

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

欧美经济边际分化，国内工业企业利润边际改善

——大宗商品宏观&中观周度观察20231008

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作参考之用，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。

- **节假日期间，美联储整体发言偏鹰，其中美联储理事及2023票委对于未来货币政策路径发言相对审慎：** 1) 美联储理事鲍曼：如果数据表明通胀进展停滞或恢复到2%的速度过慢，我仍愿意在未来会议上支持加息。进一步提高利率并将其维持在限制性水平上一段时间可能是合适的。2) 美联储威廉姆斯：美联储的利率已达到或接近峰值水平。认为有足够的迹象表明通胀压力正在减弱。3) 美联储古尔斯比：尚未决定在下次会议上采取何种行动。4) 美联储卡什卡利：仅仅因为油价上涨并不足以支持进一步加息。预计美联储明年将保持利率稳定。**美联储非2023票委发言直白激进：** 1) 美联储梅斯特：可能需要在2023年再次加息，并保持一段时间。美联储可能已经接近或达到利率目标的峰值。如果当前经济形势持续，很可能在下次会议上支持加息。2) 美联储博斯蒂克：预计下一步行动是在明年年底将进行一次25个基点的降息。当前市场预计11月美联储“按兵不动”概率为70%。
- **美国9月制造业非制造业PMI靠拢荣枯线。** 美国9月ISM制造业PMI49（预期47.7，前值47.6）；9月ISM非制造业PMI53.6，（预期53.6，前值54.5）。制造业PMI数据受到自2022年7月以来最快的生产增长以及工厂就业扩张的提振，新订单指数虽然仍处于萎缩水平，但也升至一年多高点。其中对新订单增长主要拉动行业为杂项制造、食品烟草、非金属矿物产品；对生产主要拉动行业为初级金属、杂项制造、食品烟草。非制造业新订单大幅收缩拖累整体PMI，而物价PMI韧性或显示非制造业面临滞胀风险。此外，美国8月耐用品订单月率 0.2%，预期-0.50%，前值-5.20%。细分中国防新订单大幅增长，运输订单持平，核心新订单温和增长。
- **抵押贷款利率高位拖累地产需求增长，8月美国新屋、成屋销售不及预期。** 美国8月新屋销售总数年化 67.5万户，预期70万户，前值71.4万户。8月新屋销售年化月率 -8.7%，预期-2.20%，前值4.40%。美国8月成屋销售总数年化 404万户，预期410万户，前值407万户。美国地产前期触底反弹，需求回暖叠加成屋低库存边际收紧美国地产基本面，支撑美国房价再度上涨。随着美联储鹰派态度支撑美债长端利率，30FRM创新高，新屋购买成本占收入百分比触及年内高点，地产需求端再度承压。

- **专业与商业服务新增带动美国8月职位空缺超预期。**美国8月JOLTs职位空缺961万人（预期 880，前值882.7）。细分中专业商业服务录得显著职缺增长，制造业、教育保健及医疗行业录得职缺正增长；贸易运输、零售、休闲酒店、餐饮业职位空缺下降。尽管单一行业超预期发展，美国总体职位空缺仍然保持下行趋势。此外，从劳工流动情况来看，8月裁员与离职率持平前值，劳工流动边际停滞，8月职缺超预期增长并未引发劳工流动。
- **9月新增非农超预期，劳动力市场松紧基本持平。**美国9月季调后非农就业人口33.6万人，预期17万人，前值18.7万人，9月新增非农人数突破前期下行趋势。**9月失业率3.8%，劳动力参与率62.8%，失业率与劳动力参与率持平，劳动力市场松紧程度持平。**新增就业细分当中，休闲酒店业就业增长亮眼，其余服务业、制造业均录得不同程度就业增长。信息业9月再度裁员，力度边际减弱。**9月商品生产工时下滑，服务生产工时持平。**9月商品生产工时由前值40.6回落至40.5小时；服务生产工时维持32.6小时。商品生产人员薪资9月环比持平0.21%，服务生产人员薪资变比边际加速至0.4%。
- **9月欧元区通胀超预期降温；服务业带动9月欧元区PMI边际改善，欧元区经济前瞻仍处收缩区间。**欧元区9月CPI年率初值 4.3%（预期4.50%，前值5.20%）。欧元区9月核心CPI年率初值 5.5%（预期5.7%，前值6.2%）。欧元区9月综合PMI初值 47.1（预期46.5，前值46.7）。制造业PMI初值 43.4（预期44，前值43.5）。服务业PMI初值 48.4（预期47.7，前值47.9）。9月欧元区收缩持续，但增速边际改善。总体来看，欧元区制造业服务业需求环境仍在恶化，制造业持续拖累欧元区经济前瞻，服务业对经济正向支撑出现松动；内需疲软的同时出口订单下降，挤压订单快速下降。9月通胀超预期降温+经济前瞻持续承压料使欧央行鹰派态度松动。

- **社融：新增社融不及预期，居民部门信贷走弱。** 7月新增社融5282亿元，不及市场预期的1.1万亿，同比少增2503亿；新增人民币贷款3459亿元，同比少增3498亿元，达到近年同期最低。7月社融和信贷数据不及预期主因为：（1）信贷数据在银行二季度冲量后季节性回落；（2）地产销售低迷、居民提前偿贷等导致居民部门新增贷款明显回落。
- **财政：收入增速放缓，支出跌幅扩大。** 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，7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，基建相关支出增速放缓，债务付息也保持高增长。
- **地产：投资边际转弱，竣工依旧高增。** 地产投资转弱主要是因为：1) 地产企业现金流偏紧现象维持，拿地意愿不足，7月新开工同比再度回落；2) 7月商品房销售较6月复合同比继续转弱，居民脉冲式购房需求释放后，刚需和改善需求不足。预计在“房住不炒”的大背景下，地产在今年的主要责任是“保民生、保稳定”。
- **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。
- **工业企业利润边际改善。** 1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46558.2亿元，同比下降11.7%，降幅比1—7月份收窄3.8个百分点。规模以上工业企业实现营业收入84.33万亿元，同比下降0.3%。产成品存货6.15万亿元，增长2.4%。本次的好转是一个触底回升的信号，但是其持续性仍需持续关注实际需求的情况。8月工业企业利润数据反映目前工业企业或能开启补库周期，关注近期拉动内需政策能否推动内生动能进一步改善。

■ 建筑业景气度跟踪：边际改善，但仍偏弱

- **房地产：弱稳。**新房与二手房成交剔除节日因素后总体平稳，但仍偏弱。
- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**螺纹表观消费仍明显弱于去年；节日因素导致水泥出库量减少。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**过去两周(9月23-10月6日)，玻璃库存变化较小，剔除节日因素玻璃表观消费变化不大。节前一周，PVC表观消费显著增加，库存下降；国庆期间，PVC表观消费回落，库存上升。
- **基建中观高频跟踪：**节前一周，石油沥青开工率回落1.0个百分点；铜杆开工率提高10.5个百分点至79.4%，需求可能阶段性好转；球墨铸铁管加工费环比持平。
- **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：继续改善

- **PMI：继续改善。**9月制造业PMI回升0.5个百分点至50.2%。
- **发电量：同比回升。**节前一周，电厂煤耗高于去年同期。9月中旬全口径发电量环比0.7%，同比6.4%（前值1.9%）。
- **汽车：加快增长。**9月1-24日，乘用车市场零售125.6万辆，同比去年同期增长13%，较上月同期增长6%。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。**节前一周中国出口集装箱运价指数环比下跌2.3%；9月越南出口环比回落，但同比由降转增。

■ 总结：继续改善，但仍偏弱

- **商品房销售季节性波动总体弱稳，土地成交仍较弱，房地产仍偏弱。**
- **基建指标有所改善，但整体不强。**
- **PMI显示制造业进一步改善，出口弱稳。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 欧美经济边际分化，联储表态偏鹰

美国宏观&中观 美国非农超预期，制造业PMI改善

欧洲经济 欧元区通胀降温，经济前瞻仍承压

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：欧美经济边际分化，联储表态偏鹰

- 美国方面，节假日期间美联储整体发言偏鹰，其中美联储理事及2023票委对于未来货币政策路径发言相对审慎。**受美国非农数据影响，当前市场预计11月美联储“按兵不动”概率由81降至70%。**美国9月季调后非农就业人口33.6万人，预期17万人，前值18.7万人，9月新增非农人数突破前期下行趋势。**9月失业率3.8%，劳动力参与率62.8%，失业率与劳动力参与率持平，劳动力市场松紧程度持平。美国9月制造业非制造业PMI靠拢荣枯线：制造业PMI数据受到自2022年7月以来最快的生产增长以及工厂就业扩张的提振，新订单指数虽然仍处于萎缩水平，但也升至一年多高点，非制造业新订单大幅收缩拖累整体PMI，而物价PMI韧性或显示非制造业面临滞胀风险。抵押贷款利率高位拖累地产需求增长，8月美国新屋、成屋销售不及预期。美国30FRM利率创新高，新屋购买成本占收入百分比触及年内高点，地产需求端再度承压。**欧洲方面，9月欧元区通胀超预期降温；服务业带动9月欧元区综合PMI边际改善，欧元区制造业、经济前瞻仍处收缩区间。**9月通胀超预期降温与经济前瞻持续承压料使欧央行鹰派态度松动。

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 | 49.1 | 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 | 49 | 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 | 39.6 | 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 | 44.2 | 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 | 46.8 | 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 | 49.6 | 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 | 50.3 | 52.9 | 53.5 | 51.8 | 51.5 | 52.4 | 52.8 | 51.7 | 49.2 | 47.2 | 48.4 | 48.1 | 49.7 |
| 西班牙 | 47.7 | 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 | 51.5 | 48 | 48.2 | 50.1 | 51.6 | 53 | 48.5 | 50.6 | 48.5 | 47.5 | 48 | 49.8 | 50.9 |
| 英国 | 44.3 | 43 | 45.3 | 46.5 | 47.1 | 47.8 | 47.9 | 49.3 | 47 | 45.3 | 46.5 | 46.2 | 48.4 |
| 日本 | 48.5 | 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 | 50.2 | 49.7 | 49.3 | 49 | 48.8 | 49.2 | 51.9 | 52.6 | 50.1 | 47 | 48 | 49.2 | 50.1 |
| 印度 | 57.5 | 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 | 49 | 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 | 54.5 | 52.7 | 52.1 | 52.6 | 53.5 | 52.6 | 53.2 | 53.6 | 52.6 | 53 | 53.2 | 50.7 | 52 |
| 南非 | 46.6 | 50.7 | 44.77404 | 45.5 | 49.7 | 45.8 | 49 | 48.9 | 49.2 | 50.4 | 59.5 | 55 | 49.5 |
| 越南 | 49.7 | 50.5 | 48.7 | 46.2 | 45.3 | 46.7 | 47.7 | 51.2 | 47.4 | 46.4 | 47.4 | 50.6 | 52.5 |

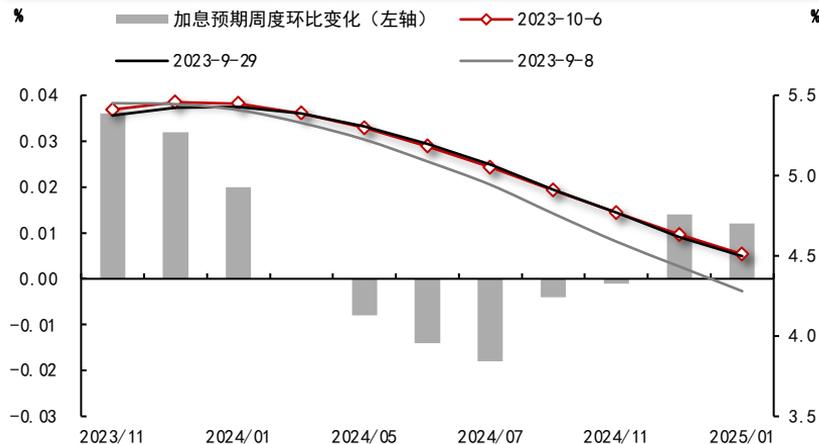
■ 节假日期间，美联储整体发言偏鹰，其中理事与今年票委发言相对审慎：

- **美联储理事及2023票委对于未来货币政策路径发言相对审慎：** 1) 美联储理事鲍曼：如果数据表明通胀进展停滞或恢复到2%的速度过慢，我仍愿意在未来会议上支持加息。进一步提高利率并将其维持在限制性水平上一段时间可能是合适的。2) 美联储威廉姆斯：美联储的利率已达到或接近峰值水平。认为有足够的迹象表明通胀压力正在减弱。3) 美联储古尔斯比：尚未决定在下次会议上采取何种行动。4) 美联储卡什卡利：仅仅因为油价上涨并不足以支持进一步加息。预计美联储明年将保持利率稳定。
- **美联储非2023票委发言直白激进：** 1) 美联储梅斯特：可能需要在2023年再次加息，并保持一段时间。美联储可能已经接近或达到利率目标的峰值。如果当前经济形势持续，很可能在下次会议上支持加息。2) 美联储博斯蒂克：预计下一步行动是在明年年底将进行一次25个基点的降息。

市场加息预期升温



非农数据提振市场短端加息预期

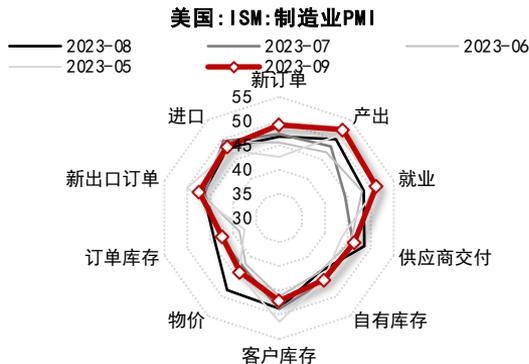


美国PMI：美国9月制造业再度边际改善，服务业增长放缓

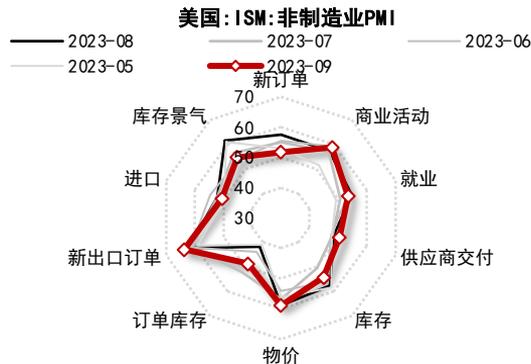
- 美国9月制造业非制造业PMI靠拢荣枯线。美国9月ISM制造业PMI49（预期47.7，前值47.6）；9月ISM非制造业PMI53.6，（预期53.6，前值54.5）。制造业PMI数据受到自2022年7月以来最快的生产增长以及工厂就业扩张的提振，新订单指数虽然仍处于萎缩水平，但也升至一年多高点。其中对新订单增长主要拉动行业为杂项制造、食品烟草、非金属矿物产品；对生产主要拉动行业为初级金属、杂项制造、食品烟草。非制造业新订单大幅收缩拖累整体PMI，而物价PMI韧性或显示非制造业面临滞胀风险。

- 美国8月耐用品订单月率 0.2%，预期-0.50%，前值-5.20%。细分中国防新订单大幅增长，运输订单持平，核心新订单温和增长。

9月美国制造业PMI细分边际改善



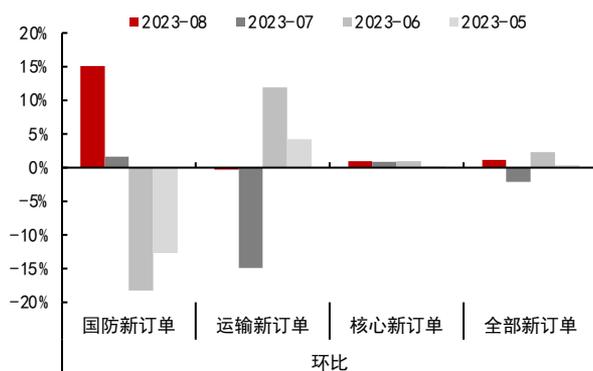
非制造业新订单收缩，物价持平



9月制造业与非制造业PMI分化收敛



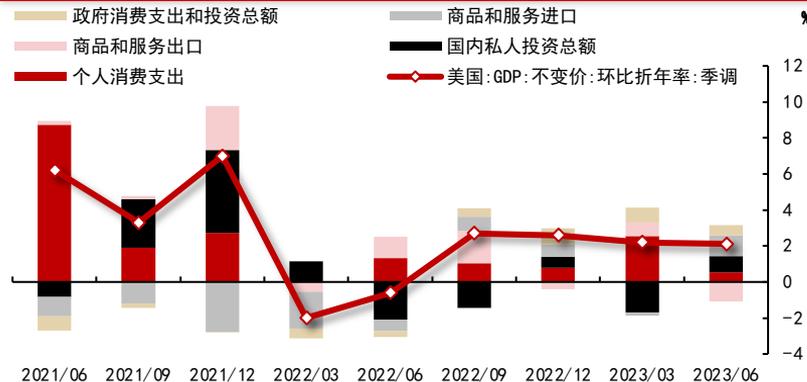
国防订单增长亮眼



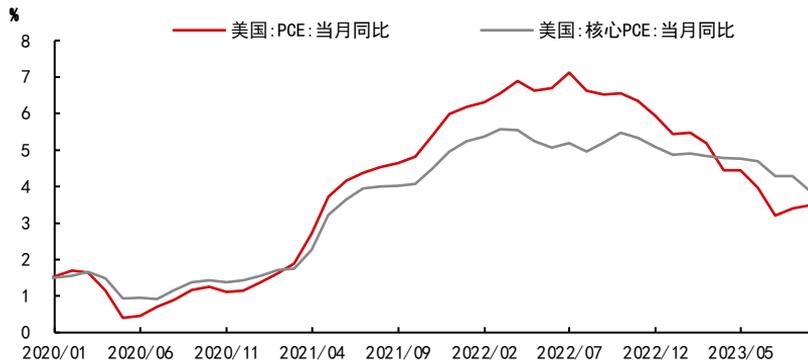
美国PCE：8月PCE同比基本符合预期，个人消费者支出存忧

- **美国23Q2GDP终值符合预期，消费支出终值下调。**美国第二季度实际GDP年化季率终值 2.1%（预期2.1%，前值2.10%）。美国第二季度实际个人消费支出季率终值 0.8%（预期1.7%，前值1.7%）。
- **8月PCE增速小幅低于预期，核心PCE增速符合预期。**美国8月PCE物价指数年率 3.3%（预期 3.50%，前值3.30%）；核心PCE物价指数年率 3.9%（预期3.90%，前值4.20%）。8月个人消费支出不变价环比0.05%，同比2.29%。细分中商品消费支出环比下降，服务支出边际减速。

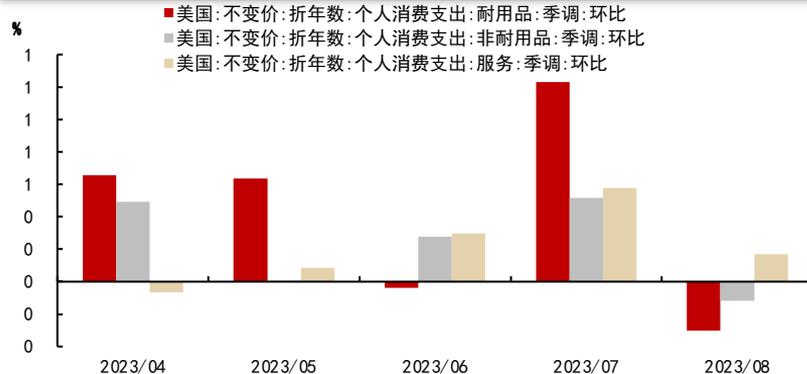
美国23Q2GDP终值符合预期



8月PCE增速小幅低于预期，核心PCE增速符合预期



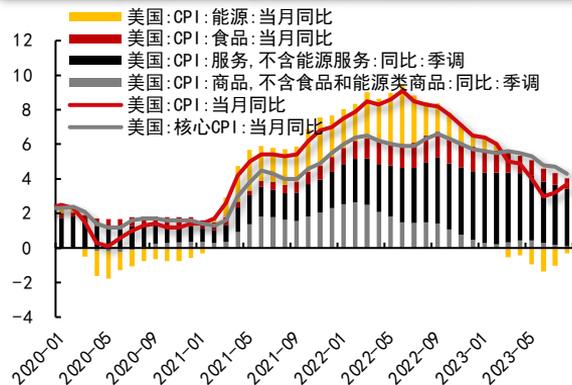
8月个人消费支出偏弱



■ 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



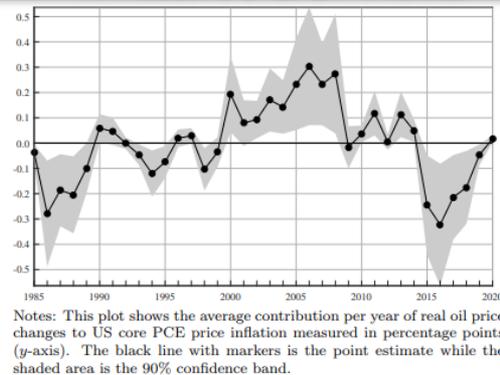
通胀四大分类



油价与CPI私人运输



WTI油价对于核心PCE贡献



美国地产：抵押贷款利率高位拖累地产需求增长

■ 8月美国新屋、成屋销售不及预期。

美国8月新屋销售总数年化 67.5万户，预期70万户，前值71.4万户。8月新屋销售年化月率 -8.7%，预期-2.20%，前值4.40%。美国8月成屋销售总数年化 404万户，预期410万户，前值407万户。

- **抵押贷款利率高位拖累地产需求增长。**美国地产前期触底反弹，需求回暖叠加成屋低库存边际收紧美国地产基本面，支撑美国房价再度上涨。随着美联储鹰派态度支撑美债长端利率，30FRM创新高，新屋购买成本占收入百分比触及年内高点，地产需求端再度承压。

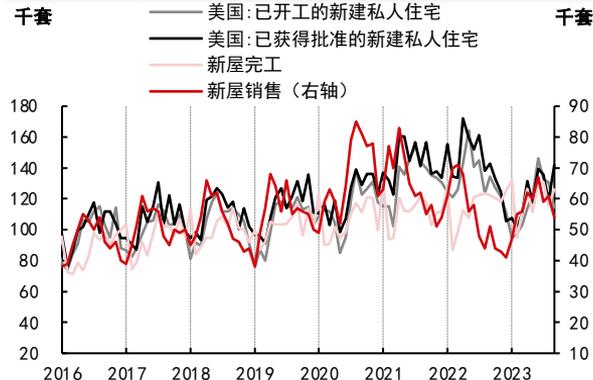
8月新屋、成屋销售不及市场预期



30FRM、新屋成本占收入百分比创新高



美国地产需求短期修复受阻



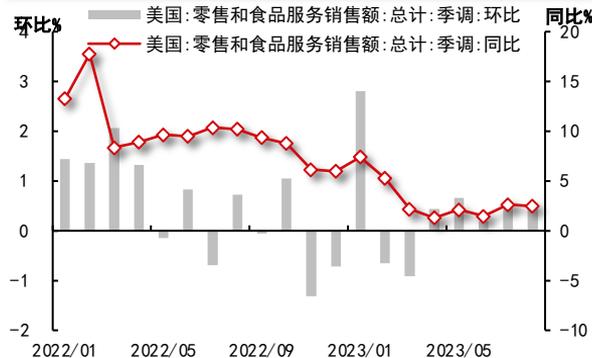
成屋签约暗淡拖累建筑商情绪



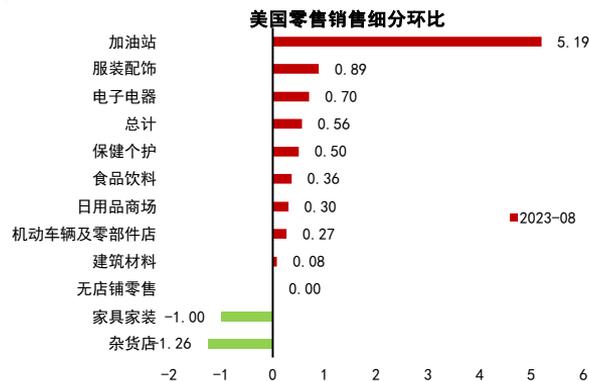
美国消费：加油站消费带动8月零售超预期增长

- **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。

零售销售同比与环比

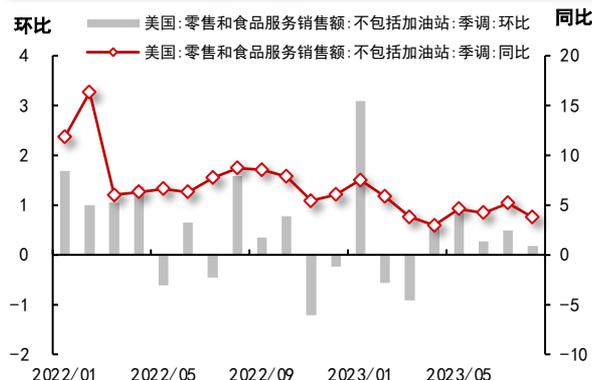


8月加油站零售销售大幅环比上涨



- **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。

零售销售除加油站



加油站消费与除加油站零售消费互斥



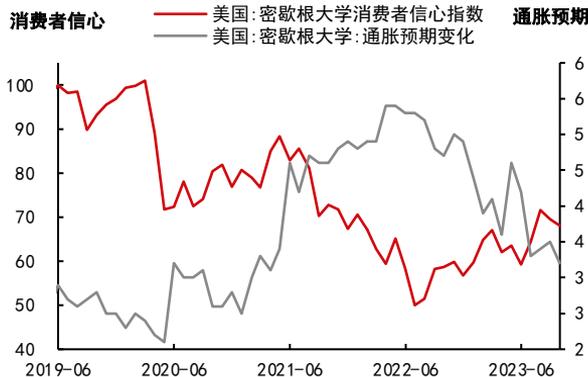
美国消费：9月消费者信心与通胀预期齐降

■ 9月消费者信心与通胀预期齐降。

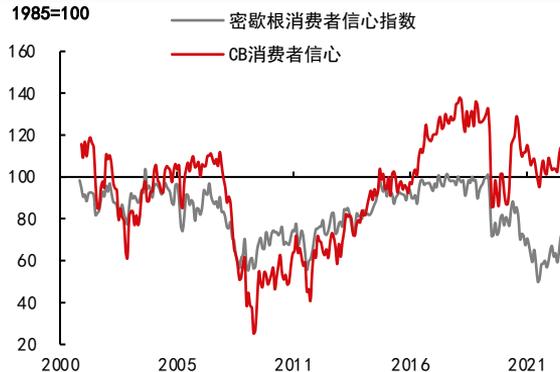
美国9月密歇根大学消费者信心指数终值 68.1（预期67.7，前值69.5）；9月一年期通胀率预期3.2%（预期3.20%，前值3.5%）。美国9月谘商会消费者信心指数103（预期105.5，前值106.1）。

- 咨商会消费者信心细分中，消费者财务状况感知与预期改善纠结，耐用品、房屋购买景气修复受阻。综合来看，或由于美国购屋成本高位，9月消费者信心修复受阻，通胀预期降温，料显示需求端疲软。

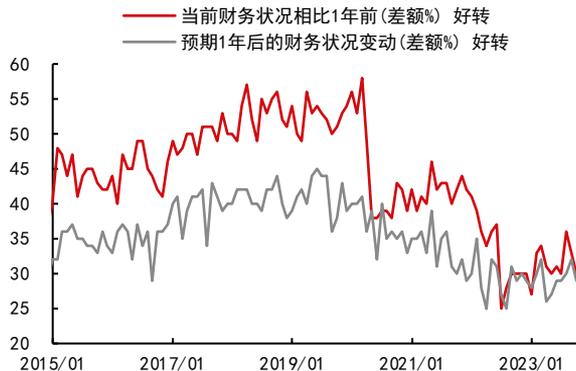
消费者信心维稳，通胀预期改善



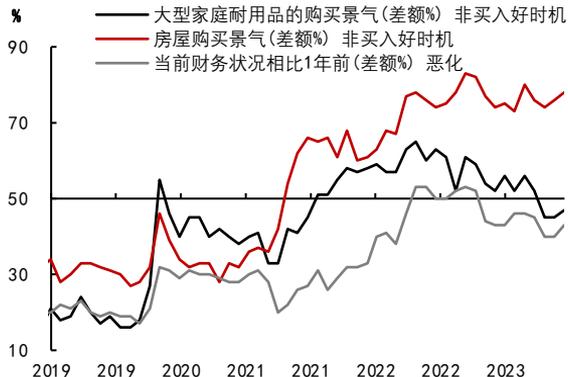
美国消费者信心缓慢恢复



居民当前财务状况好转比例略微下降

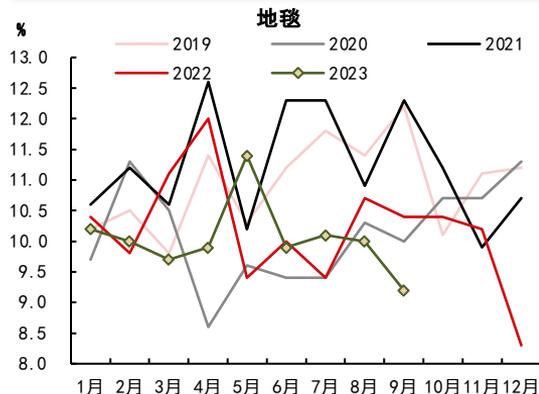


消费者信心细分恶化状况磨顶

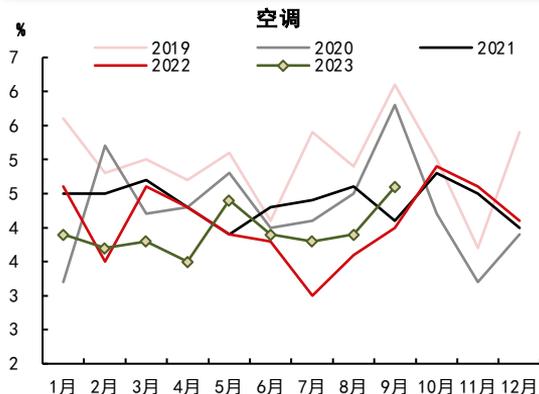


美国消费：地产需求弱势拖累地毯购买计划

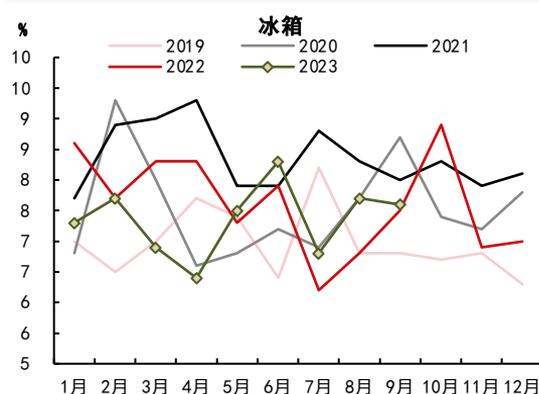
地毯购买计划占比



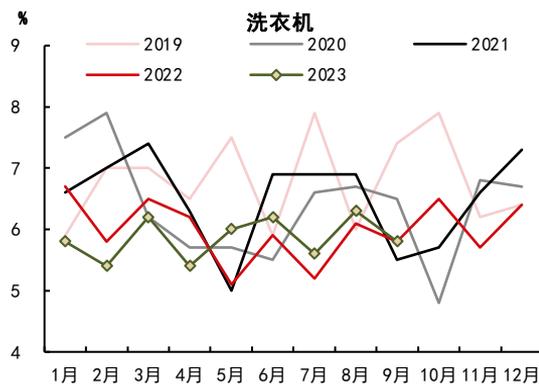
空调购买计划占比



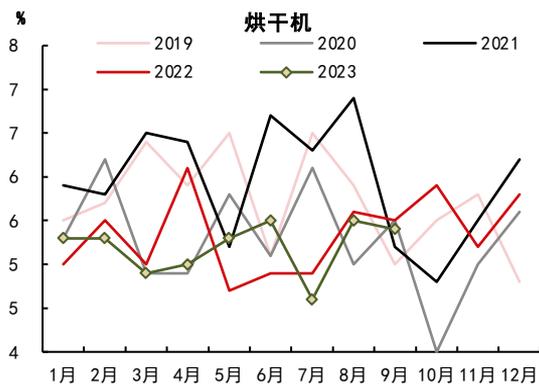
冰箱购买计划占比



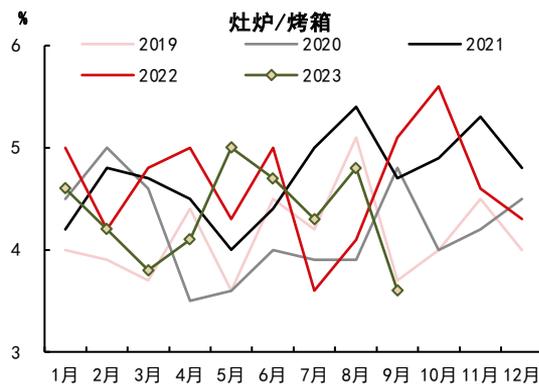
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比

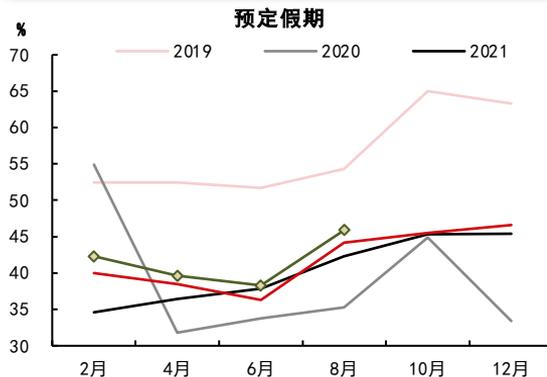


灶炉/烤箱购买计划占比

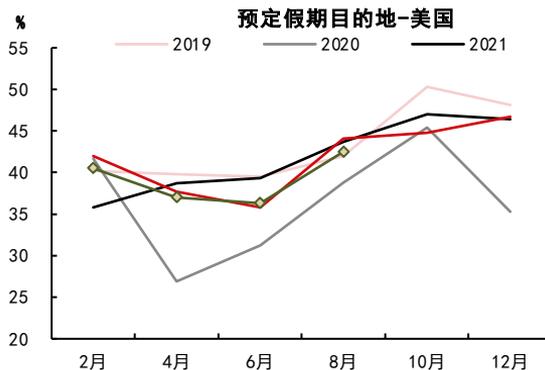


美国消费：美国消费者出境假期计划相对较强

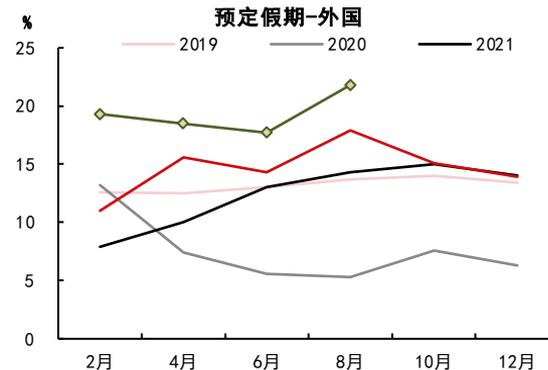
预定假期



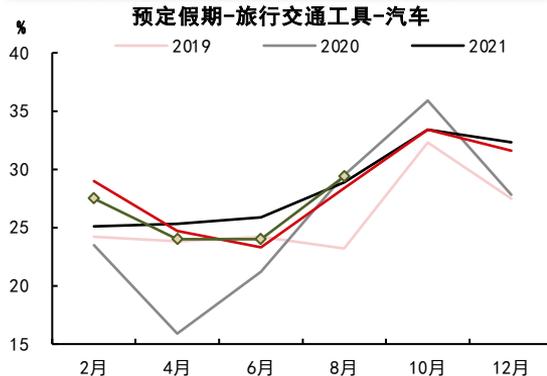
预定假期目的地-美国



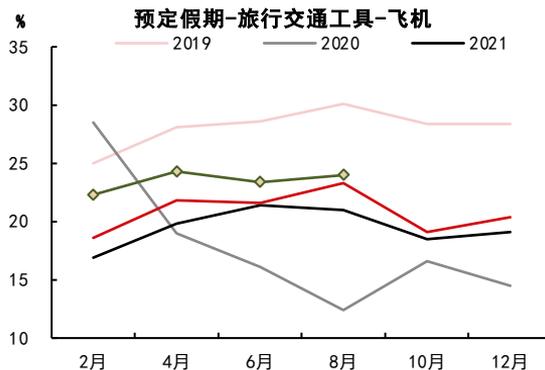
预定假期-外国



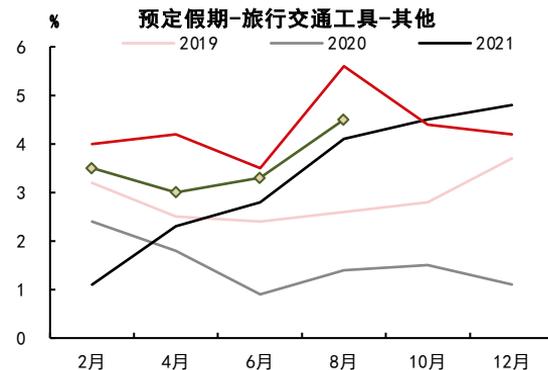
预定假期-旅行交通工具-汽车



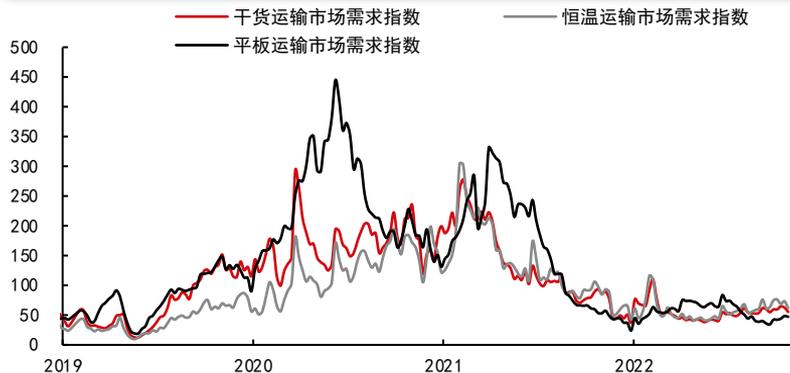
预定假期-旅行交通工具-飞机



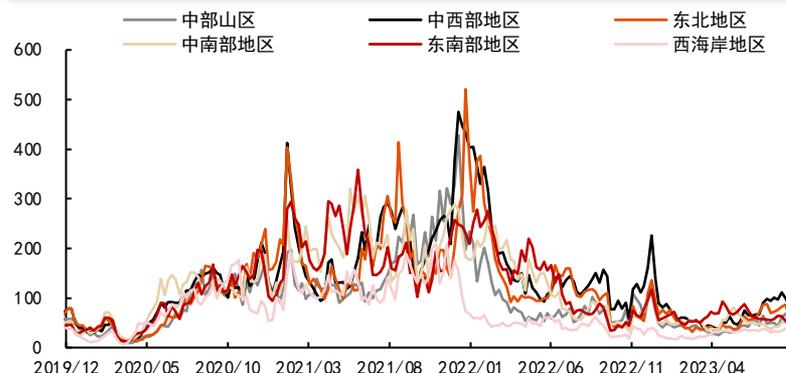
预定假期-旅行交通工具-其他



各类市场货运需求指数



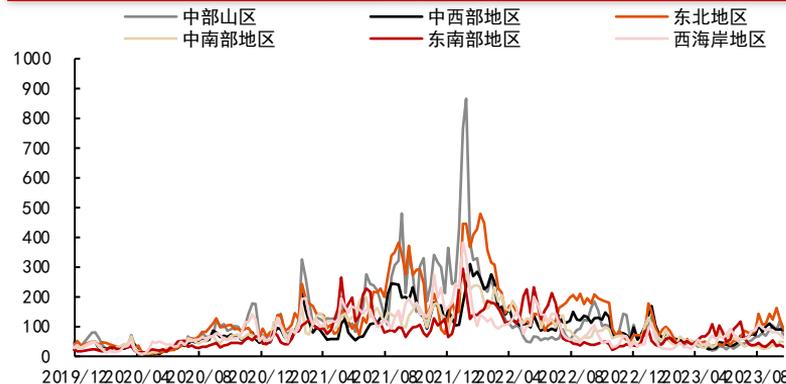
干货运输市场



平板运输市场

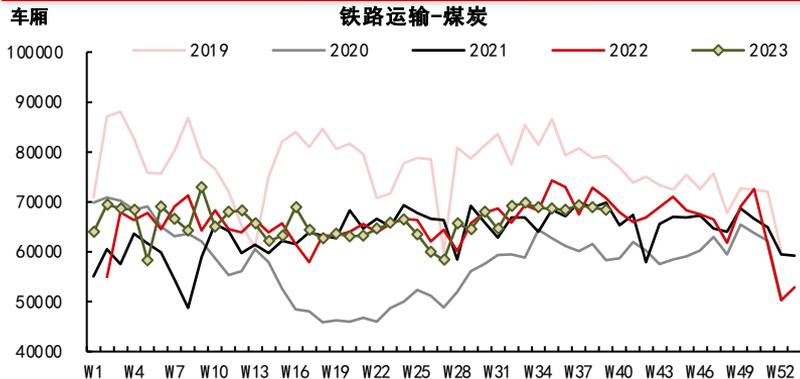


恒温运输市场

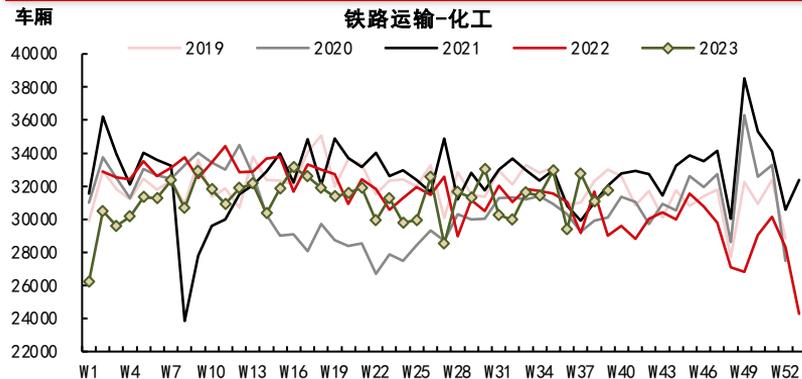


美国货运：谷物运输超季节性下降

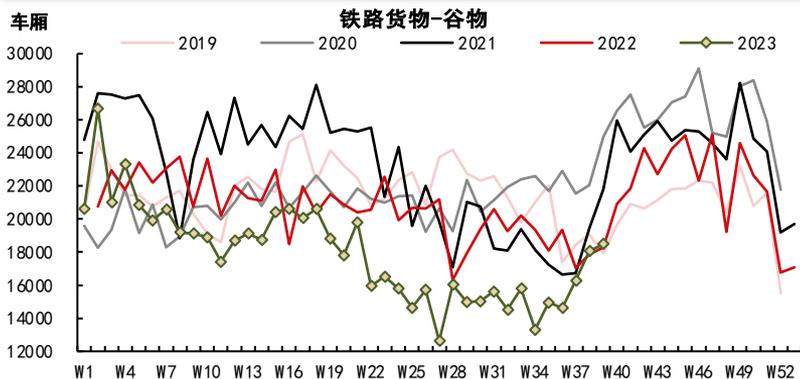
铁路周度运输量——煤炭



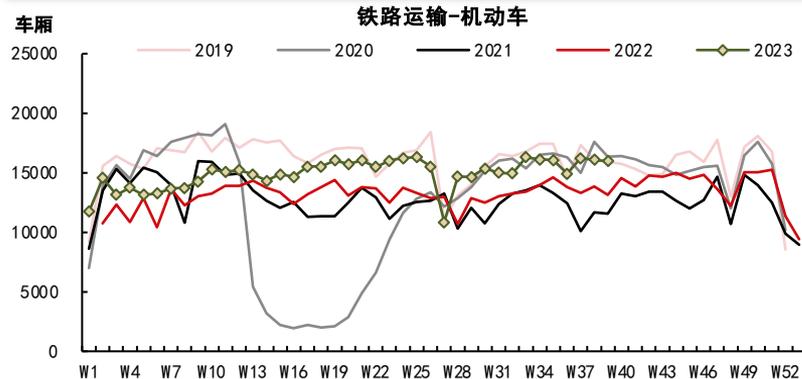
铁路周度运输量——化工



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：8月职位空缺意外上升

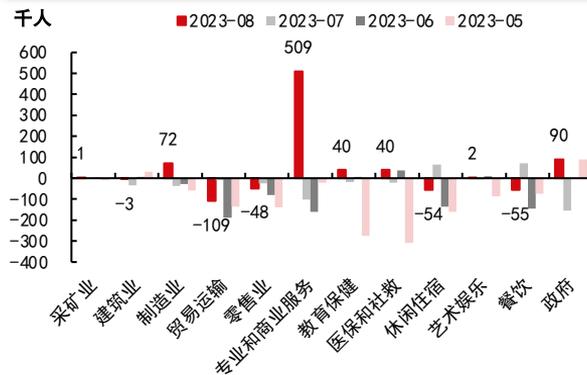
■ **专业与商业服务新增带动美国8月职位空缺超预期。**美国8月JOLTs职位空缺961万人（预期 880，前值882.7）。细分中专业商业服务录得显著职缺增长，制造业、教育保健及医疗行业录得职缺正增长；贸易运输、零售、休闲酒店、餐饮业职位空缺下降。尽管单一行业超预期发展，美国总体职位空缺仍然保持下行趋势。此外，从劳工流动情况来看，8月裁员与离职率持平前值，劳工流动边际停滞，8月职缺超预期增长并未引发劳工流动。

■ 从Indeed网站职位指数来看，美国总体职位公布仍处下行趋势，其中软件行业劳动力需求收缩明显。截至9月29日当周，仅零售与休闲服务职位公布指数录得小幅环比增长。

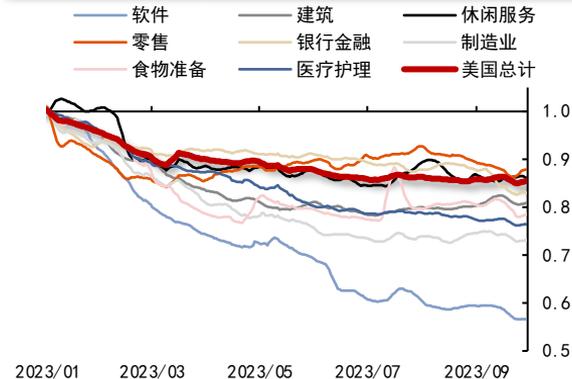
8月职位空缺意外上升



专业商业服务职缺增长亮眼



Indeed网站职位公布细分



9月29日当周Indeed职位空缺指数环比

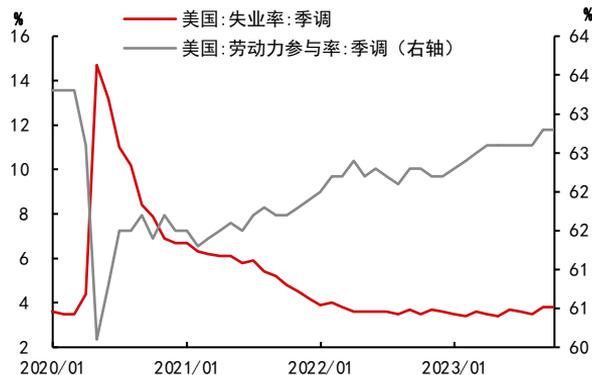


■ 9月新增非农超预期，劳动力市场松紧持平。美国9月季调后非农就业人口33.6万人，预期17万人，前值18.7万人，9月新增非农人数突破前期下行趋势。

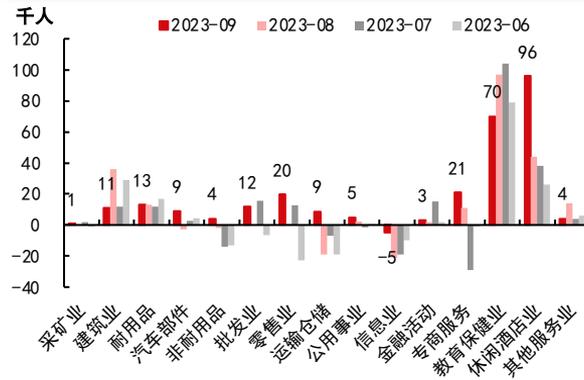
➢ 9月失业率3.8%，劳动力参与率62.8%，失业率与劳动力参与率持平，劳动力市场松紧程度持平。新增就业细分当中，休闲酒店业就业增长亮眼，其余服务业、制造业均录得不同程度就业增长。信息业9月再度裁员，力度边际减弱。

➢ 9月商品生产工时下滑，服务生产工时持平。9月商品生产工时由前值40.6回落至40.5小时；服务生产工时维持32.6小时。商品生产人员薪资9月环比持平0.21%，服务生产人员薪资变比边际加速至0.4%。

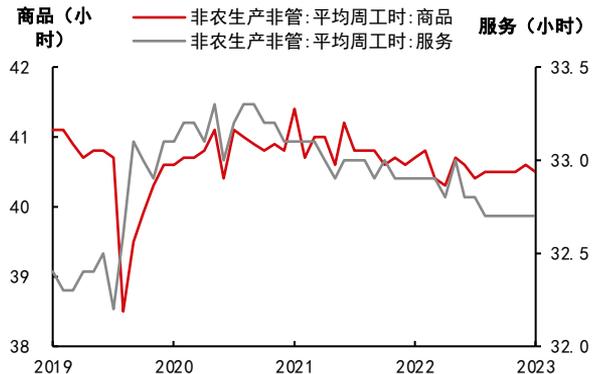
失业率、劳动力参与率持平前值



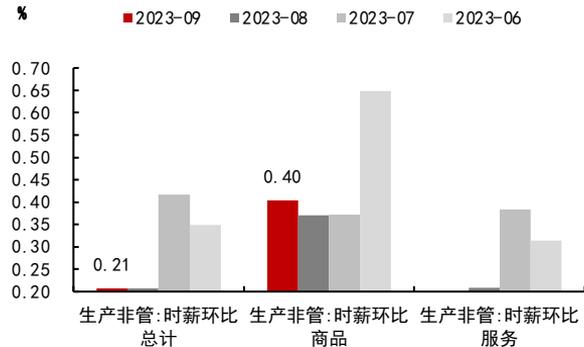
休闲酒店新增就业人数大幅增长



商品周工时回落，服务生产工时持平



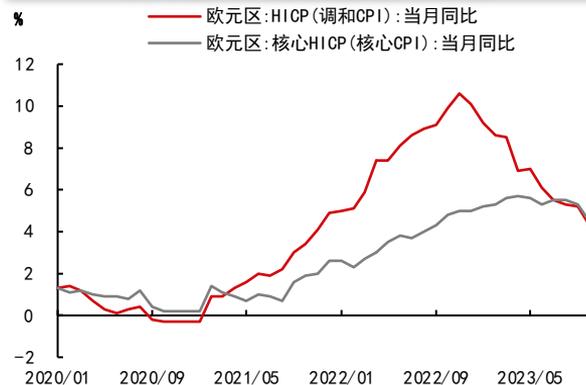
商品生产人力资本小幅边际加剧



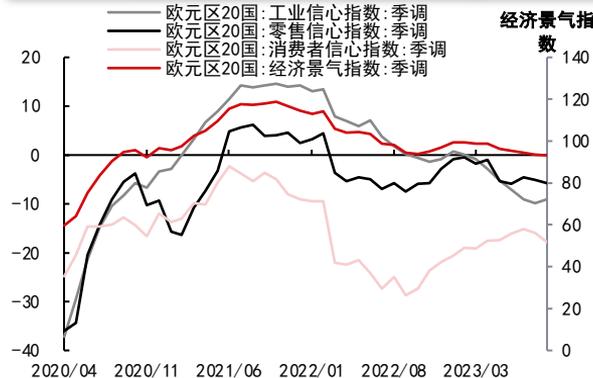
欧洲经济：欧元区通胀超预期降温，经济前瞻承压

- **9月欧元区通胀超预期降温。**欧元区9月CPI年率初值 4.3%（预期4.50%，前值5.20%）。欧元区9月核心CPI年率初值 5.5%（预期5.7%，前值6.2%）。
- **服务业带动9月欧元区PMI边际改善，欧元区经济前瞻仍处收缩区间。**欧元区9月综合PMI初值 47.1（预期46.5，前值46.7）。制造业PMI初值 43.4（预期44，前值43.5）。服务业PMI初值 48.4（预期47.7，前值47.9）。9月欧元区收缩持续，但增速边际改善。总体来看，欧元区制造业服务业需求环境仍在恶化，制造业持续拖累欧元区经济前瞻，服务业对经济正向支撑出现松动；内需疲软的同时出口订单下降，挤压订单快速下降。**9月通胀超预期降温+经济前瞻持续承压料使欧央行鹰派态度松动。**

欧元区9月通胀超预期降温



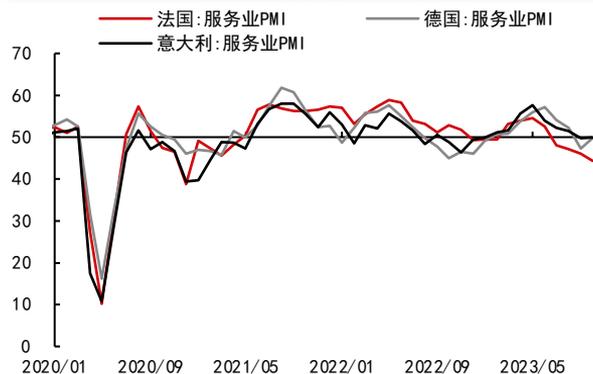
欧元区经济景气指数低迷



服务业带动欧元区PMI边际改善



9月德国服务业PMI改善



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。

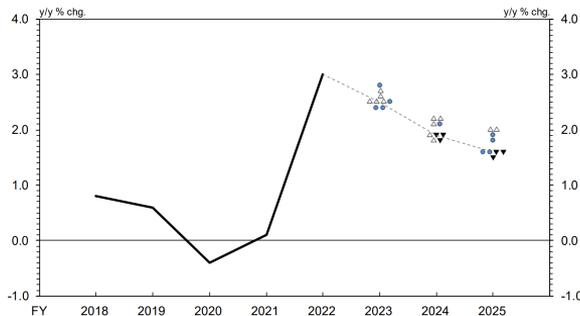
BOJ逐步调整YCC区间



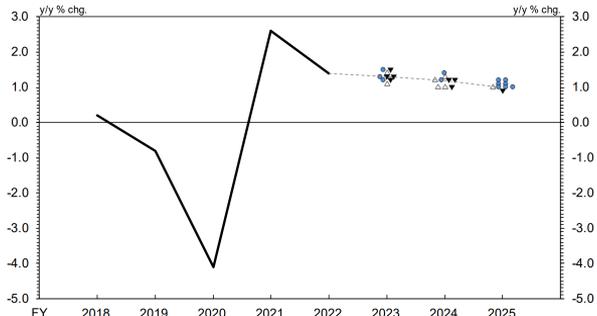
日本通胀与核心通胀



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

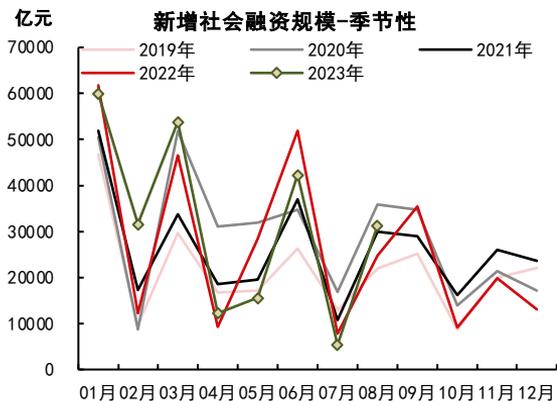
制造业 制造业投资改善，高技术行业增速较高

出口 基数效应带动出口增速边际改善

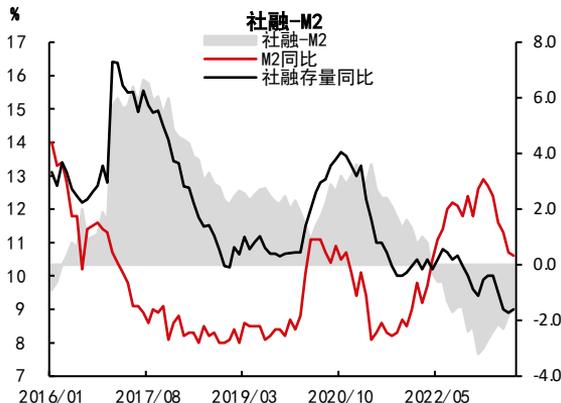
二、社融（总量）：社融增长加快，融资需求边际修复

- 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。

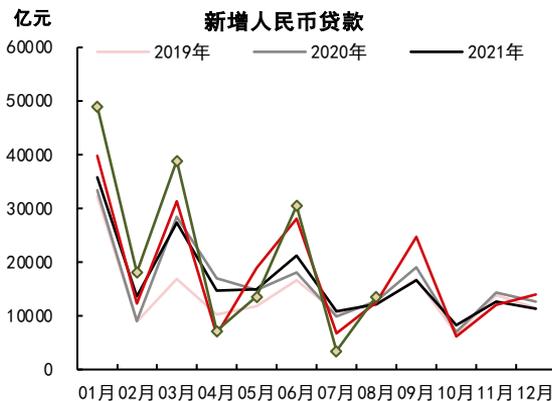
8月新增社融超市场预期



社融-M2差值环比收窄



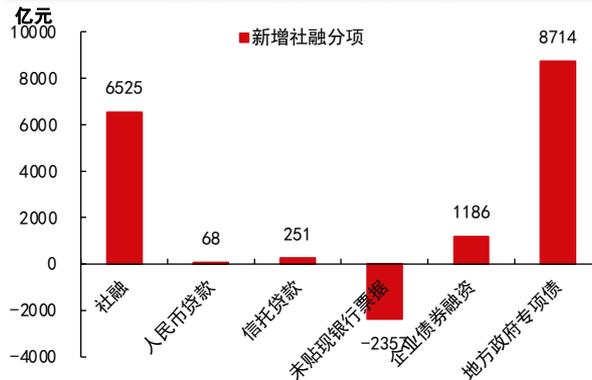
8月人民币信贷投放同比多增868亿元



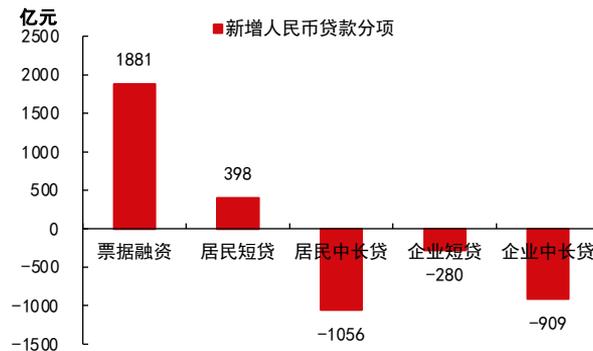
二、社融（结构）：政府债券净融资提速支撑社融

- 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。

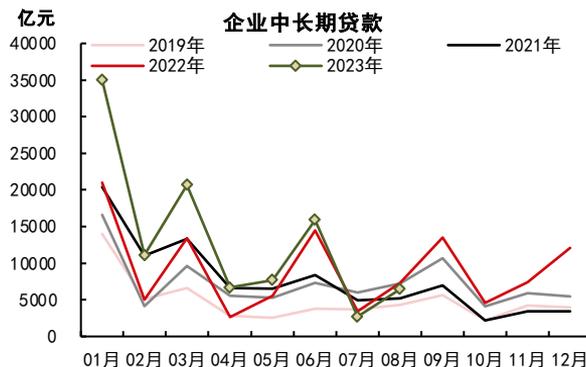
8月新增社融分项同比增减



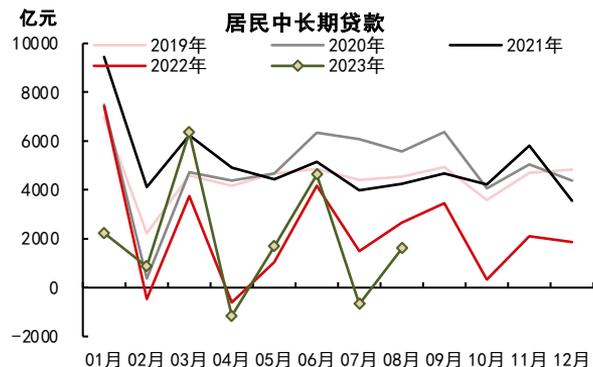
8月新增人民币贷款分项同比增减



企业部门中长期贷款有所回升



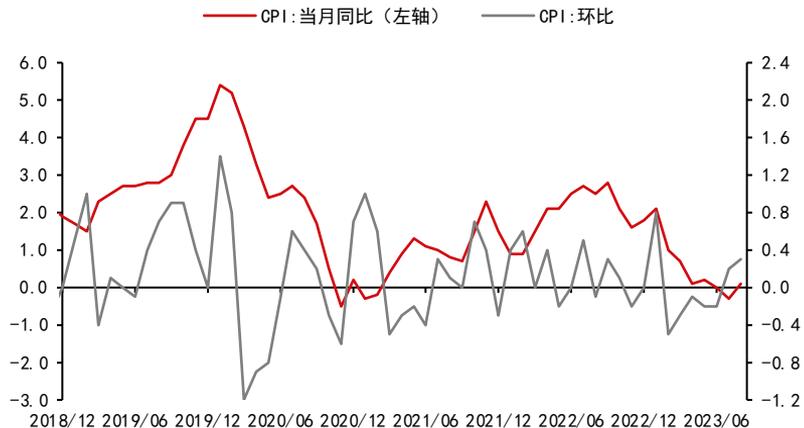
居民部门中长期贷款在同期低位



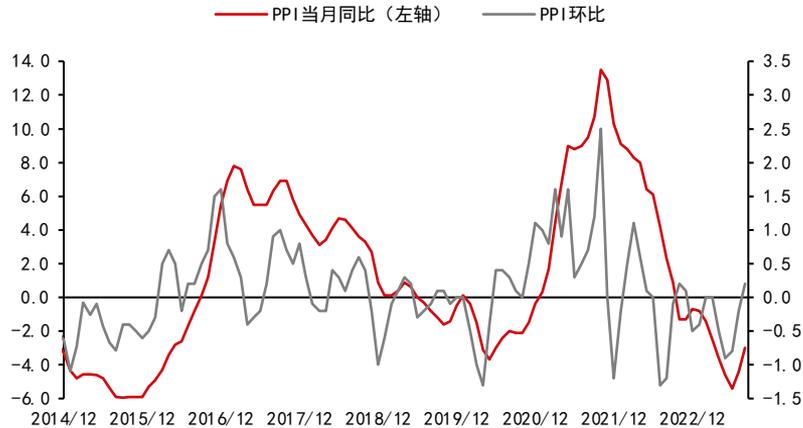
二、通胀：消费市场继续恢复，8月CPI同比由降转涨

- **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



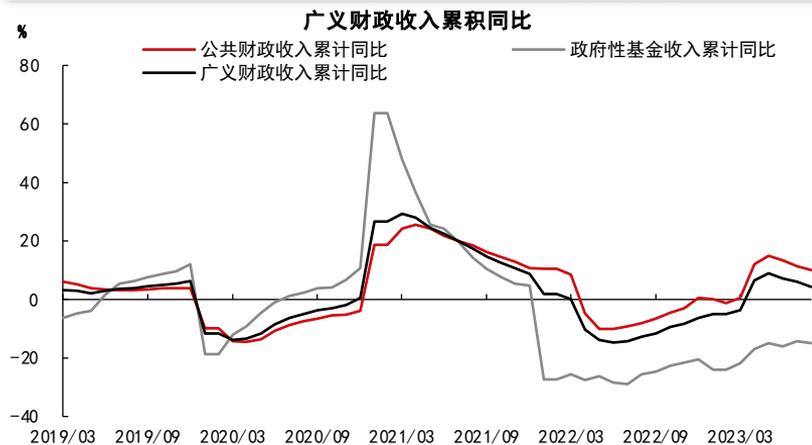
PPI同环比均有所回升



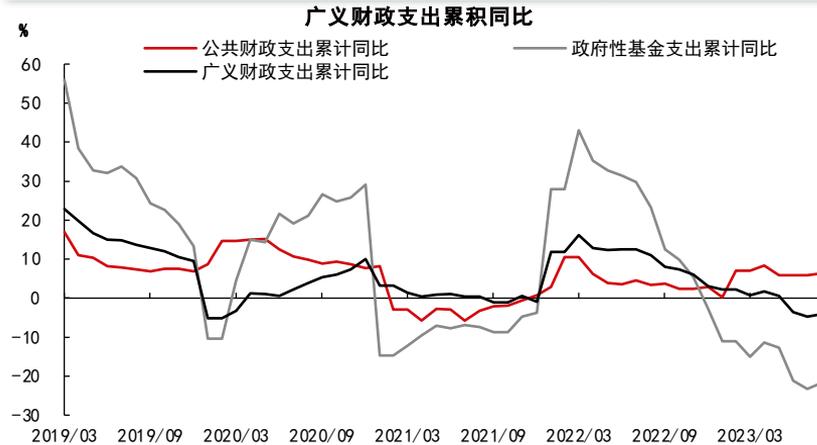
二、财政：低基数效应逐步减退，8月财政收入由增转降

- **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



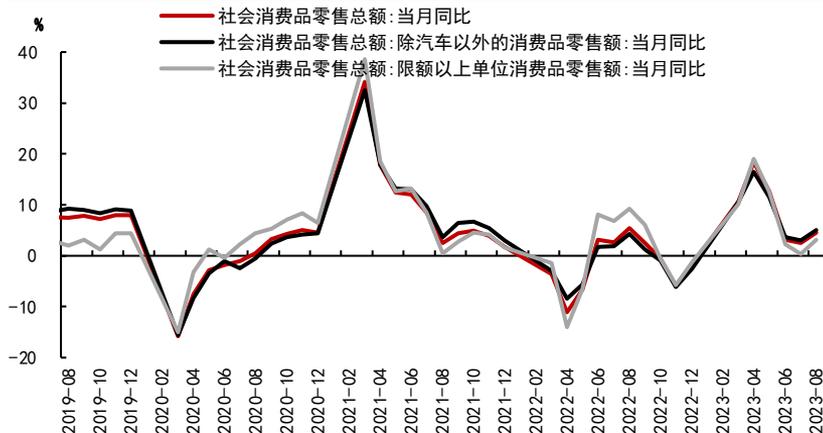
1-8月广义财政支出累计降幅收窄



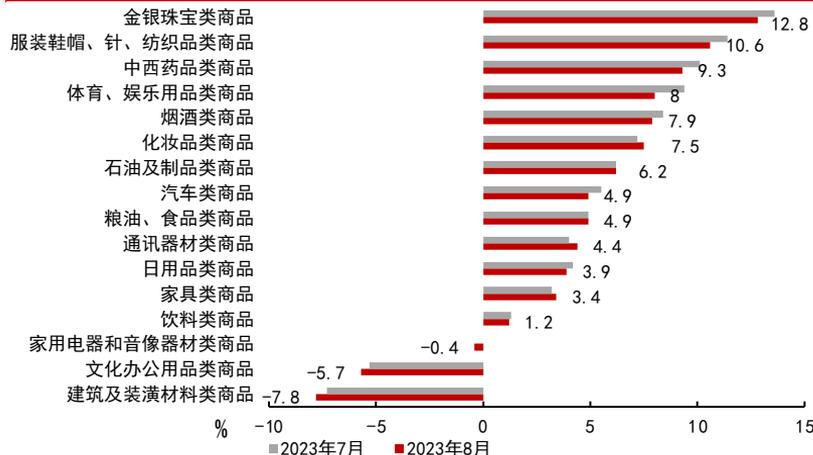
二、社零：社零增速超预期回升，可选消费改善明显

- **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



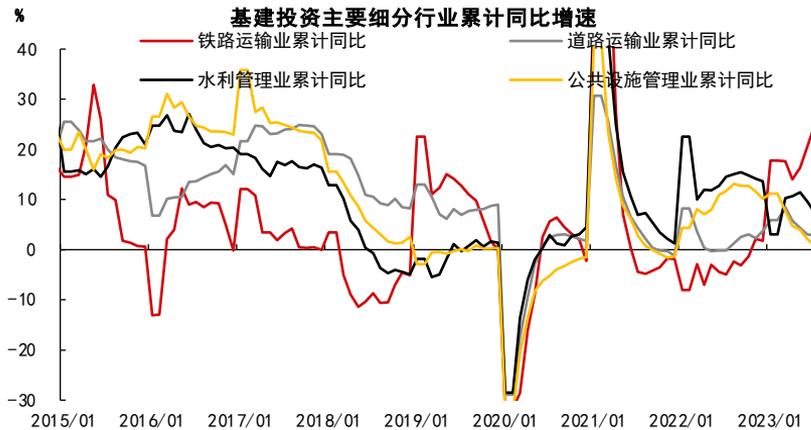
二、基建：上半年广义基建增速继续回落

- **1-7月基建增速回落**：1-7月广义基建累计同比为9.4%，较1-6月10.2%的增幅有所回升。
- 分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比25.4%，较上月回落1.6个百分点。交通运输、仓储和邮政业累计同比11.7%，较上月回升0.7个百分点。水利、环境和公共设施管理业累计同比11.7%，较上月回升0.7个百分点。
- 基建作为国内逆周期调节的主要手段，预计下半年还将会持续发力，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，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。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

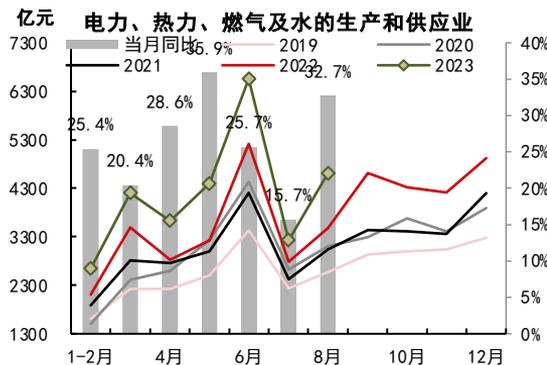


基建投资结构上有分化

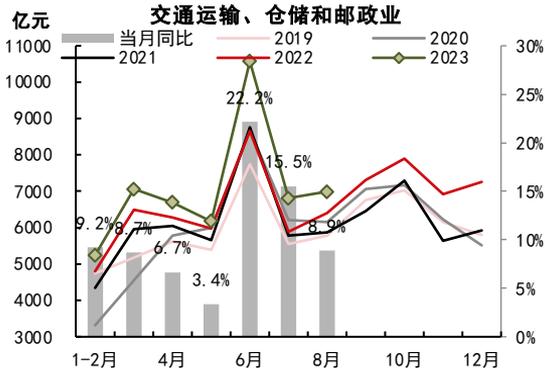


二、基建分项——三大分项增速有降有升

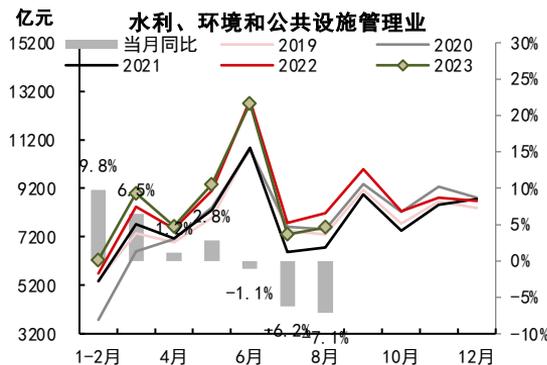
8月电力投资增速增加



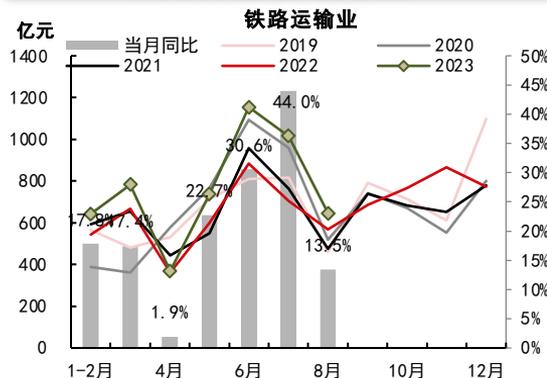
8月交通投资增速增加



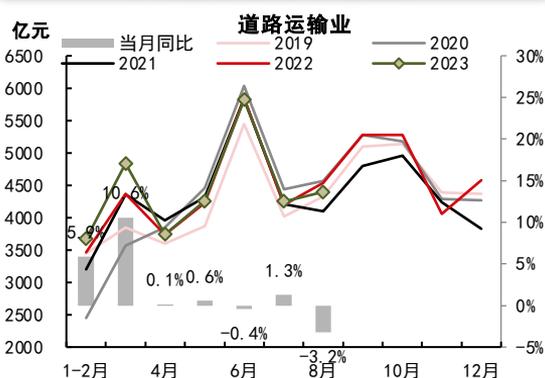
8月水利市政投资增速减少



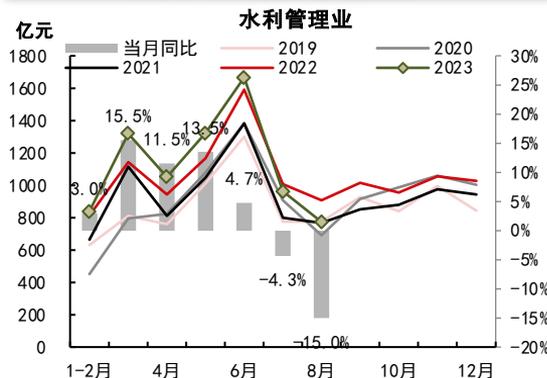
8月铁路投资增速减少



8月道路投资增速减少



8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

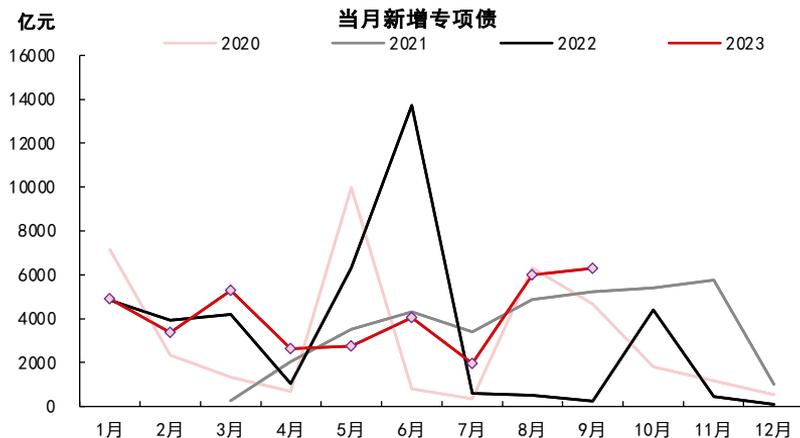
➢ **存量工具**：上半年专项债放量较缓，财政支出相对克制，导致上半年基建端实物工作量未有明显拉动，但也令下半年专项债空间较大，8-12月专项债理论区间为1.32~2.47万亿（1.15万亿元的结存限额，去年使用5029亿元）。近期监管部门通知地方，要求在专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕。截止至9月30日，一共发行3.72万亿，进度约98%，还剩722亿元。

➢ **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。

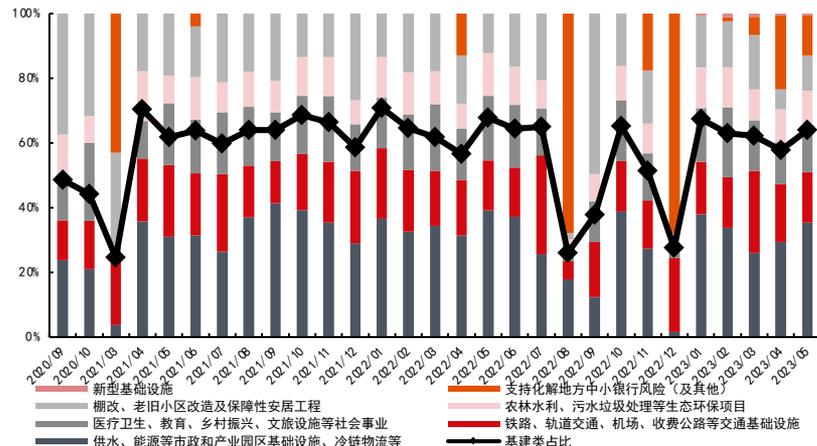
■ 时间传导：专项债传导需3个月；投向：结构性工具倾向于新基建→传统基建的需求拉动也将受限

■ 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）

1-9月专项债发行约37278亿元



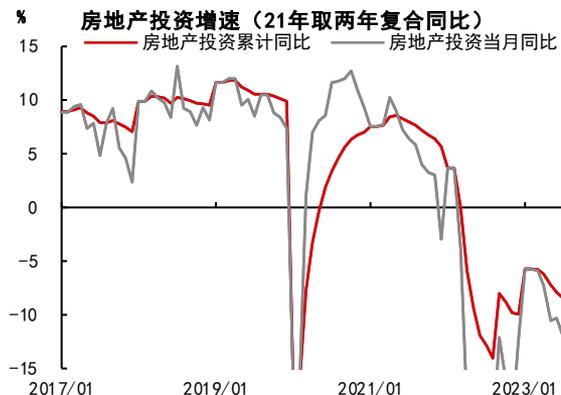
专项债资金投向情况



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。

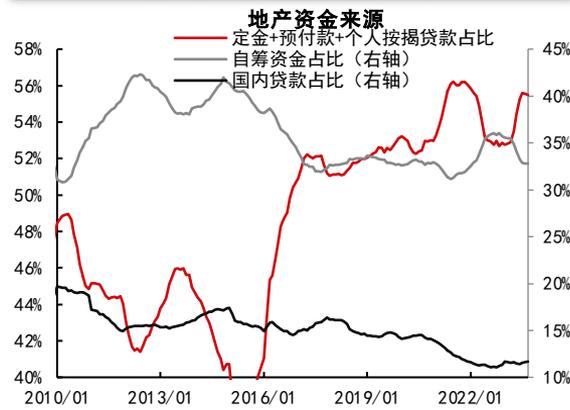
1-7月地产投资边际下滑



房地产开发投资完成额与到位资金



房地产资金来源占比



二、制造业：制造业投资改善，高技术行业增速较高

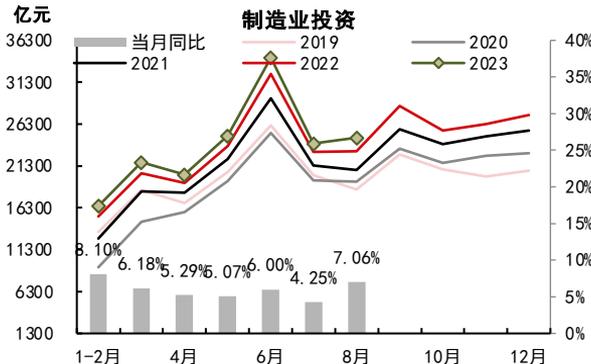
- 1-8月制造业累计同比为5.9%，较上月回升0.2个百分点。汽车、电气机械、专用设备高技术制造业行业投资增速维持高位。分企业类型来看，利润低迷下，民间企业扩张意愿仍然不足，当前或需关注如何更好撬动民间投资。1-8月，民间固定资产投资同比下降0.7%，较上月回落0.2个百分点。国有控股固定资产投资同比增长7.4%，较上月回落0.2个百分点。

- 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。

制造业投资增速回落



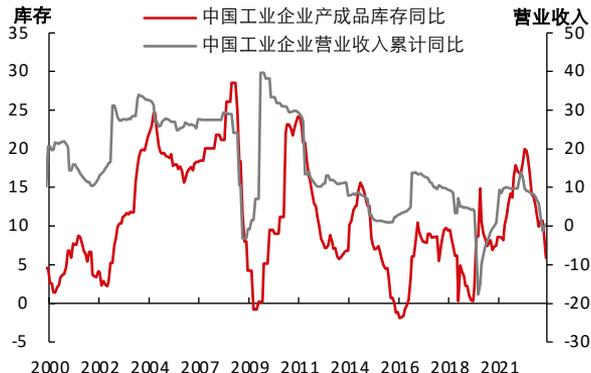
制造业投资额（换算值）



工业企业利润与制造业投资



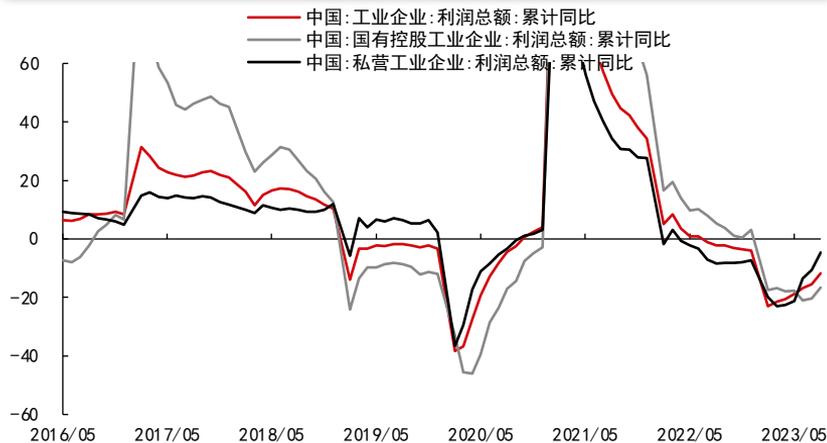
工业企业主动去库



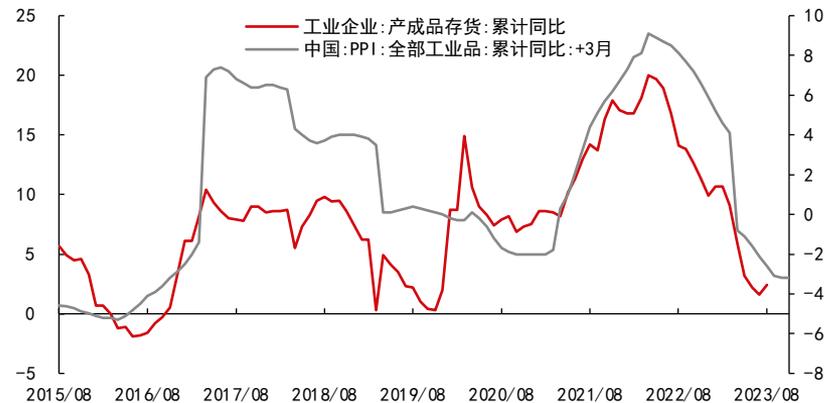
二、工业企业：利润持续改善，库存出现拐点

- **工业企业利润出现拐点。**1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46558.2亿元，同比下降11.7%，降幅比1—7月份收窄3.8个百分点。规模以上工业企业实现营业收入84.33万亿元，同比下降0.3%。产成品存货6.15万亿元，增长2.4%。从库存的角度来看，8月的名义库存与实际库存都实现了触底回升，由于PPI之前已经触底回升，本次库存出现拐点符合预期。从量、价、利润率拆分开来看，相比7月，8月利润率有所回升，产量仍对利润有所支撑，价格也不再是利润的主要拖累项，整体均有所好转。总体而言，本次的好转是一个触底回升的信号，但是其持续性仍需持续关注实际需求的情况。8月工业企业利润数据反映目前工业企业或能开启补库周期，关注近期拉动内需政策能否推动内生动能进一步改善。

1-7月工业企业利润同比下降11.7%



产成品存货同比出现企稳反弹



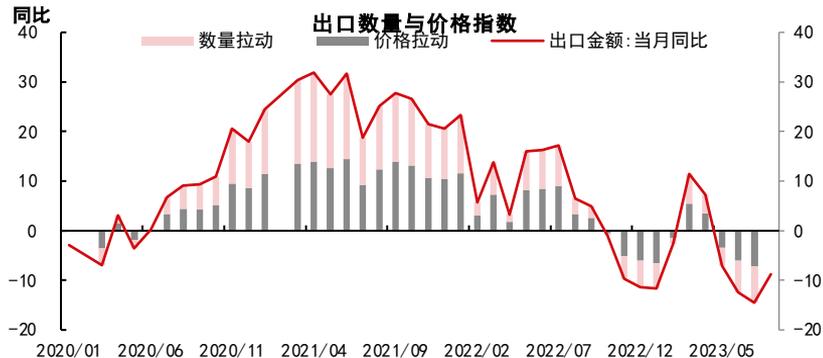
二、出口：基数效应带动出口增速边际改善

- 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。

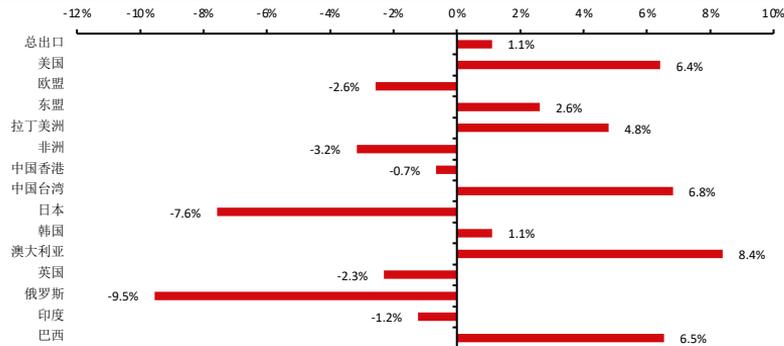
出口增速有所回升



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 **销售弱稳，新开工与土地成交偏弱**

建筑业需求跟踪 **继续改善，但需求仍不足**

制造业需求跟踪 **PMI继续回升，景气度改善**

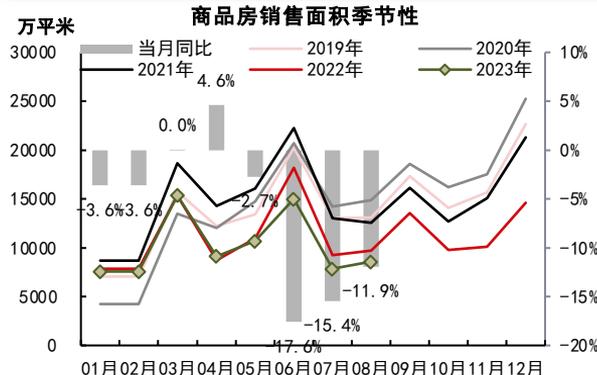
中观需求总结 **继续改善，但仍偏弱**

三、建筑业需求 (地产数据) ——销售: 8月低位回升

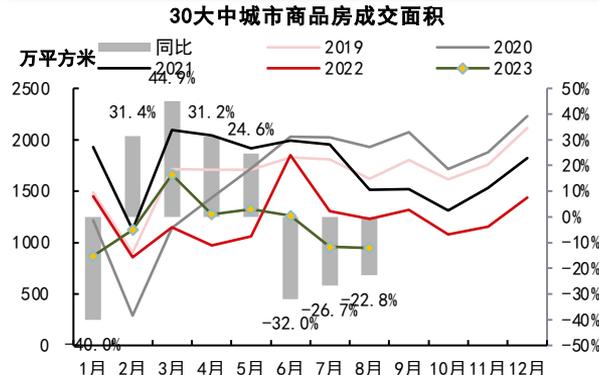
■ 8月商品房销售低位回升。8月商品房销售面积同比-11.9%，前值-15.4%，低位回升。

■ 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

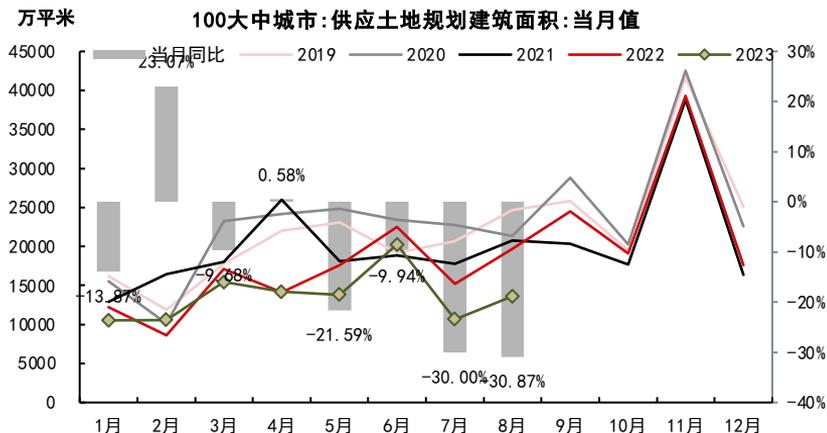


三、建筑业需求（地产数据）——土地：8月跌幅仍较大

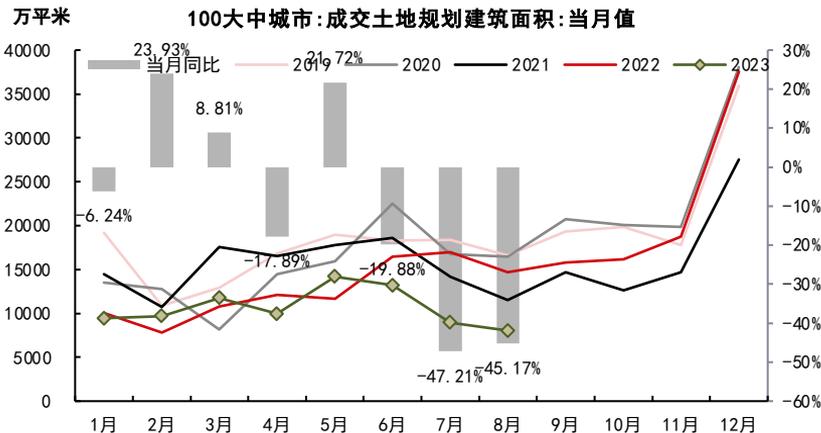
■ 土地市场整体呈低位震荡走势：

- 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

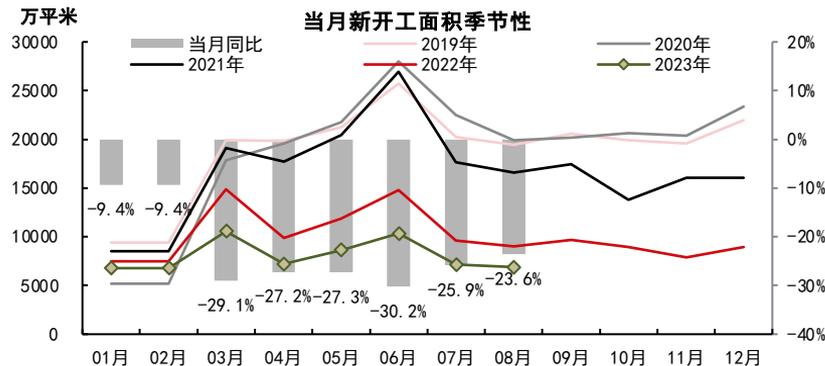
■ 房屋新开工依旧疲软：

➢ 8月新开工同比-23.6%（前值-25.9%）

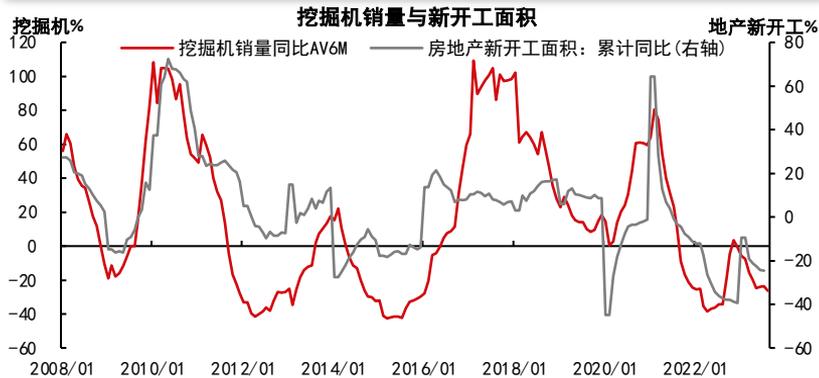
■ 挖机销量与新开工面积基本同步，近期挖机数据与开工的同步性重新共振回落。

■ 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



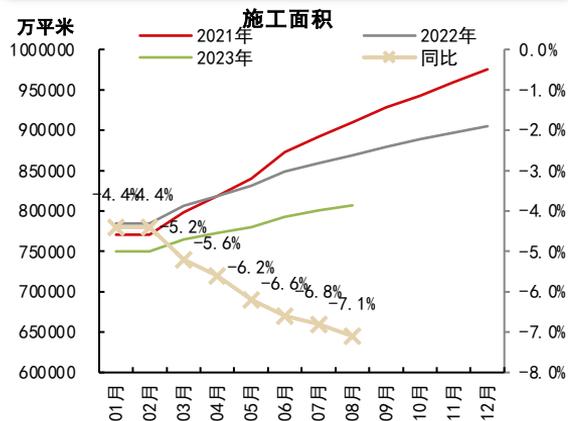
领先指标：百城土地成交面积



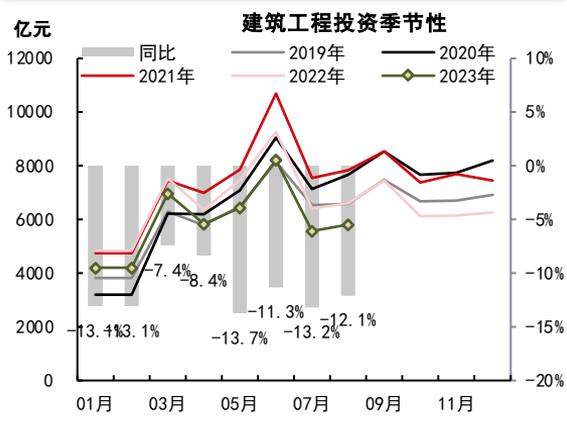
三、建筑业需求（地产数据）——施工：降幅扩大

- **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。
- **1-8月建筑工程投资跌幅扩大**：1-8月建筑工程投资同比-11.4%（前值-11.3%）。

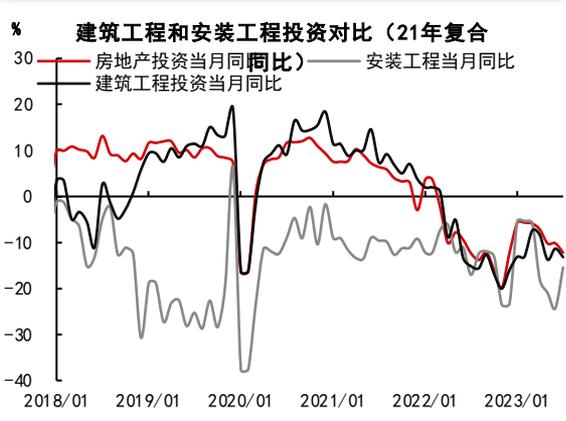
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



地产投资回落



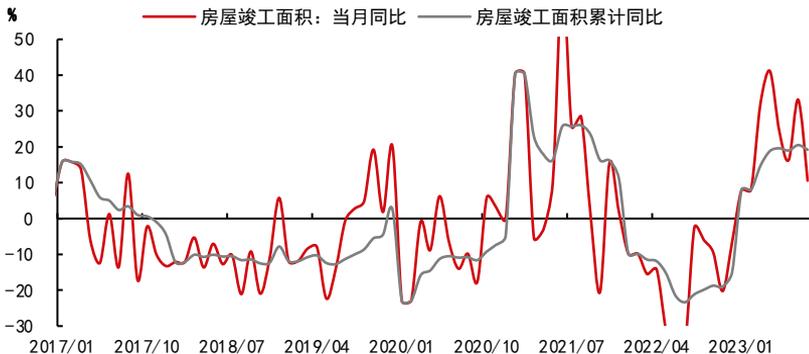
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：增速较高

- 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。

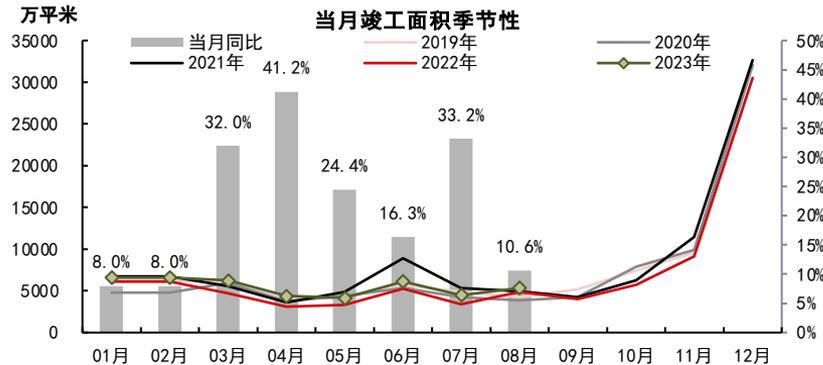
领先指标：新开工领先竣工



1-8月竣工面积同比19.2%

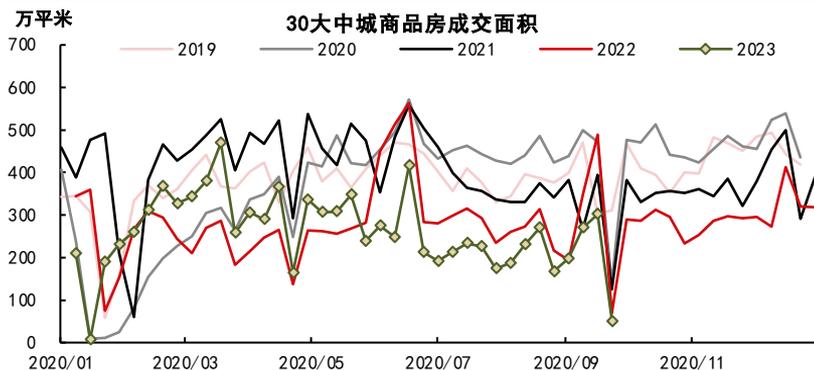


竣工面积-季节性

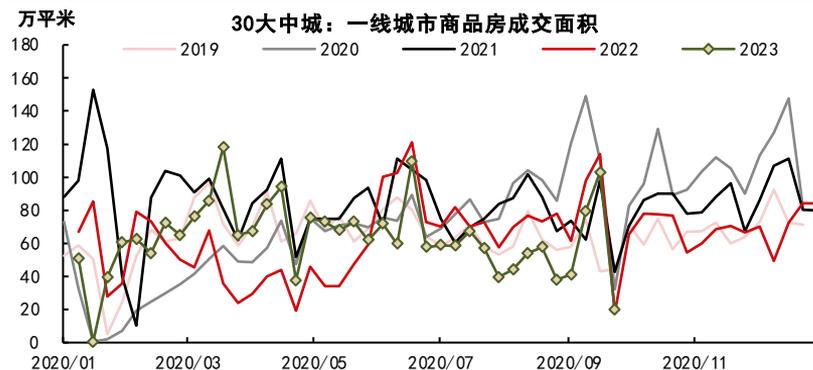


三、建筑业需求——30城商品房成交总体平稳(剔除节日因素)

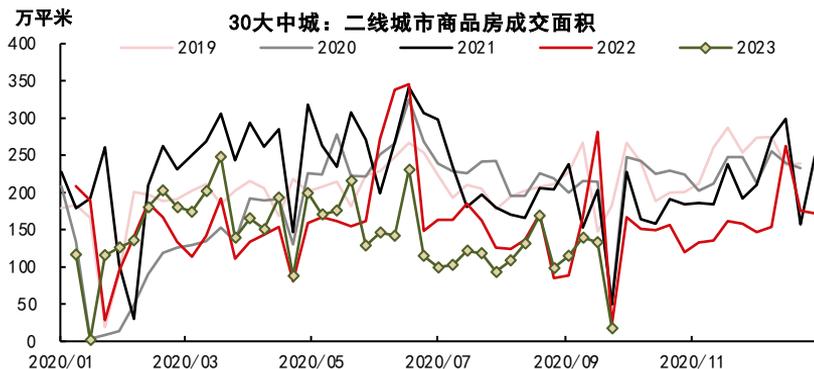
30大中城商品房成交面积



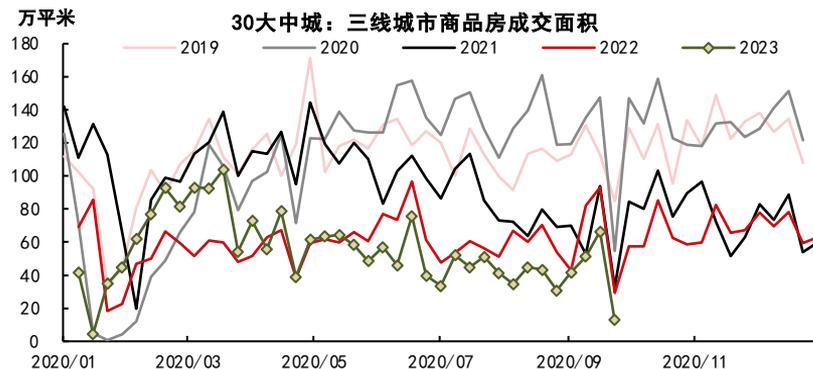
30大中城：一线城市商品房成交面积



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

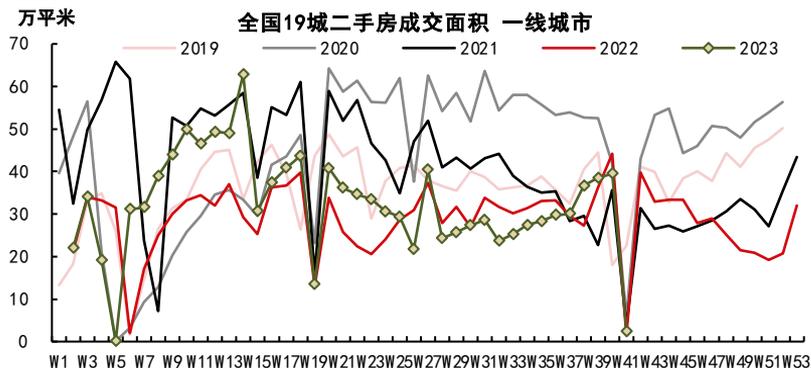


三、建筑业需求——二手房成交总体平稳(剔除节日因素)

19城二手房成交面积



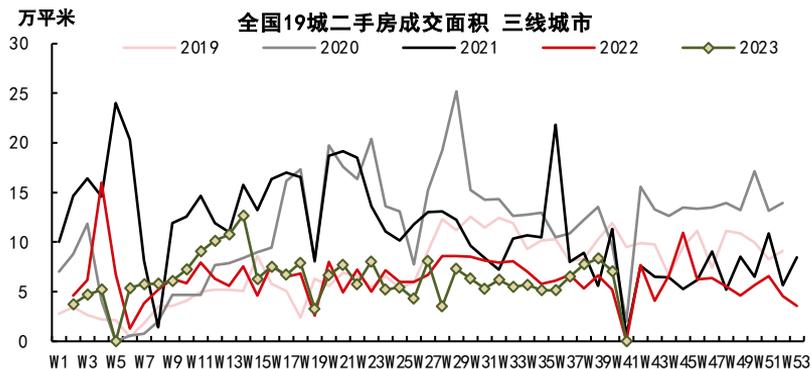
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

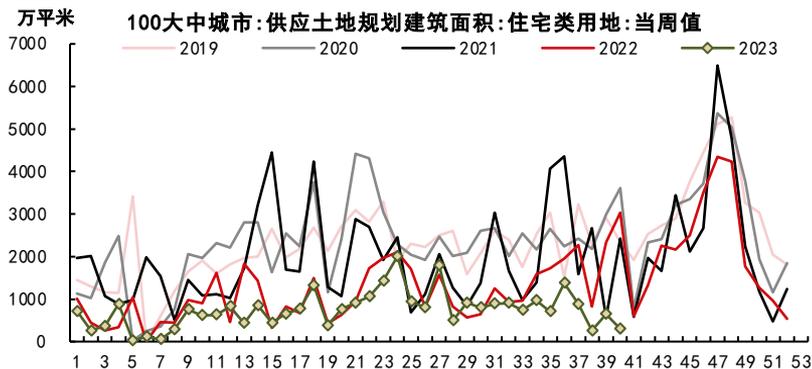


三线样本城市二手房成交面积

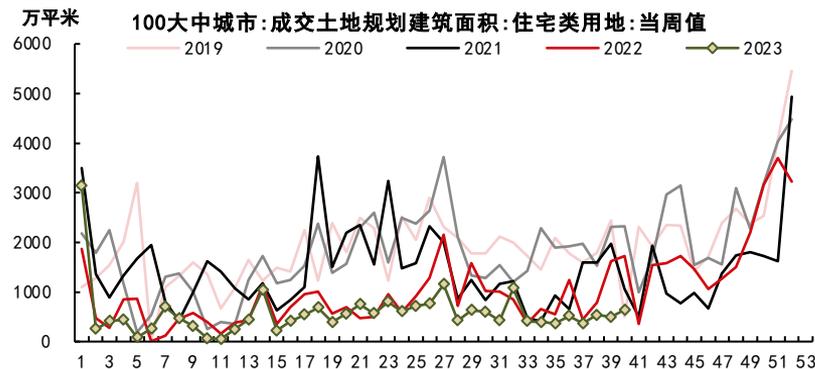


三、建筑业需求——地产高频数据：土地成交仍弱

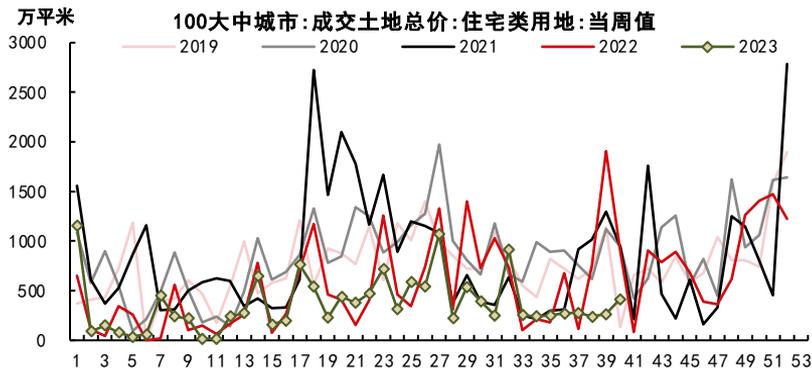
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



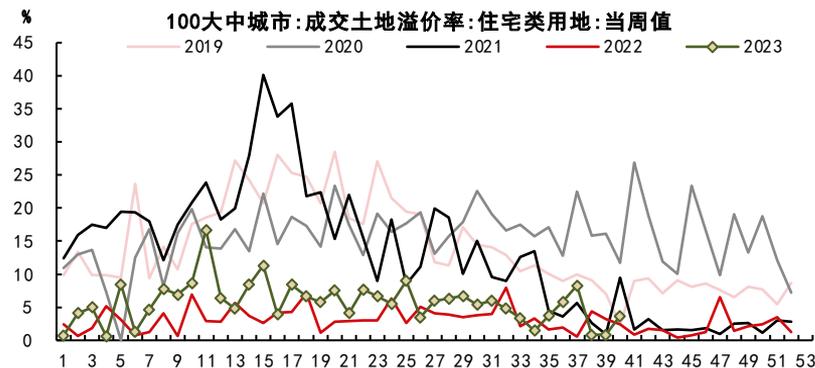
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



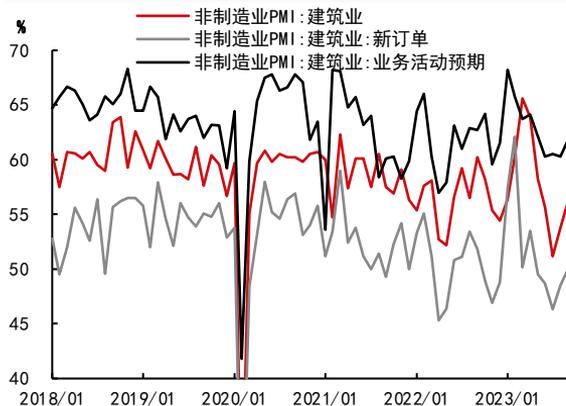
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



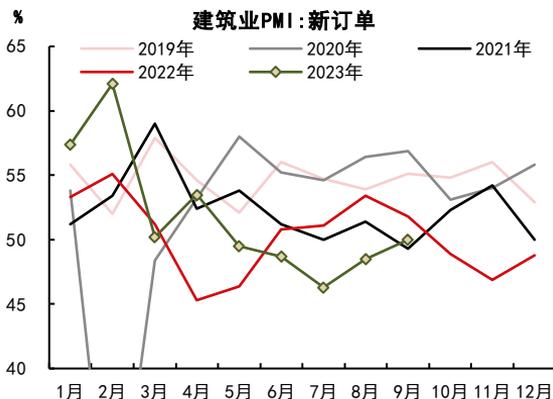
三、建筑业需求——建筑业PMI：继续改善，但需求仍不足

- **9月建筑业继续改善，但需求仍不足。** 9月建筑业商务活动指数回升2.4个百分点至56.2%，但仍显著低于近10年9月的中位数水平60.2%；新订单指数回升1.5个百分点至50.0%，但仍位于偏低水平。
- 9月建筑业业务活动预期指数回升1.5个百分点至61.8%，低于去年同期，但高于2021年同期。

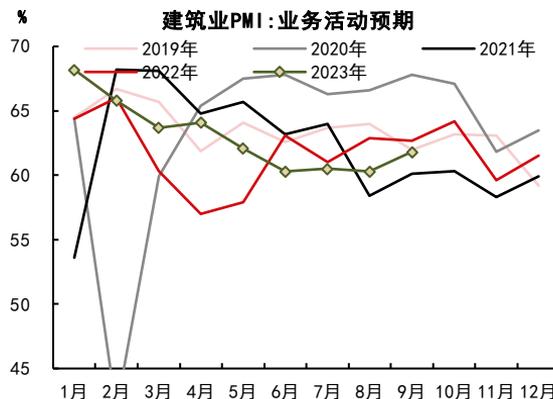
9月建筑业PMI有所回升



9月建筑业新订单指数回升



9月建筑业业务活动预期回升



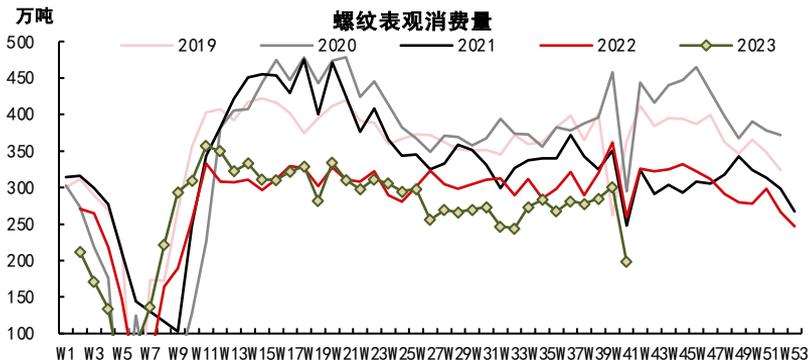
三、建筑业需求（施工）——螺纹：表观消费弱于去年同期

- 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。
- 过去两周螺纹与线材表观消费受节日因素影响显著，但仍明显低于去年同期。

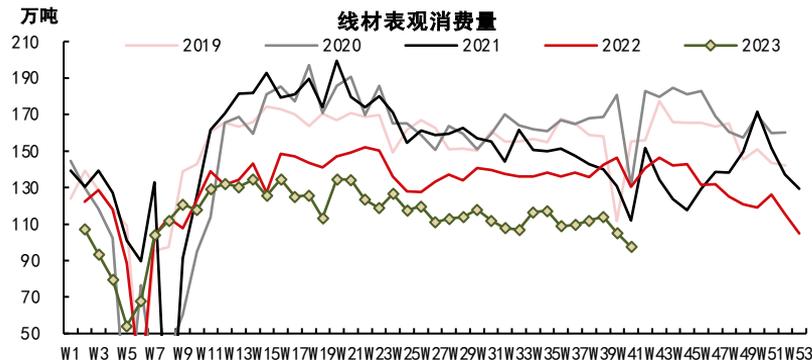
螺纹表观消费量与混凝土产量



螺纹表观消费量



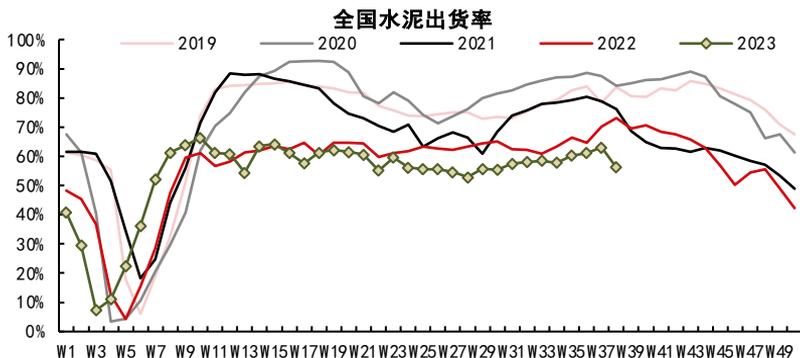
线材表观消费量



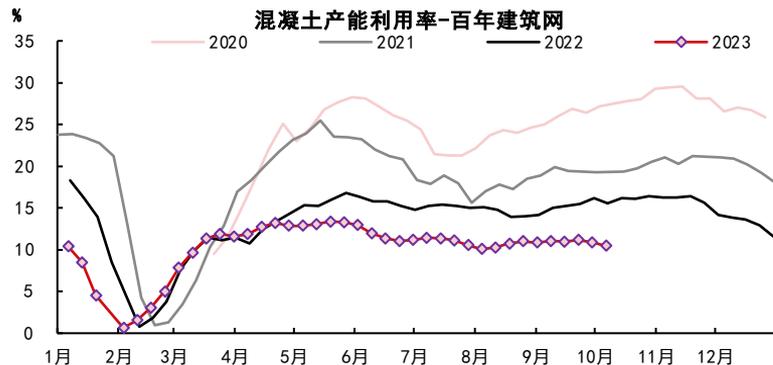
三、建筑业需求（施工）——水泥：节日因素导致出货率回落

- 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。
- 节前最后一周水泥出货率因节日因素有所回落，水泥熟料库容比小幅回升且相对偏高。

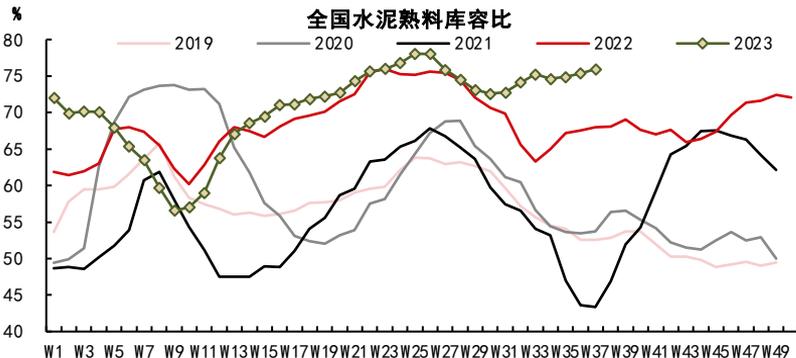
水泥出货率



混凝土产能利用率

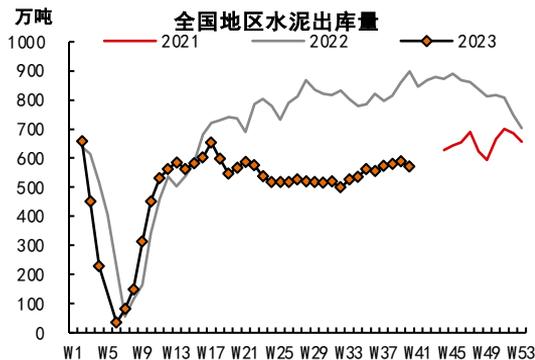


水泥库存

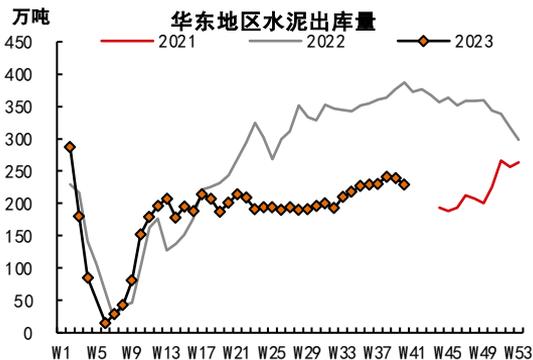


三、建筑业需求（施工）——节日因素导致水泥出库量减少

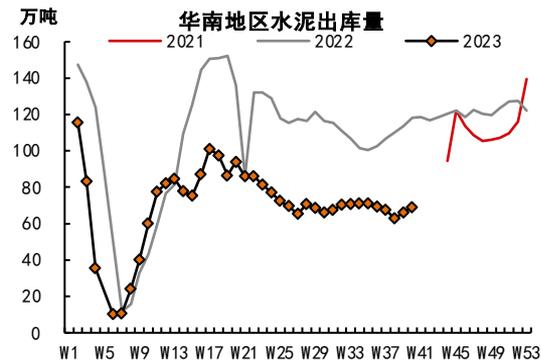
全国地区水泥出库量



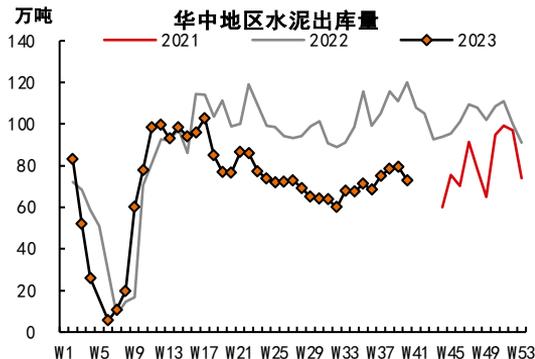
华东地区水泥出库量



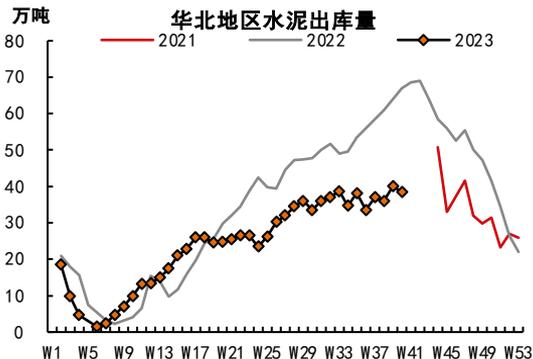
华南地区水泥出库量



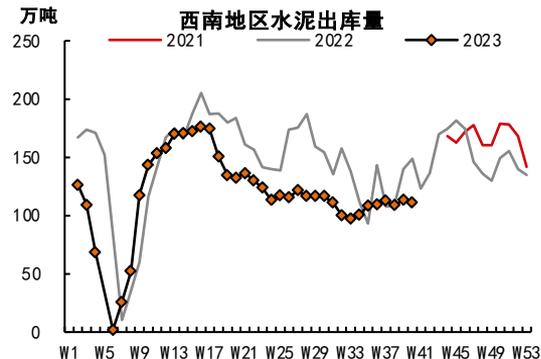
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



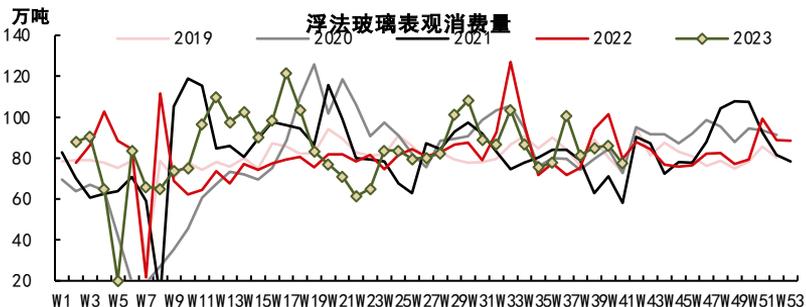
西南地区水泥出库量



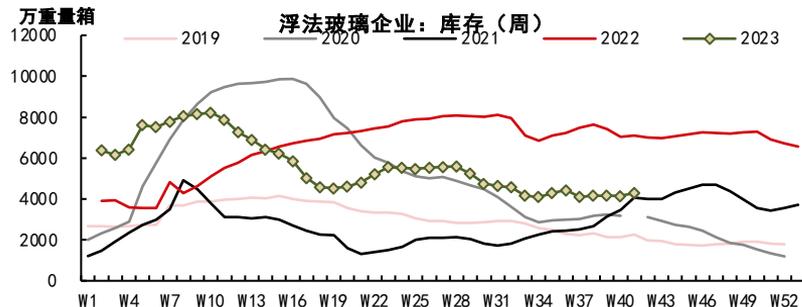
三、建筑业需求（竣工）——玻璃表观消费变化不大

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 过去两周(9月23-10月6日)，玻璃库存变化较小，剔除节日因素玻璃表观消费变化不大。节前一周，PVC表观消费显著增加，库存下降；国庆期间，PVC表观消费回落，库存上升。

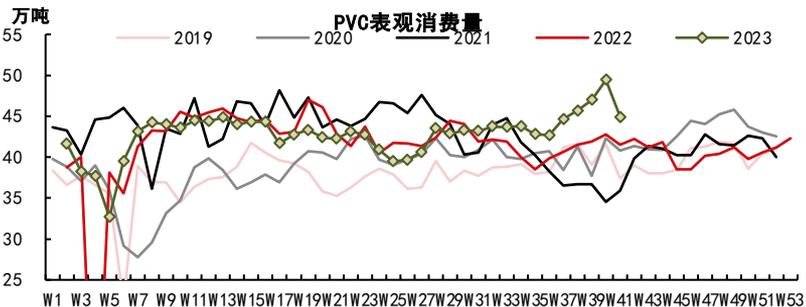
玻璃表观消费量



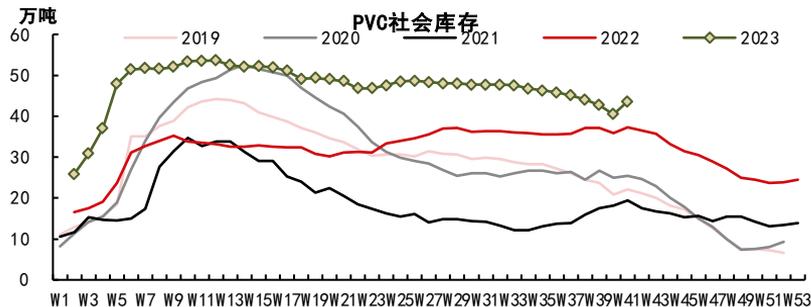
玻璃企业库存



PVC表观消费量



PVC社会库存



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1.6个百分点至40.0%。

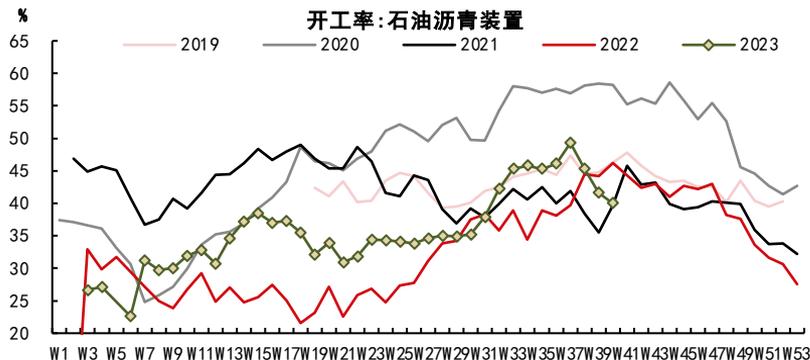
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：节前一周提高10.5个百分点至79.4%，需求可能阶段性好转。

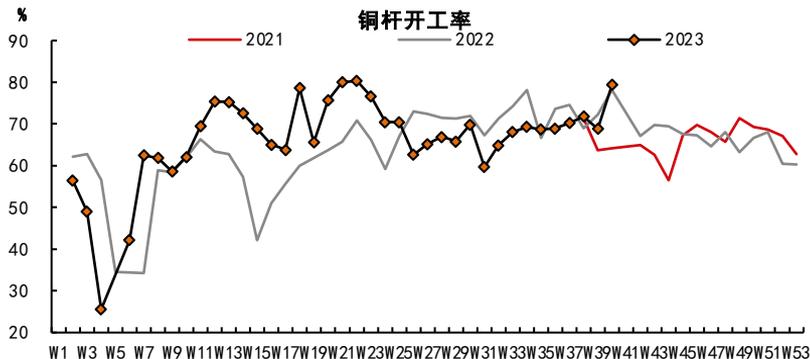
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：环比持平。

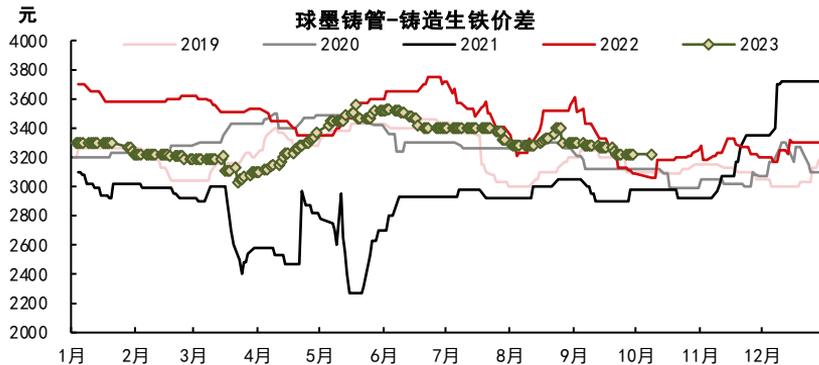
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



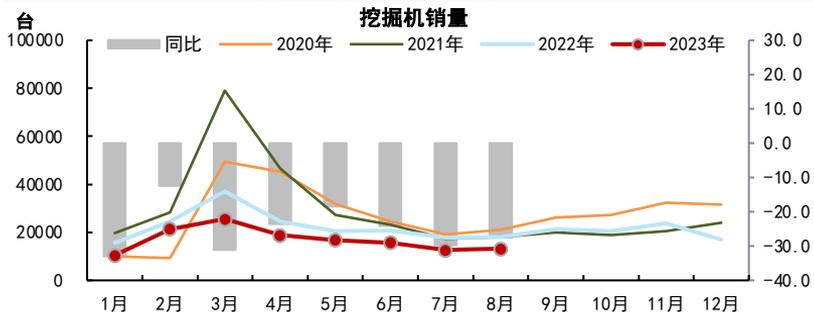
水利投资：球墨铸管的加工费



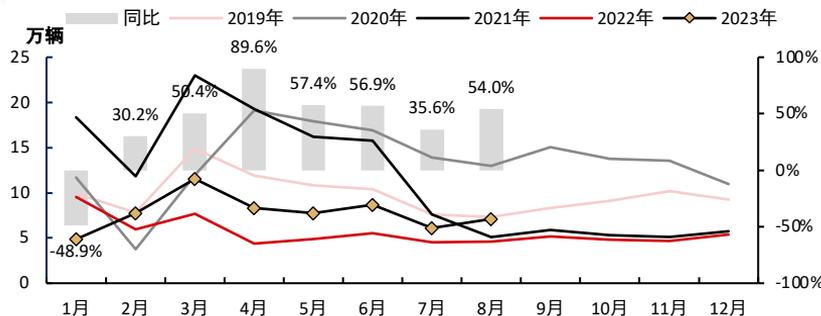
三、建筑业需求——挖机与重卡：8月挖掘机销量仍然较差

- 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%）。

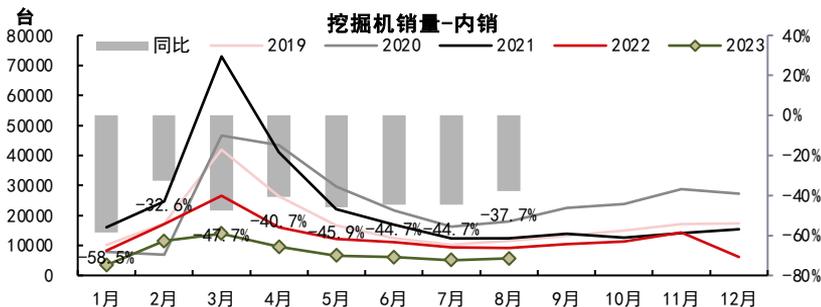
8月挖掘机销量同比-27.5%



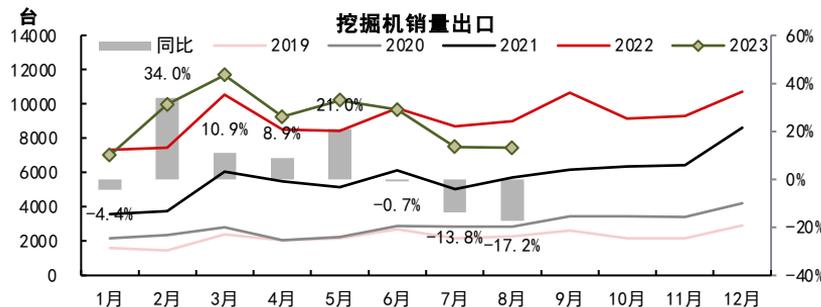
8月重卡销量同比54.0%



8月挖掘机内销同比-37.2%（前值-44.7%）



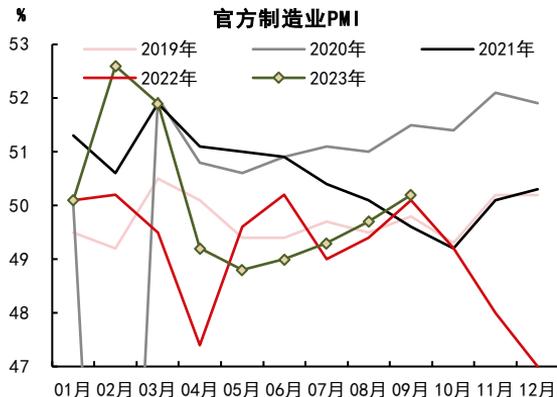
8月挖掘机出口同比-17.2%（前值-13.8%）



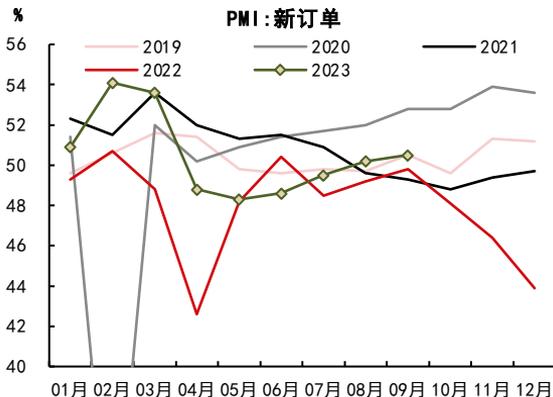
四、制造业需求——制造业PMI：9月进一步改善

- **9月制造业进一步改善**，PMI综合指数回升0.5个百分点至50.2%，4月份以来首次站上50%的临界水平。
- **需求：温和改善**，新订单指数回升0.3个百分点至50.5%；新出口订单指数回升1.1个百分点至47.8%。
- **供应：显著加快**，生产指数回升0.8个百分点至52.7%，显著高于50%的临界水平。
- **库存：产成品去库，原材料补库**，产成品与原材料库存指数分别变化-0.5、+0.1个百分点至46.7%、48.5%。
- **价格：涨幅扩大**。原材料补库带动购进价格指数回升2.9个百分点至59.4%，购进价格加快上涨；需求的温和改善以及原材料价格上涨带动出厂价格指数回升1.5个百分点至53.5%，出厂价格涨幅扩大。
- **展望：继续温和改善**。稳经济力度的适当加大有望推动制造业继续温和改善，但房地产与出口偏弱可能继续制约经济恢复的力度。

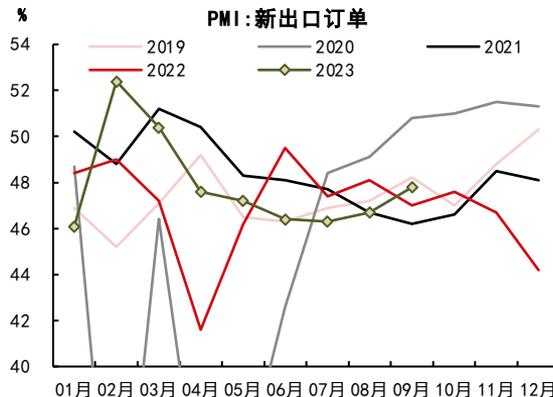
9月制造业PMI回升至50.2%



9月PMI新订单指数回升至50.5%



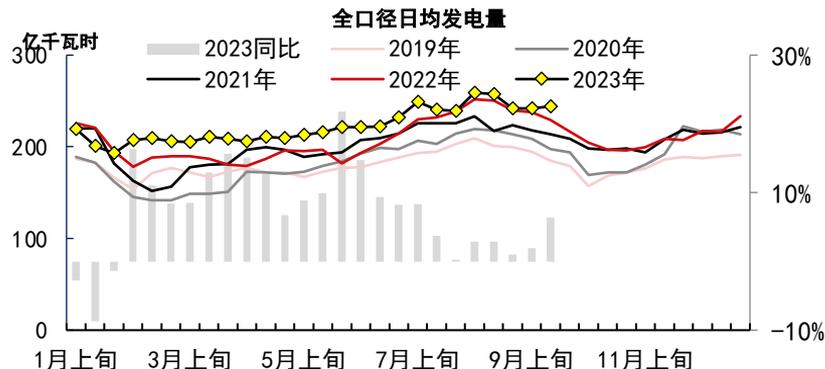
9月PMI新出口订单回升至47.8%



四、制造业需求——发电量同比回升

- 节前一周，沿海八省电厂煤耗环比增加2.5%；内陆17省电厂耗煤环比减少2.4%，均略高于去年同期。
- 9月中旬全口径发电量环比0.7%，同比6.4%（前值1.9%）。

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



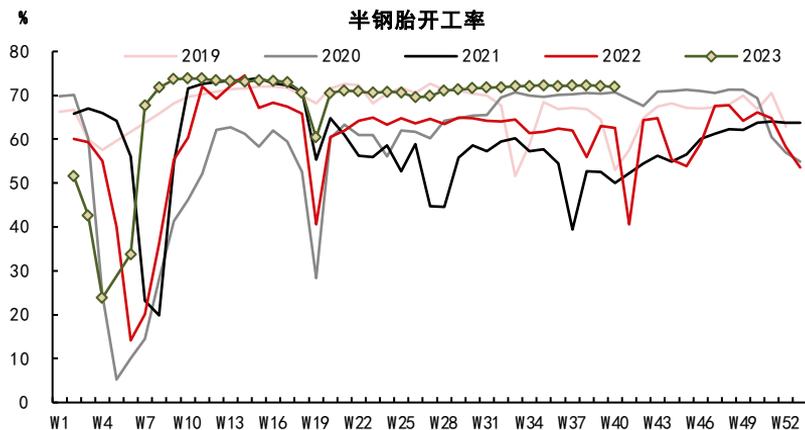
日度数据：内陆17省电厂耗煤



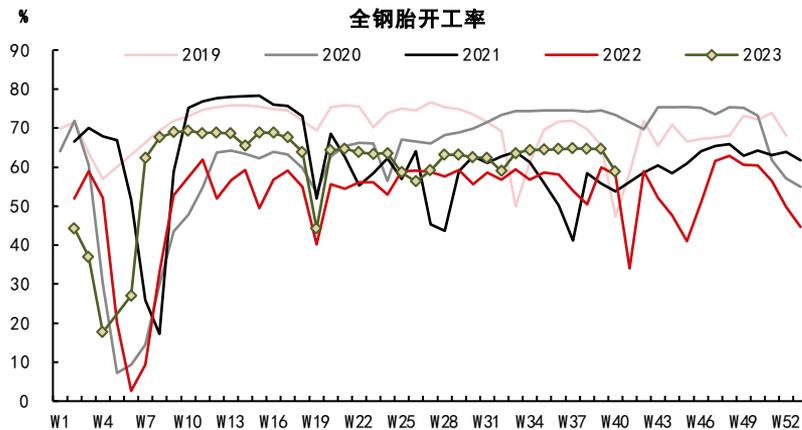
四、制造业需求——轮胎开工率季节性回落

- 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：节前一周，半钢胎开工率回落0.27%至71.87%，全钢胎开工率回落5.7%至58.88%。

半钢胎开工率小幅上升

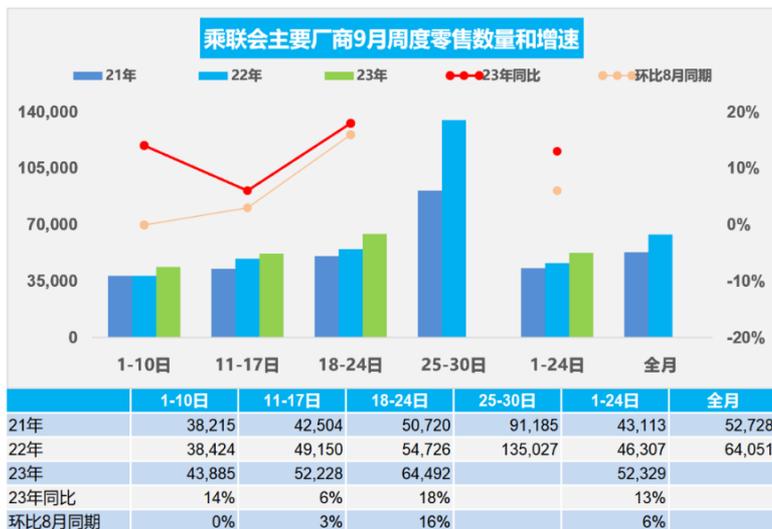


全钢胎开工率先降后升



四、制造业需求——乘用车销售：9月增长加快

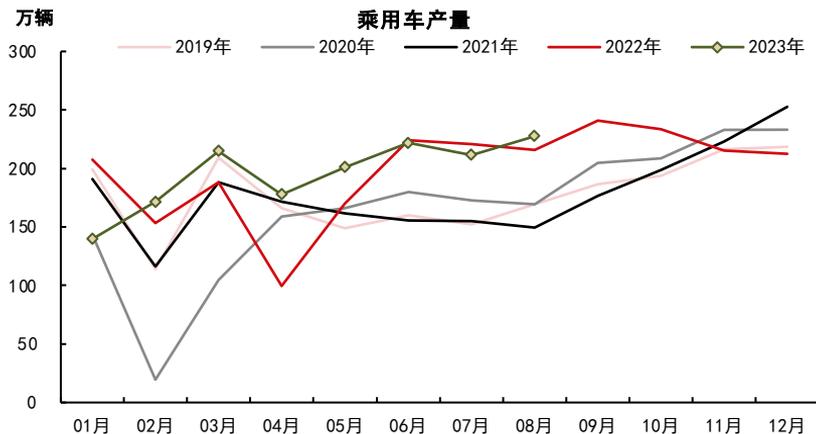
- 9月1-24日，乘用车市场零售125.6万辆，同比去年同期增长13%，较上月同期增长6%，今年以来累计零售1,446.8万辆，同比增长3%；全国乘用车厂商批发146.1万辆，同比去年同期增长17%，较上月同期增长19%，今年以来累计批发1,682.8万辆，同比增长7%。
- 9月1-24日，新能源车市场零售50.8万辆，同比去年同期增长33%，较上月同期增长11%，今年以来累计零售495.1万辆，同比增长36%。
- 促进汽车消费的政策以及车企降价促销拉动乘用车销量同比增长，预计未来几个月乘用车销售平稳增长。



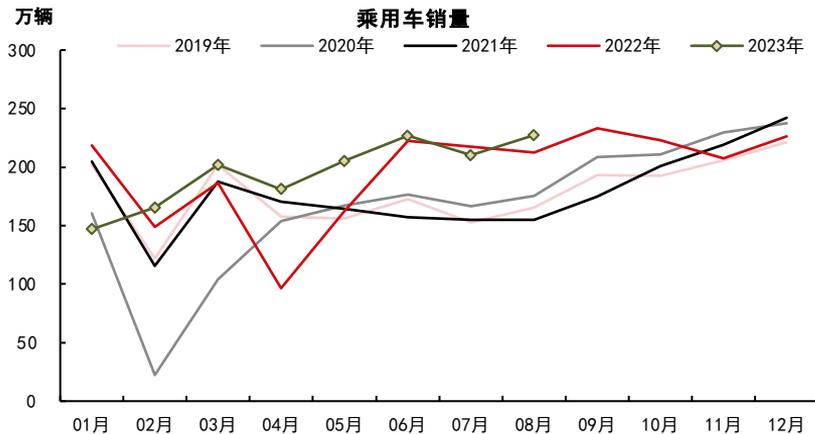
四、制造业需求——乘用车产销：8月增速回升

- **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%



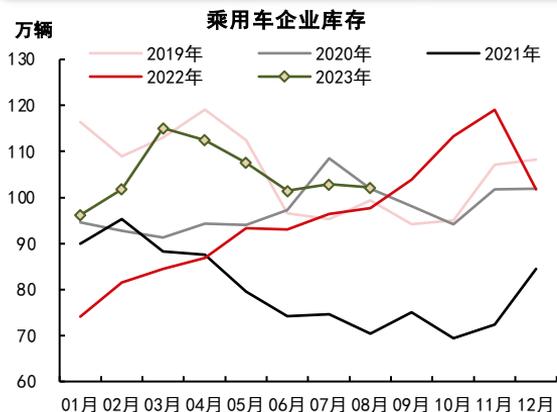
8月乘用车销量同比6.9%



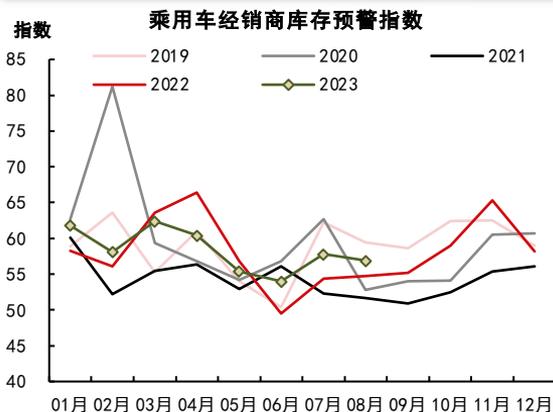
四、制造业需求——乘用车库存：8月库存有所减少

- **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。

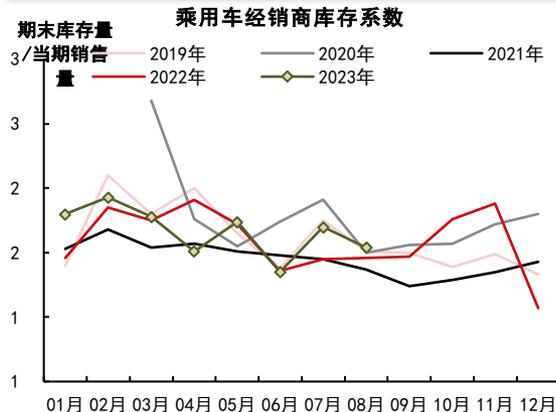
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数

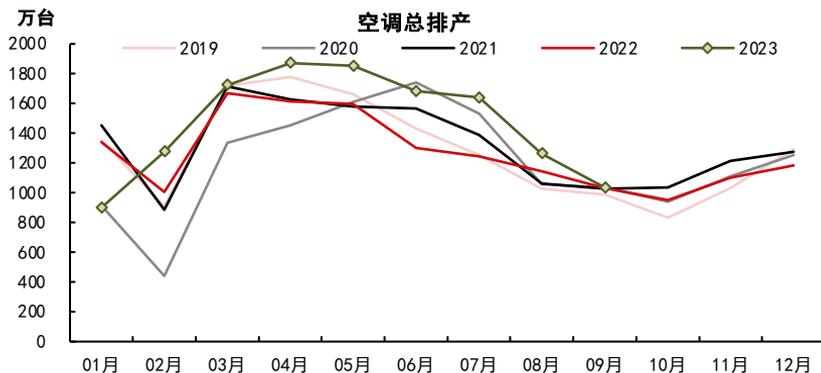


乘用车经销商库存系数

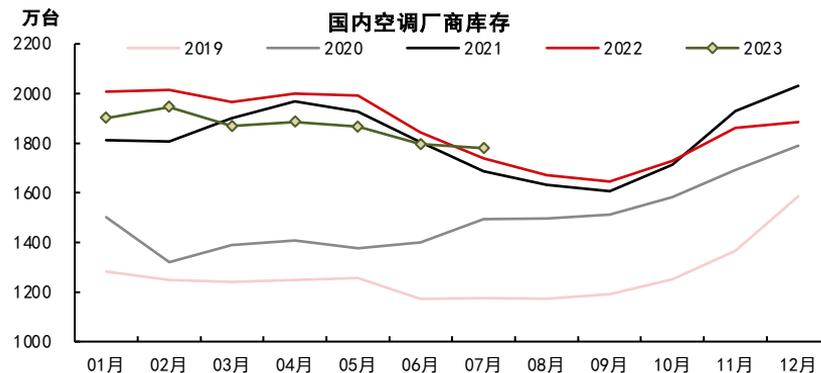


四、制造业需求——空调：排产与库存

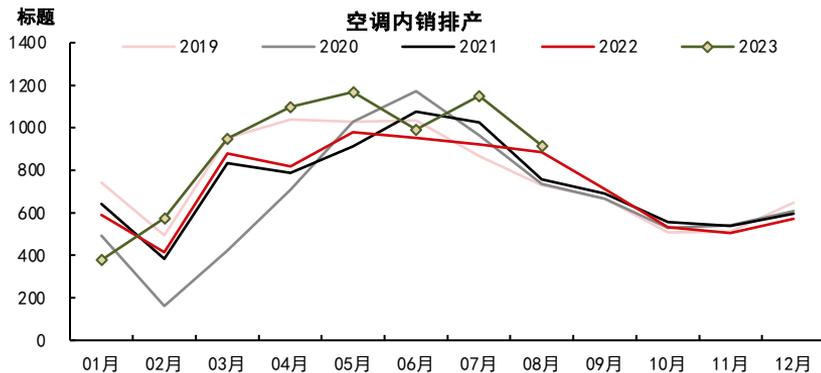
8月空调排产1312万台，同比14.7%



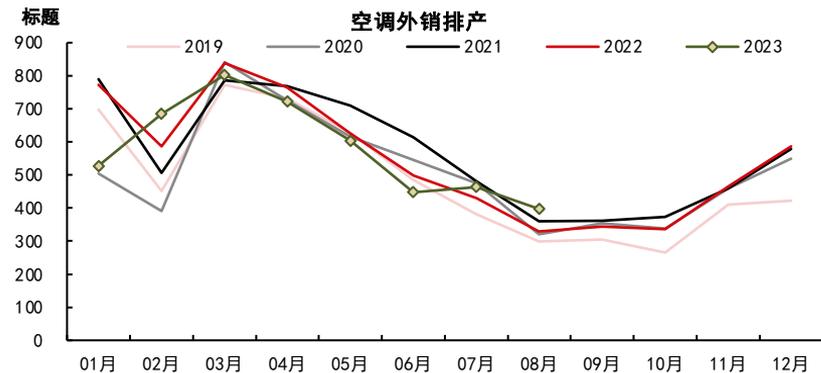
7月空调厂商库存1780万台，同比2.4%



8月空调内销排产915万台，同比3.6%

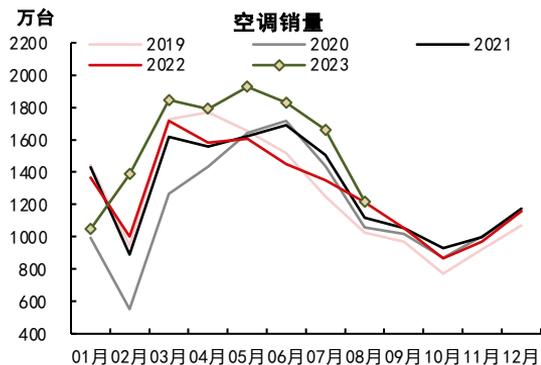


8月空调外销排产397万台，同比20.6%

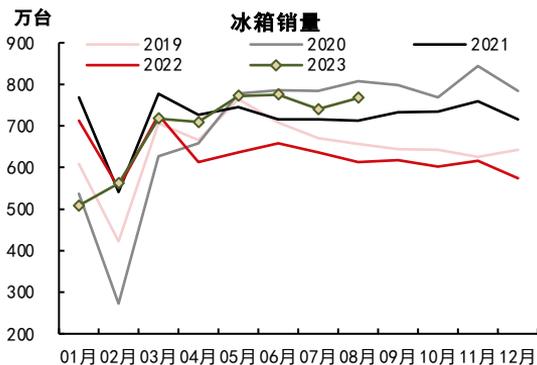


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

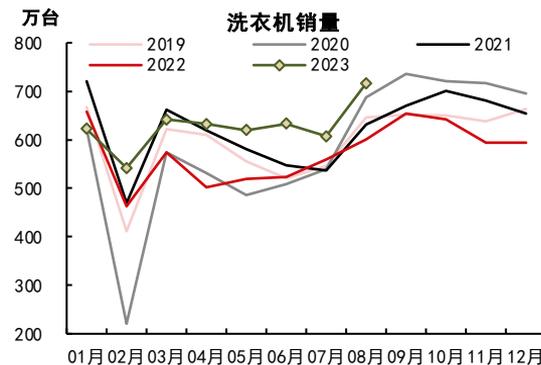
8月空调销量1217万台，同比0.4%



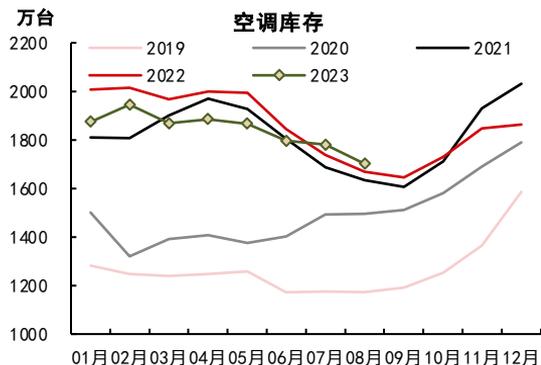
8月冰箱销量768万台，同比25.3%



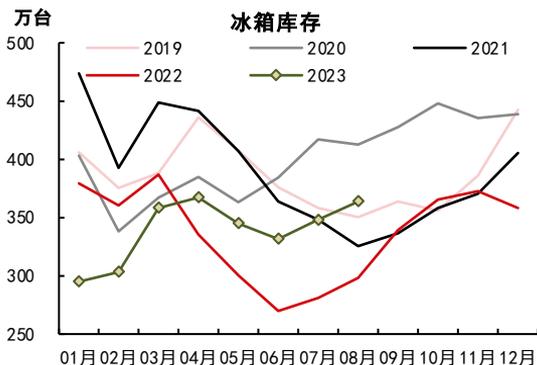
8月洗衣机销量717万台，同比19%



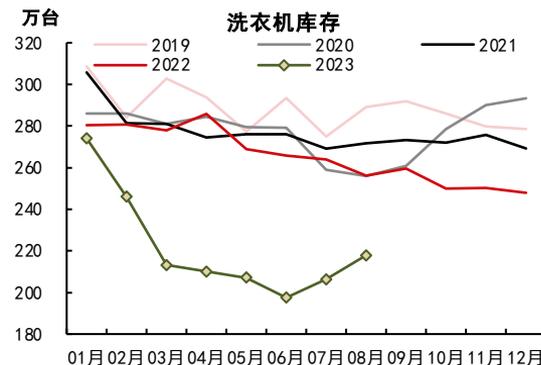
8月空调库存1701万台，同比1.9%



8月冰箱库存364万台，同比22%



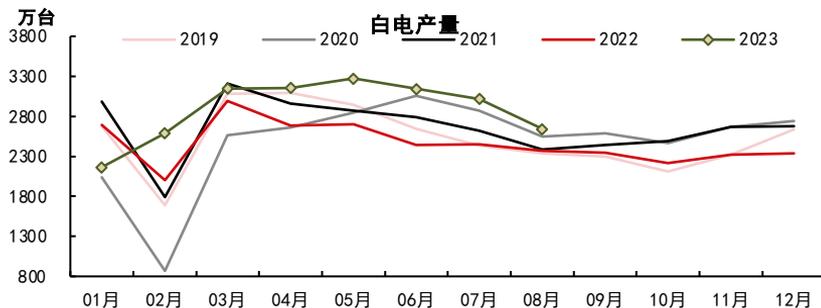
8月洗衣机库存218万台，同比-14.9%



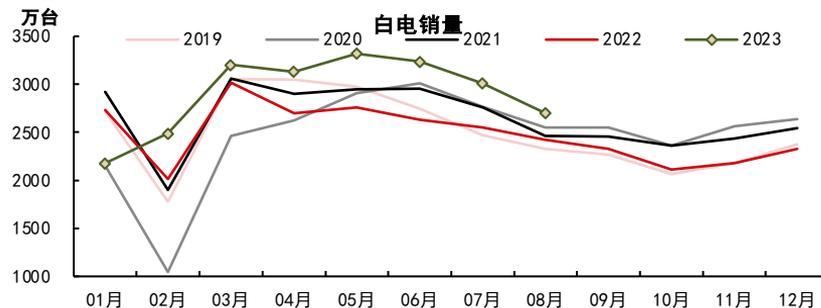
四、制造业需求——家电：8月白电产销同比增速回落

- 8月白电产量当月同比11.6%（前值23.1%）
- 8月白电销量当月同比11.4%（前值18.1%）

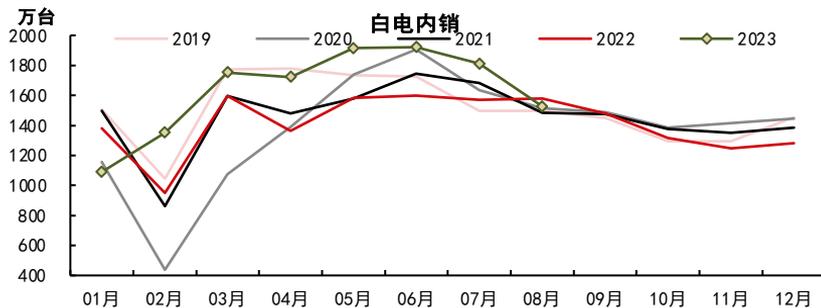
白电总产量-季节性（产业在线）



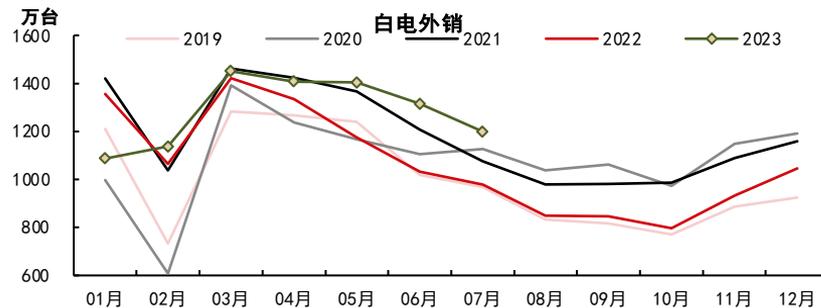
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）



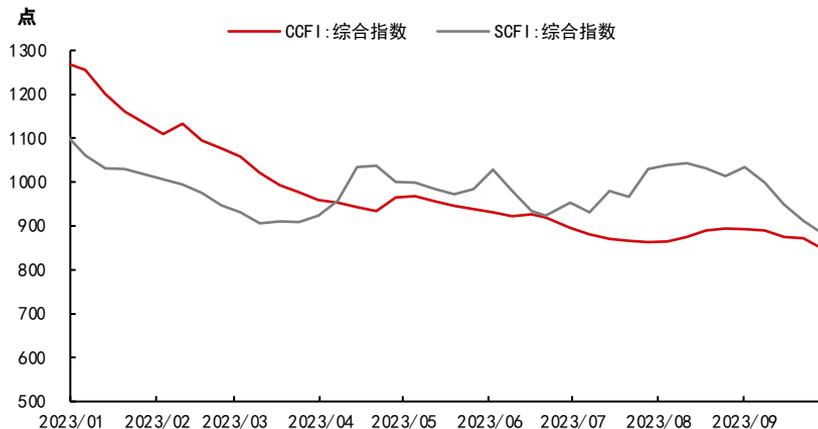
白电外销-季节性（产业在线）



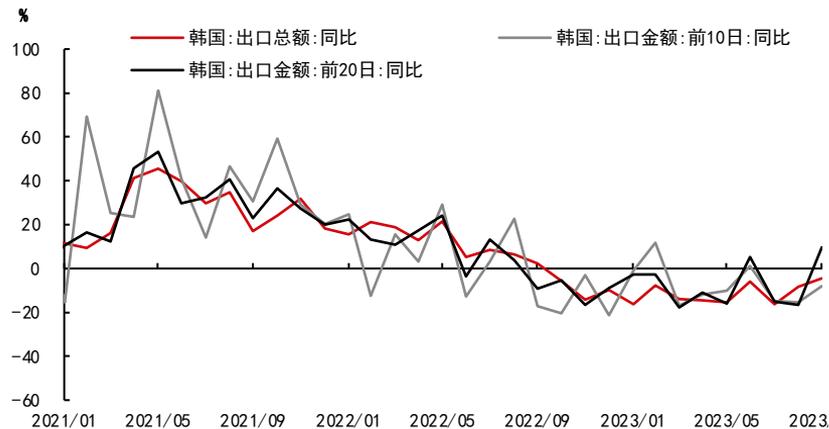
四、制造业需求——出口低位平稳

- 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28日当周中国出口集装箱运价指数下跌2.3%。
- 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月韩国出口环比5.4%，同比-4.4%，同比降幅收窄（前值-8.3%）；越南出口环比-3.0%，同比4.9%，越南出口同比由降转增主要因为低基数效应。

高频同步指标：中国出口集装箱运价指数



邻国出口：韩国9月出口同比-4.4%，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
