

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：陈燃萍

chenranping@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）

chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）

Zhaoyu2@gjzq.com.cn

印度，下一个“世界工厂”？

后疫情时代，印度经济增速逆势攀升，工业生产保持高景气，是外商直接投资和产业链转移的“沃土”。印度制造缘何崛起？印度能否复制中国经验，成为“世界工厂”的下一站？

热点思考：印度，下一个“世界工厂”？

近两年以来，在全球制造业普遍走弱的背景下，印度工业生产却逆势高增长，表现亮眼。2022年至今，印度制造业 PMI 指数平均高达 56%，同期墨西哥、越南等国制造业 PMI 明显回落，印度核心工业指数去年底开始突破长期趋势水平。疫情后，印度 GDP 增速也处于主要经济体中的较高水平，2023 年增速预计将达到 6.3%。

在全球 FDI 回落的背景下，印度吸引的资本流入仍在扩大。2016 年后，全球 FDI 流量持续回落，但印度 FDI 流量 2022 年逆势扩大至 493 亿美元，高于 2021 年。这其中，美国对印度投资额扩张最快，疫情后，美国已成为印度的主要投资来源地，2022 年占比达 12%。从行业上看，制造业吸引的外资流入额持续增长，2022 年升至 113 亿美元。

从外部因素看，近年来西方国家供应链加速分散化，为新兴市场带来产业链转移机会，是印度工业生产提振的原因之一。从 2017 年至 2022 年底，印度占美国进口份额上升了 0.6 个百分点，是美国供应链扩散的主要受益国之一。长期来看，印度占美国进口份额持续上涨，截至 2023 年 9 月，占比已达 3%。

从内部因素看，印度自身的产业政策、财政政策更加重要。为鼓励和扶持本土制造业发展，疫情后，印度政府出台了包括生产挂钩激励计划（PLI）等在内的一系列补贴和政策措施。生产挂钩激励计划（PLI）涵盖 14 个行业，5 年内总支出金额约 2.5 万亿卢比，财政刺激规模也相应上升，2022 年财政赤字率达 9.4%，处于近 20 年高位。

在近两年贸易萎缩的环境下，印度自身的经济结构也支撑了制造业扩张。与发展水平接近的越南、墨西哥等国家相比，印度国内市场需求广阔，私人消费占 GDP 比重更高，2023 年占比达 67%，近两年消费增速平均在 7% 左右，此外，印度疫情后固定资产投资规模及增速同业上升，带动资本品需求上涨。

印度经济发展水平与中国 2000 年前后较为类似，处于制造业发展的早期阶段。印度 2022 年人均 GDP 为 2200 美元，与中国 2000 年左右的水平接近。印度当前人口结构中，15 到 34 岁人群占比最高，与中国 2000 年左右类似。印度是否具备成为“世界工厂”的潜力，取决于人口、资本、效率等生产条件能否得到充分释放。

人口方面，印度劳动力人口总量富裕，但教育水平低，人口红利释放存在短板。印度劳动年龄人口约 9.4 亿，仅次于中国，但印度人口教育水平更低，成人识字率仅为 74%。受贫富差距的影响，印度教育水平抬升偏慢，富人群体高等教育入学率是穷人的 13 倍。印度劳动参与率处于全球较低水平，仅为 52%，人口总量向红利的转化存在约束。

资本是影响生产潜力的另一大要素，印度投资率、国民储蓄率均低于东亚平均水平。近十年来，印度国民储蓄率在 30% 左右徘徊，低于新兴市场的平均水平 33%，越南国民储蓄率为 33.6%，中国为 46%，相应地，印度投资率也低于东亚平均水平。政府作为基建投资的主力，长期受弱监督、透明度差等问题困扰，基建提升速度可能存在短板。

印度生产效率有提升，但增速偏慢。印度全要素生产率长期低于印尼、巴西、菲律宾等国，近年来有所抬升，但增速依旧偏慢，2021 年增速低于越南、印尼、中国等。劳动生产率的提升一方面受教育程度限制，另一方面，基础设施的不足也限制了生产率的提升，印度经济结构中，服务业的高占比也限制生产率的外溢和增长。

海外事件&数据：美国零售环比增速意外反弹，CPI 通胀大体符合预期、环比略有反弹

11 月美国零售环比增速 0.3%，预期-0.1%，前值-0.2%。在零售销售方面，12 个类别中有 7 个出现增长。由于本月油价持续下跌，汽油销售再次受到拖累，同时，杂货店零售、电子和家用电器等消费增速下滑较大，11 月分别下滑 2.8、2.2 个百分点，反映了黑色星期五购物的不温不火。

美国 11 月 CPI 物价指数年率 3.1%，预期 3.1%，前值 3.2%，为今年 7 月以来新低。美国 11 月 CPI 物价指数月率 0.1%，预期 0.0%，前值 0.4%，为 2022 年 8 月以来新低。美国 11 月核心 CPI 物价指数年率 4.0%，预期 4.0%，前值 4.0%，为 2021 年 9 月以来新低。美国 11 月核心 CPI 物价指数月率 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

内容目录

一、热点思考：印度，下一个“世界工厂”？	4
（一）全球制造业衰退下，印度产业链表现如何？	4
（二）产业链扩张的背后，印度制造业缘何提速发力？	7
（三）向后看，印度“世界工厂”之路面临哪些约束？	9
二、海外基本面&重要事件	12
（一）货币与财政：美联储 12 月议息会议实质性转向	12
（二）生产与就业：美国初请失业人数远低于预期	14
（三）消费与出行：美国 11 月零售环比增速意外反弹	15
（四）通胀与能源：美国 11 月 CPI 通胀大体符合预期，环比略有反弹	16
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率回落	18
风险提示	18

图表目录

图表 1：全球制造业回落，印度制造业 PMI 却逆势走高	4
图表 2：印度核心工业指数超出长期趋势	4
图表 3：2023 年，印度工业生产增速反超越南	4
图表 4：印度产能利用率上升	4
图表 5：印度已成为主要经济体中增速最高的国家	5
图表 6：印度商品出口份额持续上涨	5
图表 7：印度对美国出口疫情后增长迅速	5
图表 8：印度出口结构已转向高端技术产品	6
图表 9：印度电子产品出口逆势增长	6
图表 10：印度 FDI 流入规模逆势上升	6
图表 11：美国成为印度的主要投资来源地	6
图表 12：制造业、计算机服务 FDI 长期增长	6
图表 13：但服务业仍然是印度吸引 FDI 的主要行业	6
图表 14：印度占美国进口份额上升，但低于越南	7
图表 15：印度占美国进口份额持续上升	7
图表 16：印度生产挂钩激励计划，总规模约 2.5 万亿卢比，覆盖 14 个行业	7
图表 17：2014 年至今，印度出台一系列措施扶持本土制造业	8
图表 18：疫情后，印度财政刺激规模大幅上升	8
图表 19：印度政府债务规模上升	8
图表 20：印度近两年国内投资需求上升	9
图表 21：疫情后，印度国内消费需求较为旺盛	9
图表 22：印度人均 GDP 相当于中国 2000 年前后水平	9
图表 23：印度劳动年龄人口相当于中国 2007 年水平	9
图表 24：中国 2000 年人口结构以 15 岁到 34 岁为主	9

图表 25: 印度 2023 年人口结构同样以 15 岁到 34 岁为主	9
图表 26: 亚洲主要新兴市场人口特征比较 (2021 年)	10
图表 27: 印度富人高等教育入学率是穷人的 13 倍	10
图表 28: 印度劳动参与率更低, 人口红利转化更难	10
图表 29: 印度国民储蓄率低于新兴市场一般水平	11
图表 30: 印度投资率低于东亚国家一般水平	11
图表 31: 印度基建水平较为落后, 道路仍以农村公路为主	11
图表 32: 印度基建提升速度可能受政府腐败制约	11
图表 33: 印度生产率近年来抬升, 但仍处于较低水平	11
图表 34: 印度劳动生产率增速弱于越南等国	11
图表 35: 美联储 12 月议息会议	13
图表 36: 美国流动性量价跟踪	13
图表 37: 美联储减持美债规模	14
图表 38: 美联储逆回购规模下降	14
图表 39: 截至 12 月 15 日, 美联储降息概率	14
图表 40: OIS 隐含 FFR 利率	14
图表 41: 美国至 12 月 9 日当周初请失业 20.2 万人	15
图表 42: 美国 12 月 4 日当周新增职位数量上升	15
图表 43: 美国 11 月消费分项环比	15
图表 44: 美国红皮书零售同比 3%, 前值 6.3%	16
图表 45: 美国红皮书零售增速弱于季节性	16
图表 46: 美国纽约交通拥堵情况回落	16
图表 47: 德国航班飞行次数高于 2022 年	16
图表 48: 德国 12 月外出用餐人数同比上升	16
图表 49: 美国 TSA 安检人数有所反弹	16
图表 50: 美国 CPI 通胀分项增速	17
图表 51: 美国 CPI 通胀结构	17
图表 52: 美国 PPI 通胀分项增速	18
图表 53: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.0%	18
图表 54: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	18

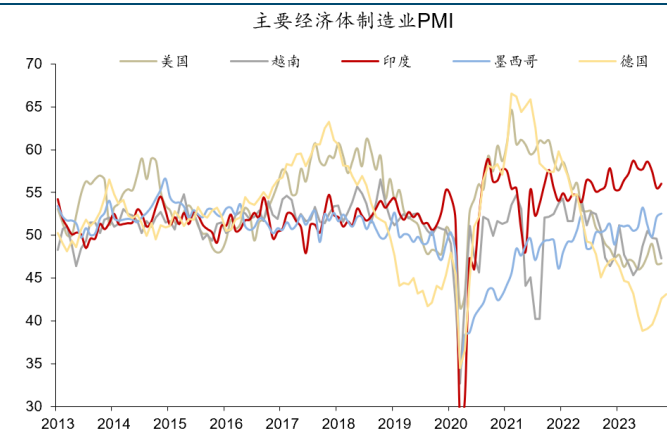
近两年以来，印度产业链逆势高增长，对内工业生产高景气，对外承接海外资本投资与产业链转移，政策层面鼓励“印度制造”，似乎已迈向下一个“世界工厂”，印度制造增长的原因为何？是否具备成为“世界工厂”的条件？

一、热点思考：印度，下一个“世界工厂”？

（一）全球制造业衰退下，印度产业链表现如何？

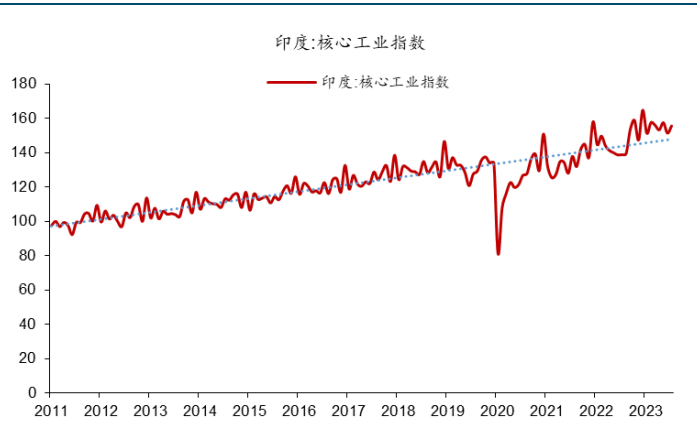
近两年以来，在全球制造业普遍走弱的背景下，印度工业生产却逆势高增长，表现亮眼。2022年至今，印度制造业 PMI 指数平均高达 56%，同期墨西哥、越南等制造业 PMI 明显回落，越南制造业 PMI 今年 5 月一度跌至 45%。此外，印度核心工业指数去年底之后开始超过长期趋势水平。疫情前，印度工业增加值增速长期低于越南，2023 年，印度工业增加值增速预计为 6.3%，反超越南的 0.8%。疫情后，印度 GDP 增速也处于主要经济体中的较高水平，2023 年增速预计将达到 6.3%。

图表1：全球制造业回落，印度制造业 PMI 却逆势走高



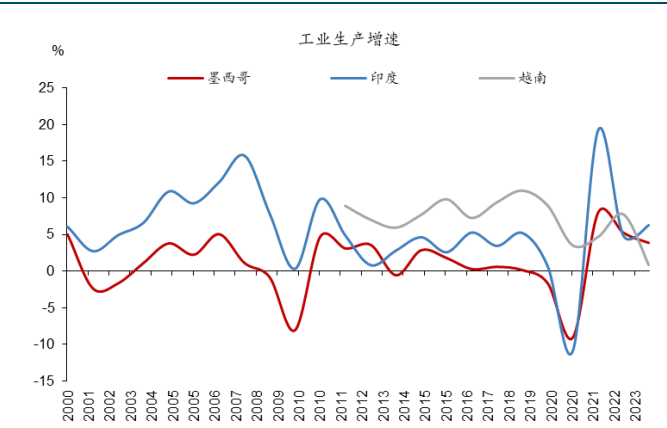
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：印度核心工业指数超出长期趋势



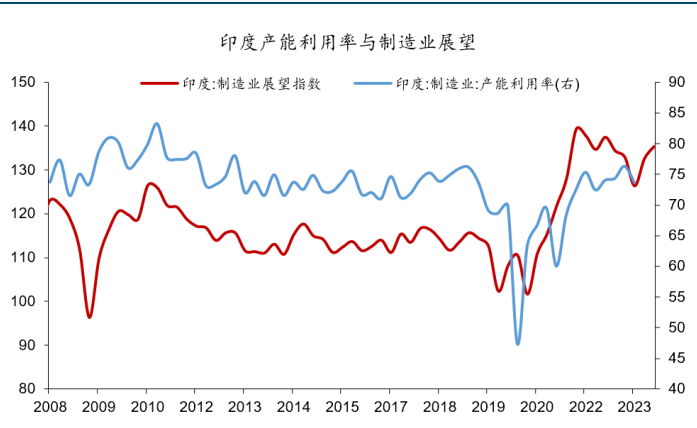
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2023年，印度工业生产增速反超越南



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：印度产能利用率上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

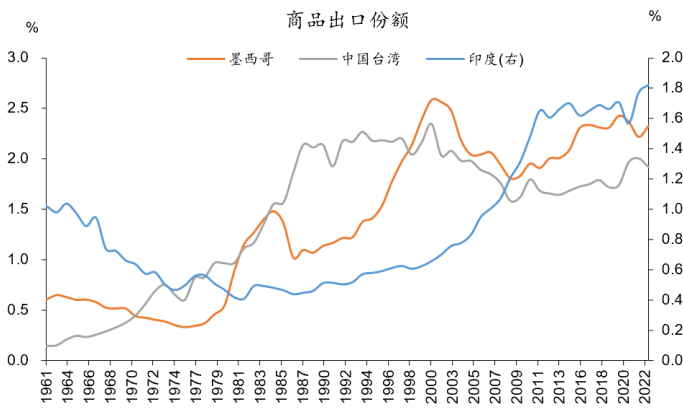
图表5: 印度已成为主要经济体中增速最高的国家

全球GDP增速	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				2023F	2024F	2025F
											Q1	Q2	Q3	Q4			
全球	3.4	3.5	3.4	3.2	3.8	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.5	-	-	-	-	3.0	2.9	3.2
新兴与发展经济体	5.0	4.7	4.3	4.4	4.8	4.6	3.6	-1.8	6.9	4.1	-	-	-	-	4.0	4.0	4.1
中国	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	4.5	6.3	4.9	4.9	5.0	4.2	4.1
印度	6.4	7.4	8.0	8.3	6.8	6.5	3.9	-5.8	9.1	7.2	6.3	7.3	7.0	5.8	6.3	6.3	6.3
俄罗斯	1.8	0.7	-2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	-2.7	5.6	-2.1	-1.7	4.0	4.2	4.3	2.2	1.1	1.0
巴西	3.0	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.8	1.2	-3.3	5.0	2.9	3.7	3.4	2.5	2.9	3.1	1.5	1.9
墨西哥	0.9	2.5	2.7	1.8	1.9	2.0	-0.3	-8.7	5.8	3.9	3.5	3.4	3.3	3.0	3.2	2.1	1.5
沙特	2.9	4.0	4.7	2.4	-0.1	2.8	0.8	-4.3	3.9	8.7	3.8	0.9	-4.2	0.6	0.8	4.0	4.2
南非	2.5	1.4	1.3	0.7	1.2	1.6	0.3	-6.0	4.7	1.9	0.2	1.5	-0.5	0.5	0.9	1.8	1.6
发达经济体	1.4	2.0	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	-4.2	5.6	2.6	-	-	-	-	1.5	1.4	1.8
美国	1.8	2.3	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.7	2.4	3.0	2.0	2.1	1.5	1.8
德国	0.4	2.2	1.5	2.2	2.7	1.0	1.1	-3.8	3.2	1.8	-0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.5	0.9	2.0
法国	0.7	1.0	1.0	1.0	2.5	1.8	1.9	-7.7	6.4	2.5	0.9	1.2	0.6	0.5	1.0	1.3	1.8
意大利	-1.8	0.0	0.8	1.3	1.7	0.9	0.5	-9.0	7.0	3.7	3.2	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	1.0
日本	2.0	0.3	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.4	-4.2	2.2	1.0	2.5	2.3	1.6	2.1	2.0	1.0	0.7
英国	1.8	3.2	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	-11.0	7.6	4.1	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	2.0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

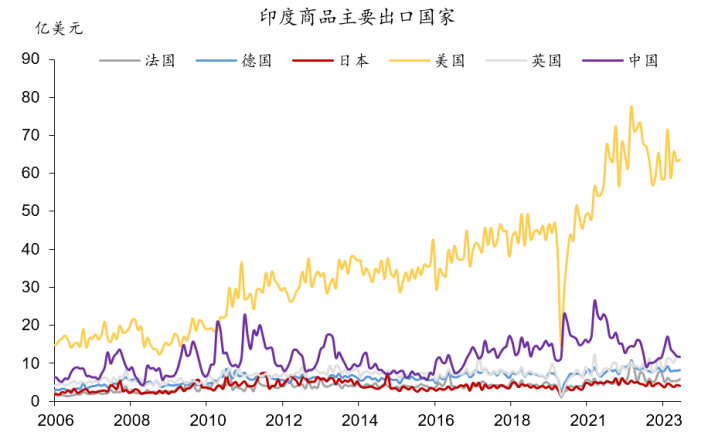
工业生产提速的同时, 印度出口份额也出现上涨。2010年代后, 印度出口产品已逐步转向高端技术密集型产品, 2021年高端技术产品出口占比已升至36%, 近两年, 受全球贸易收缩的影响, 印度出口金额下降, 但重点发展的电子产品出口额仍延续上涨。疫情后, 印度商品出口占全球份额进一步上涨, 2022年占比约1.8%, 印度对美出口占比在也进一步提升, 截至今年9月占比已达20%, 成为印度最大的出口贸易伙伴。

图表6: 印度商品出口份额持续上涨



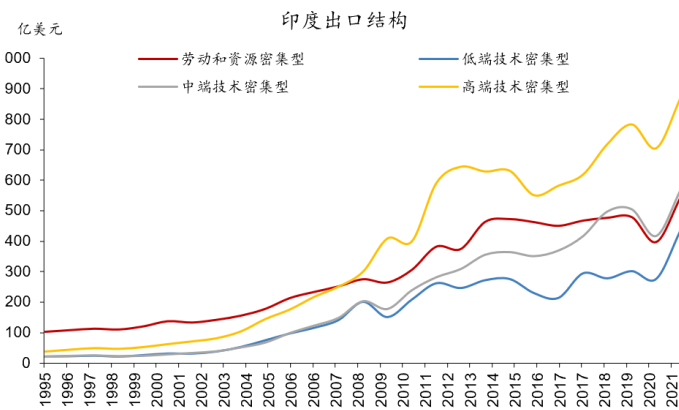
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 印度对美国出口疫情后增长迅速



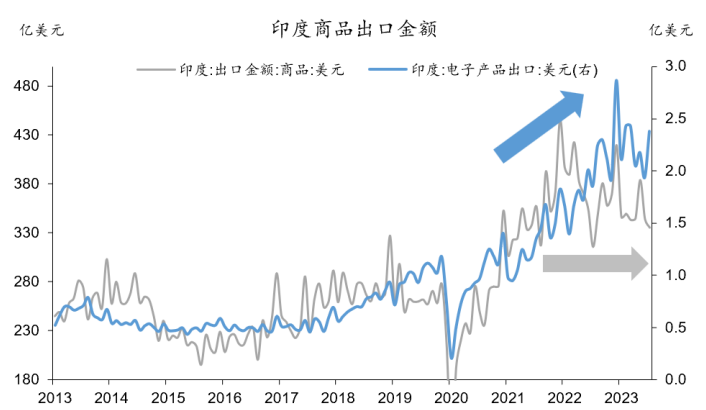
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 印度出口结构已转向高端技术产品



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

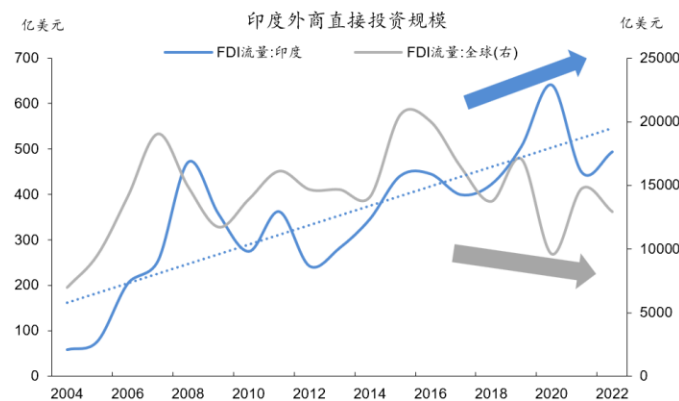
图表9: 印度电子产品出口逆势增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

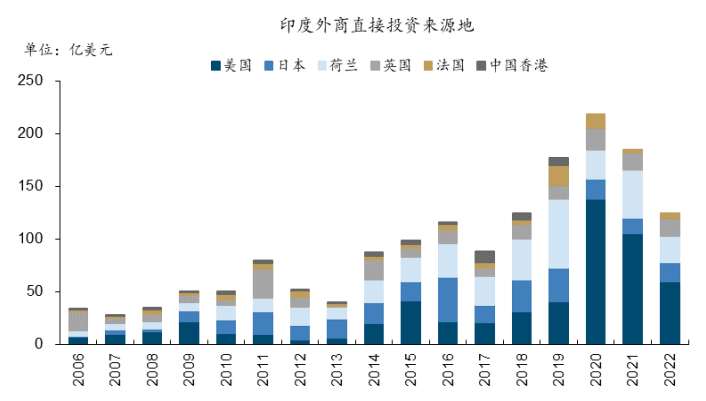
在全球 FDI 回落的背景下, 印度吸引的资本流入仍在扩大。2016 年后, 全球 FDI 流量持续回落, 但印度 FDI 流量 2022 年逆势扩大至 493 亿美元, 高于 2021 年。这其中, 美国对印度投资额扩张最快, 疫情后, 美国已成为印度的主要投资来源地, 2022 年占比达 12%。从行业上看, 印度计算机服务等传统优势服务业仍然是外资主要流入行业, 疫情后吸引了大量资金, 但制造业吸引的外资流入额在持续扩大, 2022 年升至 113 亿美元。

图表10: 印度 FDI 流入规模逆势上升



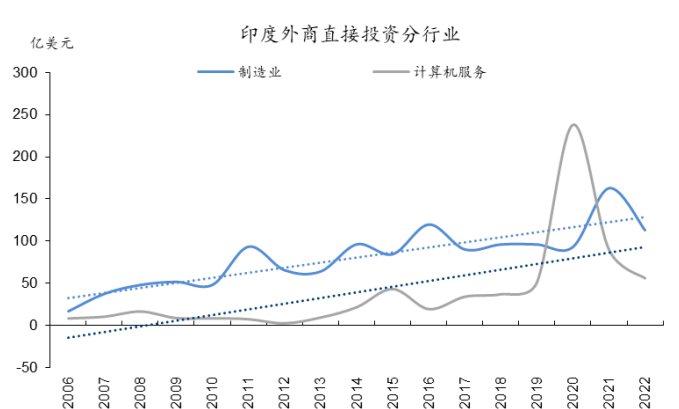
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 美国成为印度的主要投资来源地



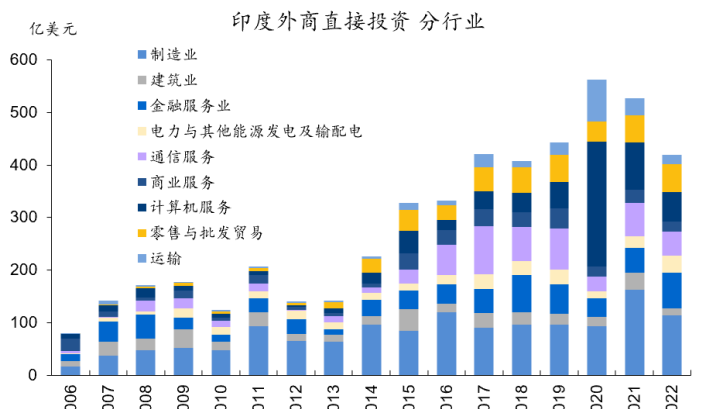
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 制造业、计算机服务 FDI 长期增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 但服务业仍然是印度吸引 FDI 的主要行业

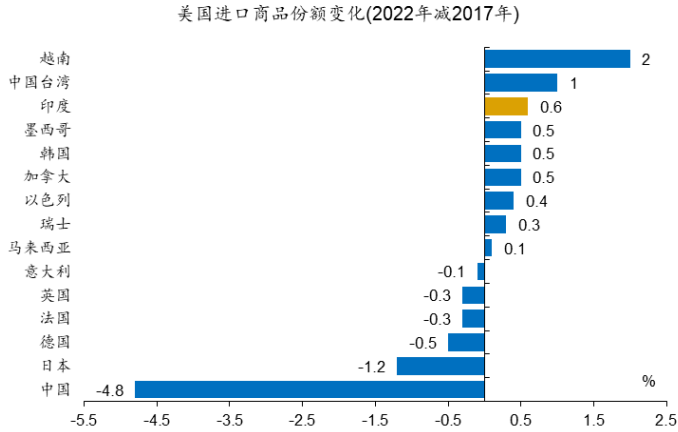


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

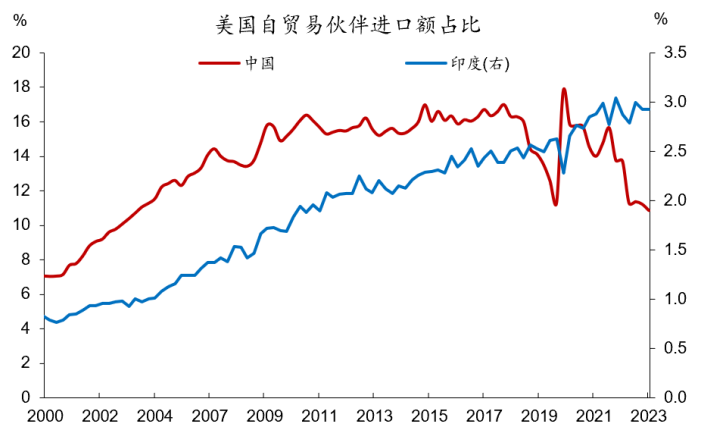
(二) 产业链扩张的背后，印度制造业缘何提速发力？

从外部因素看，近年来西方国家供应链加速分散化，为新兴市场带来产业链转移机会，是印度工业生产提振的原因之一。从2017年中美贸易摩擦前至2022年底，印度占美国进口份额上升了0.6个百分点，高于墨西哥、韩国等国，是美国供应链扩散的主要受益国之一。长期来看，印度占美国进口份额持续上涨，截至2023年9月，占比已达3%。但印度份额上升幅度低于越南，出口占GDP比重也低于越南，外部因素并不能完全解释印度工业生产的强劲扩张。

图表14：印度占美国进口份额上升，但低于越南



图表15：印度占美国进口份额持续上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

从内部因素看，印度自身的产业政策、财政政策更加重要。为鼓励和扶持本土制造业发展，疫情后，印度政府出台了包括生产挂钩激励计划 (PLI)、国家物流政策、特别激励计划等在内的一系列补贴和政策措施。其中生产挂钩激励计划 (PLI) 涵盖了 14 个行业，包括半导体、汽车、手机等，5 年内总支出金额约 2.5 万亿卢比，占财政总支出比重的 3.3%，财政刺激规模也相应上升，2022 年财政赤字率达 9.4%，仍然处于近 20 年高位。

图表16：印度生产挂钩激励计划，总规模约 2.5 万亿卢比，覆盖 14 个行业

涉及行业领域	批准时间	补贴期限(年)	财政支出(印度卢比/十亿)	预计产值(印度卢比/十亿)	预计出口(印度卢比/十亿)	投资(印度卢比/十亿)	创造就业(千人)
半导体和显示生态系统	2021-12	5	760	3000	190	475	750
汽车和无人机	2021-09	5	260.58	2315	-	475	760
纺织品	2021-08	5	106.83	3000	-	190	750
特种钢	2021-07	5	63.22	2500	330	400	525
先进化学电池储能	2021-05	5	181	-	-	450	-
高效能太阳能光伏组件	2021-04	5	45	-	-	172	150
白色家电(空调和LED灯)	2021-04	5	62.4	1680	644	79.2	400
食品加工	2021-03	6	109	335	278.2	-	250
IT硬件	2021-02	4	73.25	3260	2445	27	180
制药2.0	2021-02	6	150	2940	1960	150	100
电信与网络产品	2021-02	5	122	2400	2000	30	-
医疗设备	2020-03	5	34.2	684.4	-	8.74	34
制药(KSM/API)	2020-03	8	69.4	-	-	53.66	-
大型电子制造商	2020-03	5	409.5	10500	6300	110	800
特定电子组件制造商	2021-03	4	21	-	-	-	-
总计	-	-	2467	29614	7657	2146	3949

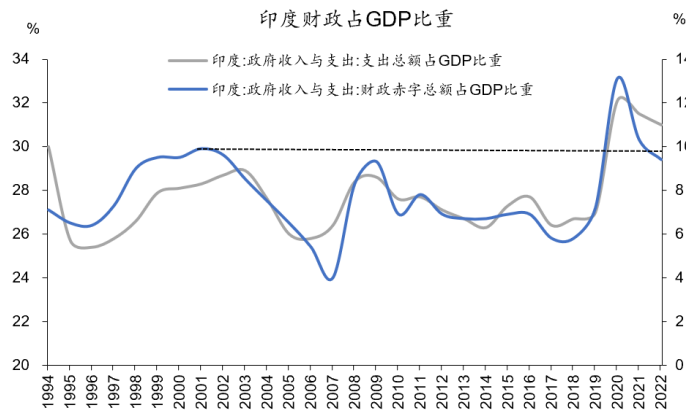
来源：MS，国金证券研究所

图表17: 2014年至今, 印度出台一系列措施扶持本土制造业

项目名称	时间	金额(亿卢比)	主要内容
印度制造计划	2014		旨在促进投资、促进创新、建设一流的基础设施并使印度成为制造、设计和创新中心
生产挂钩激励计划	2020	19.7	向制造商提供补贴来促进印度制造业的发展, 已宣布针对 14 个关键行业的生产挂钩激励 (PLI) 计划
国家单一窗口系统	2021		印度的外国贸易商可以将所有信息提交给一个机构, 免去必须前往多个地点的多个机构获取许可、文件和许可证的流程, 提供“端到端”便利和支持
国家物流政策	2022		为发展整个物流生态系统制定跨学科、跨部门和多司法管辖区的总体框架来解决成本效率低下问题的全面努力
印度鞋类和皮革发展计划 (IFLDP)	2022	170	印度鞋类、皮革和配饰发展计划 (IFLADP) 先前计划近三年的支出分别达38亿、15亿、23亿卢比
特别激励计划	2022		鼓励印度半导体和显示器制造生态系统的发展
国家技能印度任务	2015		打造技术熟练的劳动力队伍, 解决以前技能建设计划的分散

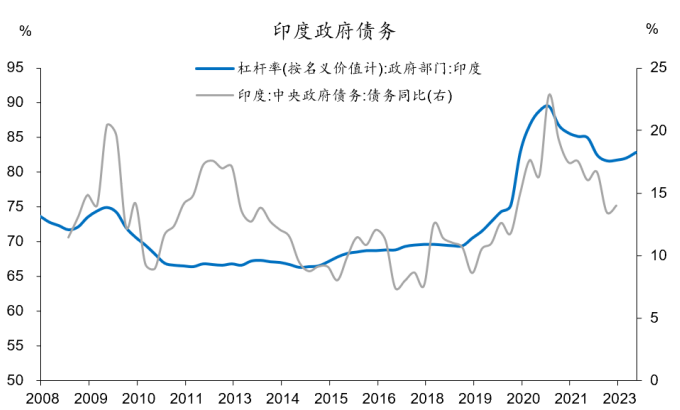
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 疫情后, 印度财政刺激规模大幅上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

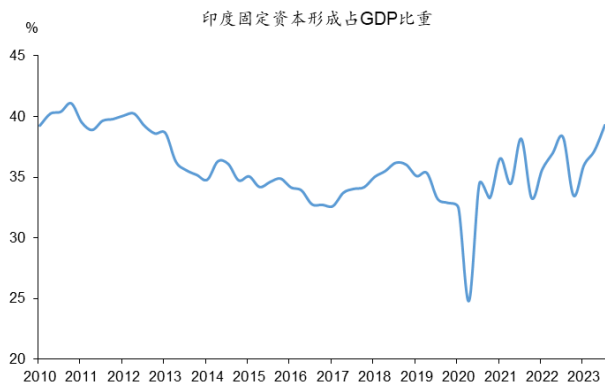
图表19: 印度政府债务规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

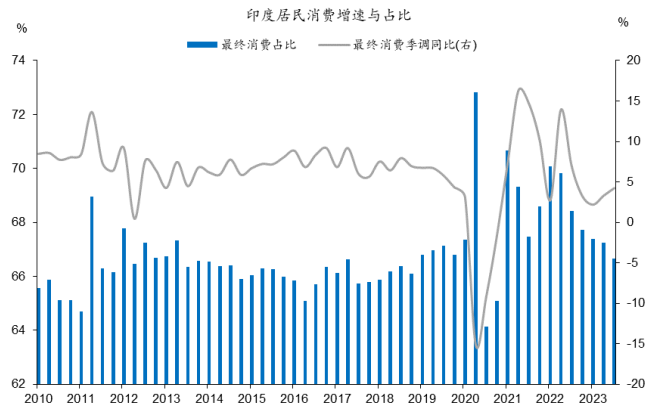
在近两年贸易萎缩的环境下, 印度自身的经济结构也支撑了制造业扩张。与发展水平接近的越南、墨西哥等国家相比, 印度国内市场需求广阔, 私人消费占 GDP 比重更高, 2023 年占比达 67%, 近两年消费增速平均在 7%左右。此外, 印度疫情后固定资产投资规模及增速上升, 带动资本品需求上升。经济结构的特征优势使得印度在外需萎缩时, 消费、投资等内需也具有支撑制造业扩张的作用。

图表20: 印度近两年国内投资需求上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 疫情后, 印度国内消费需求较为旺盛

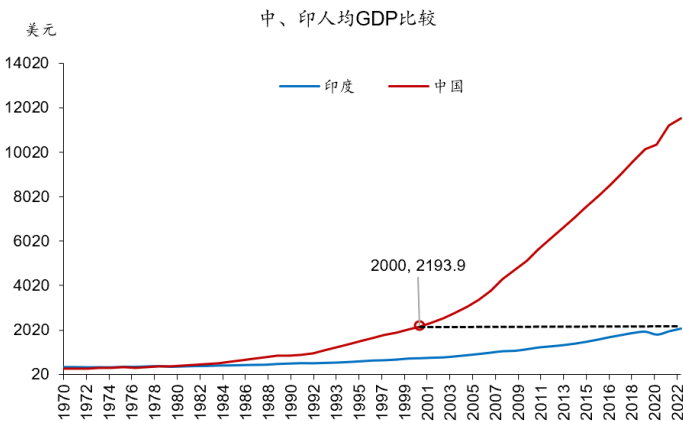


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 向后看, 印度“世界工厂”之路面临哪些约束?

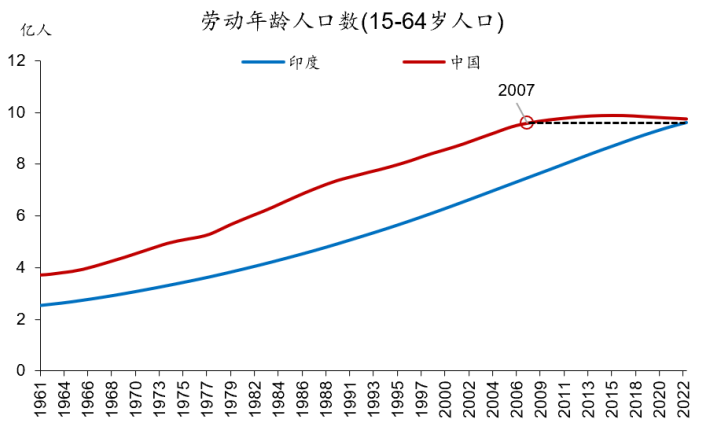
印度经济发展水平与中国 2000 年前后较为类似, 处于制造业发展的早期阶段。印度 2022 年人均 GDP 为 2200 美元, 与中国 2000 年左右的水平接近。印度当前人口结构中, 15 到 34 岁人群占比最高, 呈现上窄下宽的金字塔结构, 人口分布与中国 2000 年左右类似。但印度的劳动人口增长更迅速, 2022 年印度 15-64 岁的劳动年龄人口约为 9.6 亿人, 接近与中国 2007 年前后水平。印度是否具备成为“世界工厂”的潜力, 取决于人口、资本、制度等制约因素能否得到充分释放。

图表22: 印度人均 GDP 相当于中国 2000 年前后水平



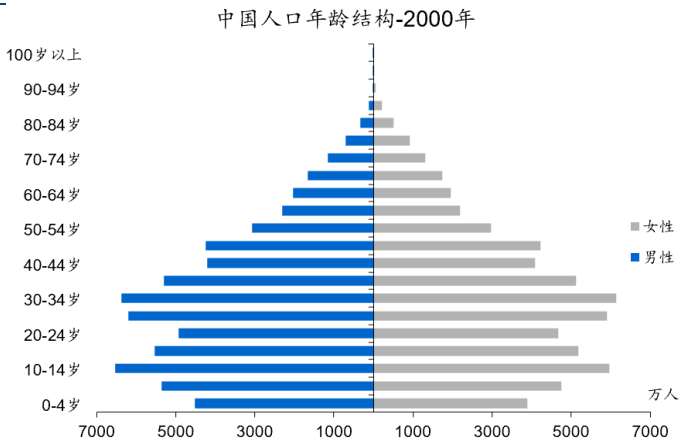
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 印度劳动年龄人口相当于中国 2007 年水平



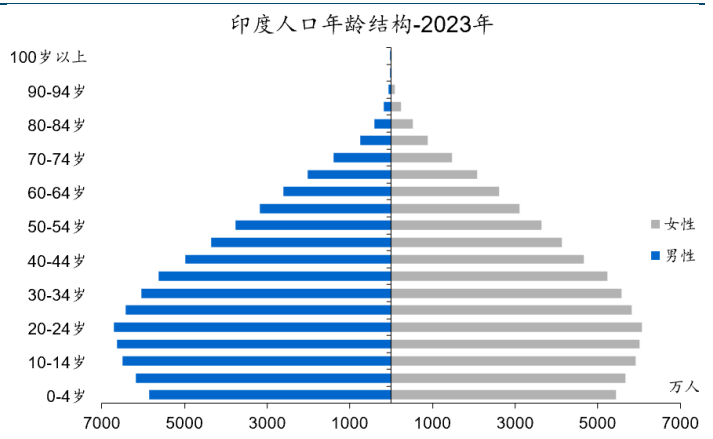
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 中国 2000 年人口结构以 15 岁到 34 岁为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 印度 2023 年人口结构同样以 15 岁到 34 岁为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

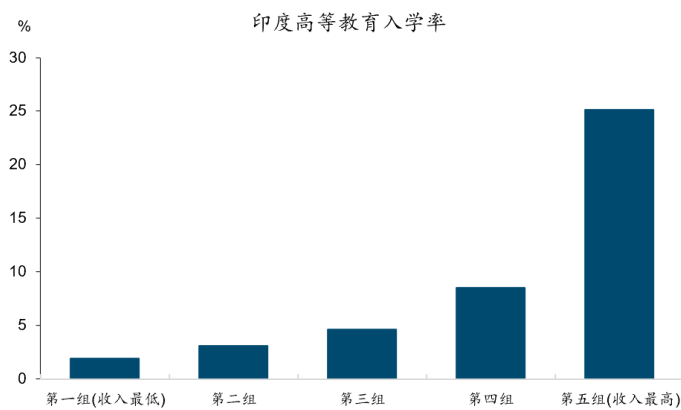
人口方面，印度劳动力人口总量富裕，但教育水平低，人口红利释放存在短板。印度人口规模预计在 2023 年超越中国，成为人口第一大国。印度劳动年龄人口约 9.4 亿，仅次于中国，远超越南、印尼等国，但印度人口教育水平更低，75%的劳动力人口仅接受过中小学教育，成人识字率仅为 74%，明显低于其他相同发展水平国家。且受贫富差距的影响，印度教育水平抬升偏慢，印度富人群体高等教育入学率是穷人的 13 倍。印度劳动力参与率处于全球较低水平，仅为 52%，人口总量向人口红利的转化存在较高的约束。

图表26：亚洲主要新兴市场人口特征比较（2021 年）

指标	单位	中国	印度	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	台湾	泰国	越南
人口规模	百万人	1444.2	1393.4	276.4	51.3	32.8	111	5.9	23.9	70	96.2
劳动适龄人口	百万人	1010.8	939.8	187.6	36.5	22.7	71.9	4.3	16.9	49.1	67.4
劳动力（15岁以上）	百万人	793.8	471.3	139.2	28.6	16.3	43.8	3.4	11.9	39.1	56.2
-- 基础教育（小学/初中）	劳动力的%		75	56	13.9	23.6	69.4	14.3	15	58.3	60.6
-- 中等教育（高中/中专/技校）	劳动力的%		10.9	31.2	32.6	47.7	5.1	26.9	31.9	23.2	24.3
-- 高等教育（大专及以上）	劳动力的%	27.4	14.1	12.7	53.3	28.7	25.5	58.9	53.1	17.5	15.1
识字率	%	96.8	74.4	96	97.9	95	96.3	97.5	96.1	93.8	95.8

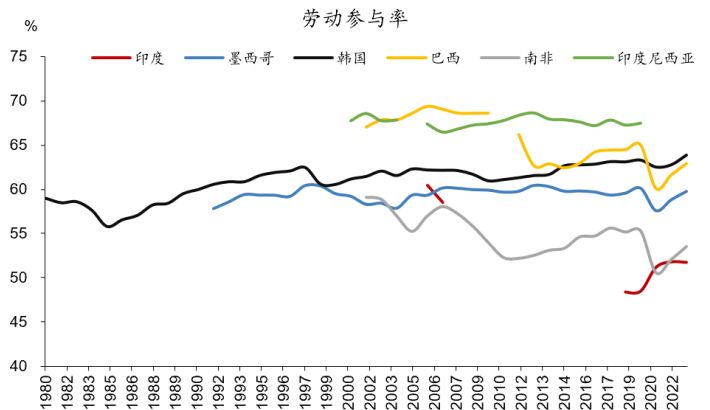
来源：MS，国金证券研究所

图表27：印度富人高等教育入学率是穷人的 13 倍



来源：Bloomberg，国金证券研究所

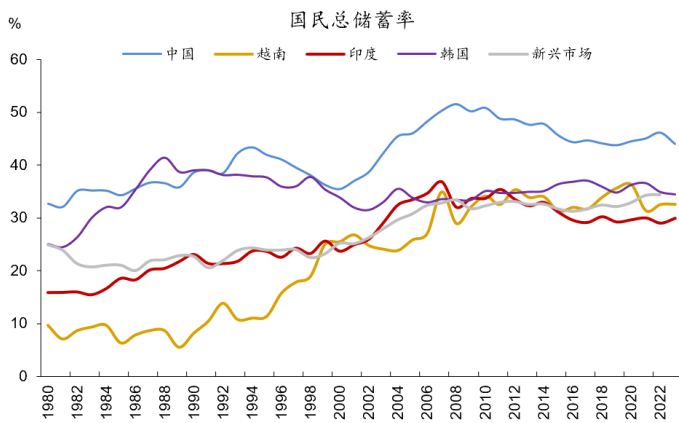
图表28：印度劳动参与率更低，人口红利转化更难



来源：Bloomberg，国金证券研究所

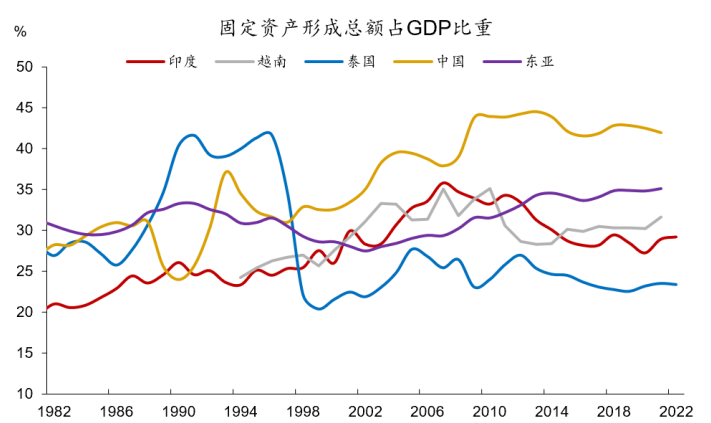
资本是影响生产潜力的另一大要素，印度投资率、国民储蓄率均低于东亚平均水平。近十年来，印度国民储蓄率在 30% 左右徘徊，低于新兴市场的平均水平 33%，越南国民储蓄率为 33.6%，中国为 46%，相应地，印度投资率也低于东亚平均水平，长期来看或制约资本投资的扩张。基建投资方面，印度长期存在着基建落后的问题，以道路为例，印度 80% 以上的道路为农村道路，政府作为基建投资的主力，长期受弱监督、透明度差等问题困扰，基建提升速度可能受制约。

图表29: 印度国民储蓄率低于新兴市场一般水平



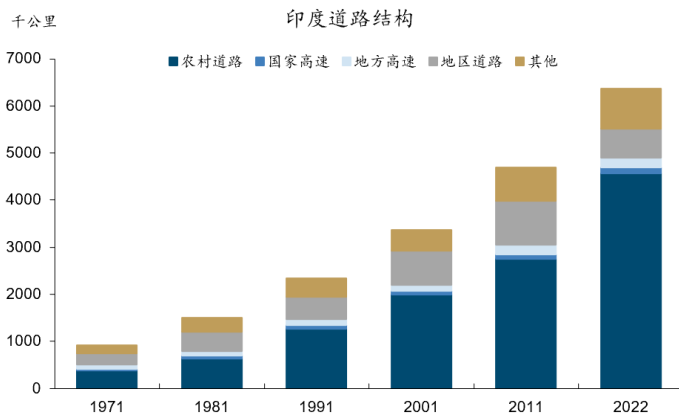
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 印度投资率低于东亚国家一般水平



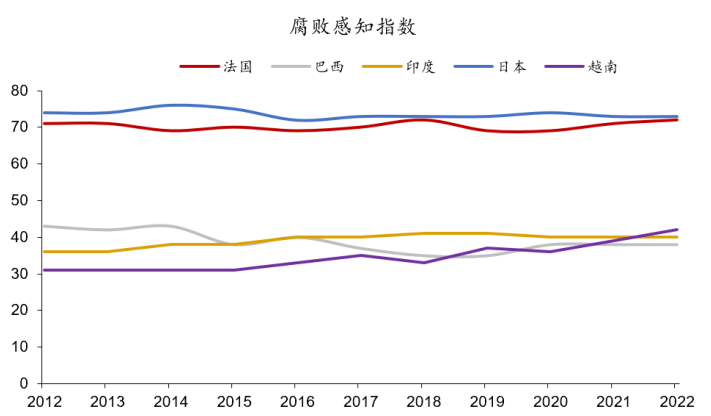
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 印度基建水平较为落后, 道路仍以农村公路为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

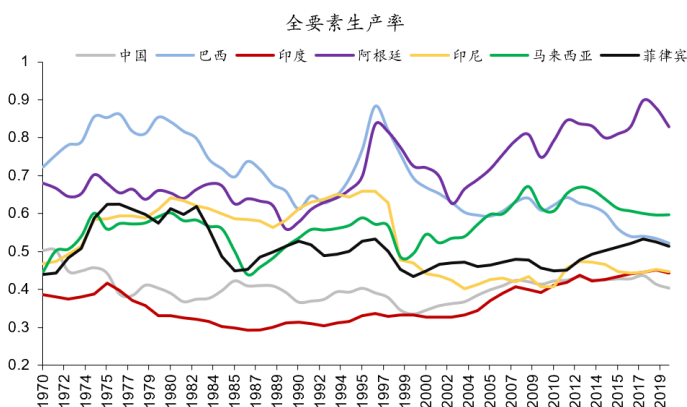
图表32: 印度基建提升速度可能受政府腐败制约



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

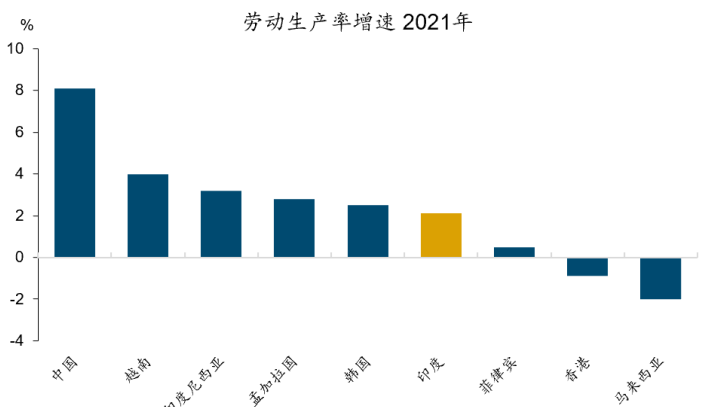
印度生产效率有提升, 但增速偏慢。印度全要素生产率长期低于印尼、巴西、菲律宾等国, 近年来有所抬升, 2019 年高于中国, 与印尼持平。尽管如此, 印度劳动生产率增速依旧偏慢, 2021 年增速低于越南、印尼、中国等国。劳动生产率的提升一方面受教育程度限制, 另一方面, 基础设施的不足也限制了生产率的提升, 印度经济结构中, 服务业的高占比也限制生产率的外溢和增长。

图表33: 印度生产率近年来抬升, 但仍处于较低水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 印度劳动生产率增速弱于越南等国



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究，本文发现：

(1) 近两年以来，在全球制造业普遍走弱的背景下，印度工业生产却逆势高增长，表现亮眼。2022年至今，印度制造业 PMI 指数平均高达 56%，同期墨西哥、越南等国制造业 PMI 明显回落，印度核心工业指数去年底开始突破长期趋势水平。疫情后，印度 GDP 增速也处于主要经济体中的较高水平，2023 年增速预计将达到 6.3%。

(2) 在全球 FDI 回落的背景下，印度吸引的资本流入仍在扩大。2016 年后，全球 FDI 流量持续回落，但印度 FDI 流量 2022 年逆势扩大至 493 亿美元，高于 2021 年。这其中，美国对印度投资额扩张最快，疫情后，美国已成为印度的主要投资来源地，2022 年占比达 12%。从行业上看，制造业吸引的外资流入额持续增长，2022 年升至 113 亿美元。

(3) 从外部因素看，近年来西方国家供应链加速分散化，为新兴市场带来产业链转移机会，是印度工业生产提振的原因之一。从 2017 年至 2022 年底，印度占美国进口份额上升了 0.6 个百分点，是美国供应链扩散的主要受益国之一。长期来看，印度占美国进口份额持续上涨，截至 2023 年 9 月，占比已达 3%。

(4) 从内部因素看，印度自身的产业政策、财政政策更加重要。为鼓励和扶持本土制造业发展，疫情后，印度政府出台了包括生产挂钩激励计划 (PLI) 等在内的一系列补贴和政策措施。生产挂钩激励计划 (PLI) 涵盖 14 个行业，5 年内总支出金额约 2.5 万亿卢比，财政刺激规模也相应上升，2022 年财政赤字率达 9.4%，处于近 20 年高位。

(5) 在近两年贸易萎缩的环境下，印度自身的经济结构也支撑了制造业扩张。与发展水平接近的越南、墨西哥等国家相比，印度国内市场需求广阔，私人消费占 GDP 比重更高，2023 年占比达 67%，近两年消费增速平均在 7% 左右，此外，印度疫情后固定资产投资规模及增速同业上升，带动资本品需求上涨。

(6) 印度经济发展水平与中国 2000 年前后较为类似，处于制造业发展的早期阶段。印度 2022 年人均 GDP 为 2200 美元，与中国 2000 年左右的水平接近。印度当前人口结构中，15 到 34 岁人群占比最高，与中国 2000 年左右类似。印度是否具备成为“世界工厂”的潜力，取决于人口、资本、效率等生产条件能否得到充分释放。

(7) 人口方面，印度劳动力人口总量富裕，但教育水平低，人口红利释放存在短板。印度劳动年龄人口约 9.4 亿，仅次于中国，但印度人口教育水平更低，成人识字率仅为 74%。受贫富差距的影响，印度教育水平抬升偏慢，富人群体高等教育入学率是穷人的 13 倍。印度劳动参与率处于全球较低水平，仅为 52%，人口总量向红利的转化存在约束。

(8) 资本是影响生产潜力的另一大要素，印度投资率、国民储蓄率均低于东亚平均水平。近十年来，印度国民储蓄率在 30% 左右徘徊，低于新兴市场的平均水平 33%，越南国民储蓄率为 33.6%，中国为 46%，相应地，印度投资率也低于东亚平均水平。政府作为基建投资的主力，长期受弱监督、透明度差等问题困扰，基建提升速度可能存在短板。

(9) 印度生产效率有提升，但增速偏慢。印度全要素生产率长期低于印尼、巴西、菲律宾等国，近年来有所抬升，但增速依旧偏慢，2021 年增速低于越南、印尼、中国等。劳动生产率的提升一方面受教育程度限制，另一方面，基础设施的不足也限制了生产率的提升，印度经济结构中，服务业的高占比也限制生产率的外溢和增长。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：美联储 12 月议息会议实质性转向

美联储 12 月例会维持利率不变，并按计划缩表，会议声明偏“鸽派”。货币政策立场方面，认为“利率可能已经达到或接近本轮紧缩周期的峰值”，但考虑到疫情以来经济的超预期表现，“准备在适当情况下进一步收紧政策”。相比 9 月 SEP，12 月 SEP 整体下移了联邦基金利率曲线。

12 月 13 日当周，美联储总资产规模上升，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款下降 370 亿美元。货币市场基金规模下降 120 亿美元。12 月 6 日当周，美国商业银行存款上升 650 亿，大型银行存款上升 520 亿美元。截至 12 月 15 日，CME FEDWATCH 显示，12 月美联储议息会议公布后，市场定价美联储降息时间点由上周的明年 5 月提前至明年 3 月。

图表35: 美联储12月议息会议

段落	模块	具体内容	2023年12月	2023年11月
一	宏观经济与金融状况	增长	放缓 (slow)	强劲 (strong)
		物价	通胀 (压力) 有所缓解 (eased), 虽保持高位。	通胀保持高位。
		就业	新增就业平稳; 失业率仍然很低	新增就业平稳; 失业率仍然很低
	金融	银行系统稳健、有弹性。趋紧的金融和信用条件会压制经济活动、就业和通胀, 程度尚不确定。但强调: 高度关注通胀风险	银行系统稳健、有弹性。趋紧的金融和信用条件会压制经济活动、就业和通胀, 程度尚不确定。但强调: 高度关注通胀风险	
二	政策决定	利率	FFR 保持不变, 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 5.4%; 2. 隔夜回购利率维持 5.5%, 日度总规模上限 5,000 亿; 3. 隔夜逆回购利率维持 5.3%, 日度每交易方规模上限 1,600 亿/日	FFR 保持不变, 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 5.4%; 2. 隔夜回购利率维持 5.5%, 日度总规模上限 5,000 亿; 3. 隔夜逆回购利率维持 5.3%, 日度每交易方规模上限 1,600 亿/日
	QT	总上限 950 亿美元/月: 1. 国债减持上限为 600 亿/月; 2. 政府机构债或 MBS 减持上限为 350 亿美元/月;	总上限 950 亿美元/月: 1. 国债减持上限为 600 亿/月; 2. 政府机构债或 MBS 减持上限为 350 亿美元/月;	
三	前瞻指引	利率	在决定是否需要进一步紧缩时, 会考虑: 1. 紧缩政策的累计效应; 2. 货币政策的滞后效应; 3. 经济、金融市场的运行	在决定是否需要进一步紧缩时, 会考虑: 1. 紧缩政策的累计效应; 2. 货币政策的滞后效应; 3. 经济、金融市场的运行
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表
	转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过

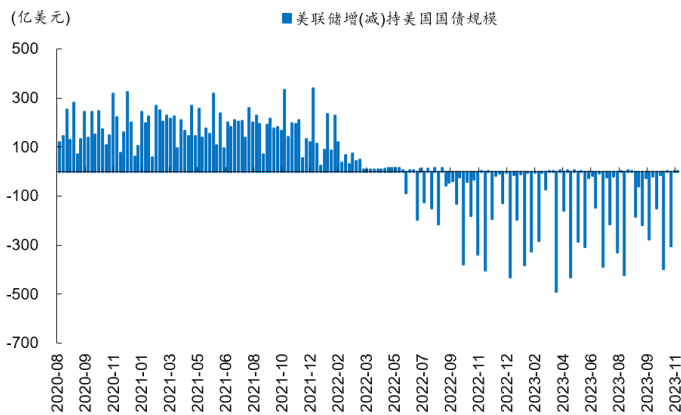
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	12-13	12-06	11-29	11-22	11-15	11-08	11-01
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↑ 2	7739.6	7737.4	7796.1	7810.8	7815.0	7860.7	7866.7
	其他贷款	十亿美元	↑ 2	129.6	127.4	153.9	154.5	154.6	154.7	163.2
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	2.2	2.0	2.2	2.4	2.2	2.2	3.0
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 2	123.8	121.7	113.9	114.1	112.9	112.9	109.1
	其他信贷工具	十亿美元	↓ 0	0.0	0.0	33.9	33.9	35.2	35.2	46.8
	逆回购	十亿美元	↓ -32	1152.2	1184.5	1254.2	1271.7	1268.0	1343.9	1396.5
	准备金	十亿美元	↑ 71	3567.8	3496.8	3395.4	3455.1	3483.3	3360.4	3314.6
	TGA	十亿美元	↓ -37	630.6	667.7	753.6	693.0	670.0	763.5	753.0
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 39		3536.3	3496.9	3497.2	3530.1	3410.8	3374.2
	消费贷	十亿美元	↓ -6		1927.7	1933.8	1907.3	1900.7	1900.7	1904.9
	住房贷款	十亿美元	↑ 1		2573.7	2572.4	2572.1	2569.6	2571.6	2569.4
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 1		2961.0	2959.8	2955.6	2955.0	2953.0	2951.1
工商业贷款	十亿美元	↓ -16		2756.5	2772.5	2770.3	2740.6	2744.0	2758.9	
存款	十亿美元	↑ 65		17453.7	17388.4	17361.8	17404.8	17305.0	17346.2	
大银行存款	十亿美元	↑ 52		10855.4	10803.6	10771.3	10815.6	10741.6	10804.3	
小银行存款	十亿美元	↑ 15		5317.7	5302.4	5298.5	5308.8	5300.1	5294.9	
货币市场基金	十亿美元	↓ -12	5886.2	5897.7	5836.1	5763.1	5734.0	5712.1	5695.2	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -1.0	-9.0	-8.0	-9.0	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0
	EFFR-IORB	BP	↓ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	美元融资市场									
	TED利差	BP	↑ 1.5	20.6	19.2	18.9	10.1	10.1	9.1	8.4
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -4.0	108.0	112.0	111.0	115.0	122.0	128.0	133.0
	票据利差	BP	↓ -11.0	12.0	23.0	38.0	17.0	2.0	8.0	19.0
	离岸市场									
	欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.3	-9.4	-9.6	-14.4	-14.6	-17.9	-18.8	-23.8
日元兑美元互换基差	BP	↓ -3.4	-42.9	-39.5	-43.1	-45.8	-49.6	-52.4	-60.5	

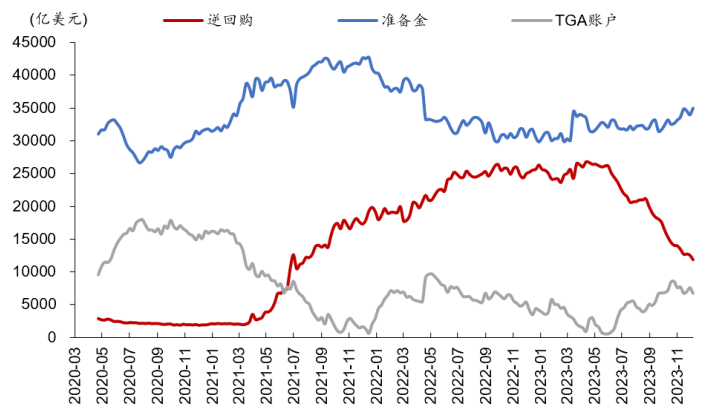
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美联储减持美债规模



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美联储逆回购规模下降



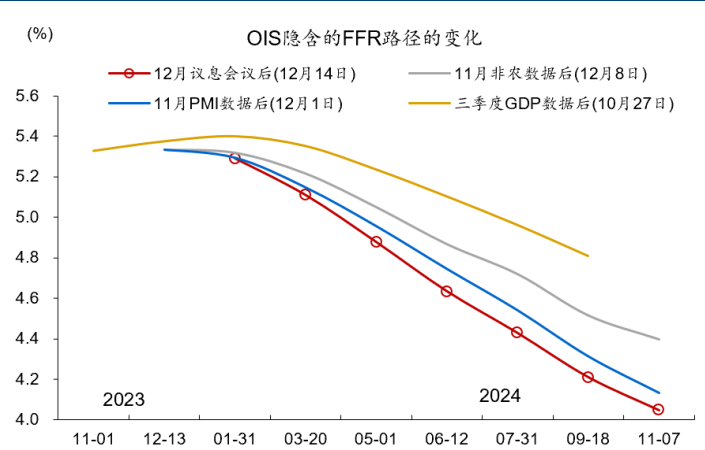
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 截至12月15日, 美联储降息概率

区间/日期	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	2	0	3	2	1	0	0	0	0	0
525-550	90	98	100	97	82	23	4	0	0	0	0
500-525	10	0	0	0	16	65	28	4	1	0	0
475-500	0	0	0	0	0	12	58	29	9	2	1
450-475	0	0	0	0	0	0	10	56	34	12	6
425-450	0	0	0	0	0	0	0	10	49	36	21
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	8	43	39
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	29
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: OIS 隐含FFR利率



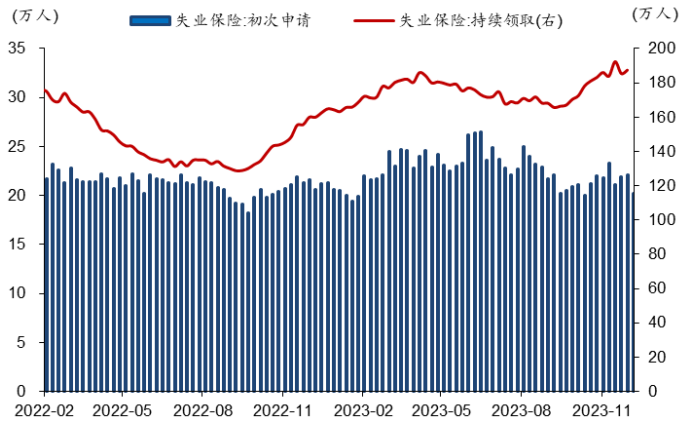
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国初请失业人数远低于预期

美国12月服务业PMI创今年8月以来最高, 制造业仍拖累经济。美国12月Markit制造业PMI初值48.2, 预期49.3, 前值49.4。美国12月Markit服务业PMI初值51.3, 预期50.6, 前值50.8。美国12月Markit综合PMI初值51, 预期50.5, 前值50.7。

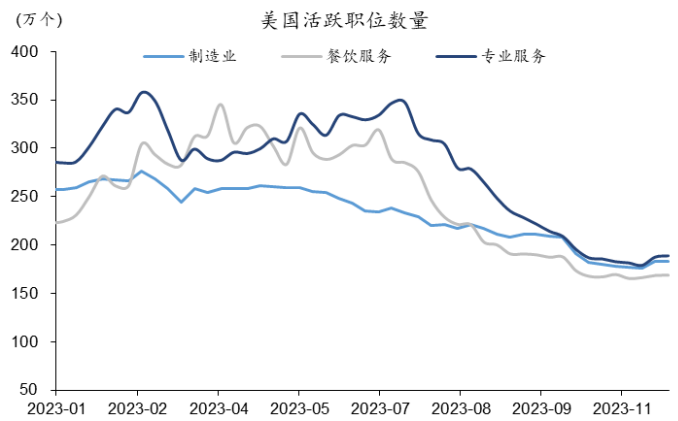
美国至12月9日当周初请失业金人数20.2万人, 预期22万人, 前值22.1万人, 美国至12月2日当周续请失业人数187.6万人, 预期188.7万人, 前值185.6万人。12月4日当周美国新增职位数量193.5万, 前值245万; 活跃职位数量2085.7万, 前值2109.5万。新增制造业职位183.2万个, 前值183万。

图表41: 美国至 12 月 9 日当周初请失业 20.2 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国 12 月 4 日当周新增职位数量上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国 11 月零售环比增速意外反弹

美国 11 月零售环比增速意外反弹。11 月美国零售环比增速 0.3%，预期-0.1%，前值-0.2%。在零售销售方面，12 个类别中有 7 个出现增长。由于本月油价持续下跌，汽油销售再次受到拖累，同时，杂货店零售、电子和家用电器等消费增速下滑较大，11 月分别下滑 2.8、2.2 个百分点，反映了黑色星期五购物的不温不火。

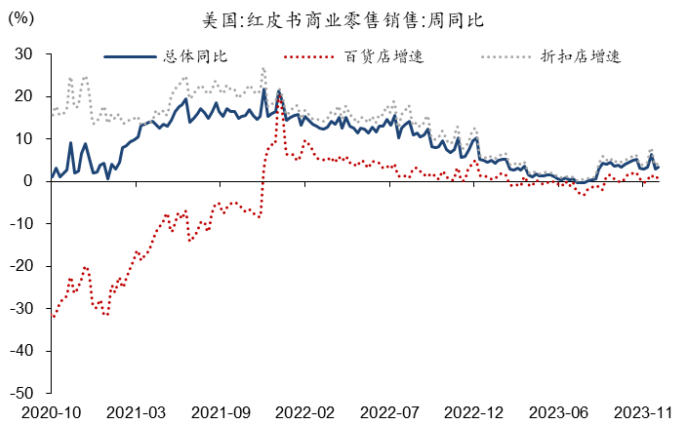
至 12 月 9 日当周，美国红皮书零售增速 3.4%，前值 3%，其中百货店增速 1.1%，前值 0.7%，折扣店增速 4.3%，前值 4%。德国外出用餐人数 12 月 14 日当周同比 1.2%，美国-3%，纽约拥堵指数回落，美国 TSA 安检人数有所反弹。

图表43: 美国 11 月消费分项环比

美国消费环比增速	月度变化	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
零售和食品服务总计	↑ 0.50	0.28	-0.22	0.82	0.74	0.56	0.20	0.66	0.43	-0.91	-0.66
零售总计	↑ 0.41	0.07	-0.34	0.70	0.76	0.51	0.13	0.53	0.43	-1.06	-0.42
机动车辆及零部件	↑ 1.60	0.52	-1.08	1.10	0.34	-0.26	0.53	1.69	0.85	-1.28	-1.12
家具和家用装饰	↑ 3.04	0.88	-2.16	-0.28	-1.50	-1.64	1.58	-0.80	-2.15	-2.54	-6.51
电子和家用电器	↓ -2.16	-1.07	1.09	0.10	1.38	-0.99	0.32	1.47	-0.90	-0.47	-0.18
建筑材料、园林设备及物料	↓ -0.23	-0.36	-0.13	-0.34	0.49	0.12	-1.30	1.42	-0.10	-3.54	0.15
食品和饮料店	↑ 0.04	0.15	0.11	0.40	0.35	0.67	-0.40	0.01	-0.13	-0.31	0.43
保健和个人护理	↓ -0.72	0.88	1.60	0.89	1.46	0.06	0.26	1.09	0.83	0.34	1.61
加油站	↓ -1.71	-2.90	-1.19	0.97	6.75	0.29	-0.62	-2.94	-1.03	-0.88	-1.78
服装及服装配饰	↑ 0.66	0.56	-0.10	-1.21	1.01	1.23	0.15	0.18	0.14	-1.25	-2.47
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 1.54	1.29	-0.25	0.46	-2.11	1.66	-0.66	0.15	-0.29	-0.02	-1.37
日用品商场	↑ 0.09	-0.16	-0.25	-0.26	0.32	0.99	-0.10	0.44	0.79	-2.54	-0.09
杂货店零售业	↓ -2.77	-2.02	0.75	4.91	-3.19	-1.35	1.28	-1.03	1.39	-0.05	-1.99
食品服务和饮吧	↑ 1.07	1.62	0.55	1.66	0.59	0.94	0.65	1.56	0.50	0.14	-2.26

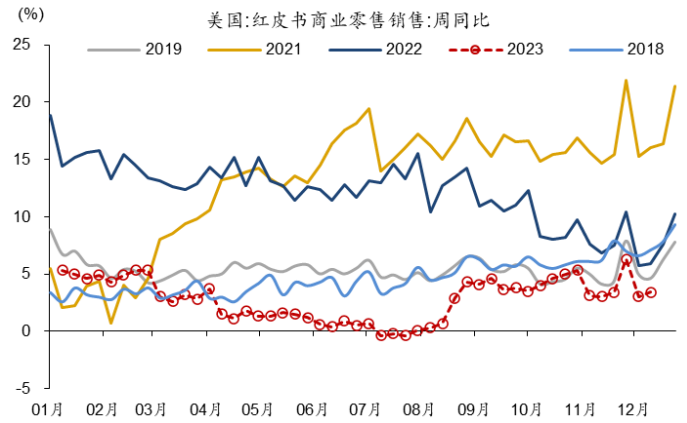
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表44: 美国红皮书零售同比 3%, 前值 6.3%



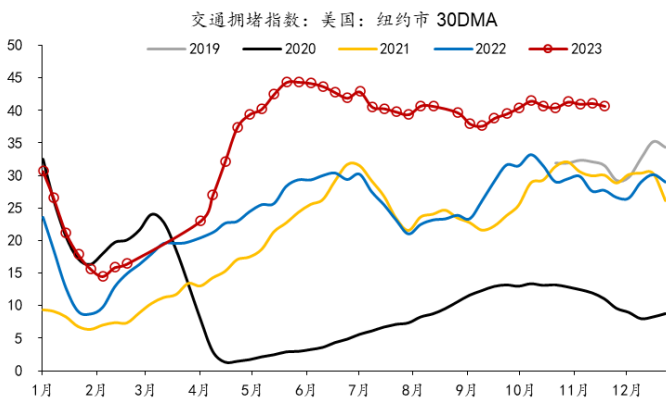
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表45: 美国红皮书零售增速弱于季节性



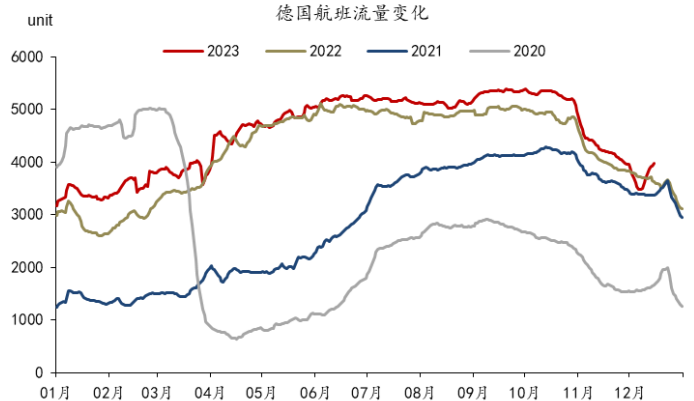
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表46: 美国纽约交通拥堵情况回落



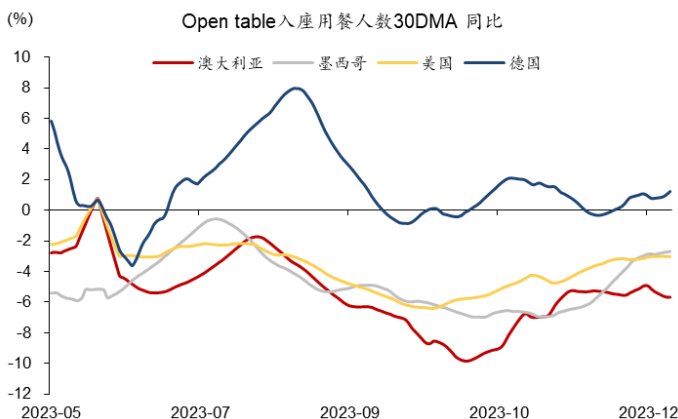
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: 德国航班飞行次数高于 2022 年



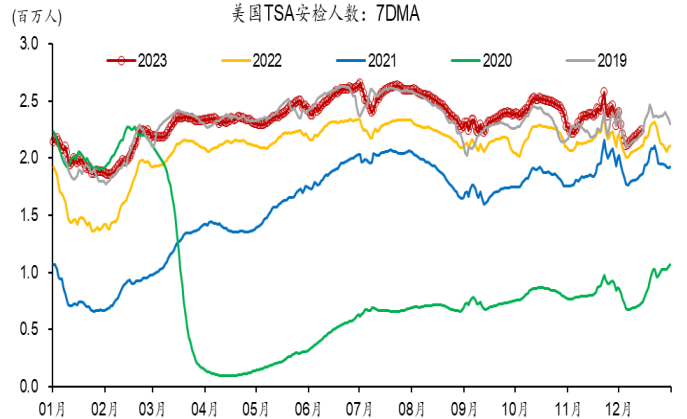
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表48: 德国 12 月外出用餐人数同比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表49: 美国 TSA 安检人数有所反弹



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 11 月 CPI 通胀大体符合预期, 环比略有反弹

美国 11 月 CPI 物价指数年率 3.1%, 预期 3.1%, 前值 3.2%, 为今年 7 月以来新低。美国 11 月 CPI 物价指数月率 0.1%, 预期 0.0%, 前值 0.4%, 为 2022 年 8 月以来新低。

美国 11 月核心 CPI 物价指数年率 4.0%, 预期 4.0%, 前值 4.0%, 为 2021 年 9 月以来新低。美国 11 月核心 CPI 物价指数月率 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.2%。

对通胀最重要的影响指标仍是住房。11 月, 住房同比 6.5%, 拉动 CPI 2.1%, 贡献率 68.3%。超级核心 CPI (非住房核心服务) 同比 4.1%, 拉动 CPI 1.0%, 贡献率 32.8%。

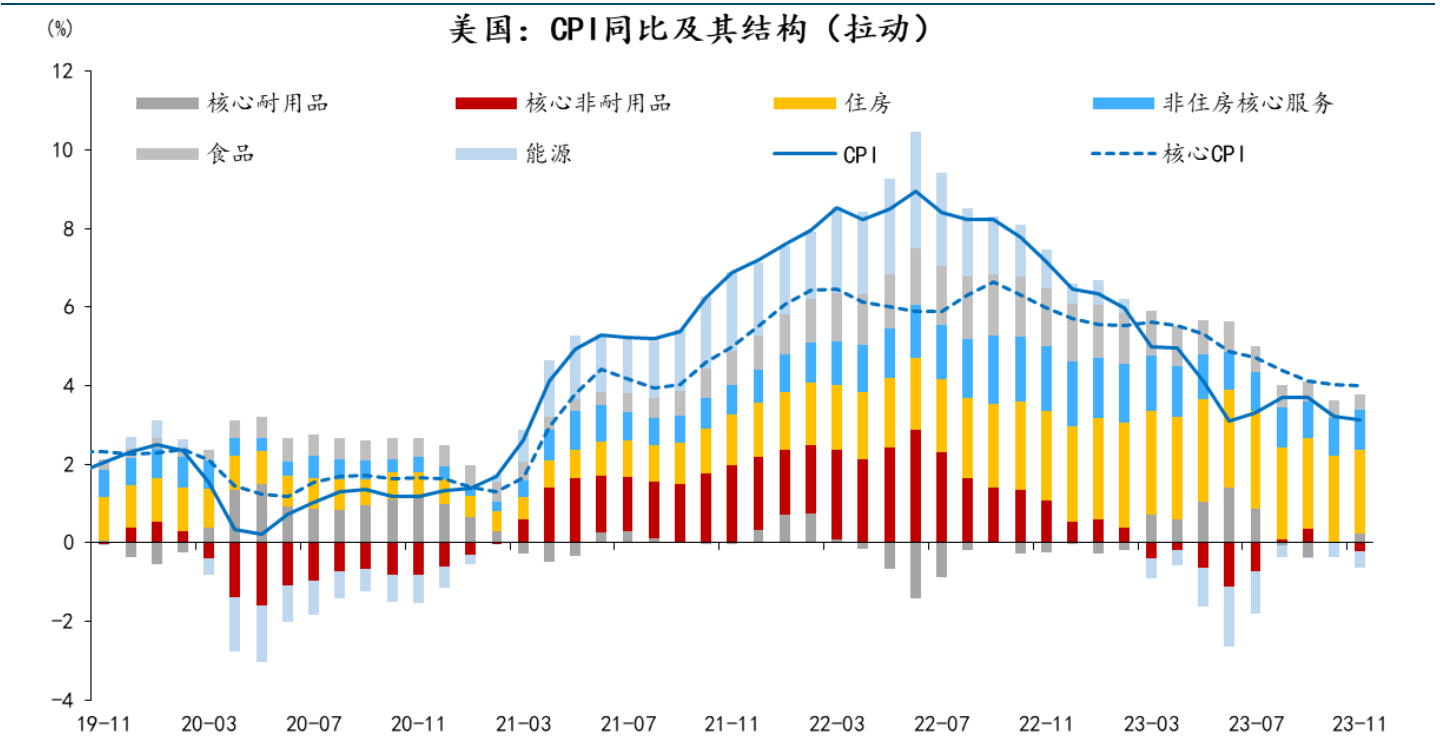
由于能源成本下滑，美国 11 月 PPI 数据未达预期，通胀压力总体上有所降温。美国 11 月 PPI 同比 0.8%，前值 1.2%，为今年 7 月以来新低；环比 0%，前值-0.4%。美国 11 月核心 PPI 同比 2%，前值 2.3%，为 2021 年 2 月以来的最低水平；环比 0%，持平前值。

图表50：美国 CPI 通胀分项增速

CPI 分级	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)						预期值	季调_环比(%)					
				23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06		23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06
整体	CPI	100.0	3.1 →	3.1	3.2	3.7	3.7	3.3	3.1	0.0 ↑	0.1	0.0	0.4	0.6	0.2	0.2
核心	核心CPI	79.6	4.0 →	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	0.3 →	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
I	食品	13.4		3.0	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7		0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
I	能源	7.0		-5.4	-4.5	-0.5	-3.7	-12.3	-16.5		-2.3	-2.5	1.5	5.6	0.1	0.6
II	能源商品	3.7		-9.8	-6.2	2.2	-4.2	-20.3	-26.8		-5.8	-4.9	2.3	10.5	0.3	0.8
II	能源服务	3.2		0.0	-2.2	-3.4	-2.8	-1.2	-1.1		1.7	0.5	0.6	0.2	-0.1	0.4
I	核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品)	20.9		0.0	0.0	0.0	0.4	0.9	1.4		-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1
II	服装	2.5		1.2	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1		-1.3	0.1	-0.8	0.2	0.0	0.3
II	新车	4.2		1.3	1.9	2.5	2.9	3.5	4.1		-0.1	-0.1	0.3	0.3	-0.1	0.0
II	二手车和卡车	2.5		-3.8	-7.1	-8.0	-6.6	-5.6	-5.2		1.6	-0.8	-2.5	-1.2	-1.3	-0.5
II	医疗商品	1.5		5.0	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2		0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2
II	酒精饮料	0.8		2.9	3.7	4.2	3.7	4.1	4.4		-0.1	0.2	0.8	0.0	0.1	0.0
II	烟草和香烟产品	0.5		7.7	7.2	5.6	5.6	6.1	5.8		1.1	1.9	0.2	0.6	0.5	0.1
I	核心服务(服务, 扣除能源服务)	58.7		5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2		0.5	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3
II	住所(Shelter)	35.0		6.5	6.7	7.1	7.2	7.7	7.8		0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.4
III	主要住所租金	7.7		6.9	7.2	7.4	7.8	8.0	8.3		0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
III	业主等值房租	25.8		6.7	6.8	7.1	7.3	7.7	7.8		0.5	0.4	0.6	0.4	0.5	0.4
II	医疗服务	6.3		-0.9	-2.0	-2.6	-2.1	-1.5	-0.8		0.6	0.3	0.3	0.1	-0.4	0.0
III	医师服务	1.8		-0.7	-1.2	-0.2	0.3	0.4	0.5		0.6	-1.0	0.0	0.1	0.2	0.7
III	医院服务	2.0		6.3		4.5	3.0	3.1	4.1		0.1	1.1	1.5	0.7	-0.4	0.4
II	交通	6.1		10.1	9.3	9.0	10.4	9.3	8.5		1.1	0.8	0.7	2.0	0.3	0.1
III	机动车维护与修理	1.1		8.5	9.6	10.2	12.0	12.7	12.7		0.3	0.2	0.2	1.1	1.0	1.3
III	机动车保险	2.8		19.2	19.2	18.9	19.1	17.8	16.9		1.0	1.9	1.3	2.4	2.0	1.7
III	机票	0.5		-12.1	-13.2	-13.4	-13.3	-18.6	-18.9		-0.4	-0.9	0.3	4.9	-8.1	-8.1

来源：BLS、Wind，国金证券研究所

图表51：美国 CPI 通胀结构



图表52: 美国 PPI 通胀分项增速

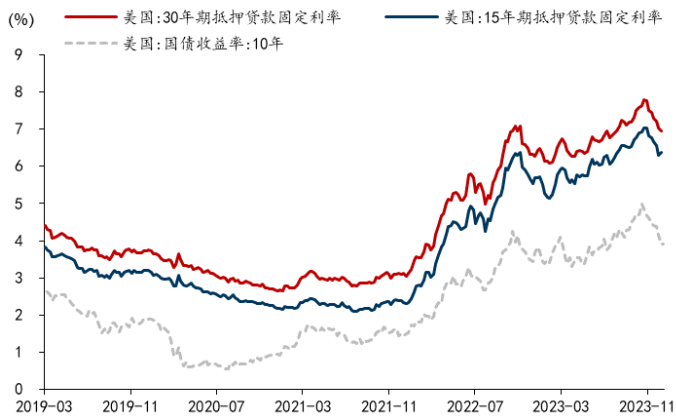
	权重(%)	同比增速(%)				环比增速(%)			
		2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
PPI	100.0	0.8	1.2	2.0	1.9	0.0	-0.4	0.4	0.7
核心PPI	88.3	2.0	2.3	2.5	2.5	0.0	0.0	0.2	0.2
商品	33.1	-1.4	-1.2	0.7	0.3	0.0	-1.4	0.8	1.9
食品	5.7	-4.8	-2.3	-1.5	-0.6	0.6	-0.1	0.6	-0.4
能源	6.0	-8.3	-9.4	-1.4	-3.3	-1.2	-6.7	3.0	10.2
食品及能源外的商品	21.4	1.8	1.9	1.9	1.8	0.2	0.0	0.2	0.1
非耐用品	4.1	3.3	3.9	4.0	4.1	0.2	0.2	0.1	0.2
耐用品	2.4	1.7	1.6	2.0	1.9	0.4	-0.3	0.2	0.2
服务	65.1	2.1	2.5	2.7	2.7	0.0	0.0	0.2	0.2
贸易	20.4	0.2	0.9	1.4	1.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.1
运输和仓储服务	4.4	-4.0	-3.9	-5.0	-5.3	-0.5	1.1	0.2	0.0
贸易运输仓储外的服务	40.3	3.7	4.1	4.3	4.4	0.1	0.0	0.4	0.3
建筑	1.7	0.4	0.6	3.7	3.9	-0.2	-0.4	0.1	0.1
私人投资	1.1	0.3	0.6	3.7	3.9	-0.2	-0.4	0.1	0.1
政府	0.6	0.6	0.7	3.6	3.8	-0.1	-0.3	0.0	0.1

来源: BLS、Wind, 国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率回落

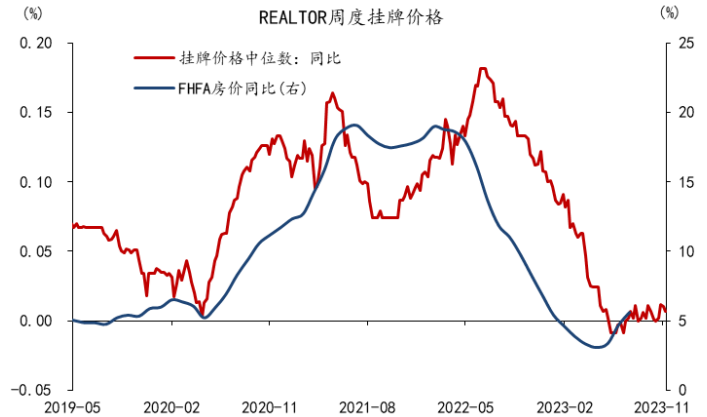
截至12月14日, 美国30年期抵押贷款利率为7.2%, 较11月底的7.3%下降27BP。15年期抵押贷款利率为6.4%, 较11月底的6.6%下降18BP。截至11月11日, 美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表53: 美国30年期抵押贷款利率降至7.0%



来源: WIND、国金证券研究所

图表54: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、 俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战, 美欧对俄制裁力度只增不减, 滞胀压力加速累积下, 货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、 稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、 疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402