

国内经济曲折式恢复，美国通胀继续降温

观点

展望后市：1) 国外方面，美国 10 月通胀弱于预期，物价压力持续缓解，本轮加息周期或已结束，不过，当前美国经济仍然强劲，且通胀走势存在不确定性，明年降息的时间点或晚于市场的预期；短期更应该关注高利率环境下海外经济会否更显著地走弱。2) 国内方面，10 月国内经济数据好坏参半，经济表现出曲折式的恢复，后续随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策持续加码并落地见效，内需或将继续在波动中回升。因此，品种间或延续分化走势，关注驱动因素的变化。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数震荡走高，一方面，国内经济曲折式恢复，宏观政策保持积极；另一方面，海外通胀继续回落，但市场对高利率环境下经济走弱的担忧再次升温。

(2) **经济在曲折中恢复**。在稳增长政策持续发力、以及上年同期低基数的影响下，10 月消费、工业生产等多个宏观数据都有所上行，经济运行呈现出曲折式恢复的态势。从内需来看，房地产仍是经济运行最大的拖累，不过，政策持续加码，基建、制造业投资保持高增，成为稳增长的重要抓手；而在内生动能与政策因素推动下，社会消费稳步恢复；从外需来看，欧美高利率下商品消费承压，外需仍处于下滑区间，外需回暖缺乏持续性支撑。结合稍早前公布的数据，10 月制造业 PMI 再度降至收缩区间，服务业 PMI 指数下降至 50.1%，CPI 同比跌落至负增长区间，均指向当月经济环比修复势头略有放缓。背后是居民消费总体依然偏弱、房地产行业持续处于调整阶段、出口仍面临较大压力。这表明当前经济修复基础仍有待进一步夯实。展望未来，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策落地见效，内需或将继续在波动中回升，与此同时，海外消费旺季补库将带动出口阶段性回暖，预计四季度经济复苏动能将持续走强。

(3) **美国通胀继续降温，美联储加息基本结束**。美国 10 月未季调 CPI 同比升 3.2%，为今年 7 月以来新低，且低于市场预期。我们认为 10 月超预期回落的通胀数据进一步支持美联储结束本轮加息周期，但降息时点仍不确定：一方面，由于地缘政治风险仍高且美国劳动力市场强劲，通胀下行的道路并不平坦；另一方面，近期联储官员发声内容偏鹰，由于经济颇具韧性，短期陷入衰退的风险不高，联储偏向更长的高利率环境。

宏观·周度报告

2023 年 11 月 19 日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 经济在曲折中恢复

1、经济在曲折中恢复

(1) 生产端：

中国 10 月规模以上工业增加值同比 4.6%，预期 4.5%，前值 4.5%。从环比看，10 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.39%，较上月扩大 0.03 个百分点。中国 1-10 月规模以上工业增加值同比 4.1%，预期 4.1%，前值 4.0%。

(2) 需求端：

1) **固定资产投资增速小幅回落，房地产仍是最大拖累。**中国 1-10 月城镇固定资产投资同比 2.9%，预期 3.1%，前值 3.1%。其中，制造业投资同比增长 6.2%，涨幅与前值持平；房地产开发投资同比下降 9.3%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点；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 5.9%，涨幅较前值回落 0.3 个百分点。

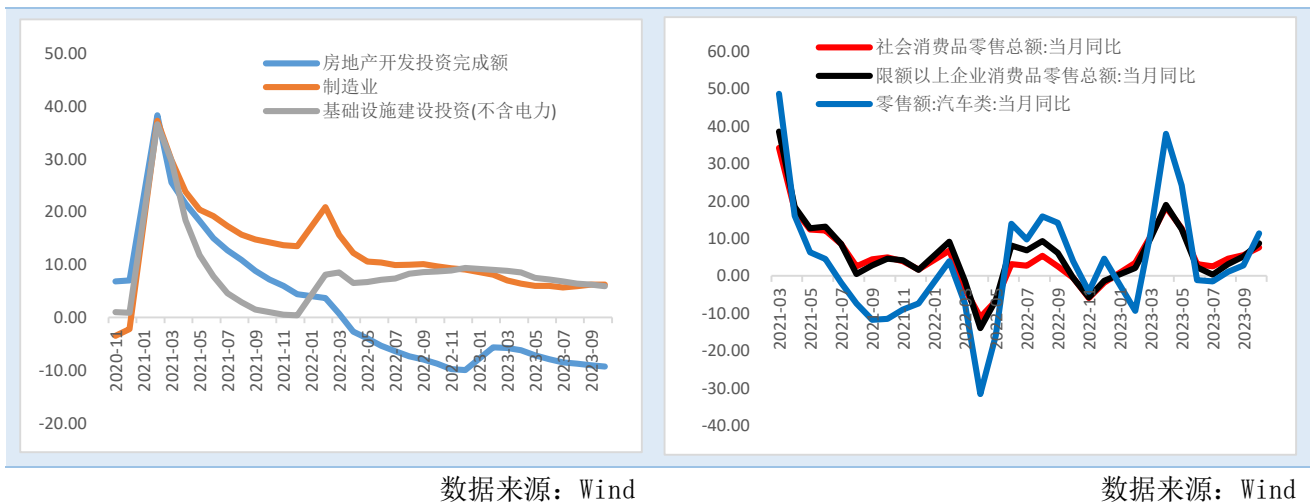
2) **社会消费稳步恢复。**中国 10 月社会消费品零售总额同比 7.6%，预期 7.0%，前值 5.5%。1-10 月份，社会消费品零售总额同比增长 6.9%，预期 6.9%，前值 6.8%。

在稳增长政策持续发力、以及上年同期低基数的影响下，10 月消费、工业生产等多个宏观数据都有所上行，经济运行呈现出曲折式恢复的态势。从内需来看，房地产仍是经济运行最大的拖累，不过，政策持续加码，基建、制造业投资保持高增，成为稳增长的重要抓手；而在内生动能与政策因素推动下，社会消费稳步恢复；从外需来看，欧美高利率下商品消费承压，外需仍处于下滑区间，外需回暖缺乏持续性支撑。

结合稍早前公布的数据，10 月制造业 PMI 再度降至收缩区间，服务业 PMI 指数下降至 50.1%，CPI 同比跌落至负增长区间，均指向当月经济环比修复势头略有放缓。背后是居民消费总体依然偏弱、房地产行业持续处于调整阶段、出口仍面临较大压力。这表明当前经济修复基础仍有待进一步夯实。展望未来，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策落地见效，内需或将继续在波动中回升，与此同时，海外消费旺季补库将带动出口阶段性回暖，预计四季度经济复苏动能将持续走强。

图表 1：固定资产投资持续回落

图表 2：社会消费恢复好于预期



2、政府债券支持社融，居民企业贷款偏弱

央行 11 月 13 日公布 10 月初步核算金融数据：10 月末，社会融资规模存量为 374.17 万亿元，同比增长 9.3%；当月新增 1.85 万亿元，比上年同期多 9108 亿元；M2 余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%；M1 余额 67.47 万亿元，同比增长 1.9%。

(1) 政府债券加快发行，社融同比明显多增。从社融增量看，10 月新增社融规模为 1.85 万亿，比上年同期多增 9108 亿元。从社融存量看，10 月末，社融存量同比增长 9.3%，较前值回升 0.3 个百分点。从社融结构上看，政府债券发力是当月社融的主要拉动项，当月新增 1.56 万亿，同比多增 1.28 万亿元。主要拖累项是企业债券，当月新增 1144 亿元，同比少增 1269 亿元。此外，对实体经济发放的人民币贷款增加 4837 亿元，同比多增 232 亿元。

值得注意的是，10 月当月已披露发行特殊再融资规模超 1.1 万亿，或与平稳利率债供给有关，是与四季度增发万亿国债错峰发行的体现。往前看，1-10 月累计完成专项债全年下达限额进度达 97%，年内新增专项债已基本发行完毕。预计再融资发行高峰过后，万亿增发国债将在年内对社融继续提供支撑。

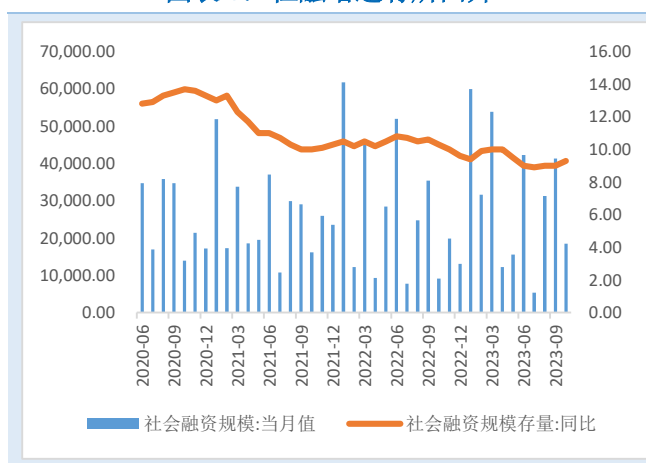
(2) 信贷同比多增，但票据冲量明显。10 月份人民币贷款增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元。1) 企业贷款增加 5163 亿元，其中，短期贷款减少 1770 亿元，同比少减 73 亿元，与季节性因素有关；中长期贷款增加 3828 亿元，同比少增 795 亿元，在上月企业中长期贷款新增较多下，本月表现平平；票据融资同比多增 1271 亿元，银行冲量现象明显，后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。2) 居民贷款减少 346 亿元，同比多减 166 亿元，表现仍偏弱，其中居民短期贷款减少 1053 亿元，同比多减 541 亿元，与今年双十一表现平淡相呼应，此外也与季节性因素有关；中长期贷款增加 707 亿元，同比多增 375 亿元，后续居民长期贷款料将随着房地产政策效果的显现而持续向好。

(3) M2-M1 剪刀差继续扩大。1) M1 方面，M0 和企业活存增速下滑，拖累 M1 增速回落至 1.9%；或与地产销售整体仍在低位，以及企业投资、经营预期仍然低迷有关。2) M2 方面，同比增速持平于前值的 10.3%，

一是，财政存款在当月政府债发行高增的背景下明显回流；二是，企业和居民存款当月分别同比少减 3048 亿和多减 1266 亿，前者是去年同期基数偏低，后者则是高基数与信贷需求边际转弱的共同影响。3) M2-M1 的剪刀差扩大 0.2 个百分点。

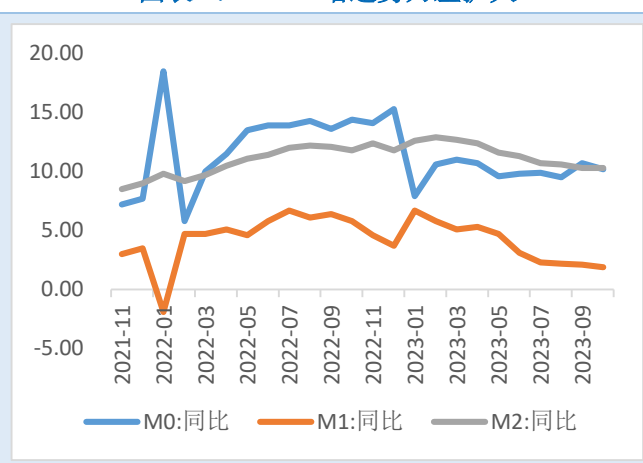
往前看，总量上，四季度增发一万亿国债（年内发行 5000 亿）落地将继续为社融提供有效支撑，社融总量年内修复动能有望延续。结构上，年内 5000 亿增发国债转移支付到地方，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，有望带动基建领域融资需求回暖，边际优化信贷结构。预计政策端将继续保持宽松，从而支持社融结构的持续改善。

图表 3：社融增速有所回升



数据来源：Wind

图表 4：M2-M1 增速剪刀差扩大



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会

央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。会议强调，要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资；加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。配合地方政府稳妥化解债务存量、严格控制新增；通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构。

(2) 房价下行城市个数创新高

中国 10 月 70 城房价出炉，新房和二手房价格环比下降城市分别有 56 个和 67 个，均比上月增加 2 个，其中二手房价下跌城市个数创新高，只有杭州、三亚两个城市上涨。各线城市房价环比全面下降，一线城市二手房价跌幅再次居前，北京跌幅 1.1%，位居并列第三。新房价格同比下降城市有 47 个，比 9 月增加 2 个；二手住宅同比下降城市有 67 个，个数与 9 月相同。

(3) 金融监管总局发布《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》

金融监管总局发布《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》，设置公司治理、资本要求、风险管理、行为管理和业务转型五大评级模块，分别赋予 20%、20%、20%、30%和 10%的分值权重。评级结果分为 6 个级别，级别越高表明机构风险越大，越需要监管关注。《办法》还对具有系统性影响的信托公司，进一步强化监管。对于监管评级良好，且具有系统性影响的信托公司，可优先试点创新类业务。

1.3 海外：美国通胀继续降温，中美元首会晤达成重要共识

1、美国通胀继续降温，美联储加息基本结束

美国劳工部的报告显示，美国 10 月未季调 CPI 同比升 3.2%，为今年 7 月以来新低，预期升 3.3%，前值升 3.7%；季调后 CPI 环比持平，为去年 7 月以来新低，预期升 0.1%，前值升 0.4%。美国 10 月未季调核心 CPI 同比升 4%，预期升 4.1%，前值升 4.1%；核心 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。

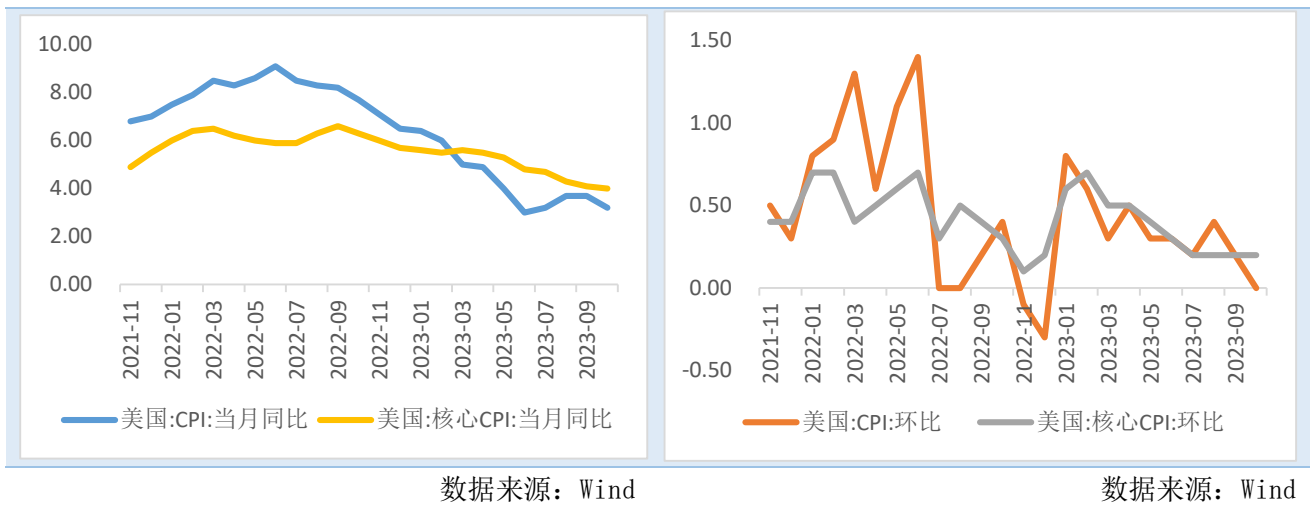
(1) 从核心 CPI 来看，10 月核心 CPI 同比和环比增速均低于预期和前值。其中，核心服务环比上升 0.3%（前值 0.6%）是核心 CPI 环比上升的主要原因。而核心商品环比下降 0.1%（前值-0.4%），新车和二手车环比下降 0.4%（前值-0.8%）为核心商品环比下降的主要拉动项，商品价格因供应链正常化而有所缓解。

(2) 能源是 CPI 同比回落的主要贡献项。10 月 CPI 能源项同比录得-4.5%，较 9 月下降 4 个百分点，主要贡献来自 CPI 汽油项，其同比增速录得-5.3%，较 9 月下降 8.3 个百分点。由于沙特和俄罗斯并未进一步减产，且巴以冲突并未扩大，原油市场供需缺口有所缓和，10 月以来国际油价震荡回落。不过，受巴以冲突等地缘局势影响，短期内油价仍将保持高位震荡，同时由于基数效应的存在，未来几个月能源项同比增速或将再度上行。

通胀数据公布后，市场对美联储加息路径预期小幅回落，芝商所 Fed Watch 工具显示 12 月暂停加息的概率从 1 天前的 85.5% 上升至 94.5%，市场对加息周期已经结束的预期进一步强化。我们认为 10 月超预期回落的通胀数据进一步支持美联储结束本轮加息周期，但降息时点仍不确定：一方面，由于地缘政治风险仍高且美国劳动力市场强劲，通胀下行的道路并不平坦；另一方面，近期联储官员发声内容偏鹰，由于经济颇具韧性，短期陷入衰退的风险不高，联储偏向更长的高利率环境。

图表 5：美国通胀继续下行

图表 6：美国通胀环比增速



2、中美元首会晤达成重要共识

11月15日,国家主席习近平同美国总统拜登举行中美元首会晤,达成重要共识,中美关系由紧张转向缓和。

1) 认可中美关系指导原则。强调要相互尊重,和平共处、保持沟通、防止冲突,在有共同利益的领域开展合作,负责任地管控双边关系中的竞争因素。

2) 同意推动和加强各领域对话合作。建立人工智能政府间对话;恢复两军高层沟通、中美国防部工作会晤;同意明年早些时候进一步大幅增加航班;扩大教育、文体和工商界交流等。

3) 强调共同加快努力应对气候危机的重要性。

国际社会普遍认为,中美元首旧金山会晤具有战略意义和深远影响,应该成为稳定中美关系的新起点,期待双方在元首外交战略引领下,继续汇聚相向而行的力量,找到两个大国的正确相处之道,为动荡变革的世界注入确定性、提升稳定性。

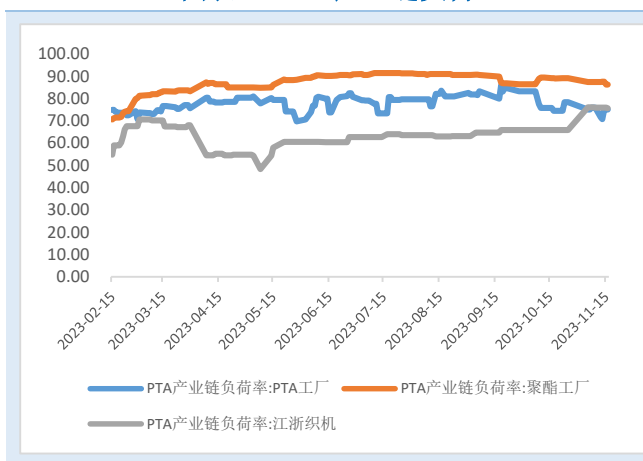
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

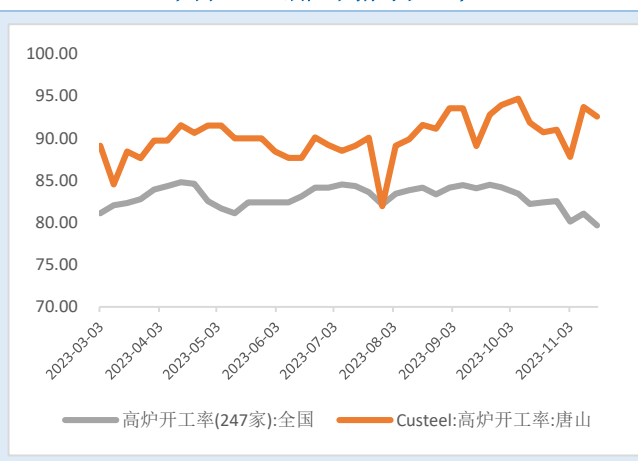
化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数上涨。需求方面，聚酯产业链产品价格多数上涨，截至 11 月 17 日，涤纶 POY 价格、PTA 价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率升至 74.93%，聚酯工厂负荷率小幅降至 86.07%，江浙织机负荷率持平于 75.81%。

钢铁：生产小幅下降，需求开始走弱。全国高炉开工率下降 1.38 个百分点至 79.65%；进入传统的需求淡季，需求开始走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回落，库存继续去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 房地产销售周环比下降，乘用车零售量同比增长

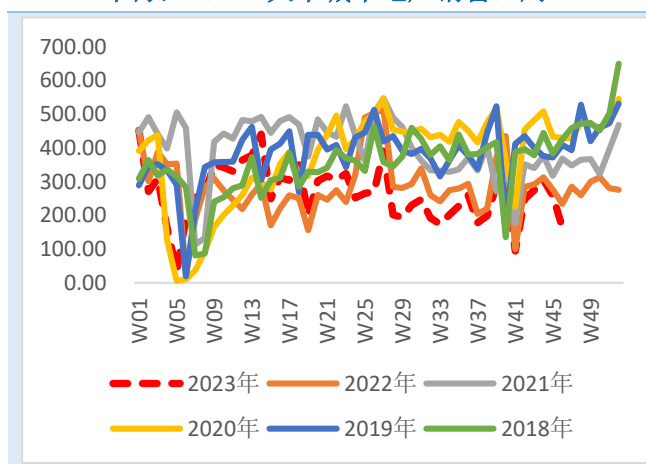
房地产销售周环比下降。截至 11 月 9 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积较上周回落 44.5%。按均值计，11 月同比下降 28.43%，其中，一、二、三线城市 11 月同比分别增长-33.46%、-17.39%、-47.09%；11 月，100 个大中城市成交土地占地面积，按均值计，环比增速为-22.35%，一、二、三线城市环比增速分别为-46.57%、7.68%和-31.60%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，11 月 1-12 日，乘用车市场零售 53.8 万辆，同比去年同期增长 18%，较上月同期下降 15%，今年以来累计零售 1,780.5 万辆，同比增长 4%；全国乘用车厂商批发 58.0 万辆，同比去年同期增长 19%，较上月同期增长 7%，今年以来累计批发 2,085.1 万辆，同比增长 7%。

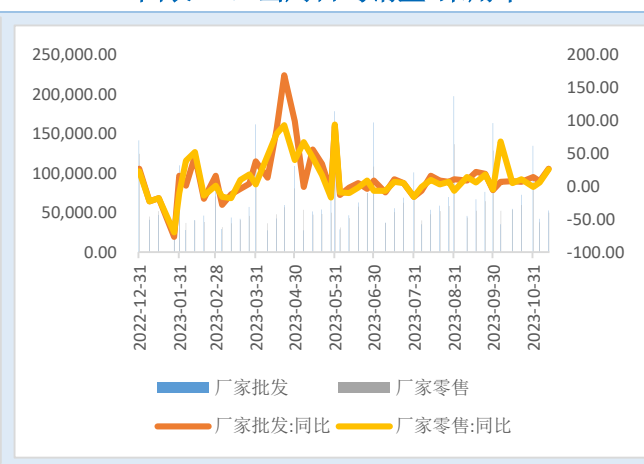
乘联会表示，近两年楼市高位理性回落，存量利率下调使得原本购房消费挤压家庭可支配收入的压力有所缓解，居民购楼投资收益波动较大，作为可选消费品的购车消费开始理性复苏，因此近几个月的车市

零售走势始终超预期。随着车市的逐步走强，车企期待努力完成年度目标的信心增强，11月车市同比会暴增20%以上。

图表 10：30 大中城市地产销售：周



图表 11：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至 11 月 17 日）蔬菜均价环比上涨 1.60%，猪肉均价环比下跌 1.25%。

(2) 食品价格走弱拖累 CPI 同比增速再度转负。10 月 CPI 同比增速再度回落至-0.2%，食品供给充足，价格维持弱势成为最大的拖累，其中，国庆节后需求回落，供给端产能去化缓慢，叠加部分地区受疫情影响中小散户恐慌性出栏增多，导致 10 月猪肉价格延续回落态势，对食品价格形成较大拖累。值得注意的是，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速回落 0.2 个百分点，表明当前内需恢复依旧较为缓慢。

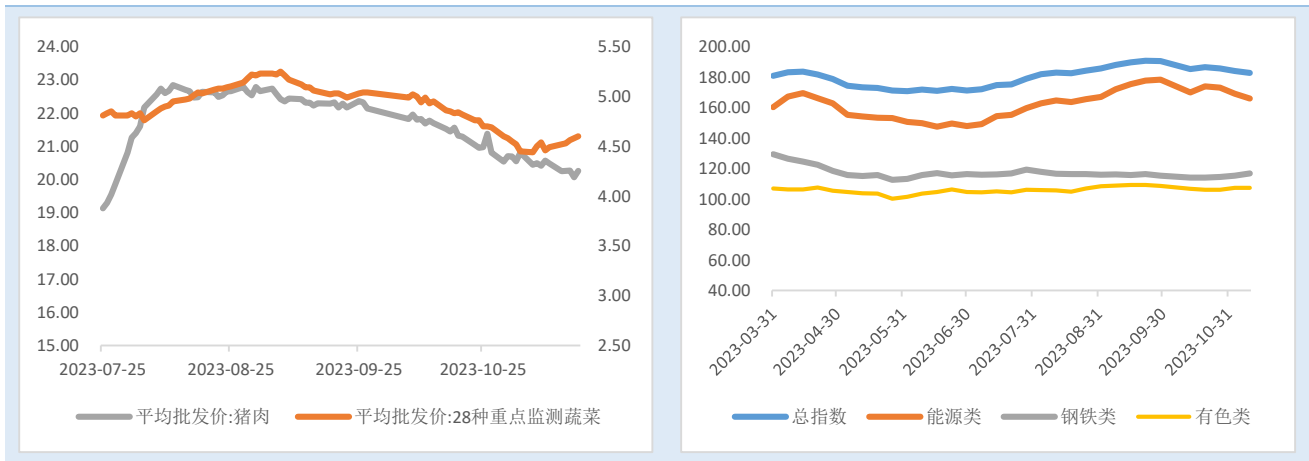
展望未来，随着稳增长政策不断发力，尤其是增发一万亿国债将有效带动基建投资，宏观经济或在波折中继续恢复，CPI 环比有望回正，同比也将在低基数的支持下恢复正增长。不过，值得关注的是，房地产领域的风险并未解除，需要更多强有力的政策推动房地产行业尽快企稳，才能更好恢复信心、提振内需。

(3) PPI 降幅有望继续收窄。PPI 同比降幅在连续三个月收窄后，10 月转为小幅扩大，主要原因：一是，受上年同期对比基数走高影响，翘尾影响约为-0.4 个百分点，上月为-0.2 个百分点；二是，国内需求恢复偏慢，尤其是下游工业企业需求出现了反复，这点主要是受房地产和出口的拖累；三是，前期产油国减产、美国经济软着陆等抬升国际大宗商品价格的趋势已基本结束，外部通胀压力也趋于下行。

展望未来，随着国内经济的恢复，工业企业需求回暖趋势将继续保持，预计国内 PPI 同比降幅将继续收窄，但考虑基数效应和外部传导两大因素将继续减弱，PPI 同比降幅收窄的斜率或有所放缓。

图表 12：食品价格多数下跌

图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎