



【宏观周报20231126】政府发债挤占流动性，货币市场利率高于政策利率

【宏观总结20231126】

国内经济：财政政策加码，财政赤字提高，10月消费和投资数据分化

7月24日，半年度政治局会议召开，就扩内需、地产政策调控、支持民营经济和活跃资本市场等多方面提供指导性方向。国家相关部委发布四项活跃证券市场政策，央行及金融监管总局发布存量房贷下调细则，四大一线城市推出下调存量房贷和首套房优惠政策，其它城市逐步跟进，稳增长政策组合拳开始发力。三季度GDP同比增长4.9%（前值6.3%），相比二季度有所回落，累计同比增5.2%，超全年5%增长目标。10月25日中央财政宣布增发一万亿国债，同时将财政赤字率提升至3.8%，政府投资托底固定资产投资增速。10月社融存量同比增速为9.3%，比9月提高0.3个百分点，但整体结构不佳。政府债是最主要的支撑因素，10月净融资1.56万亿元，为历史第二高值，比去年同期多1.28万亿元，居民、企业融资借贷数据低迷。10月国家统计局数据显示，消费数据继续表现亮眼，10月社会消费品零售总额当月同比增速继续回升，10月7.6%，前值5.5%，环比增长0.07%是今年经济的主要拉动力量。投资增速继续回落，房地产投资继续下行，1-10月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，前值3.1%，房地产开发投资为-9.3%（前值-9.1%）。工业生产增速好于市场预期，10月规模以上工业增加值当月同比增速4.6%。

国内通胀：10月物价水平环比下跌，货币政策仍有宽松必要

10月，CPI同比下降0.2%，环比下降0.1%。CPI回落主要受节后消费需求回落等因素影响。从同比看，CPI下降0.2%，主要是因为食品价格降幅扩大。从环比看，CPI下降0.1%。其中，食品价格由上月上涨0.3%转为下降0.8%，影响CPI下降约0.14个百分点，是带动CPI环比由涨转降的主要原因。核心通胀数据亦有所回落。通胀数据显示国内经济增长仍面临需求不足压力，货币政策仍有宽松必要。

流动性：政府大量发债挤占流动性，货币市场利率上行

今年货币政策边际宽松，3月17日央行决定降准0.25bp，银行体系长钱将获得较为充分的补充。6月13日央行超预期下调公开市场操作7天逆回购利率10BP至1.9%，后续MLF利率同步下调10BP至2.65%，1年和5年LPR跟随同幅度下降10BP至3.65%和4.3%。中央政治局会议召开后，市场信心提振，债券市场利率触底反弹，但实际需求并未形成上涨趋势。经济转型期，国内地产市场和经济增长面临压力，8月15日央行调降MLF利率15bp，调降7天期公开市场逆回购操作利率10bp，时间和幅度上均超预期。8月21日，LPR报价出炉，一年期LPR下降10BP至3.45%，但长期LPR利率报价保持不变不及市场预期。多家商业银行将于9月1日下调存款利率，幅度从10-25BP不等，保持合理息差为下降存量房贷利率做准备。9月14日，央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25%，近期货币市场利率上行，降准释放流动性有利于引导市场利率保持在政策目标水平。十一节后，货币市场流动性偏紧，央行10月16日投放7890亿元一年期MLF，对冲10月17日到期5000亿元MLF，保持流动性合理充裕，引导市场利率下行。政府发债缴款挤占流动性，市场预期央行降准维持货币市场流动性合理充裕。

海外宏观：美国10月就业数据恶化，通胀数据出现回落趋势

美国三季度GDP年化环比增4.9%，高于市场预期4.7%，远高于二季度2.1%，美国三季度经济增长强劲。9月经济数据方面，美国制造业PMI、耐用品新增订单均超预期增长，经济需求强劲提升加息预期。美国三季度经济数据强  
美联储11月议息会议宣布，联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，符合此前CME期货价格隐含的市场预期。美联储可能会一直保持对于市场偏紧的引导，后续除非通胀再度大幅反弹、经济仍然超预期增长，再次加息的可能性在下降。10月美国新增非农就业人数为15万人，较上月33.6万人大幅回落。失业率录得3.9%，较上月略有上行。此外劳动参与率与薪资增速分别为62.7%和4.1%，均较上月略有下行。... 同比录得3.2%，环比与上月持平，均低于此前市场此前预期的增长3.3%和0.1%，也均低于上月的3.7%和0.4%。10月美国核心CPI同比增长4.0%，环比增长0.2%，而市场此前预期为与上月增幅一致，分别在4.1%和0.3%。美国10月通胀数据显示，美国通胀数据出现回落趋势，同时就业数据超预期恶化，市场预期美联储货币政策关注点将逐渐转移至就业市场，美联储未来加息概率大幅下降，同时降息时点将有所提前。

公司名称：浙商期货有限公司  
研究员：沈文卓、朱泉鹏CFA  
投资咨询号：Z0003121、Z0015158

周度数据跟踪

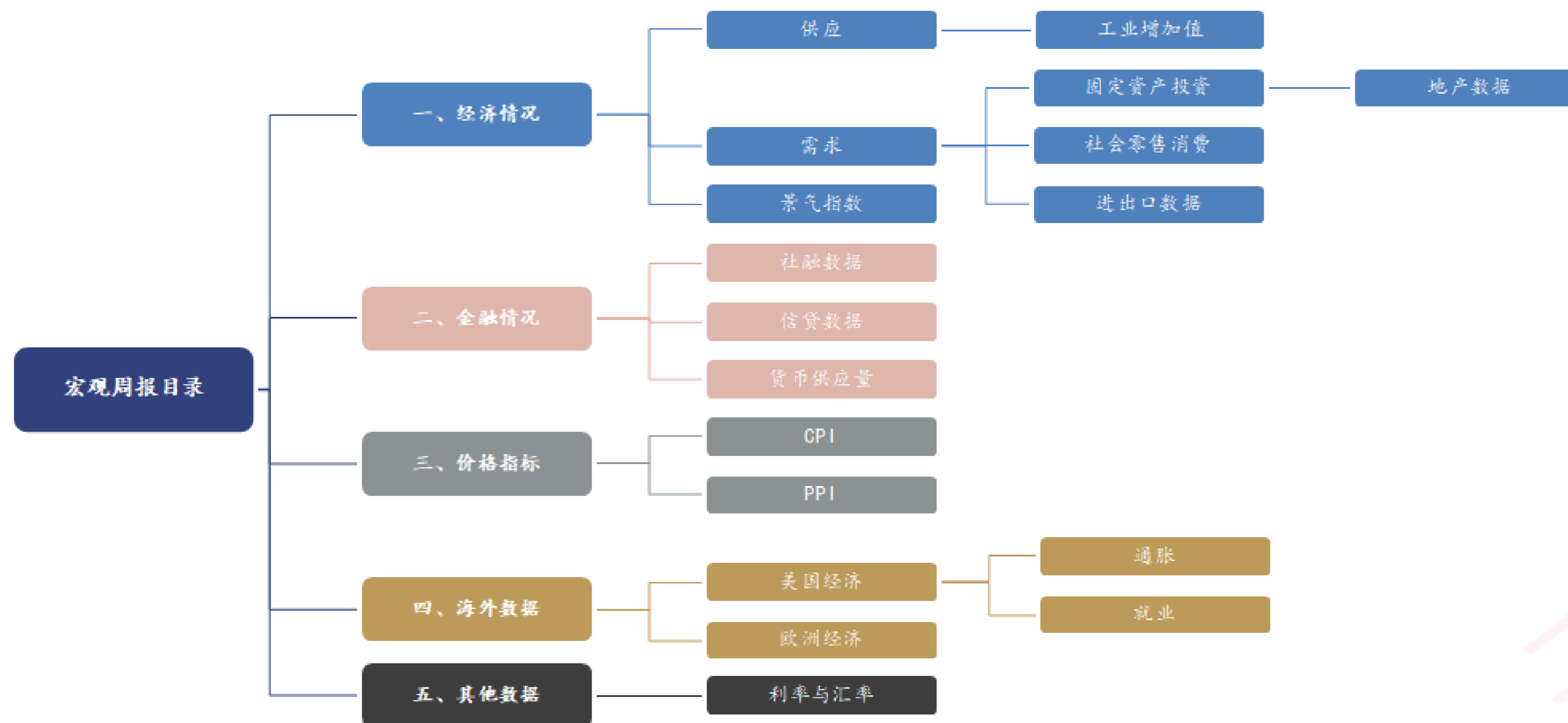
本周重要数据点评

下周重要经济指标

日期	国家/地区	指标名称	重要度	前值
周一	美国	10月新房销售年化总数:季调(千套)	重要	759
周三	美国	第三季度GDP(预估):环比折年率(%)	重要	2.1
周四	中国	11月官方制造业PMI	重要	49.5
周四	欧盟	10月欧盟:失业率(%)	重要	6
周四	欧盟	10月欧元区:失业率:季调(%)	重要	6.5
周四	美国	10月个人消费支出:季调(十亿美元)	重要	18853.4
周四	美国	10月核心PCE物价指数:同比(%)	重要	3.68
周四	美国	10月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	重要	60556
周四	美国	11月25日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	209000
周五	欧盟	11月欧元区:制造业PMI	重要	43.1
周五	美国	11月制造业PMI	重要	46.7

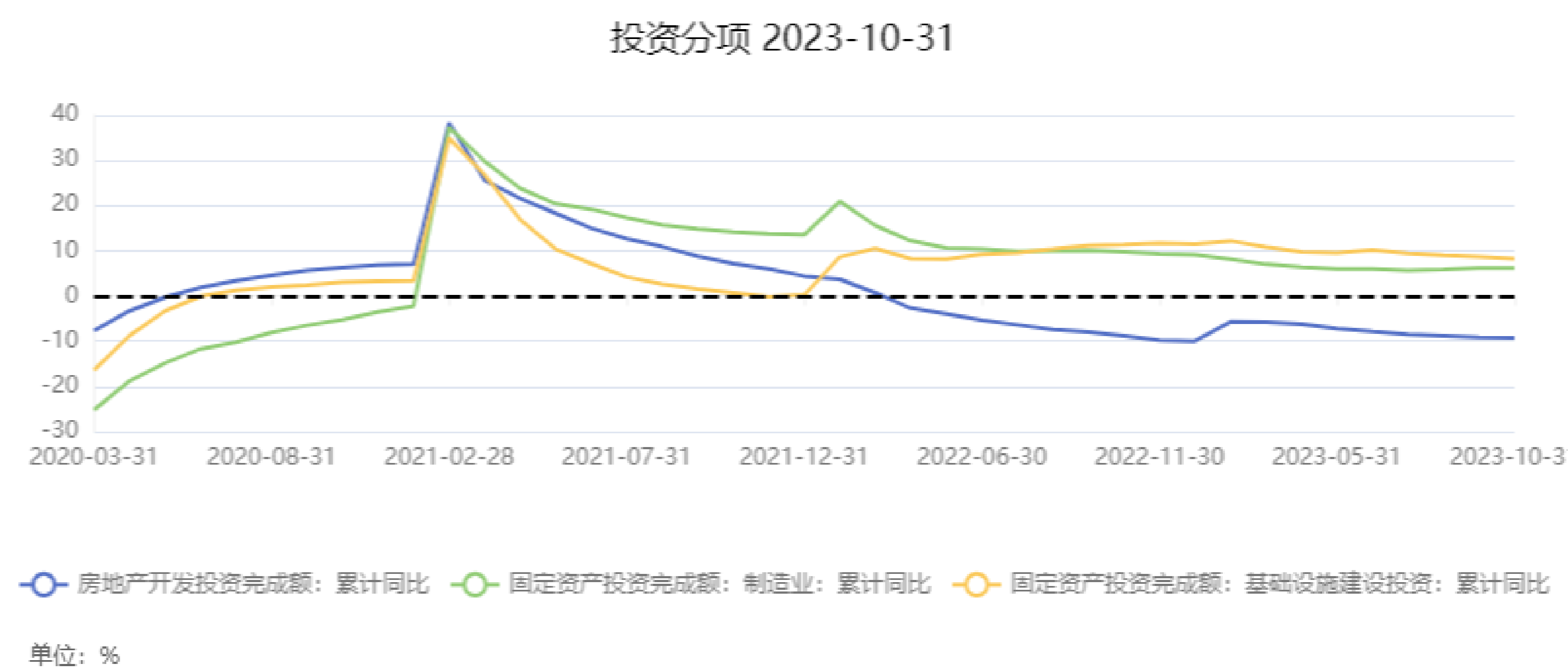
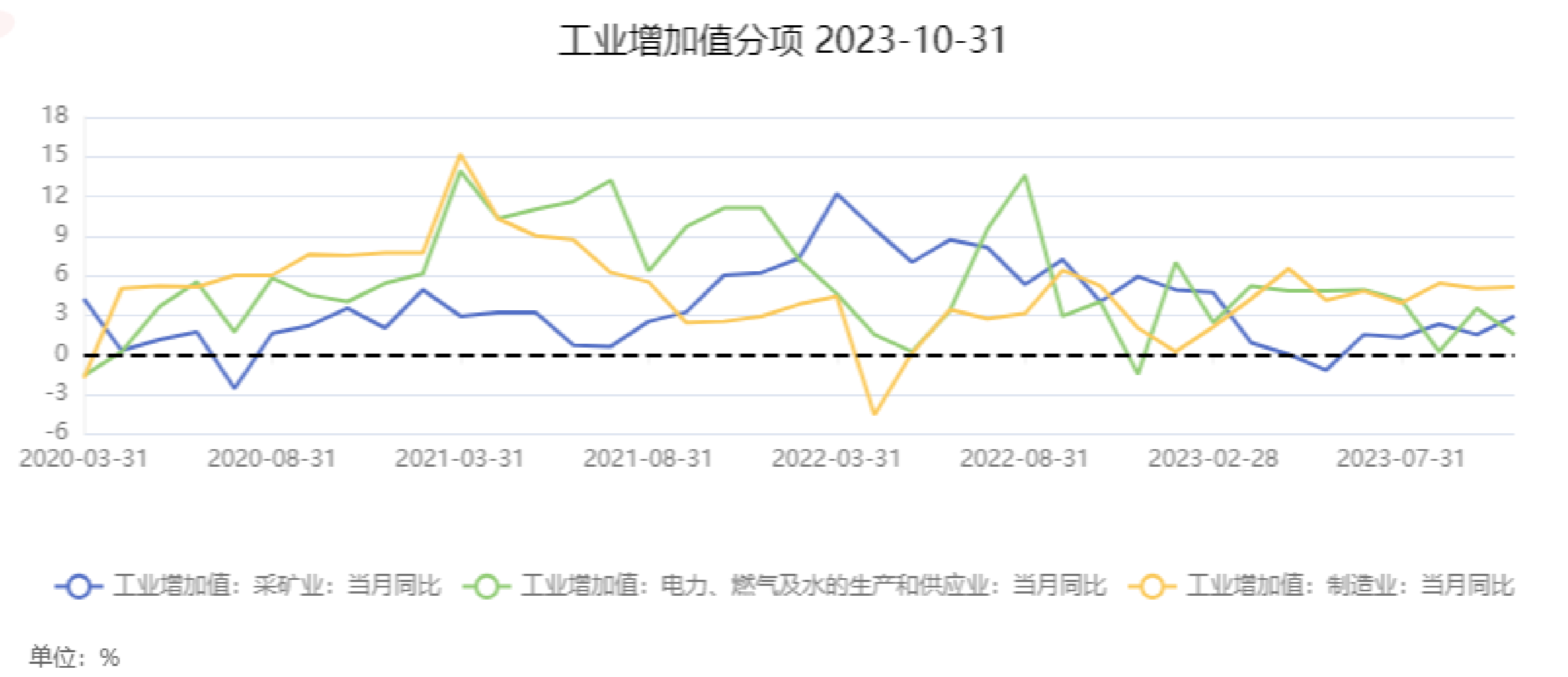


目录



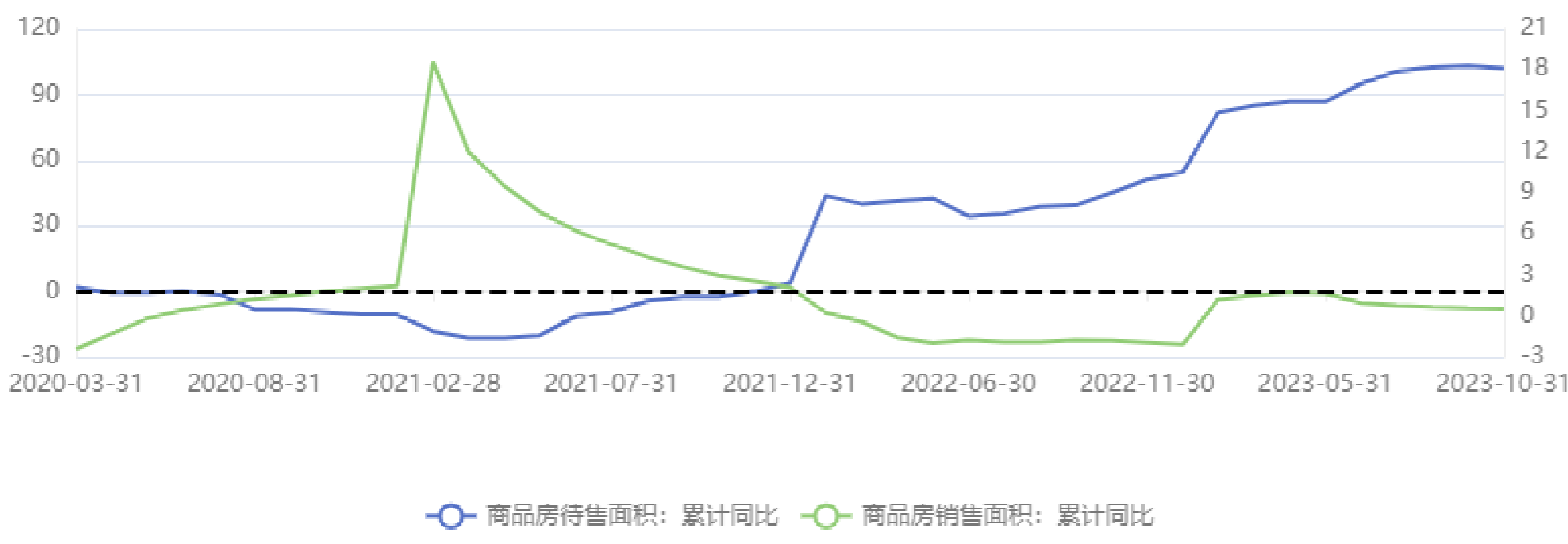
一、经济情况

受去年对比基数抬升影响，三季度GDP同比回落，但环比回升。三季度GDP同比增长4.9%（前值6.3%），相比二季度有所回落，但主要原因是去年对比基数抬升。如果扣除基数影响，三季度GDP两年平均增速是4.4%，比二季度两年平均增速加快了1.1%。另外从环比看，三季度GDP环比增速1.3%（前值0.5%），回升0.8%。10月社会消费品零售总额当月同比增速继续回升，10月7.6%，前值5.5%，环比增长0.07%。其中商品零售和餐饮收入增速也继续上升，分别为6.5%（前值4.6%）和17.1%（前值13.8%）。1-10月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，前值3.1%，今年以来投资数据持续回落。从分项看，制造业投资为6.2%（前值6.2%）；基础设施投资（不含电力）为5.9%（前值6.2%），房地产开发投资为-9.3%（前值-9.1%）。下半年以来稳地产政策持续加码，9月商品房销售当月同比和开工面积当月同比增速曾边际改善，但10月两项数据再次下行分别为-20.34%（9月-19.76%）和-21.23%（9月-15.18%）。今年消费数据一直是经济数据的亮点，保持较好的增速，虽然有去年低基数原因，但今年消费环比数据一直保持增长（除了7月数据），今年消费对经济增长的贡献大于投资，消费是今年经济的主要拉动力量。虽然下半年以来稳地产政策持续加码，但商品房销售及土地成交均未明显回暖。当前生产回升动能强于需求回升动能。

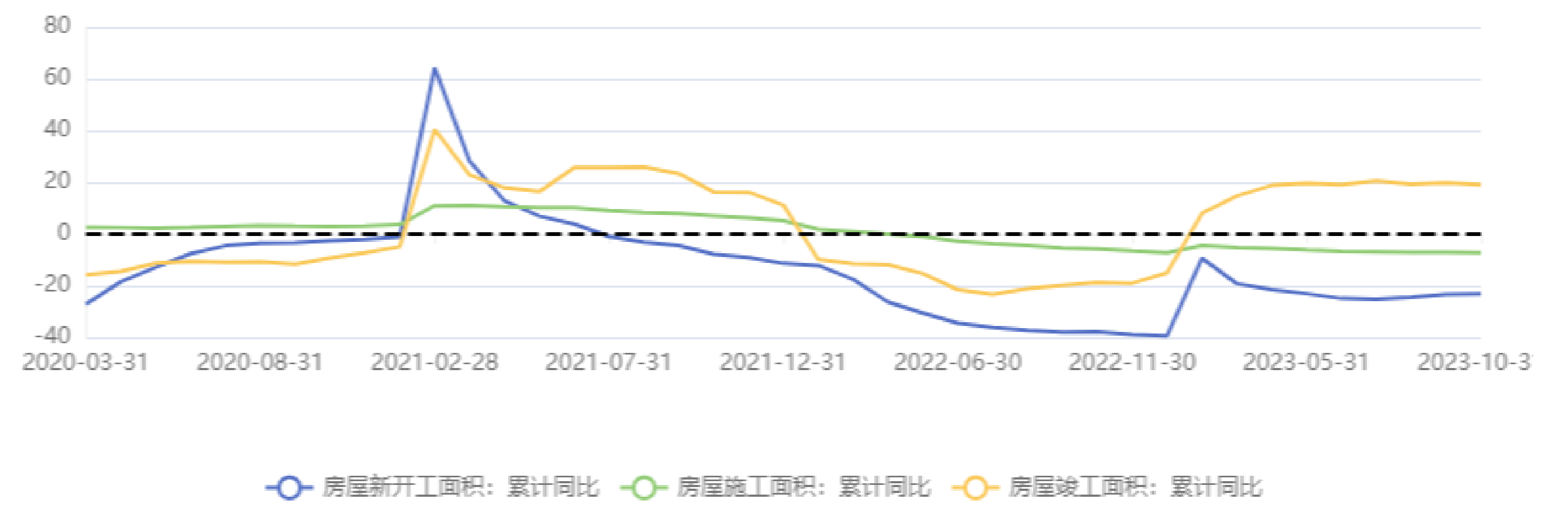


### 一、经济情况

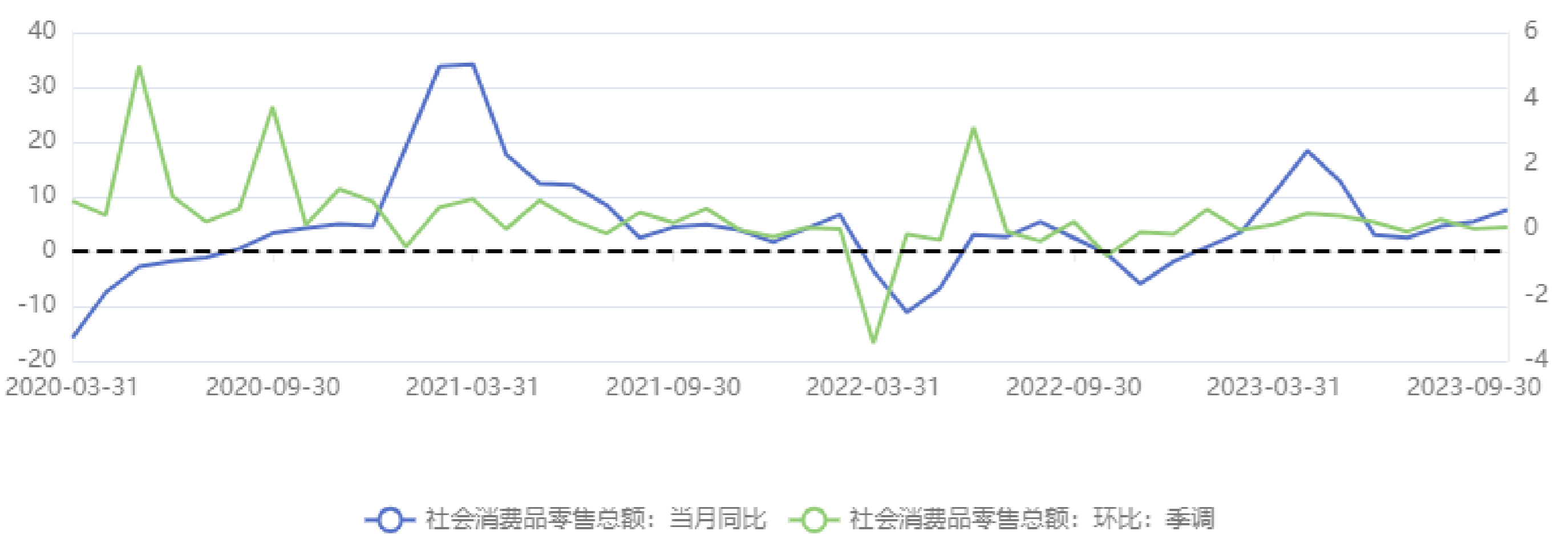
商品房销售与待售面积 (右轴) 2023-10-31



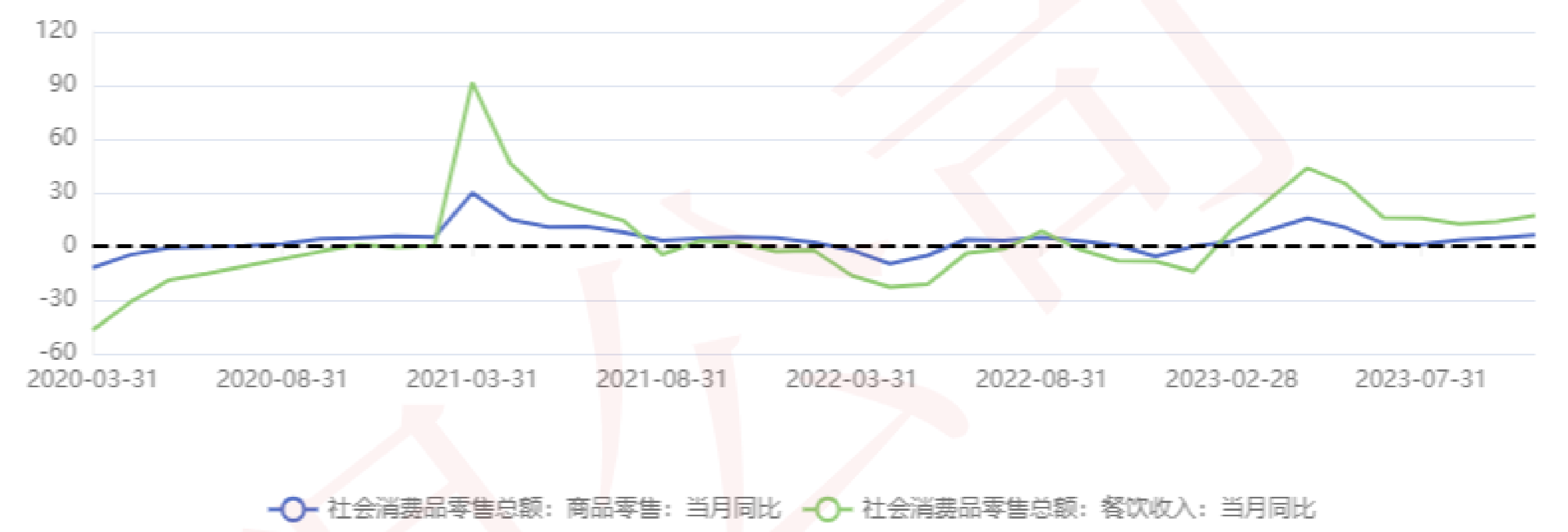
地产分项数据 2023-10-31



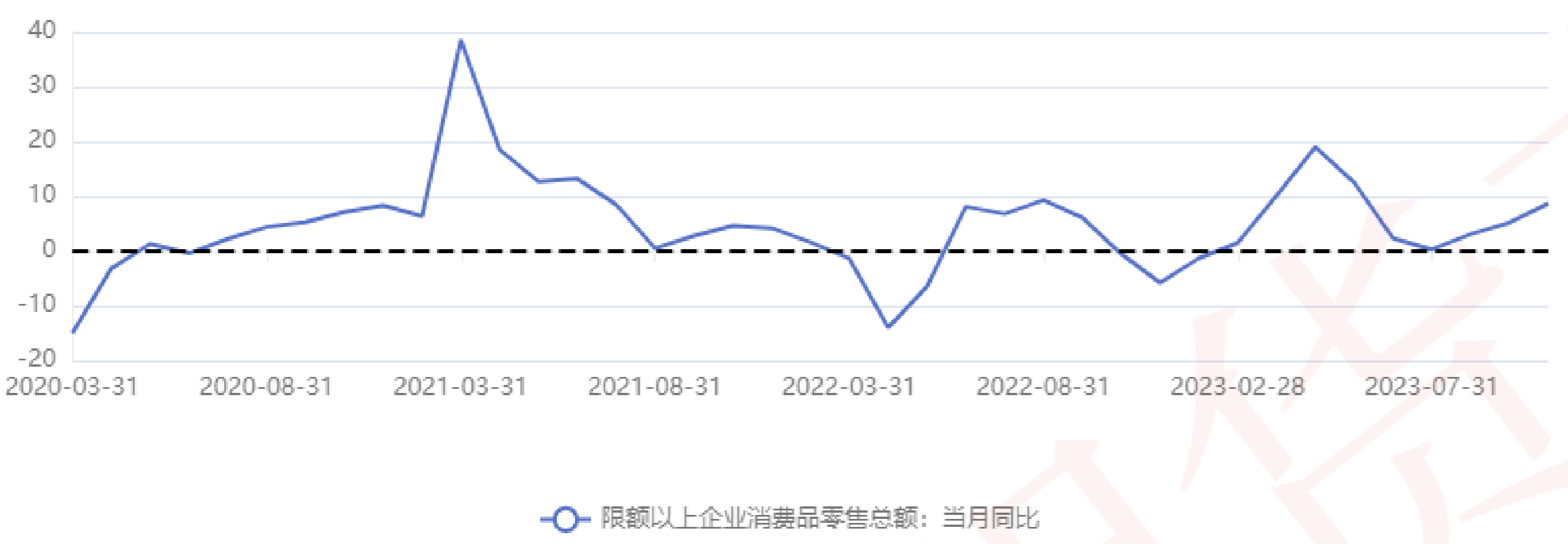
社会消费品零售总额同比与环比 (右轴) 2023-10-31



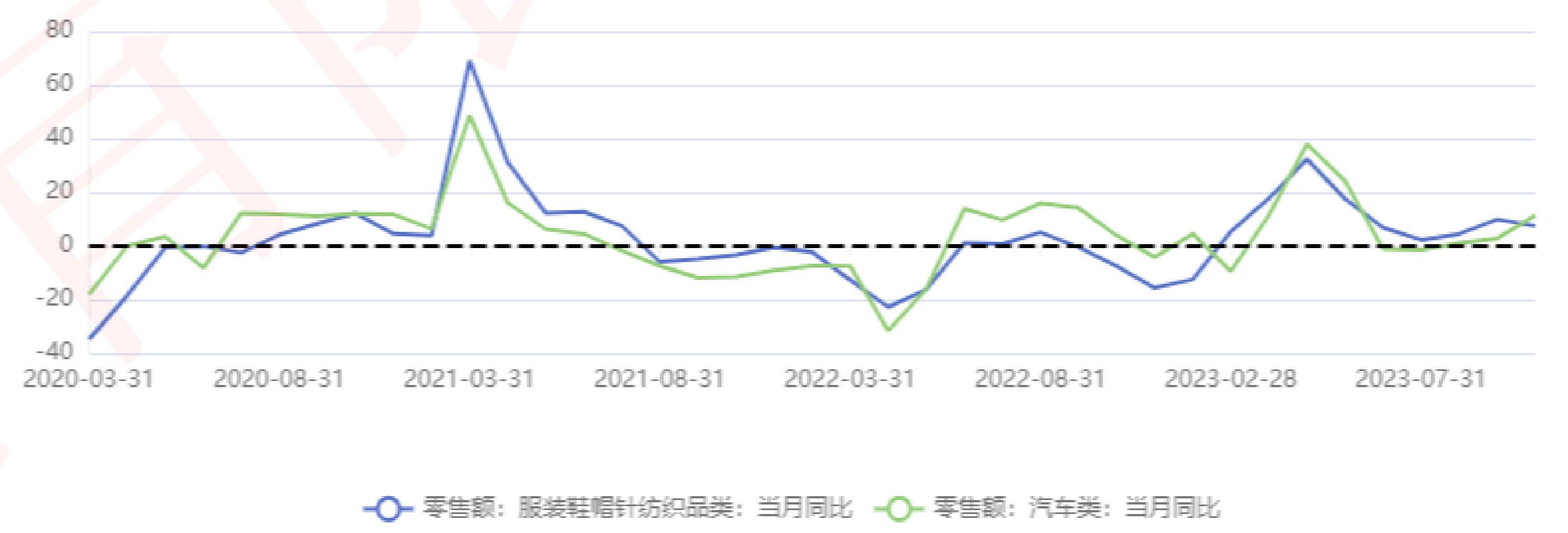
餐饮、商品与除汽车外零售 2023-10-31



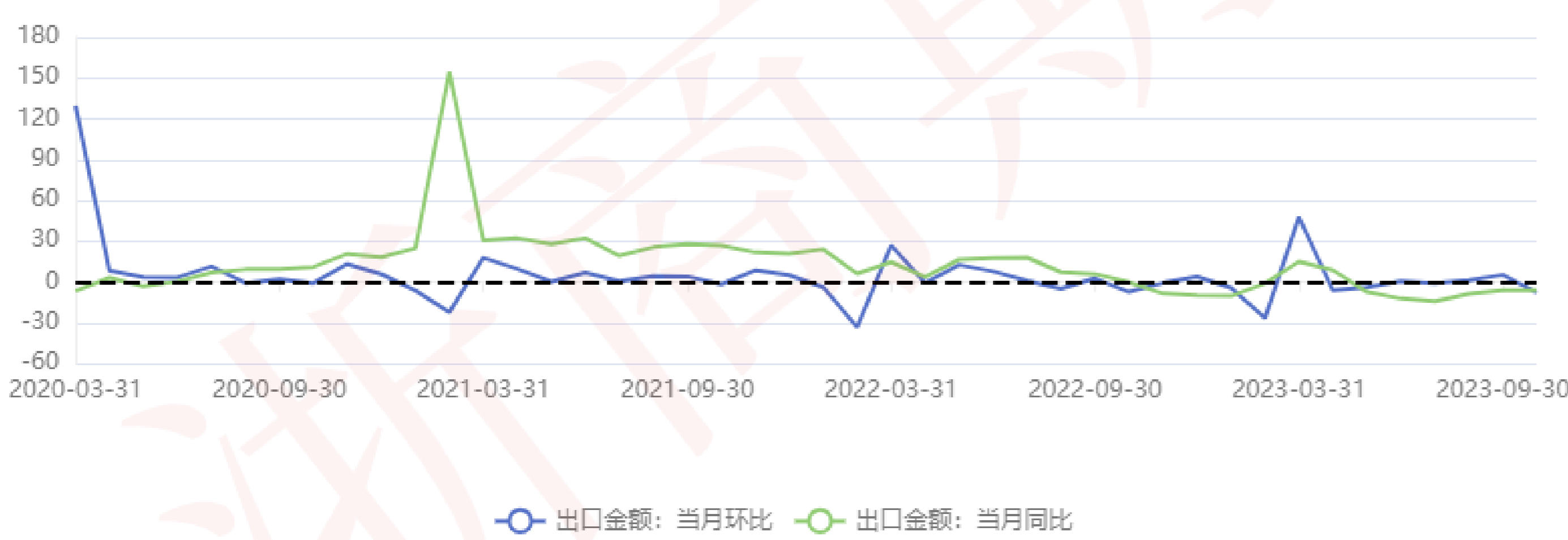
限额以上企业消费品 2023-10-31



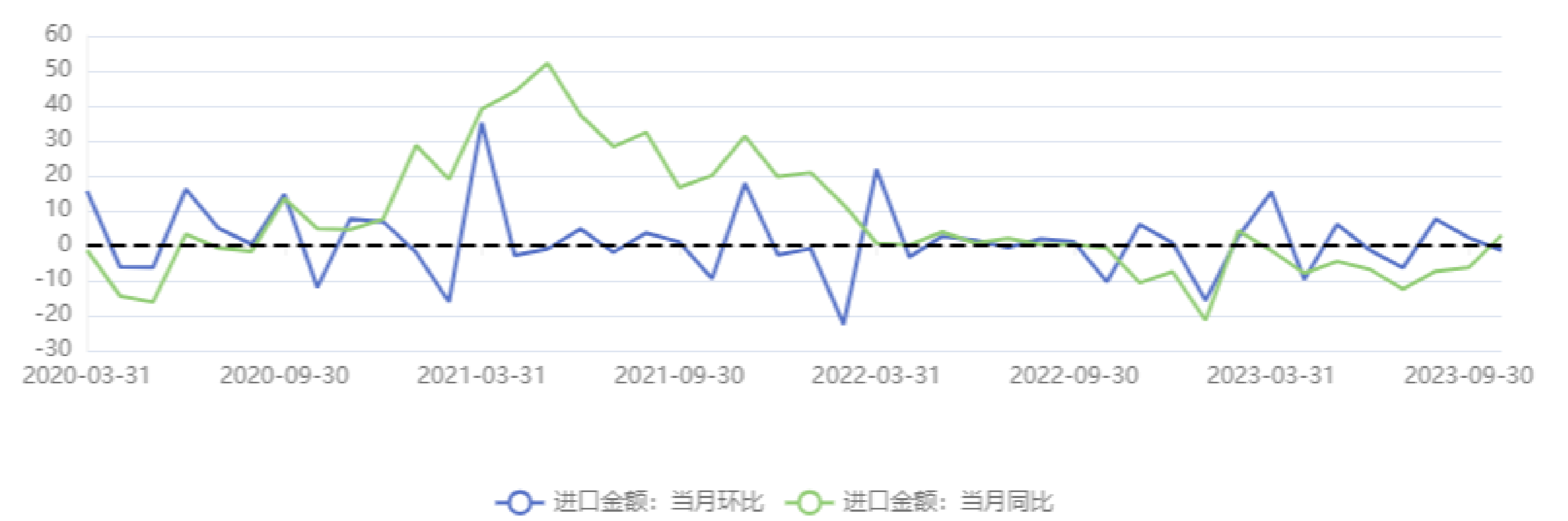
服装鞋帽针纺织品类与汽车类 2023-10-31



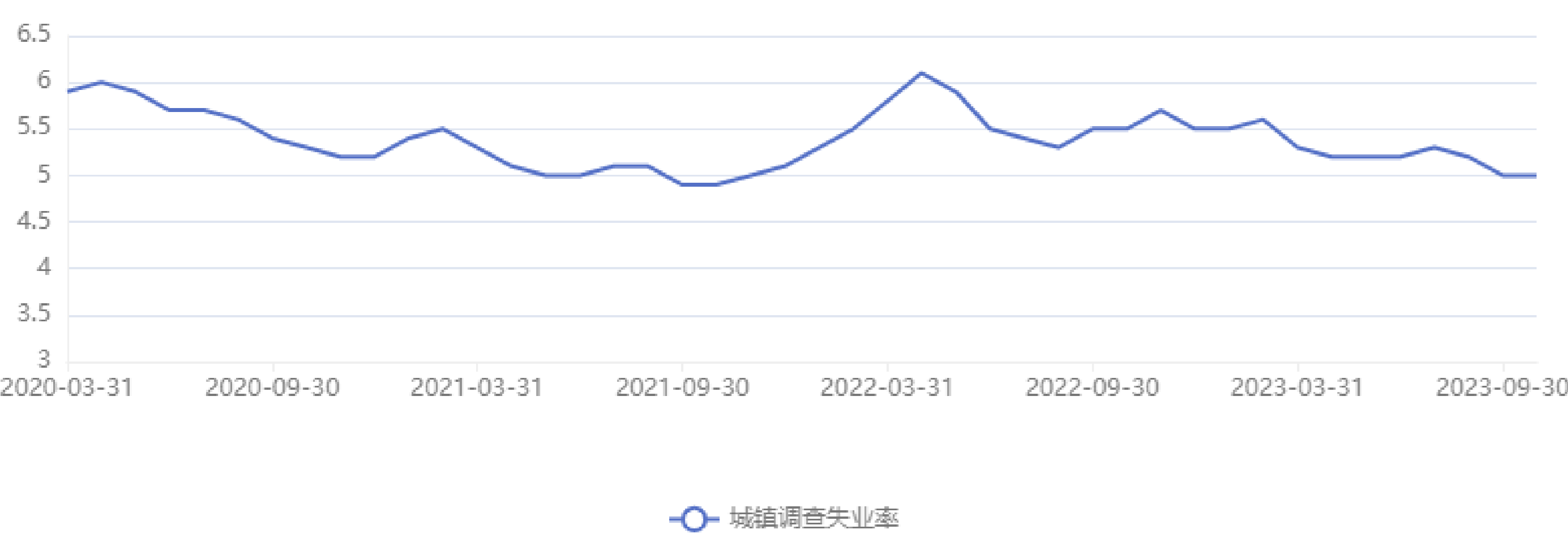
出口金额 2023-10-31



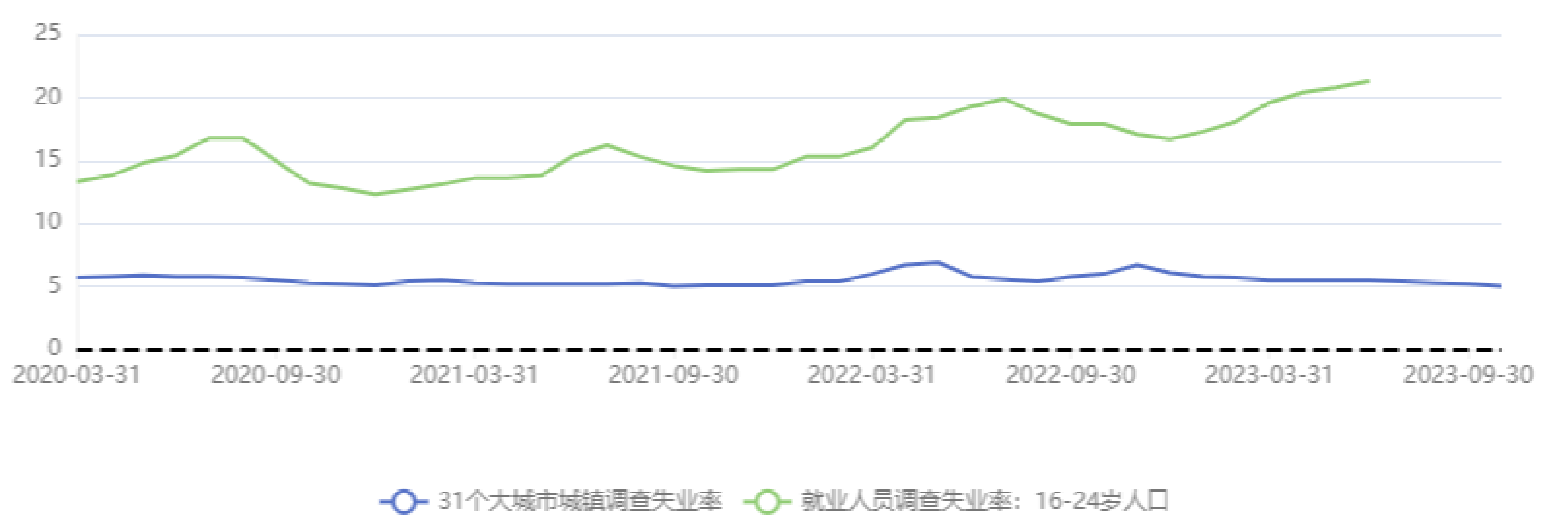
进口金额 2023-10-31



城镇调查失业率 2023-10-31

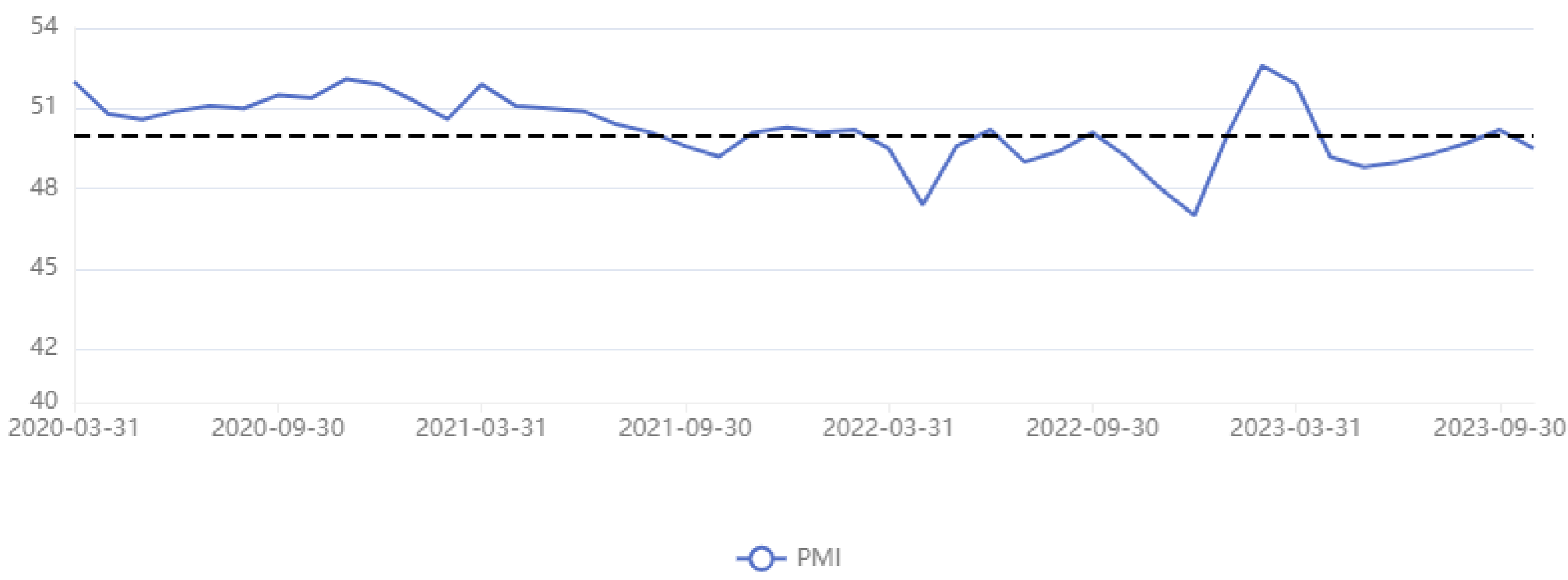


其它失业率数据 2023-10-31

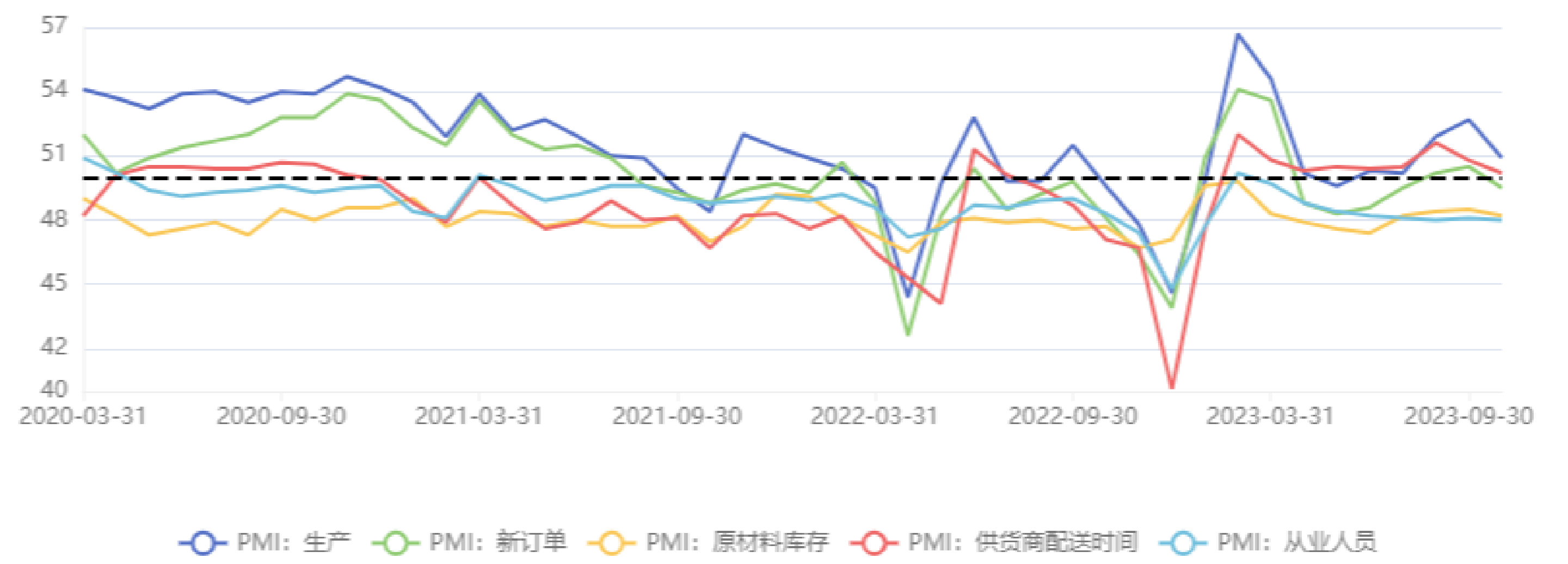


## 一、经济情况

官方制造业PMI 2023-10-31



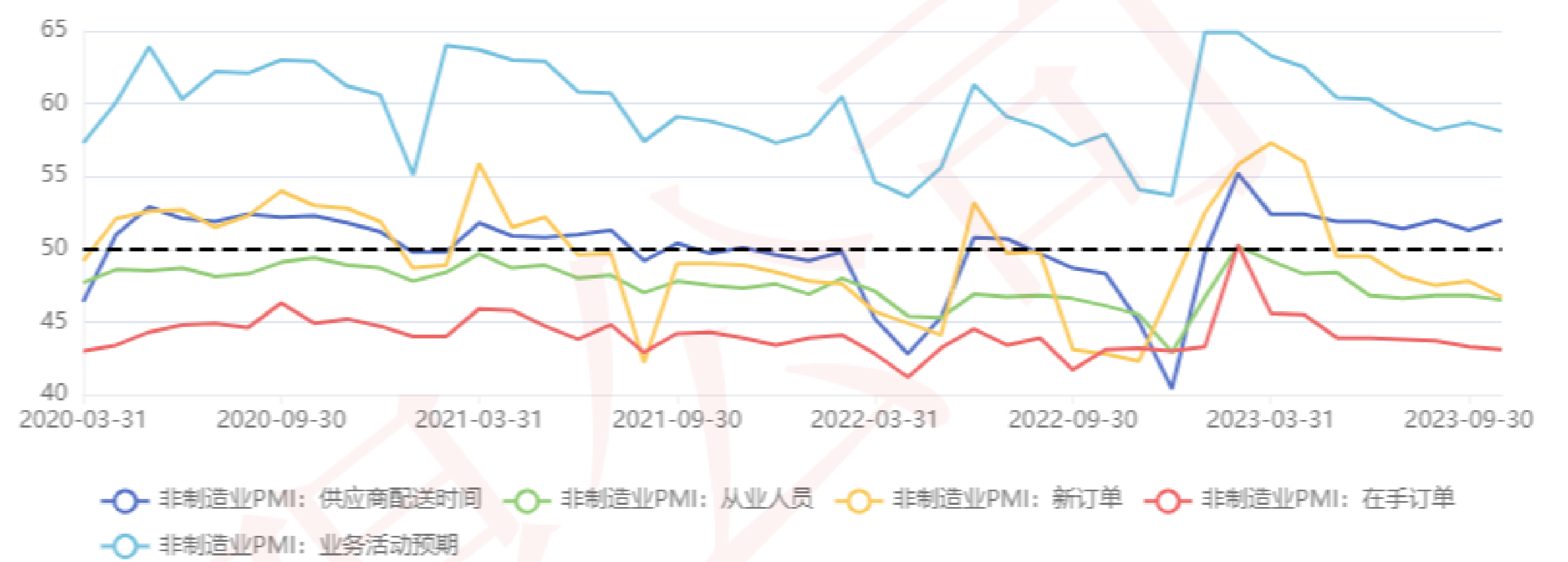
制造业PMI分项 2023-10-31



官方非制造业PMI 2023-10-31



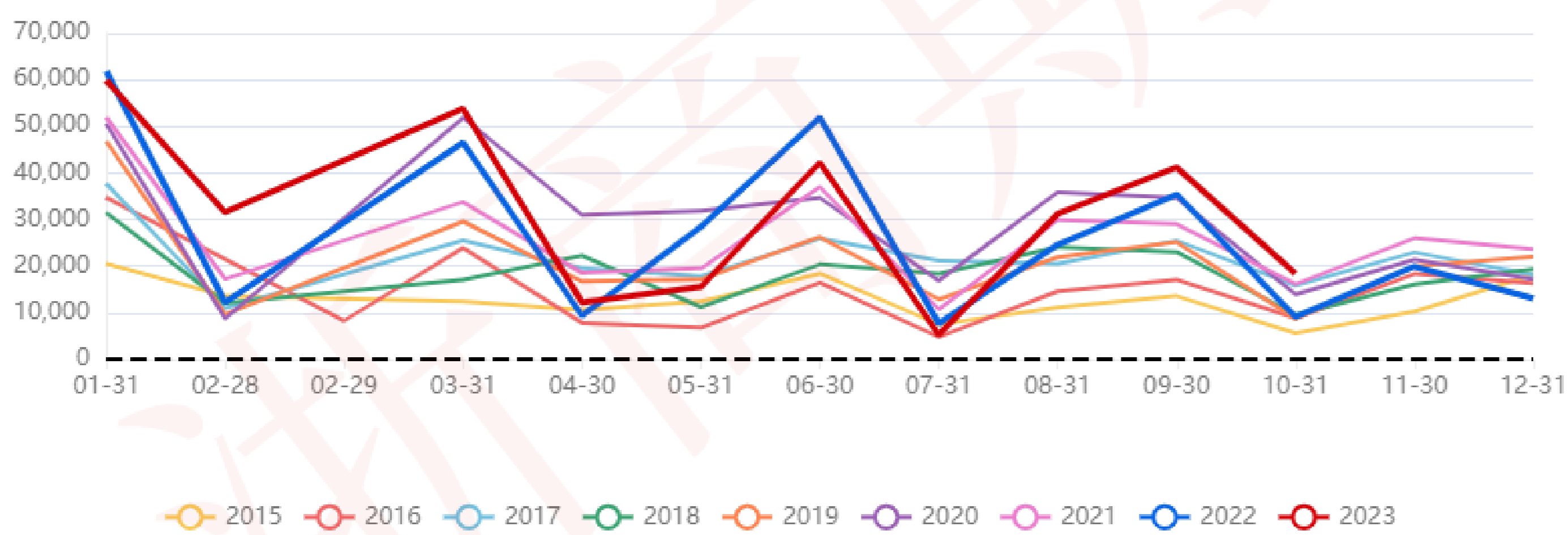
非制造业PMI分项 2023-10-31



## 二、社融信贷

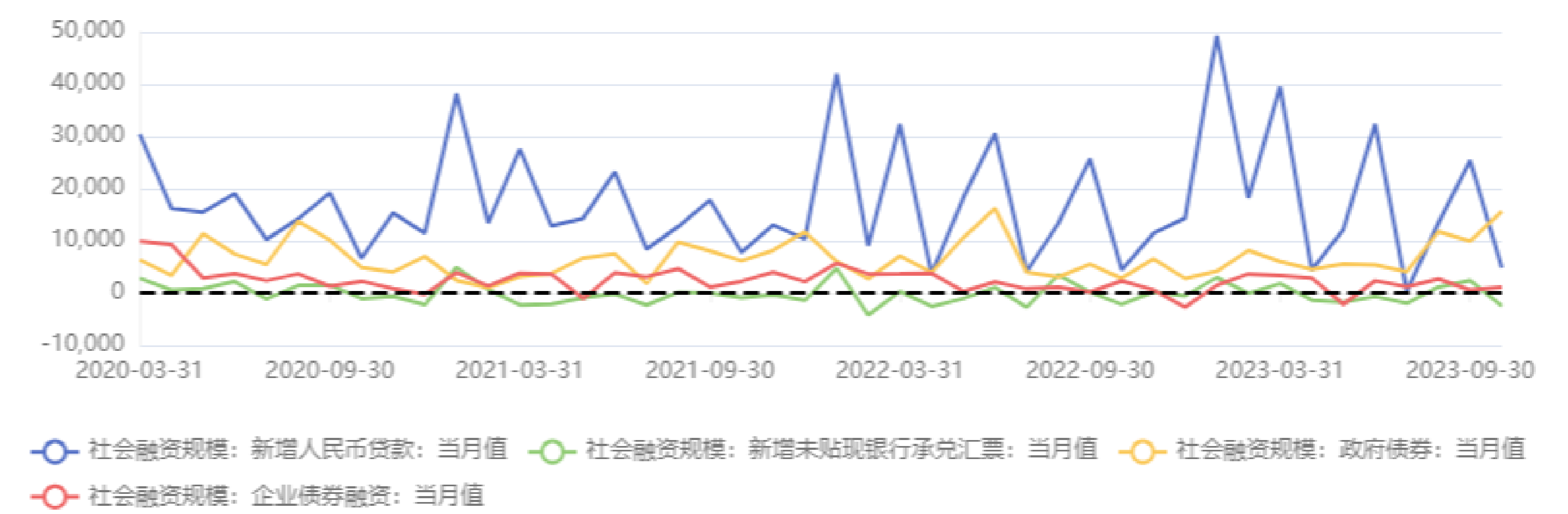
10月是社融与信贷小月，且好于去年同期水平，10月新增社融1.85万亿元，9月4.12万亿元，去年10月9134亿元。10月新增人民币贷款7384亿元，9月2.31万亿元，去年10月6152亿元。从历史看，10月通常是社融和信贷投放的“小月”，所以10月相比上月有所回落是季节性因素，且和去年10月相比，今年10月好于去年同期数据。10月新增社融中，政府债券融资占比最大（占比84%），远超人民币贷款，成为10月新增社融中贡献最大的分项，以往占比最大的是人民币贷款。10月政府债券融资远超2019-2022年同期水平。10月国债净融资3480亿元，地方政府债净融资1.2万亿元，其中特殊再融资债的净融资额就达到1.01万亿元。10月，居民短期贷款减少1053亿元，与去年相比减少541亿元，说明居民借贷消费意愿弱。居民中长期贷款增加707亿元，同比多增375亿元，但仍然弱于2019-2021年同期水平。虽然下半年以来，各地不断推出宽房地产政策，但从30大中城市商品房成交面积看，地产销售未明显回暖，居民购房意愿未得到持续改善。

社会融资规模：当月值 2023-10-31



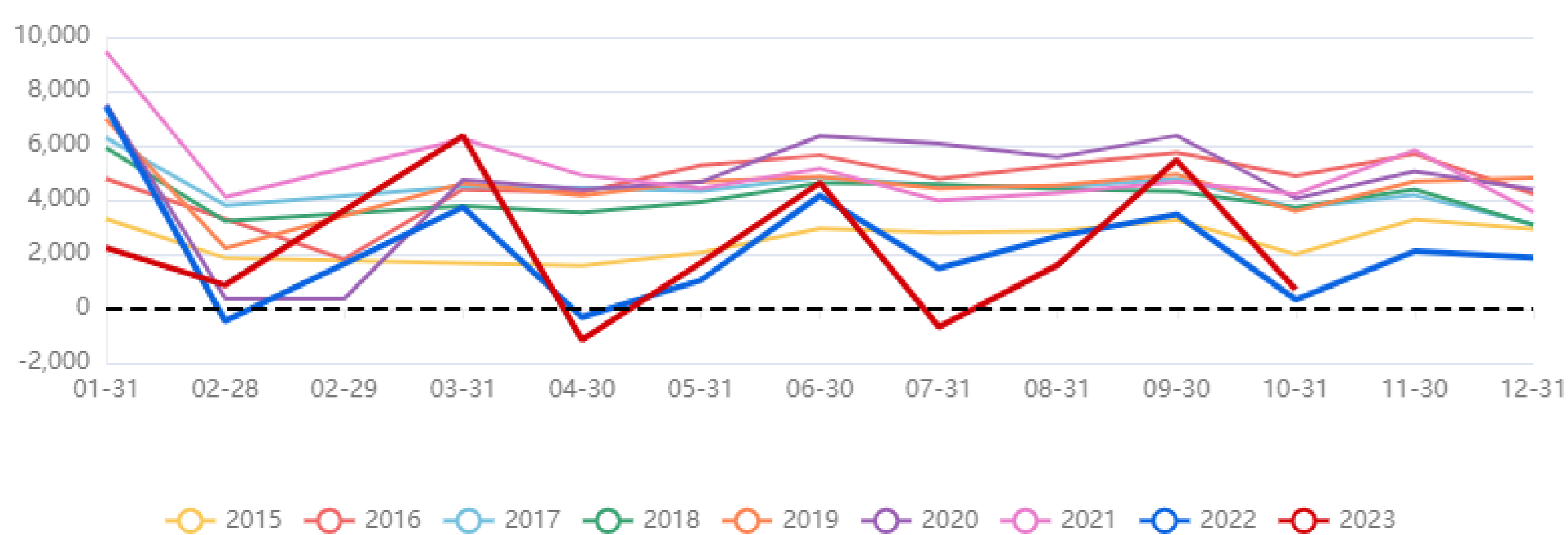
单位：亿元

社会融资分项 2023-10-31



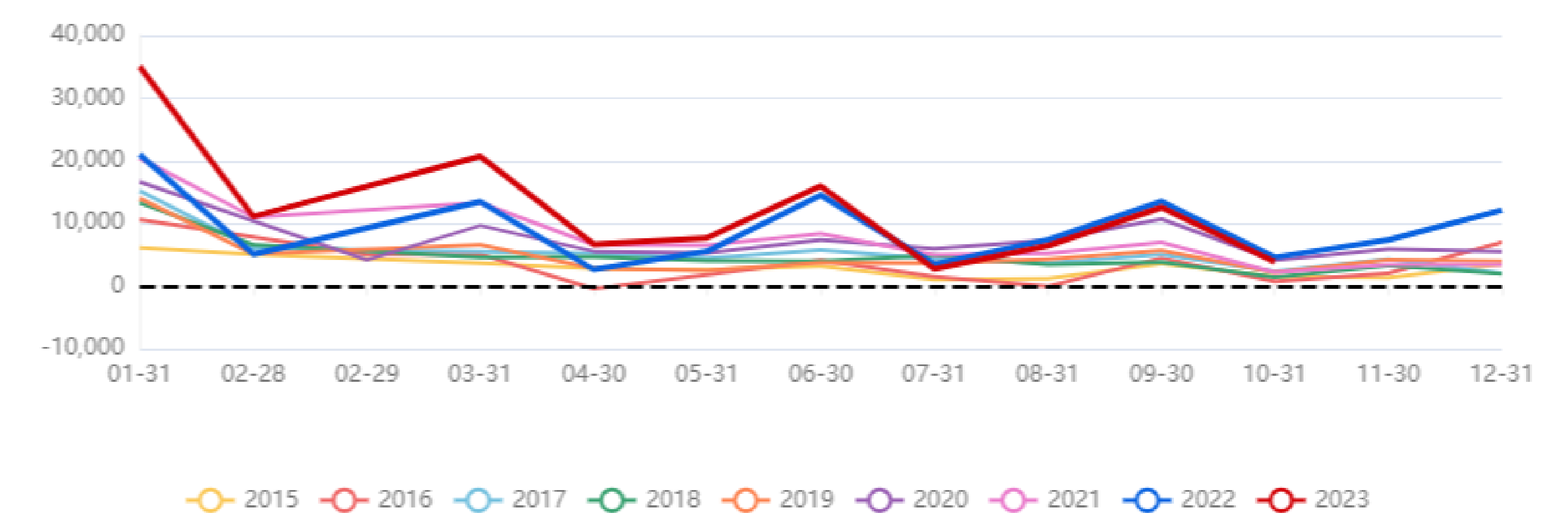
单位：亿元

新增居民中长期贷款 2023-10-31



单位：亿元

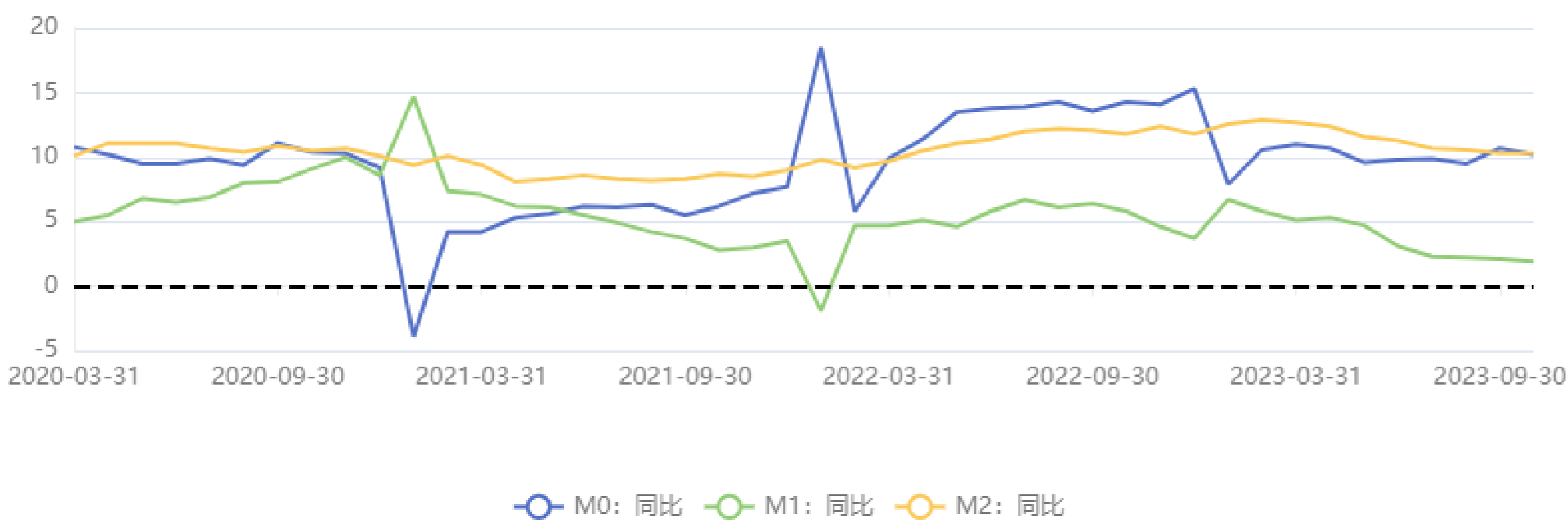
新增企业中长期贷款 2023-10-31



单位：亿元

## 二、社融信贷

货币供应量 2023-10-31



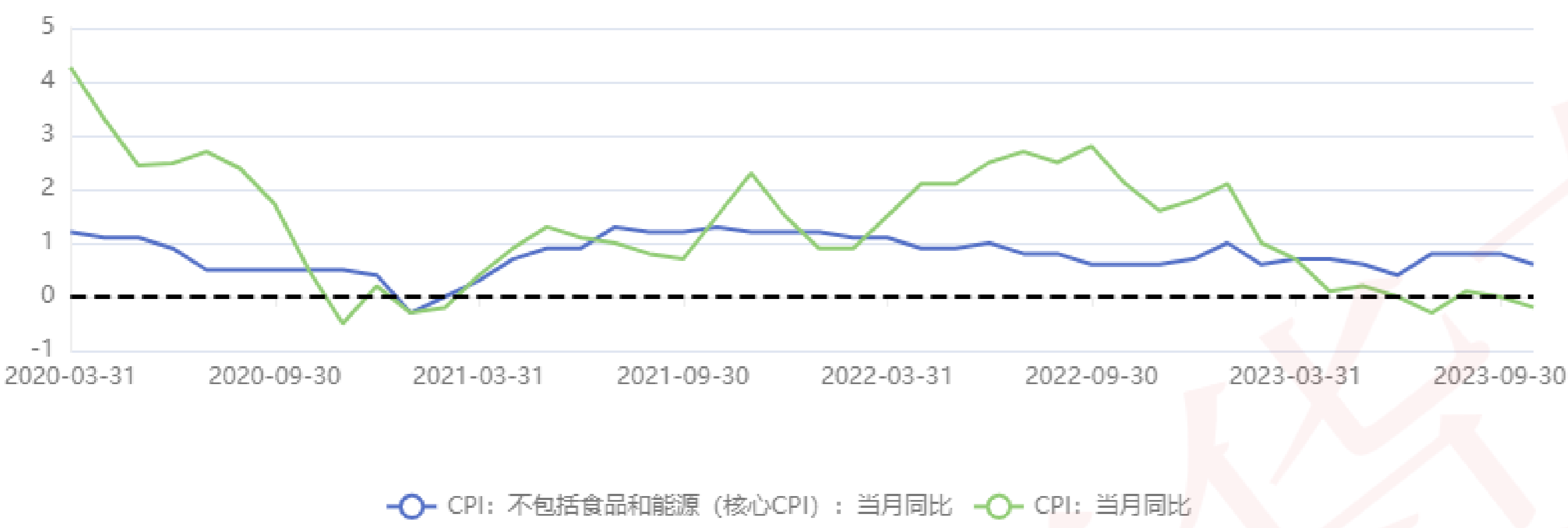
社会融资规模存量: 同比 2023-10-31



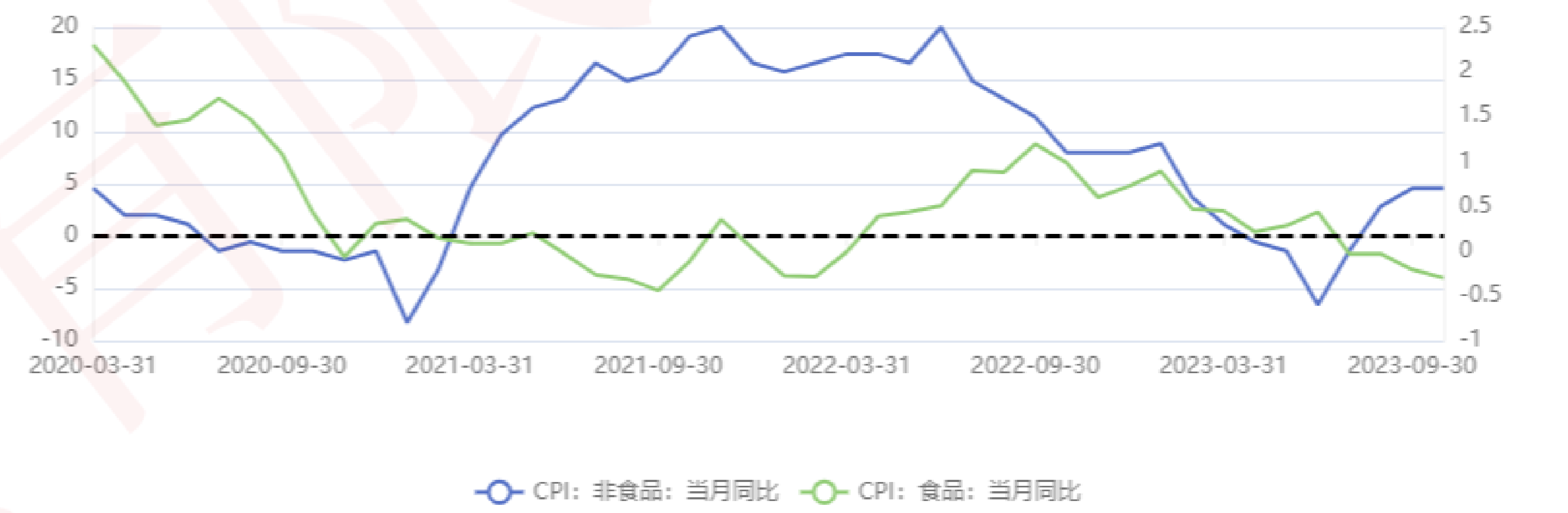
## 三、通胀指标

10月CPI 环比-0.1%，同比-0.2%（前值0%），CPI再度走弱，同比增速连续5个月在0附近磨底。一方面，10月食品价格全面回落，猪肉、鲜菜、水产品、鸡蛋等价格均环比回落。另一方面，随着双节假期结束，出行链有所降温，出行相关价格对CPI的支撑有所减弱。10月PPI环比持平，同比-2.6%（前值-2.5%），最终需求整体偏弱，PPI小幅回落。10月原油价格震荡回落，煤炭价格稳中有进。国内稳增长政策加码，增发2023年国债1万亿元提振市场预期，水泥价格企稳回升，玻璃价格有所上行，钢材价格小幅回落。从通胀数据来看，目前我国经济持续恢复的基础仍需巩固，货币政策仍有宽松必要。

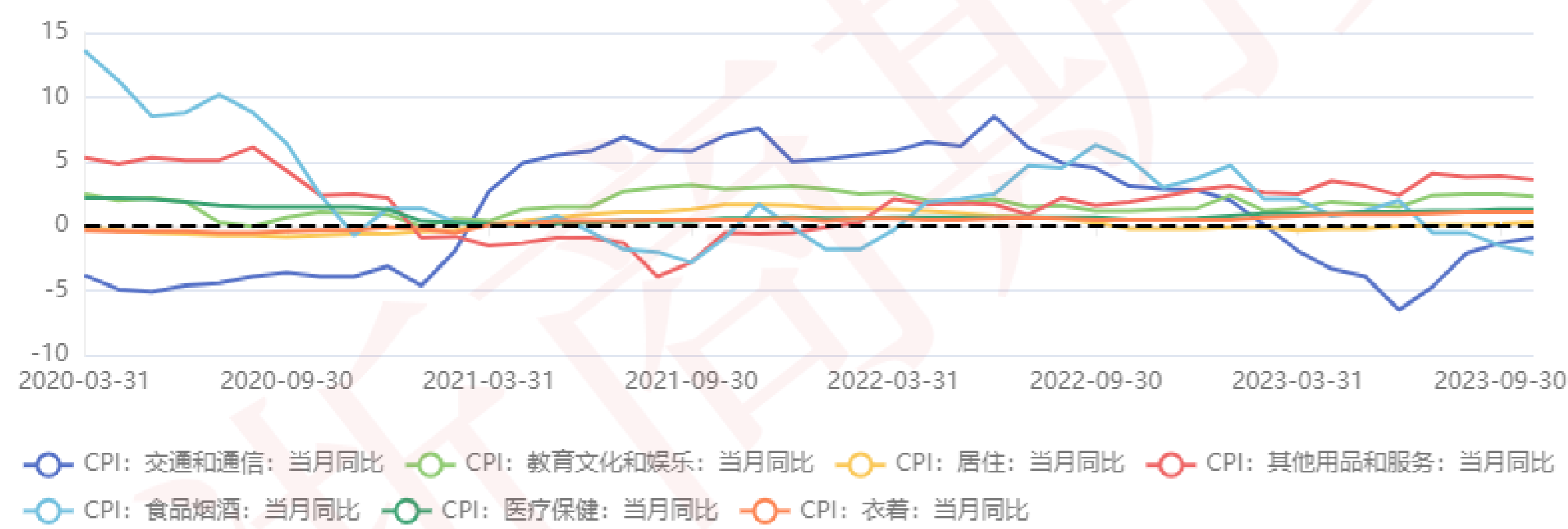
CPI和核心CPI 2023-10-31



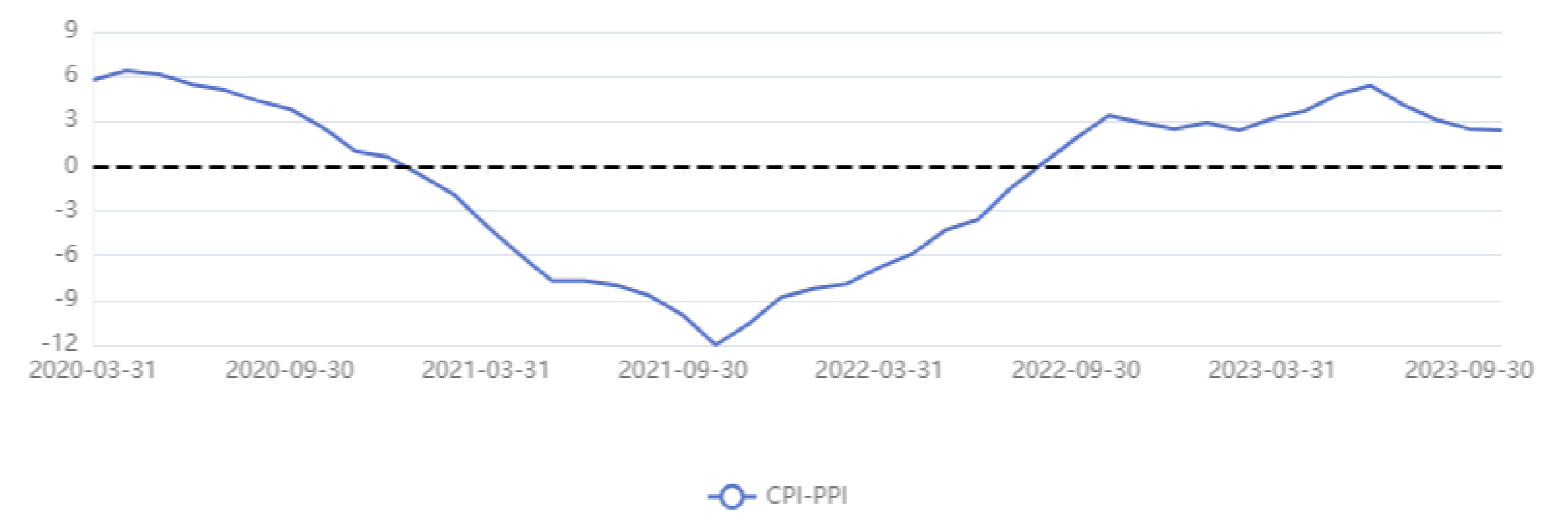
非食品（右轴）与食品 2023-10-31



CPI分项 2023-10-31



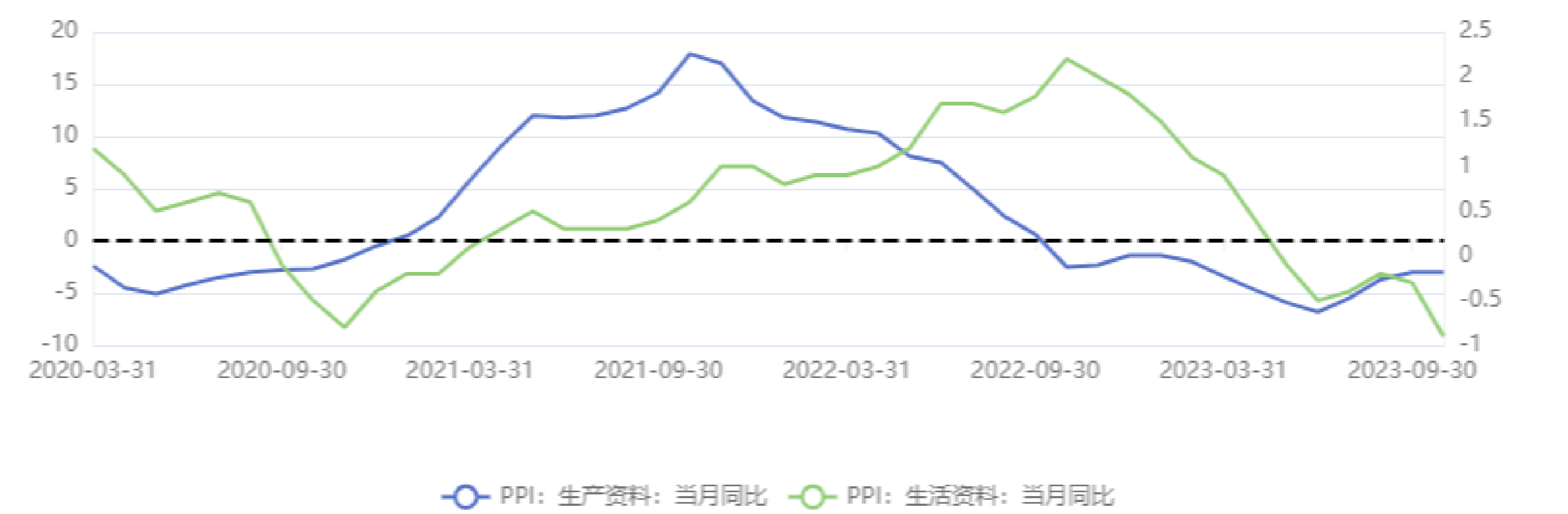
CPI-PPI 2023-10-31



PPI: 全部工业品: 当月同比 2023-10-31

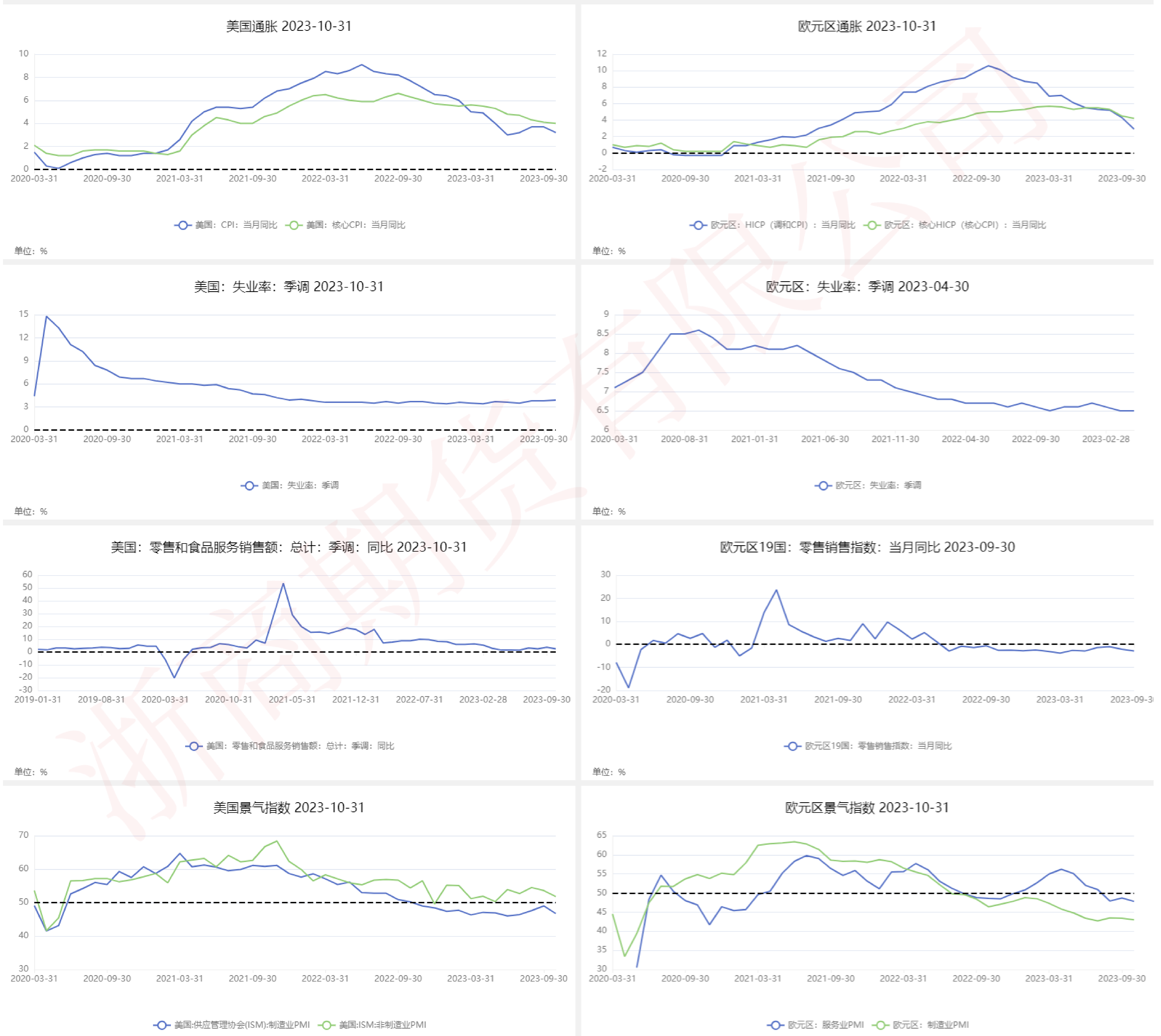


生产资料和生活资料（右轴） 2023-10-31



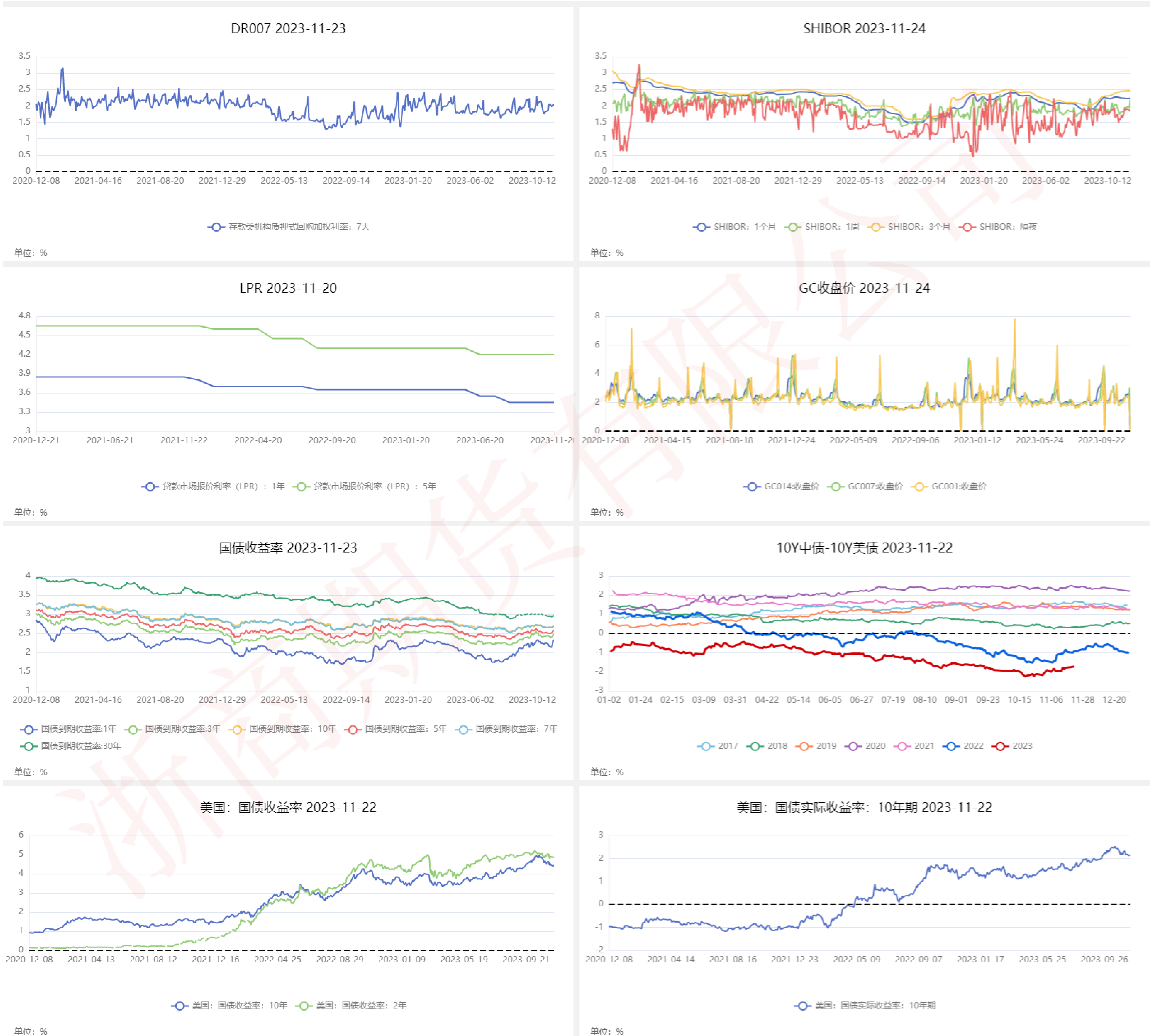
四、海外宏观

美国三季度GDP增速4.9%，远高于第二季度的2.1%，也高于市场预期的4.7%。消费者支出在第三季度增长了4%。国内私人投资总额飙升8.4%，政府支出和投资跃升4.6%。三季度美国经济基本面超预期，市场长期利率持续上涨，金融条件转向紧缩。美联储11月议息会议宣布，联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，符合此前CME期货价格隐含的市场预期。美联储可能会一直保持对于市场偏紧的引导，后续除非通胀再度大幅反弹，经济仍然超预期增长，再次加息的可能性在下降。10月美国新增非农就业人数为15万人，较上月33.6万人大幅回落。失业率录得3.9%，较上月略有上行。此外劳动参与率与薪资增速分别为62.7%和4.1%，均较上月略有下行。整体来看本期就业数据表现非常低迷，反映出了短期罢工事件冲击与服务业持续走弱的共同影响。10月美国核心CPI同比上涨4%，是2021年6月以来最低，也略低于市场预期的4.1%，前值为4.1%。从分项上看，10月份能源项（权重约为7%）同比增长-4.5%（前值为-0.5%），成为拉动CPI下行的重要因素。同时，占CPI比重较大的住宅分项环比上涨0.3%，是过去26个月最低，同比也从9月的7.2%大幅回落至6.7%。美国通胀呈现下行趋势同时就业市场有转弱迹象，美联储货币政策目标或开始转变。



## 五、利率汇率

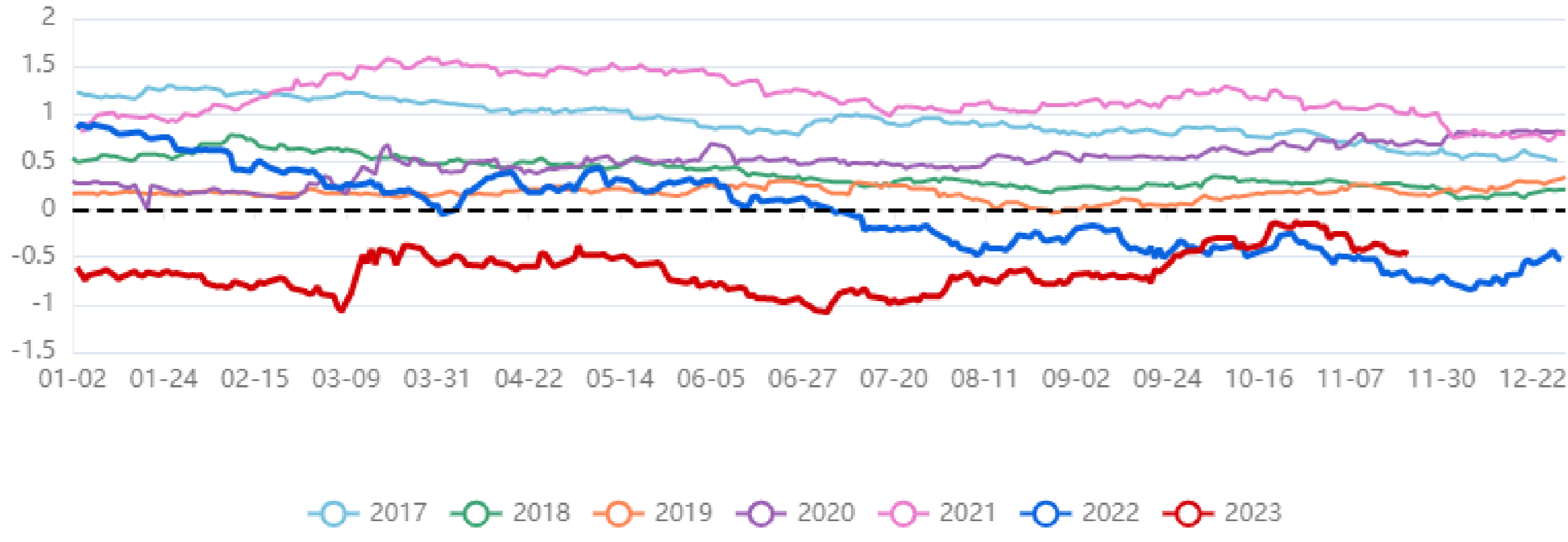
中国三季度经济数据回暖叠加财政政策发力，政府专项债和地方政府特殊再融资债券发行力度加大，目前各省已公布约一点三万亿特殊再融资计划，四季度拟发行一万亿特别国债，国内国债利率触底反弹。美国10月经济数据超预期回落，同时就业市场数据转弱，通胀数据呈现回落趋势，美联储货币政策目标或开始转变，市场对于美联储货币政策宽松预期再度上升，美债收益率再次回落。中美一年期国债利率利差小幅收紧，央行逆周期调节力度加大，在岸人民币中间价报价保持“固定”不变。多重利多下，离岸人民币兑美元价格从7.3开始震荡上涨至7.15附近，符合预期，但进一步上涨仍需短期美债收益率开启趋势性下跌。





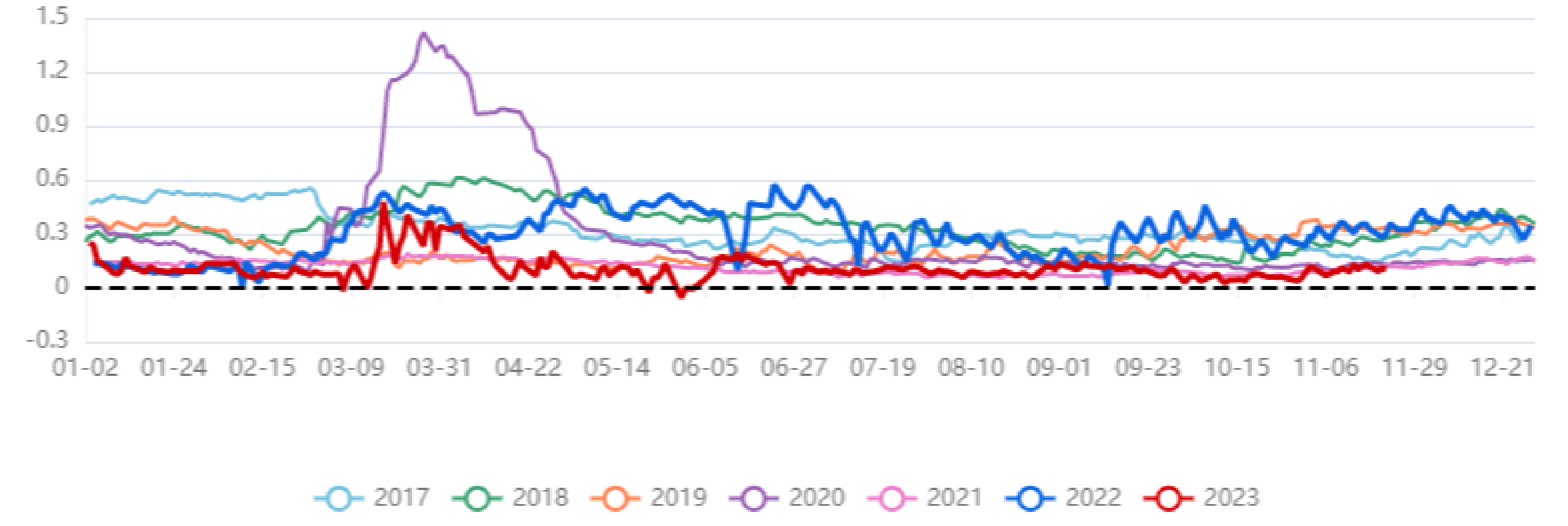
### 五、利率汇率

美国：10年国债-2年期国债 2023-11-22



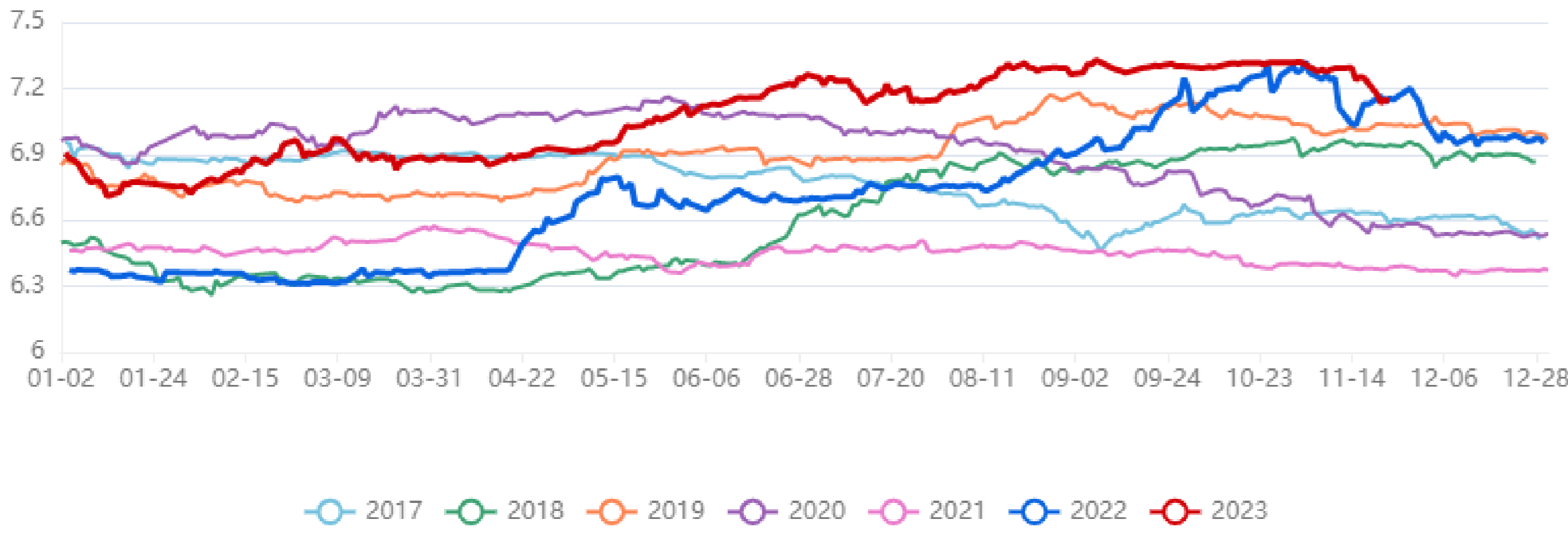
单位：%

美国：LIBOR3个月-国债3个月收益率（美债泰德利差） 2023-11-22



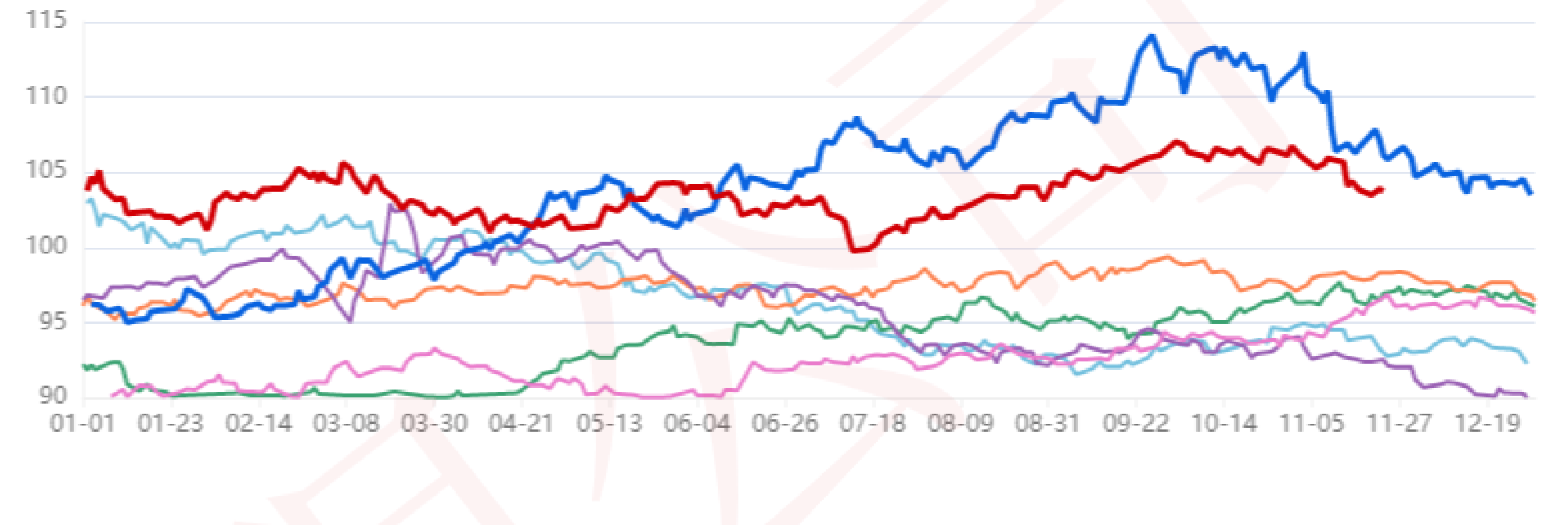
单位：%

即期汇率：美元兑人民币 2023-11-23



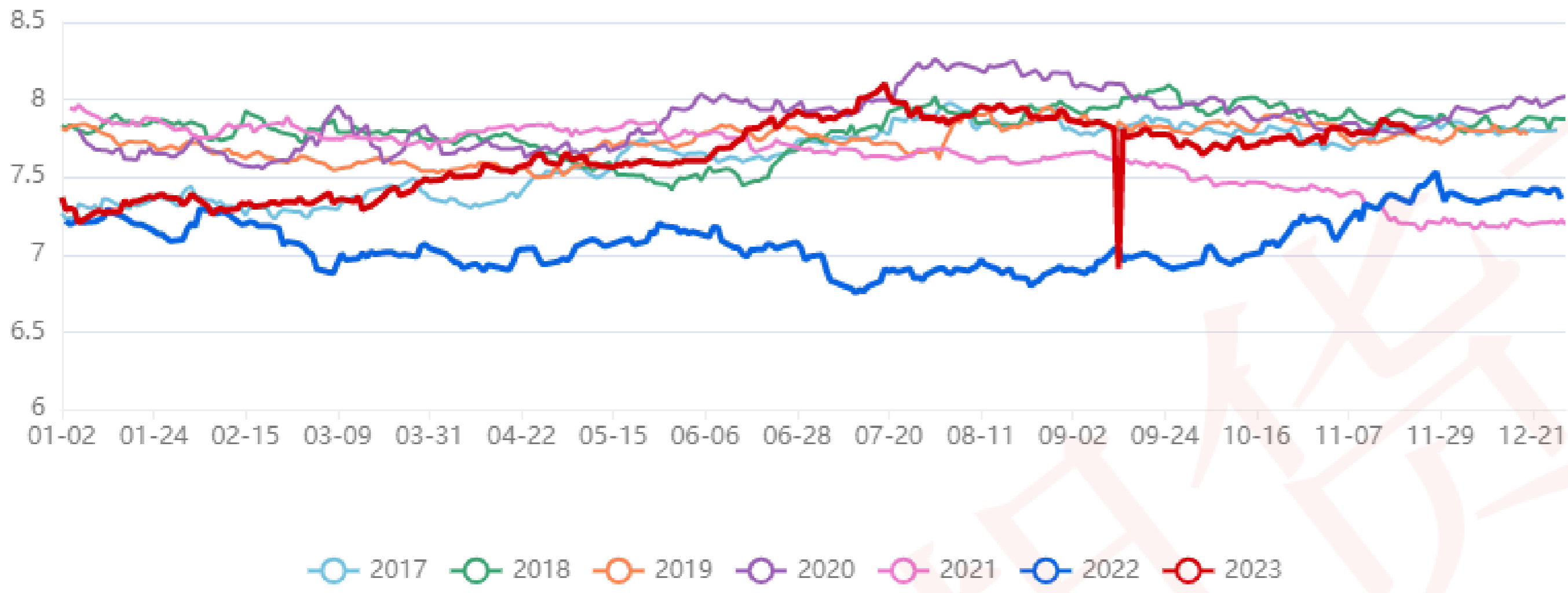
单位：%

美元指数 2023-11-23



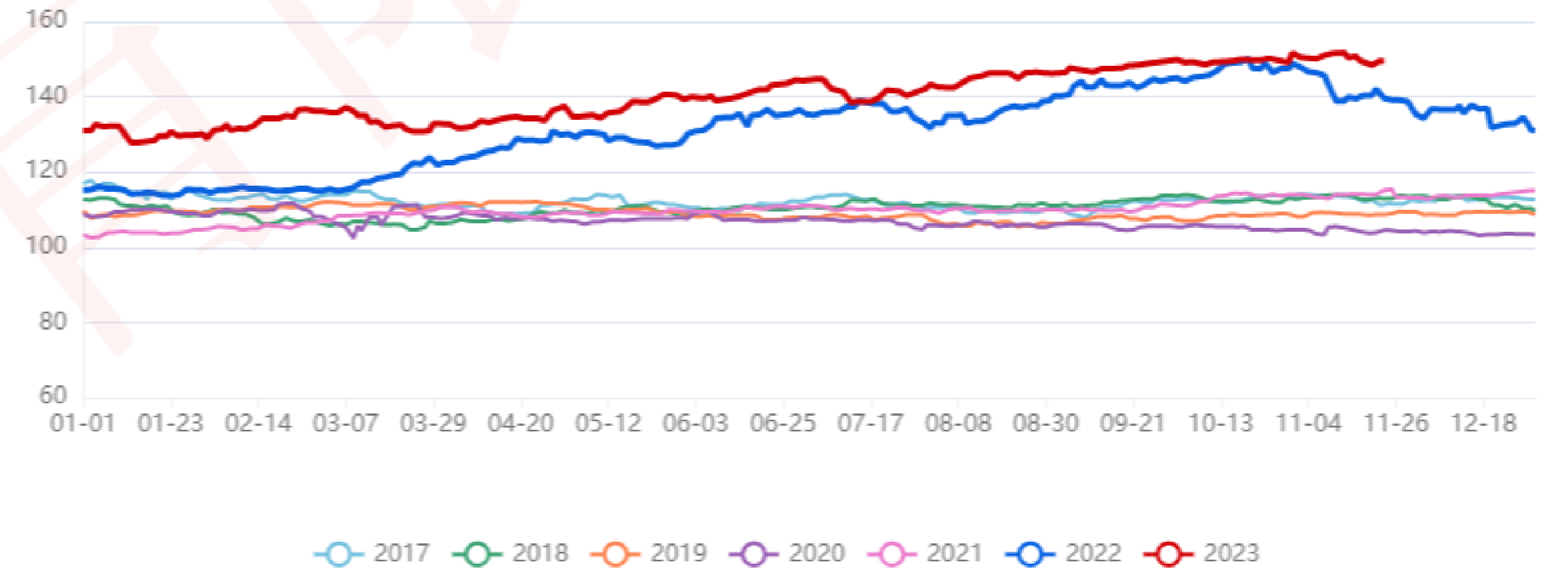
单位：%

欧元兑人民币 2023-11-23



单位：%

美元兑日元 2023-11-23



单位：%

#### 免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。  
本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。