

【宏观周报20231210】国内物价延续低迷，美国就业数据回暖

【宏观总结20231203】

国内经济：消费和投资数据分化，11月PMI延续下行

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。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%。11月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月下降0.1个百分点，制造业景气水平略有回落。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。11月新订单指数回落0.1个百分点至49.4%，需求端有所恶化，国外需求表现好于国内需求，11月PMI表现弱于季节性，国内需求不足的问题亟待稳增长政策加码。

国内通胀：11月物价水平低迷，CPI同比增速连续两月为负

11月CPI环比-0.5%，同比-0.5%（前值-0.2%），居民消费价格弱于市场预期。其一，食品供应充分，肉蛋奶价格全面下降，CPI食品项继续回落。其二，国际油价回调，成品油价格随之下调。其三，出行链热度回归常态化，核心CPI也随之回落。11月PPI环比-0.3%，同比-3.0%（前值-2.6%），PPI修复受阻。一方面，工业稳增长政策促使工业品供给回升，但需求总体不及预期。另一方面，原油价格显著回落，石化产业链价格普遍下跌。物价水平连续两个月为负，侧面反映了国内需求仍然不足，货币政策仍有宽松空间。

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11月就业数据回升，关注本周美联储议息会议

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劲导致美债十年期收益率大幅度上涨。收紧的金融条件使得美联储在11月不加息概率接近100%，但12月仍有较小加息概率。美国10月制造业PMI回落至46.7，大幅不及预期，高息环境下经济增长或再度回落。美国劳工统计局公布数据显示，10月美国CPI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%。11月美国新增非农就业人数为19.9万人，较上月15万人小幅回升。同时失业率录得3.7%，较上月略有回落。11月美国汽车工人罢工谈判结束，随着工人陆续返岗，汽车及零部件生产行业就业大幅回暖，10月偏弱的信息和业和医疗保健业就业形势出现扭转，与近期服务业PMI改善互相印证，或为主要的超预期因素。就业数据的改善降低了3月降息预期，关注本周美国物价数据及美联储12月议息会议，明年上半年降息的预期或将被逐步证伪。

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

【浙商期货宏观研究团队】11月非农就业数据点评：就业超出预期，降息预期回落

(一) 数据总览：11月美国新增非农就业人数为19.9万人，较上月15万人小幅回升。同时失业率录得3.7%，较上月略有回落。此外劳动参与率与薪资增速分别为62.8%和4.0%，均较上月变化不大。

(二) 要素分析：就业出现回升主要可能有两因素：①制造业出现大幅改善。11月美国汽车工人罢工谈判结束，随着工人陆续返岗，汽车及零部件生产行业就业大幅回暖，不过这方面就业回升应属于预期内改善。②信息业与医疗保健业就业回暖。11月不少服务业出现好转，其中10月偏弱的信息业和医疗保健业就业形势出现扭转，与近期服务业PMI改善互相印证，或为主要的超预期因素。

(三) 具体分项：生产业(+2.9万)与服务业(+12.1万)新增双双出现回升，政府就业(+4.9万)新增低于前值。生产行业中制造业(+2.8万)新增为主要带动，建筑业(+0.2万)新增则明显下滑。服务类中医护与社会援助行业(+9.32万)与信息行业(+1.0万)相比上月新增出现明显改善，同时零售行业(-3.84万)新增就业则再次出现大幅回落，酒店休闲业(+4.0万)新增变化不大。

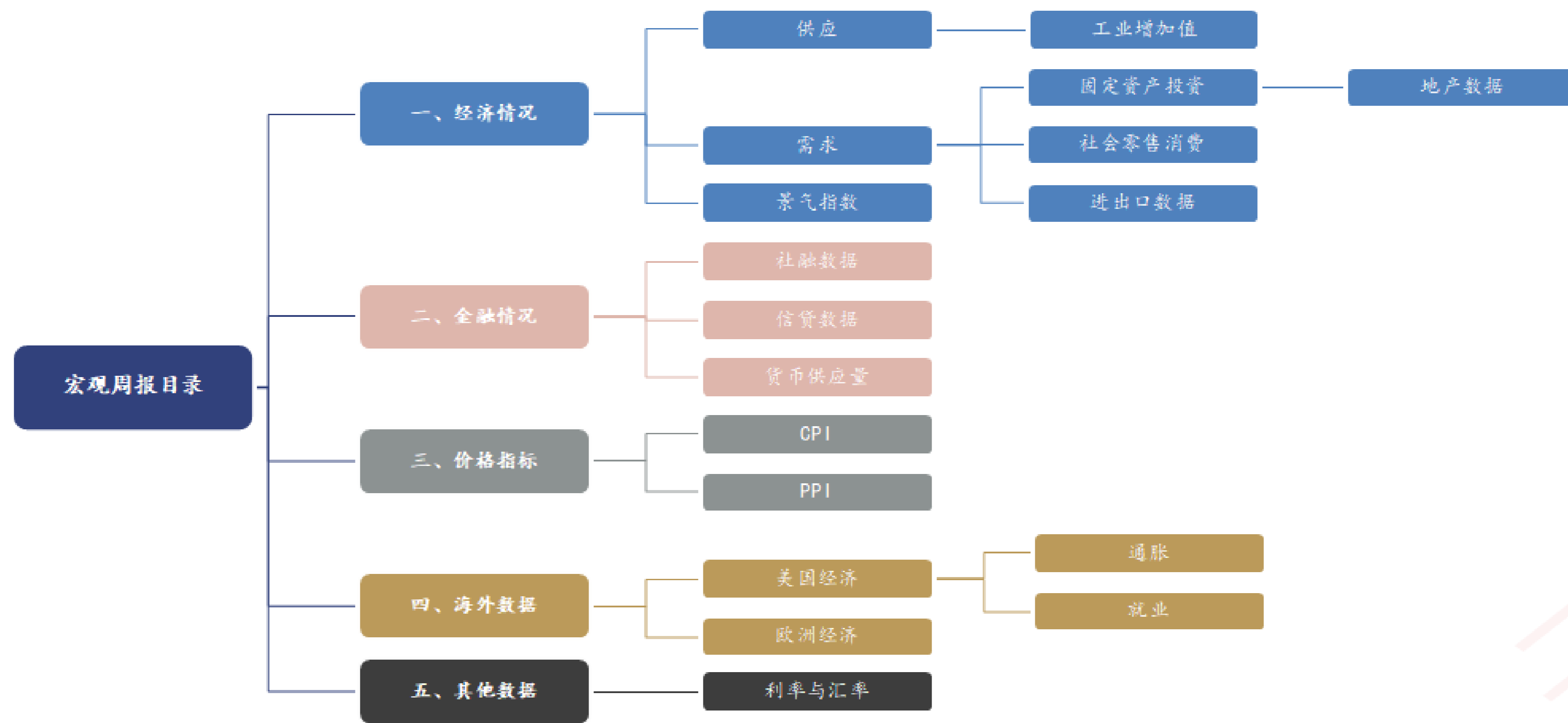
(四) 预期影响：整体来看本期就业数据表现明显回暖。就业数据的改善降低了3月降息预期，同时美元指数出现小幅攀升，贵金属价格下跌。我们判断当前美国经济支撑仍然偏强，明年上半年降息的预期或将被逐步证伪。

(研究与服务咨询:0571-87215357)

下周重要经济指标

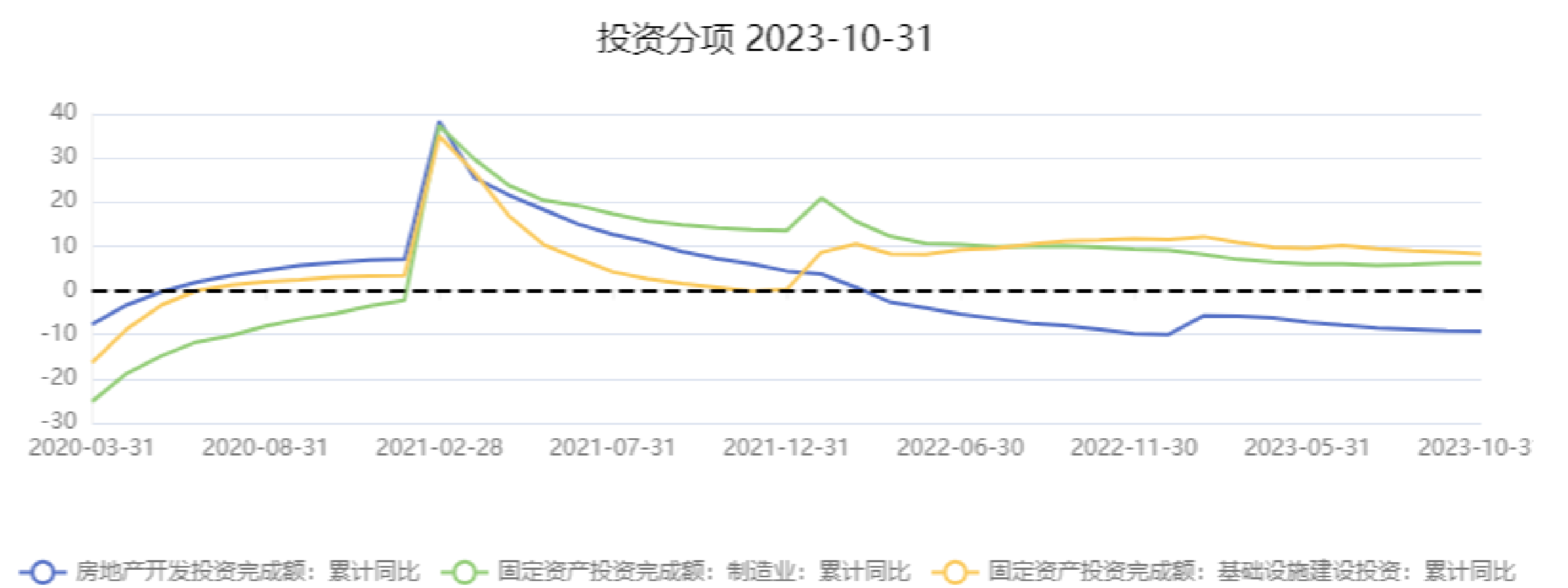
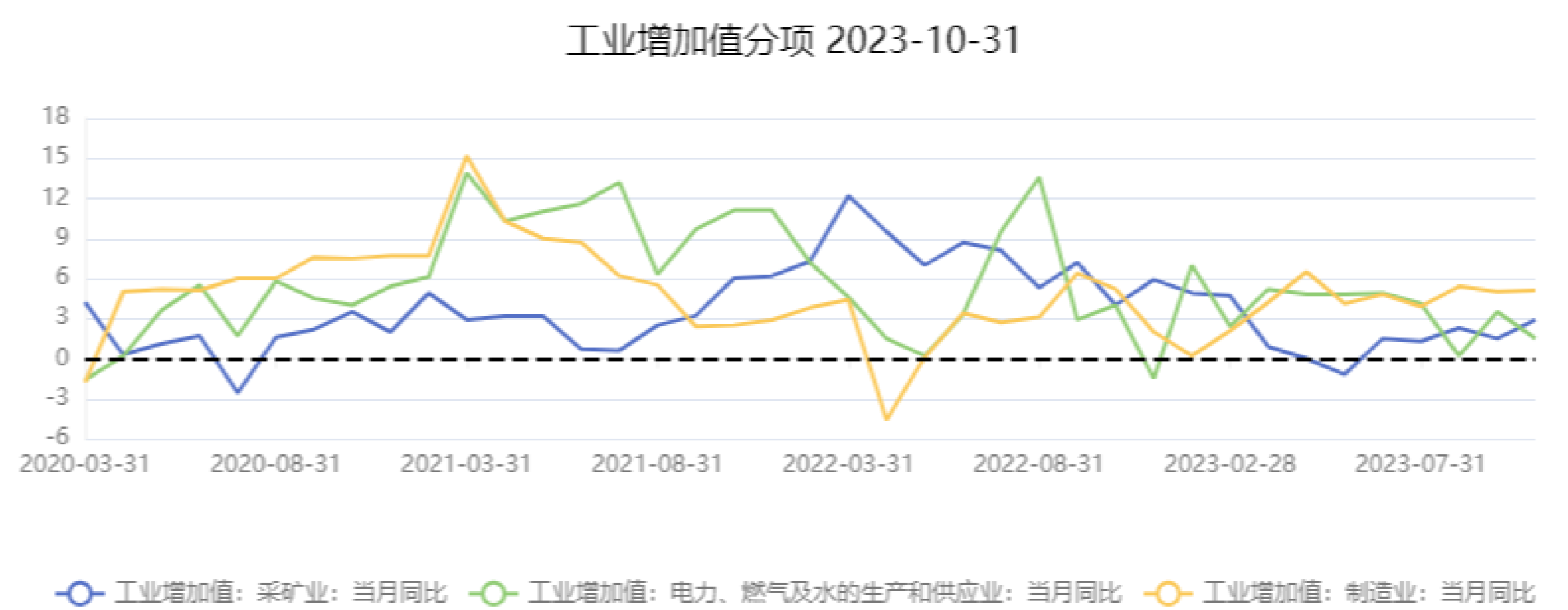
日期	国家/地区	指标名称	前值	预期
周二	中国	11月M0:同比(%)	10.2	
周二	中国	11月M1:同比(%)	1.9	
周二	中国	11月M2:同比(%)	10.3	10.1
周二	中国	11月社会融资规模:当月值(亿元)	18500.0	
周二	中国	11月社会融资规模存量:同比	9.3	9.4
周二	中国	11月新增人民币贷款(亿元)	7384.0	11863.6
周二	欧盟	12月欧元区:ZEW经济景气指数	13.8	
周二	美国	11月CPI:季调:环比(%)	0.0	0.0
周二	美国	11月CPI:同比(%)	3.2	3.1
周二	美国	11月核心CPI:季调:环比	0.2	0.3
周二	美国	11月核心CPI:同比(%)	4.0	4.0
周四	美国	联邦基金目标利率(%)	5.5	
周四	欧盟	12月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	4.5	
周四	美国	11月核心零售总额:季调:环比(%)	0.1	-0.1
周四	美国	11月零售销售总额:季调:环比(%)	-0.1	-0.1
周四	美国	11月零售销售总额:季调:同比(%)	2.5	
周五	中国	11月工业增加值:当月同比(%)	4.6	5.7
周五	中国	11月固定资产投资:累计同比(%)	2.9	2.9
周五	中国	11月社会消费品零售总额:当月同比(%)	7.6	12.6

目录



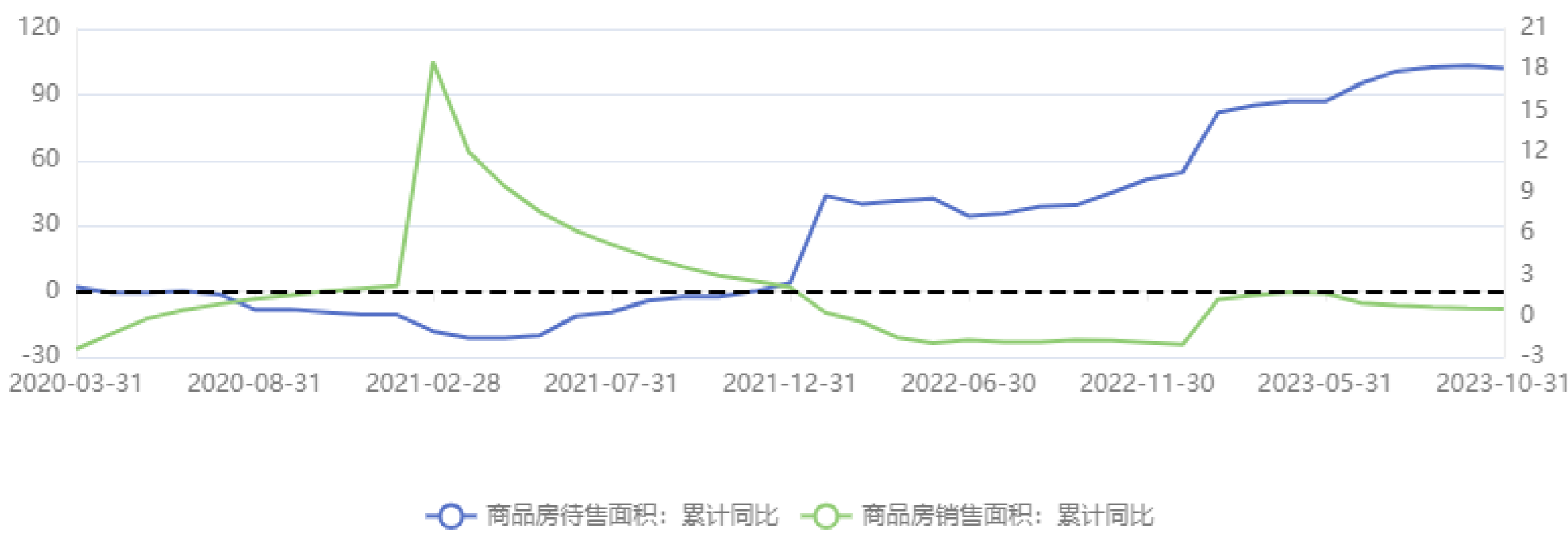
一、经济情况

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新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。11月中采制造业PMI录得49.4%，较前值小幅下降0.1个百分点，弱于季节性，PMI指数依然处于荣枯线下方。11月PMI表现弱于季节性，国内需求不足的问题亟待稳增长政策加码。



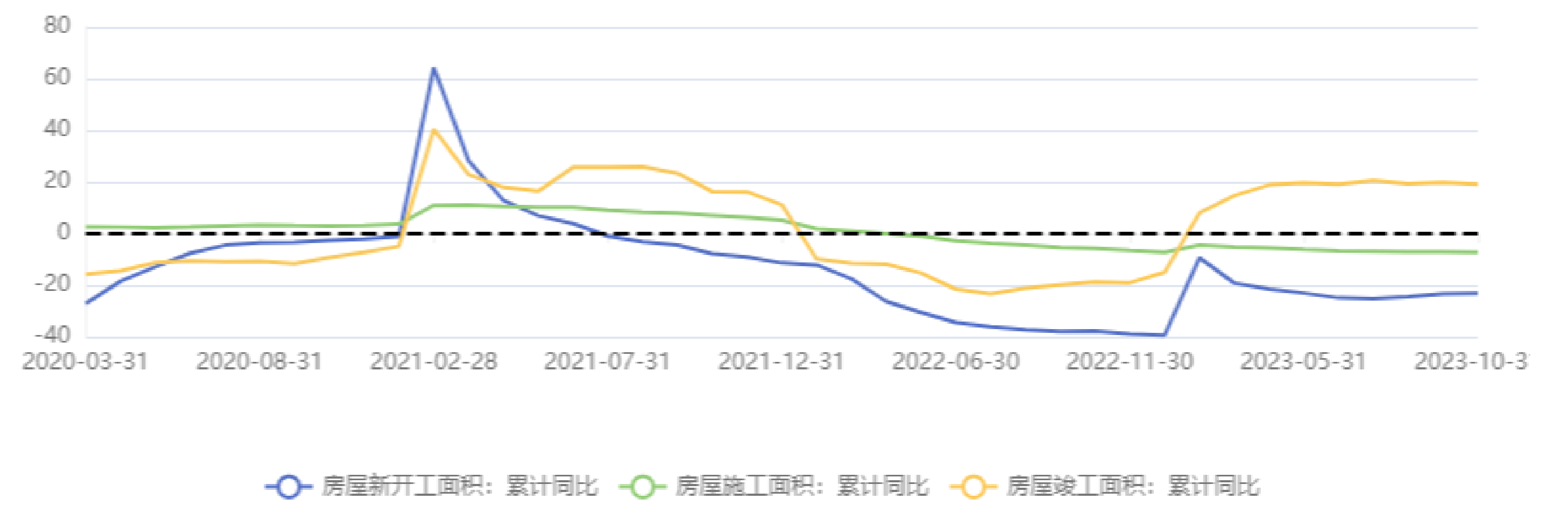
一、经济情况

商品房销售与待售面积 (右轴) 2023-10-31



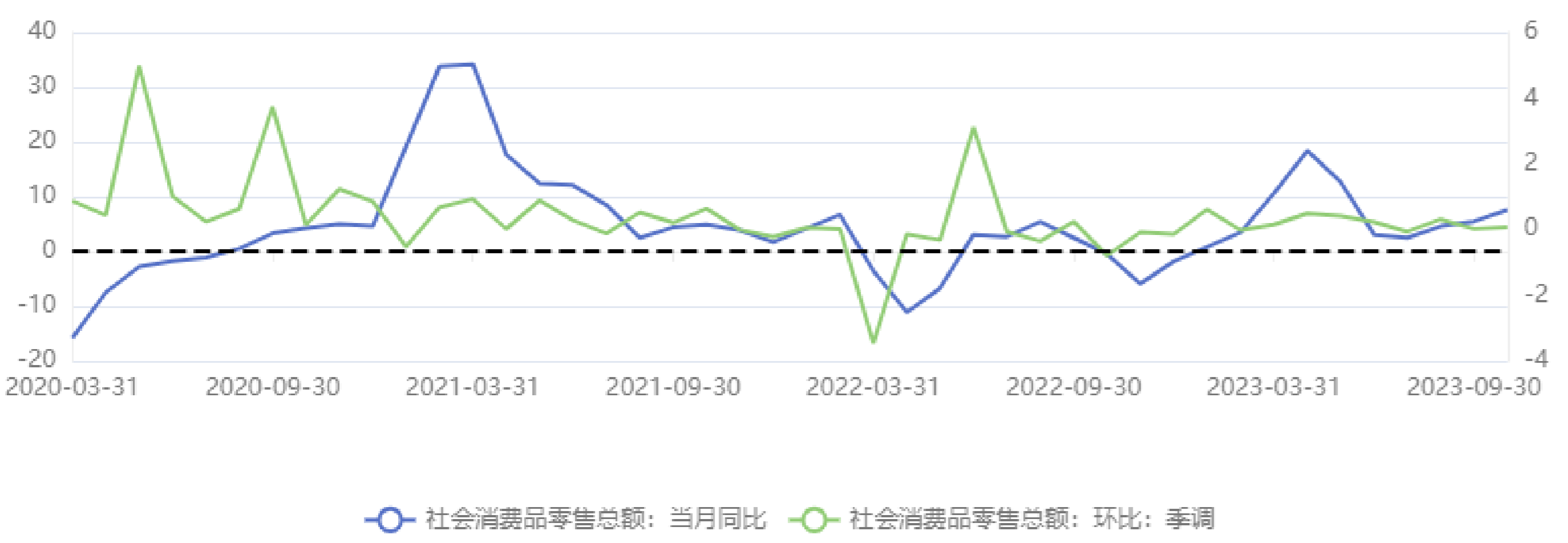
单位: %

地产分项数据 2023-10-31



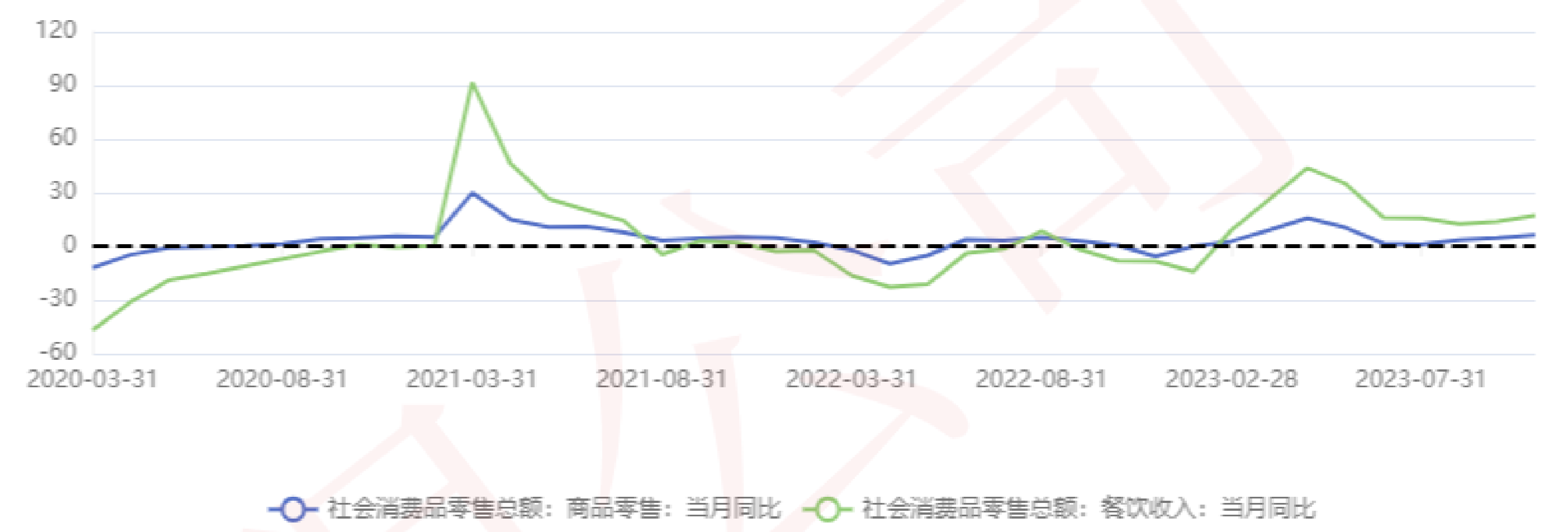
单位: %

社会消费品零售总额同比与环比 (右轴) 2023-10-31



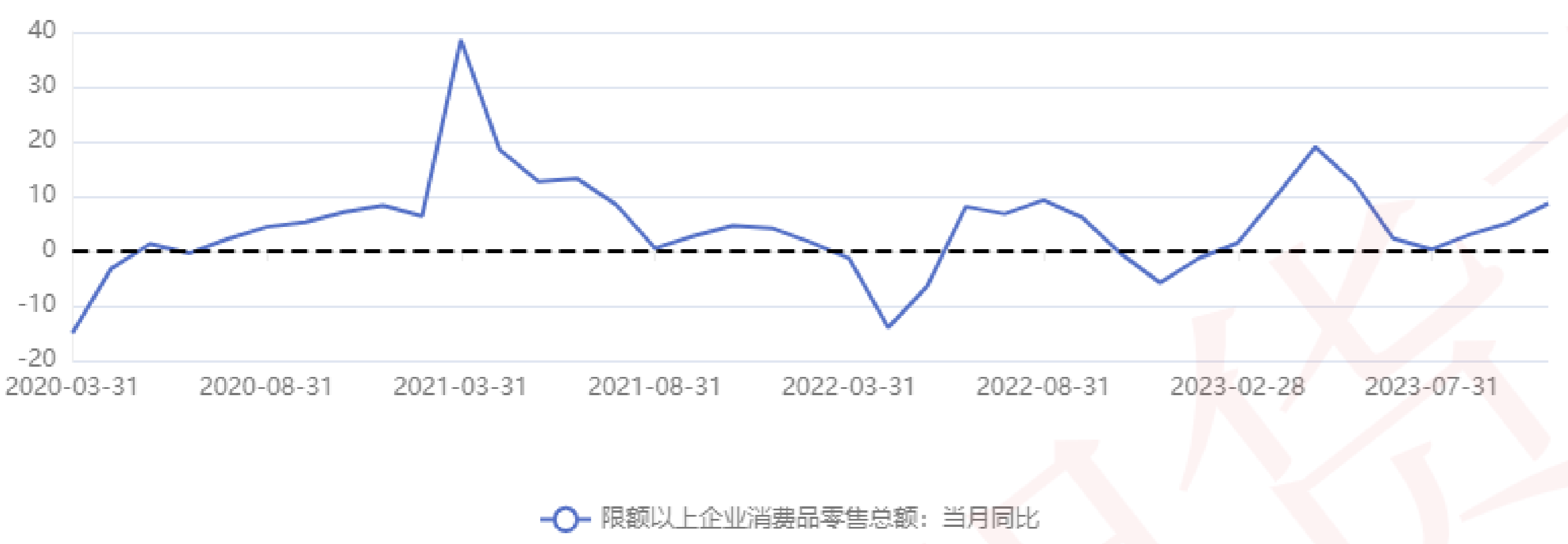
单位: %

餐饮、商品与除汽车外零售 2023-10-31



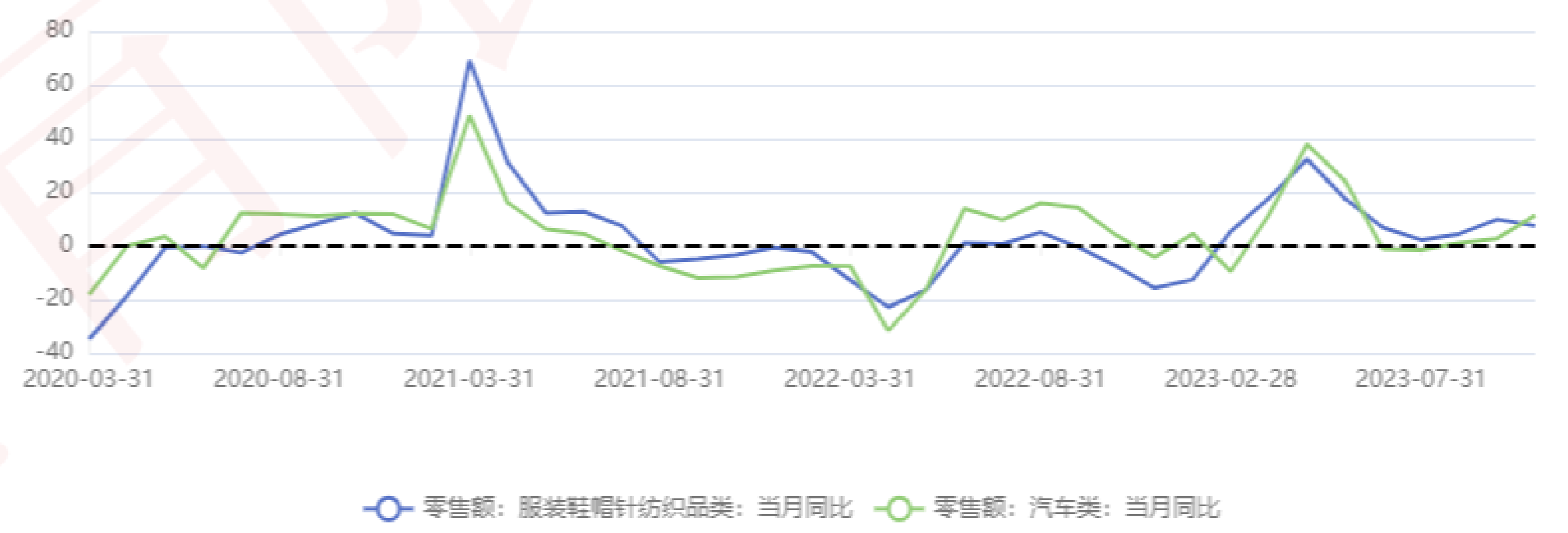
单位: %

限额以上企业消费品 2023-10-31



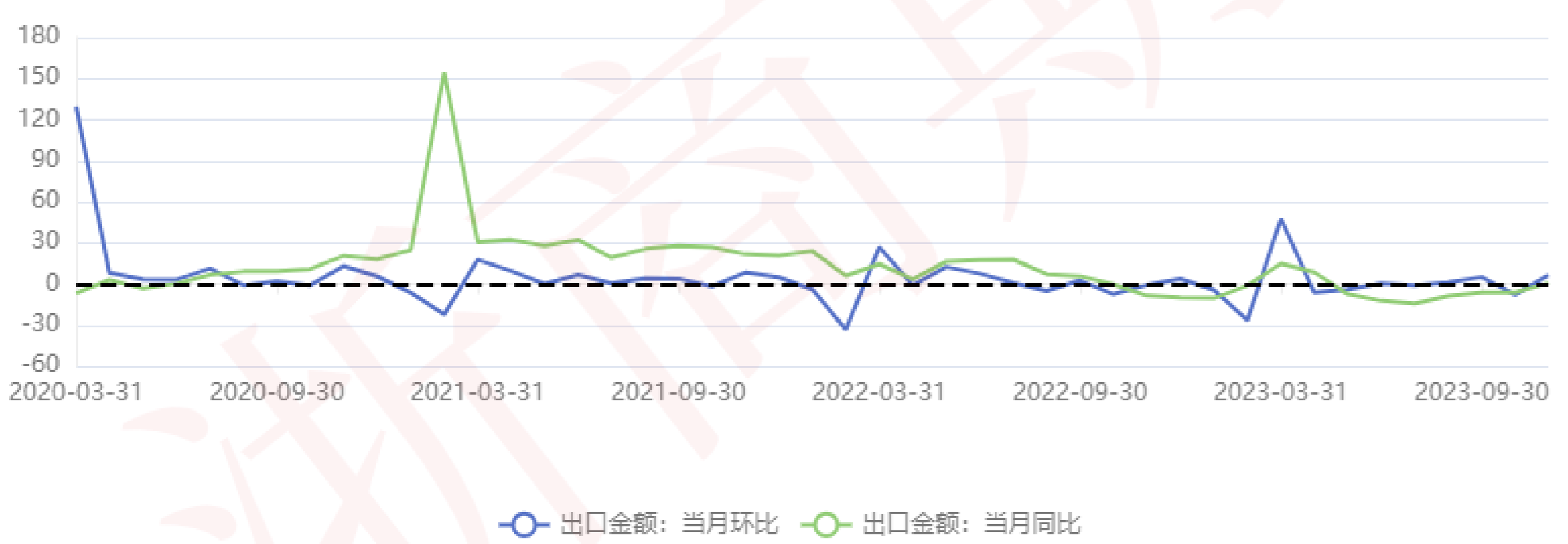
单位: %

服装鞋帽针纺织品类与汽车类 2023-10-31



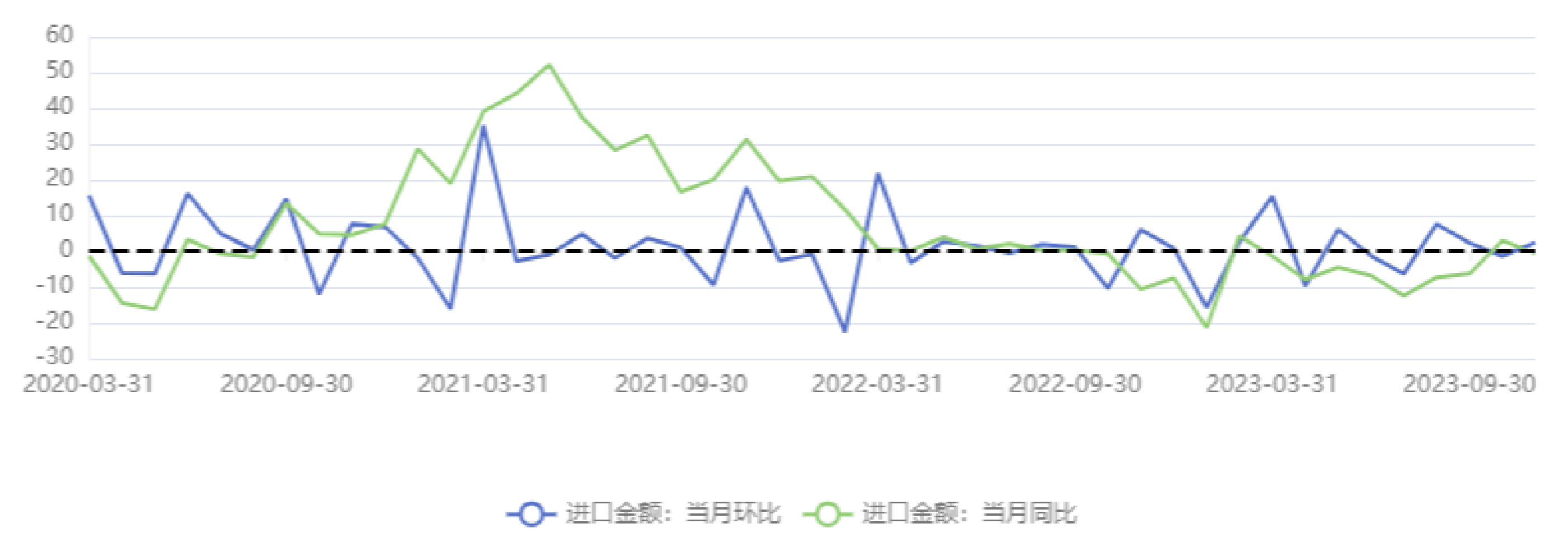
单位: %

出口金额 2023-11-30



单位: %

进口金额 2023-11-30



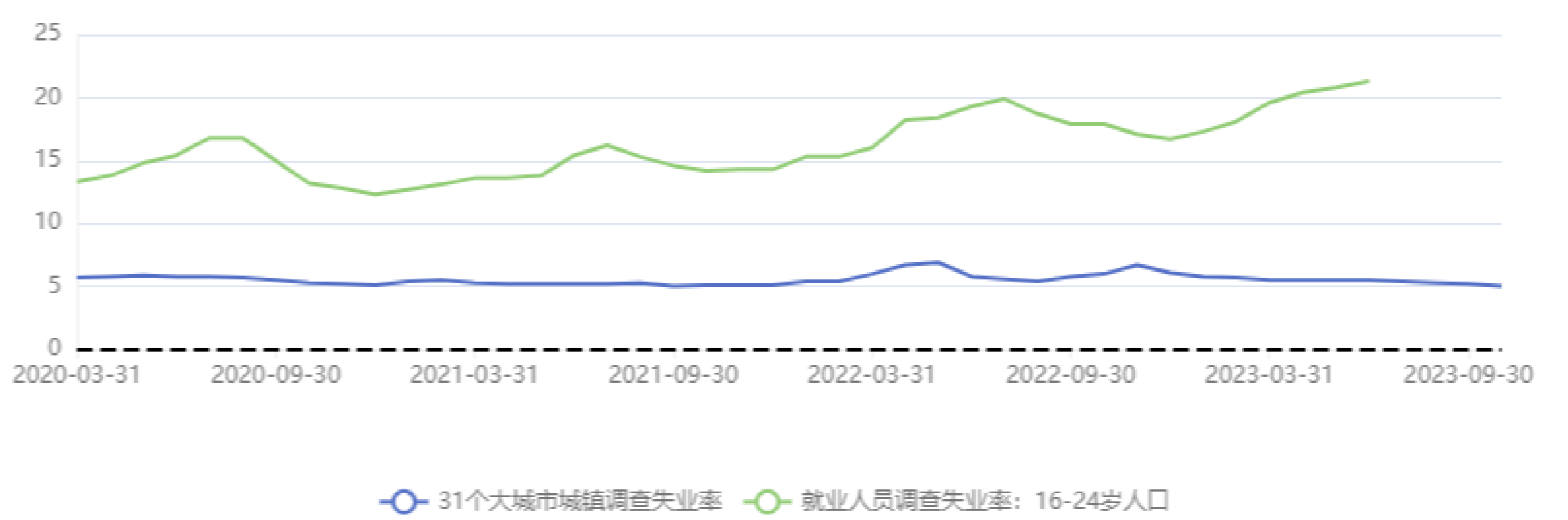
单位: %

城镇调查失业率 2023-10-31



单位: %

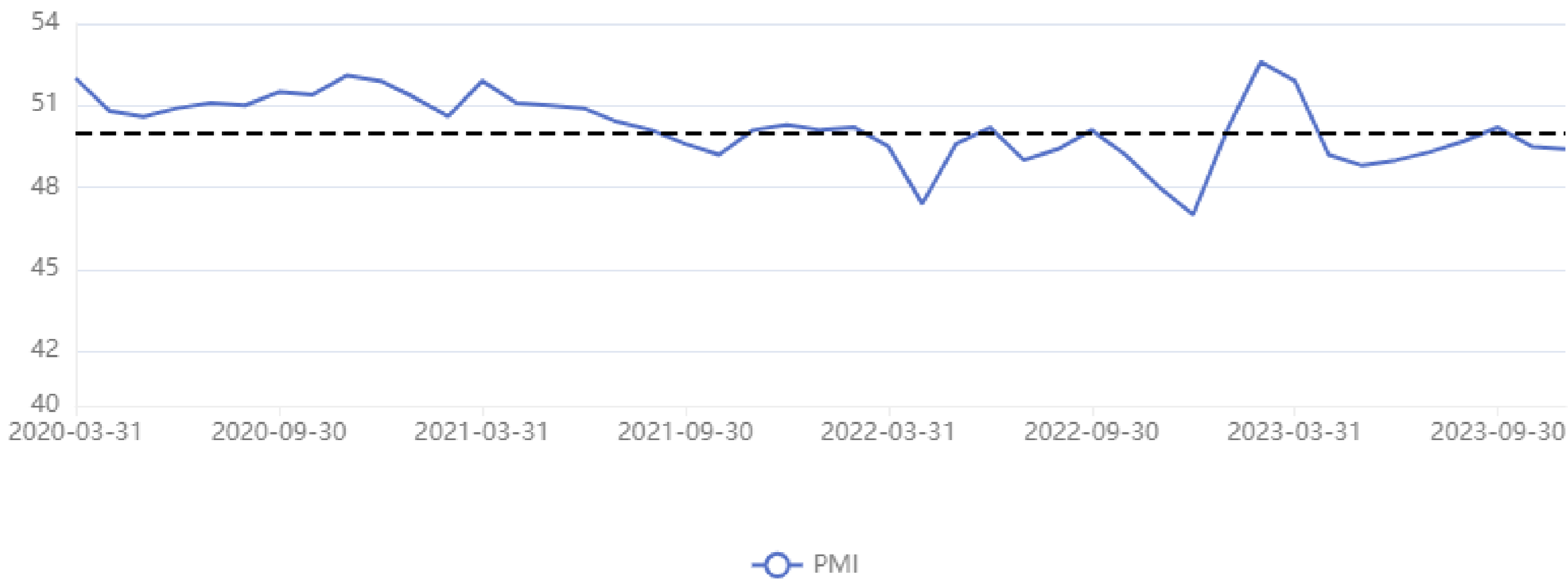
其它失业率数据 2023-10-31



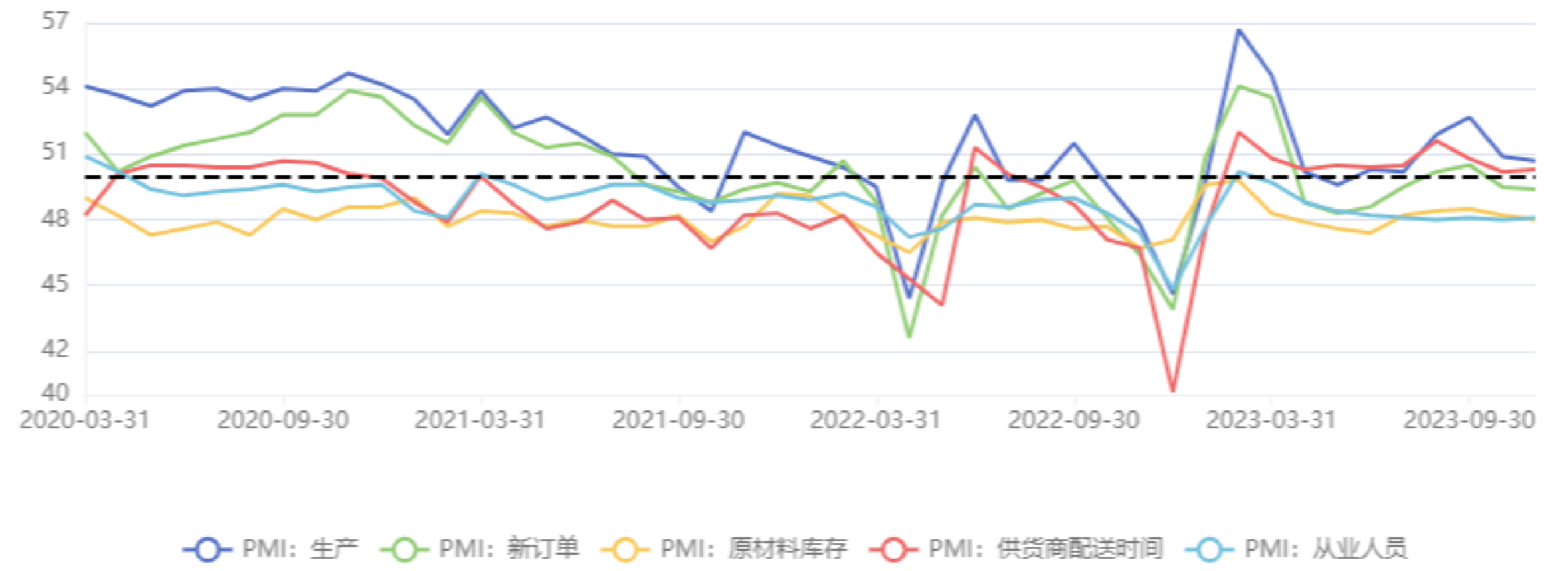
单位: %

一、经济情况

官方制造业PMI 2023-11-30



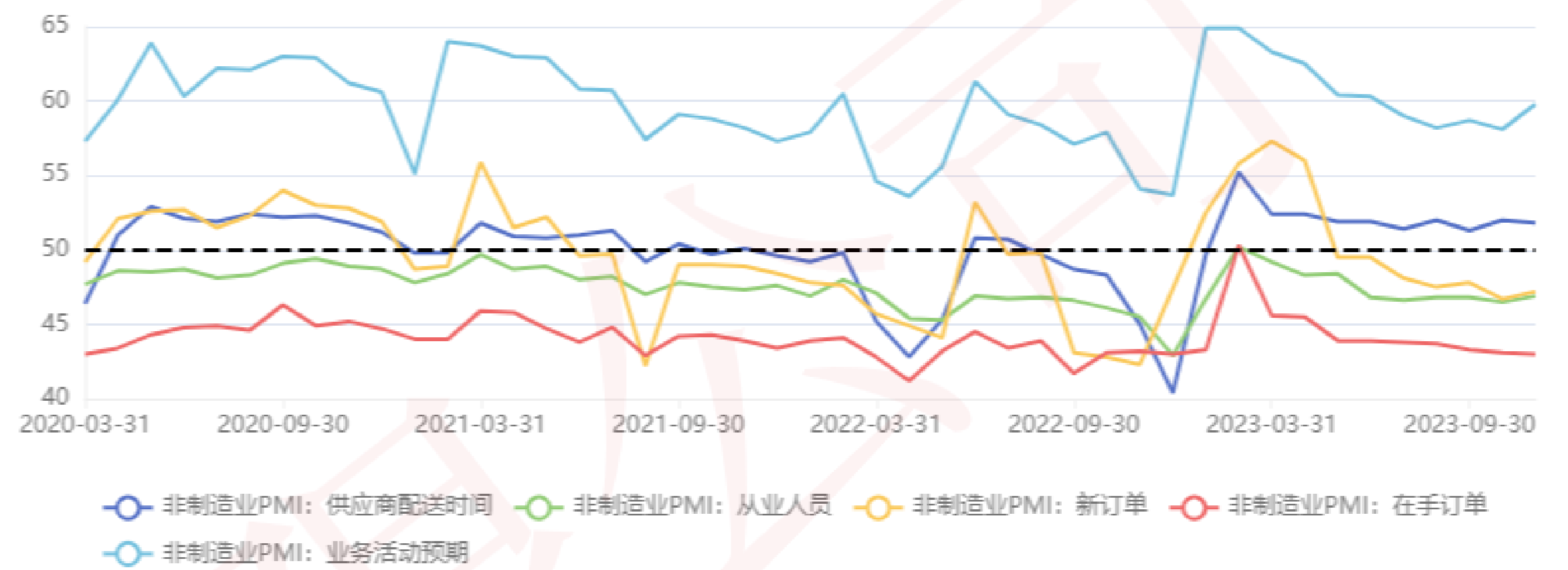
制造业PMI分项 2023-11-30



官方非制造业PMI 2023-11-30



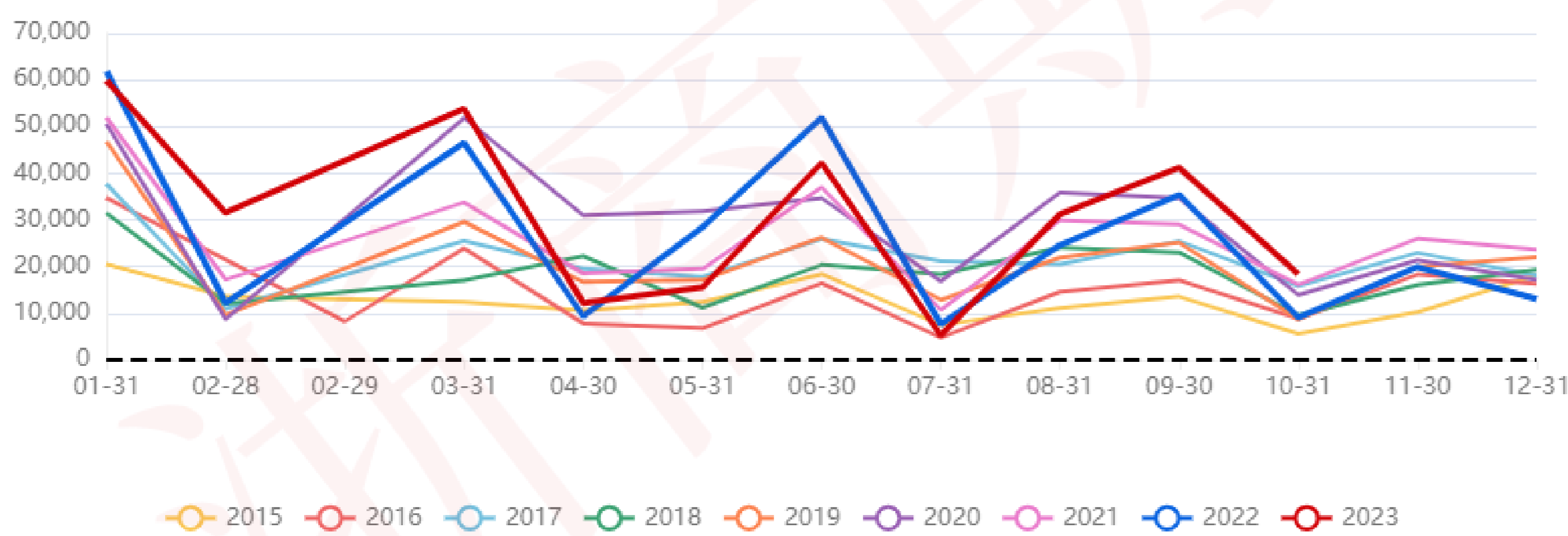
非制造业PMI分项 2023-11-30



二、社融信贷

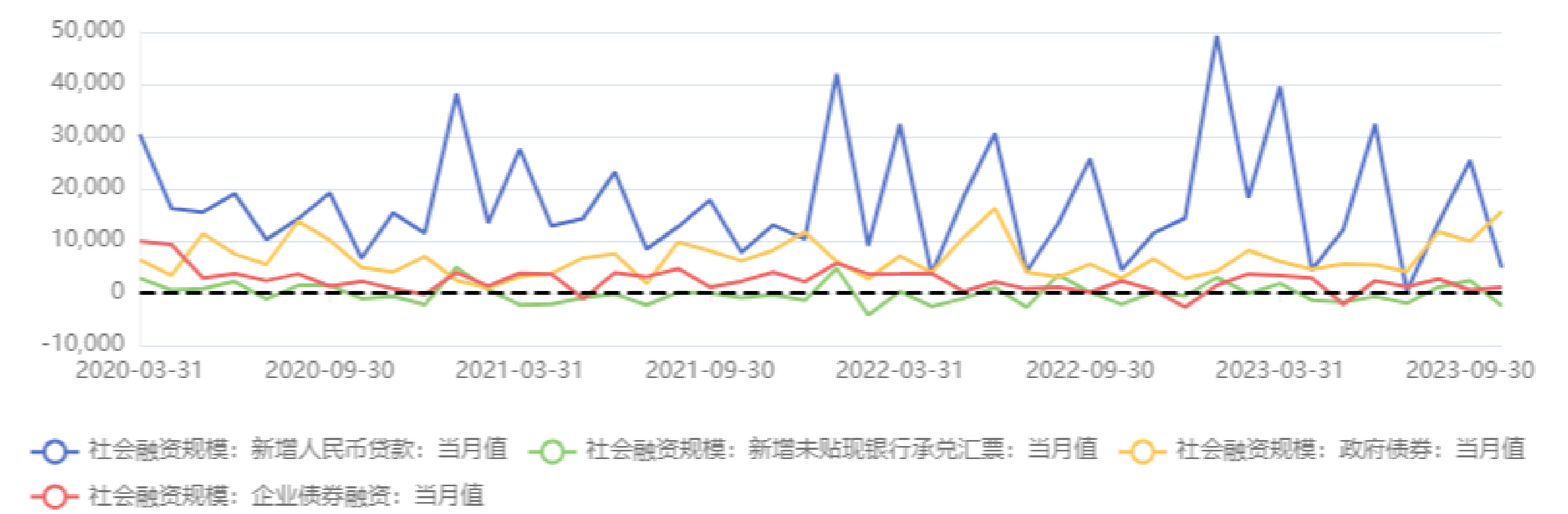
10月是社融与信贷小月，且好于去年同期水平，10月新增社融1.85万亿元，9月4.12万亿元，去年10月9134亿元。10月新增人民币贷款7384亿元，9月2.31万亿元，去年10月6152亿元。从历史看，10月通常是社融和信贷投放的“小月”，所以10月相比上月有所回落是季节性因素，且和去年10月相比，今年10月好于去年同期数据。10月新增社融中，政府债券融资占比最大（占比84%），远超人民币贷款，成为10月新增社融中贡献最大的分项，以往占比最大的是人民币贷款。10月政府债券融资远超2019-2022年同期水平。10月国债净融资3480亿元，地方政府债净融资1.2万亿元，其中特殊再融资债的净融资额就达到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



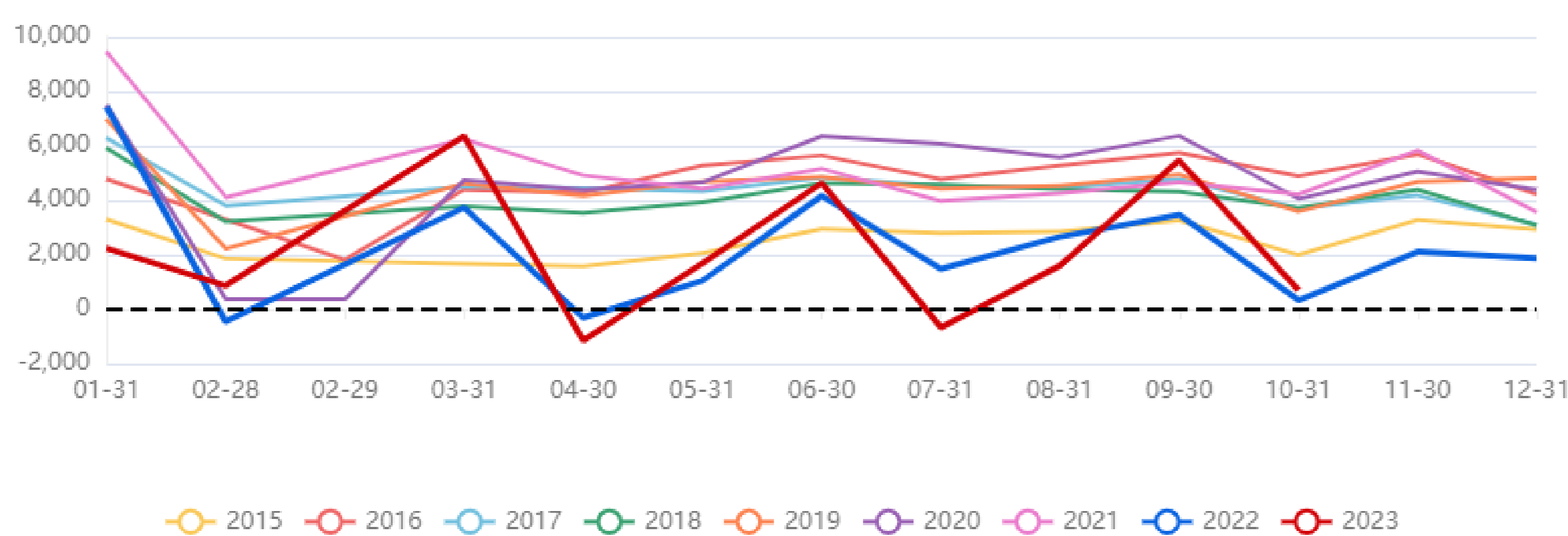
单位：亿元

社会融资分项 2023-10-31



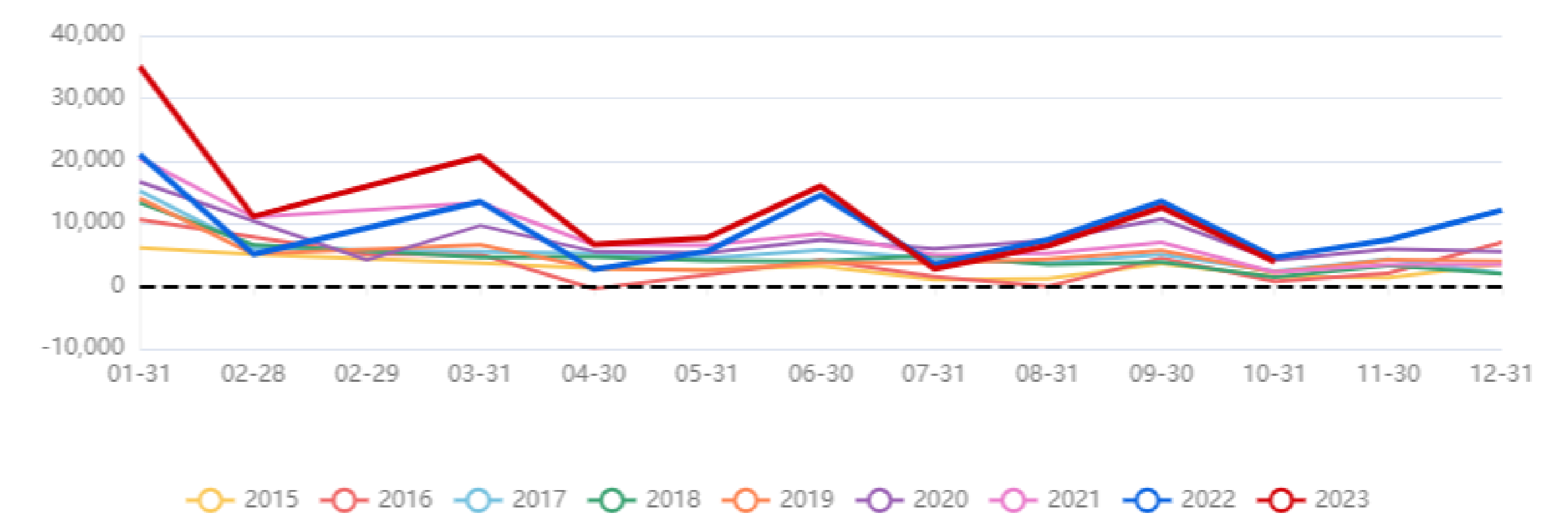
单位：亿元

新增居民中长期贷款 2023-10-31



单位：亿元

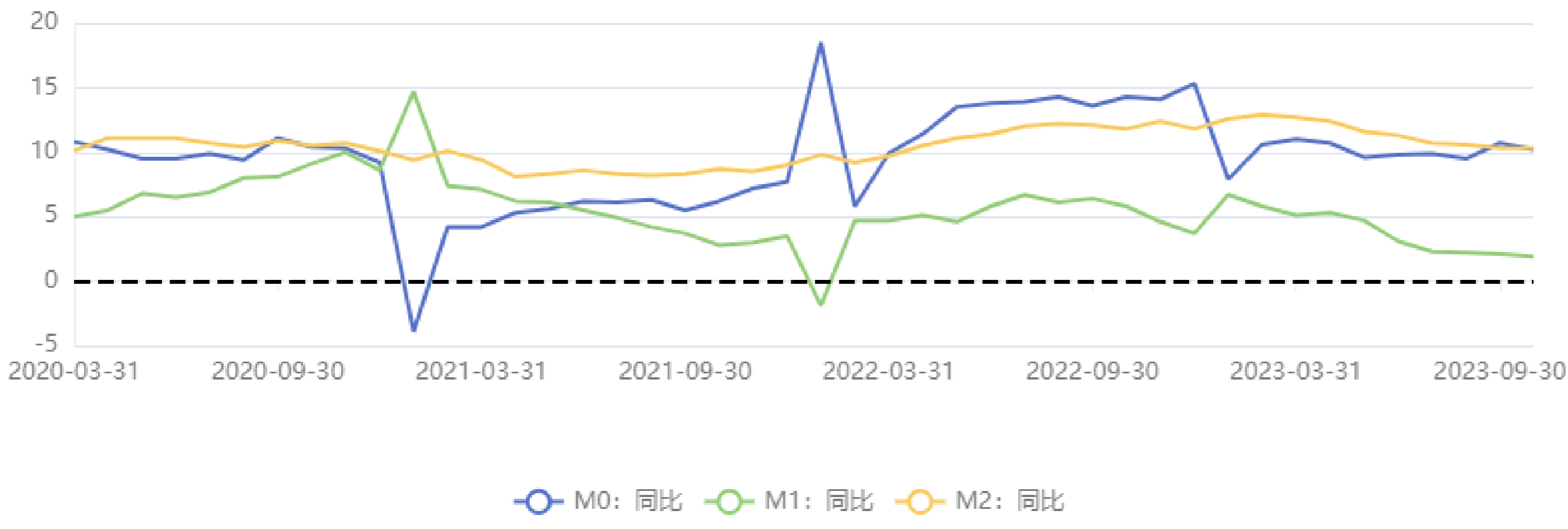
新增企业中长期贷款 2023-10-31



单位：亿元

二、社融信贷

货币供应量 2023-10-31



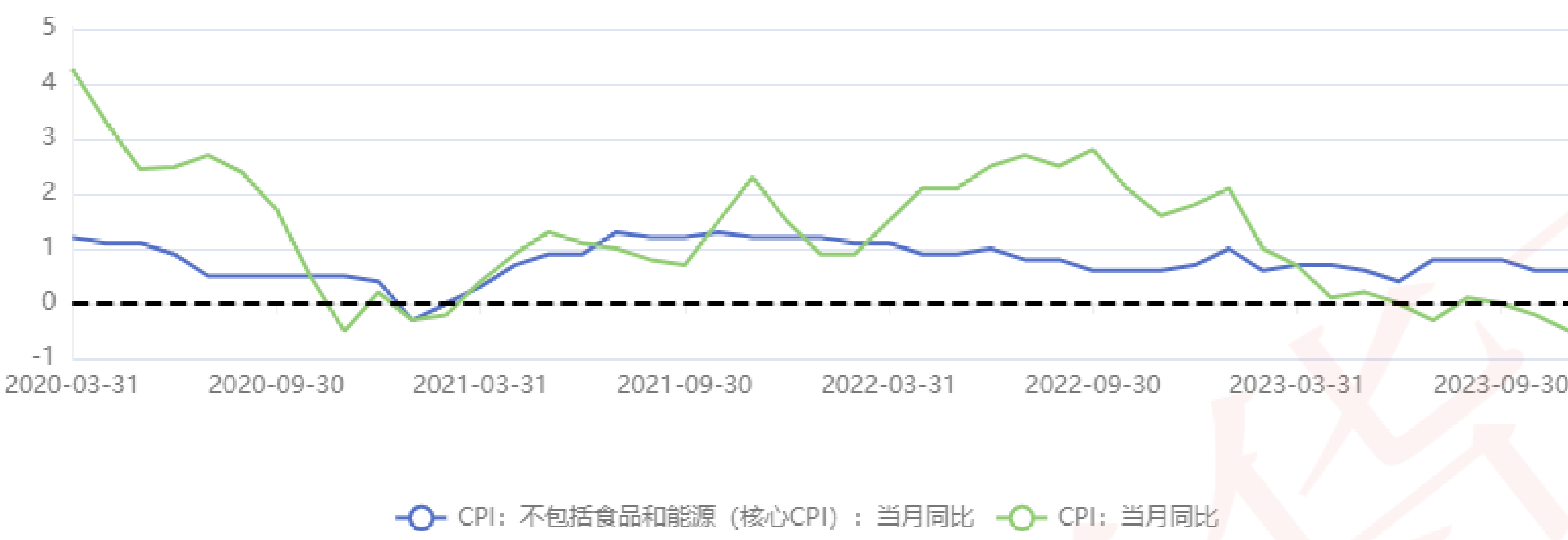
社会融资规模存量: 同比 2023-10-31



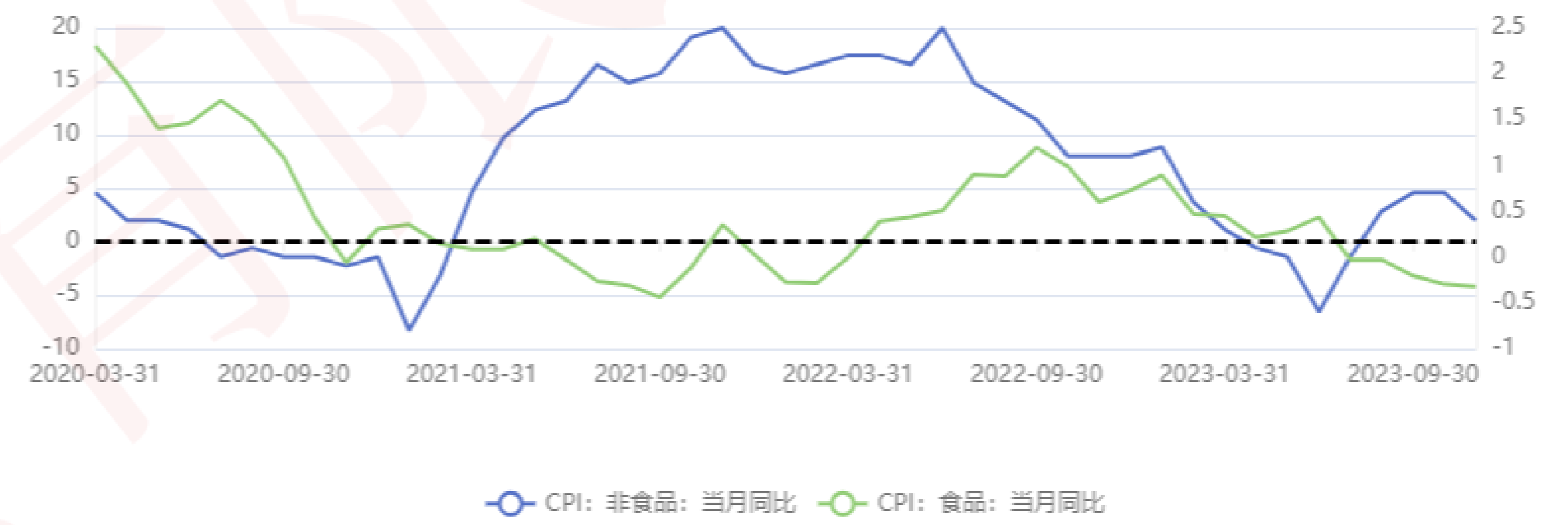
三、通胀指标

11月CPI环比-0.5%，同比-0.5%（前值-0.2%），居民消费价格弱于市场预期。其一，食品供应充分，肉蛋奶价格全面下降，CPI食品项继续回落。其二，国际油价回调，成品油价格随之下调。其三，出行链热度回归常态化，核心CPI也随之回落。11月PPI环比-0.3%，同比-3.0%（前值-2.6%），PPI修复受阻。一方面，工业稳增长政策促使工业品供给回升，但需求总体不及预期。另一方面，原油价格显著回落，石化产业链价格普遍下跌。物价水平连续两个月为负，侧面反映了国内需求仍然不足，货币政策仍有宽松空间。

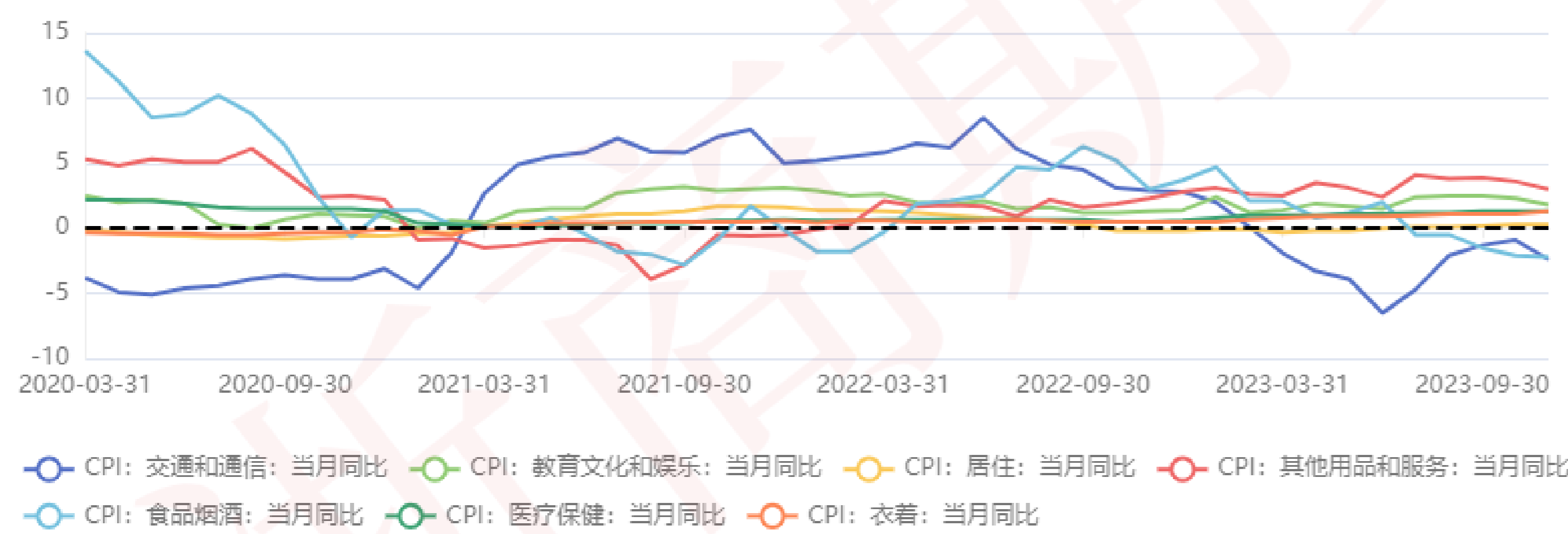
CPI和核心CPI 2023-11-30



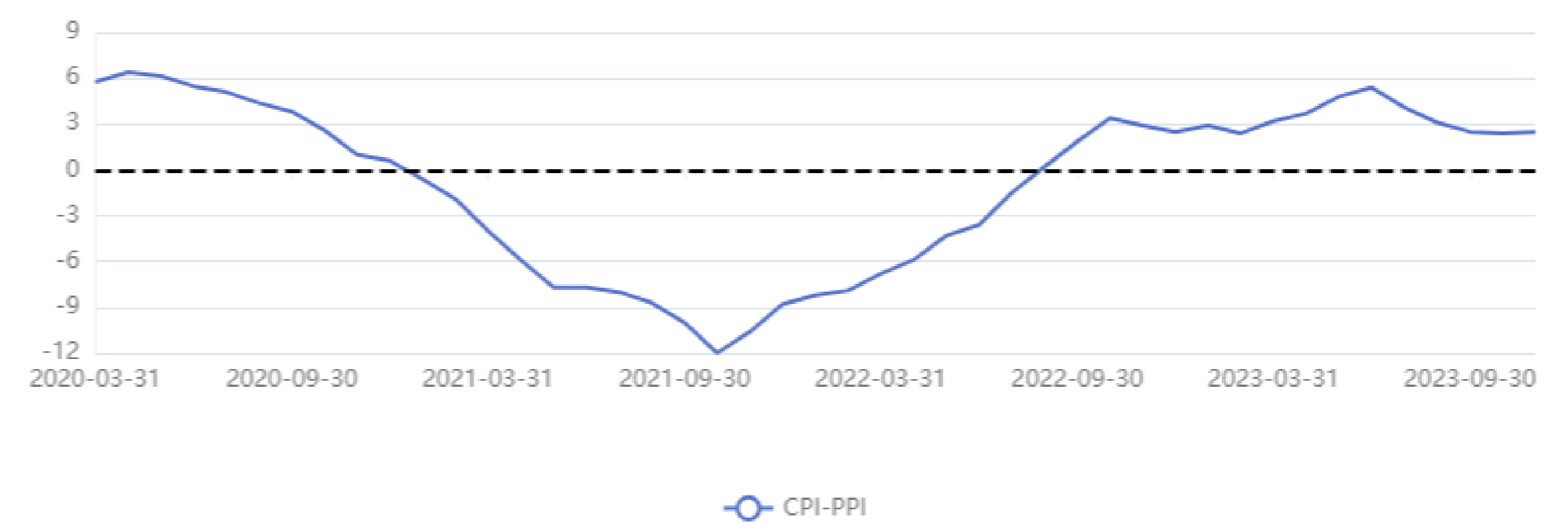
非食品（右轴）与食品 2023-11-30



CPI分项 2023-11-30



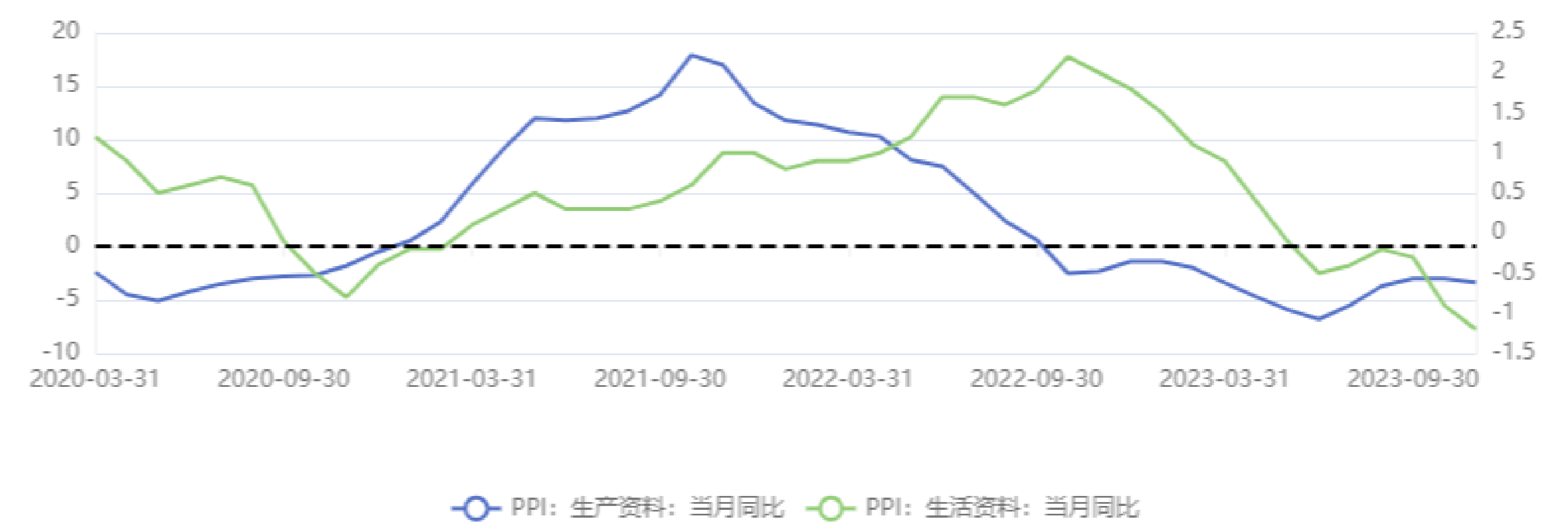
CPI-PPI 2023-11-30



PPI: 全部工业品: 当月同比 2023-11-30

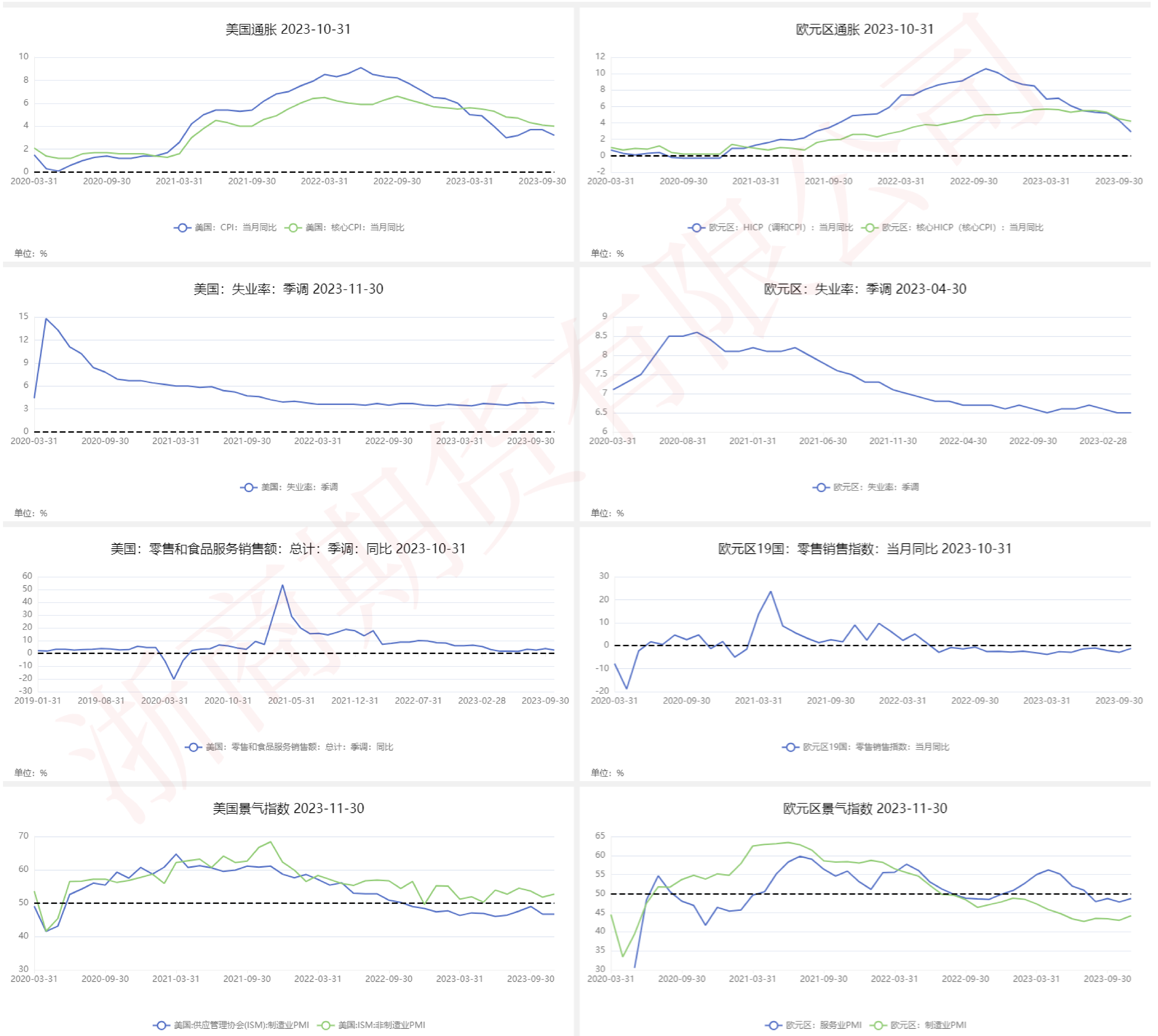


生产资料和生活资料（右轴） 2023-11-30



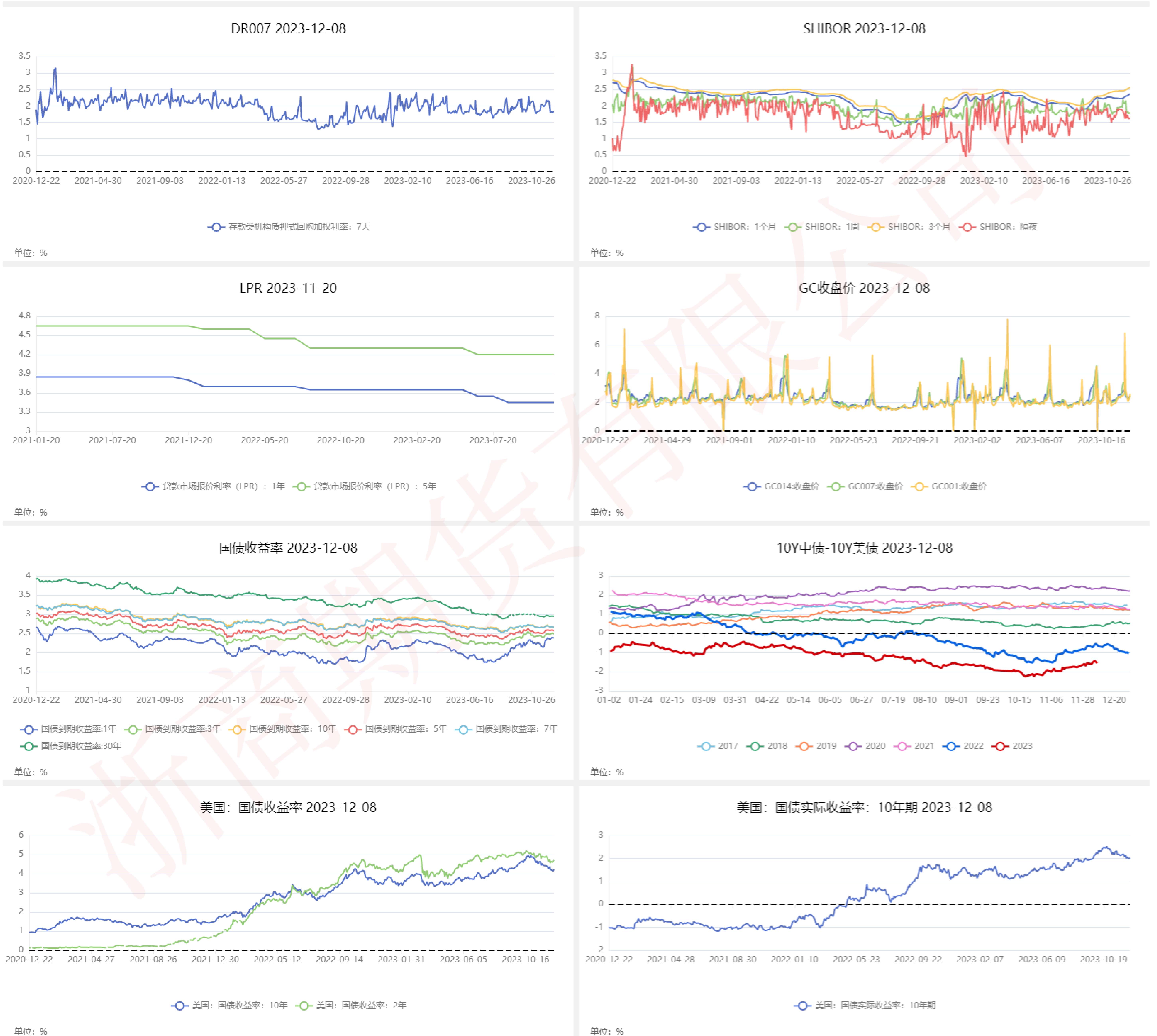
四、海外宏观

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。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%。11月美国新增非农就业人数为19.9万人，较上月15万人小幅回升。同时失业率录得3.7%，较上月略有回落。此外劳动参与率与薪资增速分别为62.8%和4.0%，均较上月变化不大。11月不少服务业出现好转，其中10月偏弱的信息业和医疗保健业就业形势出现扭转，与近期服务业PMI改善互相印证，或为主要的超预期因素。整体来看本期就业数据表现明显回暖，就业数据的改善降低了3月降息预期，明年上半年降息的预期或将被逐步证伪。关注本周美国11月物价数据及美联储12月议息会议内容。



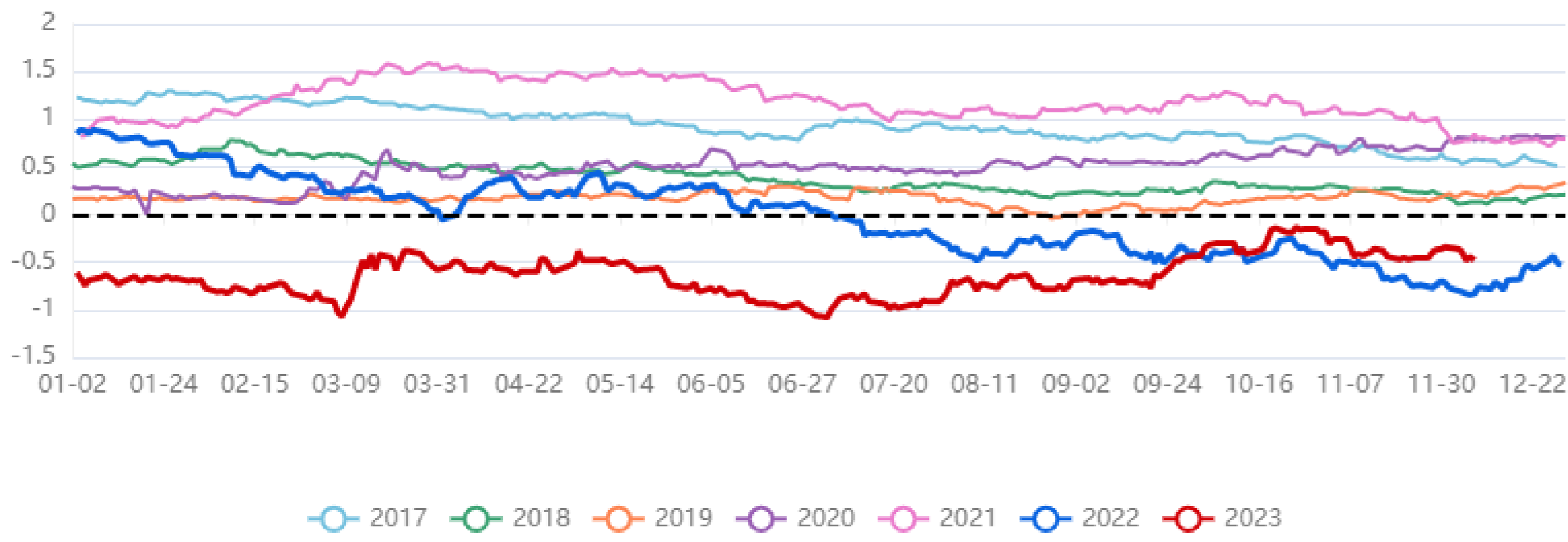
五、利率汇率

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。11月就业数据表现明显回暖，就业数据的改善降低了3月降息预期，美债利率短线走高，美元指数小幅攀升。



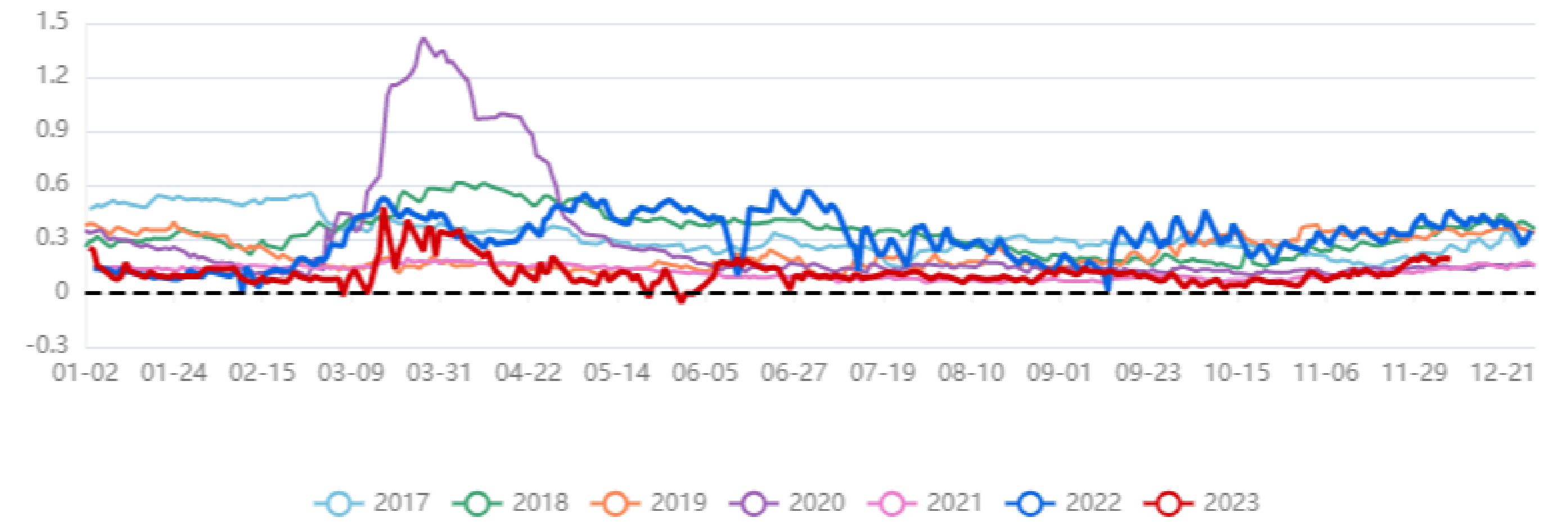
五、利率汇率

美国：10年国债-2年期国债 2023-12-08



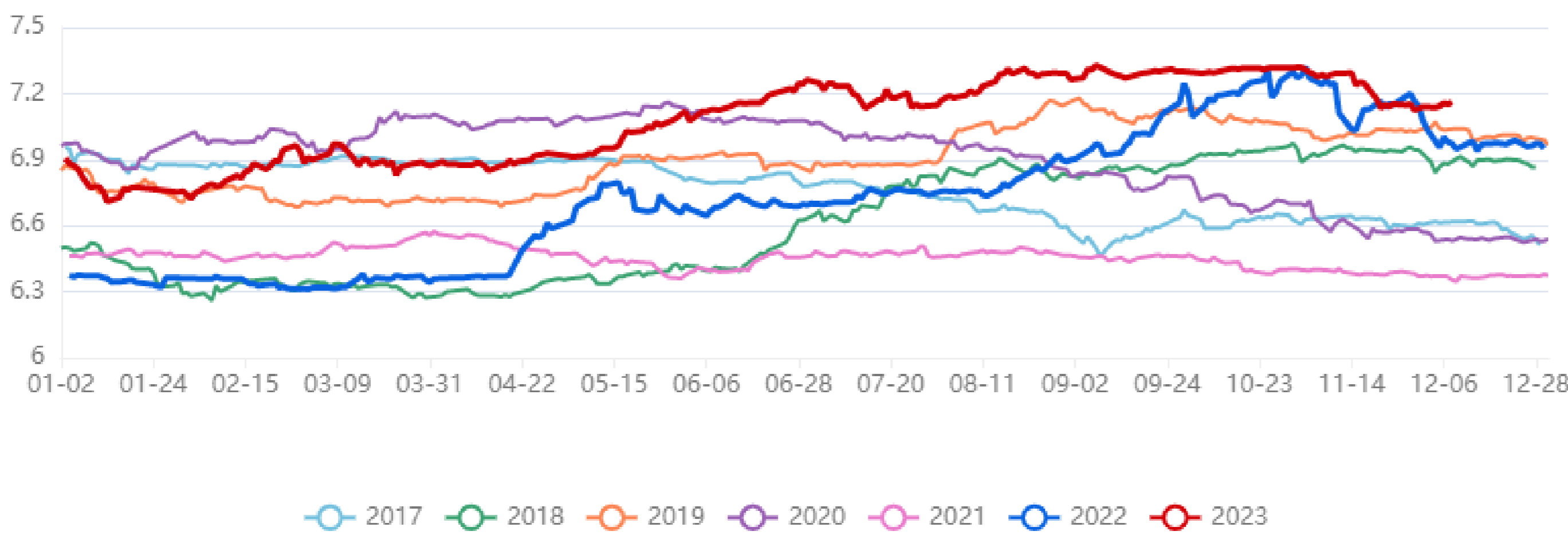
单位：%

美国：LIBOR3个月-国债3个月收益率（美债泰德利差） 2023-12-08



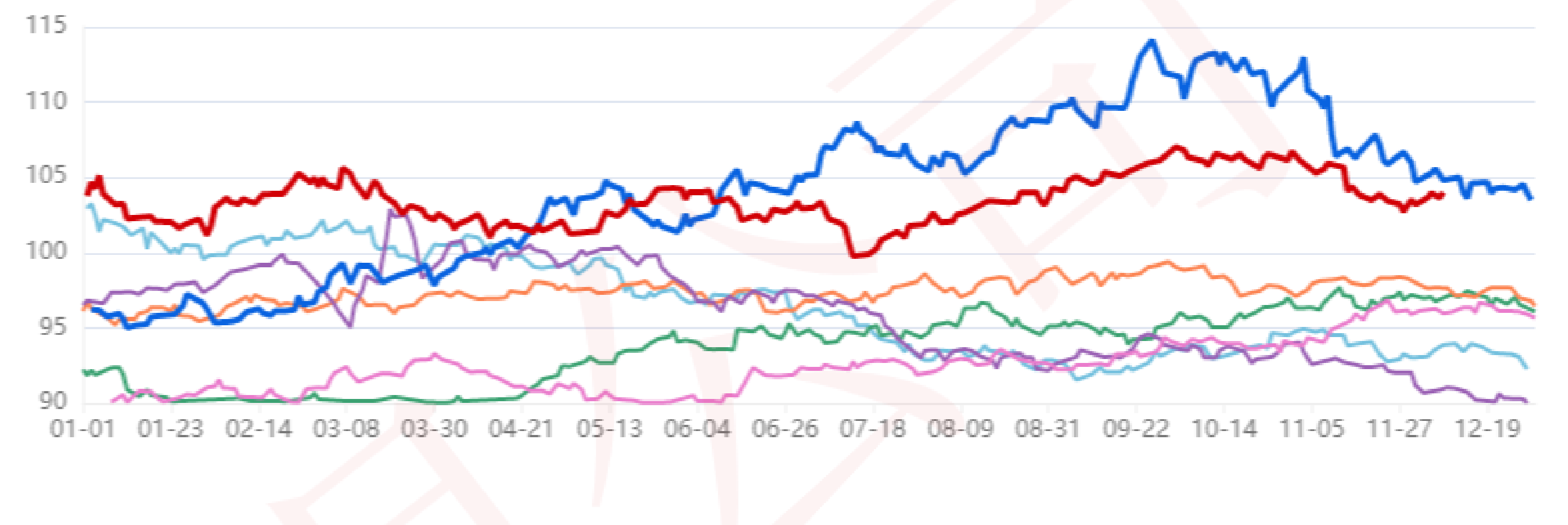
单位：%

即期汇率：美元兑人民币 2023-12-08



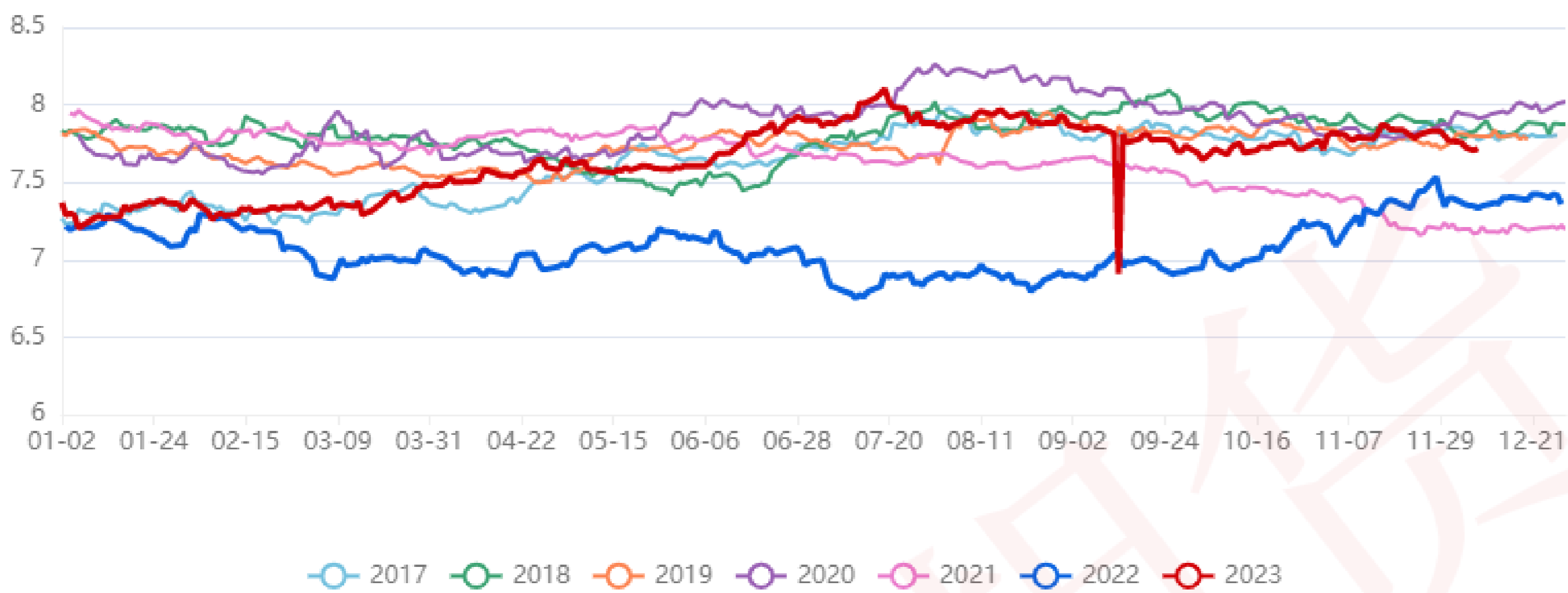
单位：%

美元指数 2023-12-08



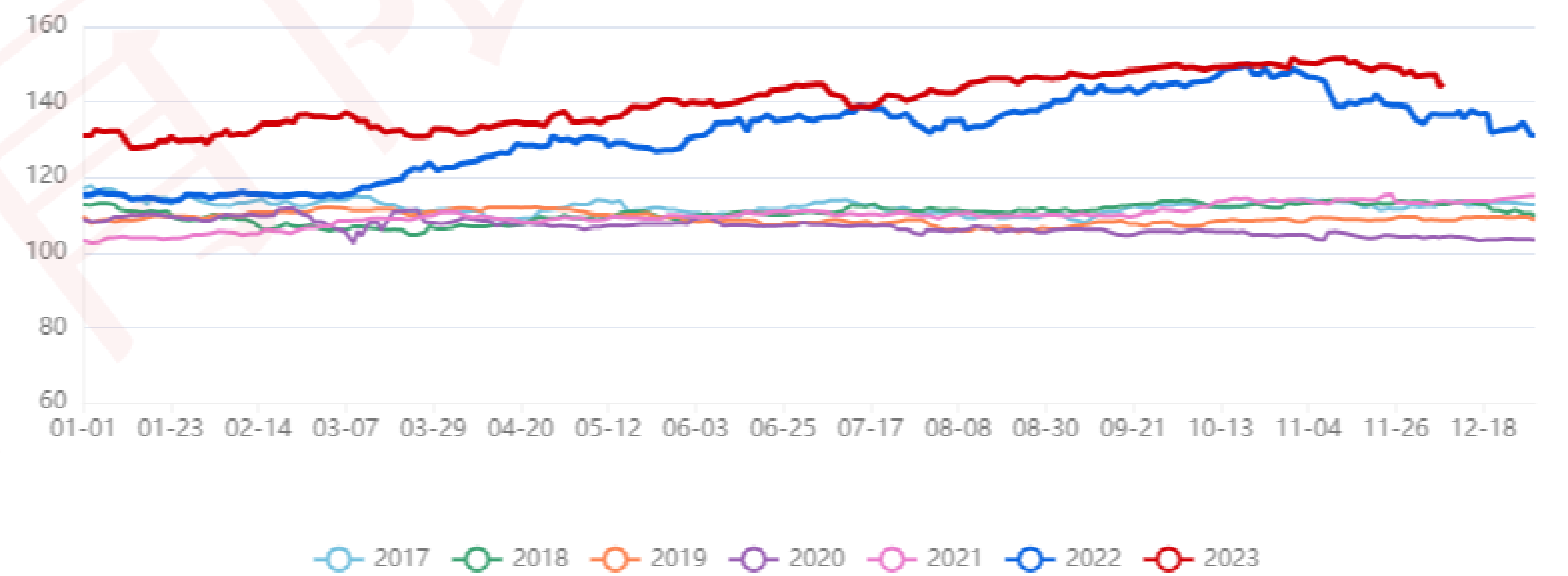
单位：%

欧元兑人民币 2023-12-08



单位：%

美元兑日元 2023-12-08



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。