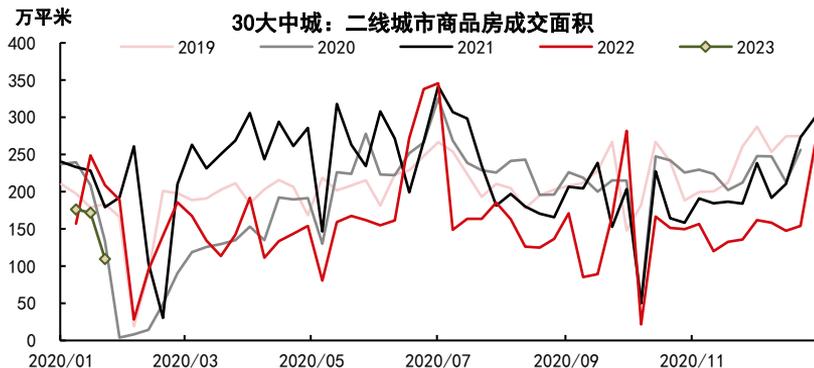
30大中城商品房成交面积



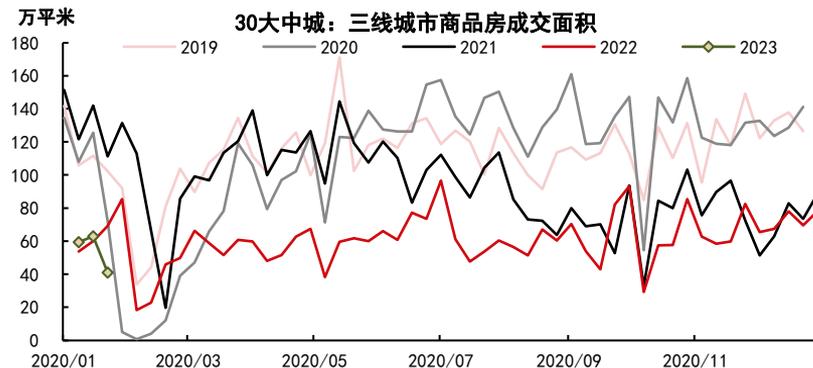
30大中城：一线城市商品房成交面积



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

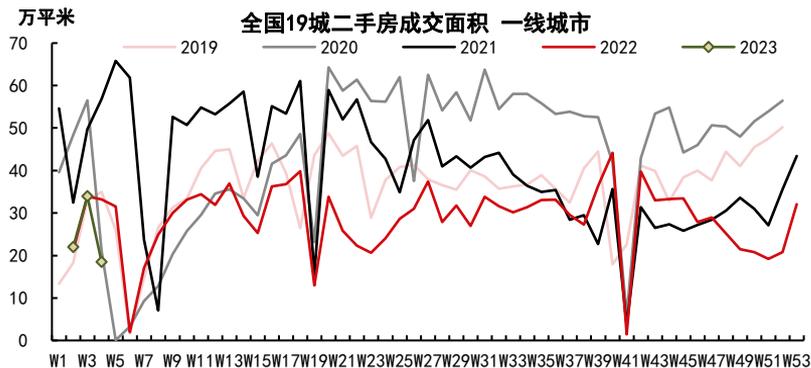


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

19城二手房成交面积



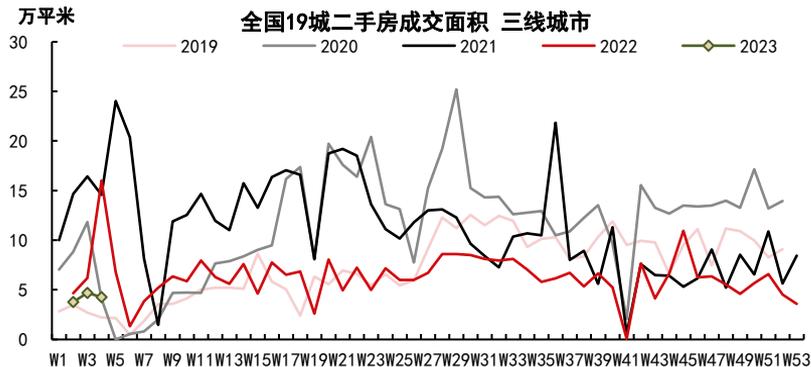
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

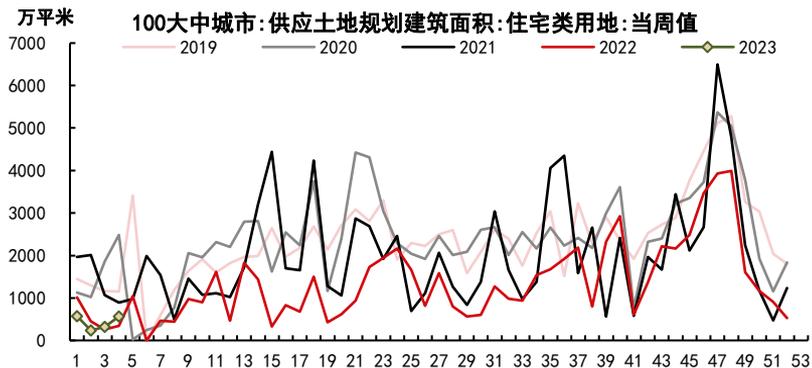


三线样本城市二手房成交面积

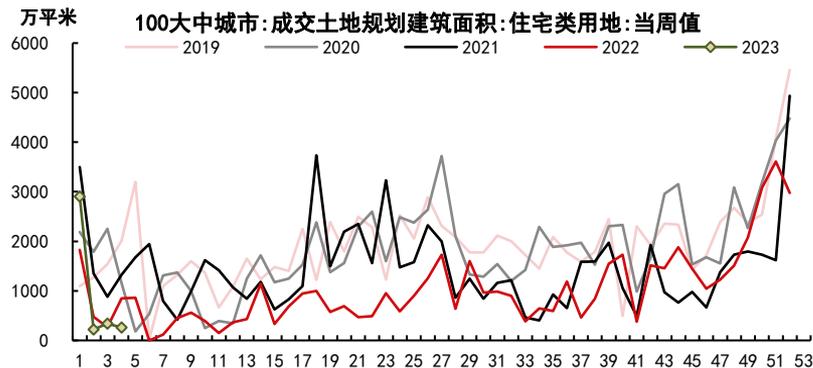


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

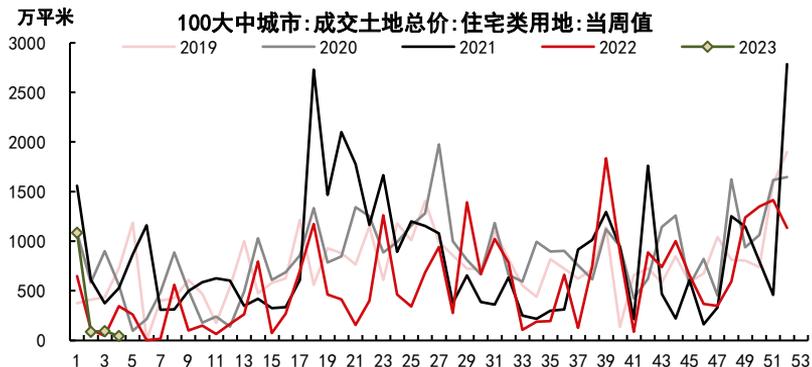
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



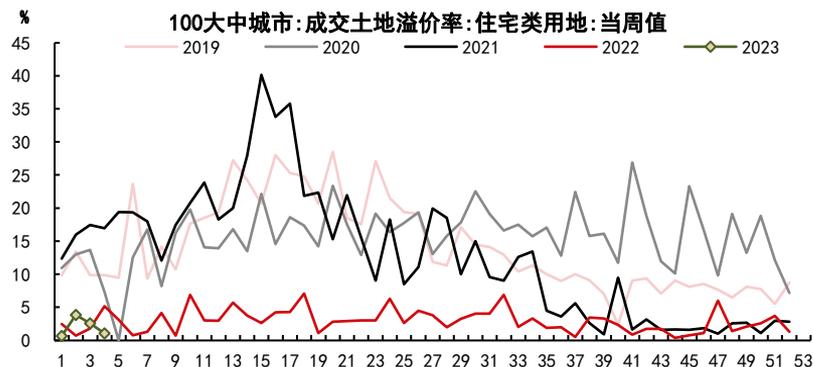
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



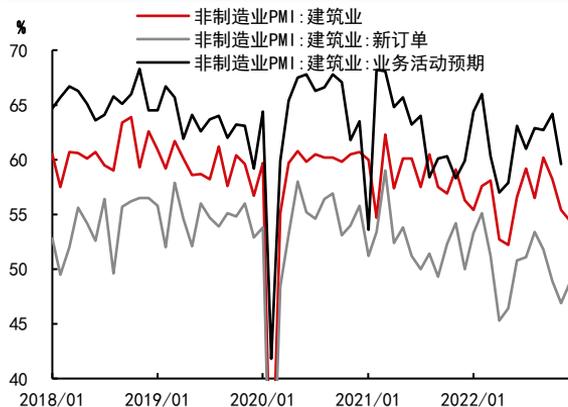
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



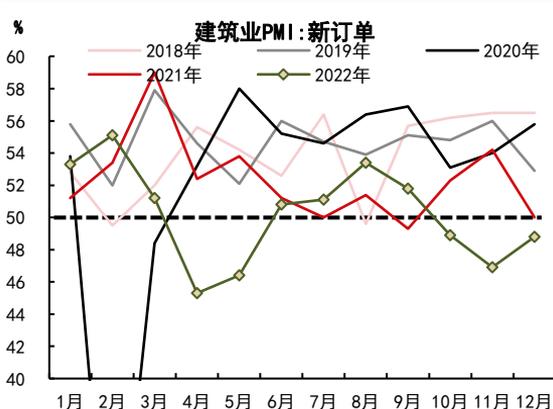
三、建筑业需求——建筑业PMI：下滑幅度减少

- **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。

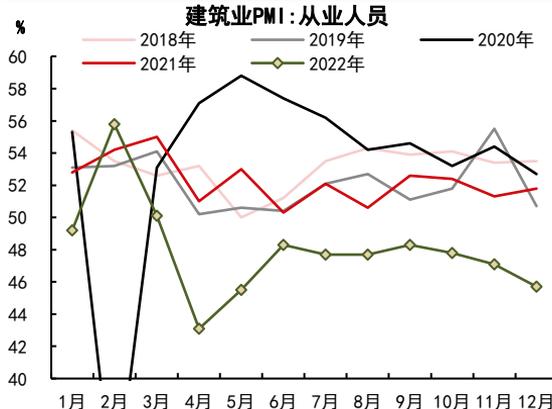
12月建筑业PMI下滑幅度变小



建筑业新订单指数有所反弹



建筑业从业人员持续下跌



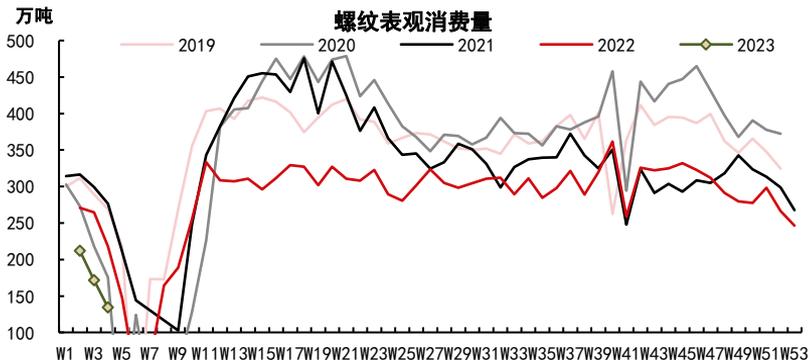
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求持续下行

- 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。年关将至，工地大面积停工，进入返乡高峰，回款节奏加快。基建、房建、民用需求均大幅下降，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。

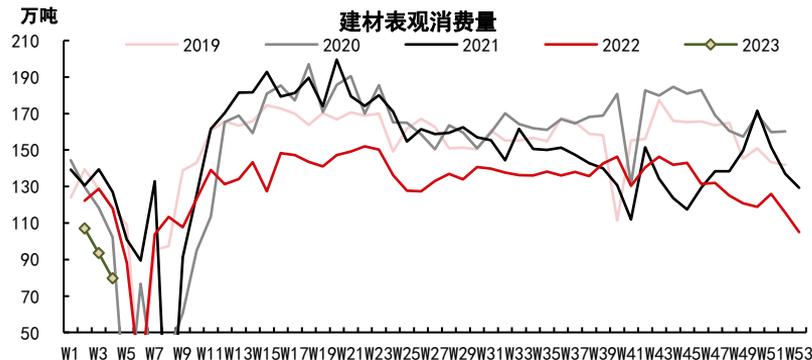
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量持续下滑



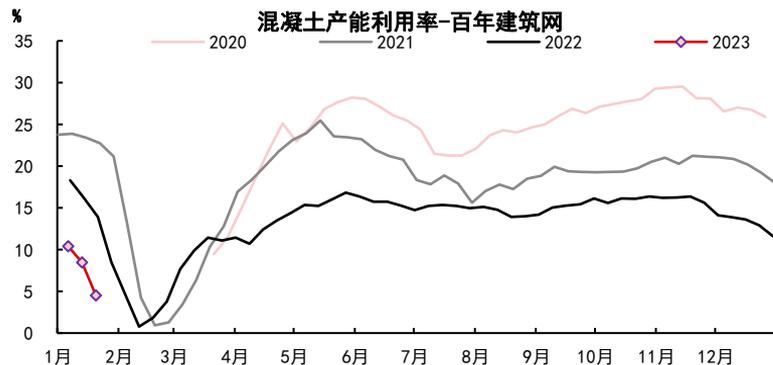
本周建材成交量跌幅扩大



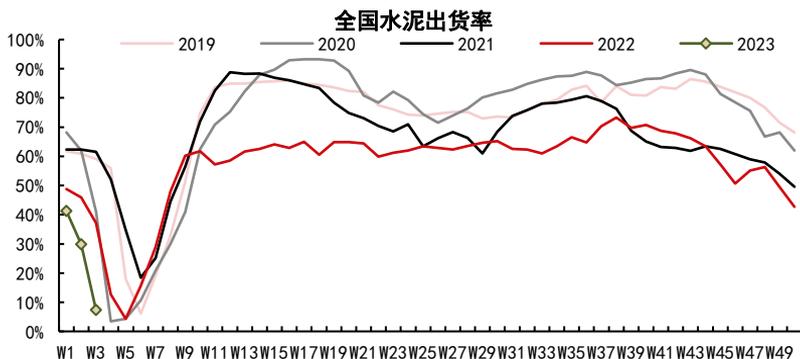
三、建筑业需求（施工）——水泥：近期出货率明显下滑

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 进入1月，国内水泥市场需求受疫情和地产修复不及预期的影响下，整体需求出现显著下滑，近期企业出货低于3成。背后反映出来的问题是今年“春年不停工”项目低于往年；疫情放开后，迎来“返乡潮”，基建用量大幅下降。

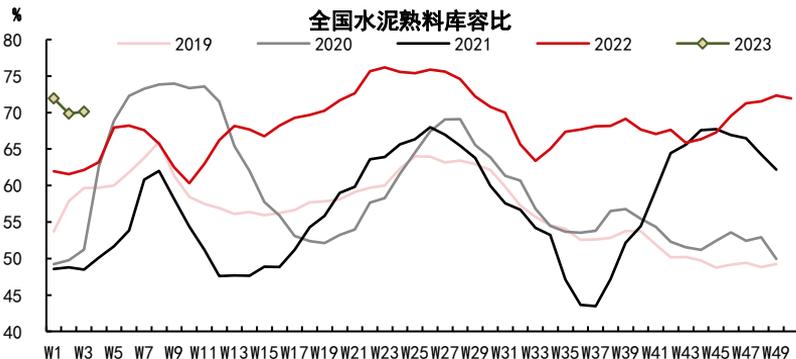
混凝土产能利用率基本持平



水泥出货率明显下滑

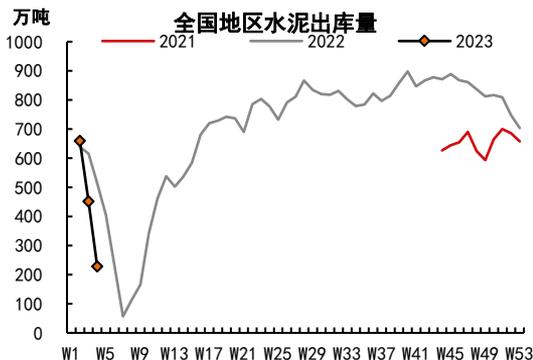


水泥库存开始出现去库

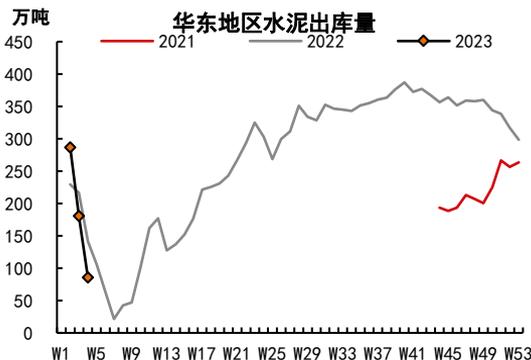


三、建筑业需求（施工）——本周水泥出库量持续回落

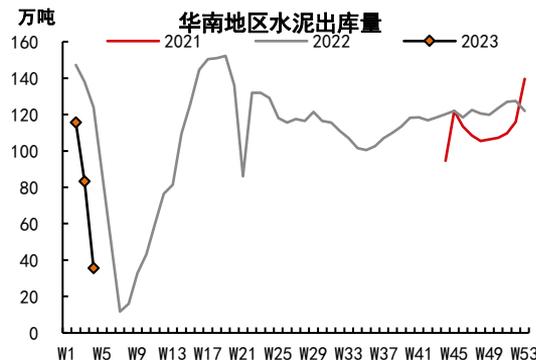
全国地区水泥出库量



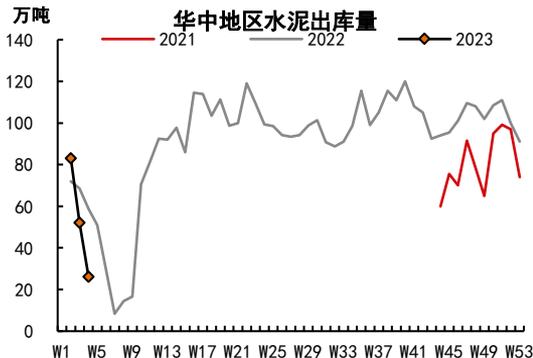
华东地区水泥出库量



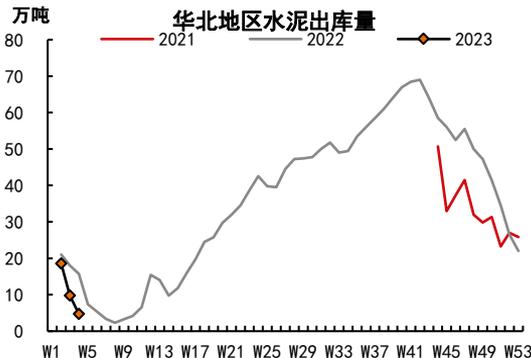
华南地区水泥出库量



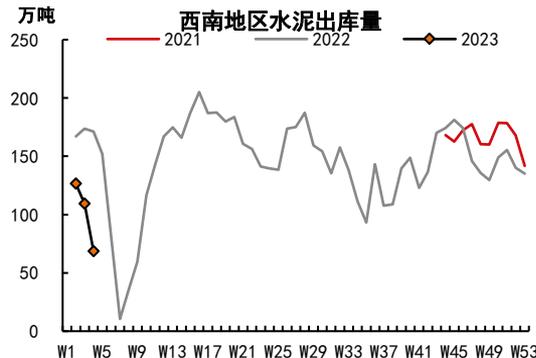
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



西南地区水泥出库量



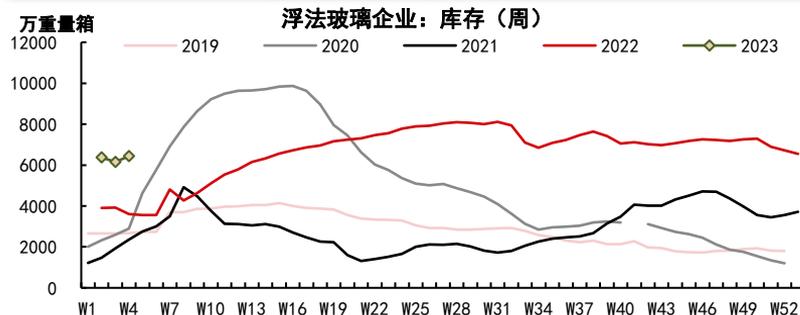
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃开始出现累库，近期表观消费量大幅下滑，PVC近期需求偏弱，库存持续累库。

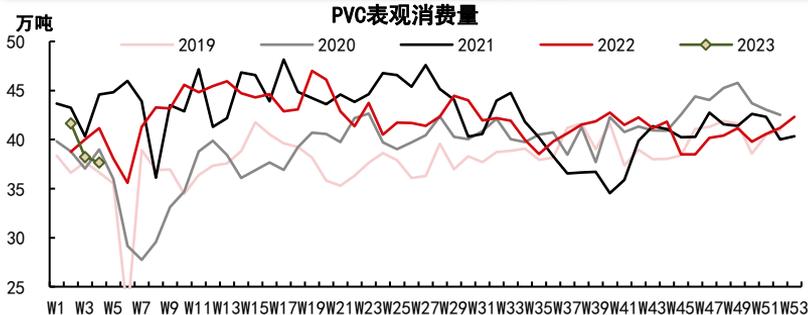
玻璃表观消费量大幅下滑



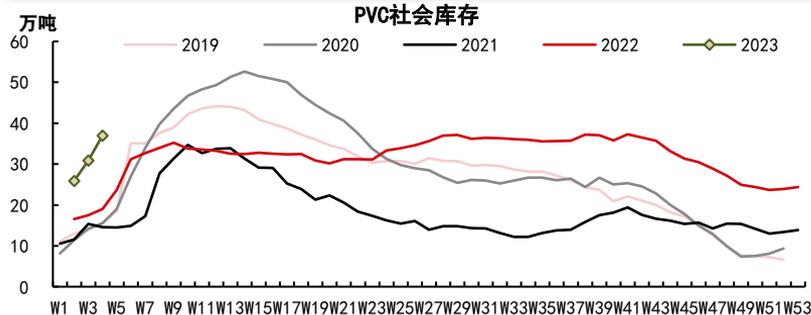
玻璃企业库存小幅累库



PVC表观消费量处于低位



PVC社会库存持续累库



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：本周小幅反弹。

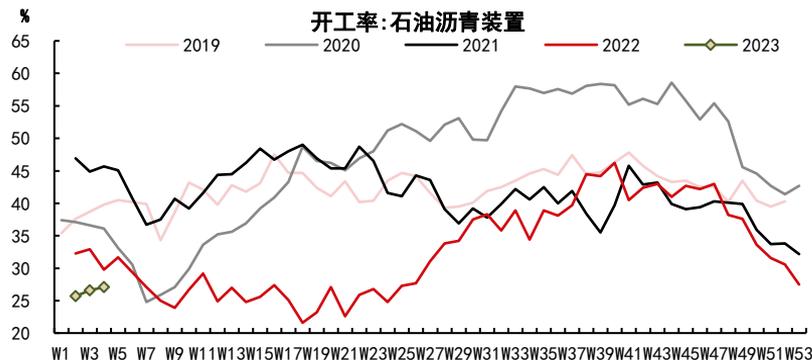
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率显著下滑。

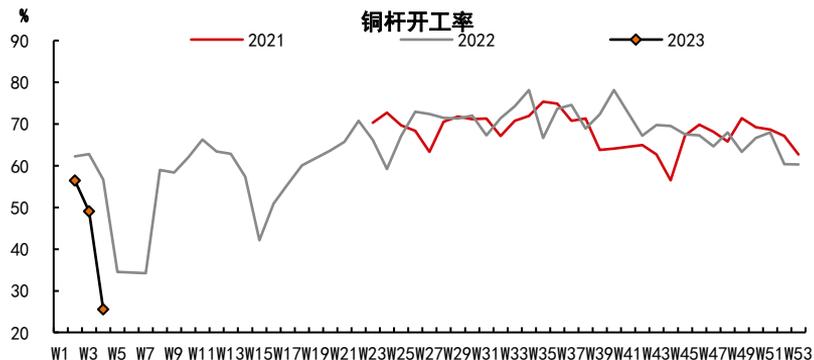
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：基本持平。

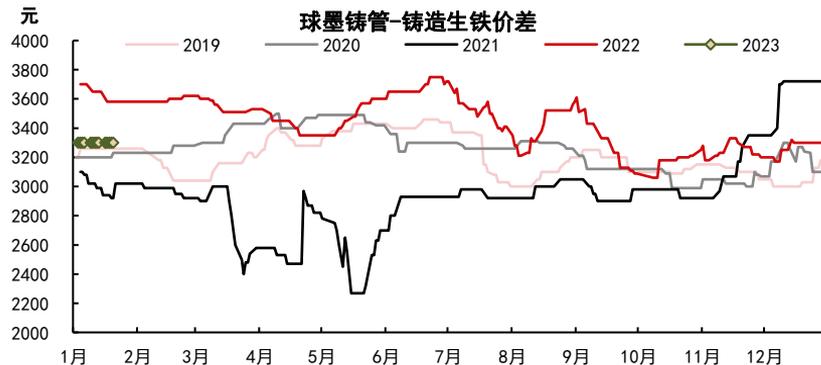
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



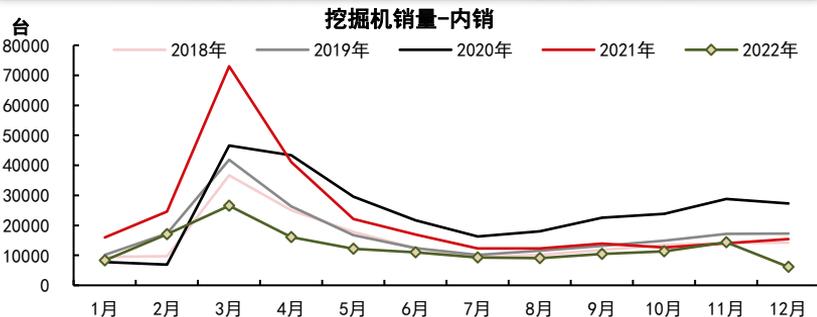
水利投资：球墨铸管的加工费



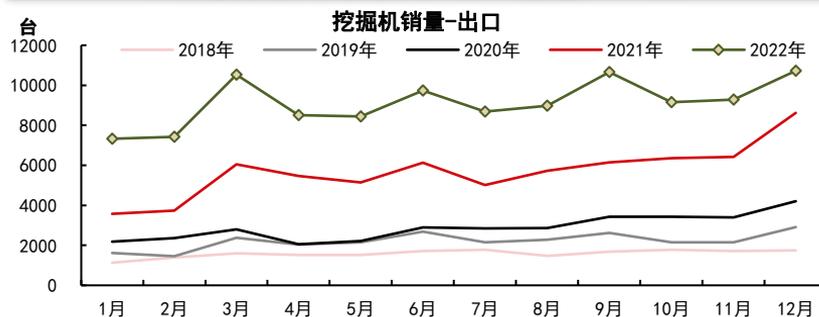
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速显著下滑

- 12月挖机销量同比增速-29.8%（前值+15.8%），12月重卡销量同比增速-6.2%（前值-8.8%）。
- 12月挖机销量出现显著下滑，背后的主要原因是标准升级前国三设备销售最后窗口期提前预支终端部分需求，此外进口增速在保持高增一年后也出现一定回落。

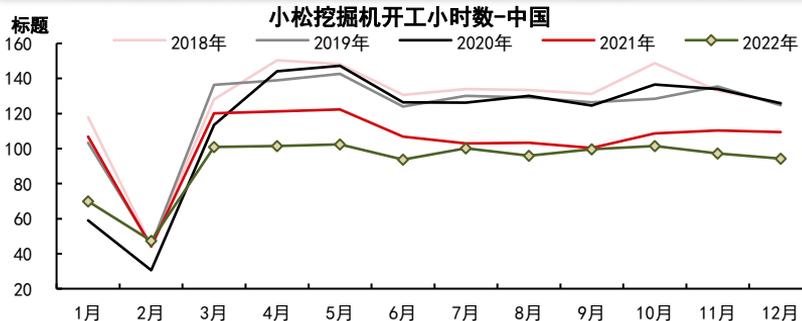
12月挖掘机内销同比-60.1%（前值+2.7%）



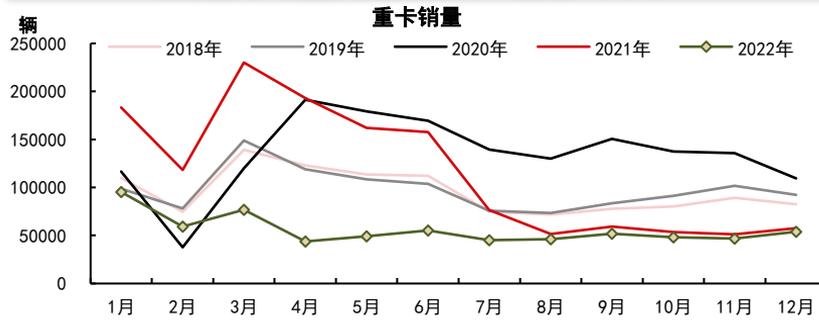
12月挖掘机出口同比24.4%（前值44.4%）



12月挖掘机开工小时数同比-13.8%（前值-11.9%）



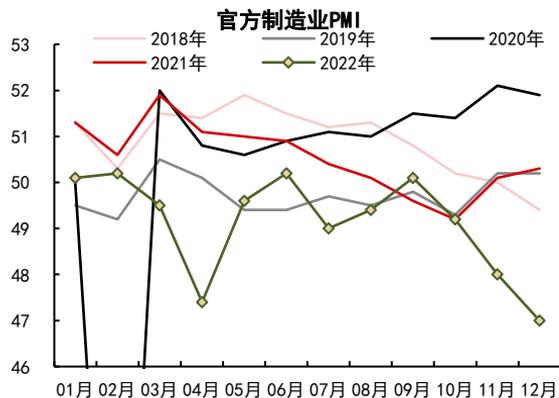
12月重卡销量同比-6.2%（前值-8.8%）



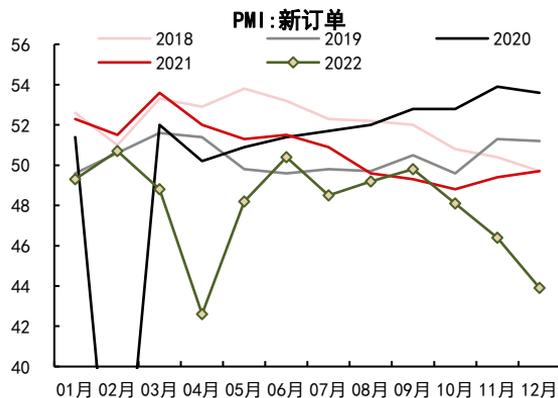
四、制造业需求——制造业PMI：创下年内最低水平

- 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。

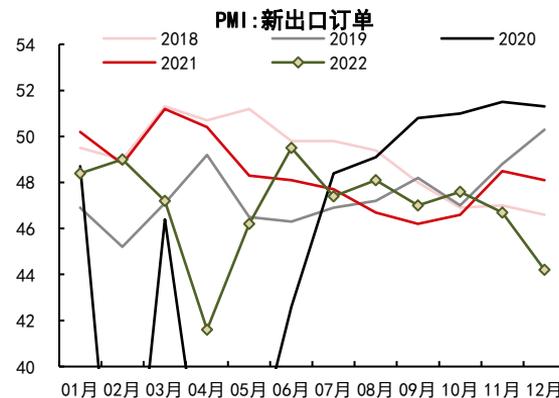
12月制造业PMI跌落47区间



12月PMI新订单指数大幅下滑



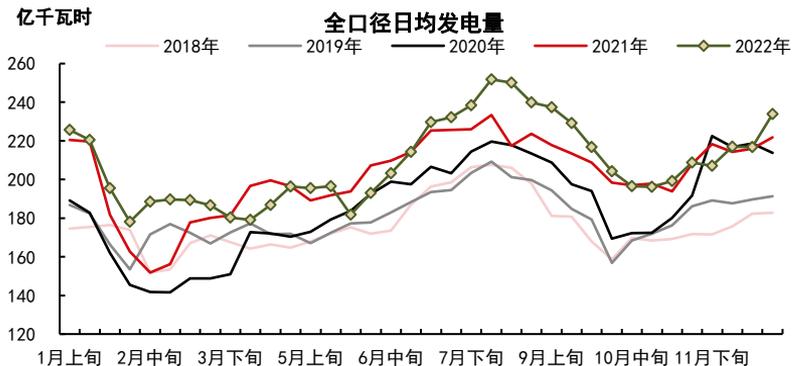
12月PMI新出口订单显著回落



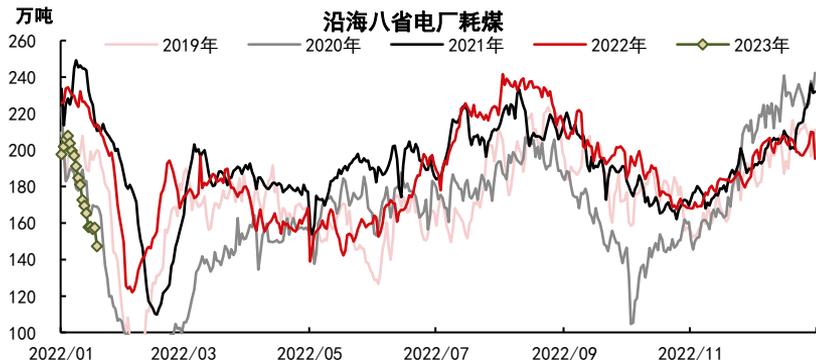
四、制造业需求——发电量

- 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。

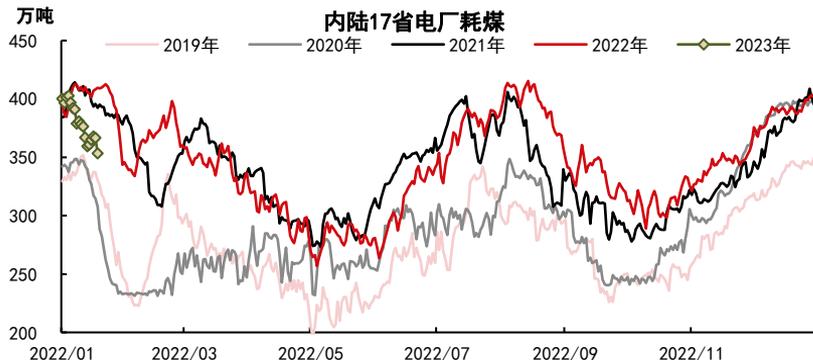
近期发电量显著高于去年水平



日度数据：沿海八省电厂耗煤



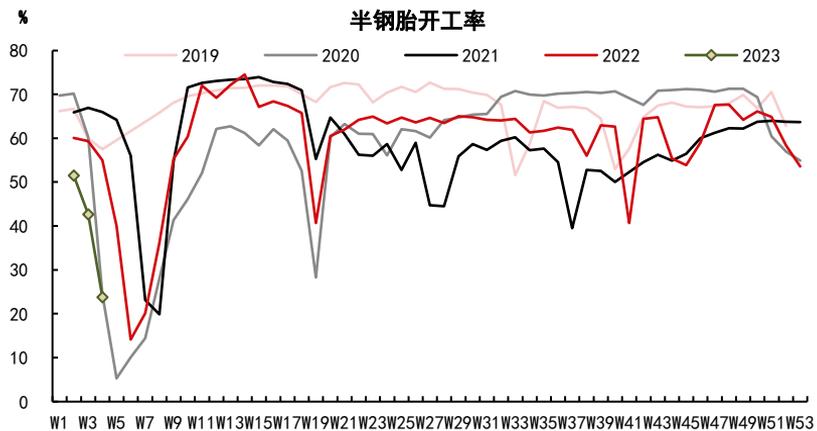
日度数据：内陆17省电厂耗煤



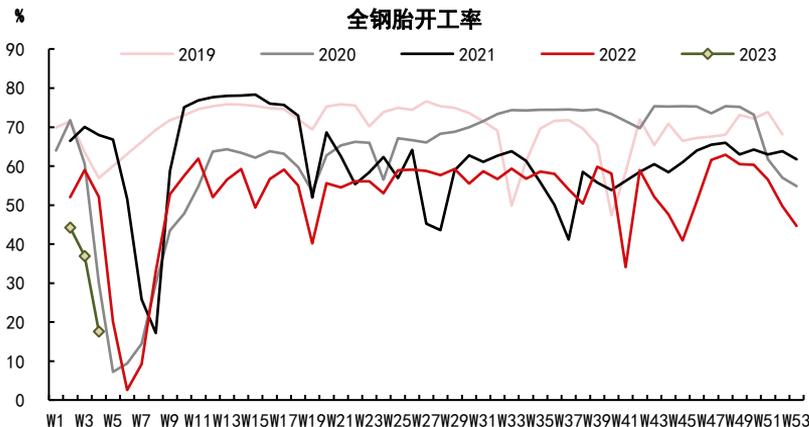
四、制造业需求——轮胎开工

- 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。
- 1月19日当周轮胎开工率：半钢胎开工率23.8% (-18.82)，全钢胎开工率17.6% (-19.32)。

半钢胎开工率季节性回落

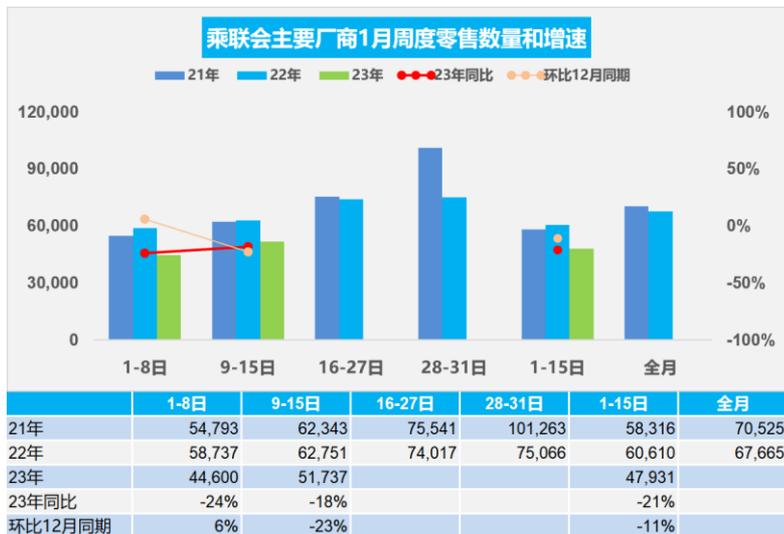


全钢胎开工率季节性回落



四、制造业需求——乘用车销售：1月零售增速下滑显著

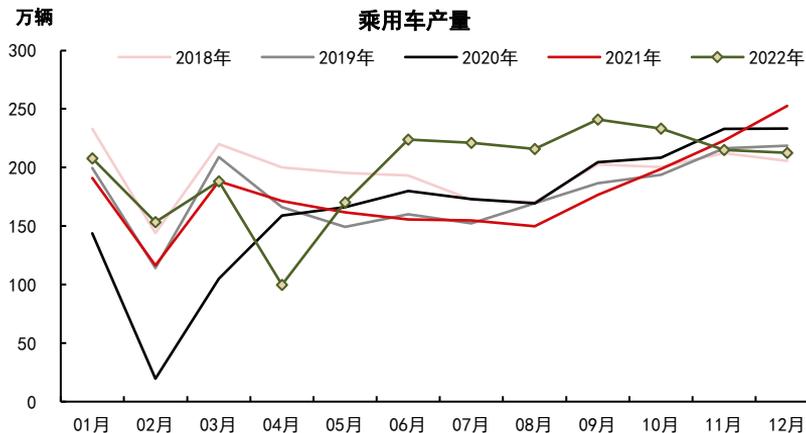
- 1月9-15日，乘用车市场零售36.2万辆，同比下降18%，环比上周增长16%，较上月同期下降23%；乘用车市场批发32.9万辆，同比下降18%，环比上周增长14%，较上月同期下降22%。
- 1月1-15日，乘用车市场零售71.9万辆，同比去年下降21%，较上月同期下降11%；全国乘用车厂商批发65.9万辆，同比去年下降20%，较上月同期下降11%。
- 各地的一些消费券政策，对所在区域市场增量明显，部分消费者对1月的车购税退出没有充分预期和提早准备，1月仍会购买。每年1月的开门红是地方政府和车企共同努力的方向，但由于经销商的库存仍旧较高，春节前的补库力度不会特别大，因此1月的批发零售总体偏低。



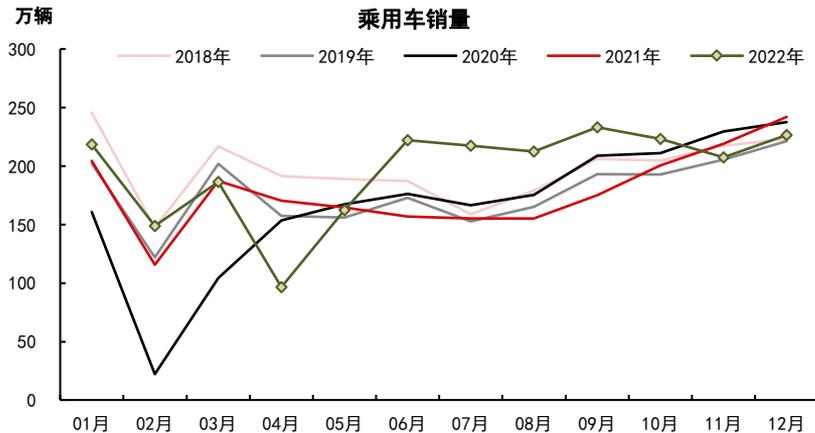
四、制造业需求——乘用车产销：疫情冲击乘用车产销

- **12月乘用车产量增速大幅回落**：12月乘用车产量同比-15.9%（前值-3.6%），1-12月累计同比+11.3%（前值+14.9%）；12月乘用车销量同比-6.5%（前值-5.3%），1-12月累计同比+9.7%（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。
- 全年来看，乘用车销量实现9.7%的增长，整体实现较为强势的表现，体现汽车购置税起到一定拉动汽车销量的作用。

12月乘用车产量同比-15.9%



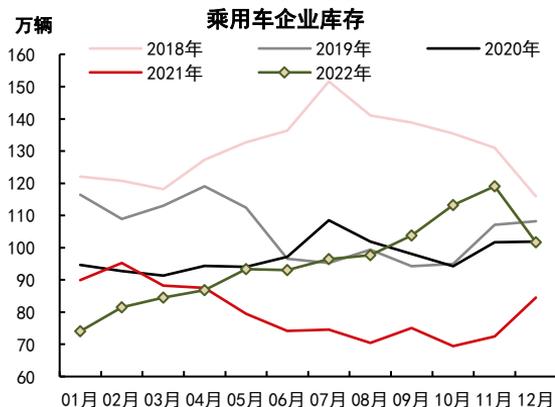
12月乘用车销量同比-6.5%



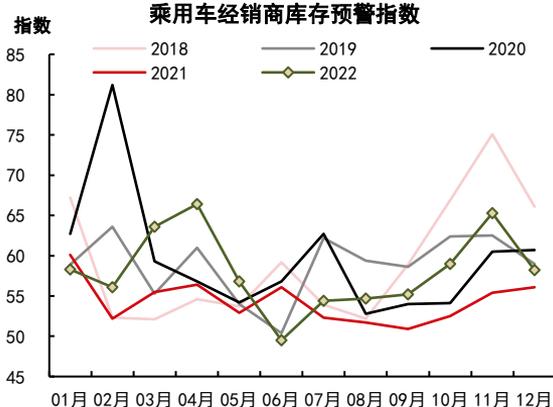
四、制造业需求——乘用车库存：经销商仍处于低位

- **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，由于受疫情爆发影响，乘用车产量受到显著影响，在汽车销量没有大幅减少的情况下企业库存显著回落。

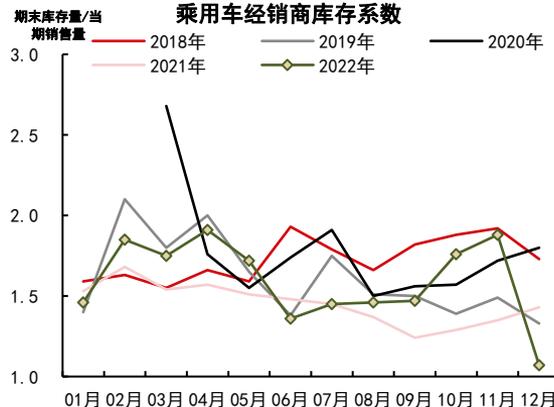
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



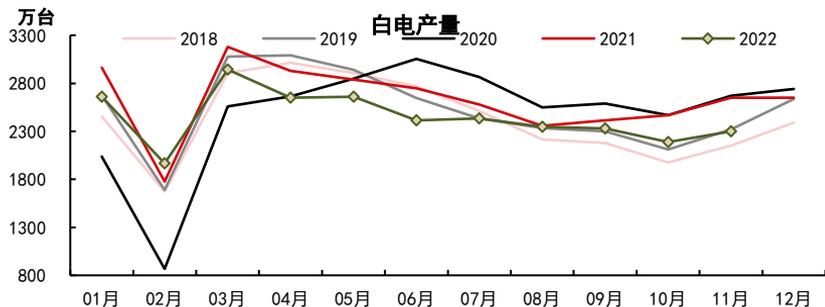
乘用车经销商库存系数



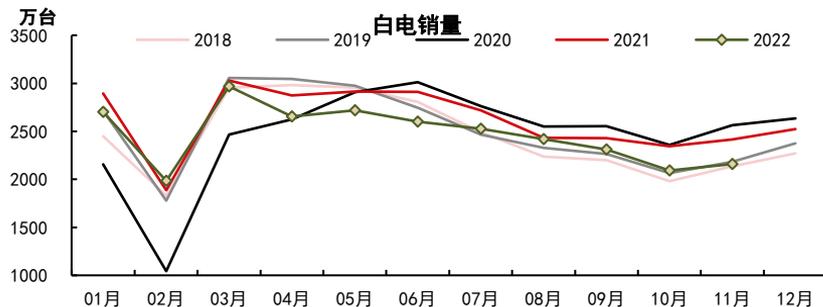
四、制造业需求——家电：海外需求下滑带动出口显著下滑

- 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%）。

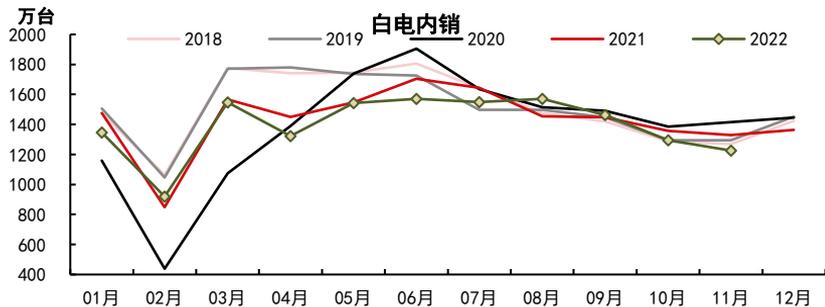
白电总产量-季节性（产业在线）



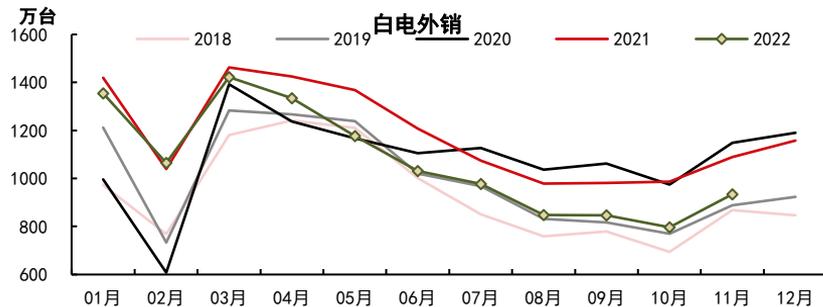
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

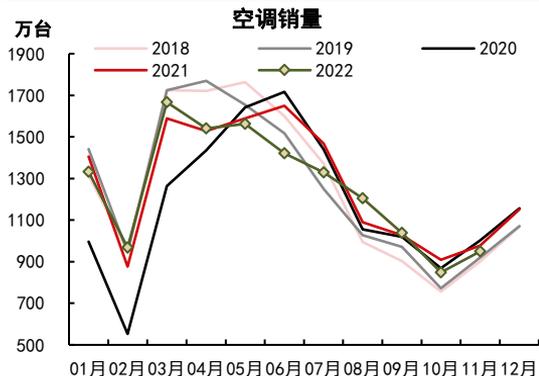


白电外销-季节性（产业在线）

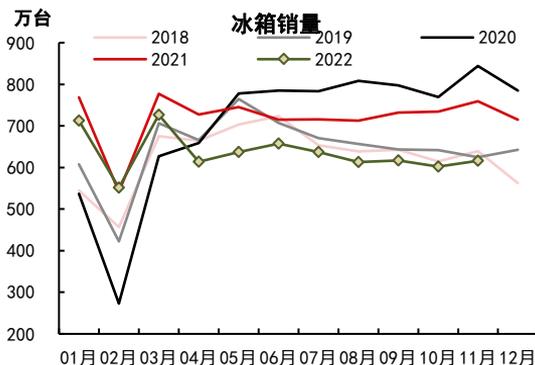


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

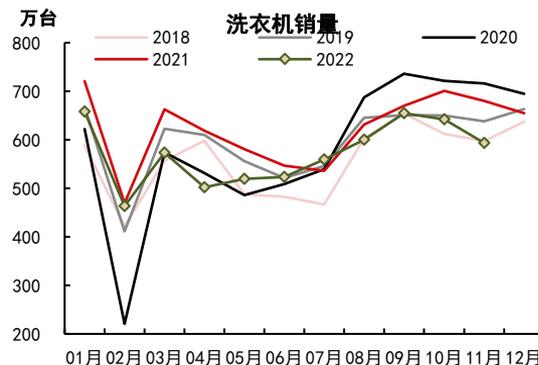
空调销量



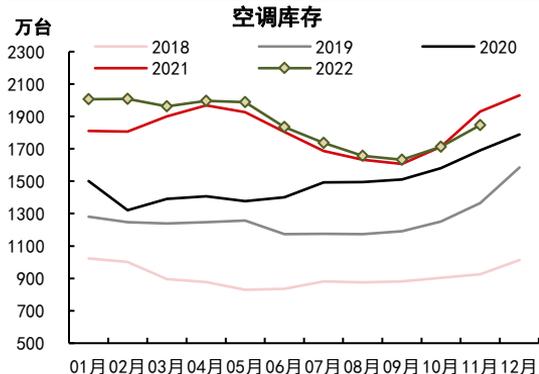
冰箱销量



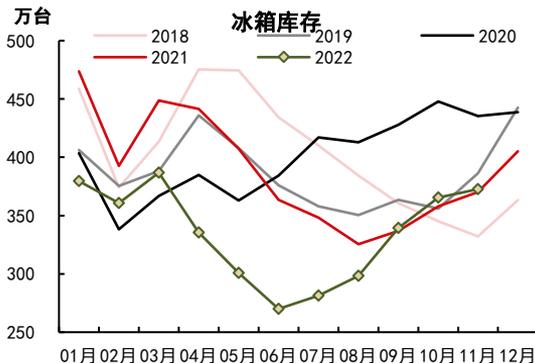
洗衣机销量



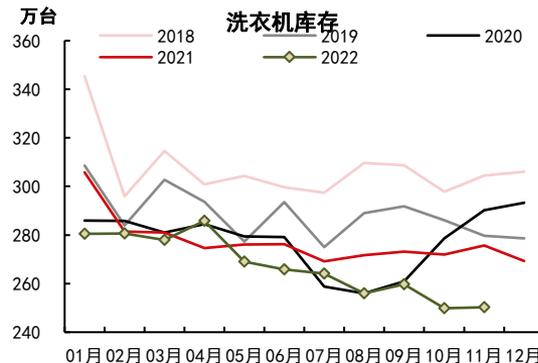
空调库存较高



冰箱库存有所回升

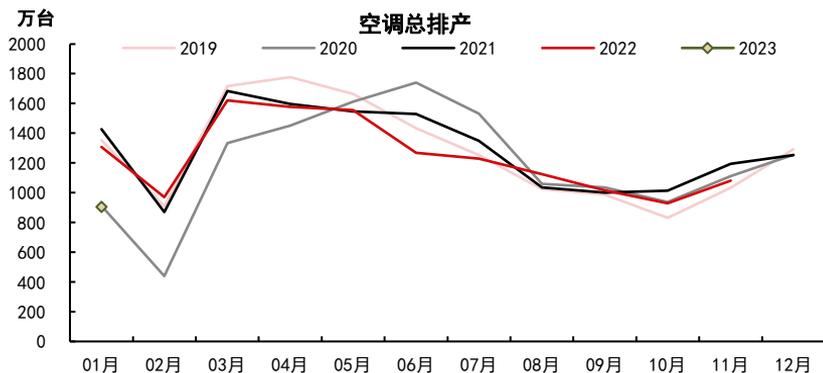


洗衣机库存处于低位

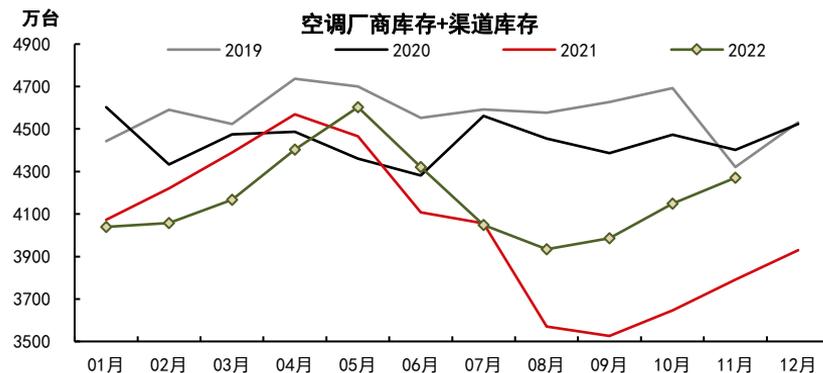


四、制造业需求——空调：排产与库存

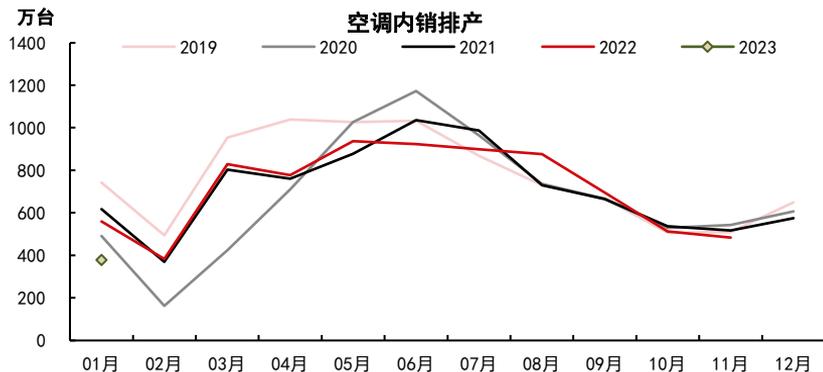
1月空调排产905万台，同比-30.8%



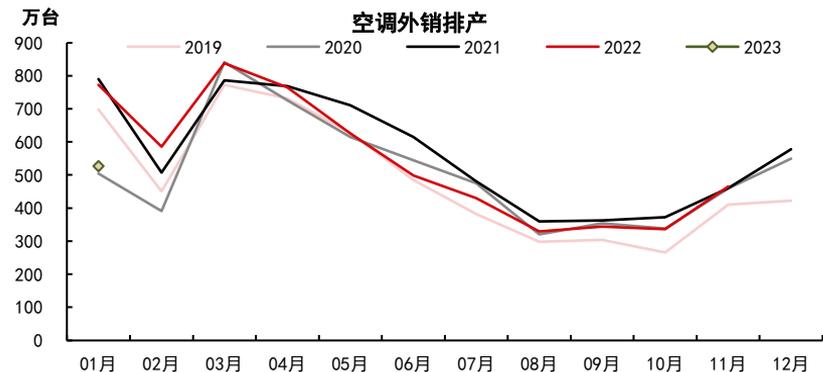
11月空调总库存4271万台，同比+12.6%



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%



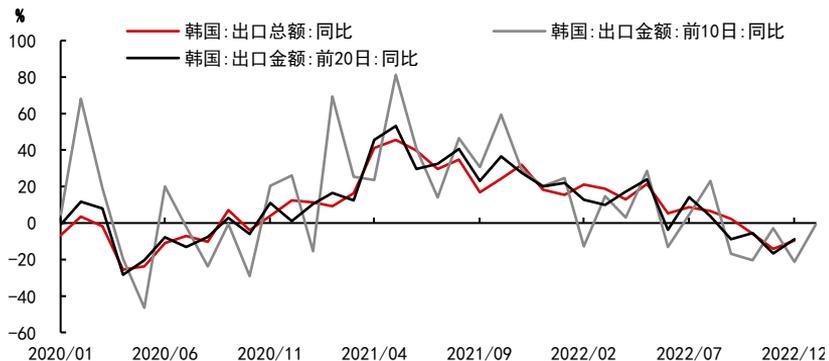
四、制造业需求——出口（高频）：内贸集装箱吞吐量快速回升

- 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月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比快速回升，但考虑到韩国1月前十日出口数据跌幅为0.9%，反映当前外需下滑压力减缓。

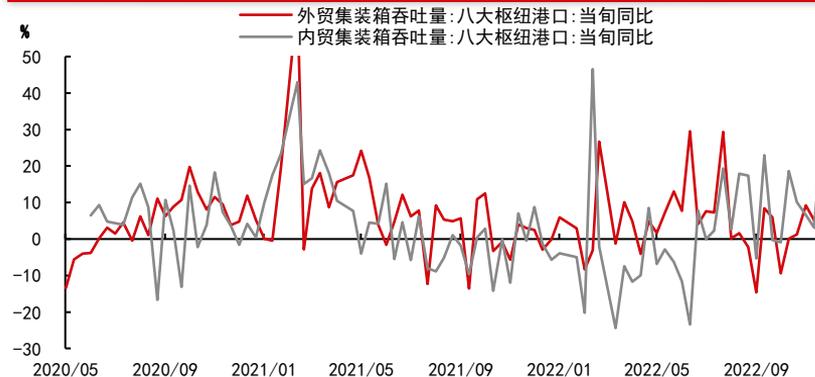
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国1月前十日出口同比-0.9%



高频同步指标：11月下旬内贸集装箱吞吐量快速回升



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
CITIC Futures

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