

海外高利率背景将持续，国内经济边际修复

——大宗商品宏观&中观周度观察20230924

宏观与商品策略研究团队

研究员

张文

从业资格号 F3077272

投资咨询号 Z0018864

zhangwen@citicsf.com

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com

刘道钰

从业资格号 F3061482

投资咨询号 Z0016422

liudaoyu@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

- **美联储9月暂停加息，维持利率在5.25%-5.5%区间，符合预期，但联储强化了“维持长期高利率”的承诺。**综合来看，一方面，9月SEP显示美联储正在预测经济将会软着陆——上调了2023-2024年的GDP预测，下调失业率预测，而通胀预测变化较小。另一方面，联储仍然保留了今年继续加息的可能性并下调明年降息的预期，这种偏鹰的态度主要是基于通胀预期及经济增长预期上调的背景。而9月维持利率不变也尤其合理性，虽然当前当初预期的经济增长可能使得通胀风险更为显著，但实际上，造成经济衰退和通胀再次抬头的风险同时存在（包括：汽车工人罢工、恢复学生贷款偿还、预算问题导致政府可能关闭、以及高涨的油价）。展望未来，**由于当前就业市场仍在有序降温且目前仍不确定恢复学生贷款偿还、政府停摆风险问题将对经济产生怎样的影响，因此，暂时维持11月保持利率不变的预期。**
- **由于需求疲软，美国9月商业活动延续上个月的趋势，商业活动整体继续走弱，创今年2月以来的最差水平，这主要是由于服务部门表现乏力。**美国9月Markit综合PMI降至50.2（前值50.2，预期50.4），服务业PMI降至50.2（前值50.5，预期50.7），制造业PMI企稳于较低水平48.9（前值47.9，预期48.2）。细分来看，产出及新订单继续下降。就业方面，尽管生产和消费环境低迷，9月招聘活动却有所增加，就业增长速度创过去一年来最快。通胀方面，受燃料、薪资、原材料成本的上升的影响，成本通胀增速再度加快。9月成本通胀的上升主要由制造企业带动，增速达到4月以来最高，这主要是由于高油价推高了化工、塑料和运输成本。但在需求疲软、购买力减弱以及企业为保持竞争力的情况下，销售价格的上漲速度依然较慢。综合来看，**服务业引领商业活动的收缩，9月PMI显示整体经济活动已是连续第二个月“停滞”，同时也加剧了市场对于美国经济在高通胀和高利率情况下的担忧。虽然9月就业仍然偏强，但随着闲置产能及积压订单的减少，招聘增长的趋势或无法持续。**
- **经济活动仍然疲软，三项PMI数据均处于收缩欧元区9月经济区间。**欧元区9月综合PMI初值47.1（前值46.7，预期46.5），服务业PMI 48.4（前值47.9，预期47.6），制造业PMI为43.4（前值43.5，预期44）。细分来看，需求继续走弱；制造业带动总体产出继续下降，但服务业产出也已是连续第二个月下降。分国别来看，欧元区两大经济体——德国和法国推动9月欧元区整体经济活动走弱。**综合来看，欧元区PMI的表现或预示着三季度经济进一步收缩的可能性，并且经济活动放缓，但物价却上涨均指向欧元区或面临“滞胀”风险。**

- **日本央行维持利率不变，暂未释放货币政策转向信号，日元承压。**9月22日，日本央行货币政策声明显示，将关键短期利率维持在-0.1%不变，10年期日债目标收益率区间维持在 $\pm 0.5\%$ 不变，符合市场预期。另外，货币政策声明中提到，1) 在国内外经济和金融市场的不确定性极高的情况下，日本央行将耐心地继续实施货币宽松政策，同时灵活地应对经济活动、物价以及金融状况的变化。2) 央行将继续实施旨在实现价格稳定目标的量化加质化货币宽松（QQE）政策、YCC政策，只要这是保持稳定的目标（通胀）所必需的。并且，日本央行行长上田一夫表示，他“尚未预见到”通胀将稳定在2%的目标水平。综合来看，**日本9月的货币政策以及上田一夫的态度使得市场推迟了对央行即将退出数十年超宽松货币政策的预期，并导致日元暴跌。**

- **社融：社融增长加快，融资需求边际修复。** 新增社融3.12万亿，远超市场预期的2.62万亿，同比多增8420亿元；新增人民币贷款1.36万亿元，超出市场预期的1.1万亿元，同比多增868亿元；新增社融的较快增长带动社融存量增速回升0.1个百分点至9.0%。8月社融和信贷数据超市场预期：（1）8月社融增长较快，主要因为信贷发放回暖与政府债券发行加快；（2）8月住户贷款回升但仍偏弱，居民融资需求边际恢复，企业信贷整体增长较快，但内生融资需求相对不足。
- **财政：低基数效应逐步减退，8月财政收入由增转降。** 总的来看，2022年留抵退税高峰已过，低基数效应逐渐减退，叠加经济复苏的边际放缓，8月财政收入继续回落。财政端支出主要偏向于教育、社保和就业。
- **地产：短期压力仍存，需求侧政策放松效果有待观察。** 1-8月地产投资边际下滑。地产投资跌幅继续扩大，新开工、施工普遍回落，竣工维持高位但亦边际下滑，反映相关资金以及保竣工等政策持续发力于竣工端，且结构上挤压前端开施工的资金。销售方面，居民信心不足不愿扩杠杆与房价下滑配置偏好下降共同推动地产销售持续下行。
- **通胀：消费市场继续恢复，8月CPI同比由降转涨。** 猪价上行叠加油价走强，带动CPI环比继续回升。8月畜肉类价格走高，牛羊肉持平或偏弱，猪价涨幅较强。预计未来国内需求继续恢复，CPI同比维持在正区间。但目前国内经济复苏边际放缓，地产下行、内需不足和出口承压的风险仍在，仍需期待后续稳经济政策力度的加大来支持国内需求恢复。受原油价格上涨、部分行业需求改善等影响，8月PPI同比降幅收窄，环比由降转涨。6、7月多数大宗商品价格显著回升，上游大宗价格的抬升向中下游工业企业出厂价格传导，叠加去年PPI仍在低位，预计9月PPI降幅收窄。

■ 建筑业景气度跟踪：边际改善，但仍偏弱

- **房地产：边际改善，但仍偏弱。**新房销售季节性回升，二手房成交改善，房地产整体仍偏弱。
- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**螺纹表观消费量略有回升，最近几周水泥出货率有所回升但仍偏低。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃表观消费量小幅增加，最近几周波动较大；PVC表观消费增加，库存加快去化，库存绝对水平略偏高。
- **基建中观高频跟踪：**石油沥青开工率回落3.7个百分点，铜杆开工率回落2.9个百分点，球墨铸铁管加工费小幅回落。
- **挖机与重卡：销量偏弱。**8月挖机销量同比-27.5%（前值-29.7%），印证地产与基建整体偏弱。

■ 制造业景气度跟踪：边际改善，但仍偏弱

- **PMI：边际回升。**8月制造业PMI回升0.4个百分点至49.7%，但仍低于临界点。
- **发电量：震荡。**电厂煤耗季节性回落。9月上旬全口径发电量环比-0.1%，同比1.9%（前值1.0%）。
- **汽车：平稳增长。**乘联会推算9月狭义乘用车零售环比3.1%，同比3.0%（8月同比2%）。促进汽车消费的政策以及车企降价促销拉动乘用车销量同比增长，预计未来几个月乘用车销售平稳增长。
- **出口：弱稳。**出口集装箱运价指数环比下跌0.4%，8月PMI新出口订单回升至46.7%，但仍处于较低水平。

■ 总结：边际改善，但仍偏弱

- **新房销售季节性回升，二手房成交有所改善，土地成交仍较弱，房地产边际改善但仍偏弱。**
- **基建指标有所回落，可能是短期扰动。**
- **PMI显示制造业边际修复但仍偏弱，出口弱稳。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **高利率背景将持续，欧美滞胀风险浮现**

美国宏观&中观 **油价走强带动通胀与零售数据超预期增长**

欧洲经济 **欧央行超预期加息，欧元区滞胀风险浮现**

日本经济 **日本央行维持利率不变，暂未释放转向信号**

海外总览：高利率背景将持续，欧美滞胀风险浮现

- 美国方面**，美联储9月暂停加息，符合预期，但声明强化了“维持长期高利率”的承诺。一方面，9月SEP显示美联储正在预测经济将会软着陆——上调了2023-2024年的GDP预测，下调失业率预测，而通胀预测变化较小。另一方面，联储仍然保留了今年继续加息的可能性并下调明年降息的预期，这种偏鹰的态度主要是基于通胀预期及经济增长预期上调的背景。另外，由于需求疲软，美国9月商业活动延续上个月的趋势，商业活动整体继续走弱，创今年2月以来的最差水平，这主要是由于服务部门表现乏力。美国9月Markit综合PMI降至50.2（前值50.2，预期50.4），服务业PMI降至50.2（前值50.5，预期50.7），制造业PMI企稳于较低水平48.9（前值47.9，预期48.2）。
 欧洲方面，经济活动仍然疲软，三项PMI数据均处于收缩欧元区9月经济区间，PMI的持续疲软或预示着三季度经济进一步收缩的可能性，同时，经济活动放缓，但物价却上涨均指向欧元区或面临“滞胀”风险。
 日本方面，日本央行维持利率不变，暂未释放货币政策转向信号，日元承压。

全球制造业PMI

制造业PMI	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
全球	未公布	49	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8
美国	未公布	47.6	46.4	46	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49	50.2	50.9
欧元区	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4
德国	39.8	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8
法国	43.6	46	45.1	46	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7
意大利	未公布	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3
爱尔兰	未公布	50.8	47	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3	50.1	48.7	48.7	51.4	51.5
希腊	未公布	52.9	53.5	51.8	42.8	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7
西班牙	未公布	46.5	47.8	48	48.4	49	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49
澳大利亚	50.2	48	48.2	50.1	51.6	53	48.5	50.6	48.5	47.5	48	49.8	50.9
英国	44.2	43	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47	45.3	46.5	46.2	48.4
日本	未公布	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49	50.7	50.8
中国	未公布	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47	48	49.2	50.1
印度	未公布	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1
巴西	未公布	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1
俄罗斯	未公布	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6	52.6	53	53.2	50.7	52
南非	未公布	50.7	44.77404	45.5	49.7	45.8	49	48.9	49.2	50.4	59.5	55	49.5
越南	未公布	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5

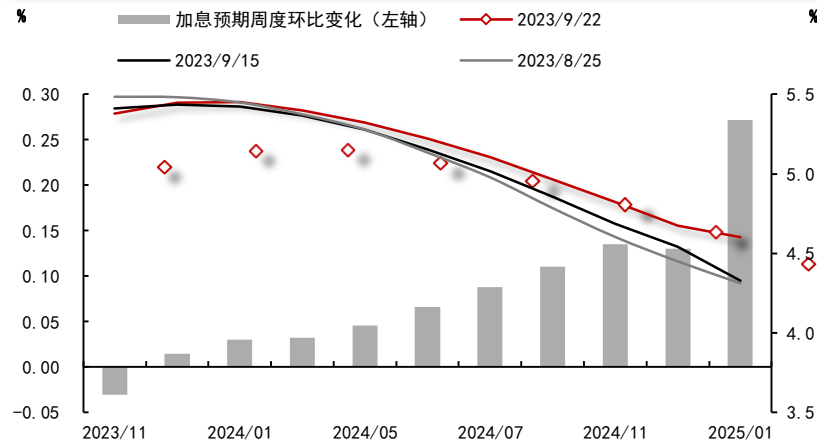
美联储加息预期观测：强化维持长期高利率的承诺

- 美联储9月暂停加息，维持利率在5.25%-5.5%区间，符合预期。联储强化了“维持长期高利率”的承诺，本次议息会议主要关注点如下：
 - 1) **经济**：从美联储会议声明来看，美联储对于经济活动表述由“温和的速度”（moderate）改为“稳步扩张”（solid）；从9月的SEP来看，美联储大幅上调2023-2024年经济增长预期至2.1%（前值1%）和1.5%（前值1.1%）；同时下调了2023-2024年的失业率至3.8%（前值4.1%）和4.1%（前值4.5%）。
 - 2) **就业**：就业市场仍然紧张，但供需状况继续趋于平衡。美联储表示，过去三个月中，月均工资岗位增速强劲，但是远低于今年早些时候的水平；且8月失业率有所上升，劳动力参与率自去年年底以来也有所上升，名义工资增长也出现放缓迹象。
 - 3) **通胀**：就业市场的再平衡将继续，从而缓解通胀压力，但将通胀降至2%的目标水平仍有很长一段路要走。9月SEP将2023年PCE预测上调至3.3%（前值3.2%），但仍然将核心PCE预测下调至3.7%（前值3.9%）。

市场加息预期升温



市场加息预期曲线上移



美联储加息预期观测：强化维持长期高利率的承诺

美联储9月暂停加息，维持利率在5.25%-5.5%区间，符合预期。联储强化了“维持长期高利率”的承诺，本次议息会议主要关注点如下：

- 4) **货币政策**：在更长的时间内保持高利率，年内仍有加息可能性，弱化2024年降息预期。美联储的声明仍然表示有继续加息的可能性，额外的紧缩将考虑货币政策的累积紧缩程度、货币政策影响经济和通胀的滞后性、以及经济和金融状况。9月点阵图显示有12位与会者认为年内仍有一次加息；且SEP中上调了2024年政策利率至5.125%（前值4.6%），这意味着明年降息的幅度从100bp降至50bp。
- 综合来看，美联储9月保持利率不变的决定符合预期，但是一方面，9月SEP显示美联储正在预测经济将会软着陆——上调了2023-2024年的GDP预测，下调失业率预测，而通胀预测变化较小。另一方面，联储仍然保留了今年继续加息的可能性并下调明年降息的预期，这种偏鹰的态度主要是基于通胀预期及经济增长预期上调的背景。而9月维持利率不变也尤其合理性，虽然当前当初预期的经济增长可能使得通胀风险更为显著，但实际上，造成经济衰退和通胀再次抬头的风险同时存在（包括：汽车工人罢工、恢复学生贷款偿还、预算问题导致政府可能关闭、以及高涨的油价）。展望未来，由于当前就业市场仍在有序降温且目前仍不确定恢复学生贷款偿还、政府停摆风险问题将对经济产生怎样的影响，因此，暂时维持11月保持利率不变的预期。

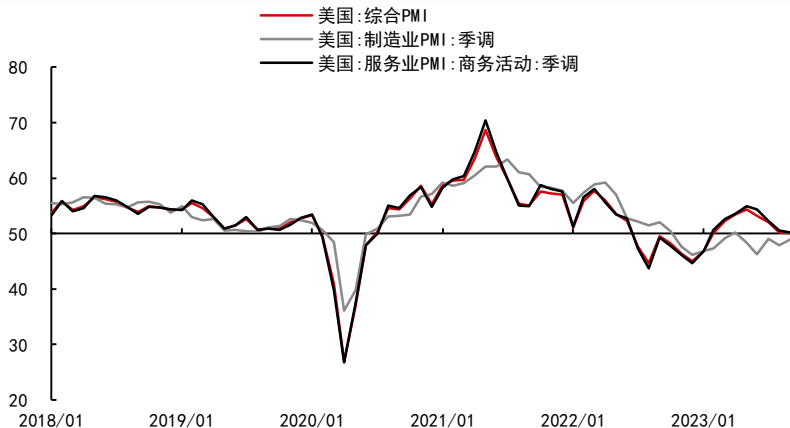
美联储9月经济预测摘要：与6月类似，经济继续调升，失业率继续调降，通胀调升与一季度形成差异

经济数据	中位数				中位趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
真实GDP预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0
今年6月预测	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率预测	3.8	4.5	4.5	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3
今年6月预测	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3
通胀预测	3.3	2.5	2.2	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0
今年6月预测	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0
核心通胀预测	3.7	2.6	2.3		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	
今年6月预测	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4	
目标加息路径								
联邦基金利率预测	5.6	5.1	3.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-3.9	2.5-3.3
今年6月预测	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8

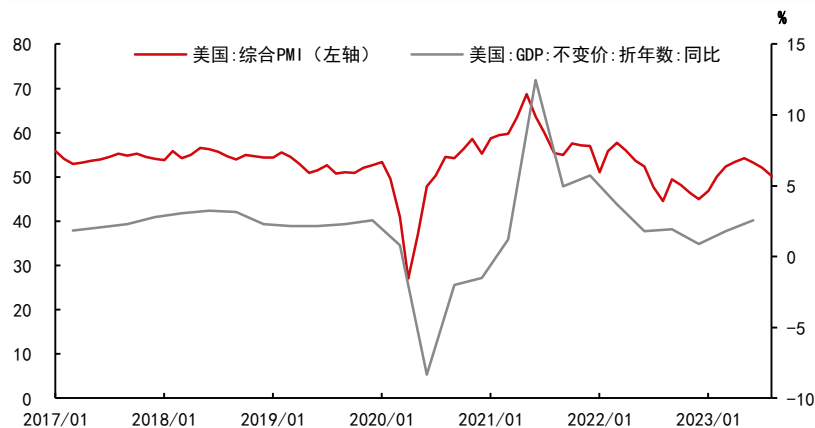
美国PMI：9月服务业进一步走弱拖累美国整体商业活动

- 由于需求疲软，美国9月商业活动延续上个月的趋势，商业活动整体继续走弱，创今年2月以来的最差水平，这主要是由于服务部门表现乏力。美国9月Markit综合PMI降至50.2（前值50.2，预期50.4），服务业PMI降至50.2（前值50.5，预期50.7），制造业PMI企稳于较低水平48.9（前值47.9，预期48.2）。
- 细分来看，**产出方面**，9月产出指数降至50.1（前值50.2），表明经济活动普遍停滞，其中，商品生产仅是小幅下滑，服务生产下滑更为明显。企业指出，高利率和通胀导致需求疲软，从而对整体产出有明显的负面影响。**新订单方面**，制造业和服务业新订单均继续下滑，在服务业新订单明显收缩的情况下，综合下滑速度达到2022年12月以来最快。**就业方面**，尽管生产和消费环境低迷，9月招聘活动却有所增加，就业增长速度创过去一年来最快。企业指出，员工留用率改善，职位空缺的填补难度降低。**通胀方面**，受燃料、薪资、原材料成本的上升的影响，成本通胀增速再度加快。9月成本通胀的上升主要由制造企业带动，增速达到4月以来最高，这主要是由于高油价推高了化工、塑料和运输成本。但在需求疲软、购买力减弱以及企业为保持竞争力的情况下，销售价格的上涨速度依然较慢。
- **综合来看**，服务业引领商业活动的收缩，9月PMI显示整体经济活动已是连续第二个月“停滞”，同时也加剧了市场对于美国经济在高通胀和高利率情况下的担忧。虽然9月就业仍然偏强，但随着闲置产能及积压订单的减少，招聘增长的趋势或无法持续。另外，油价上涨带来的通胀压力也是真实存在的。

美国Markit PMI细分



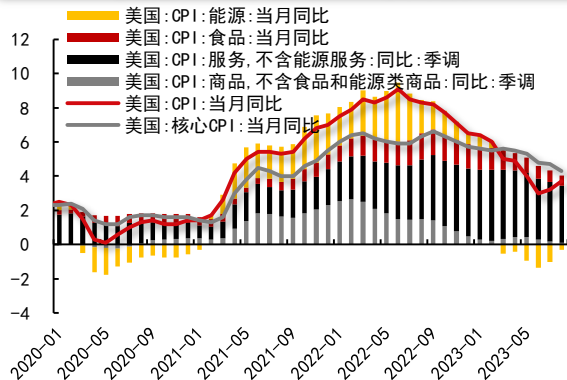
美国三季度经济增长力度存疑



- **美国8月CPI同比增速继续反弹，但核心通胀仍在回落。**美国8月CPI同比上升3.7%（预期3.6%，前值3.2%），CPI环比上升0.6%（预期0.6%，前值0.2%），创14个月以来环比最大涨幅，这主要受到汽油价格的大幅增长。与此同时，美联储更为关注的核心CPI同比4.3%，环比0.3%。另外，从三大通胀细分项来看，核心服务通胀反弹最为明显。核心商品通胀继续降温，环比-0.1%，业主等价租金环比增长0.38%，除房租外的核心服务通胀环比增长0.53%。

- **Conflitti, Cristina and Matteo Luciani (2017) 发现实际油价需通过经济间接传导至核心通胀，影响有限但漫长。**研究表明，若实际油价超预期10%增长，即期来看，对航空运输项目（PCE权重0.5%）带来4%上升（综合PCE贡献0.02%）；油价同比与私人运输同比相关。远期来看，但料对于核心PCE施加超过四年影响。

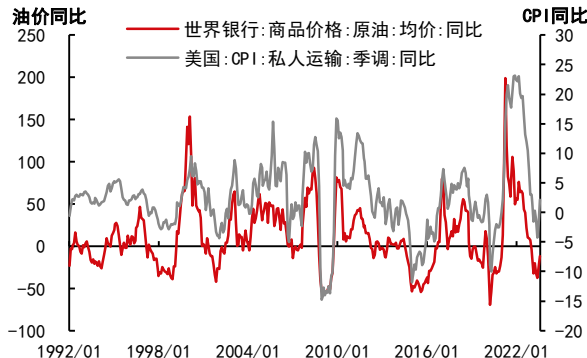
美国CPI与核心CPI及细分



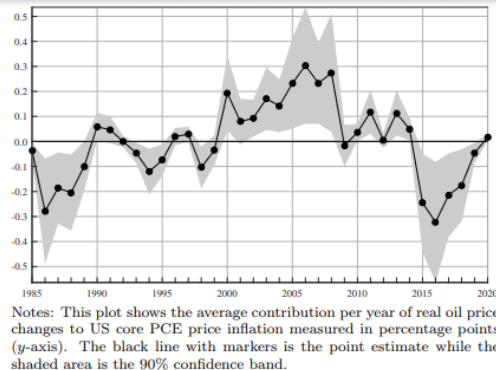
通胀四大分类



油价与CPI私人运输

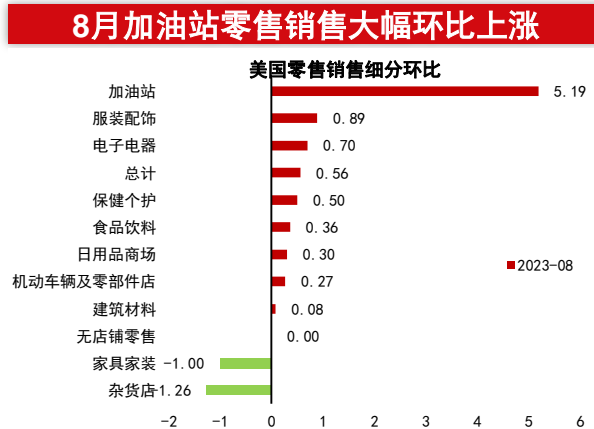
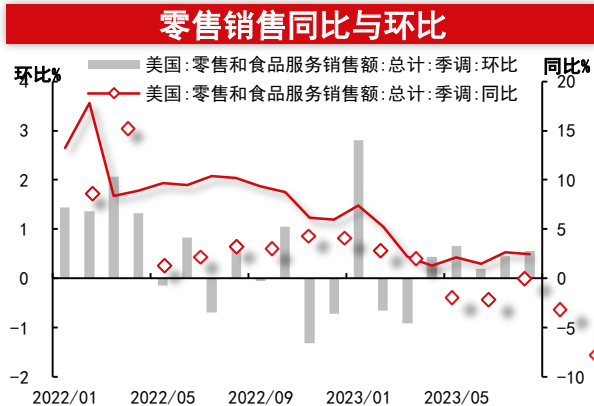


WTI油价对于核心PCE贡献

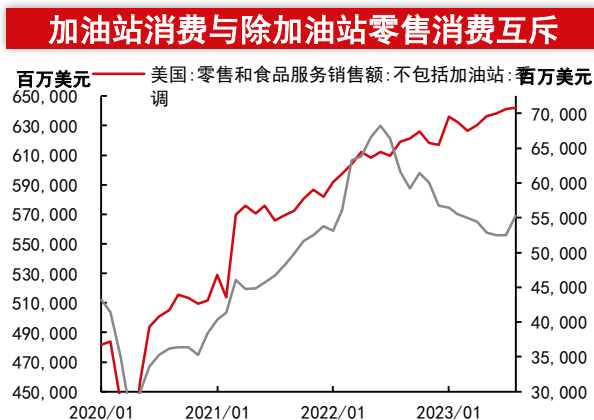
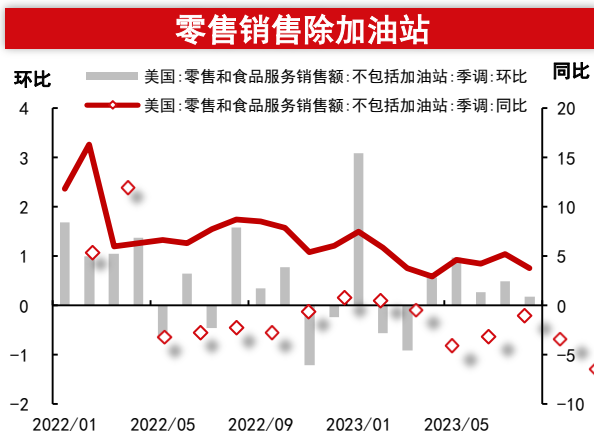


美国消费：加油站消费带动8月零售超预期增长

- **加油站消费带动8月零售环比超预期。**8月份整体零售销售增长0.6%，前值下修为0.5%。8月零售数据增速于市场普遍预估(0.1%)与彭博经济研究的预估(-0.2%)。以实际值计算，零售销售下降0.1%，料暗示8月份总体实际消费者支出略为负值。



- **汽油价格上涨推动8月份零售销售，但核心零售增速偏弱。**这不仅反映了7月份零售销售暂时激增后的回落，还反映了诸如富余储蓄减少。信用卡余额激增以及劳动力市场疲软等潜在条件。

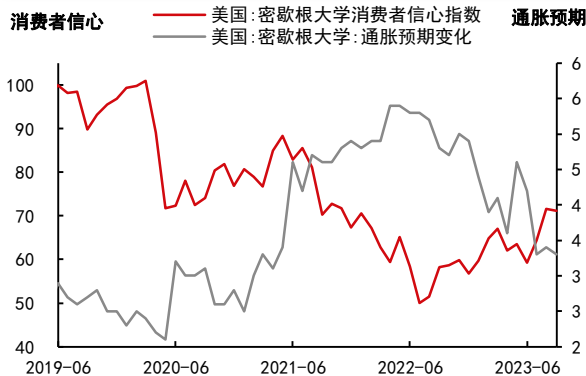


美国消费：8月消费者信心基本不变，通胀预期改善

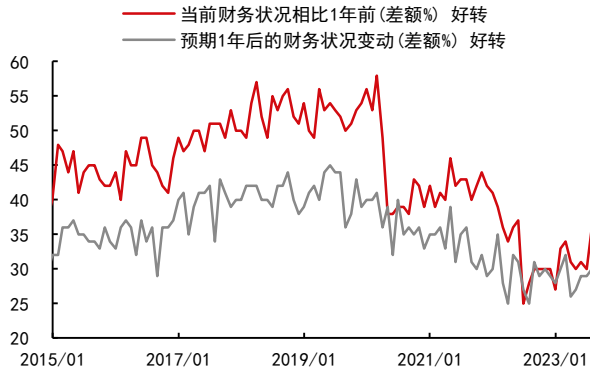
■ **8月美国消费者信心基本不变，通胀预期小幅下降。**美国8月密歇根大学消费者信心指数初值小幅降至71.2（预期71.3，前值71.6），分项指数均较7月都有所下降，其中，现况指数初值77.4（预期76.9，前值76.6）；预期指数初值67.3（预期67.3，前值68.3）。通胀预期方面，1年通胀预期初值降至2.9%，前值3%，连续三个月保持稳定。5年通胀预期初值降至2.9%，前值3%，仍然保持在2.9-3.1%的窄幅区间内。

■ **综合来看，在7月美国消费者信心超预期改善后，8月消费者信心指数变化不大，**主要是由于消费者认为近两月的经济环境并无明显差异。但从绝对水平来看，美国消费者信心与一个季度前相比仍有明显改善。通胀预期整体仍高于疫情前的水平，但是正处于缓慢改善的区间。

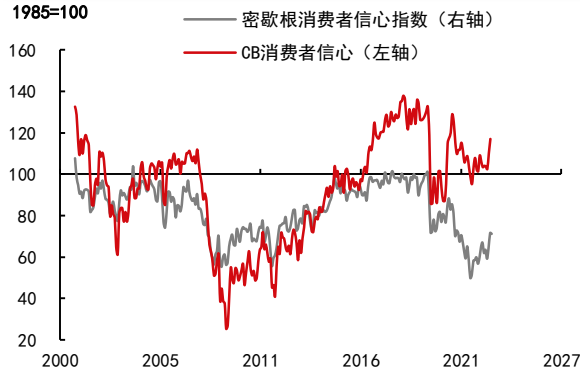
消费者信心维稳，通胀预期改善



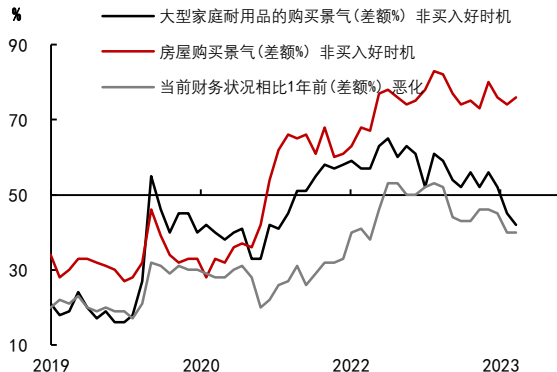
居民当前财务状况好转比例略微下降



美国消费者信心缓慢恢复

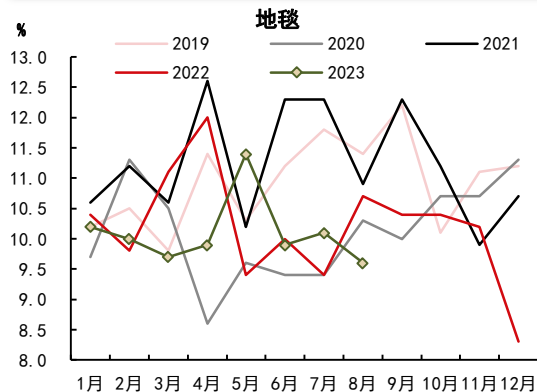


消费者信心细分恶化状况磨顶

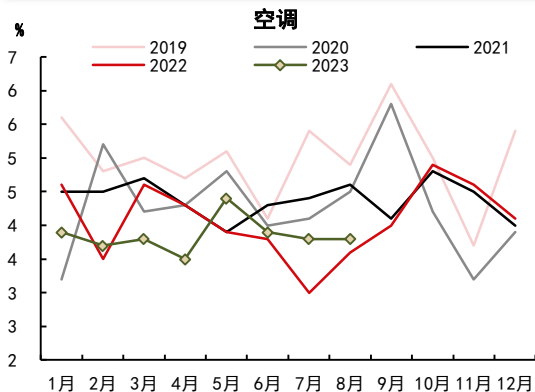


美国消费：8月消费者购买计划中性偏弱

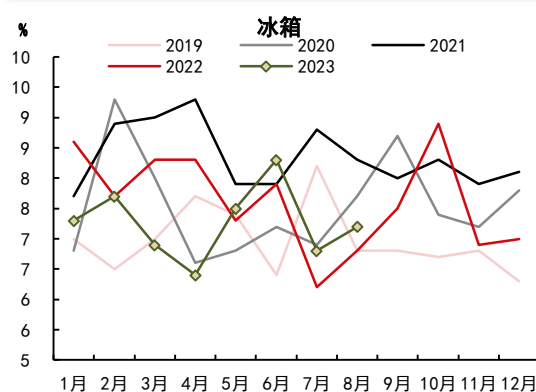
地毯购买计划占比



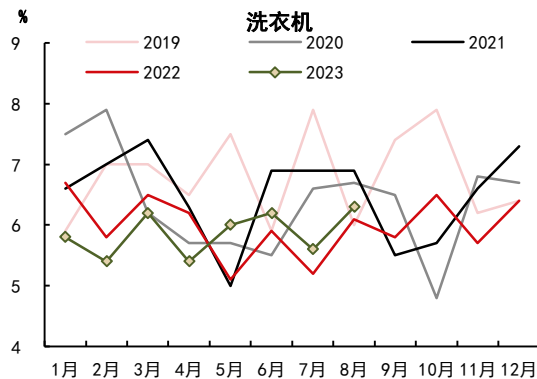
空调购买计划占比



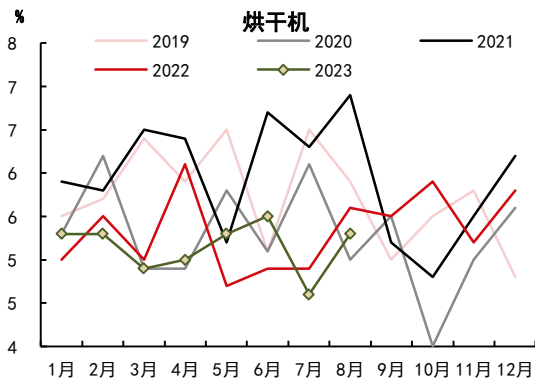
冰箱购买计划占比



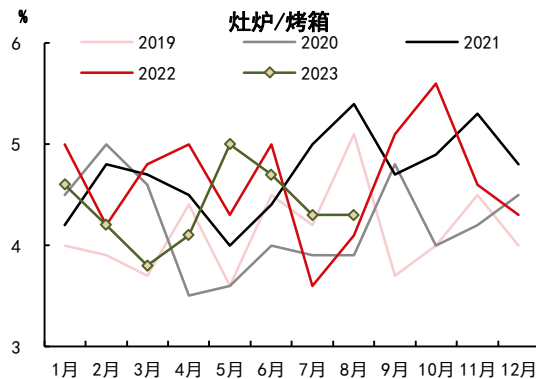
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比

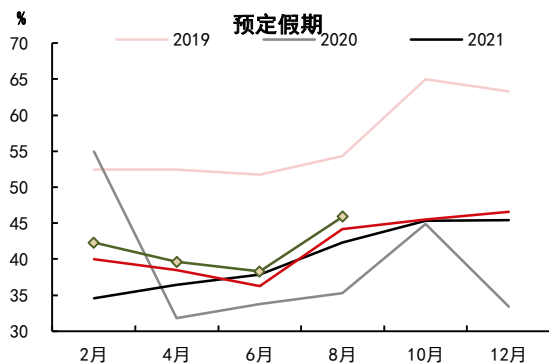


灶炉/烤箱购买计划占比

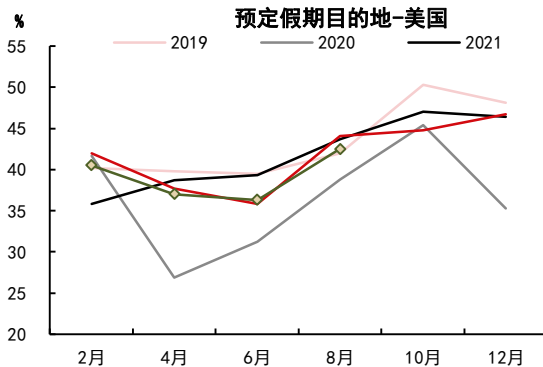


美国消费：美国消费者出境假期计划相对较强

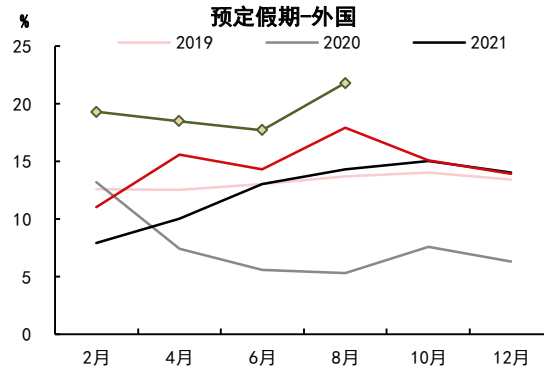
预定假期



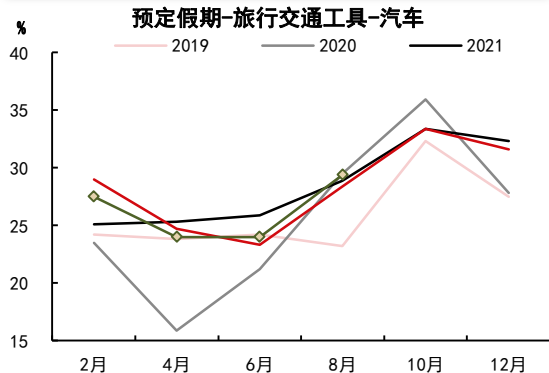
预定假期目的地-美国



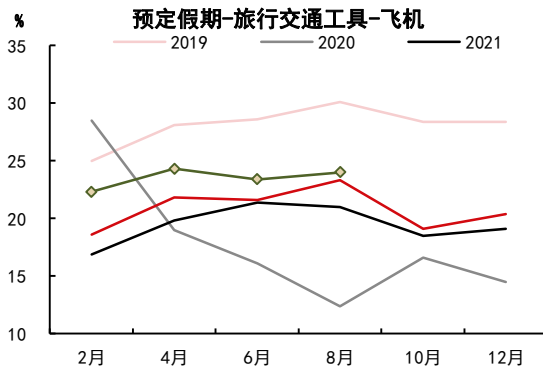
预定假期-外国



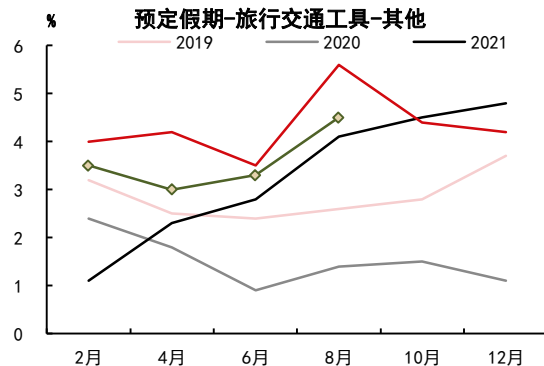
预定假期-旅行交通工具-汽车



预定假期-旅行交通工具-飞机



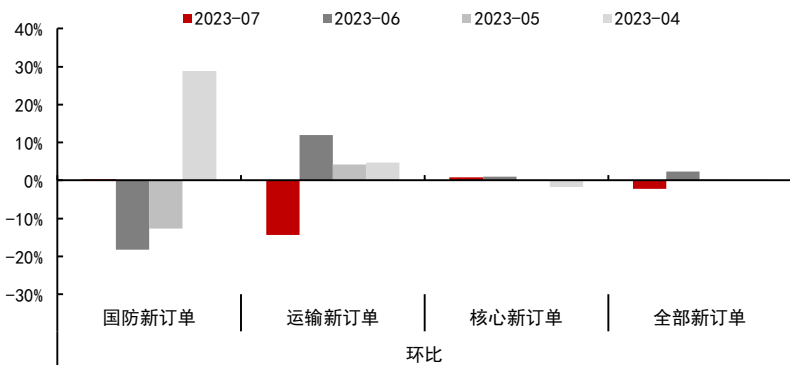
预定假期-旅行交通工具-其他



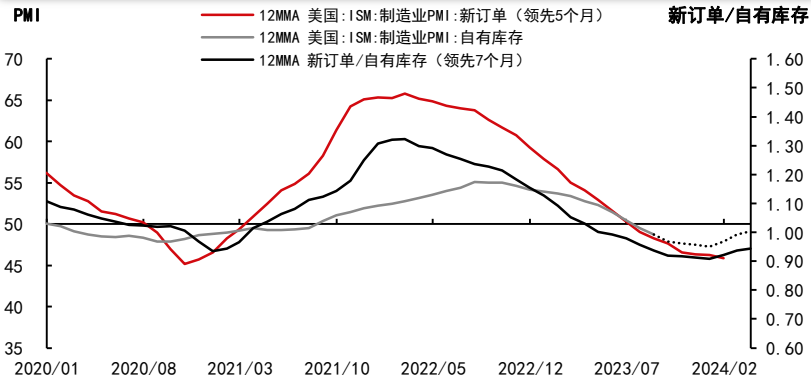
■ 美国制造业仍维持疲软态势：

- **美国7月工厂新订单扭转前月的升势，结束连续四个月的增长。**7月工厂新订单环比减少2.1%（预期-2.5%，前值2.3%），扣除国防的新订单环比-2.2%，扣除运输的新订单环比0.8%。过往几个月工厂新订单的增长多受国防类或运输订单支撑，但7月随着非国防飞机及零部件订单的急剧下滑（环比-43.6%），工厂新订单结束连续四个月的增长势头。
- **8月的ISM制造业PMI为47.6%，低于市场预期的47%，制造业仍处主动去库周期。**细分当中，新订单、自有库存再度加速收缩，制造业仍处于主动去库周期。其中生产、就业细分边际改善，与8月非农数据细分中商品生产工时、薪资韧性一致。**根据新订单/自有库存指引，美国制造业自有库存或于明年年初触底。**8月Markit PMI均录得下行，制造业PMI由49回落至47；根据S&P Global报告，8月份美国私营部门的经济活动几近停滞，产出增长放缓。随着生产再次下降，制造业再次陷入收缩，新订单继续减少。

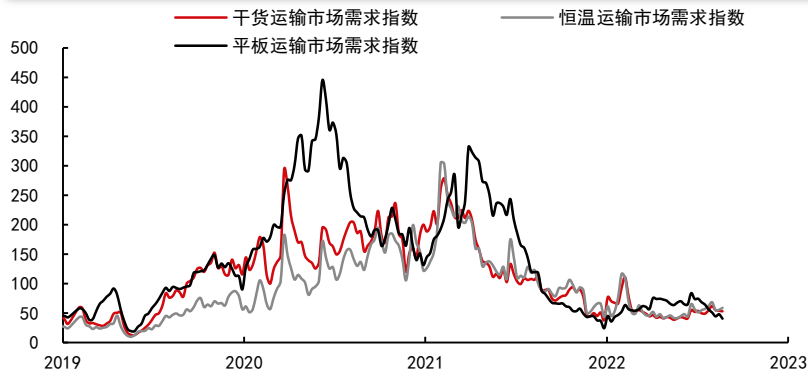
7月运输新订单明显减少



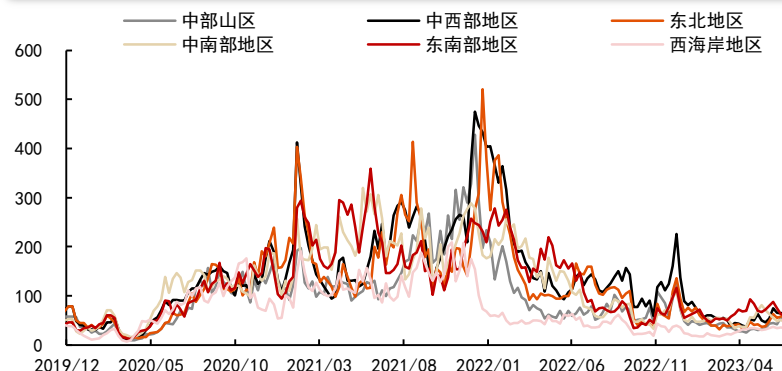
自有库存PMI或在明年年初触底



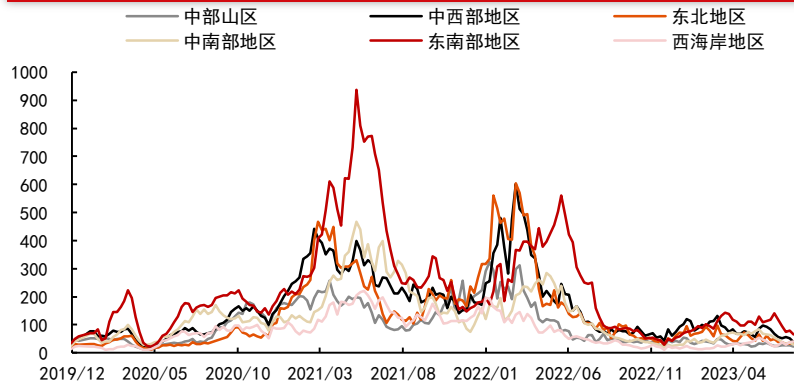
各类市场货运需求指数



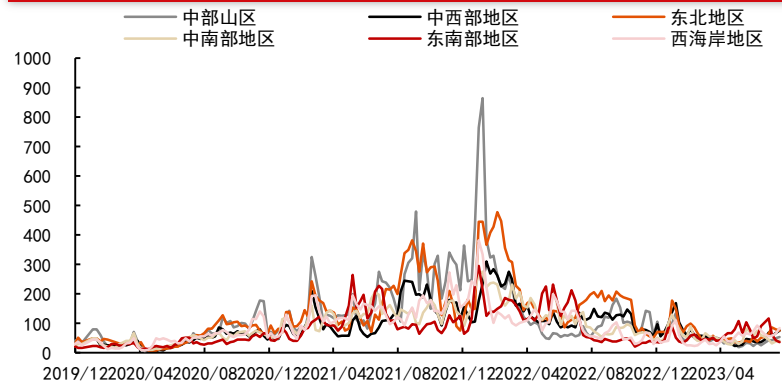
干货运输市场



平板运输市场

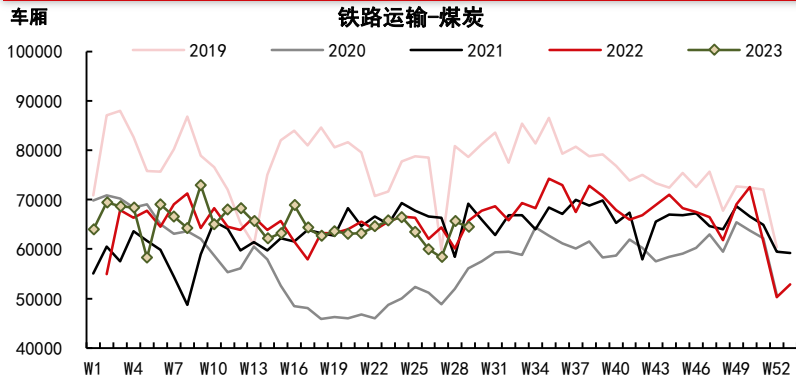


恒温运输市场

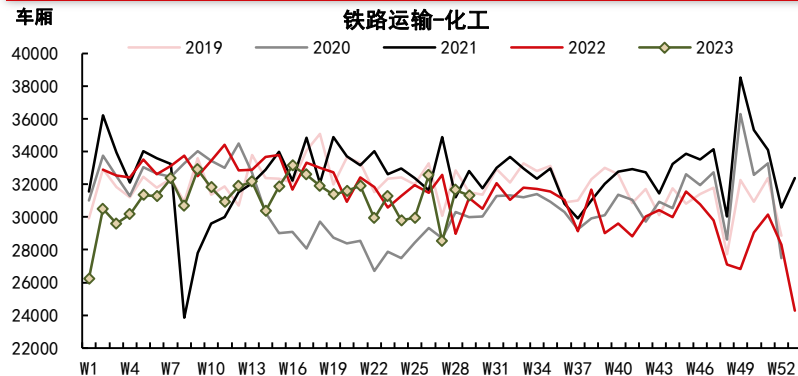


美国货运：谷物运输超季节性下降

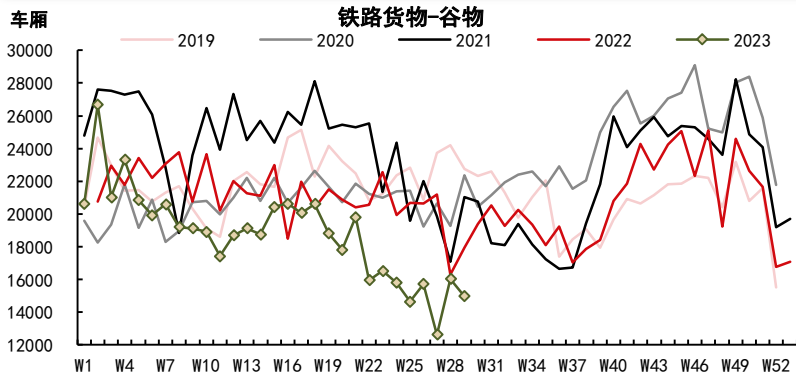
铁路周度运输量——煤炭



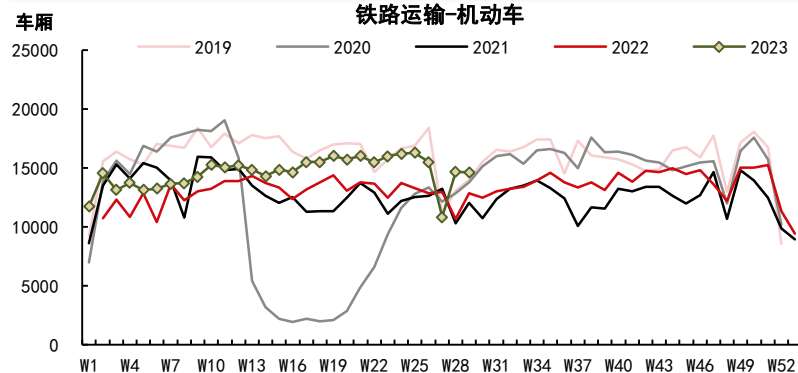
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



铁路周度运输量——机动车

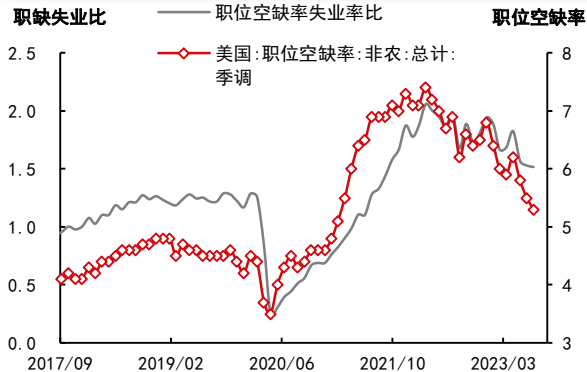


美国劳动力市场：7月职位空缺超预期下行，劳动力需求降温

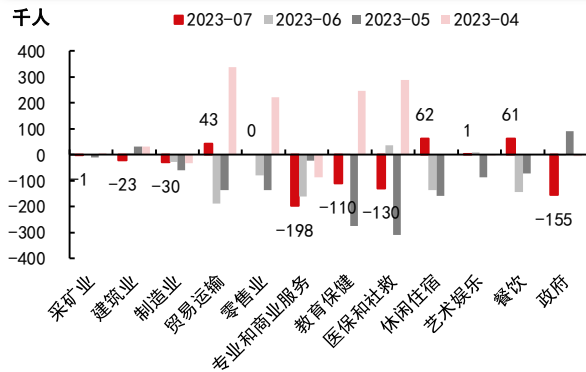
■ 7月职位空缺延续下行趋势，劳动力需求进一步降温。美国7月JOLTS职位空缺882.7万人，预期946.5万人，前值958.2万人。7月JOLTS职位空缺进一步回落，劳动力的需求已出现松动。6月职位空缺行业细分当中，专商服务、教育医保、医保社救显著下降，贸易运输、休闲住宿职缺上升。职位空缺率由5.5%降至5.3%，而职缺失业率之比降至1.51。6月雇佣、离职、裁员人数均出现环比下滑，三者分别环比-3%、-7%、0%，劳动力市场流动放缓。

■ 从Indeed网站高频职位公布数据来看，8月29日当周，休闲服务、会计、工业工程职位公布指数下滑，制造业、软件与食物准备职位公布指数上升。长期来看，美国职位公布指数呈缓慢下行走势。

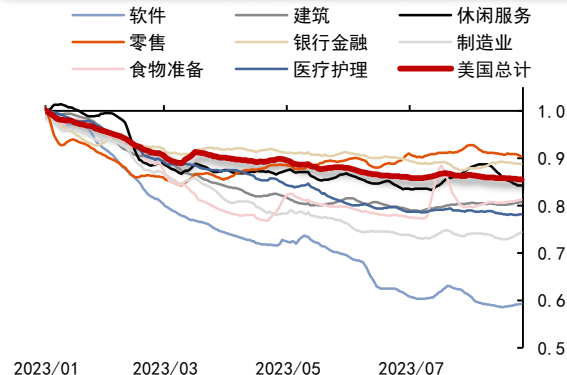
职缺回归下行趋势



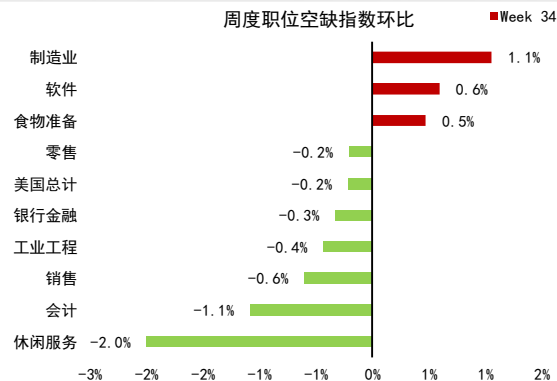
专商服务、教保职缺下降



Indeed网站职位公布细分



8月29日当周Indeed职位空缺指数环比

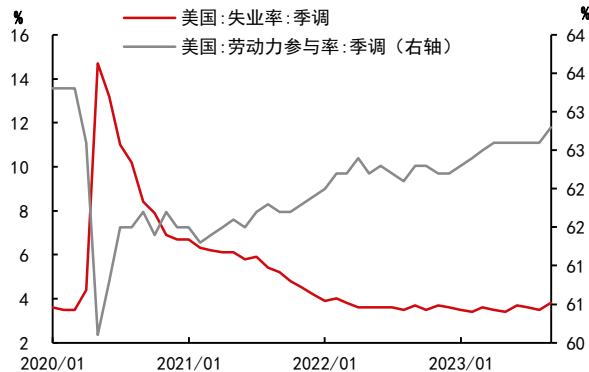


■ **8月新增非农超预期，劳动力市场边际宽松。**8月非农数据小幅超预期：美国8月季调后非农就业人口 18.7万人，预期17万人，前值18.7万人，整体新增就业人数趋于回落。

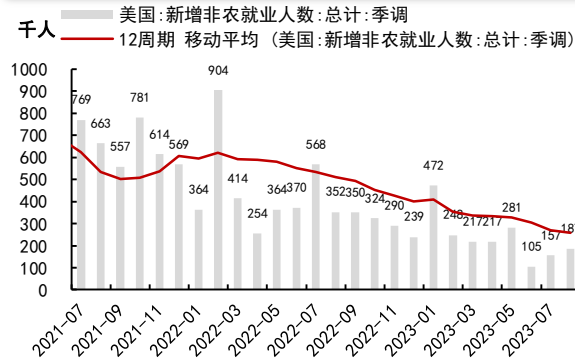
➢ **8月失业率3.8%，劳动力参与率62.8%，失业率与劳动力参与率共同上升，劳动力供应修复。**新增就业细分当中，教育保健业显著增长，教育保健、专业商业服务、休闲酒店业录得显著增长。业就业小幅增长；非耐用品、运输、信息、专商服务业裁员。

➢ **8月商品、服务生产工时分化，商品生产工时小幅上升，服务生产工时低位持稳。**8月商品生产工时由前值40.5上升至40.6小时；服务生产工时维持32.6小时。商品生产人员薪资8月环比持平0.37%，服务生产人员薪资变比持平7月。

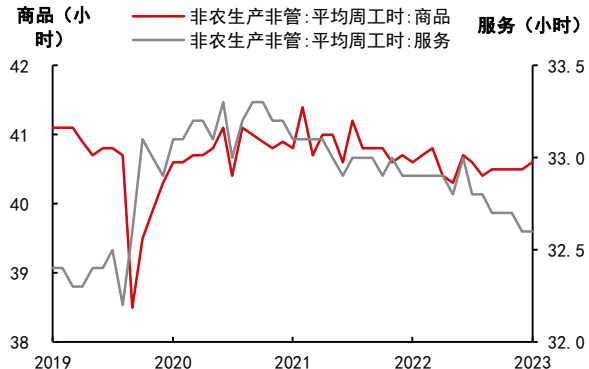
初申、持续申请失业金人数



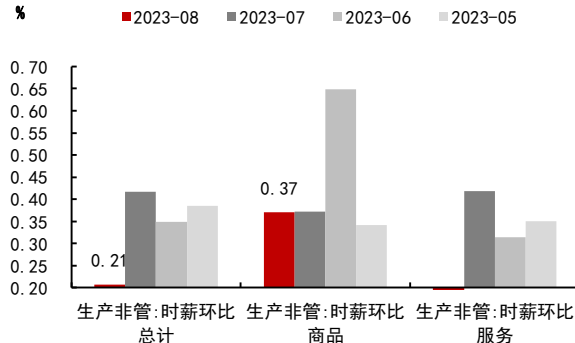
新增非农人数降温



商品周工时回落，服务生产工时持平



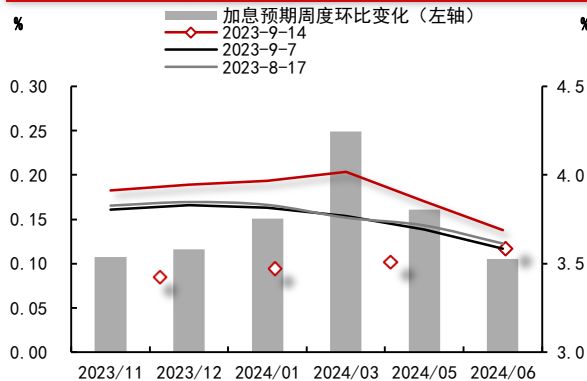
商品生产人力资本紧张加剧



■ 欧央行暗示当前利率水平足够具有限制性同时表示利率尚未达到峰值：“保持目前利率水平足够长，将促使通胀回落至2%”，“并不意味着当前利率处于峰值水平”，但拉加德表示欧央行并没有讨论需要保持多久。此外，欧央行内部对于利率水平及未来货币政策路径存在分歧：拉加德表示部分欧央行官员对于9月货币政策决议持不同意见，ECB Muller与Valse对于未来货币政策前者表示。

■ 欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率均上调25个基点，分别开至4.5%、4%和4.75%，超出市场预期。此外欧央行下调今年与明年GDP增长、明年核心通胀，上调今年整体通胀预测。为了遏制欧元区的通胀，欧洲央行已经自去年7月以来连续10次加息，累计加息450个基点，这也是该行有史以来最快的紧缩步伐但快速加息也给欧元区经济增长带来巨大压力。

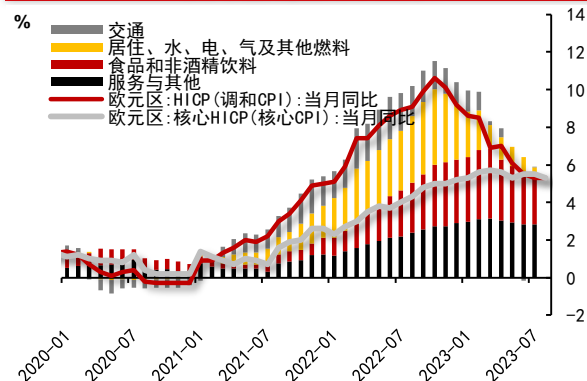
市场隐含ECB利率



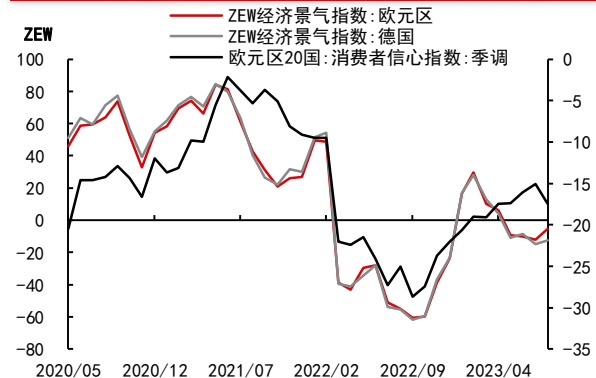
11月、12月、2024年3月市场隐含利率



欧元区通胀及细分

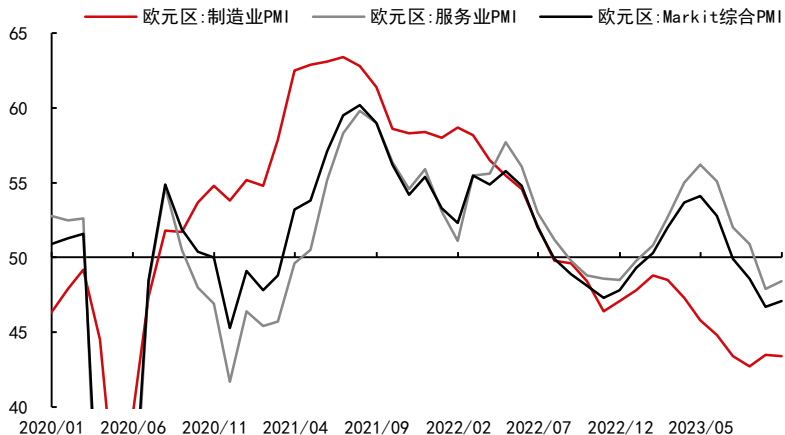


ZEW欧元区景气指数与消费者信心

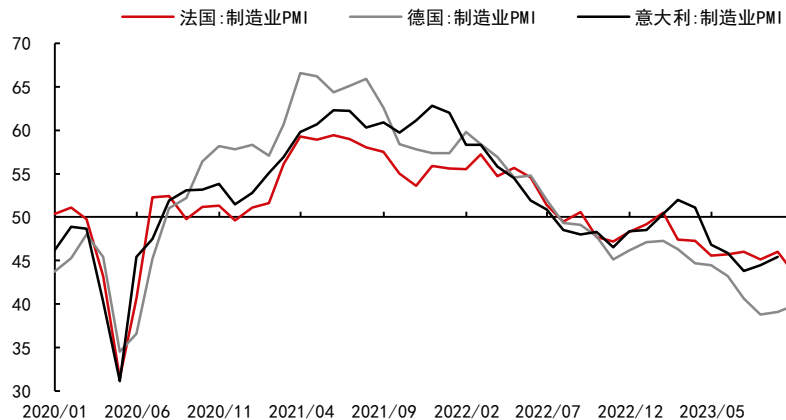


- **经济活动仍然疲软，三项PMI数据均处于收缩欧元区9月经济区间。** 欧元区9月综合PMI初值47.1（前值46.7，预期46.5），服务业PMI 48.4（前值47.9，预期47.6），制造业PMI为43.4（前值43.5，预期44）。
- **细分来看，需求继续走弱；制造业带动总体产出继续下降，但服务业产出也已是连续第二个月下降；** 就业方面，尽管企业在9月继续扩大其员工数量，但实际岗位的增加却非常有限，表明闲置产能和对未来悲观的预期仍在存在；物价方面，投入成本继续大幅上升，通胀率甚至高于8月，但由于定价能力有限，销售价格增速为两年半以来最慢。**分国别来看，欧元区两大经济体——德国和法国推动9月欧元区整体经济活动走弱。** 虽然9月服务业仅是略微下降，但德国制造业生产下降速度达到了自新冠大流行以来的最高水平。9月法国经济萎缩的程度则更为明显，整体经济活动放缓至2020年11月以来的最低水平，制造业及服务业收缩速度都有所增加。
- **综合来看，欧元区PMI的表现或预示着三季度经济进一步收缩的可能性，并且经济活动放缓，但物价却上涨均指向欧元区或面临“滞胀”风险。**

欧元区PMI整体位于荣枯线以下



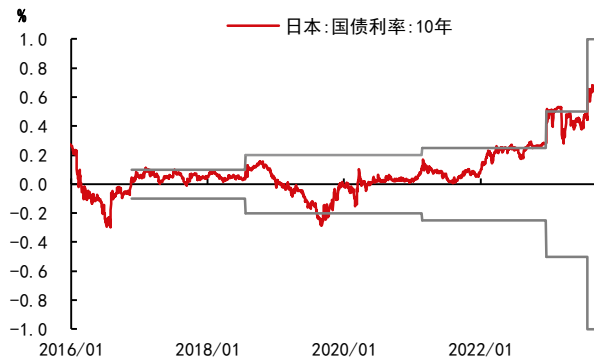
欧元区主要经济体制造业PMI疲软



日本经济：日本央行维持利率不变 暂未释放转向信号

- **日本央行维持利率不变，暂未释放货币政策转向信号，日元承压。**9月22日，日本央行货币政策声明显示，将关键短期利率维持在-0.1%不变，10年期日债目标收益率区间维持在 $\pm 0.5\%$ 不变，符合市场预期。另外，货币政策声明中提到，1) 在国内外经济和金融市场的不确定性极高的情况下，日本央行将耐心地继续实施货币宽松政策，同时灵活地应对经济活动、物价以及金融状况的变化。2) 央行将继续实施旨在实现价格稳定目标的量化加质化货币宽松（QQE）政策、YCC政策，只要这是保持稳定的目标（通胀）所必需的。并且，日本央行行长上田一夫表示，他“尚未预见到”通胀将稳定在2%的目标水平。综合来看，日本9月的货币政策以及上田一夫的态度使得市场推迟了对央行即将退出数十年超宽松货币政策的预期，并导致日元暴跌。

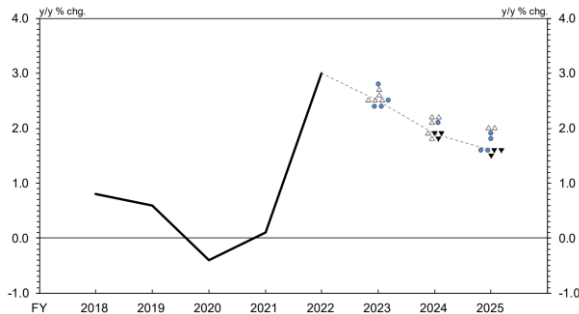
BOJ逐步调整YCC区间



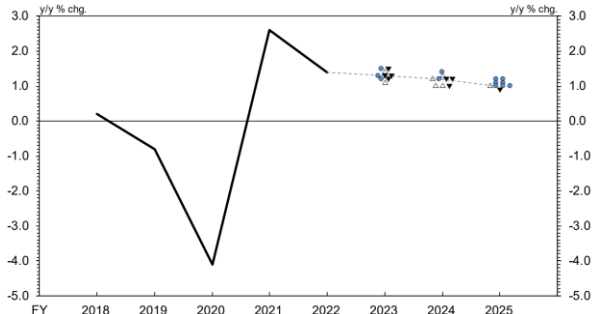
日本通胀与核心通胀



日央行官员上调2023年核心CPI预测



日央行小幅下调2023年GDP预测



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 社融增长加快，融资需求边际修复

财政 低基数效应逐步减退，8月财政收入由增转降

基建 广义基建增速继续回落

房地产 短期压力仍存，需求侧政策放松效果有待观察

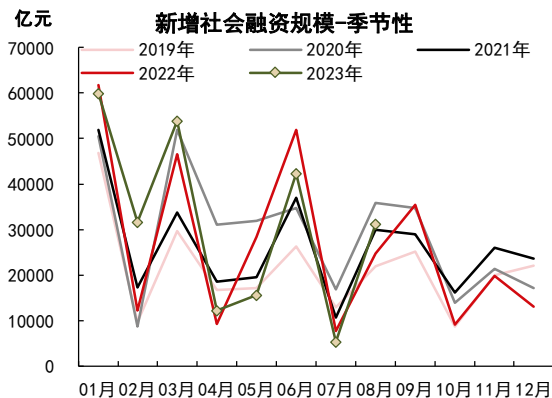
制造业 制造业投资改善，高技术行业增速较高

出口 基数效应带动出口增速边际改善

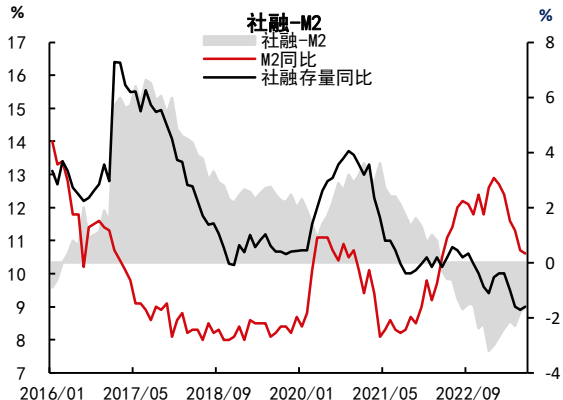
二、社融（总量）：社融增长加快，融资需求边际修复

- 8月金融数据：新增社融3.12万亿，远超市场预期的2.62万亿，同比多增8420亿元；新增人民币贷款1.36万亿元，超出市场预期的1.1万亿元，同比多增868亿元；新增社融的较快增长带动社融存量增速回升0.1个百分点至9.0%。
 - 8月社融和信贷数据超市场预期：**（1）8月社融增长较快，主要因为信贷发放回暖与政府债券发行加快；（2）8月住户贷款回升但仍偏弱，居民融资需求边际恢复，企业信贷整体增长较快，但内生融资需求相对不足。**
- 8月M2同比增速10.6%，环比减少0.1个百分点；M1同比增速2.2%，环比减少0.1个百分点。M2与M1剪刀差为8.4%，与7月持平。
 - M1、M2本月表现均较弱，反映经济活力仍显不足。社融增速与M2增速有所收窄，剪刀差为-1.6个百分点（前值为-1.8个百分点），实体经济风险偏好依然较低，但资金空转现象有边际改善。

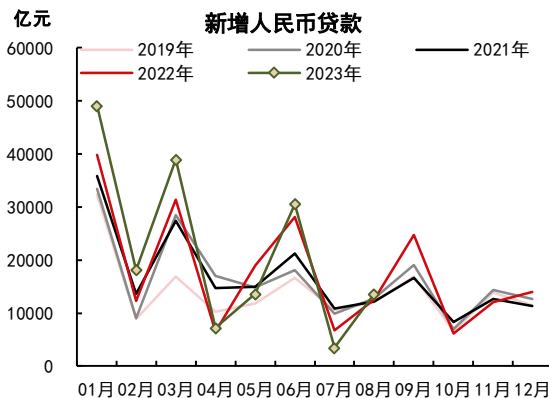
8月新增社融超市场预期



社融-M2差值环比收窄



8月人民币信贷投放同比多增868亿元

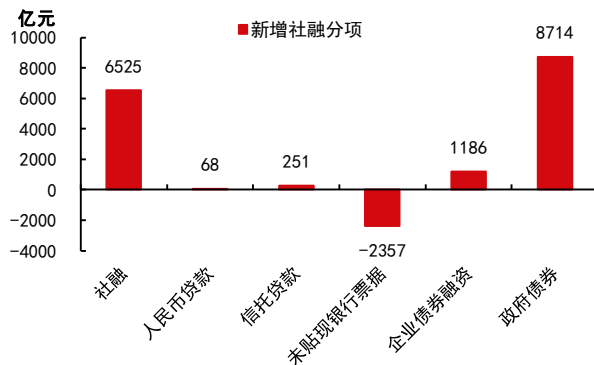


二、社融（结构）：政府债券净融资提速支撑社融

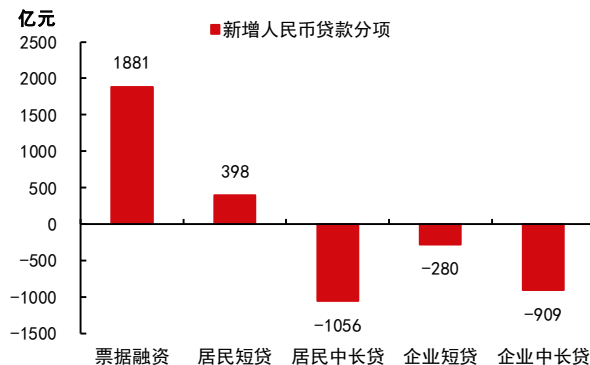
- 8月政府债券净融资新增1.18万亿，同比多增8755亿元，政府债券发行显著加快，是社融主要拉动项。政府债券对社融的支撑已有预期，2023年新增专项债券需在9月底前基本发行完毕。

- 居民融资需求边际恢复但仍偏弱，企业内生融资需求相对不足。8月住户贷款新增3922亿元，住户中长期新增1602亿元，同比少增1056亿元，反映居民融资需求边际恢复但仍偏弱。8月企(事)业单位贷款新增9488亿元，企业信贷整体增长较快，中长期贷款比重为68%，比基准低7个百分点，可能反映企业内生融资需求相对不足。整体仍反映出目前经济下行压力增大情况下，居民部门消费、投资意愿不足，降低对贷款的需求。

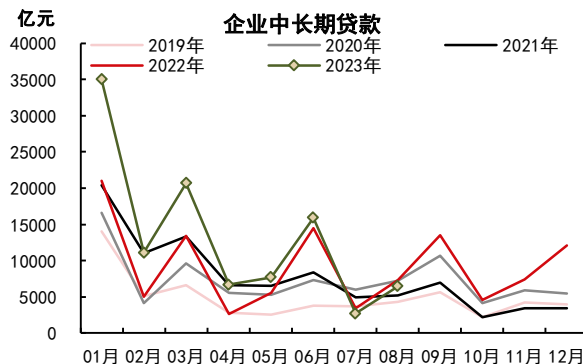
8月新增社融分项同比增减



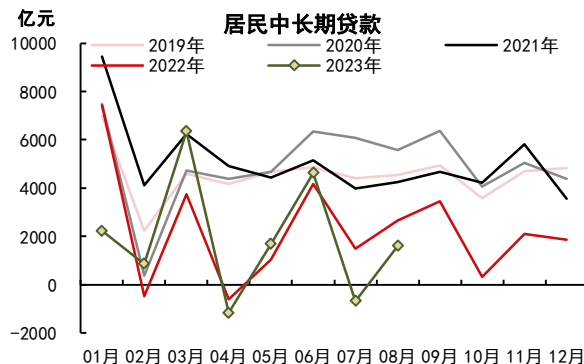
8月新增人民币贷款分项同比增减



企业部门中长期贷款有所回升



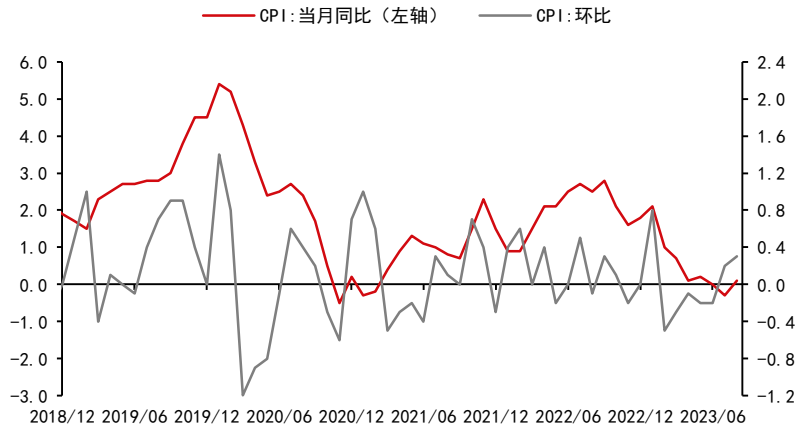
居民部门中长期贷款在同期低位



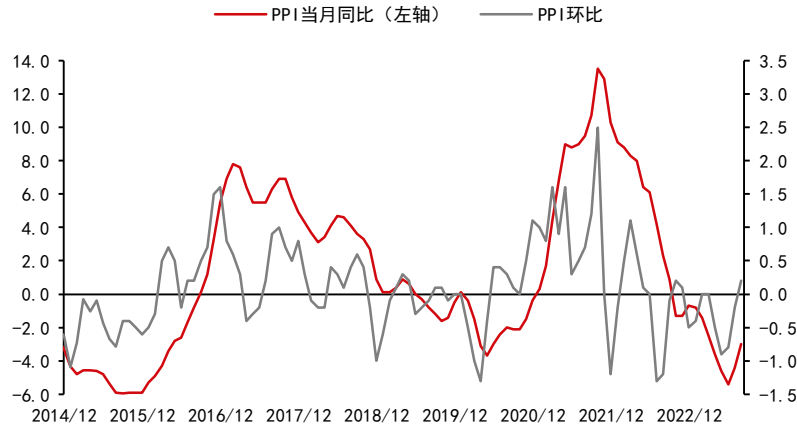
二、通胀：消费市场继续恢复，8月CPI同比由降转涨

- **猪价上行叠加油价走强，带动CPI环比继续回升。**8月畜肉类价格走高，牛羊肉持平或偏弱，猪价涨幅较强。预计未来国内需求继续恢复，CPI同比维持在正区间。但目前国内经济复苏边际放缓，地产下行、内需不足和出口承压的风险仍在，仍需期待后续稳经济政策力度的加大来支持国内需求恢复。
- **受原油价格上涨、部分行业需求改善等影响，8月PPI同比降幅收窄，环比由降转涨。**环比来看，国际原油价格上涨带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭和其他燃料加工业价格均上涨5.0%以上；金属相关行业需求改善，有色金属、黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨；煤炭需求季节性走弱，煤炭开采和洗选业价格下降0.8%。同比来看，煤炭、石油、化工、黑色等相关行业的跌幅仍是PPI下跌主要因素。6、7月多数大宗商品价格显著回升，上游大宗价格的抬升向中下游工业企业出厂价格传导，叠加去年PPI仍在低位，预计9月PPI降幅收窄。

CPI同环比均有所回升



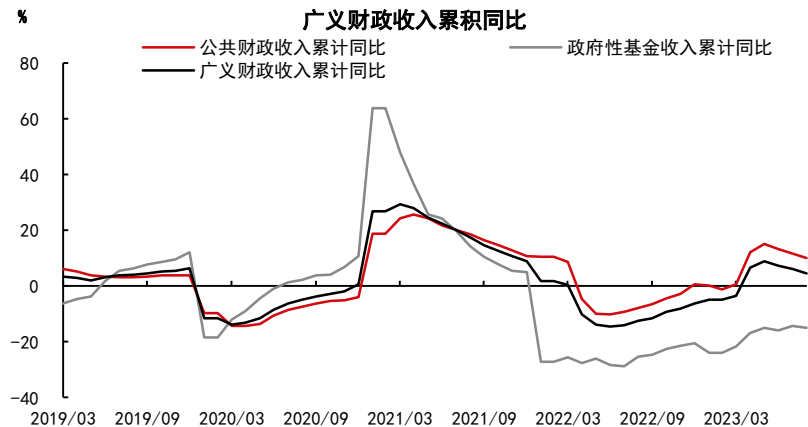
PPI同环比均有所回升



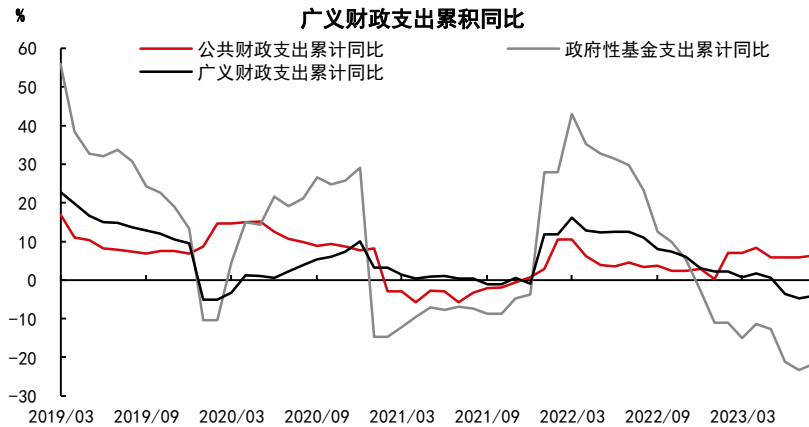
二、财政：低基数效应逐步减退，8月财政收入由增转降

- **8月全国一般公共预算收入（狭义口径的财政收入）增速为-4.6%，年内首次出现负值。**其中税收收入同比由增转降（8月同比-2.16%），非税收入同比降幅扩大（8月同比-15%）。财政收入由增转降，主要原因为：1、去年留底退税带来的低基数效应逐渐消退，基数抬升；2、去年非税收入高位，今年非税收入同比增速已连续5个月为负值。3、经济基本面仍旧偏弱，房地产市场持续低迷。
- **8月一般公共预算支出同比增速由负转正为7.2%，其中，中央一般公共预算本级支出同比增长6.5%，地方一般公共预算支出同比增长3.3%。**重点支出得到有力保障，其中教育支出增长4.5%，社会保障和就业支出增长8.1%，卫生健康支出增长5.8%，农林水支出增长2.9%。
- 总的来看，2022年留抵退税高峰已过，低基数效应逐渐减退，叠加经济复苏的边际放缓，8月财政收入继续回落。财政端支出主要偏向于教育、社保和就业。

1-8月广义财政收入累计同比增速放缓



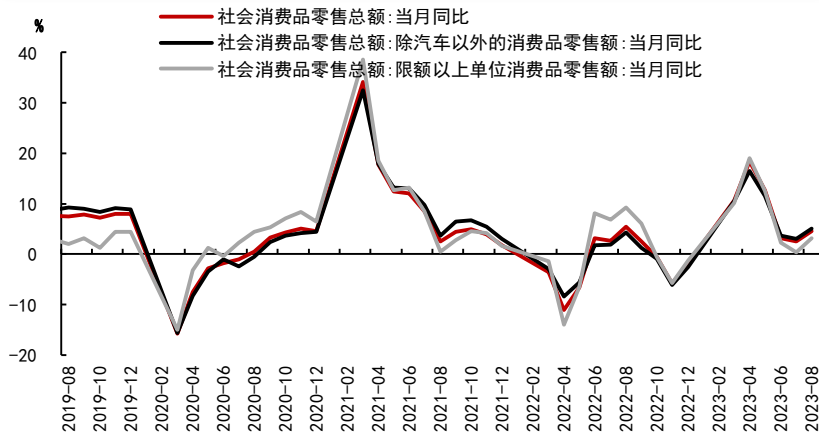
1-8月广义财政支出累计降幅收窄



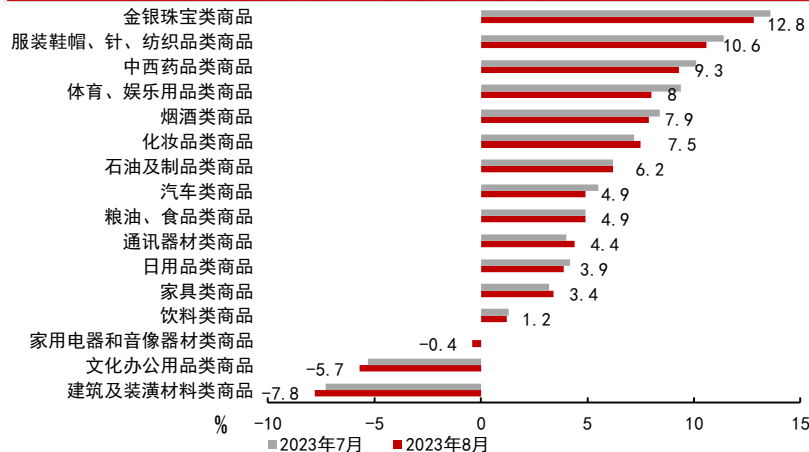
二、社零：社零增速超预期回升，可选消费改善明显

- **1-8月社零增速回升：**整体来看，社零增速普遍回升。受出行类、通讯器材及石油制品等消费修复提振，社零增速自7月的2.5%升至4.6%，结束4月份以来增速下行态势。商品零售景气改善，同比由7月的1.0%升至8月的3.7%，其中限额以上单位商品零售同比增速由7月的0.3%升至8月的3.1%，餐饮消费略有降温，同比由7月的15.8%回落至8月的12.4%。此外，1-8月网上零售额持续强劲，同比增速12.1%，较1-7月小幅回落0.4个百分点。
- **分大类来看，可选以及地产相关消费同比回升。**可选消费中化妆品、服装、金银珠宝消费增速均明显提升，而体育、娱乐相关消费增速有所回落。后地产链相关商品中家具、汽车、家具等改善明显，或与地产政策加码提振、竣工端拉动有关，持续性有待观望。整体指向以出行等为主的居民可选消费意愿在提升，地产终端相关消费亦有所上修。

餐饮收入保持高增



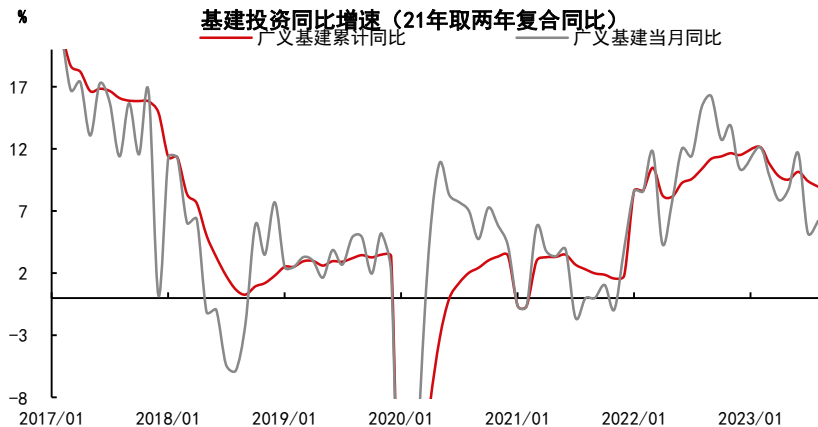
社零累计同比-按商品类型



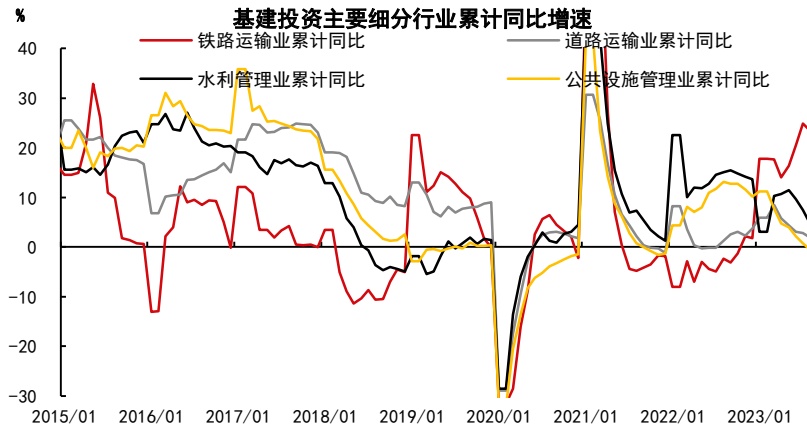
二、基建：广义基建增速继续回落

- **1-8月基建增速回落**：1-8月广义基建累计同比8.96%，较1-7月9.4%的增幅有所回落。1-8月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.4%，较前值放缓0.4个百分点。
- 分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比26.5%，较上月回升1.1个百分点。交通运输、仓储和邮政业累计同比11.3%，较上月回落0.4个百分点。水利、环境和公共设施管理业累计同比0.4，较上月回落1.2个百分点。
- 基建作为国内逆周期调节的主要手段，预计后续还将会持续发力，但是重心或向新基建倾斜，比如新能源汽车充电桩、5G基站建设、大数据中心等。近期监管部门通知地方，要求在专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕。截止至9月15日，今年一共发行约32776亿元，还剩5244亿元，进度约86%，专项债后置有望带动下半年投资回升。

1-8月基建投资同比增长放缓

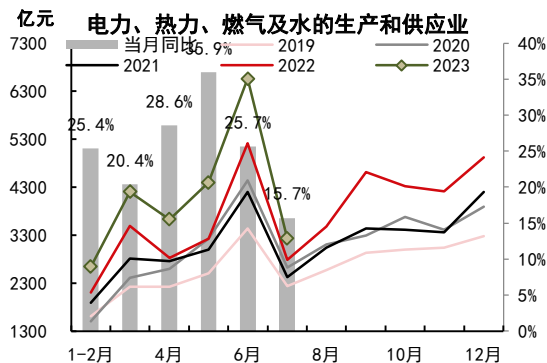


基建投资结构上有分化

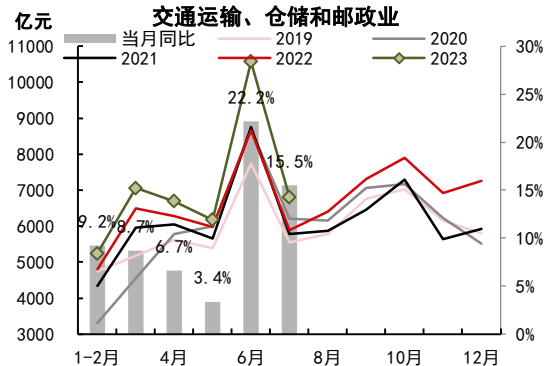


二、基建分项——三大分项增速有降有升

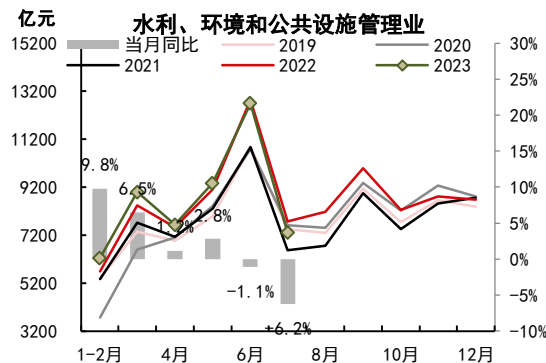
7月电力投资增速增加



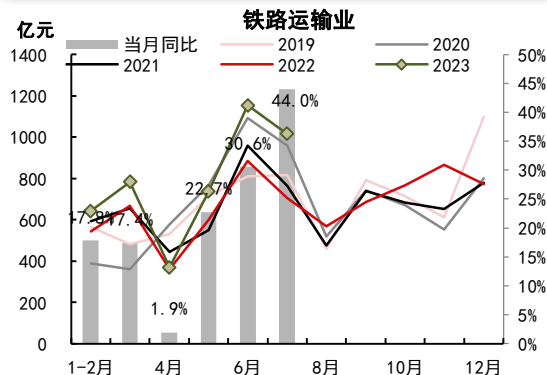
7月交通投资增速增加



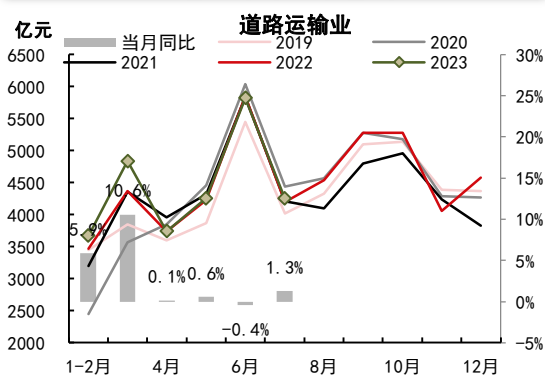
7月水利市政投资增速减少



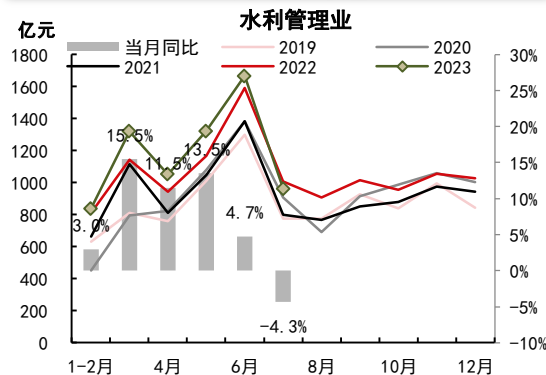
7月铁路投资增速增加



7月道路投资增速增加



7月水利投资增速减少

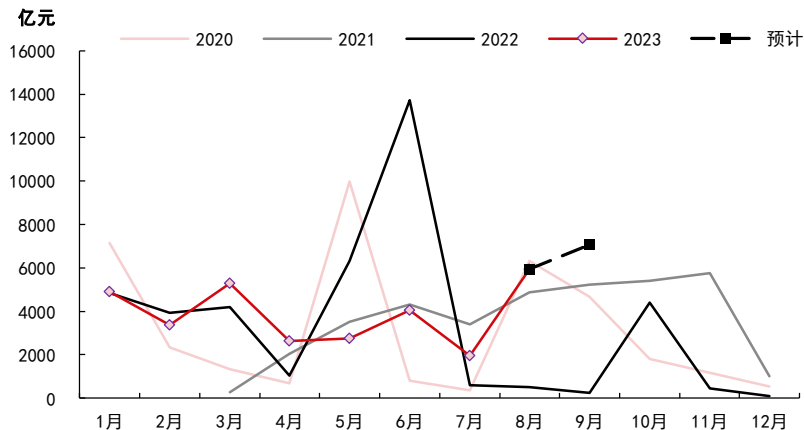


基建：加码概率较大，但落地时间很难及时

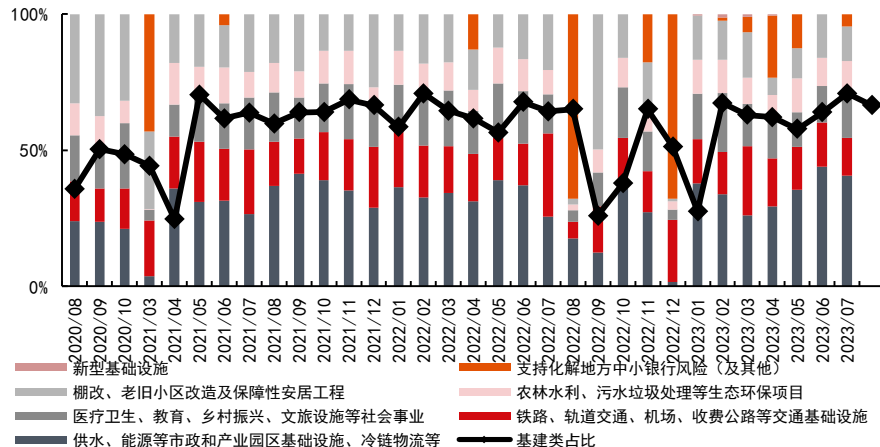
■ 发力点：新增专项债和准财政工具

- **存量工具**：上半年专项债放量较缓，财政支出相对克制，导致上半年基建端实物工作量未有明显拉动，但也令下半年专项债空间较大，8-12月专项债理论区间为1.32~2.47万亿（1.15万亿元的结存限额，去年使用5029亿元）。近期监管部门通知地方，要求在专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕，今年1-7月大约发行了2.48万亿，还剩1.32万亿，大幅高于去年8、9月的757亿元。
- **增量工具**：准财政工具在官方的表述中被多次提及，且去年已经发行7400亿，杠杆可以按照10-13倍左右估算。
- **时间传导**：专项债传导需3个月；投向：结构性工具倾向于新基建→传统基建的需求拉动也将受限
- **财政审计报告披露去年专项债集中发行造成大量管理问题（项目虚报支出和收入，资金挪用），违规使用470亿元（前年136亿元）**

1-8月专项债发行约30916亿元



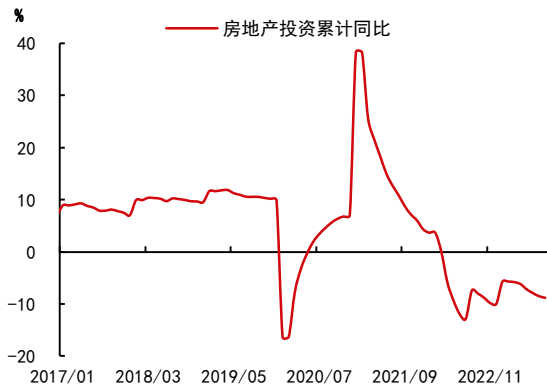
专项债资金投向情况



二、房地产：短期压力仍存，需求侧政策放松效果有待观察

- **1-8月地产投资边际下滑。**地产投资跌幅继续扩大，新开工、施工普遍回落，竣工维持高位但亦边际下滑，反映相关资金以及保竣工等政策持续发力于竣工端，且结构上挤压前端开施工的资金。1-8月份，全国房地产发投资76900亿元，同比下降8.8%。其中，新开工面积累计同比-24.4%，较上月回升0.1个百分点。施工面积累计同比-7.1%，较上月回落0.3个百分点。竣工面积累计同比19.2%，较上月回落1.3个百分点。
- **1-8月地产销售持续下行。**销售方面，居民信心不足不愿扩杠杆与房价下滑配置偏好下降共同推动地产销售持续下行。1-8月，商品房销售面积73949万平方米，累计同比-7.1%。其中8月，商品房销售面积7386.13万平方米，同比-24%。反映房地产行业景气度的房地产开发景气指数（国房景气指数），8月份继续下降0.21个百分点至93.56，达到了2016年12月以来的新低水平。

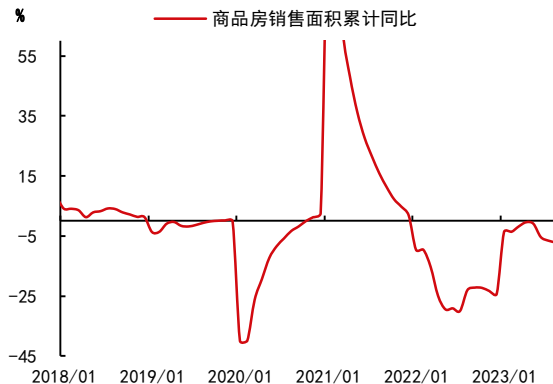
1-8月地产投资边际下滑



房地产竣工面积增速



房地产销售数据增速



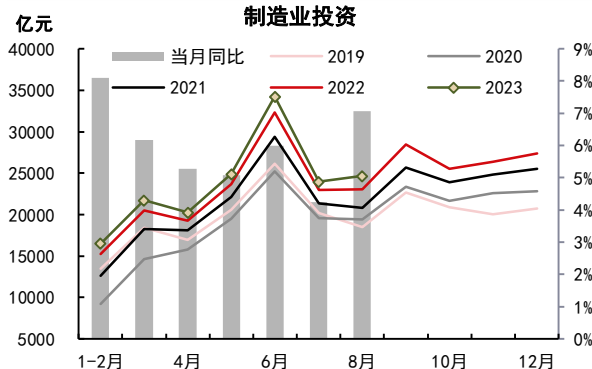
二、制造业：制造业投资改善，高技术行业增速较高

- 1-8月制造业累计同比为5.9%，较上月回升0.2个百分点。汽车、电气机械、专用设备高技术制造业行业投资增速维持高位。分企业类型来看，利润低迷下，民间企业扩张意愿仍然不足，当前或需关注如何更好撬动民间投资。1-8月，民间固定资产投资同比下降0.7%，较上月回落0.2个百分点。国有控股固定资产投资同比增长7.4%，较上月回落0.2个百分点。

制造业投资增速回落



制造业投资额（换算值）



- 目前稳增长力度放缓，地产、基建投资均有所回落，但制造业投资有所回升。近期监管部门通知地方，要求在专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕。专项债后置有望带动下半年投资回升。关注专项债发行进度以及准财政工具与结构性货币政策工具的加码。

工业企业利润与制造业投资



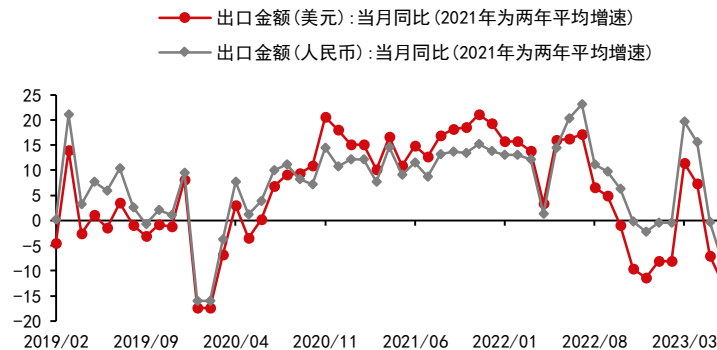
工业企业主动去库



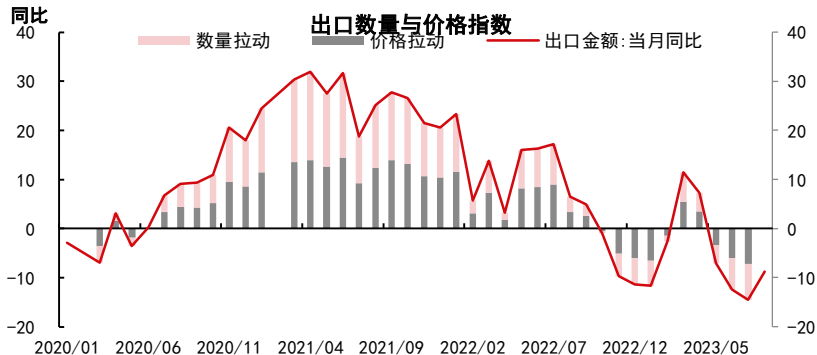
二、出口：基数效应带动出口增速边际改善

- 中国8月出口(美元)同比降8.8%，预期降9.0%，前值降14.5%；进口同比降7.3%，预期降9.0%，前值降12.4%，贸易顺差683.6亿美元，前值806亿美元。
- 外需短期修复与低基数效应带动出口增速边际改善。分国别来看，8月我国对欧美出口总量回升，结构分化：我国对美国出口环比上升6.4%，同比降幅收窄，但对东盟出口环比同比均下降，边际改善程度有限。“一带一路”国家中，我国对东盟环比增长显著，对俄罗斯出口大幅回落。此外，我国对拉丁美洲出口显著反弹。
- 大宗商品中，8月我国钢材、铝材出口不同程度环比上升，但在PPI连续收负限制钢材、铝材出口数量增长对出口金额拉动。

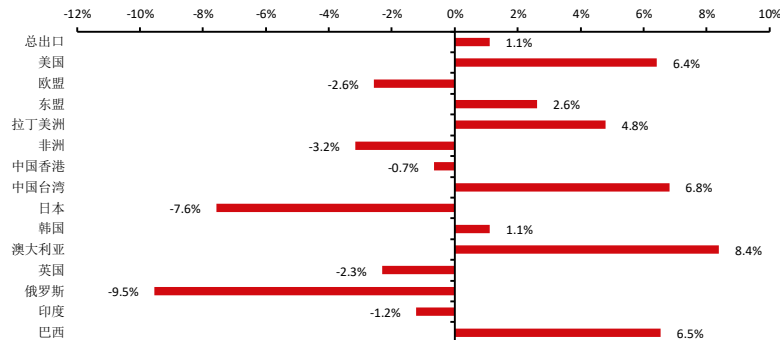
出口增速有所回升



8月数量拉动大于价格拉动



对欧美出口边际改善，但程度有限



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 **新房销售季节性回升，新开工与土地成交仍然较弱**

建筑业需求跟踪 **基建进度略有加快，但房屋建筑业偏弱**

制造业需求跟踪 **PMI继续回升，景气度边际修复**

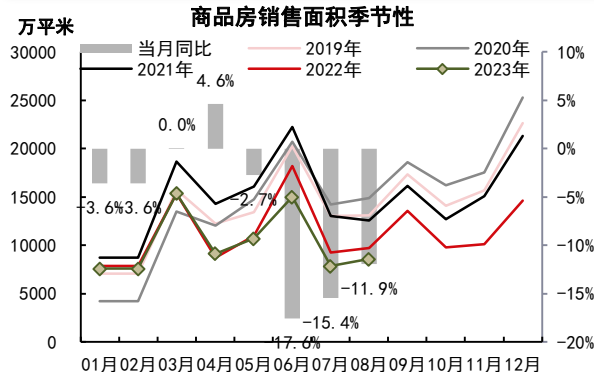
中观需求总结 **边际改善，但仍偏弱**

三、建筑业需求 (地产数据) —— 销售: 8月低位回升

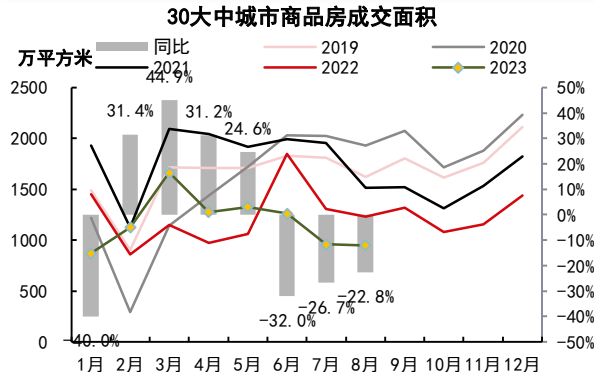
- 8月商品房销售低位回升。8月商品房销售面积同比-11.9%，前值-15.4%，低位回升。

- 近期楼市政策进一步放松，未来1-2个月商品房销售有望继续温和改善，但仍处于偏弱水平。8月31日，两部门发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，限购地区的首付款比例以及二套房贷利率下限进一步下调，纳入因城施策工具箱。热点二线城市南京全面放开限购，未来二线城市可能普遍取消限购。政策支持力度的加大有望推动未来1-2个月商品房销售温和改善，但能否持续改善仍需观察未来购房情绪的恢复情况。

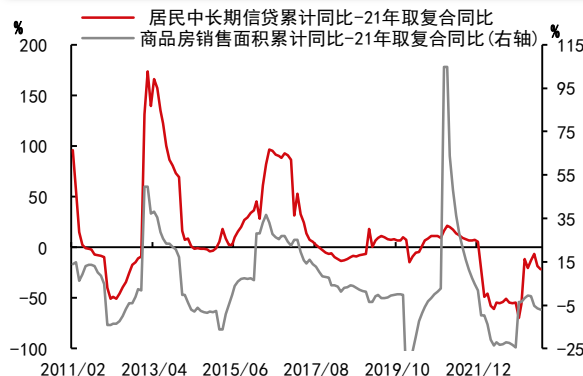
8月商品房销售面积低位略有回升



8月30城商品房销售面积同比-23%



同步指标: 居民中长期信贷



领先指标: 房贷利率

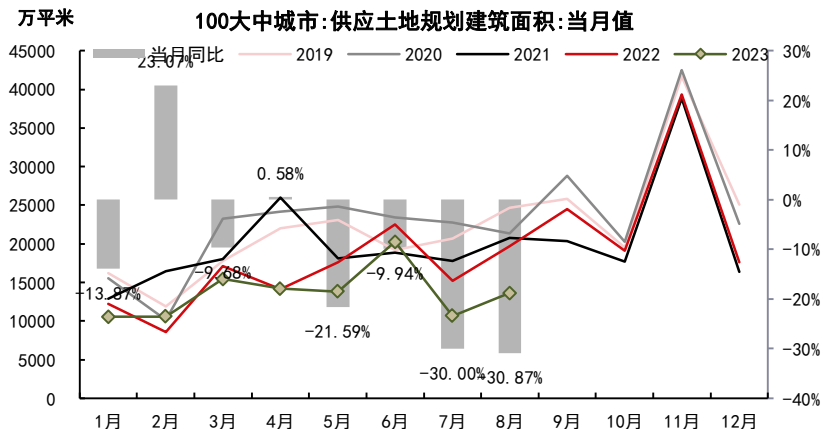


三、建筑业需求（地产数据）——土地：8月跌幅仍较大

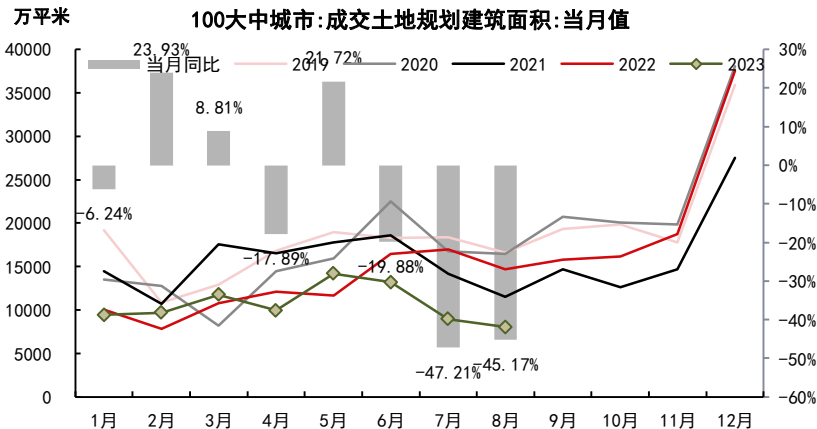
■ 土地市场整体呈低位震荡走势：

- 100大中城市供应土地规划建筑面积：8月同比-30.9%（前值-30.0%）；1-8月累计同比-14.1%。
- 100大中城市成交土地规划建筑面积：8月同比-45.2%（前值-47.2%）；1-8月累计同比-15.3%。

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：8月依旧疲弱

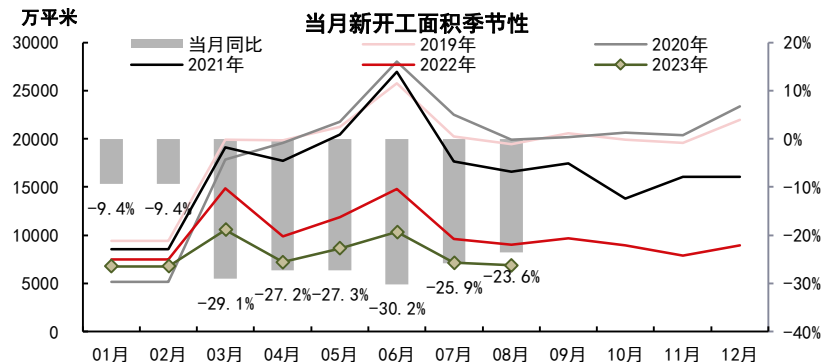
■ 房屋新开工依旧疲软：

➢ 8月新开工同比-23.6%（前值-25.9%）

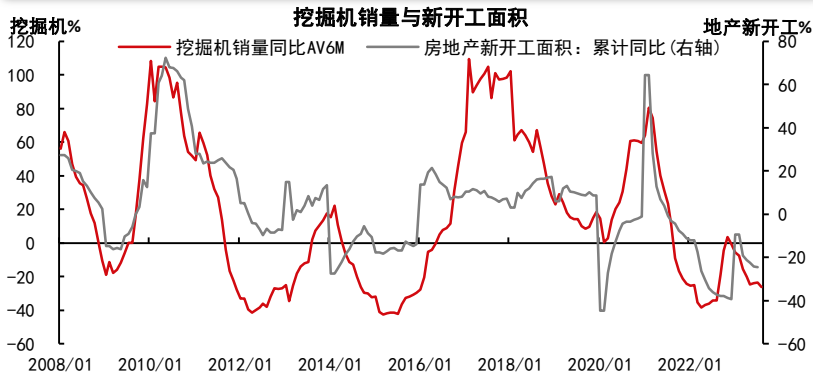
■ 挖机销量与新开工面积基本同步，近期挖机数据与开工的同步性重新共振回落。

■ 根据百城土地成交面积的领先作用，新开工在未来或也不太乐观。

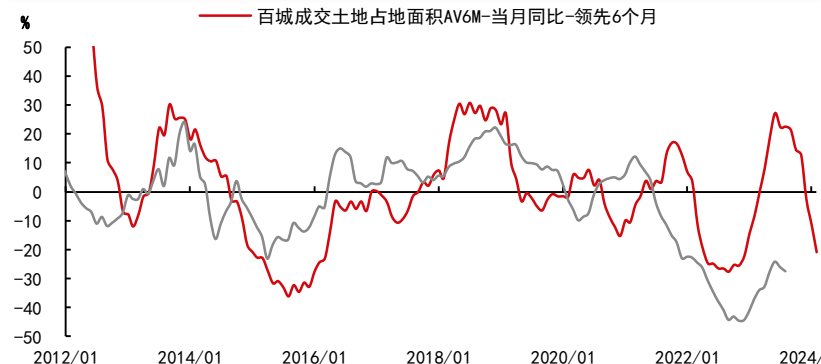
8月房屋新开工面积依旧疲弱



同步指标：挖掘机销量



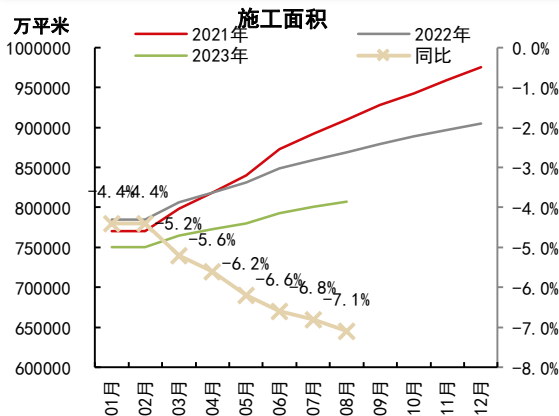
领先指标：百城土地成交面积



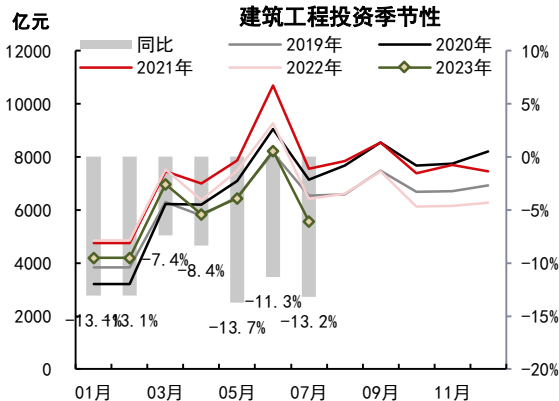
三、建筑业需求（地产数据）——施工：降幅扩大

- **房屋施工面积**：1-8月施工面积同比-7.1%（前值-6.8%）。“保交楼、稳民生”仍然是地产行业的首要任务，虽然竣工面积增速相对较高，但新开工依旧保持疲软，带动存量施工面积下降。
- **1-7月建筑工程投资跌幅扩大**：1-7月建筑工程投资同比-11.3%（前值-11.0%）。

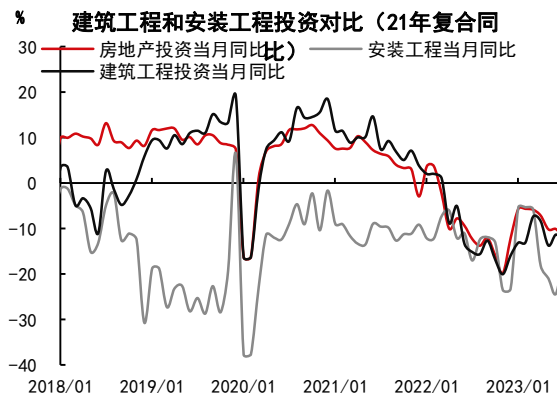
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



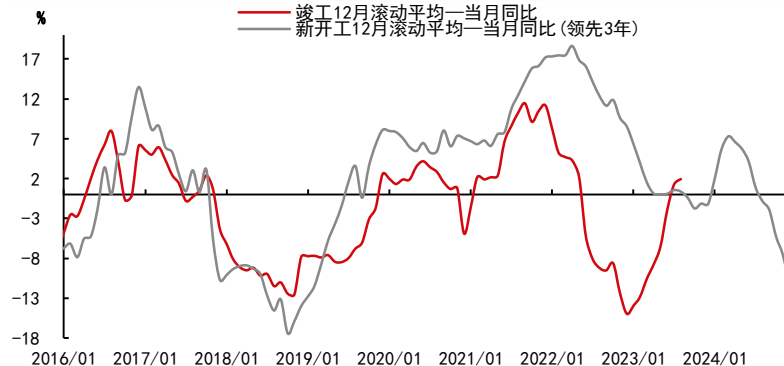
地产投资回落



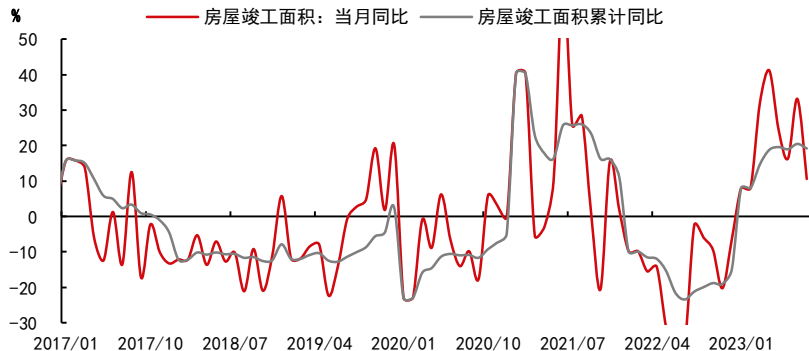
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：增速较高

- 1-8月竣工面积同比19.2%（前值20.5%），增速略有回落但仍较高。
- 在国家政策引导下，今年以来竣工回升明显，疫情期间累积的待竣工面积逐步竣工。

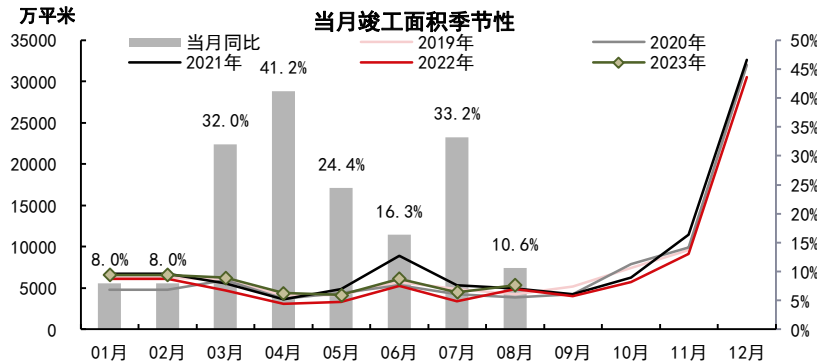
领先指标：新开工领先竣工



1-8月竣工面积同比19.2%

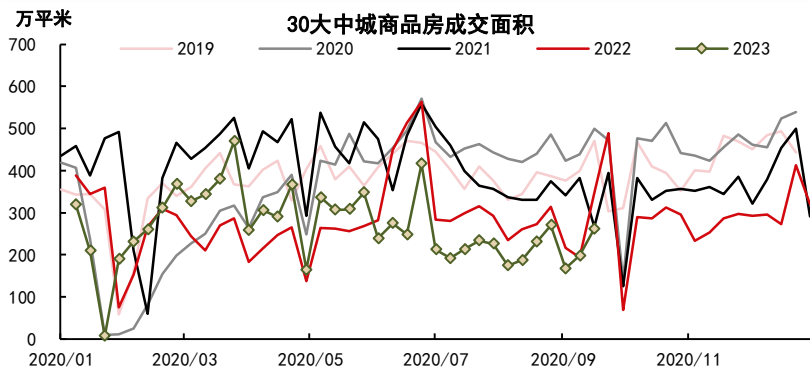


竣工面积-季节性

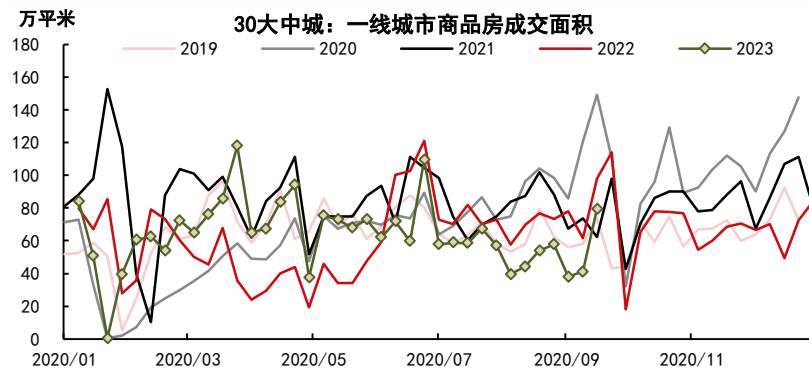


三、建筑业需求——30大中城商品房成交面积季节性回升

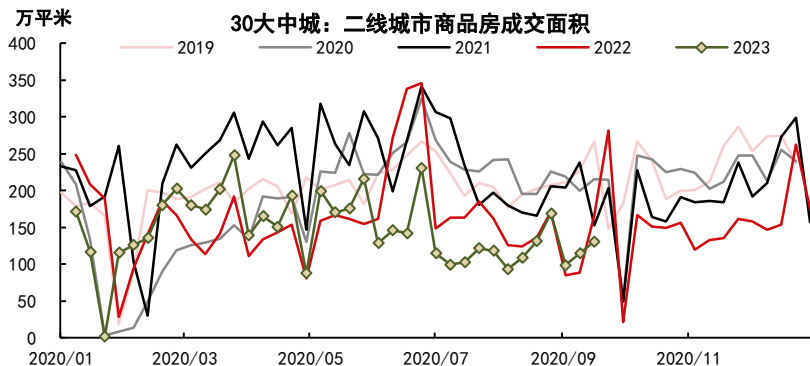
30大中城商品房成交面积



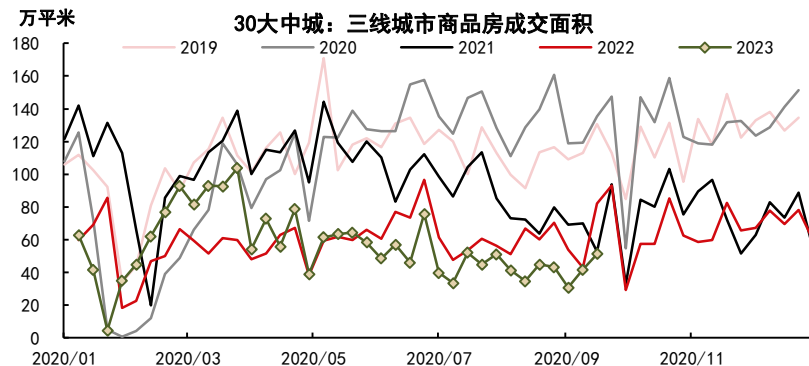
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

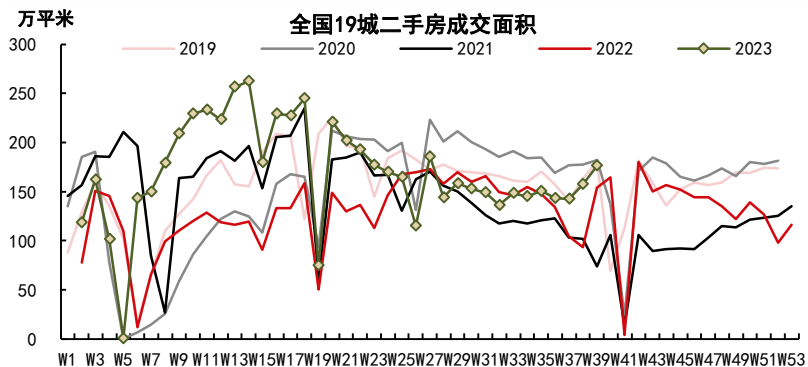


30大中城：三线城市商品房成交面积

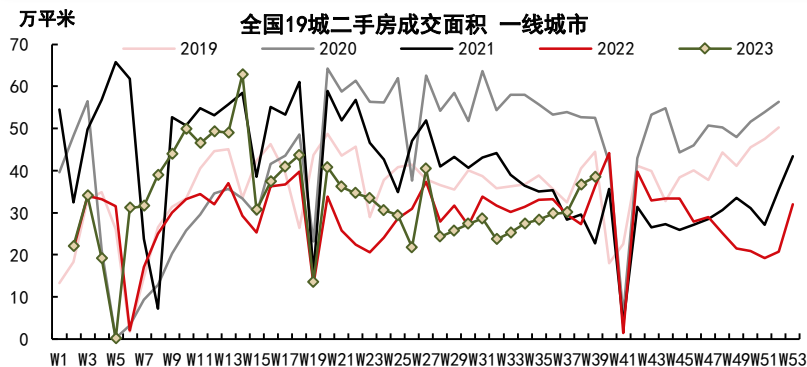


三、建筑业需求——地产高频数据：二手房成交改善

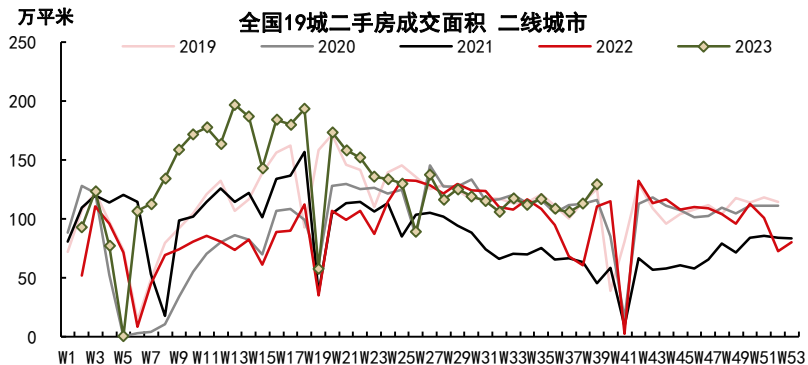
19城二手房成交面积



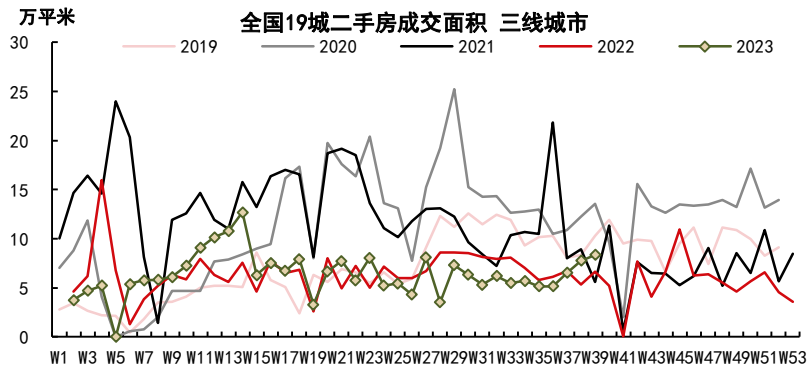
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

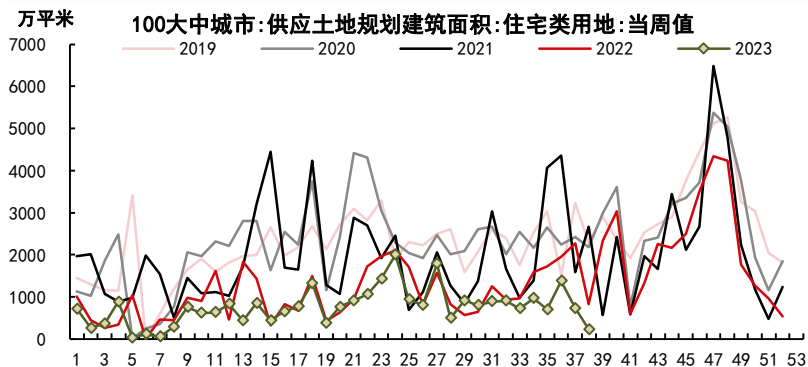


三线样本城市二手房成交面积

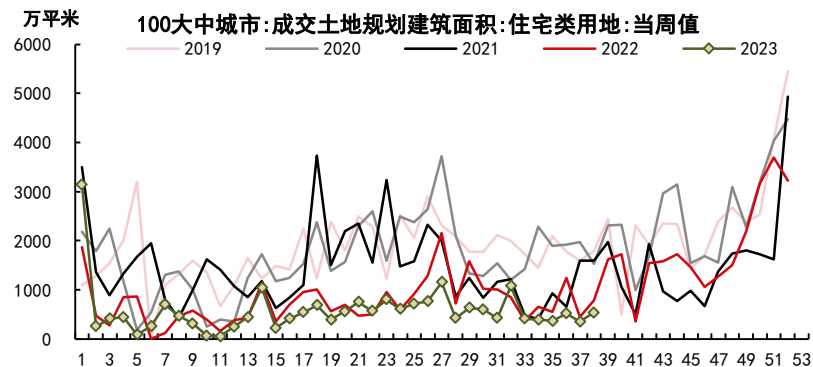


三、建筑业需求——地产高频数据：土地成交仍弱

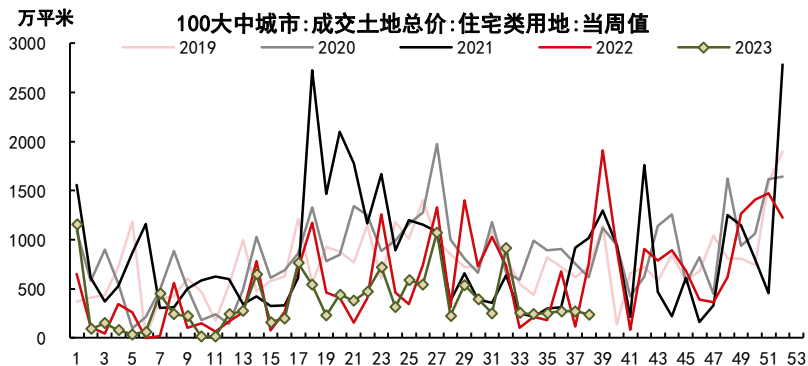
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



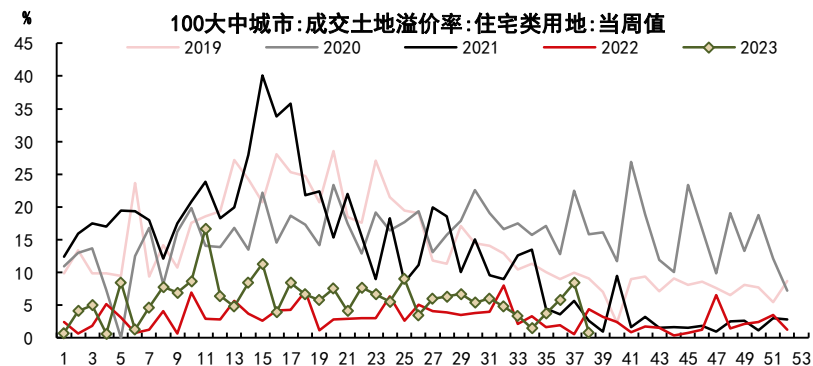
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



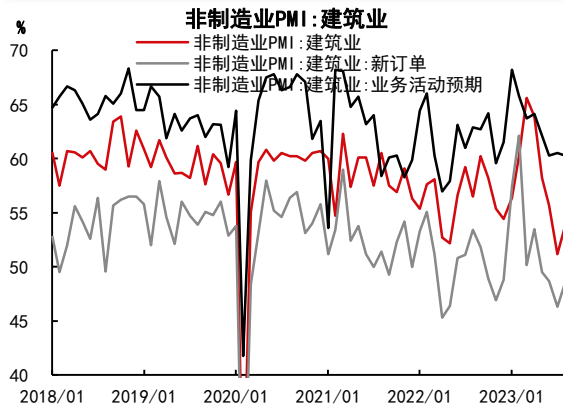
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



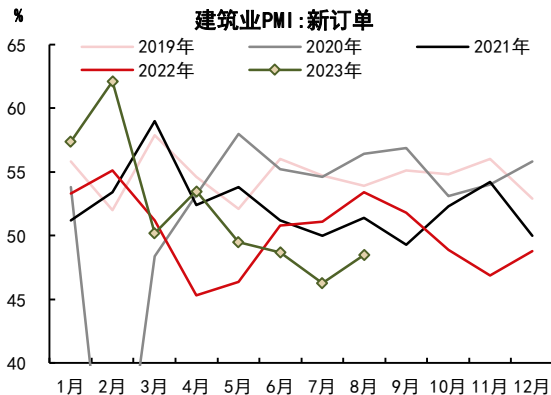
三、建筑业需求——建筑业PMI：边际修复，但需求仍不足

- **8月建筑业边际修复，但需求仍不足。** 8月建筑业商务活动指数回升2.6个百分点至53.8%，但仍为近10年8月的最低水平，建筑业边际修复但仍偏弱；新订单指数回升2.2个百分点至48.5%，但仍位于收缩区间，需求仍不足。
- **分行业看，8月基建进度加快带动，房屋建筑业仍偏弱。** 8月土木工程建筑业商务活动指数回升4.6个百分点至58.6%，新订单指数亦回升至52.6%，表明基建进度加快。8月国内商品房销售仍然偏弱，前期房屋新开工面积大幅下降继续向房屋施工传导，房屋建筑业可能进一步走弱。

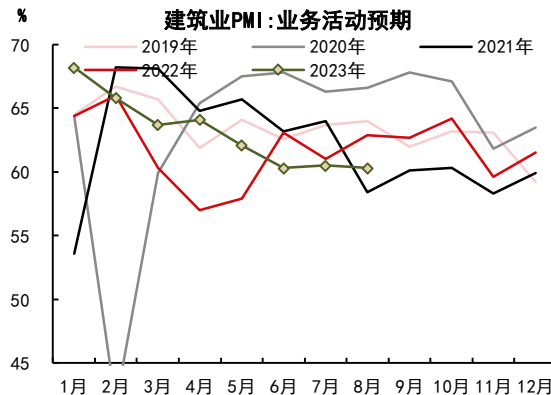
8月建筑业PMI有所回落



8月建筑业新订单指数回升但仍偏低



8月建筑业业务活动预期基本稳定



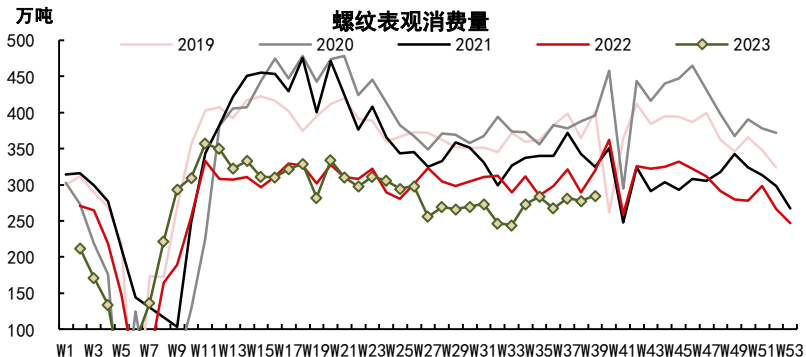
三、建筑业需求（施工）——螺纹：表观消费略有回升

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 如果从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需近期同向走弱，背后反映的是房地产的建设需求依旧疲弱。
- 9月22日当周，螺纹与线材表观消费量略有回升，但仍明显低于去年同期。

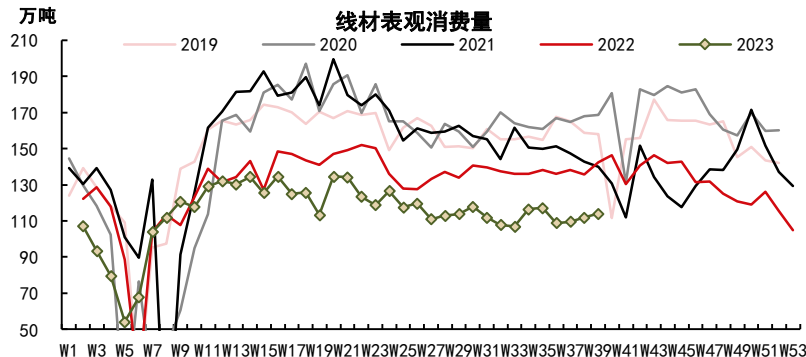
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量有所回落



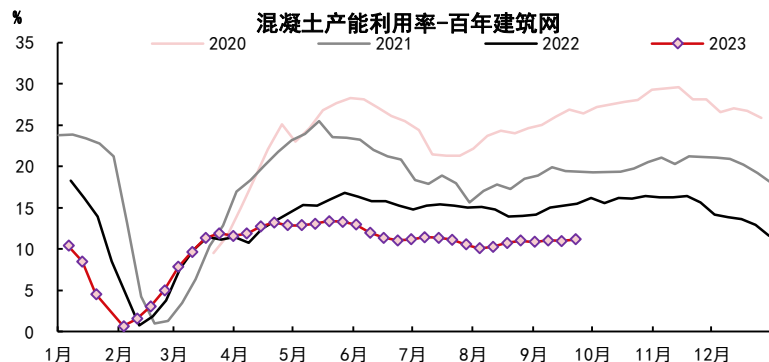
本周线材消费量有所回落



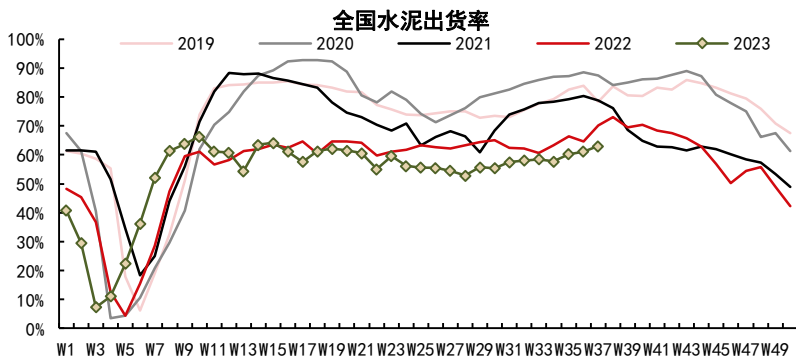
三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率季节性回升

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 由于开施工维持弱势，基建资金仍然紧缺，水泥需求总体偏弱。
- 最近几周水泥出货率持续回升但仍偏低，水泥熟料库容比小幅回升且相对偏高。

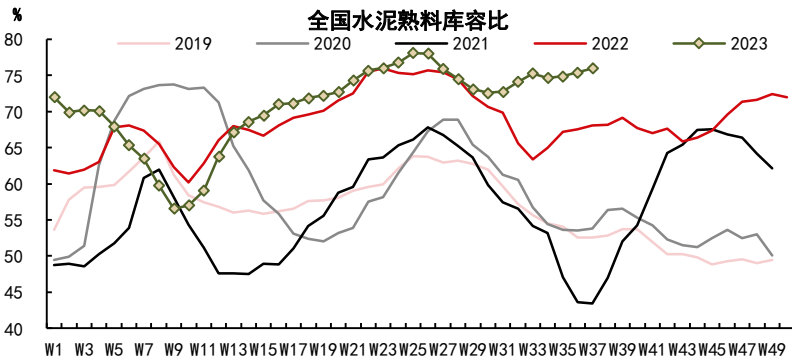
混凝土产能利用率略有回升



水泥出货率有所回升

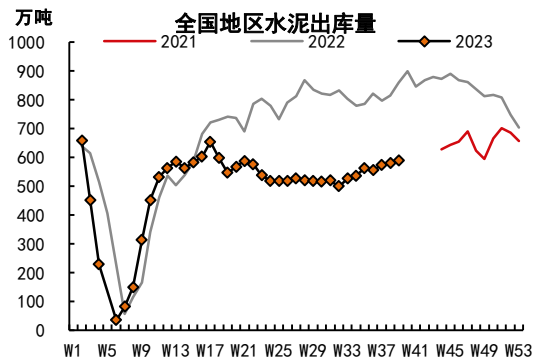


水泥库存略有回升

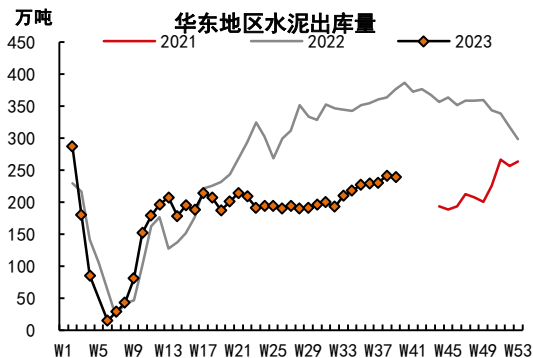


三、建筑业需求（施工）——水泥出库量略有增加

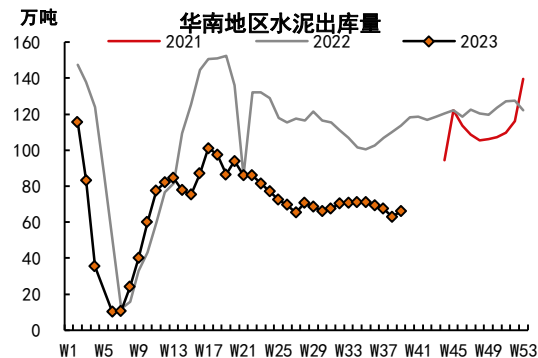
全国地区水泥出库量



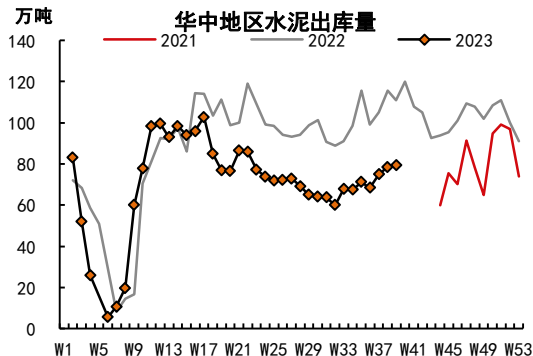
华东地区水泥出库量



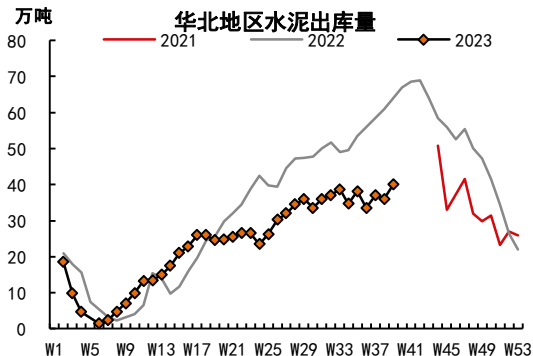
华南地区水泥出库量



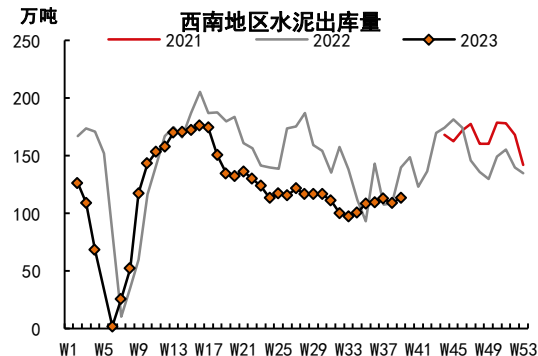
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



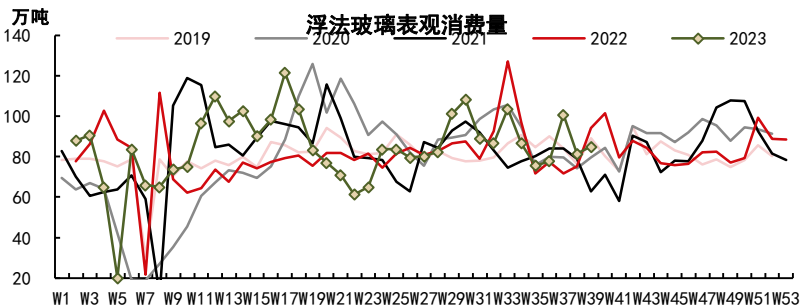
西南地区水泥出库量



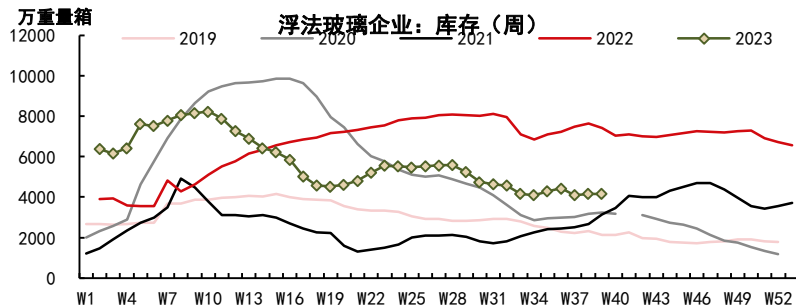
三、建筑业需求（竣工）——PVC表观消费增加

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃表观消费量小幅增加，最近几周波动较大；PVC表观消费明显增加，库存加快去化，库存绝对水平略偏高。

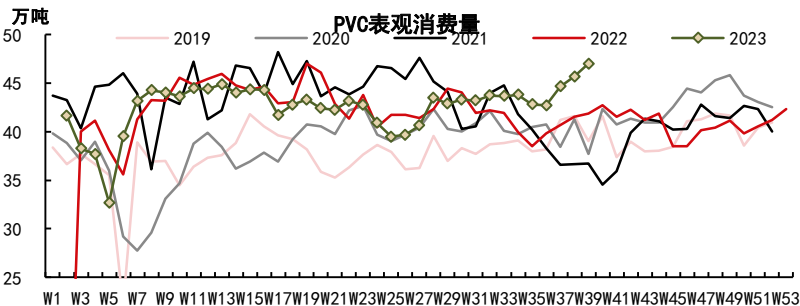
玻璃表观消费量有所下滑



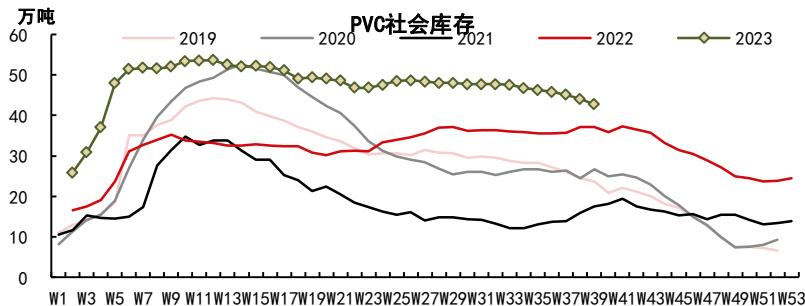
玻璃企业库存延续去库



PVC表观消费量



PVC社会库存略有减少但仍较高



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：回落3.7个百分点至41.6%。

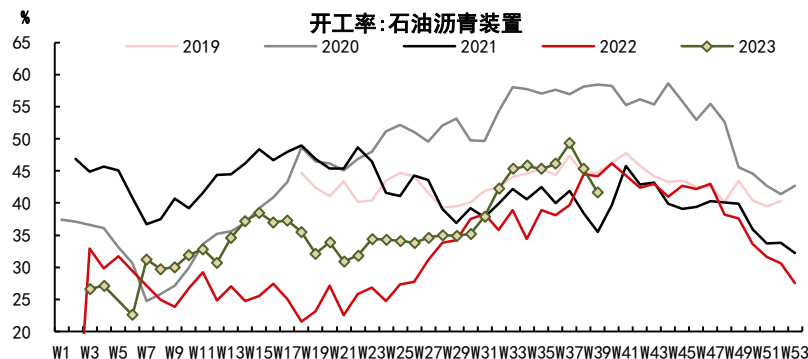
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：回落2.9个百分点至68.9%。

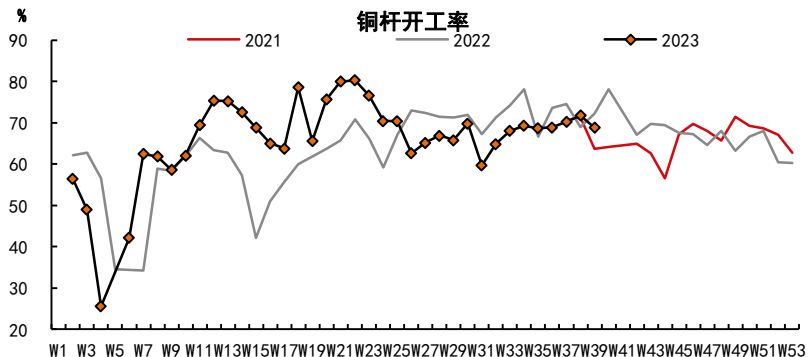
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：略有回落。

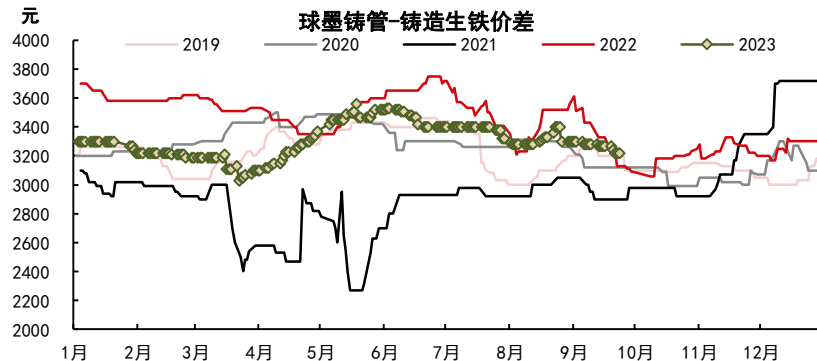
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



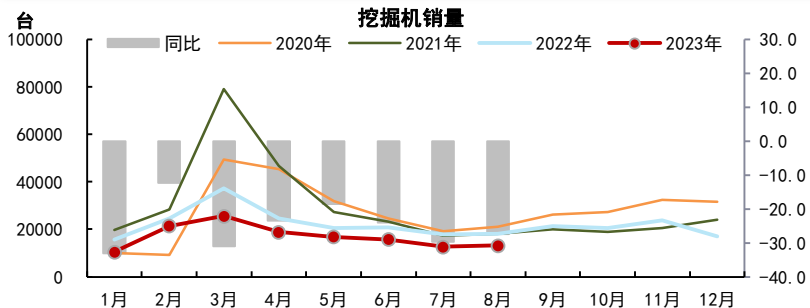
水利投资：球墨铸管的加工费



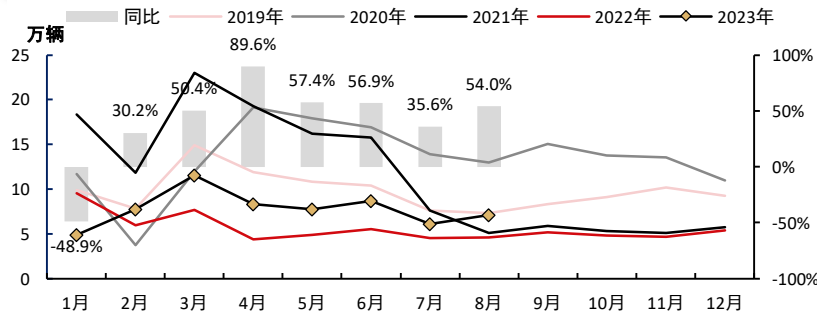
三、建筑业需求——挖机与重卡：8月挖掘机销量仍然较差

- 8月挖机销量仍然较差，印证地产与基建总体偏弱。8月挖掘机销量同比-27.5%（前值-29.7%）
- 8月重卡销量同比54.0%（前值35.6%）。

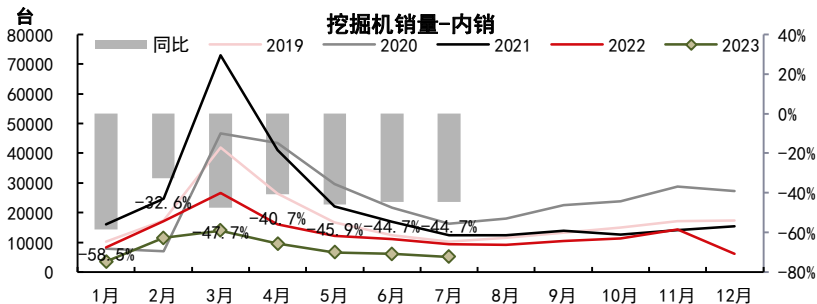
8月挖掘机销量同比-27.5%



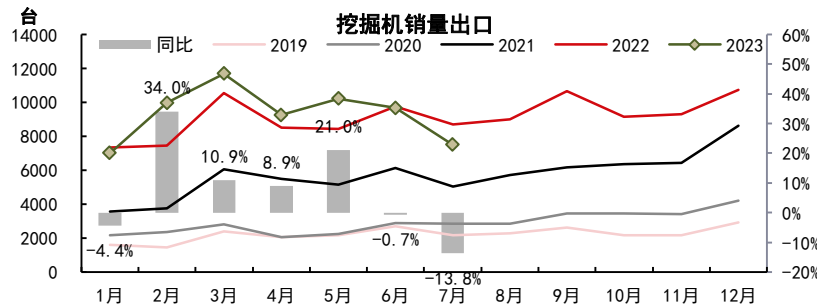
8月重卡销量同比54.0%



7月挖掘机内销同比-44.7%（前值-44.7%）



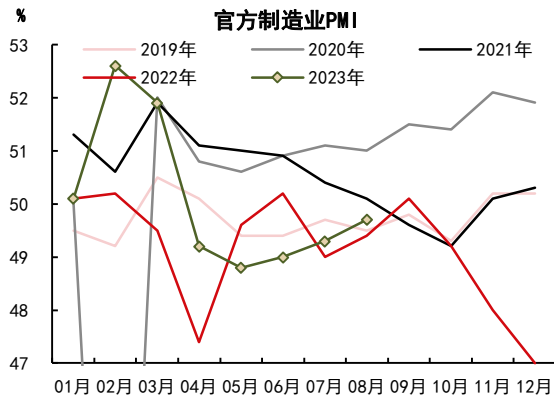
7月挖掘机出口同比-13.8%（前值-0.7%）



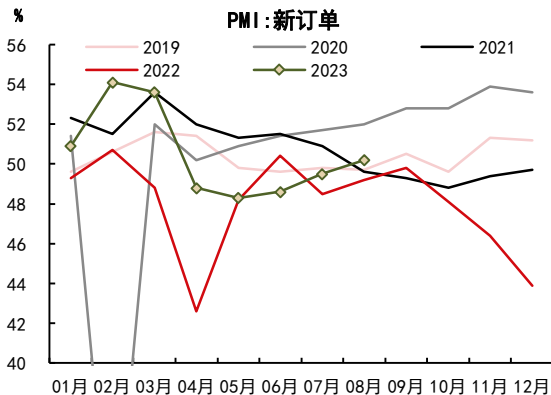
四、制造业需求——制造业PMI：8月温和改善，房地产拖累经济

- **8月制造业边际改善**，PMI综合指数回升0.4个百分点至49.7%。
- **需求：温和改善**，新订单指数回升0.7个百分点至50.2%，首次站上50%的临界水平；新出口订单指数回升0.4个百分点至46.7%。
- **供应：显著加快**，生产指数回升1.7个百分点至51.9%，显著高于50%的临界水平。
- **库存：边际回升**，产成品与原材料库存指数分别回升0.9、0.2个百分点至47.2%、48.4%。
- **价格：企稳回升**。原材料补库带动购进价格指数回升4.1个百分点至56.5%，购进价格加快上涨；需求的边际改善以及原材料价格上涨带动出厂价格指数回升3.4个百分点至52%，**出厂价格企稳回升，印证需求边际改善**。
- **展望：继续边际改善**。稳经济力度的适当加大可能推动制造业继续边际改善，但房地产投资偏弱可能继续制约经济恢复的力度。

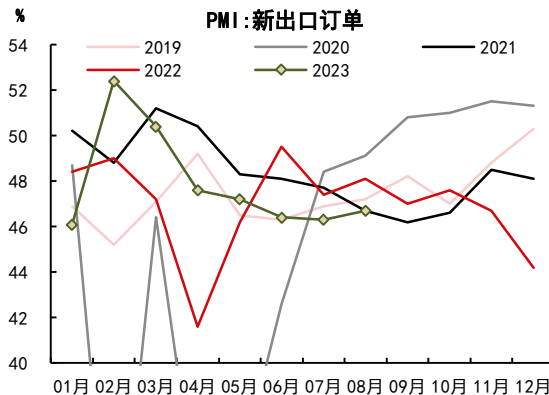
8月制造业PMI回升至49.7%



8月PMI新订单指数回升至50.2%



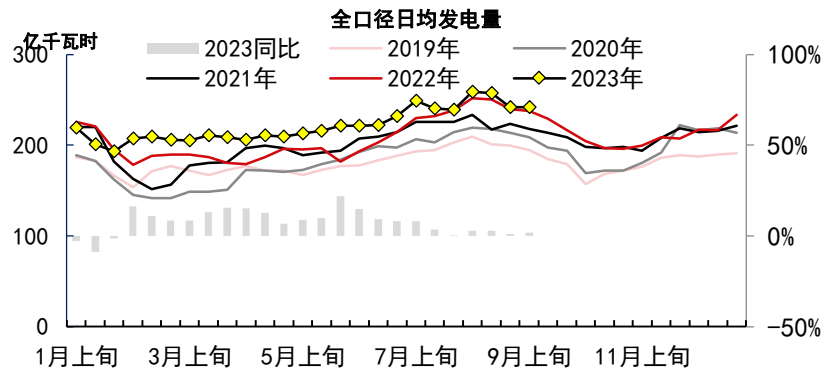
7月PMI新出口订单回升至46.7%



四、制造业需求——发电量大体稳定

- 截至9月22日当周，沿海八省电厂煤耗变化较小；内陆17省电厂耗煤环比回落，但略高于去年同期。
- 9月上旬全口径发电量环比-0.1%，同比1.9%（前值1.0%）。

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



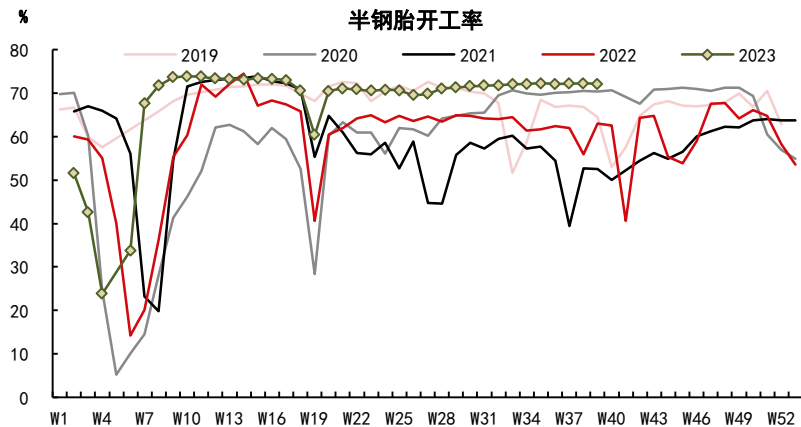
日度数据：内陆17省电厂耗煤



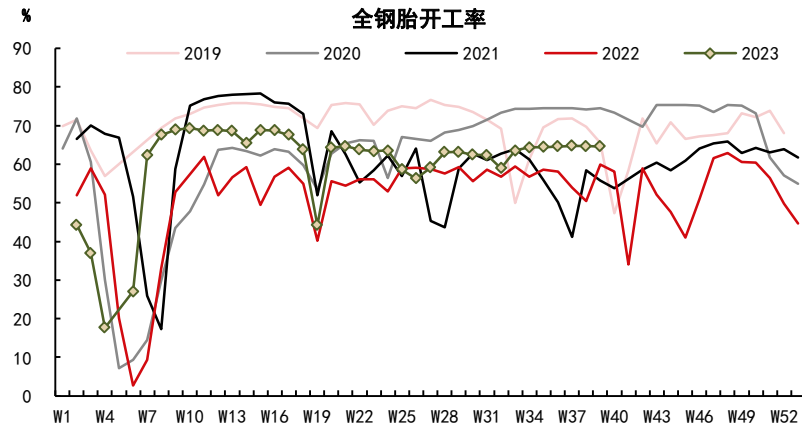
四、制造业需求——轮胎开工率大体稳定

- 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。
- 轮胎开工率：半钢胎开工率略有回落，全钢胎开工率略有回落，变化均较小。

半钢胎开工率小幅上升

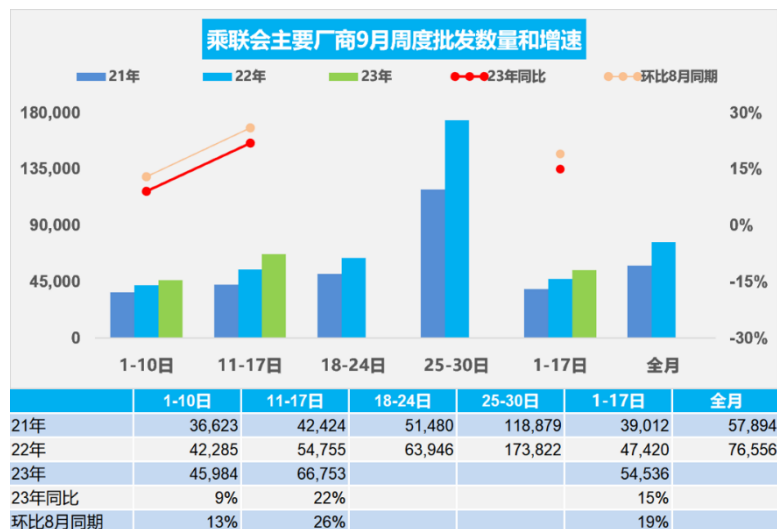
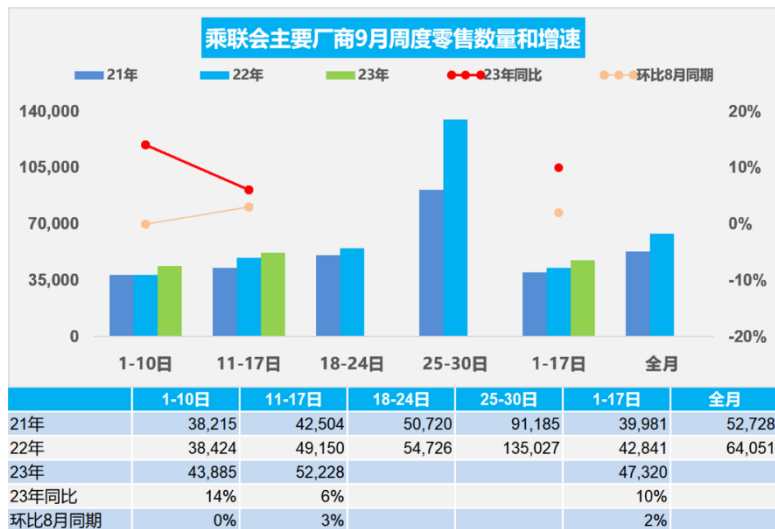


全钢胎开工率先降后升



四、制造业需求——乘用车销售：9月中旬平稳增长

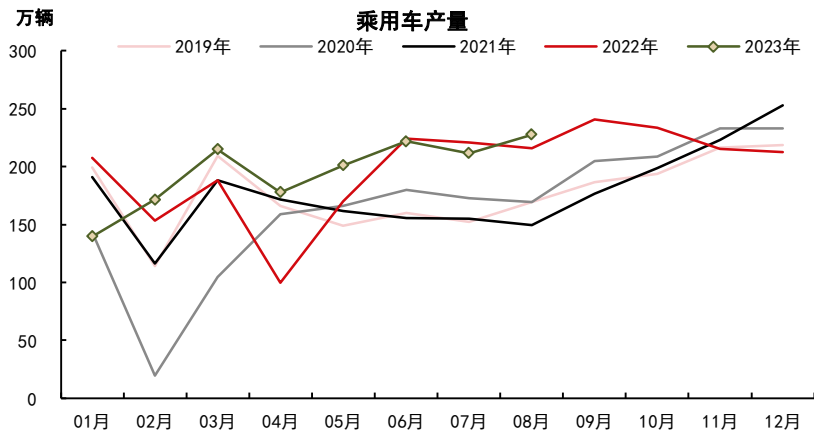
- 9月1-17日全国乘用车市场零售80.4万辆，同比去年同期增长10%，较上月同期增长2%，今年以来累计零售1,401.7万辆，同比增长2%；全国乘用车厂商批发92.7万辆，同比去年同期增长15%，较上月同期增长19%，今年以来累计批发1,629.4万辆，同比增长7%。
- 9月1-17日新能源车市场零售31.3万辆，同比去年同期增长29%，较上月同期增长8%，今年以来累计零售475.6万辆，同比增长36%。
- 乘联会推算本月狭义乘用车零售市场约为198.0万辆左右，环比3.1%，同比3.0%。新能源零售75.0万辆左右，环比4.7%，同比增长22.3%，渗透率约37.9%，维持稳定增长态势。
- 促进汽车消费的政策以及车企降价促销拉动乘用车销量同比增长，预计未来几个月乘用车销售平稳增长。



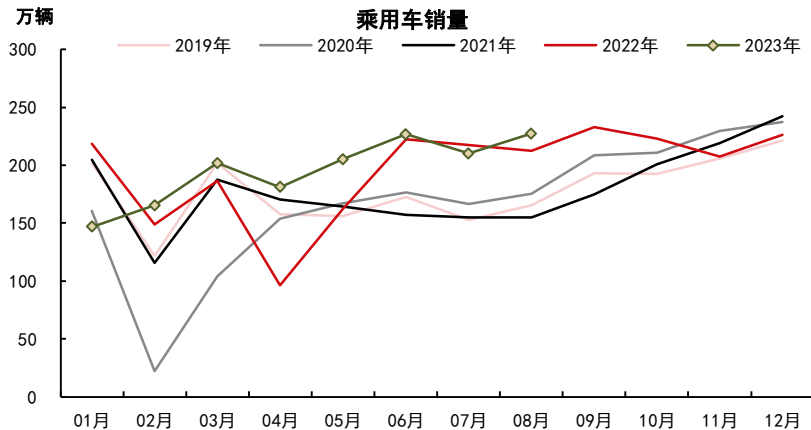
四、制造业需求——乘用车产销：8月增速回升

- **8月乘用车产销增速回升**：8月乘用车产量同比5.4%（前值-4.3%），乘用车销量同比6.9%（前值-3.4%）。
- 未来几个月鼓励汽车消费政策的逐步落地可能使得汽车产销平稳增长。

8月乘用车产量同比5.4%



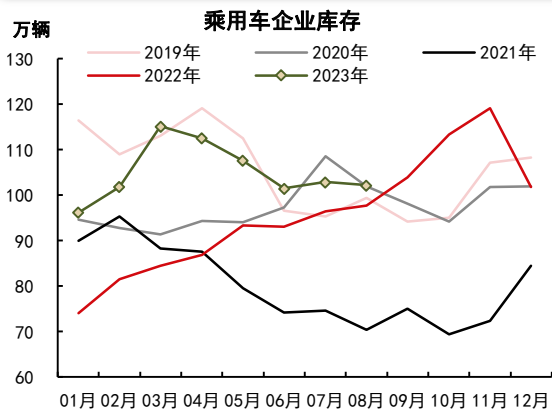
8月乘用车销量同比6.9%



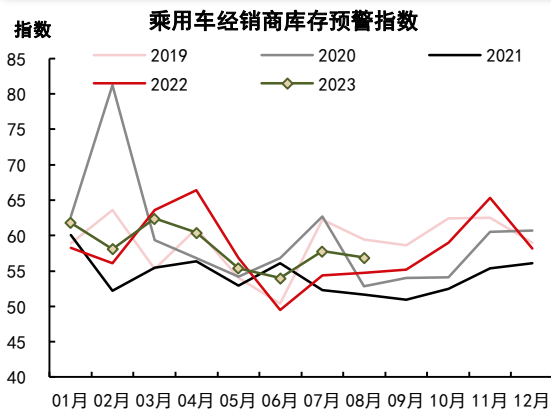
四、制造业需求——乘用车库存：8月库存有所减少

- **乘用车企业库存**：8月乘用车企业库存环比略有下降，相对较好的销售使得库存有所减少。
- **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。8月经销商库存预警指数回落0.9个百分点至56.9%。
- **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。8月汽车经销商综合库存系数为1.54，较7月回落，略高于去年同期。

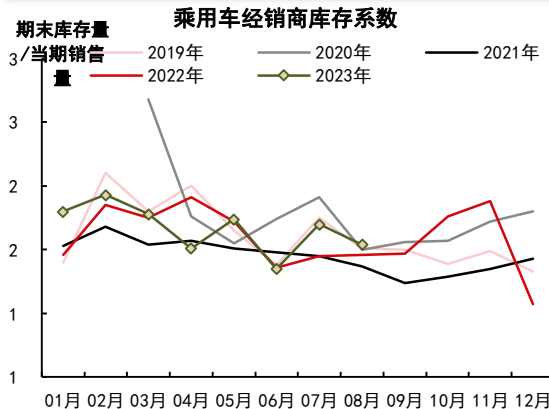
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数

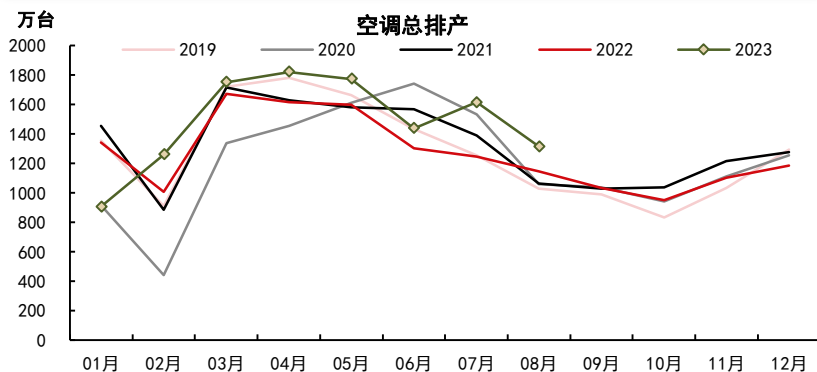


乘用车经销商库存系数

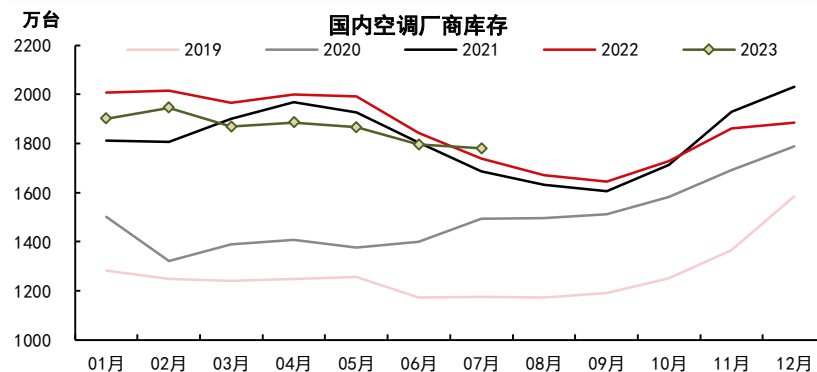


四、制造业需求——空调：排产与库存

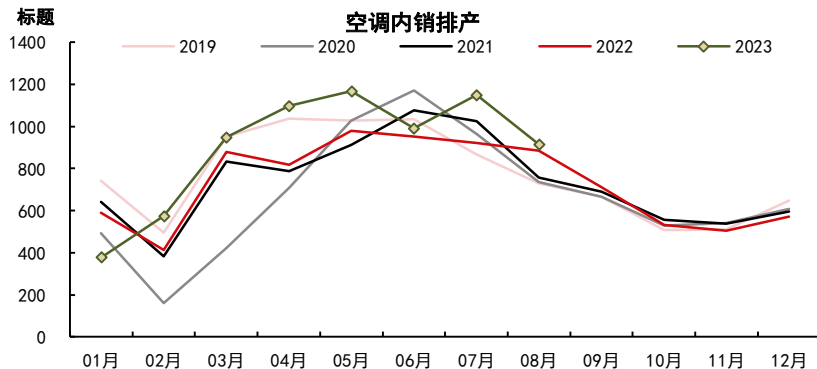
8月空调排产1312万台，同比14.7%



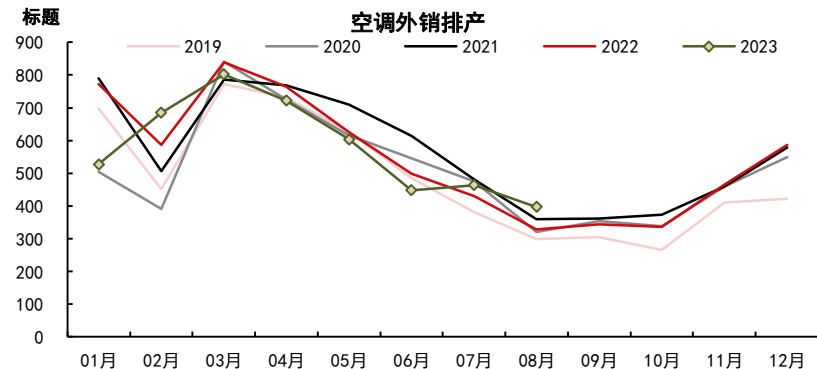
7月空调厂商库存1780万台，同比2.4%



8月空调内销排产915万台，同比3.6%

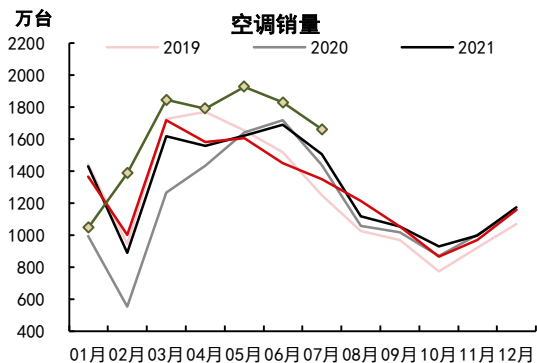


8月空调外销排产397万台，同比20.6%

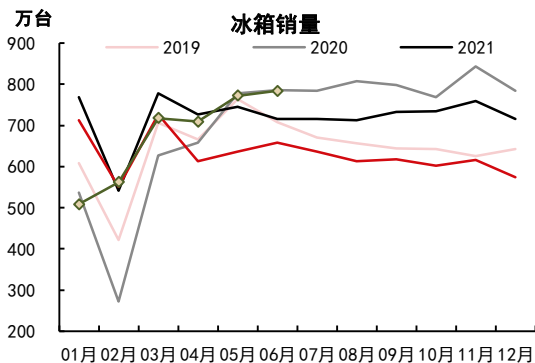


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

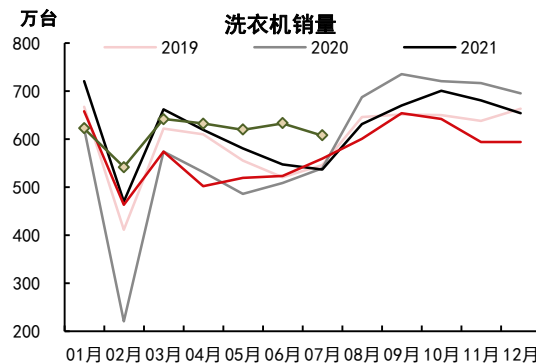
7月空调销量1661万台，同比22.9%



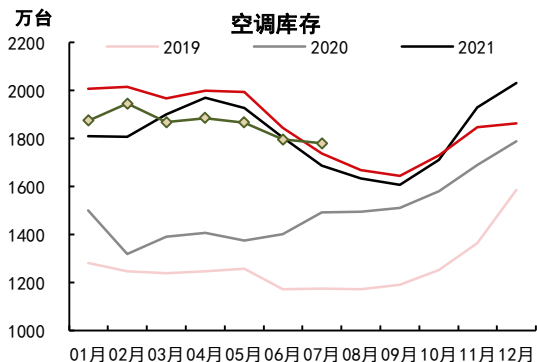
7月冰箱销量741万台，同比16.3%



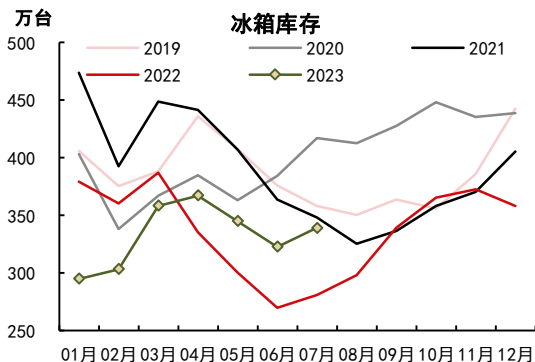
7月洗衣机销量607万台，同比8.6%



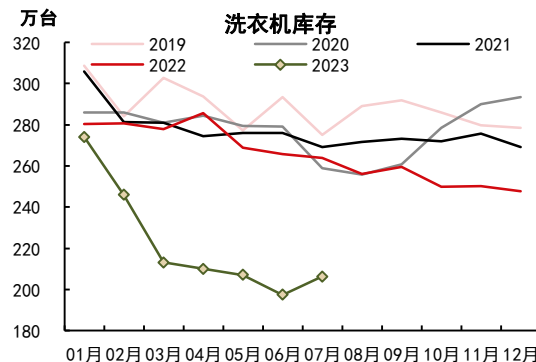
7月空调库存1780万台，同比2.4%



7月冰箱库存339万台，同比20.7%



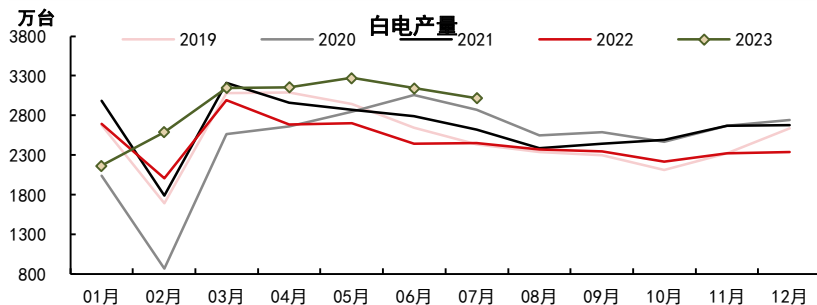
7月洗衣机库存206万台，同比-21.9%



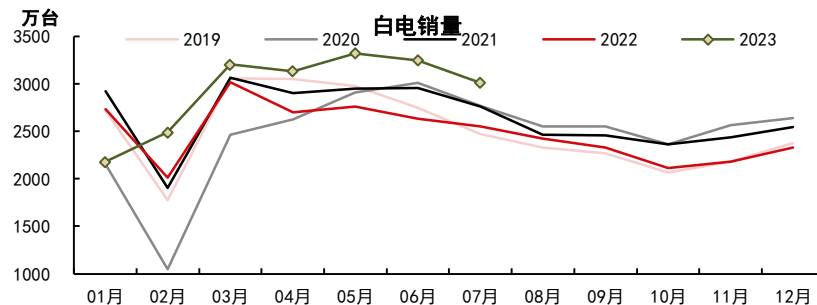
四、制造业需求——家电：7月白电产销同比增速有所回落

- 7月白电产量当月同比23.1%（前值28.5%）
- 7月白电销量当月同比18.1%（前值23.4%）

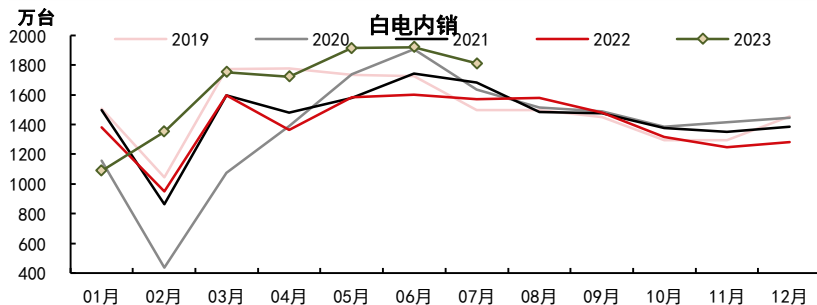
白电总产量-季节性（产业在线）



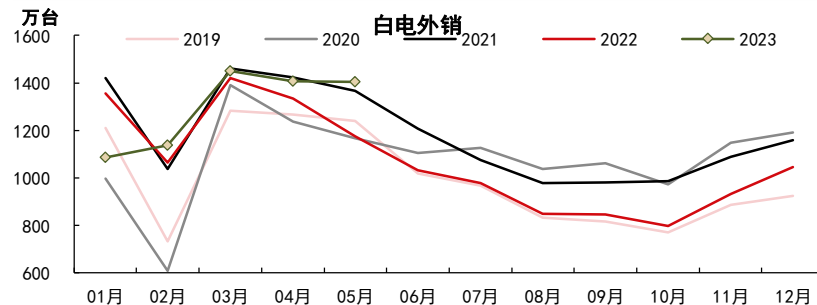
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）



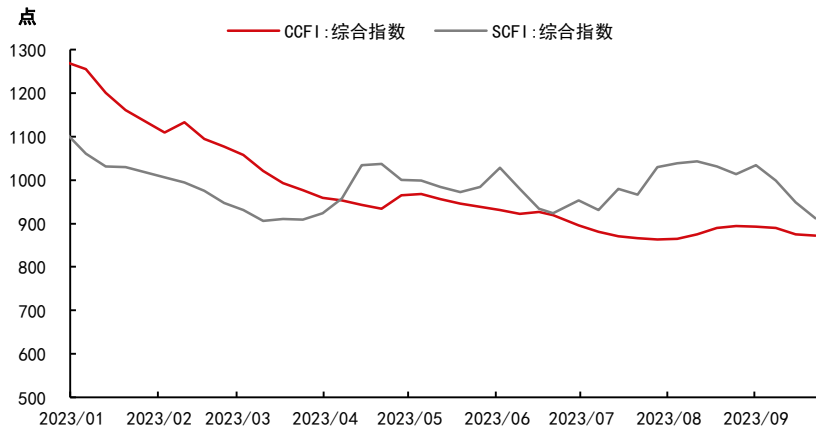
白电外销-季节性（产业在线）



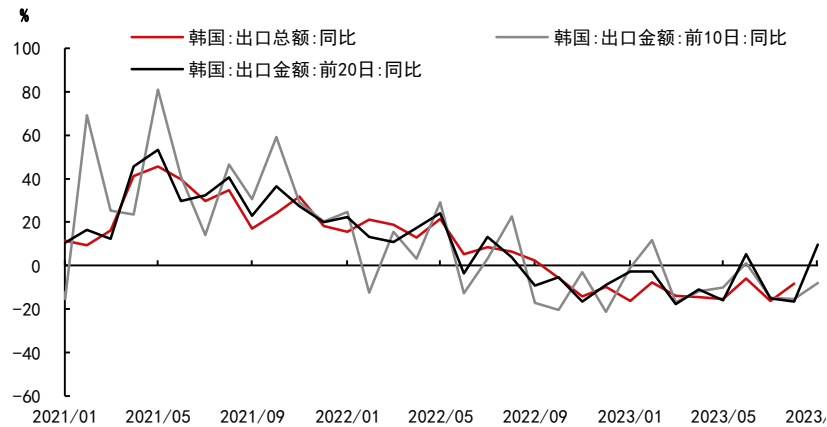
四、制造业需求——出口低位平稳

- 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。截至9月22日当周中国出口集装箱运价指数下跌0.4%。
- 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。9月上中旬韩国出口同比9.8%，增速显著提高，但持续性有待观察。

高频同步指标：中国出口集装箱运价指数



邻国出口：韩国8月出口同比-8.4%，降幅收窄



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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