



2023年11月27日

国内地产政策加码，美国服务景气上扬

核心观点

- 海外方面，美国11月PMI景气分化，制造业收缩，服务业上扬，受运输设备拖累10月耐用品订单超预期下行。11月密歇根大学消费者信心好于初值，通胀预期再度抬头，其中长期通胀预期创新高，目前美联储想要实现2%的通胀目标仍有距离。欧洲11月PMI好于预期，经济企稳但增长动能较弱，存在通胀持续的风险。本周OPEC+会议延期引发油价波动下行，美债利率振荡运行，通胀回落驱动美债利率下行已告一段落。若不出现油价高企的局面，未来通胀的影响权重会减弱，市场和美联储将更关注经济基本面。
- 国内方面，11月LPR按兵不动，地产政策再加码，在今年地产“金九银十”成色明显不足的背景下，监管拟定房企白名单以提供融资支持。短期政策发力将缓解房企融资端压力，并在一定程度上提振市场信心，但长期看房企的症结仍在于“销售-拿地-投资”链条的畅通，地产实质性的改善需要看到销售端的好转。10月工业企业利润动能放缓，利润率的回落是主要驱动，在连续2个月的补库后，10月再现去库迹象。本轮库存周期弹性较差，主动补库的开启还需看到内需实质性的好转。
- 风险因素：国内政策效果不及预期，海外货币政策超预期，地缘政治风险超预期，海外衰退幅度超预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

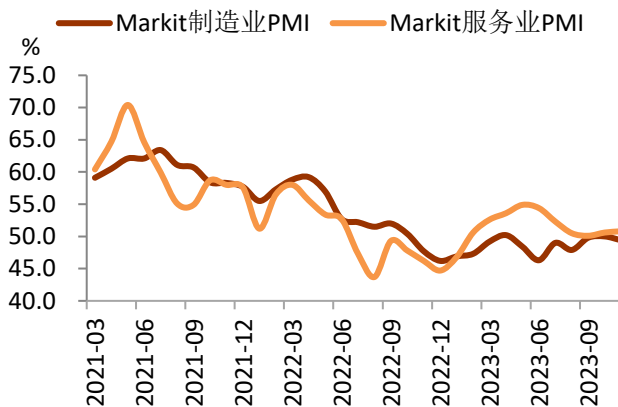
一、海外宏观

1、美国制造业、服务业景气分化，耐用品订单下降

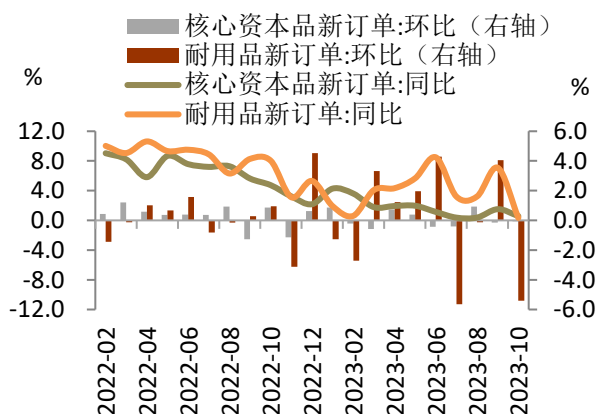
11月Markit制造业收缩，服务业扩张。美国11月Markit制造业PMI初值录得49.4，预期49.8，前值50，重回萎缩区间。其中，新订单分项降至50，创今年9月以来新低；产出分项降至今年8月以来新低。服务业PMI录得50.8，预期50.4，前值50.6，创四个月新高。其中，就业分项降至49.8，创2020年6月以来新低；支付价格分项升至今年9月份以来新高。

10月耐用品订单受运输设备领域拖累。美国10月耐用品订单环比录得-5.4%，预期-3.1%，前值下修至4.0%。此前9月耐用品订单的超预期增长主要得益于波音公司的新订单，而10月民用飞机订单的显著下降对整体数据产生较大影响。10月美国汽车工人联合会(UAW)对三大汽车制造商的大规模罢工导致汽车及其零部件订单下降，目前罢工已经结束，预计这一部分订单将逐渐恢复。

图表1 美国Markit PMI



图表2 美国耐用品订单



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、美国通胀预期再抬头

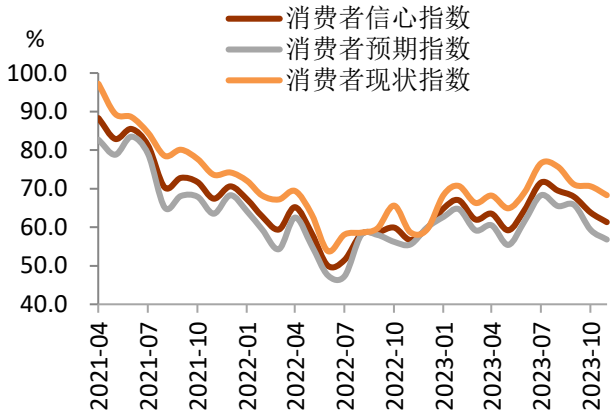
消费者信心指数好于初值。美国11月密歇根大学消费者信心指数终值录得61.3，预期60.6，初值60.4，较10月下降4%。其中，现况指数终值68.3，初值65.7；预期指数终值56.8，初值56.9。个人财务状况更加积极，但长期商业环境预期大幅下降，为2022年7月来的最低水平。分年龄看，年轻和中年消费者对经济预期的下调较大，而55岁及以上的消费者看法有所好转。

长期通胀预期创新高。11月密歇根大学一年通胀预期录得4.5%，预期4.4%，初值4.4%，为今年4月以来最高；五年通胀预期终值3.2%，预期3.1%，初值3.2%，为2011年以来新高。

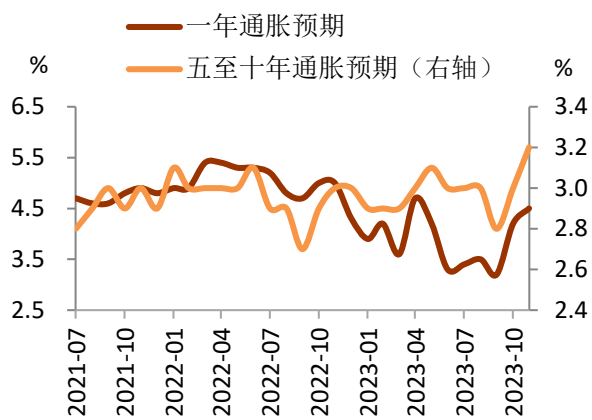
敬请参阅最后一页免责声明

尽管近期美国汽油价格一直在下降，但食品和天然气价格仍然严重影响消费者对通胀的看法，因此担心通胀将持续，且认为近期回落的通胀可能会逆转。目前来看，美联储想要实现2%的通胀目标仍有一段路要走。

图表3 密歇根大学消费者信心指数



图表4 密歇根大学通胀预期

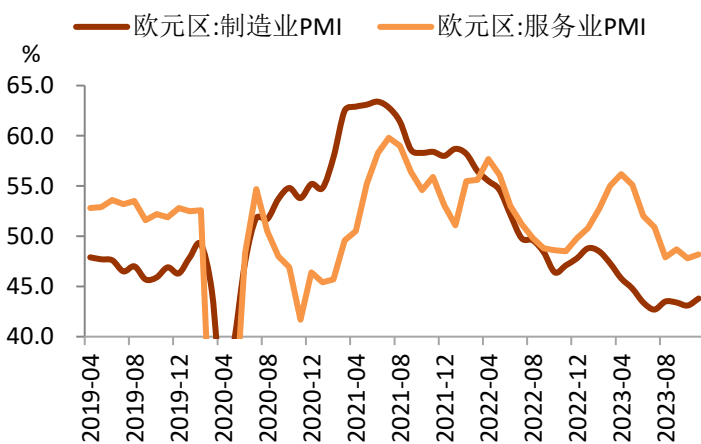


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

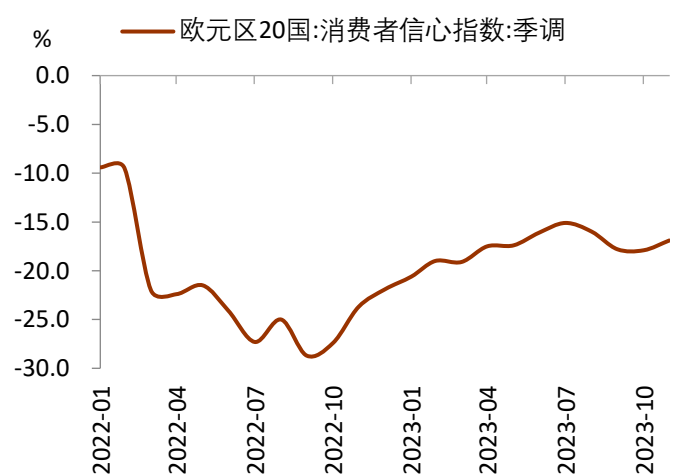
3、欧元区 11 月 PMI 好于预期

欧洲经济企稳但增长动能较弱，存在通胀持续的风险。欧元区 11 月制造业 PMI 录得 43.8，预期 43.4，前值 43.1，为 6 个月来最高值，但仍处于收缩区间；服务业 PMI 录得 48.2，预期 48.1，前值 47.8，为第 4 个月处于收缩区间。制造业和服务业均出现明显改善，主要拖累项新订单的降幅缓和。制造业价格连续 7 个月下降，服务业价格升至 3 个月高位，主要因为企业因需求减少而将成本转嫁给消费者。欧洲主要经济体中，德国 PMI 意外改善，而法国持续低迷。本周欧央行公布会议纪要，表示对通胀谨慎乐观，必要时将进一步加息。近期频频放鹰的欧央行大概率已停止加息，但预计不会太快降息，以防止通胀再抬头。

图表5 欧元区 PMI



图表6 欧元区消费者信心指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

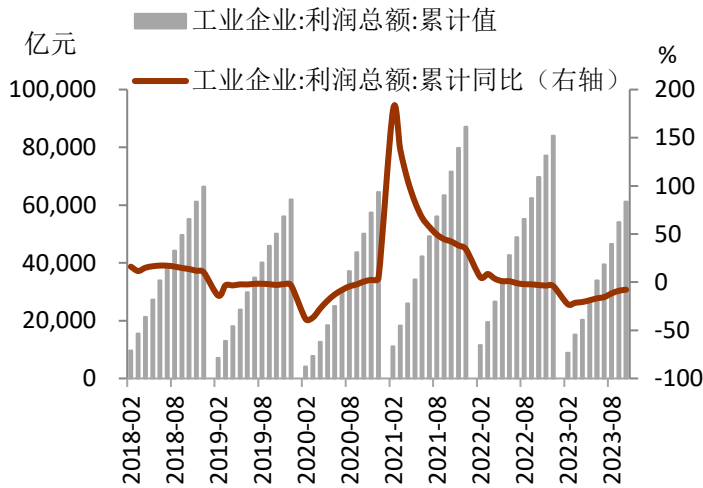
1、弱需求制约工业企业盈利修复

10月累计营收增速转正，利润降幅收窄。1-10月工业企业营业收入107.78万亿元，同比增长0.3%，前值0.0%。1-10月，工业企业实现利润总额6.1万亿元，同比-7.8%，降幅较前月收窄1.2%；而10月当月值动能减弱，同比录得2.6%，前值12.1%。分行业来看，上游采矿业继续承压，中游受益于上游涨价压力缓解有所好转，下游因内需不足、出口疲软影响明显转弱。

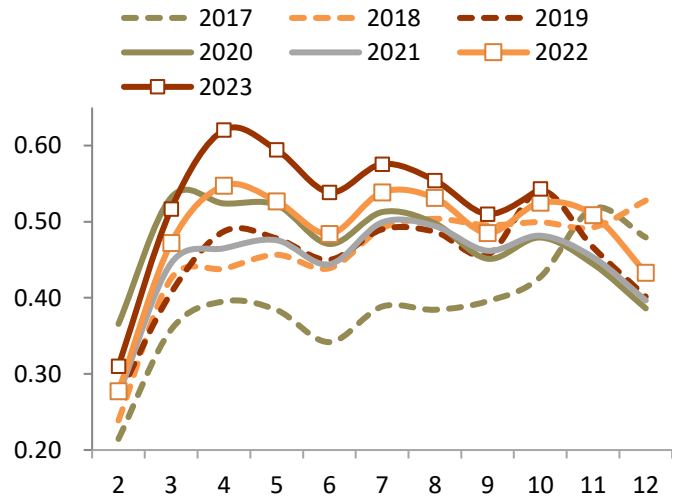
利润率驱动10月利润总额回落。拆解构成利润三大因素，10月营收利润率同比增速为-4.0%，前值5.2%；工业增加值同比增速4.6%，前值4.5%；工业品价格同比-2.6%，前值-2.5%。此前受益于利润率的大幅改善，8-9月工业企业利润同比显著提高且回正，10月随着利润率的回落，利润总额也再度下行。

去库之路曲折，主动补库尚未开启。10月产成品存货同比降至1.9%，前值2.9%；库销比升至54%，前值51%，显著高于往年同期；产成品库存周转天数为20天，持平前值，同样处于历年同期的高位。在连续2个月补库后，10月再现去库迹象，新一轮库存周期的开启仍取决于需求。

图表7 工业企业利润

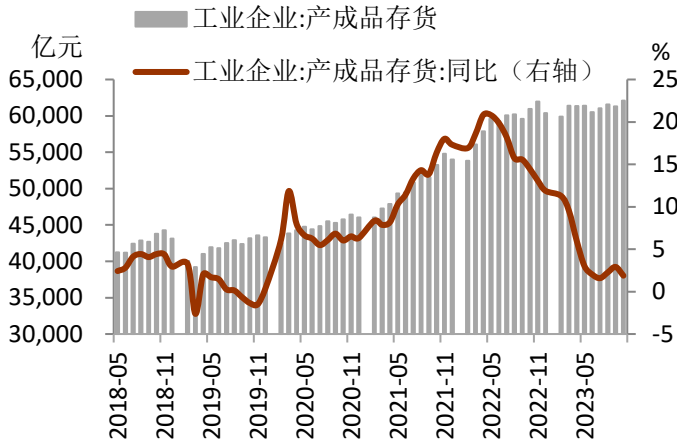


图表8 工业企业产成品库销比

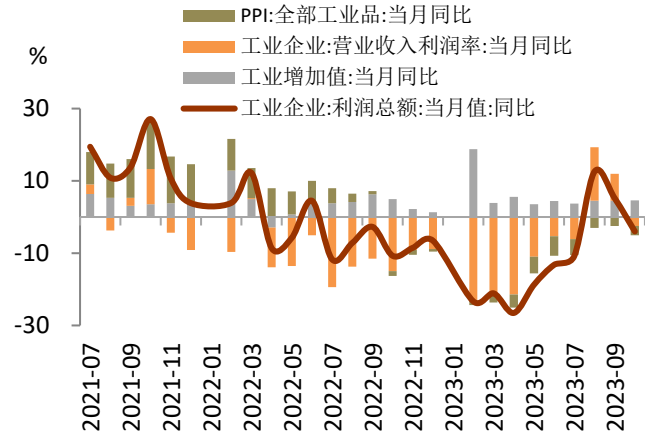


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 工业企业产成品存货



图表 10 工业企业利润驱动因素分解



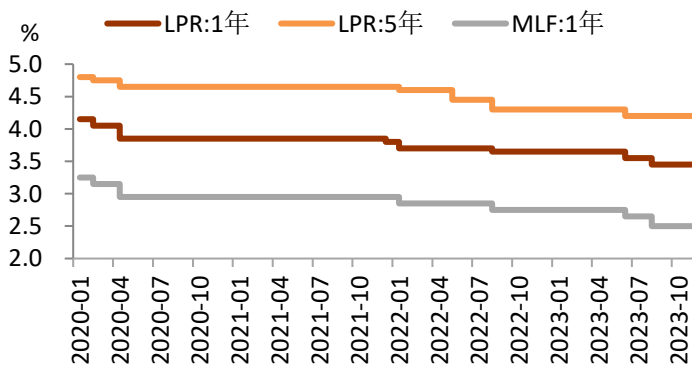
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、LPR 按兵不动，地产政策再宽松

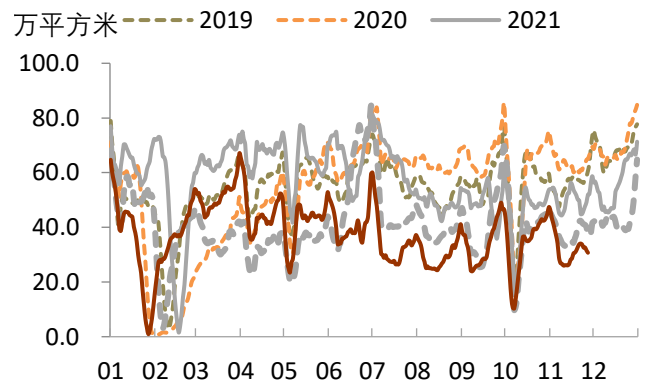
LPR 利率按兵不动。11 月一年期 LPR 为 3.45%，预期 3.45%，前值 3.45%；五年期 LPR 为 4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%。LPR 利率维持不变主要有 2 个原因，其一，此前本月 MLF 超额平价续作，实现 6000 亿元的资金净投放，LPR 利率=MLF 利率+银行平均加点，LPR 维持不变基本符合预期；其二，截至 9 月我国商业银行净息差为 1.73%，已处于历史低位，LPR 调降将会对银行资产端收益进行挤压。

房企融资端纾困政策加码。此前央行等部门召开的金融座谈会拟定房企“白名单”并提出“三个不低于”：①各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速；②对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速；③对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。同时，也有报道称“允许银行向房企提供无抵押的流动资金贷款”。今年地产“金九银十”成色明显不足，房企融资端宽松旨在防风险，地产行业的实质性改善取决于销售端表现。

图表 11 LPR 及 MLF 报价



图表 12 30 城商品房成交面积



三、大类资产表现

1、权益

图表 13 权益市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	
万得全A	4696.75		-0.95	1.20	-2.38	
上证指数	3040.97		-0.44	0.66	-1.64	
深圳成指	9839.52		-1.40	-0.31	-10.73	
创业板指	1937.94		-2.45	-1.51	-17.40	
A股	上证50	2391.02		-0.30	-1.67	-10.02
	沪深300	3538.01		-0.84	-1.51	-9.12
	中证500	5570.42		-1.08	1.14	-4.65
	中证1000	6115.41		-1.35	2.91	-2.20
	科创50	864.77		-2.98	-0.29	-9.17
港股	恒生指数	17559.42		0.60	2.41	-11.41
	恒生科技	4024.83		1.12	7.25	-2.35
	恒生中国企业指数	6041.15		1.12	2.79	-10.14
海外	道琼斯工业指数	35390.15		1.27	6.90	6.60
	纳斯达克指数	14250.86		0.89	10.81	36.06
	标普500	4559.34		1.00	8.50	18.52
	英国富时100	7488.20		-0.21	1.90	0.12
	法国CAC40	7292.80		0.81	5.52	12.23
	德国DAX	16029.49		0.69	7.81	14.67
	日经225	33625.53		0.12	8.26	28.03
	韩国综指	2496.63		1.08	10.70	12.76

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 14 债券市场表现

指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)	
国内	1年期国债收益率	2.32		18.49	11.95	17.30
	2年期国债收益率	2.44		10.65	8.89	10.33
	5年期国债收益率	2.59		8.55	5.84	-4.62
	10年期国债收益率	2.70		4.82	0.62	-14.45
	10Y-1Y国债期限利差	0.38		-13.67	-1.33	-31.75
	SHIBOR (7天)	2.20		23.28	23.00	-2.80
	DR007	2.18		16.16	3.88	-18.14
海外	2年期美债收益率	4.92		4.00	-15.00	51.00
	5年期美债收益率	4.49		4.00	-33.00	50.00
	10年期美债收益率	4.47		3.00	-41.00	59.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.45		-1.00	-26.00	8.00
	10年期德债收益率	2.64		12.00	-14.00	13.00
	10年期法债收益率	3.20		5.40	-22.90	8.80
	10年期意债收益率	4.40		4.00	-32.60	-29.00
	10年期日债收益率	0.79		2.10	-16.60	33.20

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 15 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,549.15		0.26	-0.08	6.35
CRB商品指数	272.00		-0.60	-3.80	-2.62
沪铜	68,050.00		0.37	0.40	2.39
上海螺纹钢	3,976.00		0.48	4.40	-4.75
COMEX黄金	2,043.10		2.94	1.01	10.31
COMEX白银	24.38		2.21	7.57	2.70
WTI原油	73.25		-3.67	-7.41	-6.53
ICE布油	80.15		-0.57	-3.90	-6.88
LME铜	8,440.00		2.09	3.26	0.04
LME铝	2,225.00		0.82	-1.78	-7.00
CBOT豆粕	434.30		-0.50	1.28	-7.32

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 16 外汇市场表现

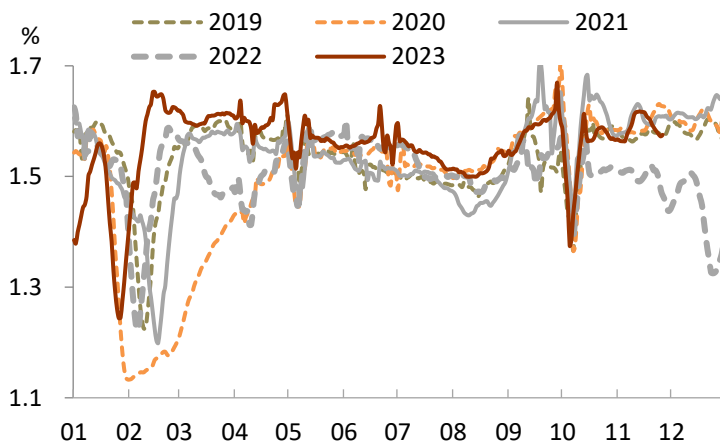
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.15290		-1.29	-2.31	2.84
美元兑离岸人民币	7.14830		-0.96	-2.50	3.44
欧元兑人民币	7.80490		-0.67	0.89	6.35
英镑兑人民币	8.97630		0.01	1.36	7.71
日元兑人民币	4.78180		-0.85	-1.03	-8.91
美元指数	103.43590		-0.37	-3.29	-0.26

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

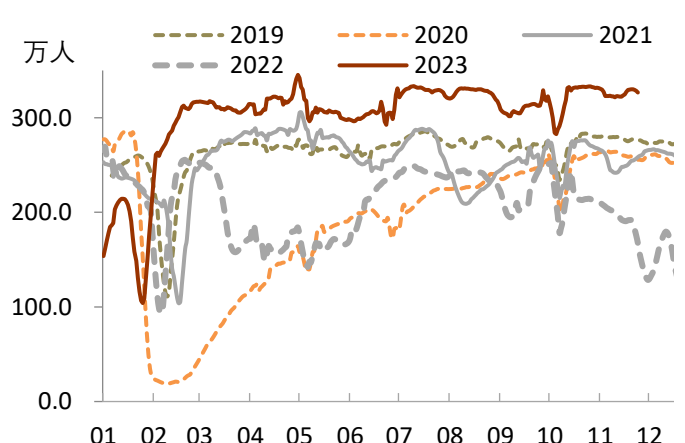
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 17 百城拥堵指数

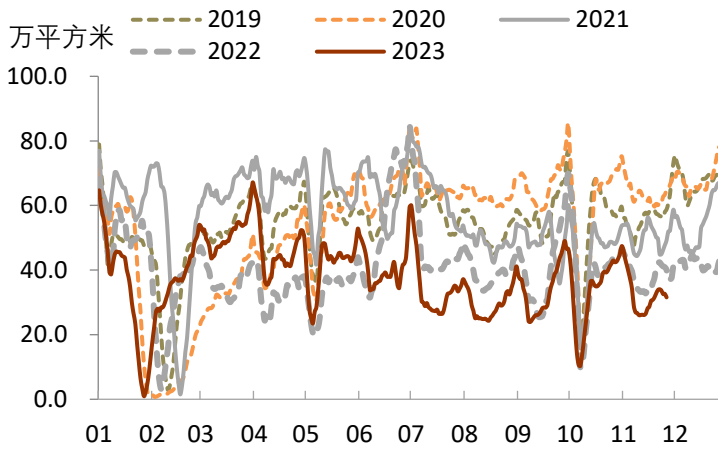


图表 18 23 城地铁客运量

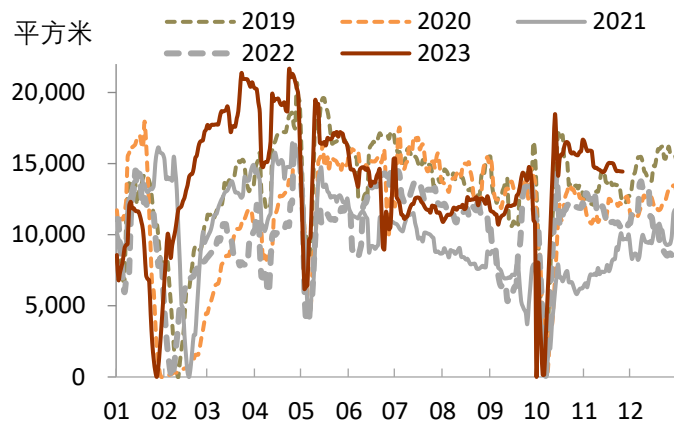


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 30 城商品房成交面积



图表 20 12 城二手房成交面积

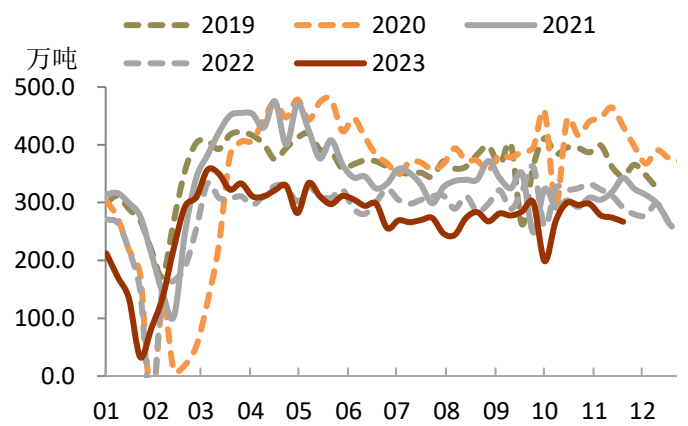


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 乘用车销量



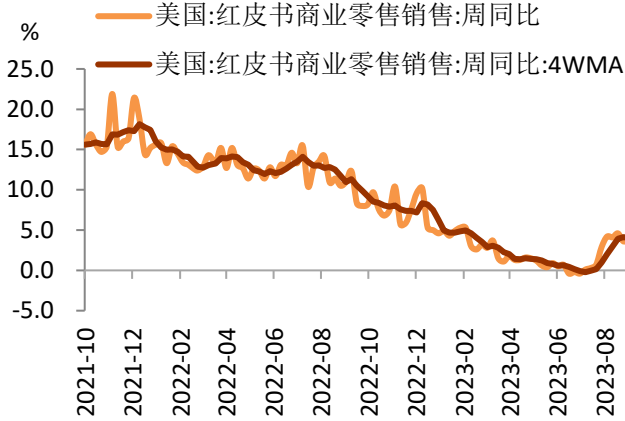
图表 22 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、海外

图表 23 红皮书商业零售销售

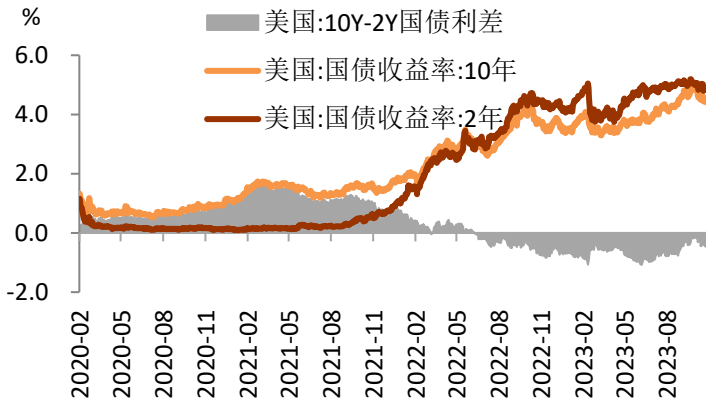


图表 24 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 美债利差倒挂幅度



图表 26 FedWatch 利率变动概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.3%	1.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.1%	11.7%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.1%	69.8%	8.9%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	46.1%	38.6%	4.4%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	23.5%	43.4%	26.3%	2.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.0%	34.8%	33.7%	13.0%	1.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.8%	26.7%	34.1%	21.5%	6.1%	0.5%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.7%	5.5%	18.2%	30.4%	27.8%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.1%	14.6%	26.9%	28.6%	17.8%	6.3%	1.1%	0.1%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 27 彭博美国金融条件指数



图表 28 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、本周重要经济数据及事件
图表 29 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
11月27日	9:30	中国10月今年迄今规模以上工业企业利润年率	-9.0	-
		中国10月规模以上工业企业利润年率	11.9	-
	23:00	美国10月新屋销售总数年化(万户)	75.9	72.1
		美国10月新屋销售年化月率	12.3	-4.7
	23:30	美国11月达拉斯联储商业活动指数	-19.2	-16.0
11月28日	21:55	美国至11月25日当周红皮书商业零售销售年率	3.4	-
	22:00	美国9月FHFA房价指数月率	0.6	0.4
		美国9月S&P/CS20座大城市房价指数年率	2.2	4.2
	23:00	美国11月谘商会消费者信心指数	102.6	100.4
		美国11月里奇蒙德联储制造业指数	3.0	1.0
11月29日	18:00	欧元区11月工业景气指数	-9.3	-
		欧元区11月消费者信心指数终值	-16.9	-
		欧元区11月经济景气指数	93.3	-
	20:00	美国至11月24日当周MBA30年期固定抵押贷款利率	7.4	-
	21:30	美国第三季度实际GDP年化季率修正值	4.9	5.0
		美国第三季度PCE物价指数年化季率修正值	2.9	-
		美国10月批发库存月率	0.2	-
11月30日	9:30	中国11月官方制造业PMI	49.5	49.8
		中国11月综合PMI	50.7	
		中国11月非制造业PMI	50.6	51.3
	18:00	欧元区11月CPI年率初值	2.90	2.80
		欧元区11月CPI月率	0.1	
		欧元区10月失业率	6.5	6.5
		美国至11月25日当周初请失业金人数(万人)	20.9	
	21:30	美国10月核心PCE物价指数年率	3.7	3.5
		美国10月个人支出月率	0.7	0.2
		美国10月核心PCE物价指数月率	0.3	0.2
		美国10月PCE物价指数年率	3.4	3.1
美国10月PCE物价指数月率		0.4	0.0	
22:45		美国11月芝加哥PMI	44.0	46.0
23:00		美国10月成屋签约销售指数月率	1.1	-0.9
12月1日	9:45	中国11月财新制造业PMI	49.5	-
	17:00	欧元区11月制造业PMI终值	43.8	-
	22:45	美国11月Markit制造业PMI终值	49.4	-
	23:00	美国11月ISM制造业PMI	46.7	47.7
		美国10月营建支出月率	0.4	0.4

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。