

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美欧经济谨慎乐观，国内信贷量构改善

——大宗商品宏观&中观周度观察20230212

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。

- **美东时间周二，鲍威尔自1月非农数据公布后首次公开发言：**1) **通胀：**当前美国通胀下降过程已经开始，但仍处于非常早期的阶段，整体通胀降至2%仍有很长的路要走，美联储必须将政策利率保持在限制性水平一段时间。2) **非农数据：**重申美联储后续决策的“数据依赖性”，他表示，如果后续数据显示通胀及就业市场持续意外地强劲，美联储将会超预期地加息，提高利率。3) **服务通胀：**商品通胀正在下降，预计住房通胀于今年下半年开始下降，今年服务通胀还未能放缓，宣布抑制通胀胜利仍为时过早。**随后多名联储官员发表鹰派言论，美指短期震荡运行：**1) 纽约联储主席威廉姆斯：当前美国利率几乎没有进入限制性区间，为抑制通胀，联储需要在几年内保持足够严格的货币政策，**终端利率在5-5.25%是合理的。**2) 美联储理事沃勒：目前并没有看到通胀迅速下滑的迹象，**联储需在一段时间内继续维持紧缩的货币政策，这一时间可能比预期维持得更久。**3) 美联储官员卡什卡利：当前美国薪资增长过于强劲，无法支持通胀回到2%的水平，联储需要采取更多的紧缩政策，预计利率将升至5%以上甚至更高。
- **美国消费者信心或完成筑底。**自美国1月消费者信心大幅反弹后，2月消费者信心继续回升至66.4（预期65，前值64.9），2月消费者信心的继续改善得益于消费者对当前经济状况的看法更乐观；另一方面，消费者对于5年的通胀预期保持2.9%不变；对1年的通胀预期由1月的3.9%小幅反弹至4.2%，短期通胀的预期不确定性在近期有所上升，表明未来一年的预期通胀或持续波动。**综合来看，美国消费者信心小幅改善，消费者对当前经济持谨慎乐观态度。**同时，仍然较高的物价水平持续给消费者施压，叠加对后续失业率上升的担忧，美国消费者在后续消费或更加谨慎。
- **12月德法工业生产分化发展，欧元区前瞻谨慎乐观。**12月法国工业生产环比上升1.1%，同比1.42%，超出市场预期；德国工业生产环比-2.1%，同比-2.9%，能源密集产业生产环比同比下降6.1%。细分项目中，法国工业生产超预期上升来自焦煤与炼油生产回暖，医药品环比大幅上升；尽管德国汽车制造、家具生产小幅上升但仍受大面积耐用品与非耐用品生产回落而整体下降。截至1月，欧元区ZEW景气指数大幅反弹回正，欧元区PMI细分显示主要拉动来自于服务业回暖。由于地缘风险再起+制造业仍蒙受滞后影响，欧元区前瞻谨慎乐观。

- **社融：社融超预期，结构持续改善。** 1月新增人民币贷款4.9万亿元、预期4.1万亿元，同比多增9227亿元；新增社融5.98万亿元、预期5.68万亿元，同比少增1959亿元。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情过后企业融资需求显著修复；（2）各家银行争取信贷开门红。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅扩大。** 公共财政收入增速上升主要是因为四大税种多维持较高增速；土地和地产相关税收由负转正，指向地产弱修复；非税收入再度高增。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。
- **信贷助力经济修复。** 本周社融高增反映的是一月份各省基建重大项目集中上马，以及疫情改善后制造业企业的经营意愿有所修复，进而带动相关企业融资需求上涨。此外近期节后第二周复工率为38.4%，仍较去年同期下降12.6%，但本周降幅较上周降幅有所减少。其中基建因春节期间保供以及不停工状态下，复工情况较好，但受资金短缺的困扰，房建开复工依旧处于弱势，预计地产弱现实仍将持续。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端小幅改善，基建端实物工作量季节性回升

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**随着当前项目开复工率持续回升，带动相关螺纹以及建材的需求量出现季节性回升，但与历史同期相比仍处弱势。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃开始出现累库，近期表观消费量小幅回落，PVC近期需求持续反弹，库存累库动力不足。
- **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：1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：**近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，叠加近期寒冷天气持续，带动电厂耗煤量显著反弹。
- **汽车：**新能源销量的增长达到了一个瓶颈阶段，在2023年新能源政策退市后，销量增长会是一个严峻的问题。新能源车型前期涨价过多，订单较少，再叠加特斯拉等头部企业降价，造成了消费者的观望情绪，环比下降较大。
- **家电：**根据空调排产数据，2月空调产量同比显著拉升，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1月出口数据跌幅超过10%，反映当前外需压力仍然较高。

■ 总结：

- **进入2023年以来，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1月份的数据进一步下滑，2月的家电排产数据显示需求显著修复，出口方面结合邻国出口跌幅超过10%，当前外需压力较高。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况有所好转。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **美联储重申决心，欧元区前瞻谨慎乐观**

美国宏观&中观 **美联储重申决心，加息预期升温**

欧洲经济 **德法工业分化，通胀存韧性隐忧**

日本经济 **核心通胀萌芽，施压货币政策正常化**

一、海外总览：美联储重申决心，欧元区前瞻谨慎乐观

- 美国方面，美联储官员发表较鹰派言论**，鲍威尔于经济俱乐部访谈发言表示：当前美国通胀下降过程已经开始，但仍处于非常早期的阶段，如果后续数据显示通胀及就业市场持续意外地强劲，美联储将会超预期地加息；商品通胀正在下降，预计住房通胀于今年下半年开始下降，今年服务通胀还未能放缓，宣布抑制通胀胜利仍为时过早。随后多名联储官员发表鹰派言论：联储需在一段时间内继续维持紧缩的货币政策，这一时间可能比预期维持得更久。**美国消费者信心2月小幅反弹，通胀预期回落坎坷**，结合PMI物价细分，警惕近期通胀数据回落不及预期。**欧洲方面**，12月德法工业生产分化发展，德国工业生产细分大面积环比下降，法国受焦煤炼油、医药品生产拉动超预期。当前欧元区前瞻大幅回暖，欧元区PMI细分显示主要拉动来自服务业，由于工业生产仍收缩，欧元区前瞻谨慎乐观。

全球制造业PMI

制造业PMI	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
全球	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2
美国	47.4	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6
欧元区	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7
德国	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8
法国	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5
意大利	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3
爱尔兰	50.1	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4
希腊	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9
西班牙	48.4	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2
澳大利亚	未公布	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4
英国	47	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3
日本	48.9	48.9	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4
中国	50.1	47	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1
印度	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54
巴西	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8
俄罗斯	52.6	53	53.2	50.7	52	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6	51.8
南非	49.2	50.4	59.5	55	49.5	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7	53.3
越南	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3	53.7

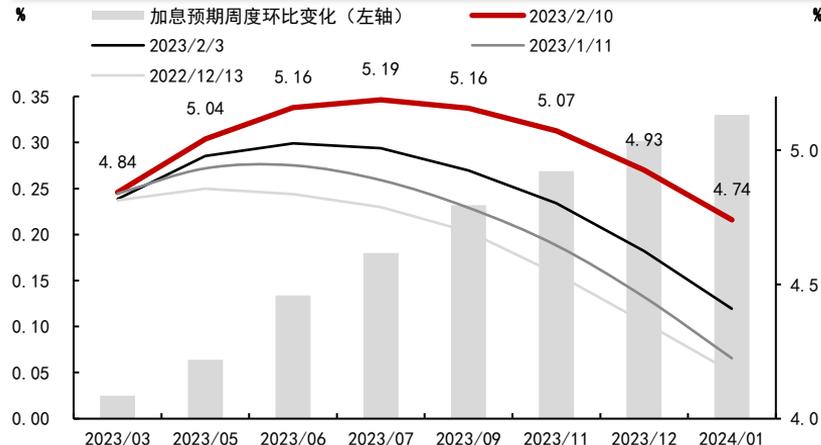
二、美联储：近期言论偏鹰，美指小幅震荡

- **美东时间周二，鲍威尔自1月非农数据公布后首次公开发言：**1) **通胀：**当前美国通胀下降过程已经开始，但仍处于非常早期的阶段，整体通胀降至2%仍有很长的路要走，美联储必须将政策利率保持在限制性水平一段时间。2) **非农数据：**重申美联储后续决策的“数据依赖性”，他表示，如果后续数据显示通胀及就业市场持续意外地强劲，美联储将会超预期地加息，提高利率。3) **服务通胀：**商品通胀正在下降，预计住房通胀于今年下半年开始下降，今年服务通胀还未能放缓，宣布抑制通胀胜利仍为时过早。
- **随后多名联储官员发表鹰派言论，美指短期震荡运行：**1) 纽约联储主席威廉姆斯：当前美国利率几乎没有进入限制性区间，为抑制通胀，联储需要在几年内保持足够严格的货币政策，**终端利率在5-5.25%是合理的。**2) 美联储理事沃勒：目前并没有看到通胀迅速下滑的迹象，**联储需在一段时间内继续维持紧缩的货币政策，这一时间可能比预期维持得更久。**3) 美联储官员卡什卡利：当前美国薪资增长过于强劲，无法支持通胀回到2%的水平，联储需要采取更多的紧缩政策，预计利率将升至5%以上甚至更高。

市场预计3月联储大概率加息25bp



加息预期曲线较上周有所上移



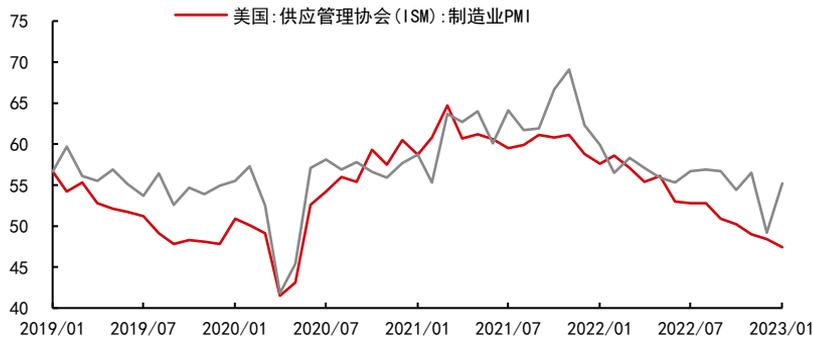
二、美国PMI：制造业持续收缩

- 美国制造业继续收缩，1月ISM制造业PMI继续降至47.4（预期48，前值48.4），创2020年5月以来最低水平。其中，新订单指数初值42.5（前值45.1），产出指数初值48.5（前值51.5）。另外，美国1月Markit制造业PMI终值46.9（前值46.8）。
- 细分显示，需求仍然面临压力。新订单已连续5个月下降，新出口订单连续6个月下降，进口指数与积压订单指数略有恢复，但仍处于强收缩状态。生产指数继续下跌；就业指数在上12月走出收缩区间后继续处于扩张区间。调查显示，由于对下半年持乐观态度，许多公司表明不会大幅裁员。价格指数连续第四个月下降，但下降速度有所放缓。

1月美国Markit PMI仍处于荣枯线以下



1月ISM制造业继续收缩



新订单连续第五个月下降



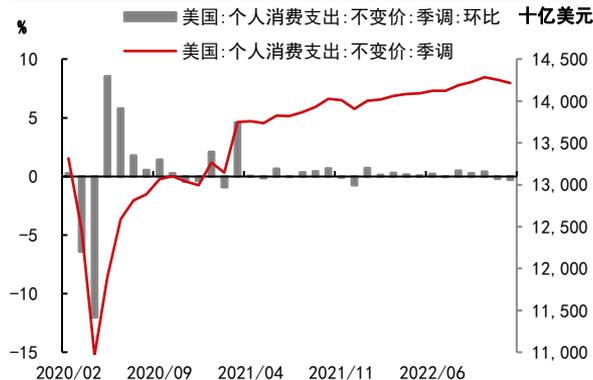
二、美国消费：12月个人消费支出与物价增速齐落

- 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



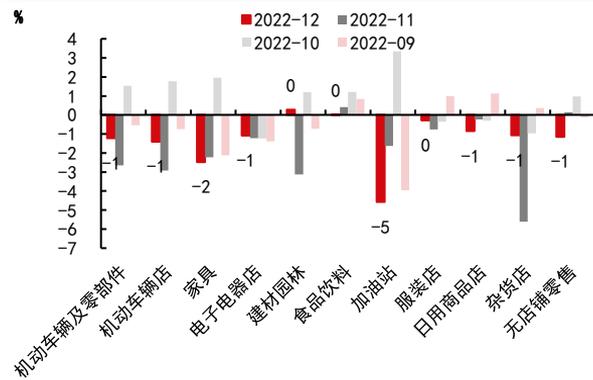
12月个人消费支出环比下滑



12月零售销售环比回落



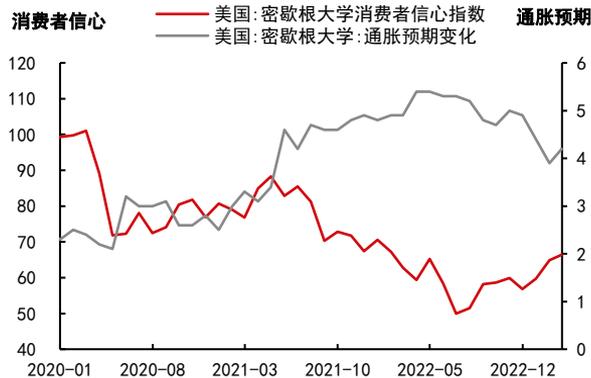
零售细分环比



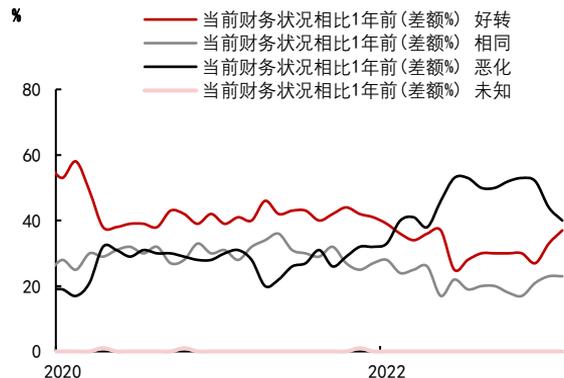
二、美国消费：美国消费者信心继续改善

- **美国消费者信心或完成筑底。**自美国1月消费者信心大幅反弹后，2月消费者信心继续回升至66.4（预期65，前值64.9），2月消费者信心的继续改善得益于消费者对当前经济状况的看法更乐观；另一方面，消费者对于5年的通胀预期保持2.9%不变；对1年的通胀预期由1月的3.9%小幅反弹至4.2%，短期通胀的预期不确定性在近期有所上升，表明未来一年的预期通胀或持续波动。
- **综合来看，美国消费者信心小幅改善，消费者对当前经济持谨慎乐观态度。**同时，仍然较高的物价水平持续给消费者施压，叠加对后续失业率上升的担忧，美国消费者在后续消费或更加谨慎。

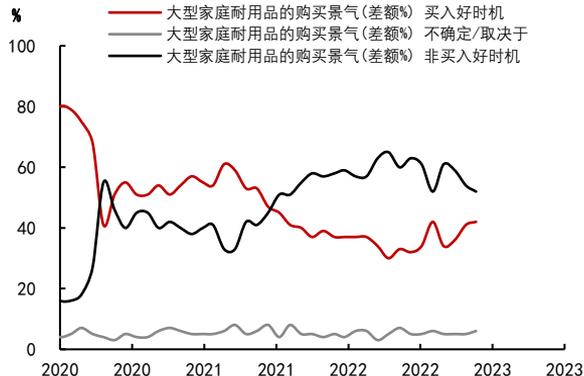
美国消费者信心边际好转



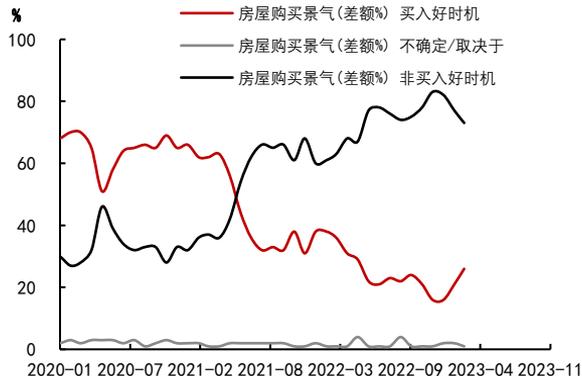
认为当前财务状况好转的受访者比例继续上升



大型家用耐用品购买景气继续回暖

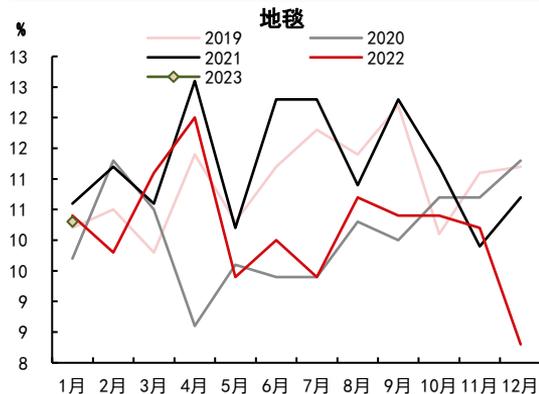


房屋购买景气继续回暖

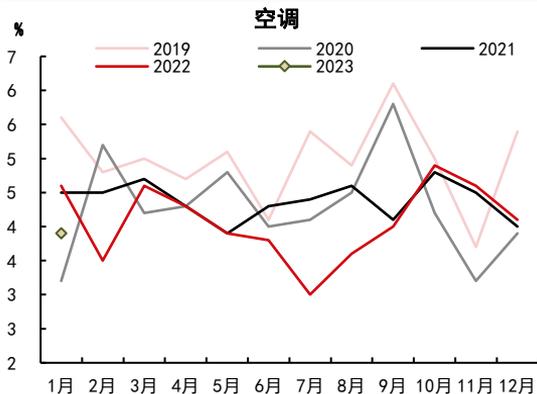


二、美国消费：2023伊始整体购买计划持平季节性

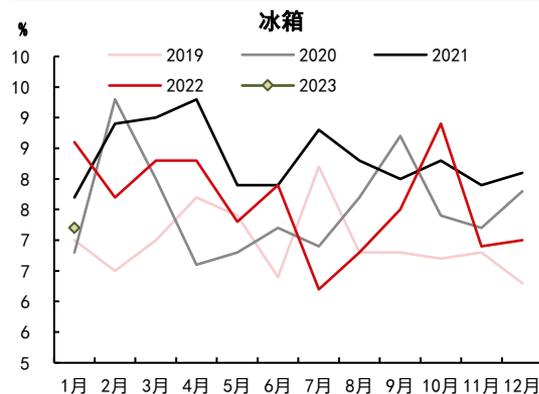
地毯购买计划占比



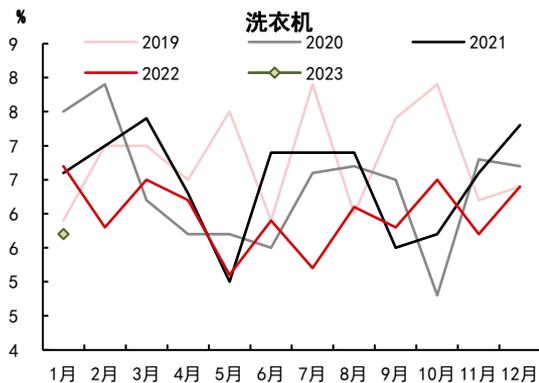
空调购买计划占比



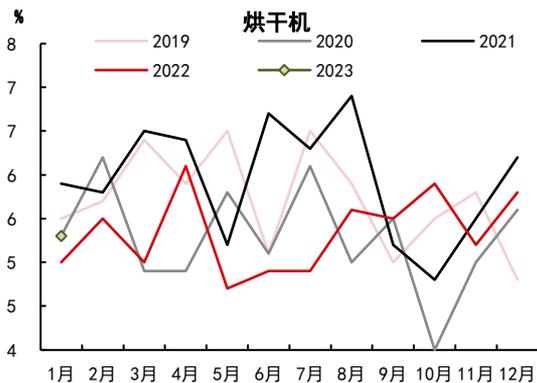
冰箱购买计划占比



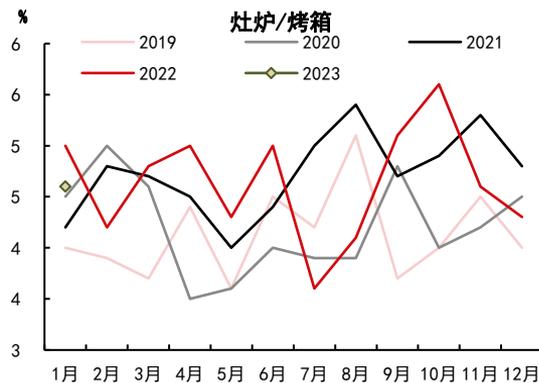
洗衣机购买计划占比



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



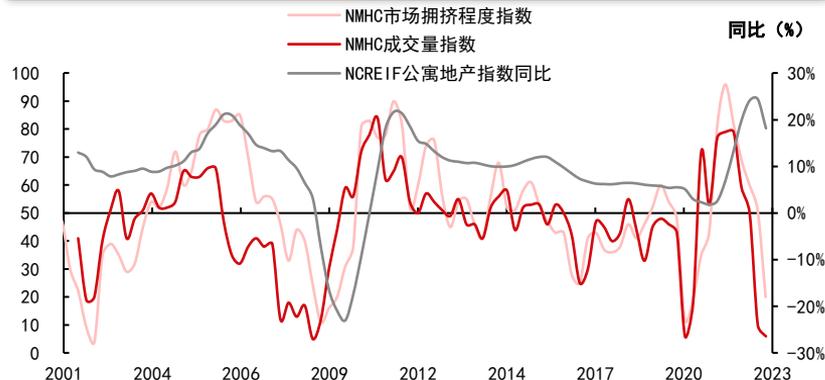
单、多户住宅开工背离收敛



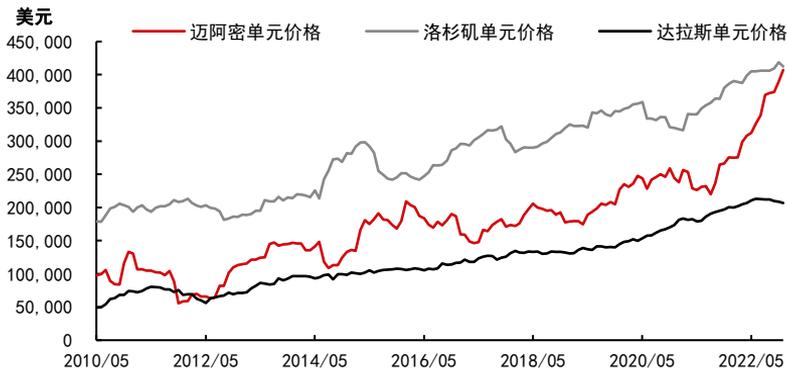
二、美国商业地产：美国商业地产量价双承压

- **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



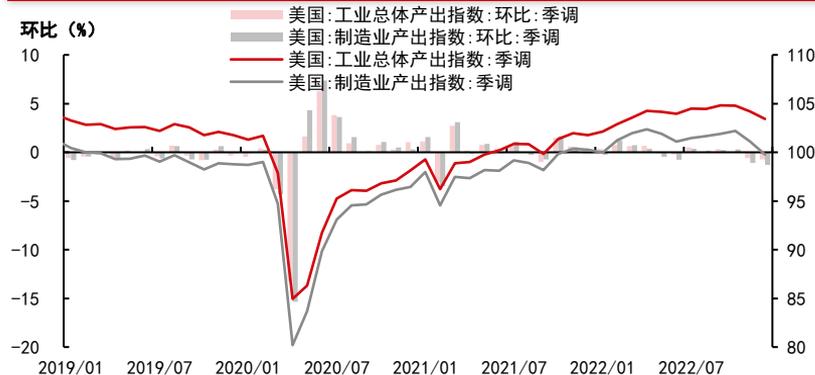
主要城市公寓销量同比增速11月继续回落



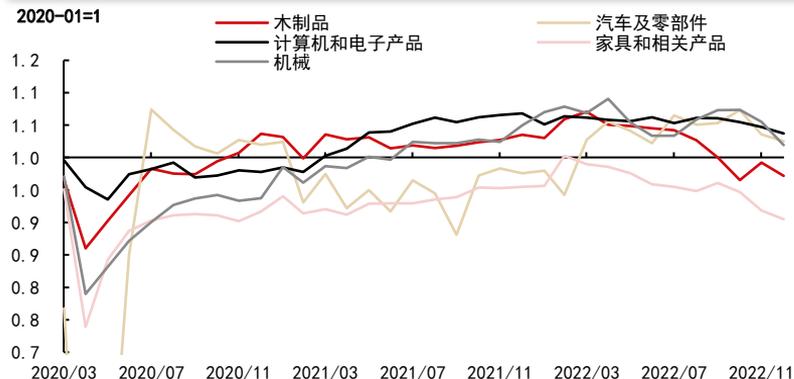
二、美国制造业：12月美国工业生产再度收缩

- 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月工业生产指数细分全面下滑

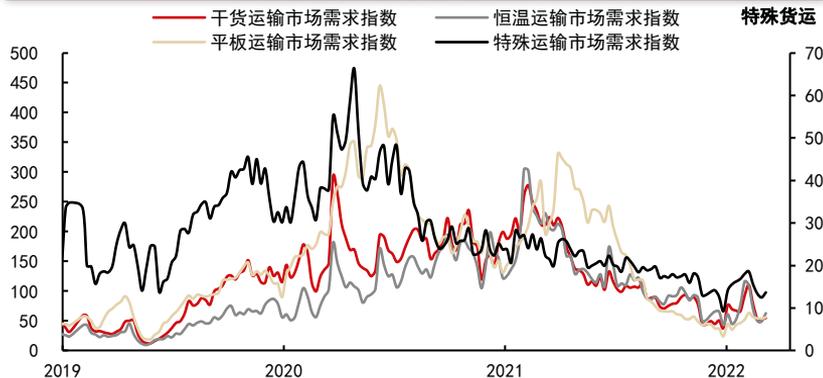


12月美国产能利用率细分显颓势

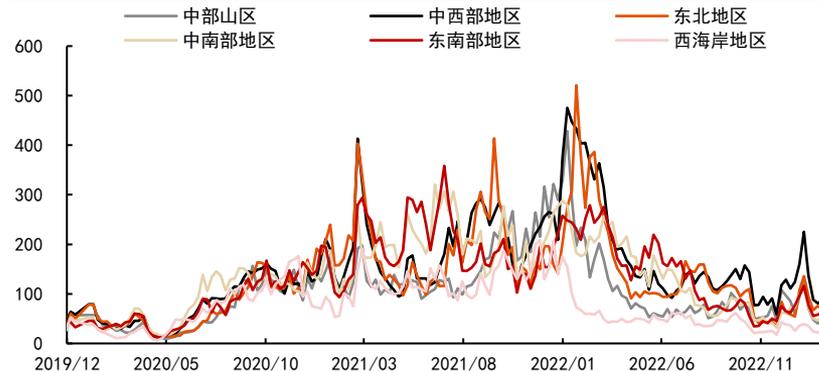
	生产指数环比			产能利用率			
	2022-12	2022-11	2022-10	2022-12	2022-11	2022-10	
工业总体	-0.7	-0.6	0.0	工业总体	78.8	79.4	80.0
制造业	-1.3	-1.1	0.3	制造业	77.5	78.5	79.5
采矿业	-0.9	-1.2	0.0	采矿业	87.7	88.6	89.8
公用事业	3.8	4.5	-2.5	公用事业	76.8	74.1	71.1
建筑	-1.4	-0.3	-0.2	非金属矿物	81.5	81.1	81.5
材料	-0.7	-0.5	-0.5	耐用品	76.1	77.0	78.2
企业设备	-2.0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

二、美国货运：整体货运需求冲高回落

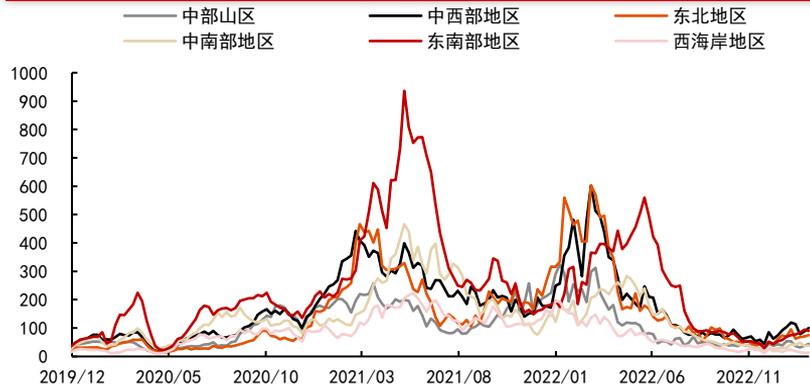
各类市场货运需求指数



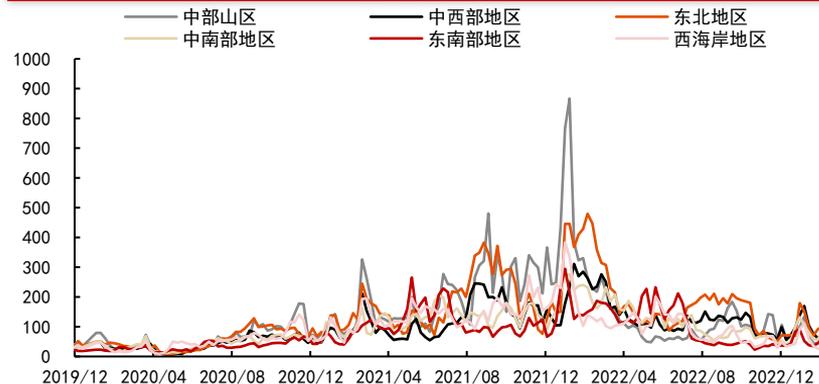
干货运输市场



平板运输市场

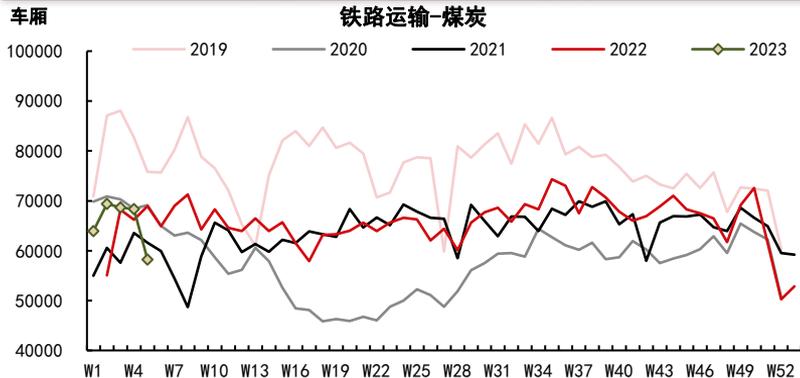


恒温运输市场

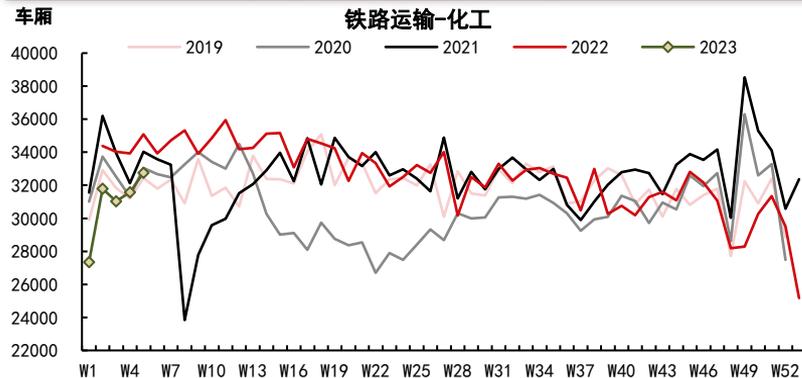


二、美国货运：煤炭铁路运输弱于季节性

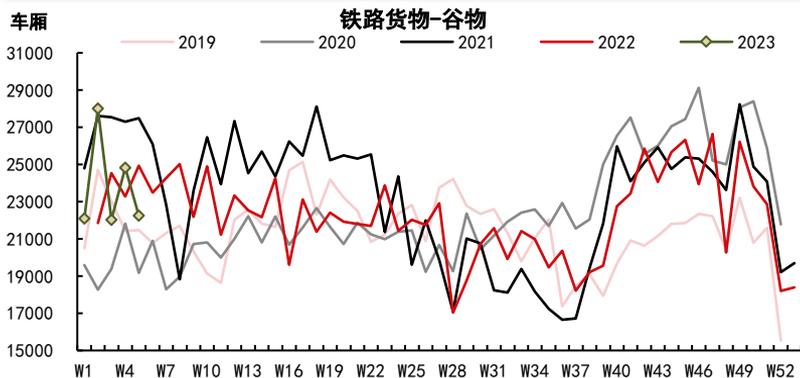
铁路周度运输量——煤炭



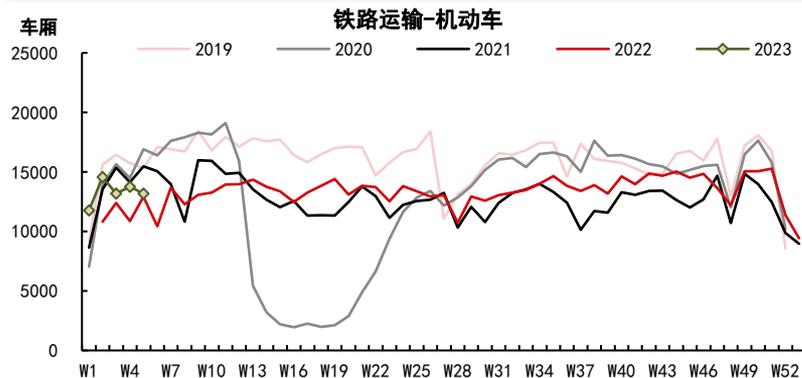
铁路周度运输量——化工



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：就业市场仍具韧性

- 截至2月4日当周美国初请失业金人数19.6万人，环比小幅回升1.3万人，仍处于历史低位。
- 美国非农就业超预期强劲。美国1月非农新增就业人数51.7万人，远超预期18.8万人。主要贡献来自于休闲酒店业(+12.8万)、商业服务业(+8.2万)、医疗保健业(+5.8万)、政府部门(+7.4万)
- 美国1月住户调查表现仍然较强。1月失业率降至3.4%（预期3.6%，前值3.5%），创53年以来最低水平；劳动参与率略微上升至62.4%（预期62.3%，前值62.3%），处于偏高水平。

美国当周初次申请失业金人数仍较低



1月美国非农新增大超预期



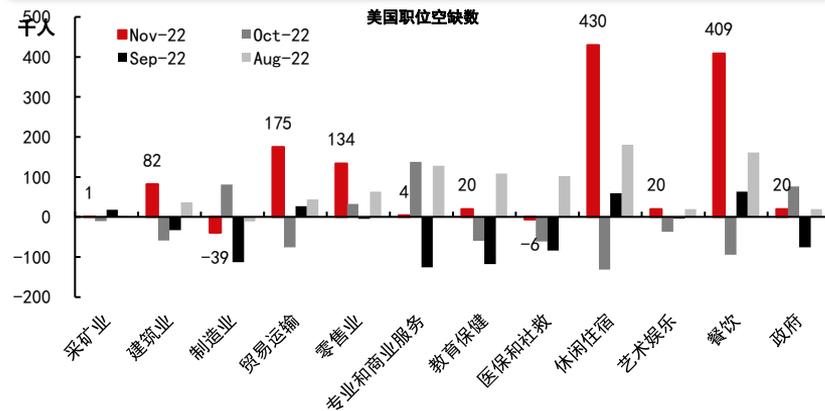
失业率/劳动力参与率



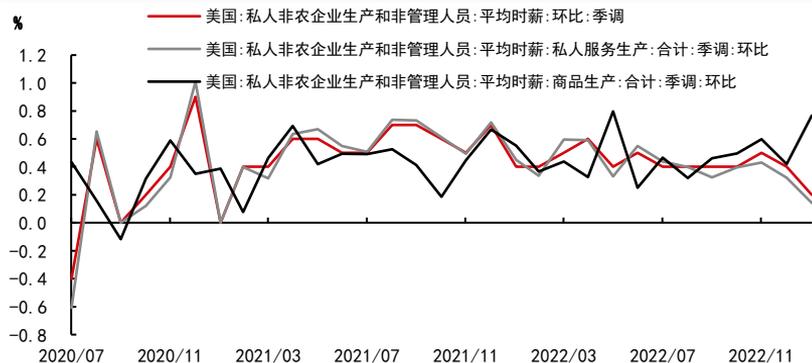
二、美国劳动力：就业市场仍具韧性

- **美国1月薪资增长降温。**1月时薪同比+4.4%（预期4.3%，前值4.6%），环比+0.3%（预期0.3%，前值0.4%）。
- **JOLTS美国12月职位空缺有所增加。**职位空缺数由前值1044万上升至1101.2万，职位空缺和失业人数比率由1.7升至1.9，再创新高。细分项看，住宿和食品服务（+40.9万）、零售贸易（+13.4万）和建筑（+8.2万）职位空缺增加；信息行业（-10.7万）职位空缺数量减少。
- 综合来看，1）本次超出预期的非农就业数据主要由餐厅、酒店行业以及医疗保健行业引领，一定程度上体现了新冠疫情后消费的特殊性，尤其是休闲酒店业几个月以来的持续走强反映出疫后的需求追赶。2）虽然薪资增长有所降温，但薪资增速仍然偏高，且处于历史低位的失业率及居高不下的职位空缺和失业人数比均表明劳动力市场仍具有韧性。

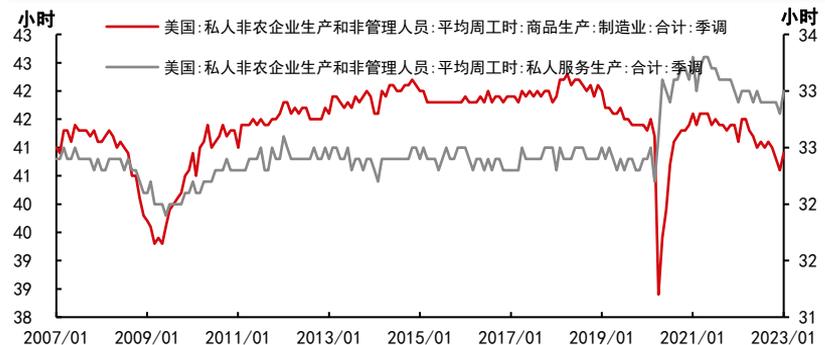
餐饮、休闲酒店业引领12月职位空缺



1月时薪增长继续降温



1月工时略有回升



三、欧洲央行：抑制通胀决心不减，3月继续加息

■ 本周四，欧洲央行如期加息50bp。欧洲央行此次的加息决定传达了几点信息：

1) 2月加息是预期之内，欧洲央行抑制通胀的决心不减。此次会议上，委员会的成员表示，将继续以稳定的步伐大幅提高利率，将利率保持在足够严格的水平，以确保通胀及时回到其 2%的中期目标。

2) 3月或继续加息50bp，后续的货币政策决定将继续依赖于数据。拉加德表示，尽管欧元区的总体通胀率开始下降，但仍然“高得离谱”，潜在的价格压力仍然“活跃”，并提出了3月再次加息50bp的几乎确定的前景。针对3月以后货币政策的路径，管理委员会未来的政策利率决定将继续依赖于数据。

3) 欧央行暂不认同市场认为今年晚些时候将降息的预期。针对市场认为3月为欧洲央行本次加息周期中最后一次加息，拉加德予以否认，并表示，为了及时实现2%的通胀目标，欧央行将采用“任何需要的利率”；在需要的时候甚至可以一直处于限制性区域。

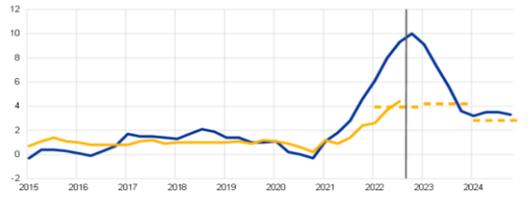
欧央行预计核心通胀长期保持2%以上

Chart 14

Euro area HICP and HICPX inflation

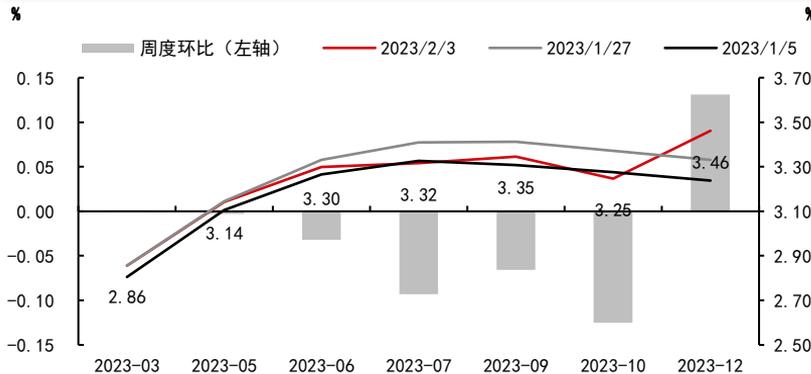
(annual percentage changes)

— HICP inflation
— HICPX inflation excluding energy and food



Sources: Eurostat and Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area (December 2022).
Notes: HICP stands for Harmonised Index of Consumer Prices. HICPX stands for HICP inflation excluding energy and food. The vertical line indicates the start of the projection horizon. The latest observations are for the third quarter of 2022 for the data and the fourth quarter of 2024 for the projections. The cut-off date for data included in the projections was 30 November 2022. Historical data for HICP and HICPX inflation are at quarterly frequency. Forecast data are at quarterly frequency for HICP inflation and annual frequency for HICPX inflation.

市场隐含ECB利率与周度环比变化



三、欧洲通胀：通胀降幅继续超预期，但价格压力仍然存在

- 欧元区1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。1月调和CPI同比+8.5%，环比-0.4%，核心调和CPI同比+5.2%，环比+0%。
- 细分项中，食品（初值14.1% 前值13.8%）和能源仍是主要贡献项。能源价格再度大幅下跌（初值25.5% 前值17.2%）是1月整体通胀水平下降的主要原因。非能源工业品（初值6.9%，前值6.4%）价格继续走高，服务（初值4.2%，前值4.4%）价格相对稳定。
- 核心通胀压力仍存，欧元区四季度GDP超预期增长——比预期乐观的经济背景可能会加剧后续的价格压力。

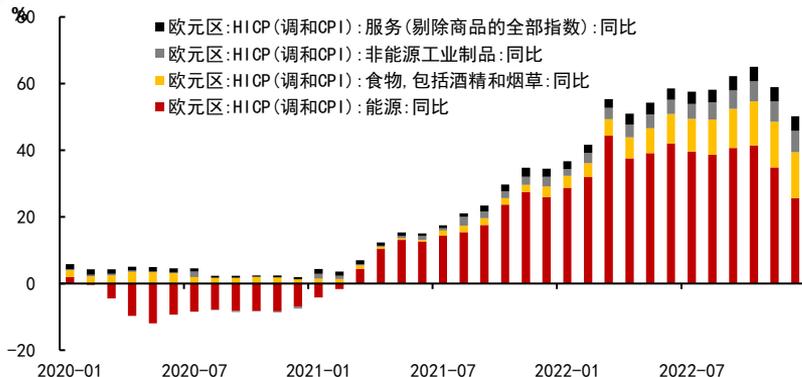
欧元区四季度GDP环比上升0.1%



欧元区1月通胀继续下降



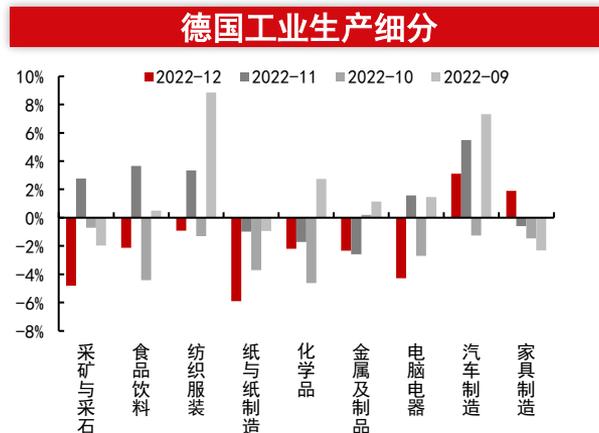
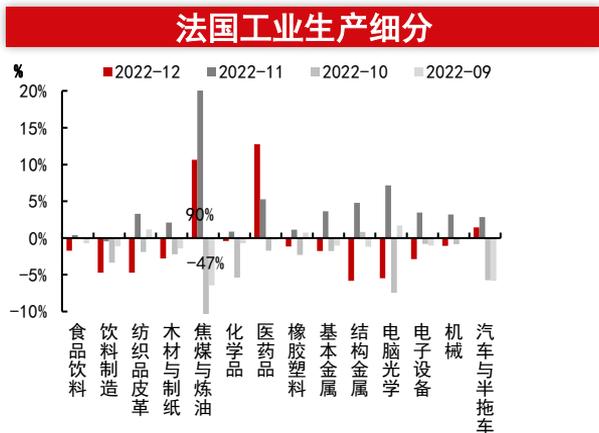
能源价格下降为通胀下降主要原因



三、欧洲经济：12月德法工业生产分化发展，前瞻谨慎乐观

■ **12月德法工业生产分化发展。**12月法国工业生产环比上升1.1%，同比1.42%，超出市场预期；德国工业生产环比-2.1%，同比-2.9%，能源密集产业生产环比同比下降6.1%。细分项目中，法国工业生产超预期上升来自焦煤与炼油生产回暖，医药品环比大幅上升；尽管德国汽车制造、家具生产小幅上升但仍受大面积耐用品与非耐用品生产回落而整体下降。

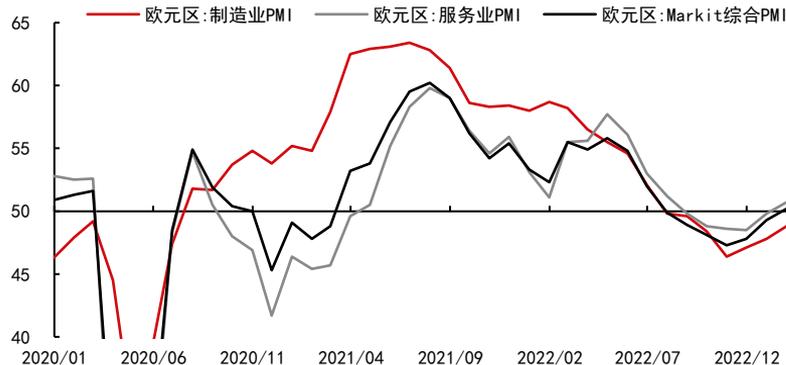
■ **能源溢价回落，欧元区前瞻谨慎乐观。**截至1月，欧元区ZEW景气指数大幅反弹回正，欧元区PMI细分显示主要拉动来自于服务业回暖。由于地缘风险再起+制造业仍蒙受滞后影响，欧元区前瞻谨慎乐观。



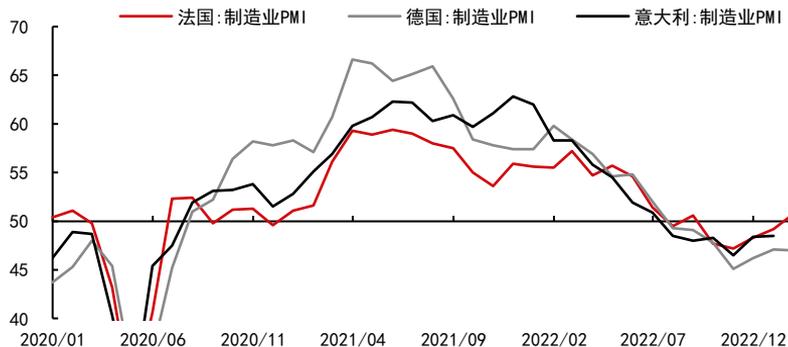
三、欧洲PMI：欧元区综合PMI回归荣枯线之上

- 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，欧洲央行或将进一步收紧。

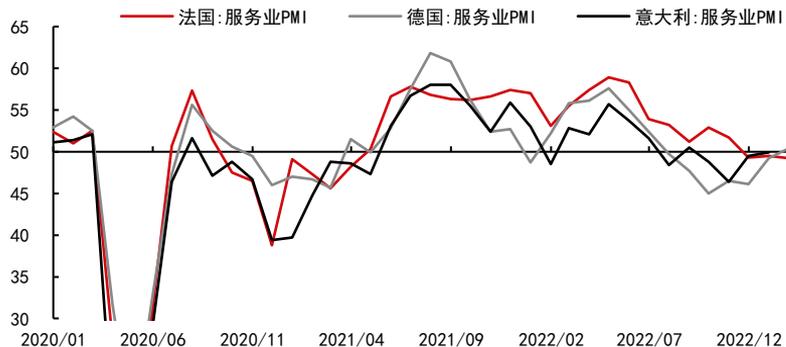
1月欧元区综合PMI回归荣枯线之上



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



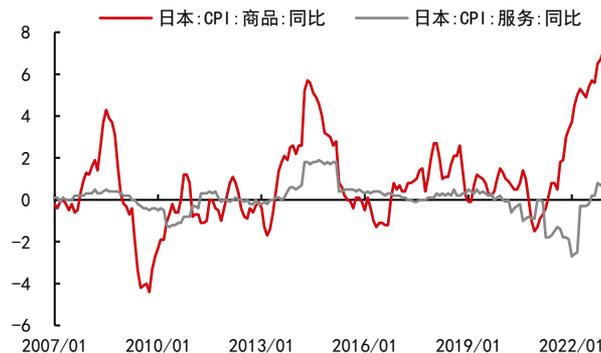
四、日本通胀：日本通胀再度升温，施压货币政策正常化

- 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 社融超预期，结构持续改善

财政 收入增速回升，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

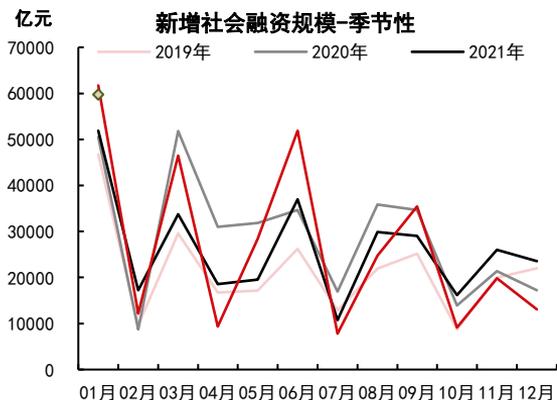
制造业 增速仍有韧性，工业利润承压

出口 海外库存高企，12月下滑速度减缓

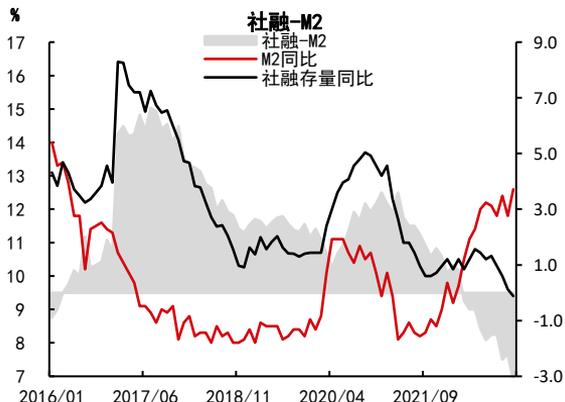
二、社融（总量）：社融超预期，结构持续改善

- 1月货币金融数据：1月，新增人民币贷款4.9万亿元、预期4.1万亿元，同比多增9227亿元；新增社融5.98万亿元、预期5.68万亿元，同比少增1959亿元；社融存量增速9.4%、较上月回落0.2个百分点。
- 本次社融超预期主要是由于（1）疫情过后企业融资需求显著修复；（2）各家银行争取信贷开门红。
- 1月M2同比增速12.6%，较上月上涨0.8个百分点；M1同比增速6.7%，较上月上涨3个百分点。
 - M2的增速上涨主要是因为：（1）信贷信心较强，银行更愿意扩张债权；（2）人民币汇率明显升值，企业临近春节加快结汇，此外外资大量流入，也带来较多增量人民币。
 - M2增速与社融增速进一步拉大，剪刀差为3.2个百分点（前值为2.2），背后意味着居民的融资意愿持续偏弱，拖累社融增速提升。

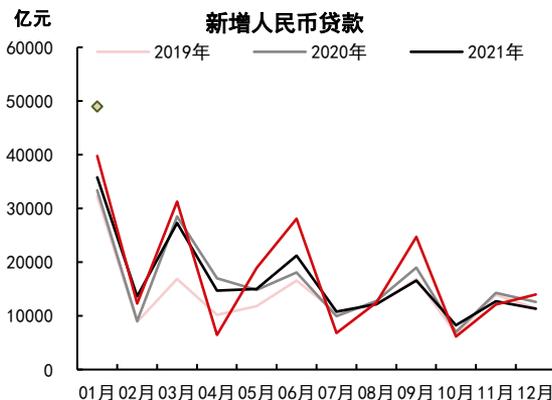
1月新增社融同比少增



社融-M2差值小幅缩小



新增人民币贷款创历史新高

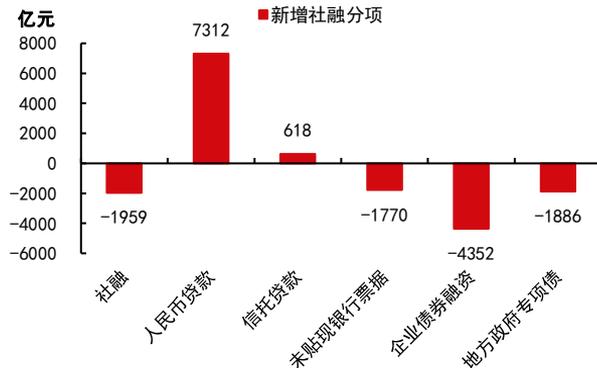


二、社融（结构）：基建与制造业共同拉动企业中长贷高增

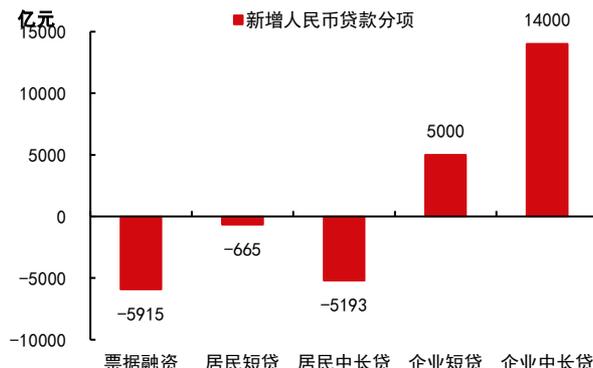
- 从结构上看，人民币贷款和信托贷款同比增长较多，企业债和政府债成为主要拖累项。人民币贷款的同比大幅上涨主要是由于一月份各省基建重大项目集中上马，以及疫情改善后制造业企业的经营意愿有所修复，进而带动相关企业融资需求上涨。而企业债的同比少增反映的是（1）实体部门融资需求低迷，（2）受信用债收益率大幅走高的影响，（3）受平台公司表内信贷支持增多、债务融资需求减少影响。

- 居民中长期贷款增量仍然为负，但同比跌幅依旧处于低位，这与1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。

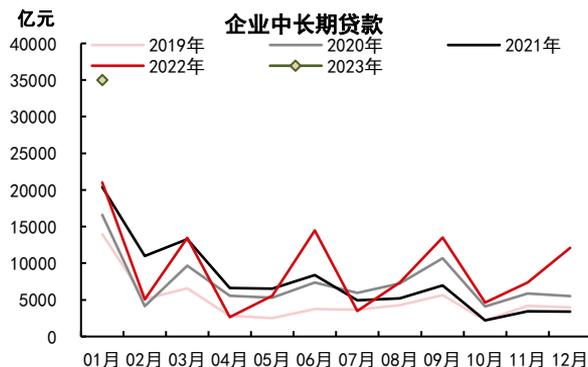
1月新增社融分项同比增减



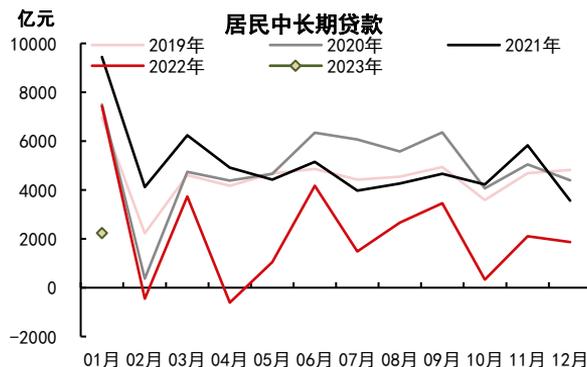
1月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款显著冲高



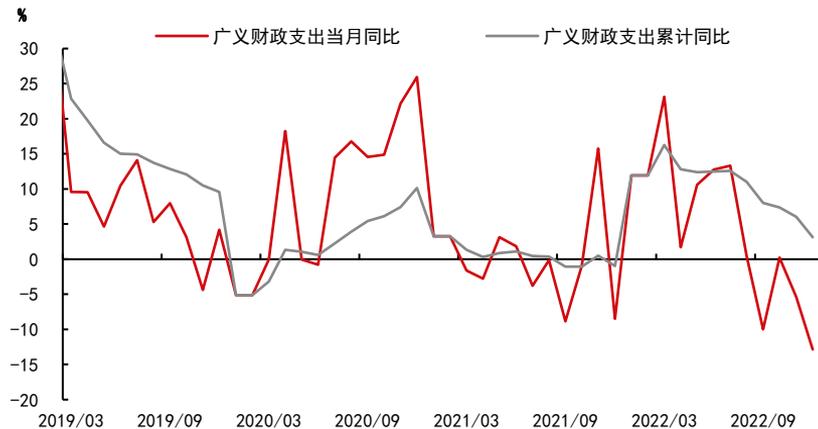
新增住房贷款跌幅持续收窄



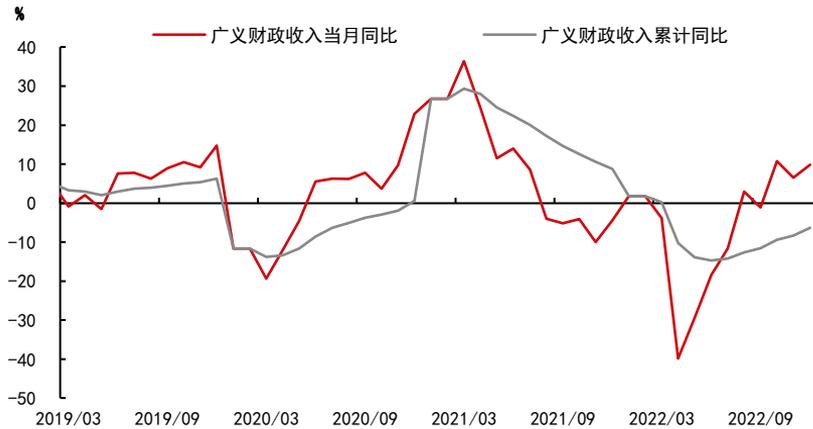
二、财政：收入增速回升，支出跌幅扩大

- **广义财政收入增速回升**：12月公共财政收入同比为61.6%，较11月24.6%的增速同比大幅上涨；12月政府性基金收入同比为-17.2%，较11月-12.7%的跌幅相比再度扩大，背后与12月土拍成交跌幅扩大有关。
- **广义财政支出跌幅扩大**：12月广义财政支出同比增长-12.9%（前值-5.4%），1-12月累计同比3.1%（前值6.0%）。
- 公共财政收入增速上升主要是因为四大税种多维持较高增速；土地和地产相关税收由负转正，指向地产弱修复；非税收入再度高增。
- 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



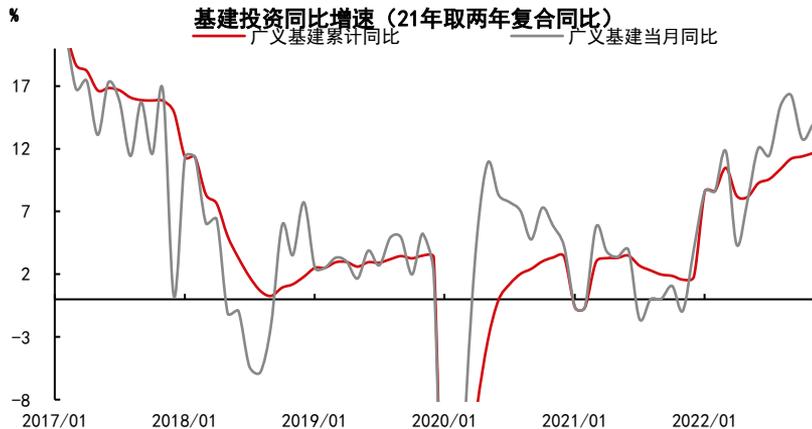
广义财政收入增速回升



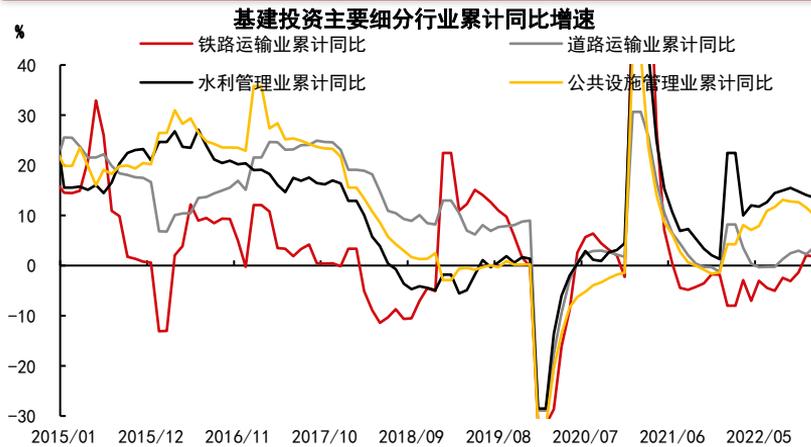
二、基建：12月增速小幅回落

- **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%

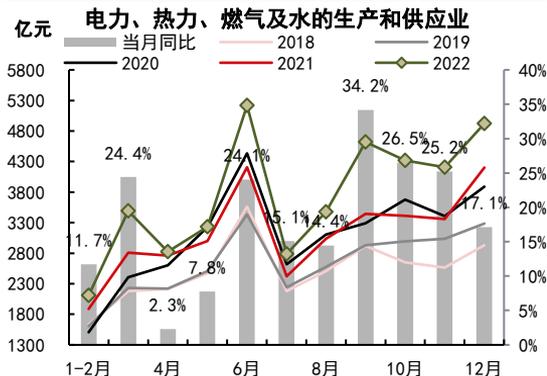


基建投资结构上有分化

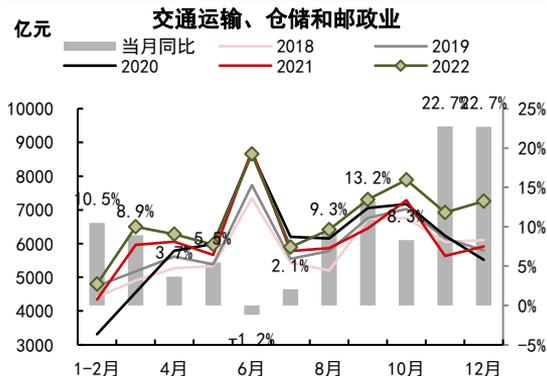


二、基建分项——三大分项增速出现显著分化

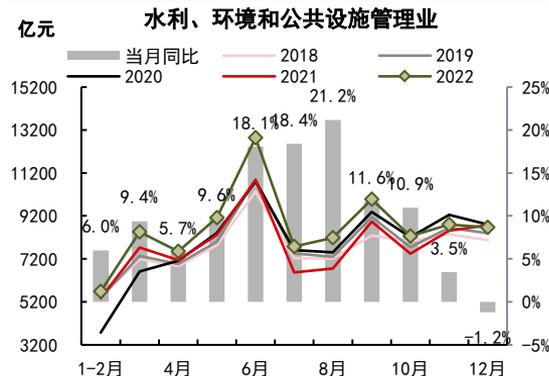
12月电力投资增速回落



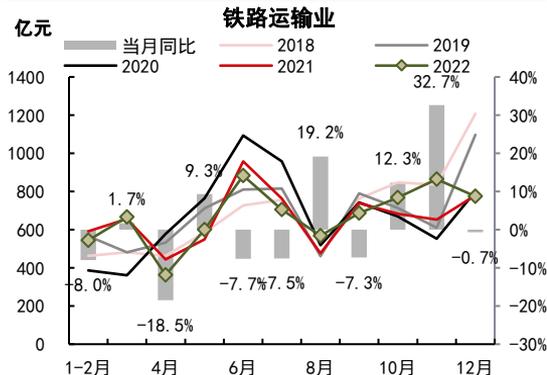
12月交通投资增速保持高增



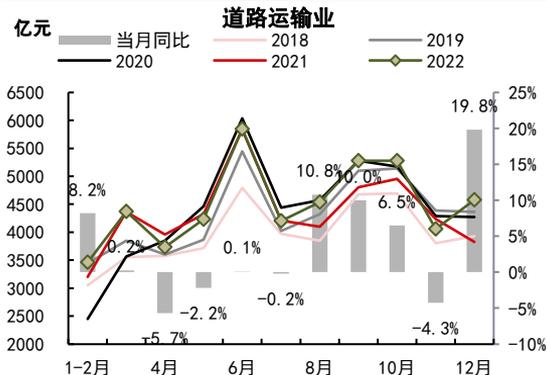
12月水利市政投资增速转负



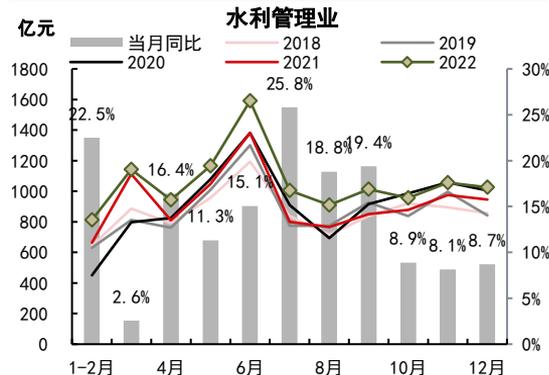
12月铁路投资增速大幅回落



12月道路投资增速显著拉升



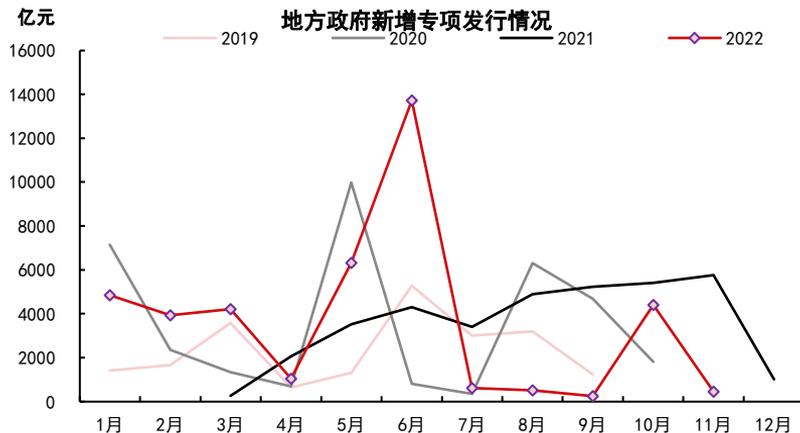
12月水利投资增速小幅回升



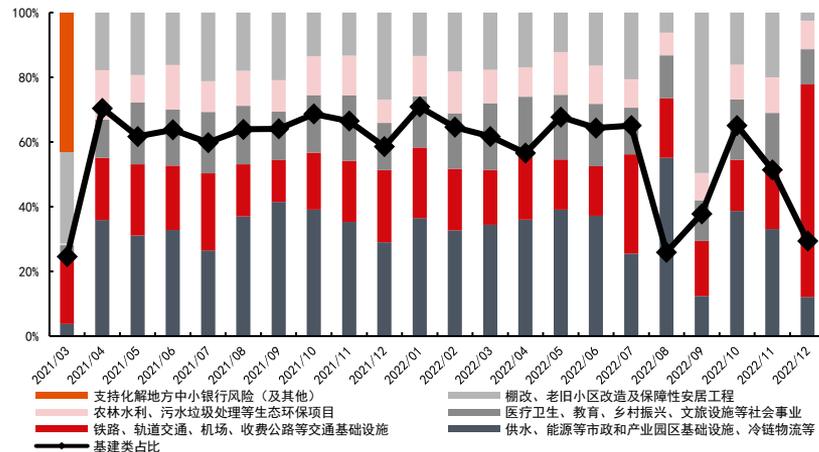
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 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。
- 2022年10月专项债发行超过4000亿元，1-12月专项债投向基建的比例约为65%。
- 2023年1月专项债发行4,911.84亿元，同比去年小幅增长。

11月专项债发行大幅回落



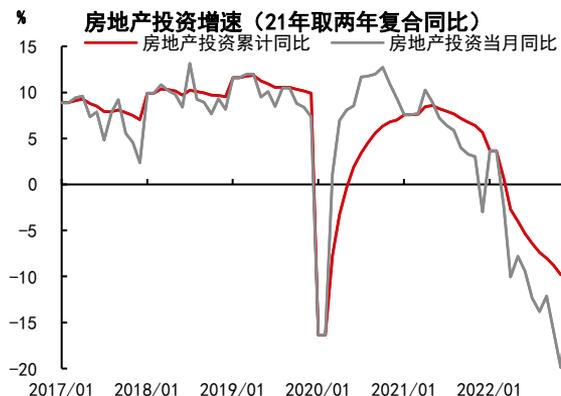
专项债资金投向情况



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。

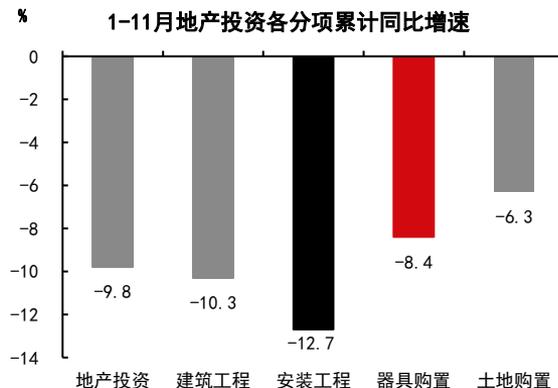
12月房地产投资跌幅缩窄



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

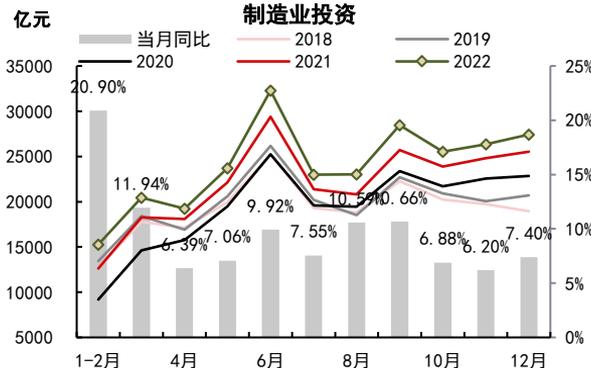
- 1-12月制造业投资同比增长9.1%（前值9.3%），三年平均同比增长为6.6%（前值6.2%），可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。我们认为货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。

- 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



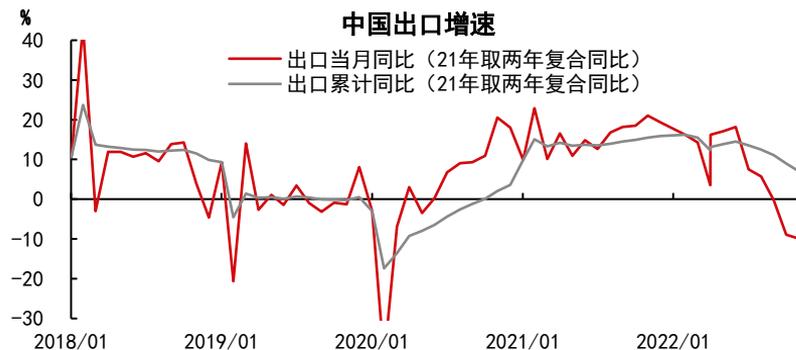
疫情导致工业企业被动累库



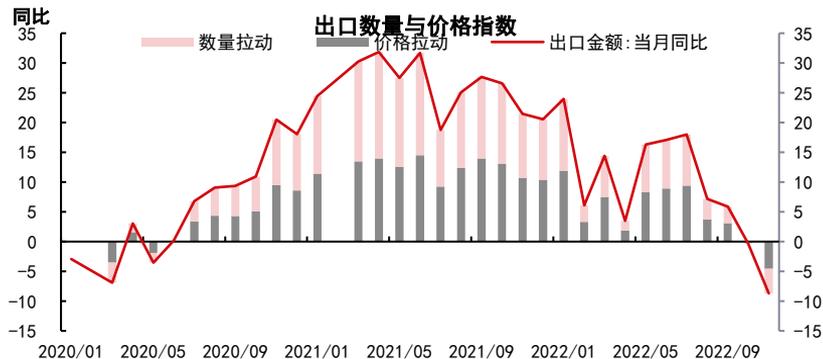
二、出口：海外库存高企，12月下滑速度减缓

- 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%。

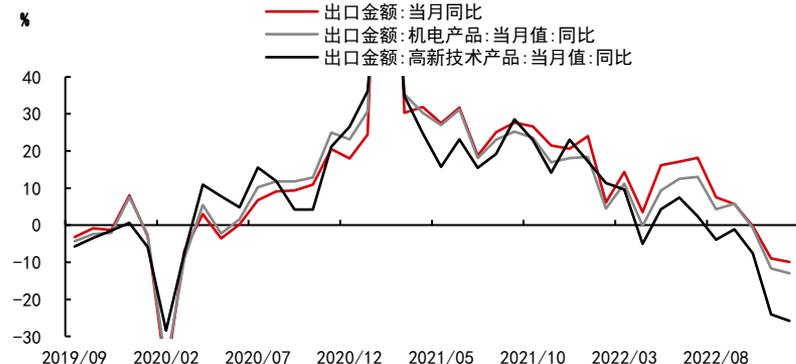
中国出口（美元计）同比增速为-9.9%



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**

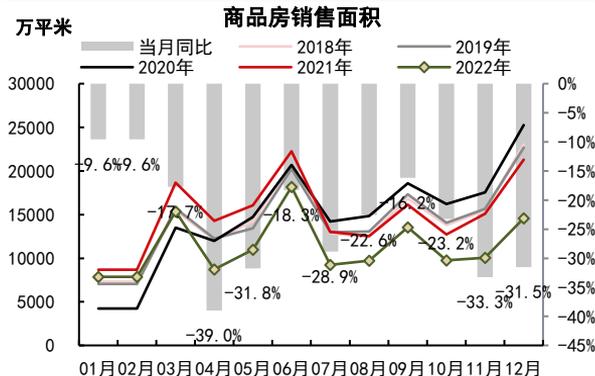
制造业需求跟踪 **PMI大幅下滑，修复仍需时日**

中观需求总结 **疫情冲击需求，需求弹性偏弱**

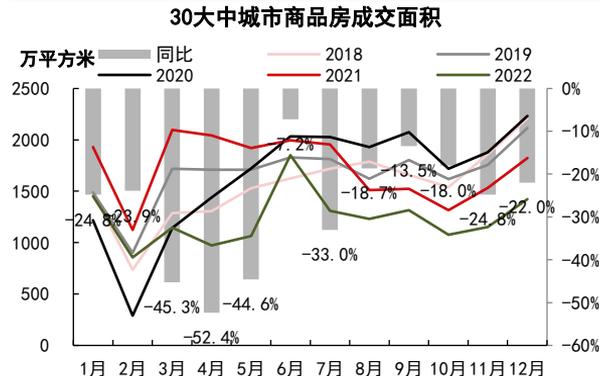
三、建筑业需求 (地产数据) —— 销售: 大幅回落

- 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

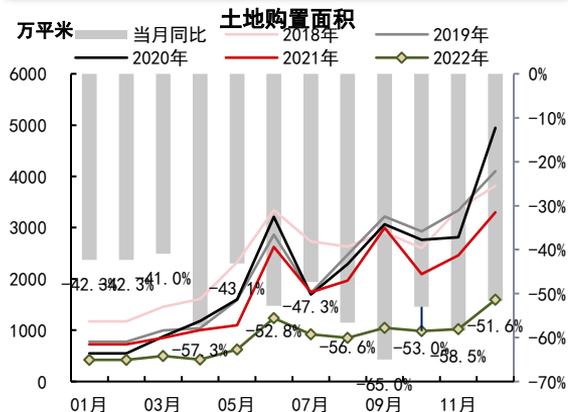


三、建筑业需求（地产数据）——土地：跌幅仍未改善

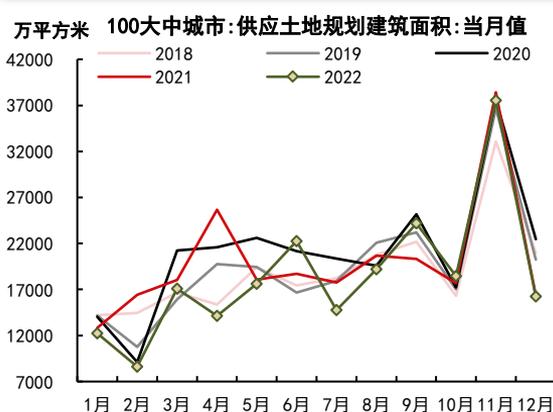
■ 土地市场整体出现拐头向下：

- **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%）

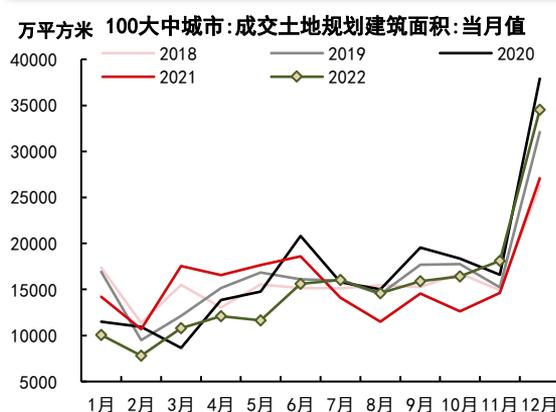
土地购置面积同比-51.6%，跌幅缩窄



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%

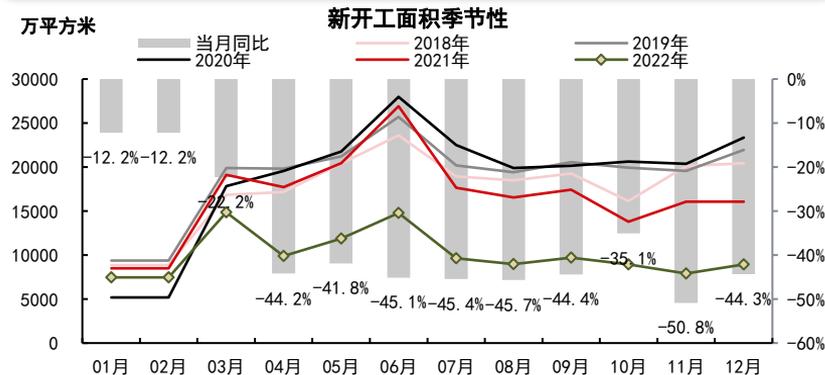
■ 房屋新开工面积的同比跌幅显著扩大：

- 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。

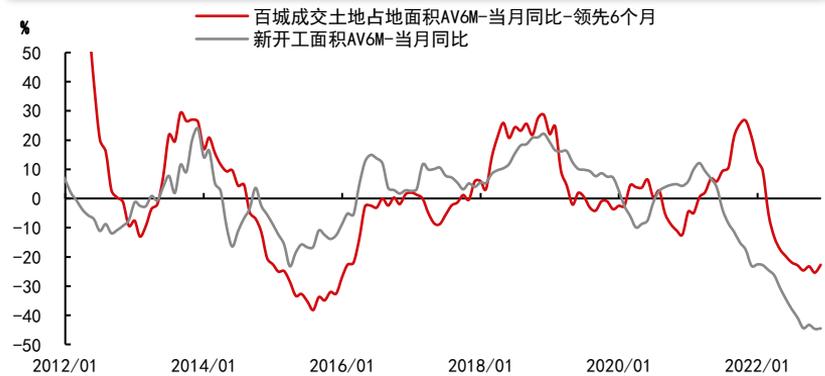
12月房屋新开工面积跌幅收窄



同步指标：挖掘机销量



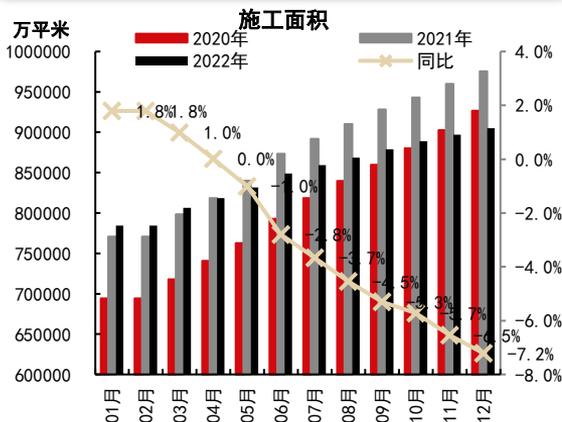
领先指标：百城土地成交面积



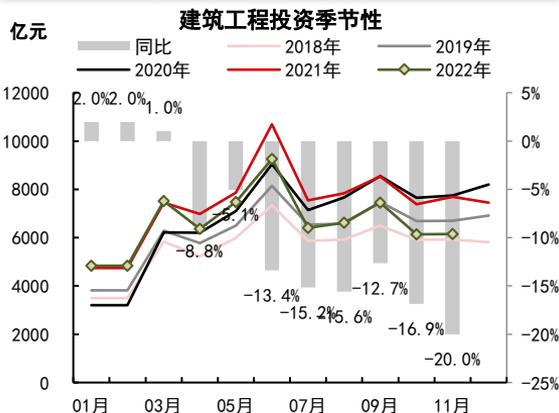
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比跌幅持续扩大

- **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。

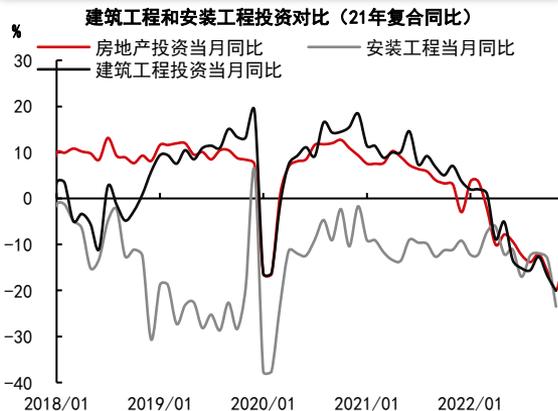
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



建安投资拖累地产投资



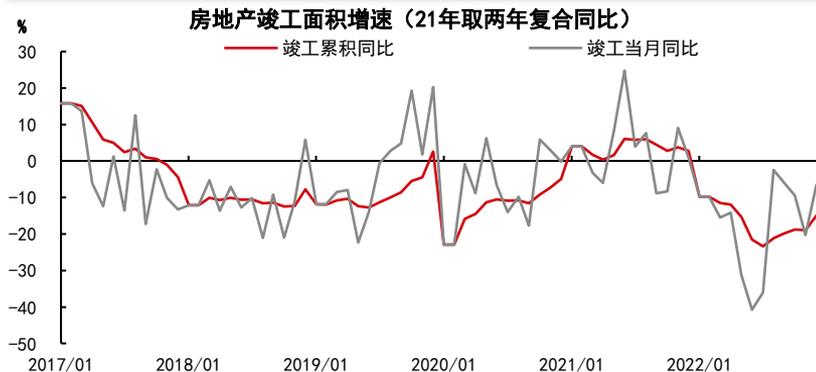
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：有所改善

- 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。

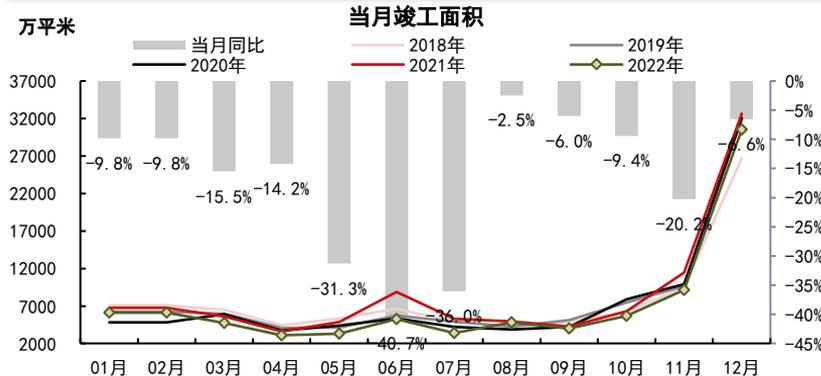
领先指标：新开工领先竣工



1-12月竣工面积同比-15.0%

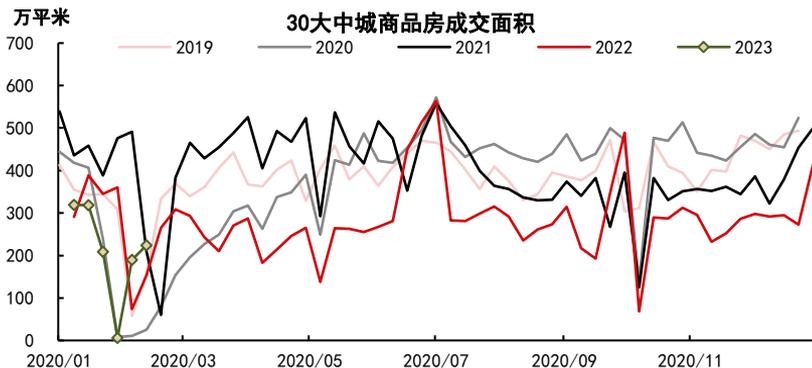


竣工面积-季节性

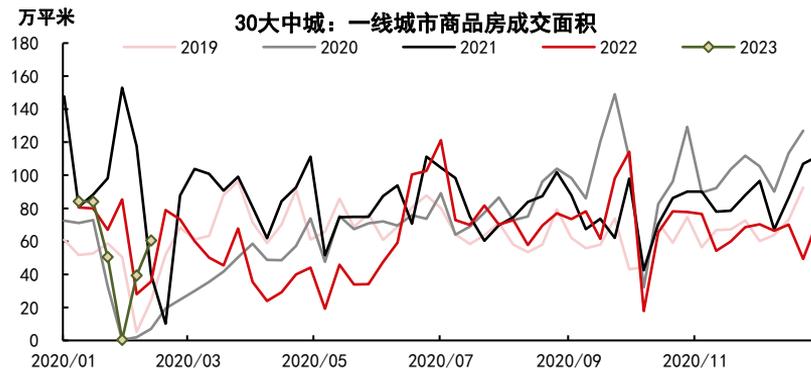


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

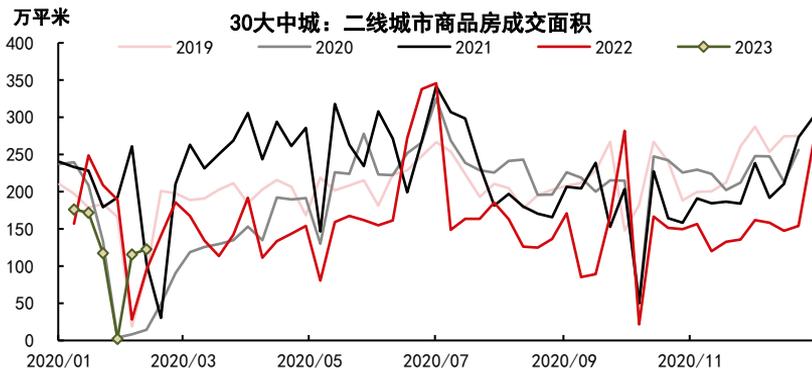
30大中城商品房成交面积



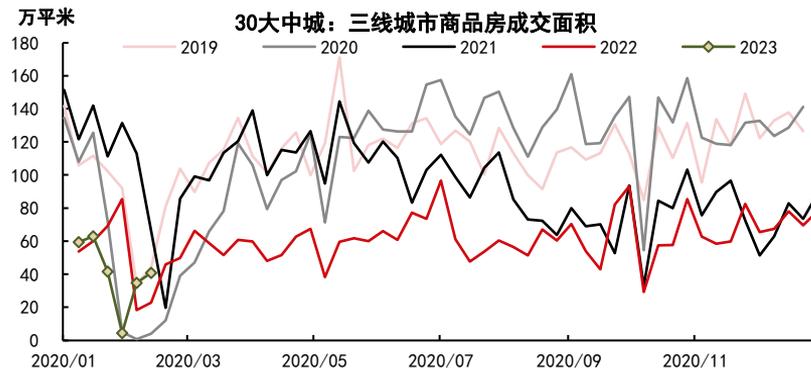
30大中城：一线城市商品房成交面积



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

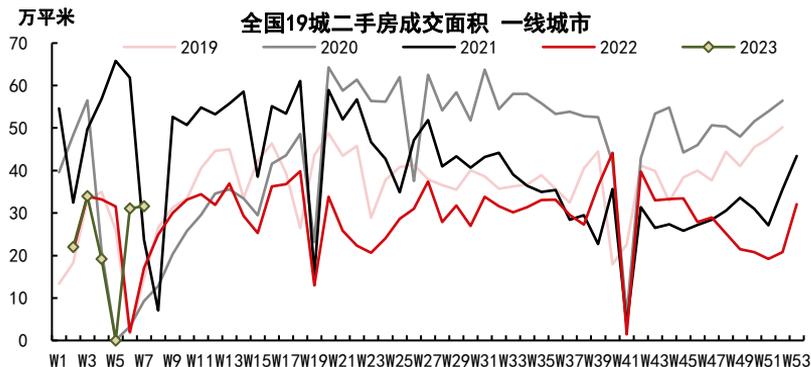


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

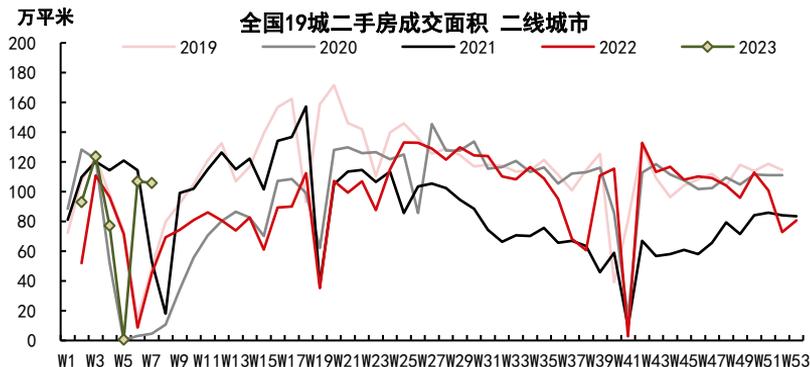
19城二手房成交面积



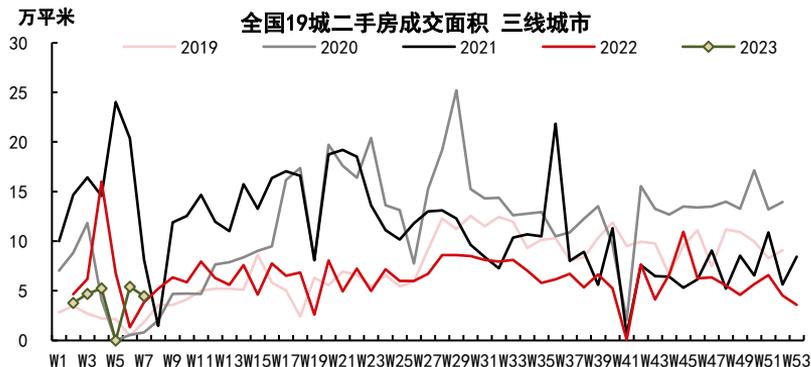
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

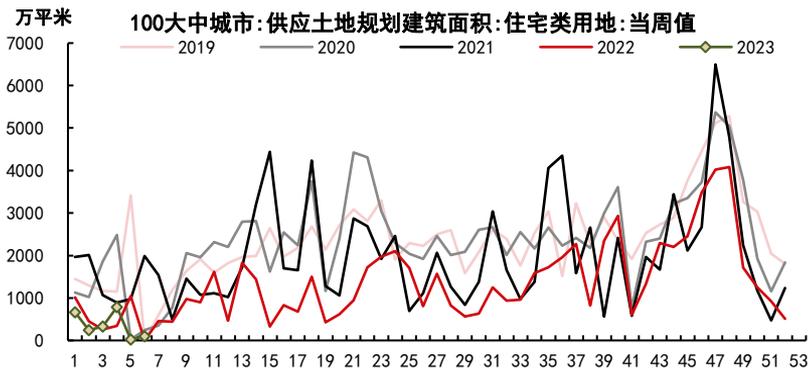


三线样本城市二手房成交面积

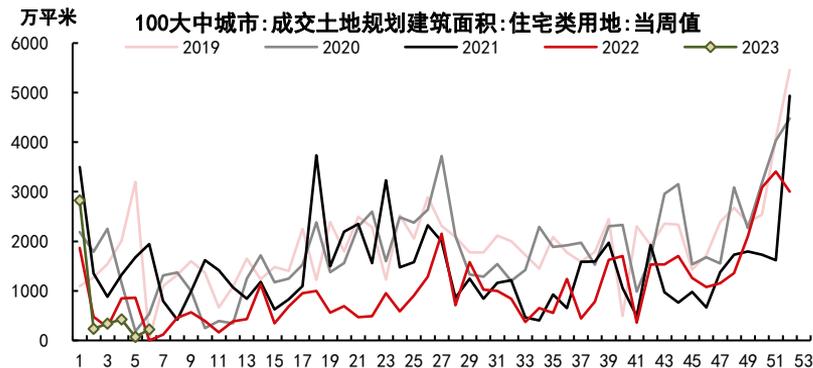


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

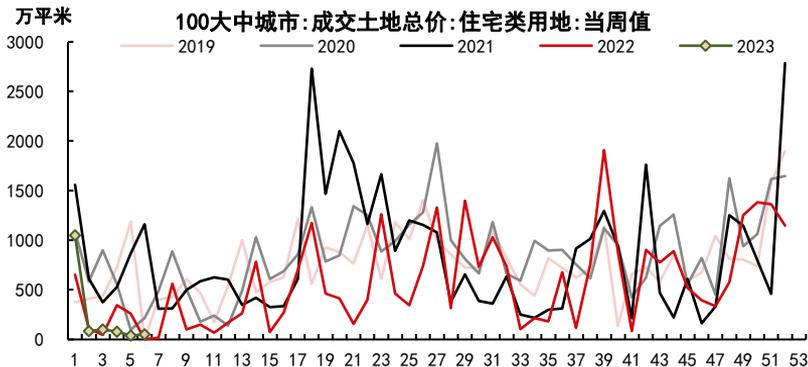
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



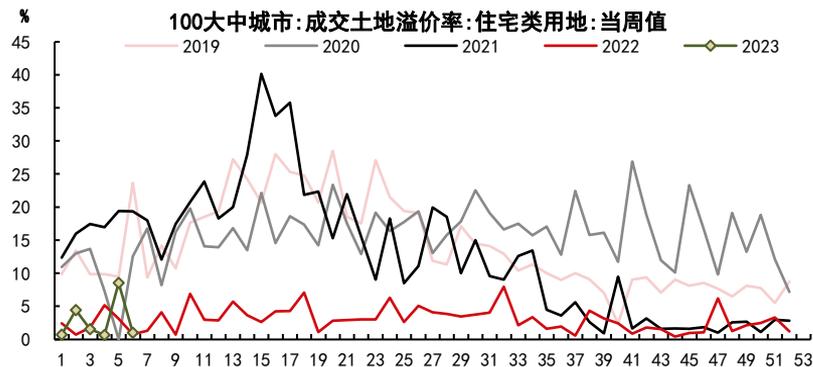
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



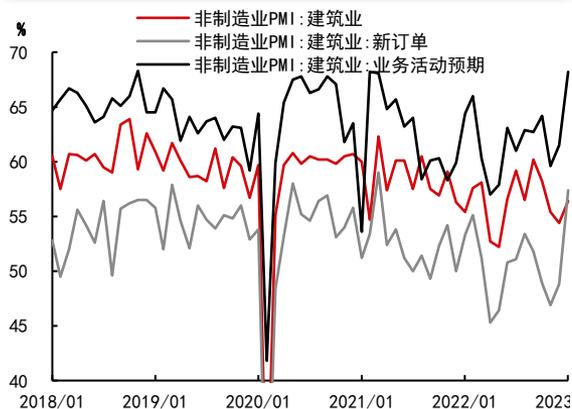
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



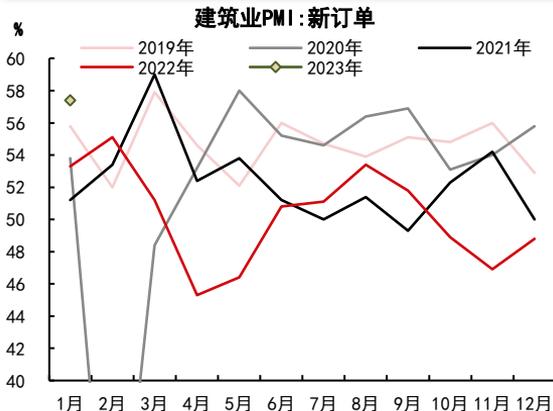
三、建筑业需求——建筑业PMI：显著拉升

- **相比其他分项，建筑业景气度尚好。**1月建筑业商务活动指数为56.4%，高于上月2.0个百分点，整体趋势相比12月显著回升，显示受基建支撑下建筑业景气度仍然保持在较高的水平。
- **随着疫情告一段落，近期建筑业业务活动预期显著提升，**1月份建筑业业务活动预期为68.2%，环比12月的61.5%高出6.7个百分点，创新历史同期新高，预示未来基建项目的大量开工带动建筑业活动预期显著提升。
- **建筑业新订单指数有所反弹。**建筑业新订单指数为57.4%，高于上个月8.6个百分点，表明今年一季度基建领域对稳增长的支持仍然是较为重要的分项，通常一月会各省出台今年的重大项目，为今年1月的开门红做准备。

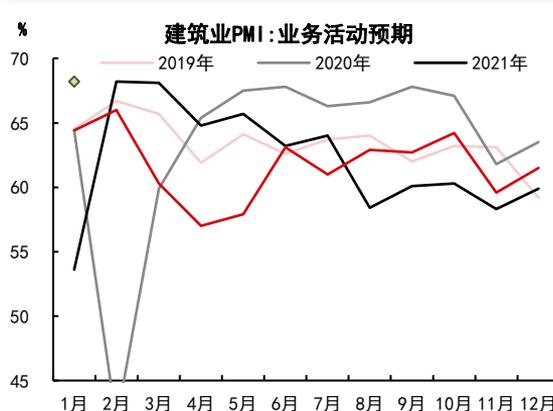
1月建筑业PMI显著反弹



建筑业新订单指数有所反弹



建筑业业务活动预期显著拉升



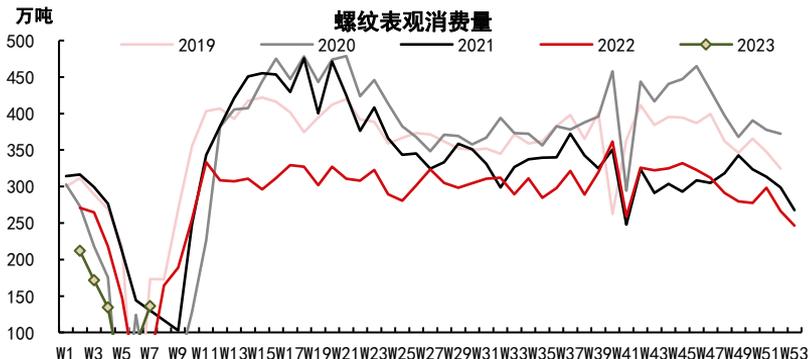
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求季节性回升

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 进入2023年后，随着疫情以及春节使得工地大面积停工，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，使得近期螺纹表观消费表现疲弱。随着当前项目开工率持续回升，带动相关螺纹以及建材的需求量出现季节性回升，但与历史同期相比仍处弱势。
- 如果从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需近期呈现出同向变化，背后反映的是房地产的建设需求依旧疲弱。

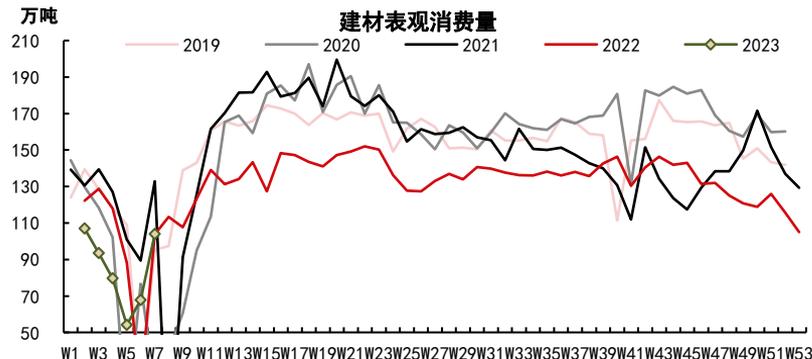
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量季节性反弹



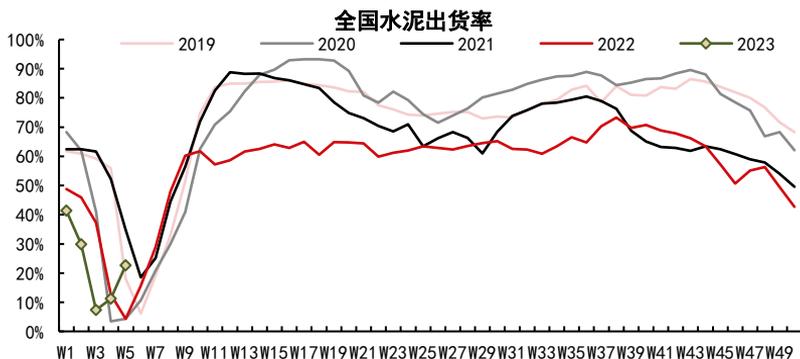
本周建材成交量大幅反弹



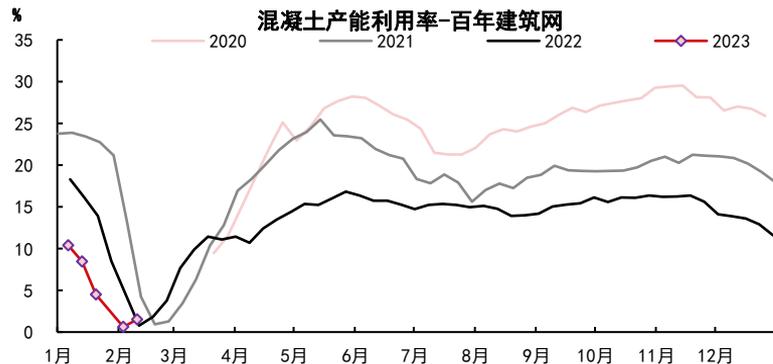
三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率大幅回升

- 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。本周由于工程项目显著复工，近期水泥出货率反弹速率变高。

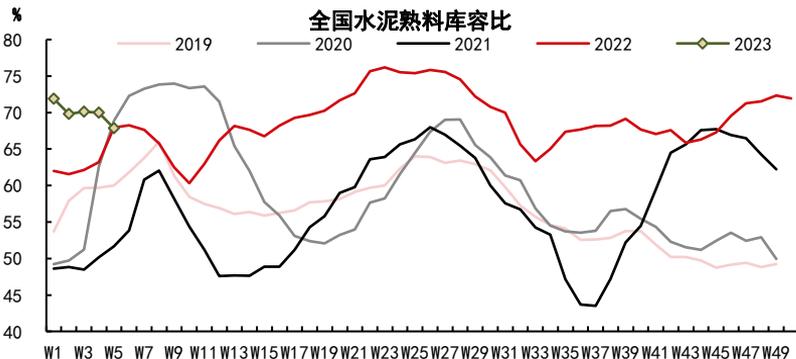
水泥出货率大幅回升



混凝土产能利用率基本持平

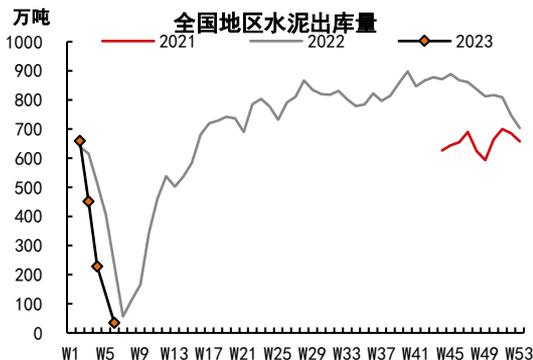


水泥库存开始出现去库

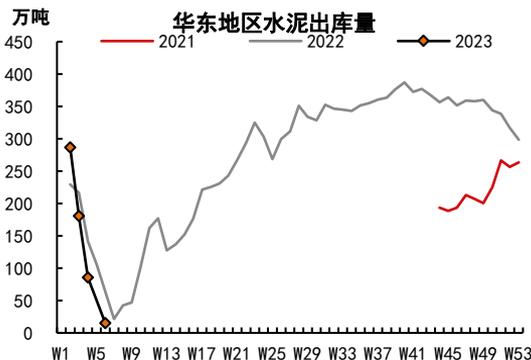


三、建筑业需求（施工）——本周水泥出库量持续回落

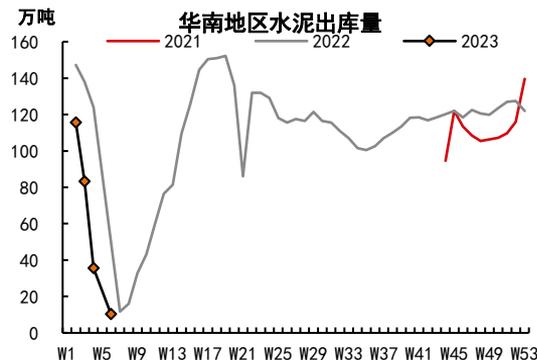
全国地区水泥出库量



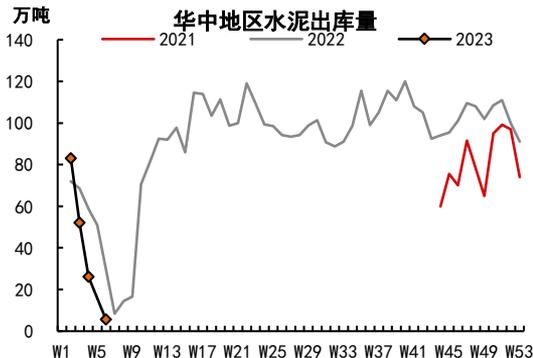
华东地区水泥出库量



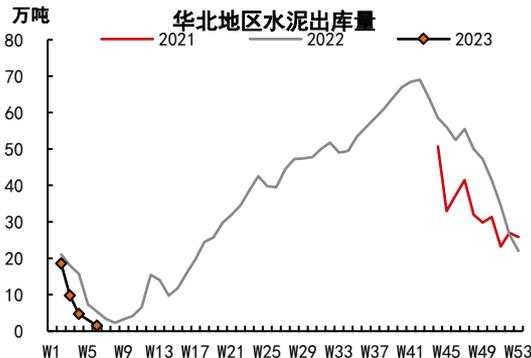
华南地区水泥出库量



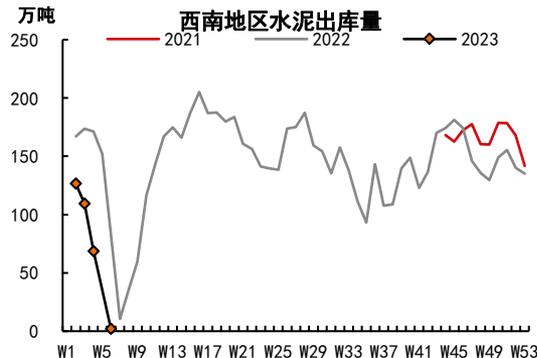
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



西南地区水泥出库量



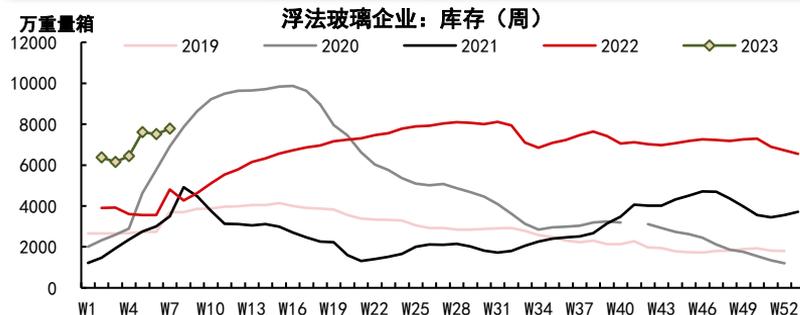
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 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，近期表观消费量小幅回落，PVC近期需求持续反弹，库存累库动力不足。

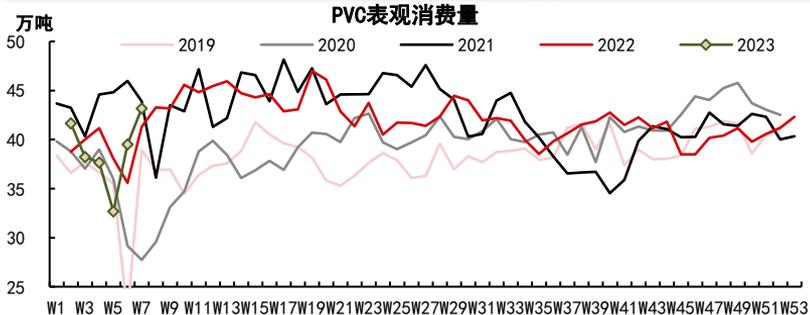
玻璃表观消费量小幅下滑



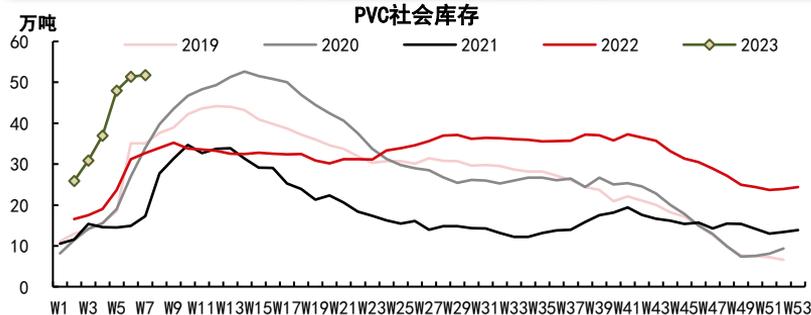
玻璃企业库存小幅累库



PVC表观消费量持续反弹



PVC社会库存累库动力不足



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：本周大幅反弹。

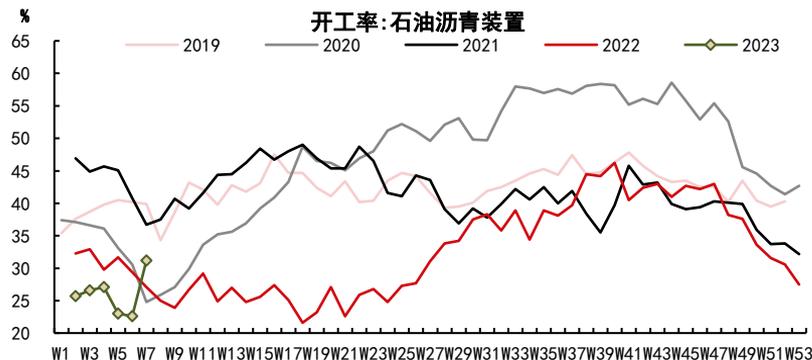
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率显著回升。

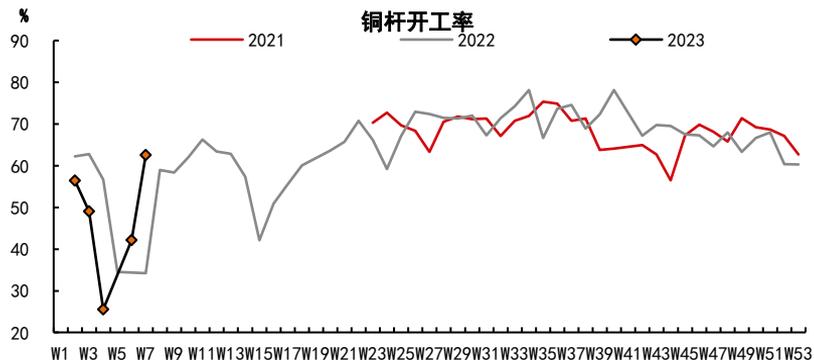
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：基本持平。

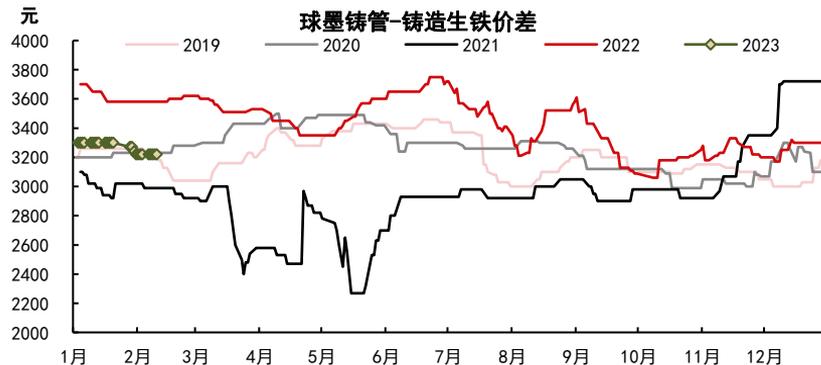
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



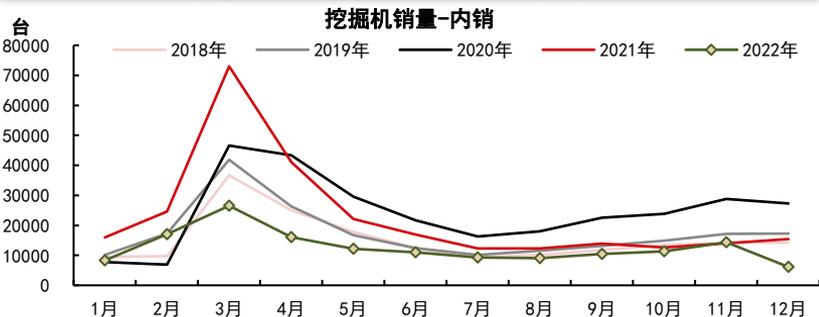
水利投资：球墨铸管的加工费



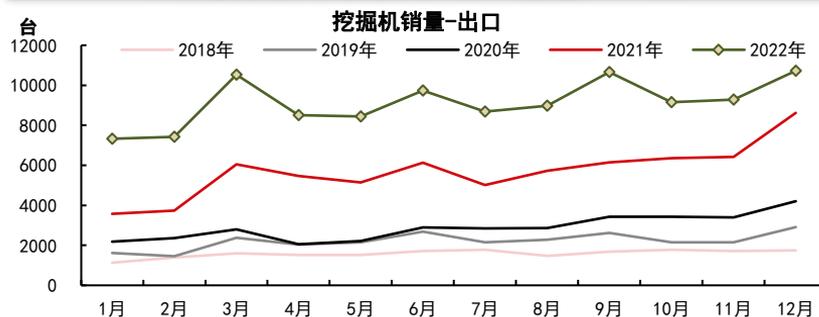
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速显著下滑

- 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。

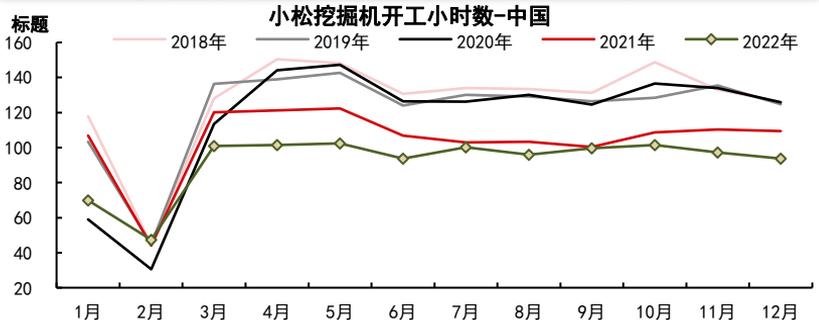
12月挖掘机内销同比-60.1%（前值+2.7%）



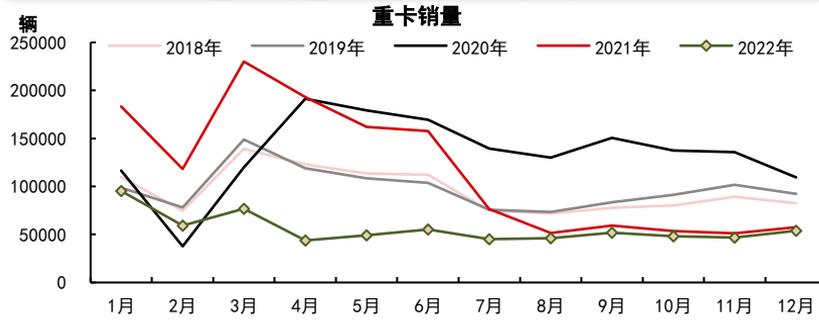
12月挖掘机出口同比24.4%（前值44.4%）



12月挖掘机开工小时数同比-13.8%（前值-11.9%）



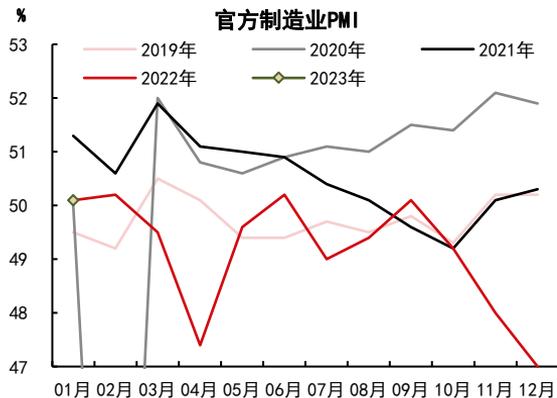
12月重卡销量同比-6.2%（前值-8.8%）



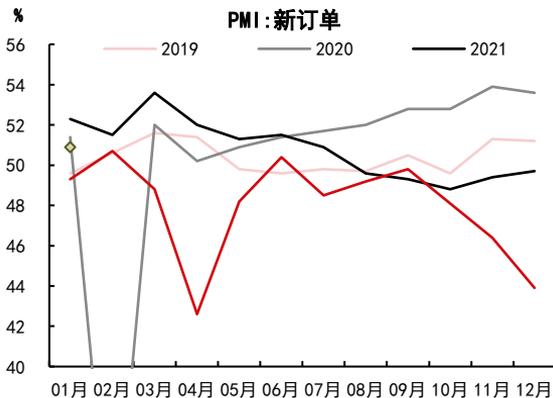
四、制造业需求——制造业PMI：重新站上荣枯线之上

- 1月以来，随着疫情管控放开对物流和人员流动的限制减少，以及全体社会疫情快速达峰所形成的免疫屏障，使得生产端与需求端均出现显著修复，带动整体PMI重新站上荣枯线之上。今年1月制造业PMI录得50.1%，比上月上升3.1个百分点，升至临界点以上，非制造业PMI录得54.4%，比上月上升12.8个百分点，数据明显超季节性。
- 1月PMI新订单、新出口订单指数分别变动+7.0、+1.9个百分点至50.9%、46.1%，呈现出明显分化的状况，体现当前国内复苏强劲，海外需求持续走弱的趋势。

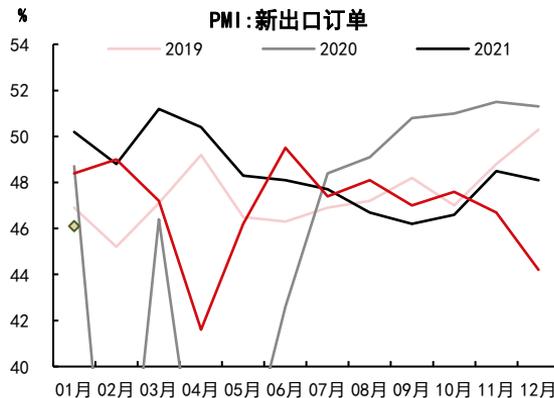
1月制造业PMI重新站上荣枯线之上



1月PMI新订单指数大幅拉升



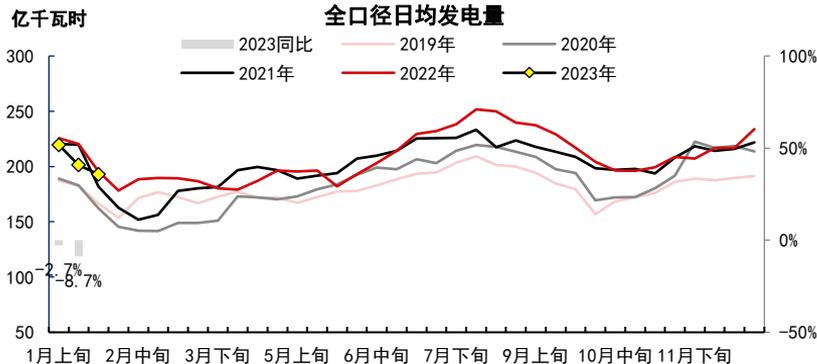
1月PMI新出口订单小幅上涨



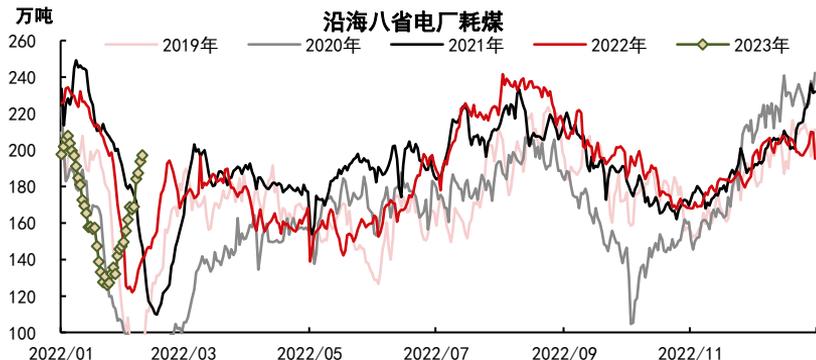
四、制造业需求——发电量

- 近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，叠加近期寒冷天气持续，带动电厂耗煤量显著反弹。

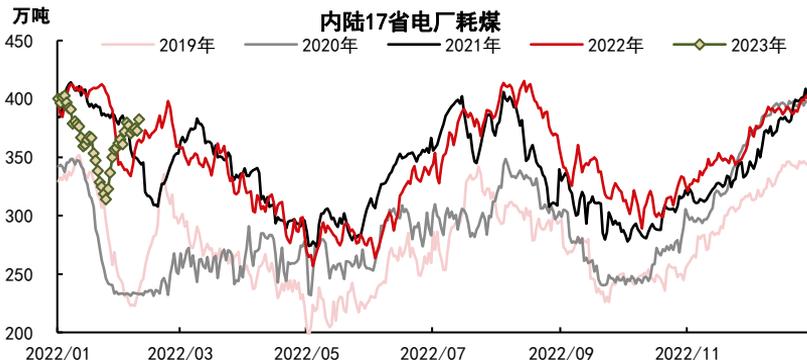
近期发电量显著高于去年水平



日度数据：沿海八省电厂耗煤



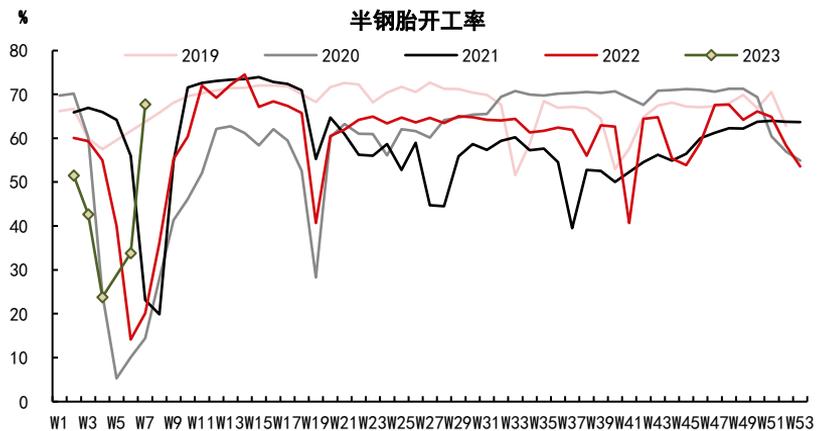
日度数据：内陆17省电厂耗煤



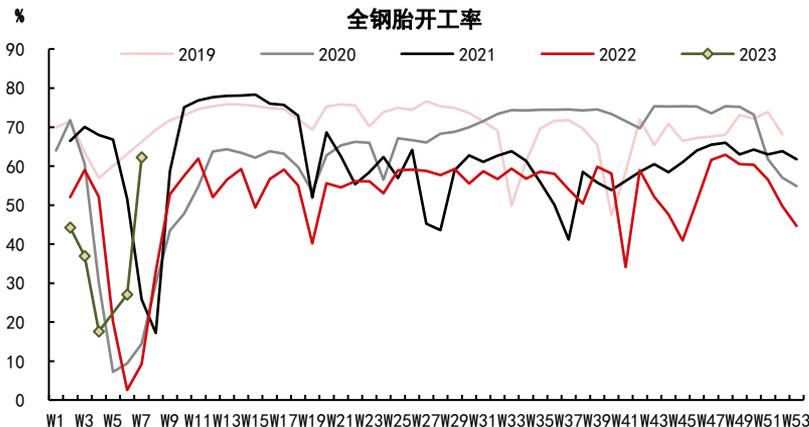
四、制造业需求——轮胎开工

- 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。
- 2月9日当周轮胎开工率：半钢胎开工率67.7% (+33.91) ，全钢胎开工率62.27% (+35.21) 。

半钢胎开工率季节性回升

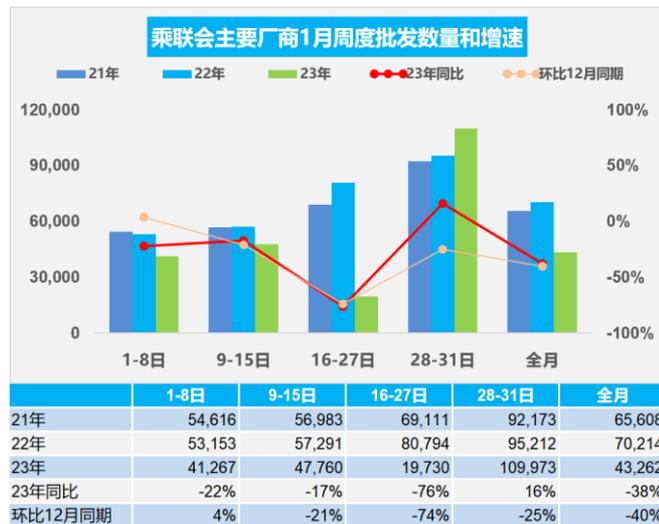
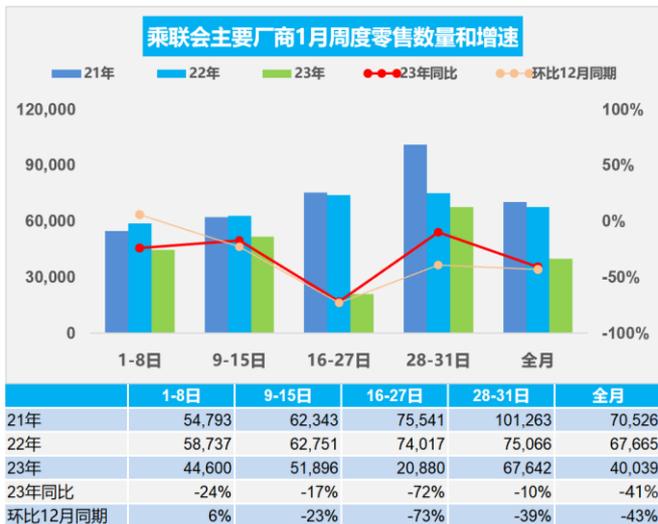


全钢胎开工率季节性回升



四、制造业需求——乘用车销售：1月零售增速下滑显著

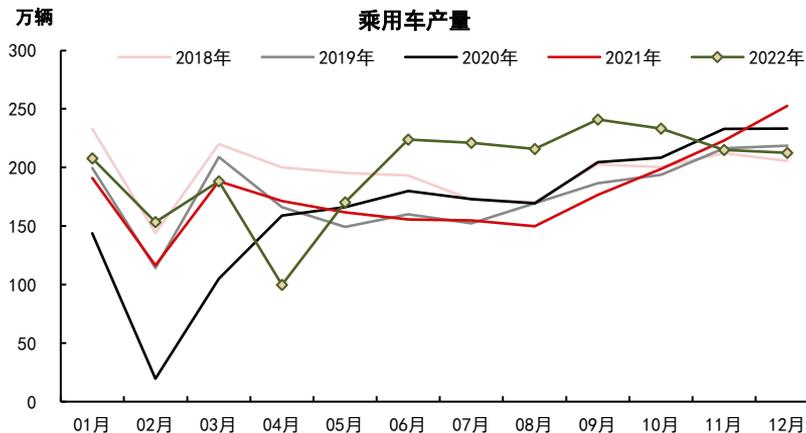
- 1月28-31日，乘用车市场零售27.1万辆，同比下降10%，环比上周增长224%，较上月同期下降39%；乘用车市场批发44.0万辆，同比增长16%，环比上周下降457%，较上月同期下降25%。
- 初步统计，1月1-31日，乘用车市场零售124.1万辆，同比去年下降41%，较上月下降43%；全国乘用车厂商批发134.1万辆，同比去年下降38%，较上月下降40%。
- 新能源销量的增长达到了一个瓶颈阶段，在2023年新能源政策退市后，销量增长会是一个严峻的问题。新能源车型前期涨价过多，订单较少，再叠加特斯拉等头部企业降价，造成了消费者的观望情绪，环比下降较大。前期疫情封控对燃油车营销体系、人群基盘影响更大，可以看到疫情爆发以来，新能源渗透率出现了超预期上涨，在疫情防控后也出现了一定的自然回落。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。



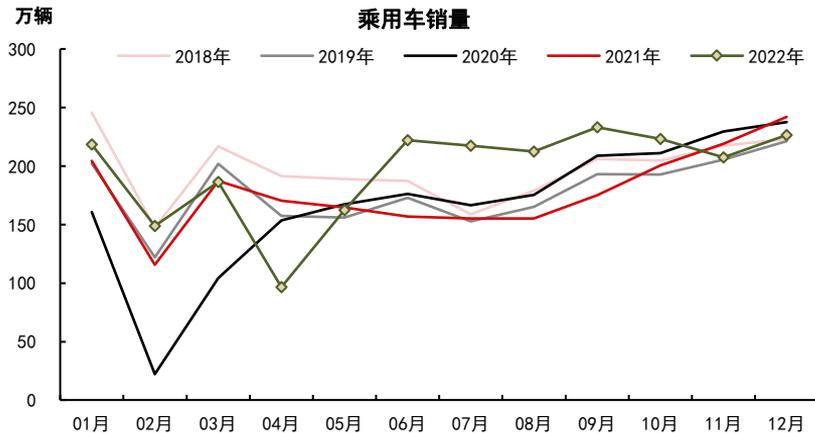
四、制造业需求——乘用车产销：疫情冲击乘用车产销

- **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%



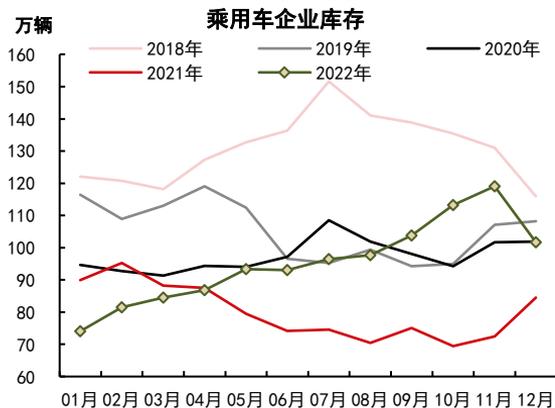
12月乘用车销量同比-6.5%



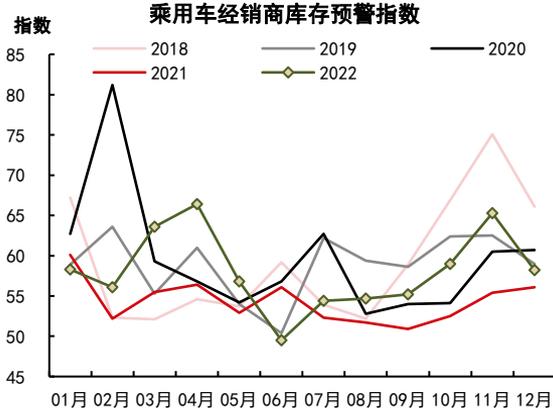
四、制造业需求——乘用车库存：经销商仍处于低位

- **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。

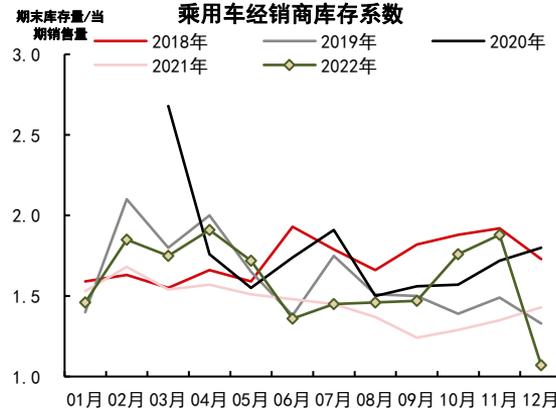
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



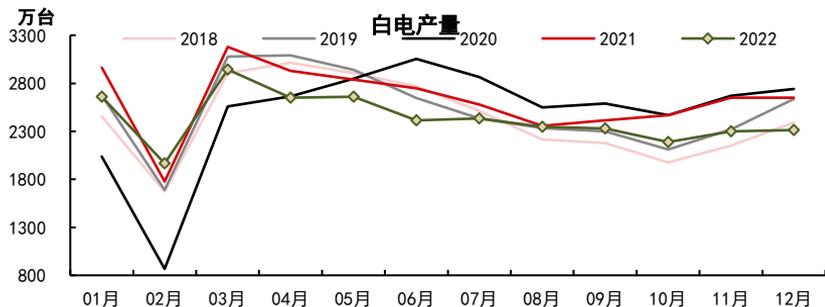
乘用车经销商库存系数



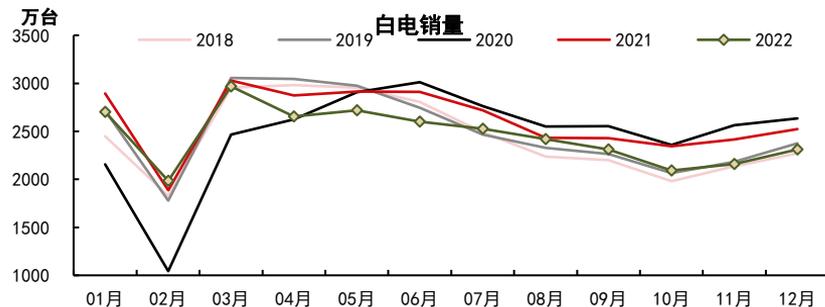
四、制造业需求——家电：海外需求下滑带动出口显著下滑

- 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1-12月白电产量累计同比-7.4%（前值-7.0%），12月家电产量当月同比-12.8%（前值-13.3%）。
- 2022年1-12月白电销量累计同比-6.2%（前值-6.0%），12月白电销量当月同比-8.4%（前值-10.7%）。

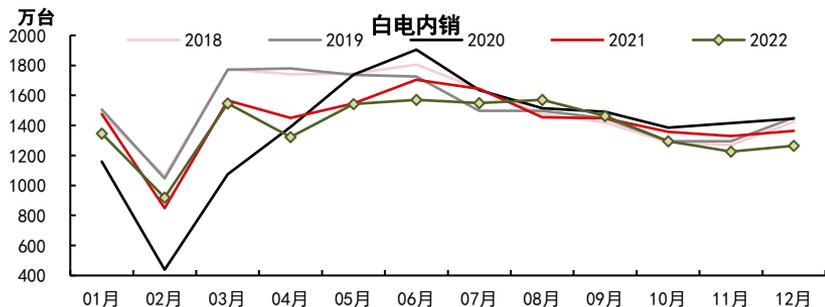
白电总产量-季节性（产业在线）



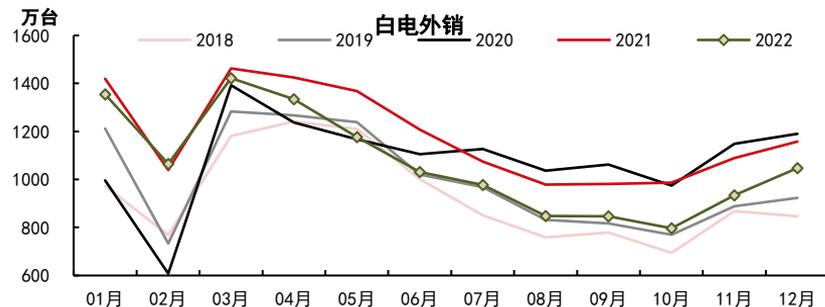
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

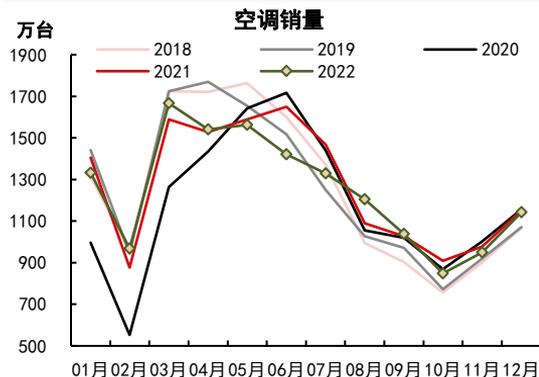


白电外销-季节性（产业在线）

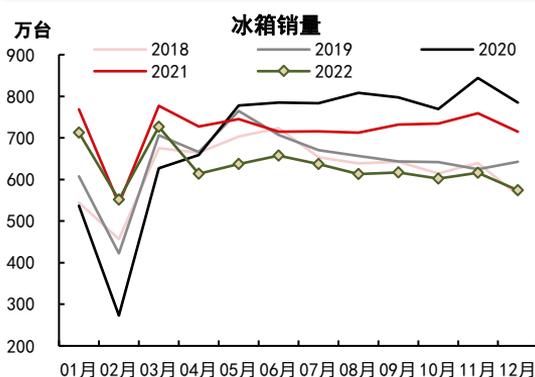


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

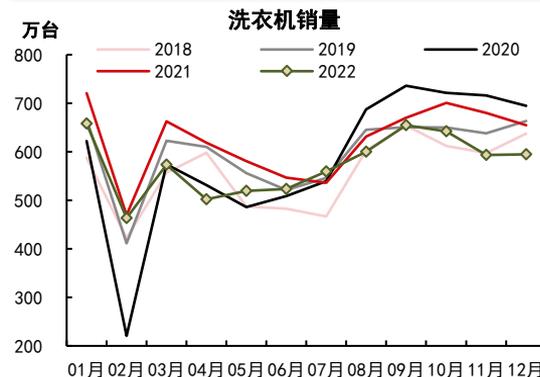
空调销量



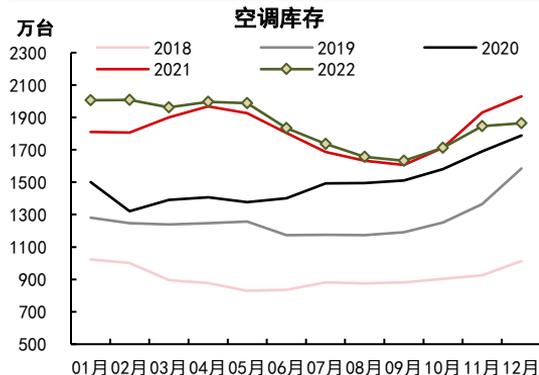
冰箱销量



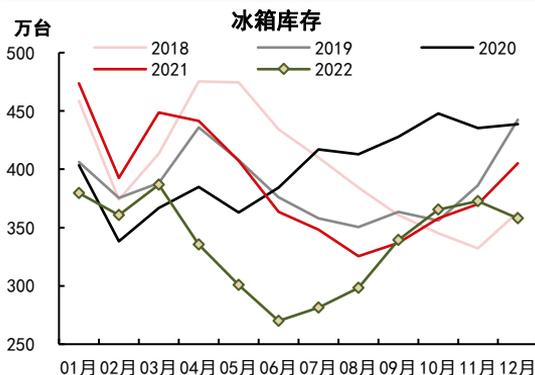
洗衣机销量



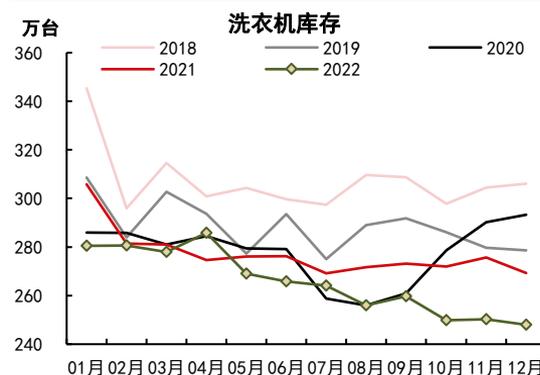
空调库存较高



冰箱库存有所回升

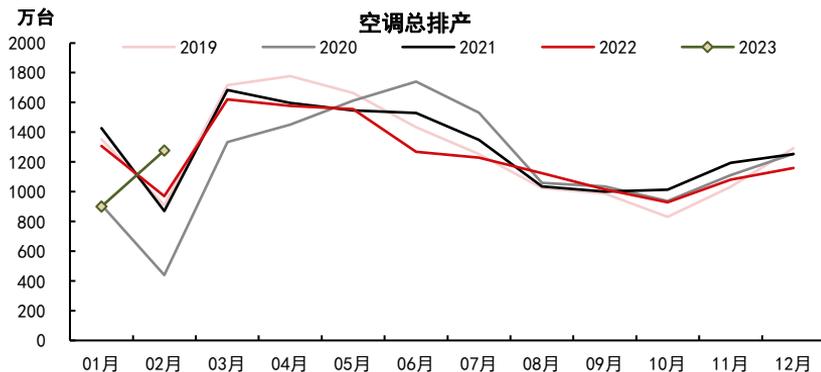


洗衣机库存处于低位

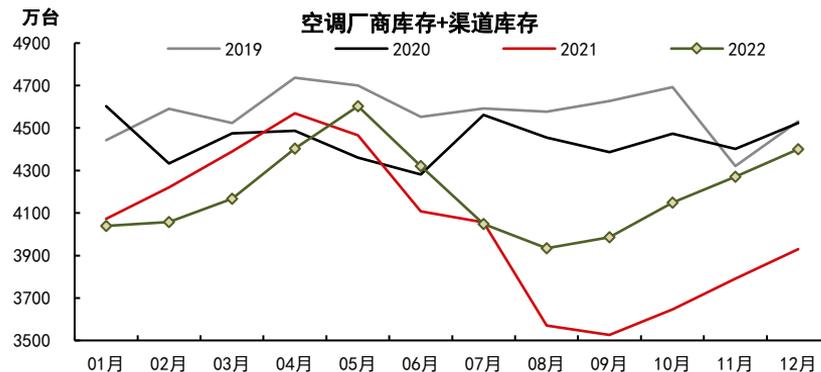


四、制造业需求——空调：排产与库存

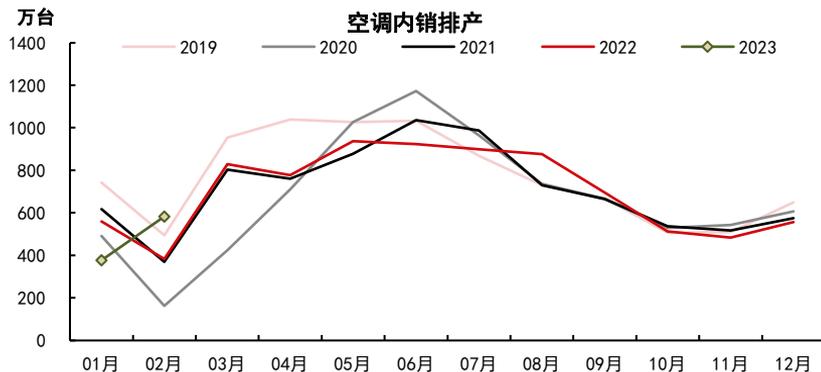
2月空调排产1277万台，同比+31.6%



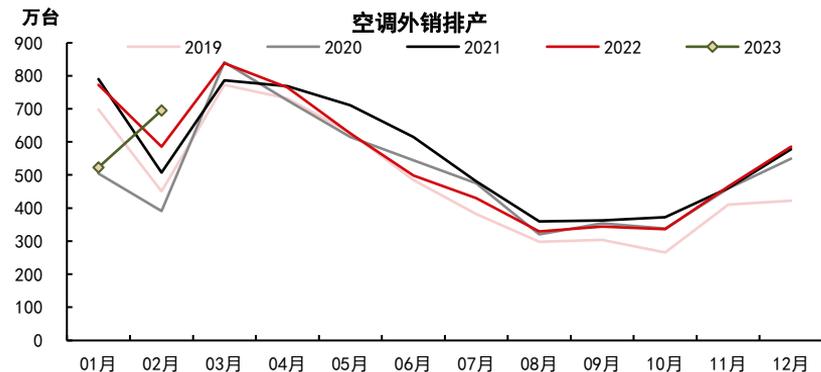
12月空调总库存4400万台，同比+12.0%



2月空调内销排产582万台，同比+52.0%



2月空调外销排产695万台，同比+18.7%



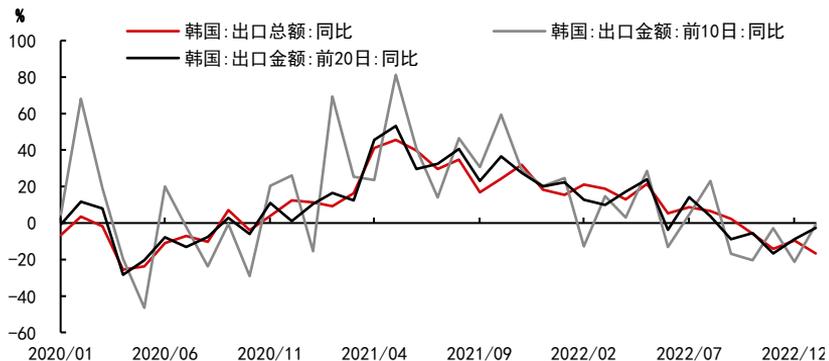
四、制造业需求——出口（高频）：内贸集装箱吞吐量快速回升

- 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月出口数据跌幅为16.6%，反映当前外需下滑压力仍然较大。

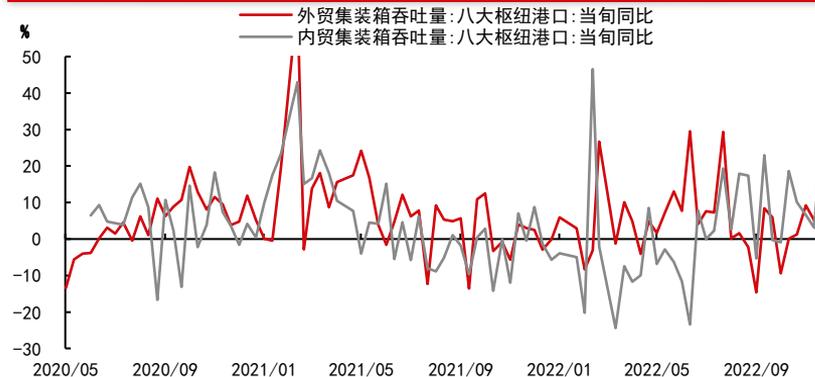
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国1月出口同比-16.6%



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