



【宏观周报20231217】国内经济企稳之下仍有隐忧，海外美联储释放降息信号

【宏观总结20231217】

国内经济：11月社融数据结构仍然不佳，消费和投资增速延续分化

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。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。11月新增社融2.45万亿元，去年11月19837亿元，同比多增4663亿元。11月新增社融中，政府债券融资占比最大（占比47%），是11月社融的主要支撑。11月新增居民短期贷款594亿元，居民中长期贷款增加2331亿元，金融数据显示，居民借贷消费意愿不强，购房意愿仍偏弱。11月社会消费品零售总额当月同比增速回升幅度较大，11月10.1%，前值7.6%。其中商品零售和餐饮收入当月同比增速也继续上升，11月同比数据表现较好与去年11月基数较低有关。1-11月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，前值2.9%，今年以来投资数据首次未出现继续回落而是持平，主要原因是制造业投资回升，房地产投资回落速度放缓、基建投资增速放缓减弱。从11月整体经济数据来看，当前仍然面临需求不足的问题，经济仍需政策加码巩固经济修复基础，中央经济工作会议提到“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。”预计明年财政政策基调较为积极。

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，国内房地产市场和经济增长面临压力，8月15日央行下调MLF利率15bp，下调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：美联储加息周期进入尾声，明年或有三次降息

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。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。美国11月CPI同比增长3.1%，与市场预期相同，前值为3.2%；美国11月核心CPI同比增长4.0%，与市场预期相同，前值为4.0%，美国11月物价水平持平。

12月14日，美联储发布的议息决议显示，将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%-5.5%不变，仍然保持在22年来最高点，符合市场预期。鲍威尔强调，美联储致力于实现充分的货币政策立场限制性是为了随着时间的推移将通胀持续降至2%，并保持政策的限制性直到确信通胀正走向这一目标。同时发布的点阵图显示，本轮加息周期或已宣告结束，同时暗示明年可能降息3次。美联储货币政策态度大幅转鸽，金融市场资产价格收益提振。

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】国内11月经济数据：消费继续回升，但房地产投资仍弱

#### (一) 逻辑

##### ① 11月消费当月同比大幅回升，但环比减少

11月社会消费品零售总额当月同比增速回升幅度较大，11月10.1%，前值7.6%，但环比为-0.06%。其中商品零售和餐饮收入当月同比增速也继续上升，分别为8%（前值6.5%）和25.8%（前值17.1%）。11月同比数据表现较好与去年11月基数较低有关；11月消费品零售总额环比减少与10月假期出行旅游需求旺盛以及10月“双十一”预售有关，因此11月消费环比有所回落。从限额以上企业零售额看，服装、金银珠宝、家具、通讯器材、石油、汽车消费增速上升，化妆品、家电等消费增速回落。今年消费数据总体保持较好的增速，特别是服务消费持续较快增长。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。由于今年基数的原因，预计明年消费同比增速将会放缓。

##### ② 投资数据首次未出现继续回落而是持平，但房地产投资仍弱

1-11月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，前值2.9%，今年以来投资数据首次未出现继续回落而是持平，主要原因是制造业投资回升，房地产投资回落速度放缓、基建投资增速放缓减弱。从分项看，制造业投资为6.3%（前值6.2%）；基础设施投资（不含电力）为5.8%（前值5.9%），房地产开发投资为-9.4%（前值-9.3%）。

制造业：装备制造业增加值同比增长9.8%，比上月加快3.6个百分点；高技术制造业增加值增长6.2%，加快4.4个百分点。高新技术制造业投资增速加快。

基建：11月基建投资（不含电力）相比于上月回落了0.1%，增速回落幅度放缓。11月地方政府新增专项债发行量1851亿元，高于去年11月，大部分投向市政和产业园区基础设施（比例30%）。截止12月15日数据，今年新增专项债实际发行约3.95万亿元，专项债发行略超年初目标值（新增3.8万亿元），接近2022年实际发行量4万亿元。节奏上来看2023年下半年发行量明显高于季节性，2023年新增专项债集中在一季度和三季度发行。预计2024年财政将前置发力，2023年内增发的1万亿国债有5000亿结转至2024年，专项债提前批额度也已下达。预计2024年新增地方专项债额度约3.8-4万亿。

房地产：虽然下半年以来，各地不断推出宽地产政策，但从30大中城市商品房成交面积看，地产销售未明显回暖。从100大中城市成交土地占地面积看，土地成交虽有回升但仍不强，房地产投资降幅继续扩大。

##### ③ 房地产销售尚未明显回暖

11月新开工当月同比有所改善，但当前居民购房意愿下降，土地成交虽有回升但仍不强，房地产市场依然较弱。当前地产仍处于下行通道中，地产投资和销售持续在负值区间，2024年央行使用PSL工具的可能性较高，可能投向城中村改造和保障房建设两大地产相关领域，但对房地产的影响或小于上轮棚改货币化。

#### (二) 未来展望

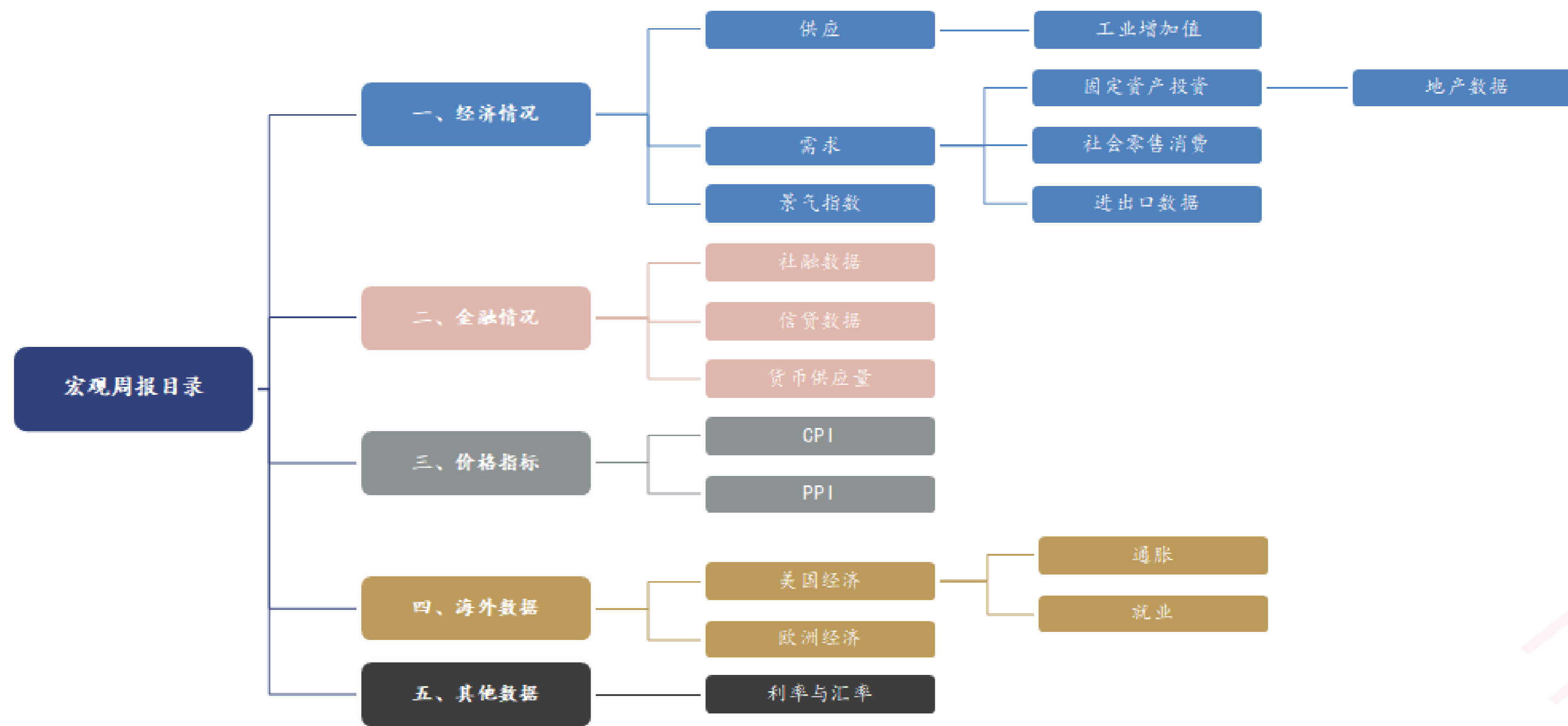
当前仍然面临需求不足的问题，经济仍需政策加码巩固经济修复基础。展望2024年，货币政策仍维持宽松，全年降准降息可能2-3次，关注新“货币政策工具箱”，比如PSL。中央经济工作会议提到“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。”财政政策基调较为积极。2024年财政政策将延续积极，财政将前置发力。

### 下周重要经济指标

日期	国家/地区	指标名称	重要度	前值
周二	欧盟	11月欧盟:CPI:同比(%)	重要	3.6
周二	欧盟	11月欧元区:CPI:环比(%)	重要	0.1
周二	欧盟	11月欧元区:CPI:同比(%)	重要	2.9
周二	美国	11月新屋开工:私人住宅(千套)	重要	115.4
周四	美国	12月16日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	202000
周四	美国	第三季度GDP(终值):环比折年率(%)	重要	2.1
周五	日本	11月CPI(剔除食品):环比(%)	重要	0.7
周五	日本	11月CPI:环比(%)	重要	0.9
周五	美国	11月个人消费支出:季调(十亿美元)	重要	18864.7
周五	美国	11月核心PCE物价指数:同比(%)	重要	3.46
周五	美国	11月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	重要	60898
周五	美国	11月新房销售年化总数:季调(千套)	重要	679

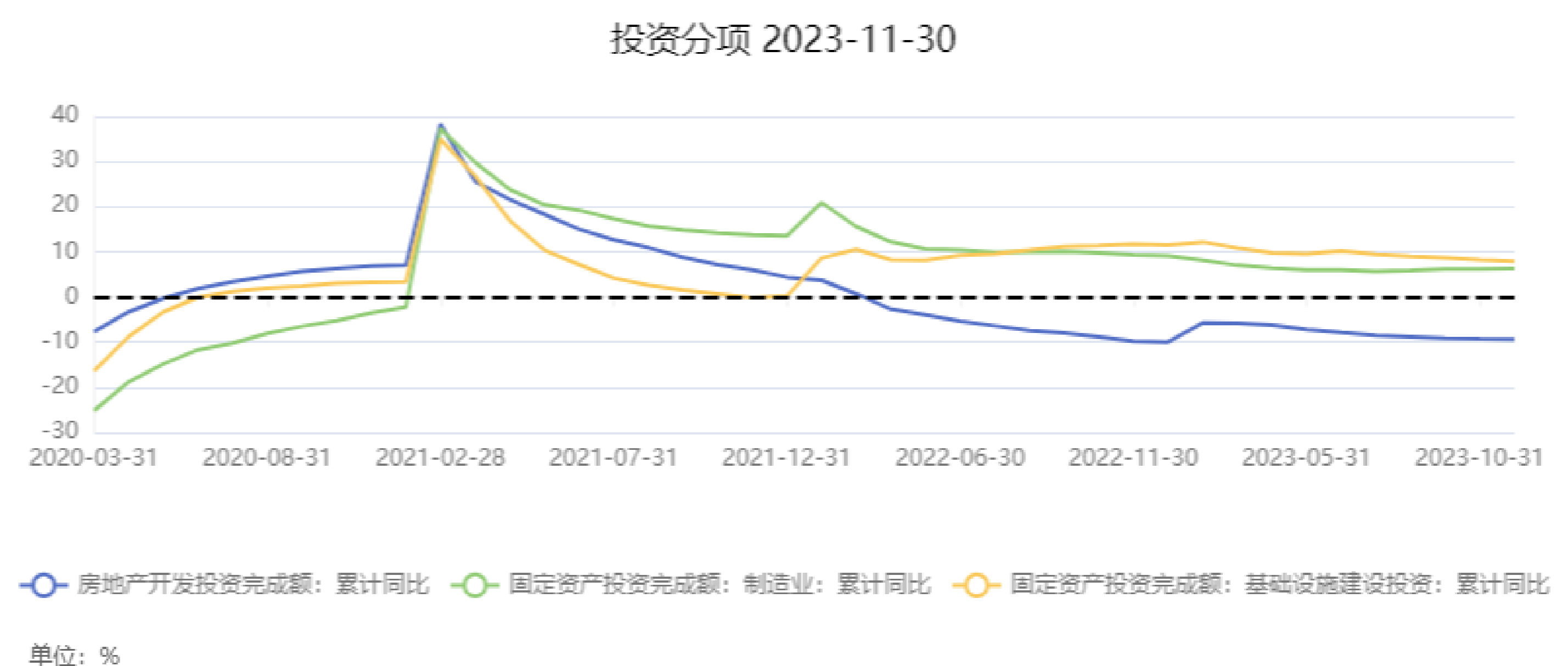
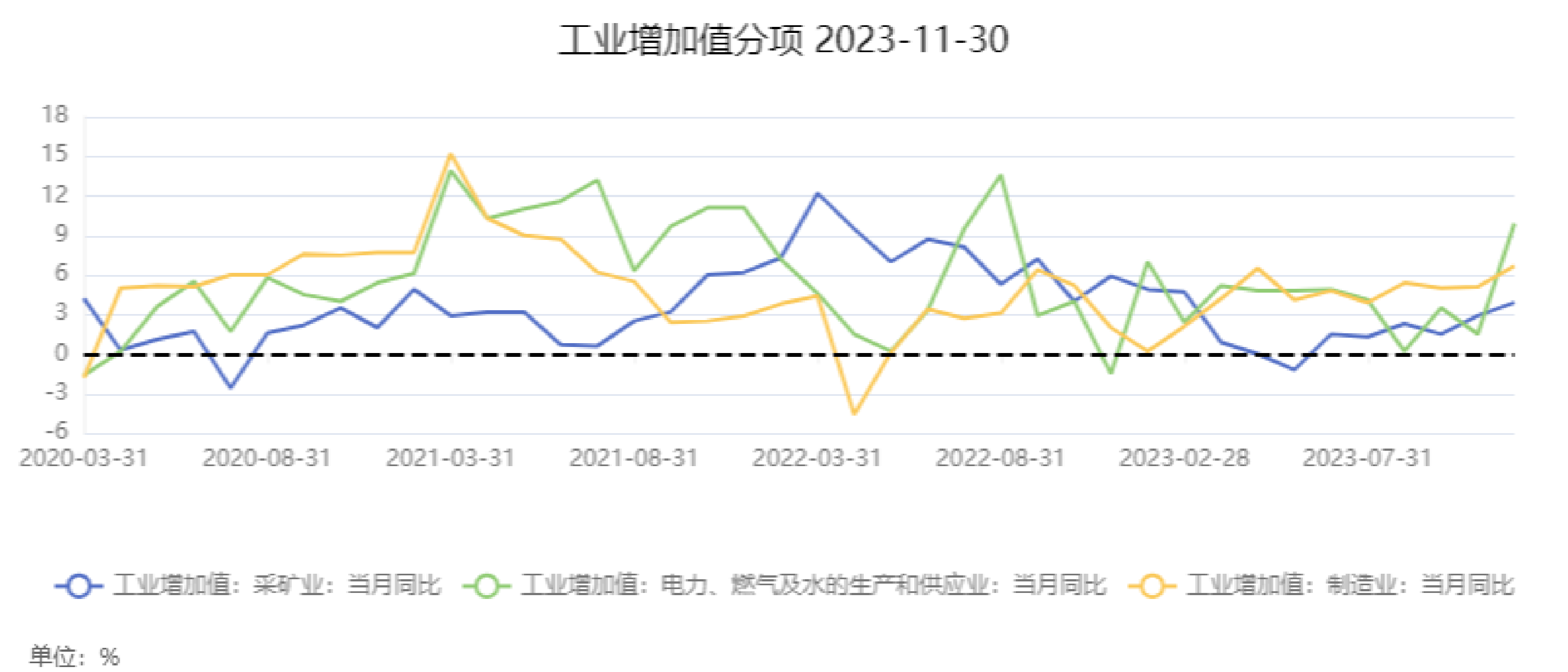


目录

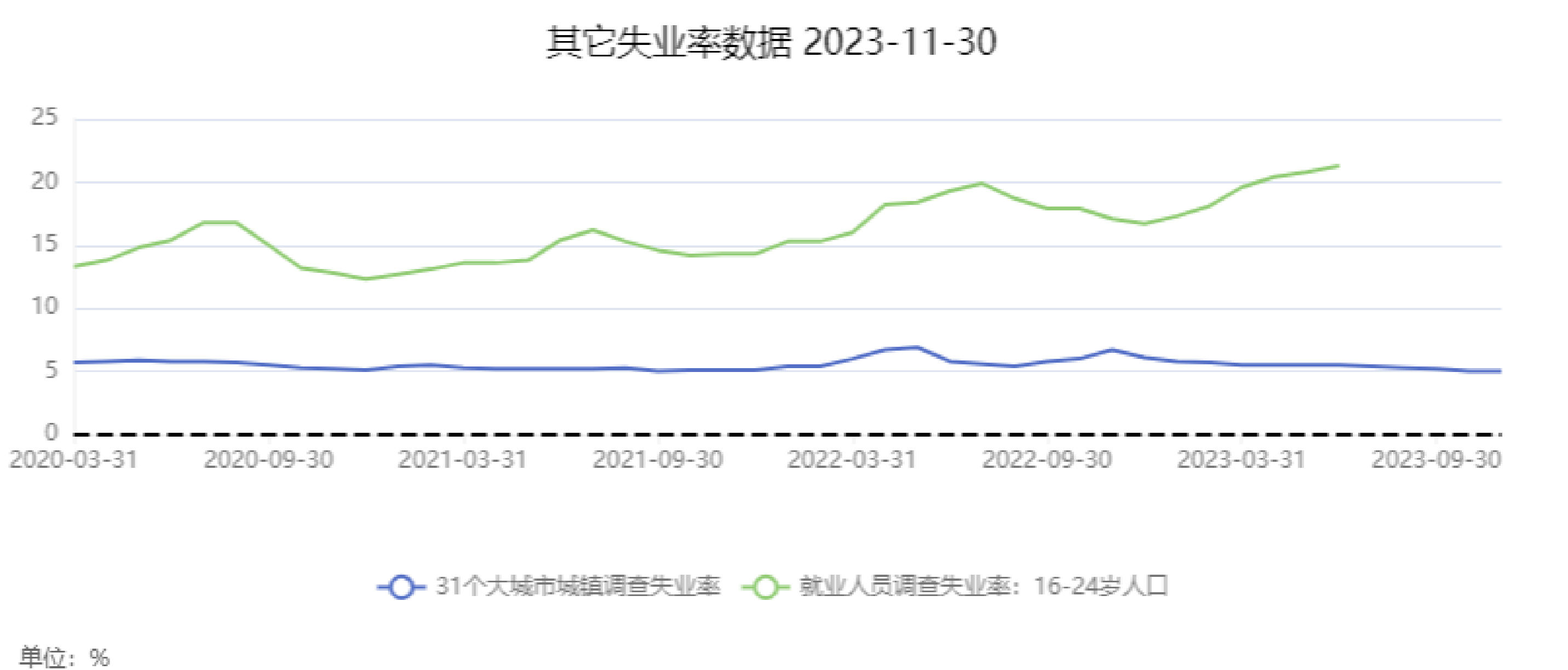
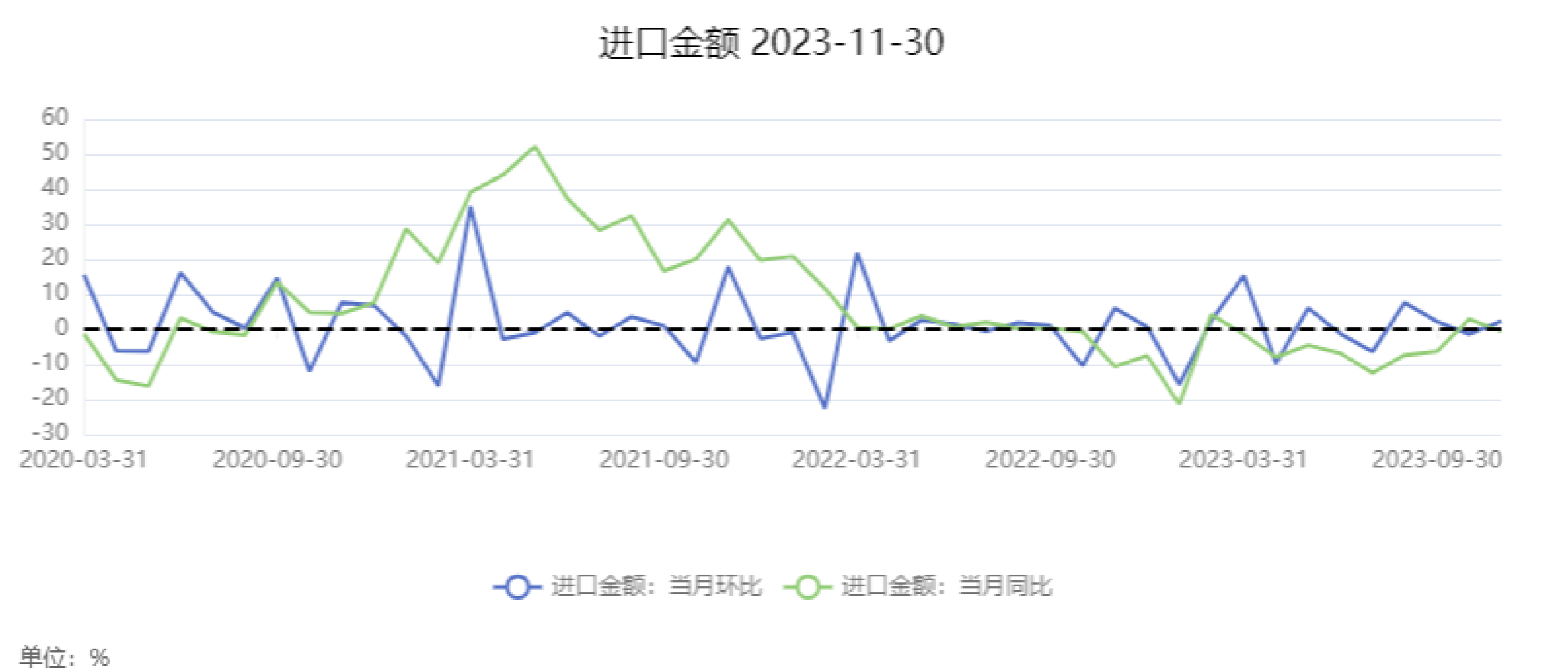
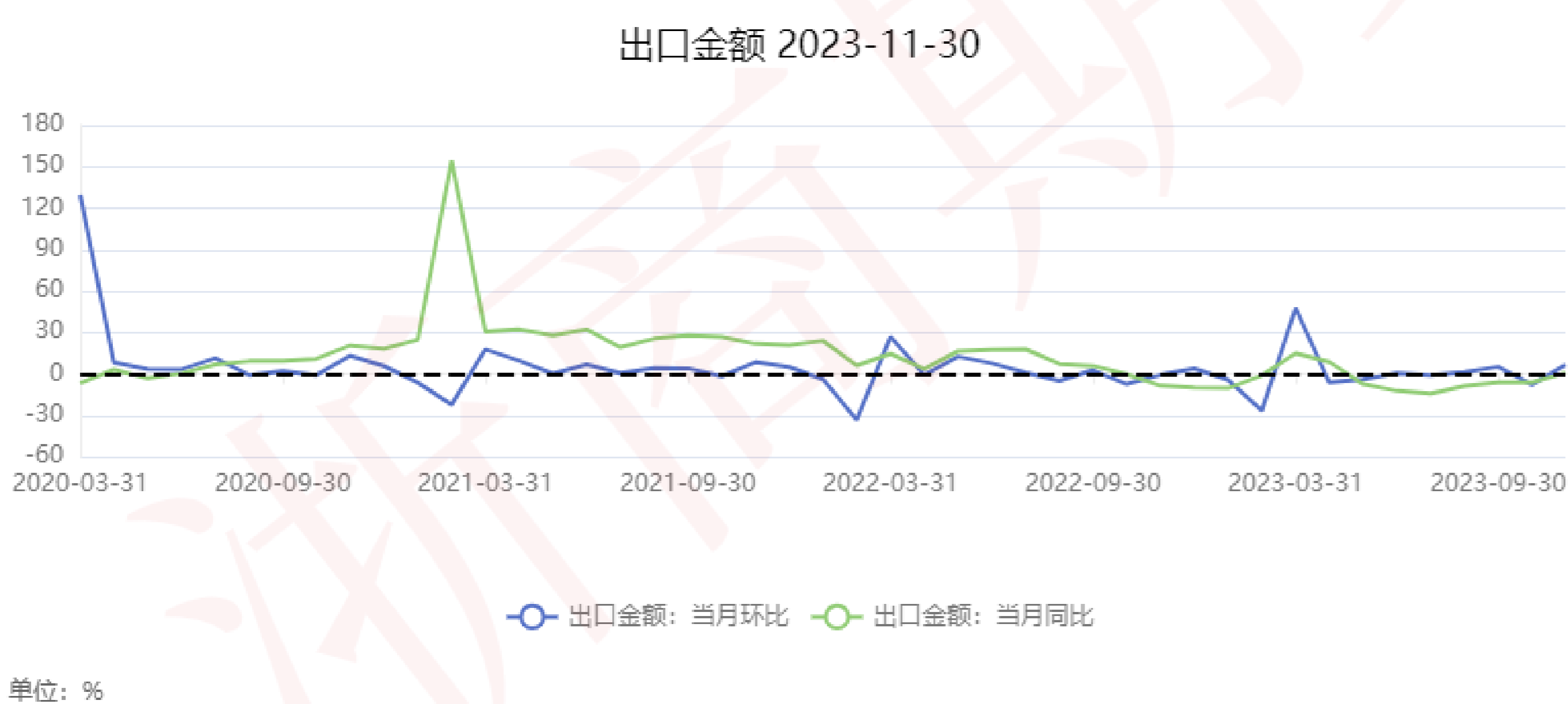
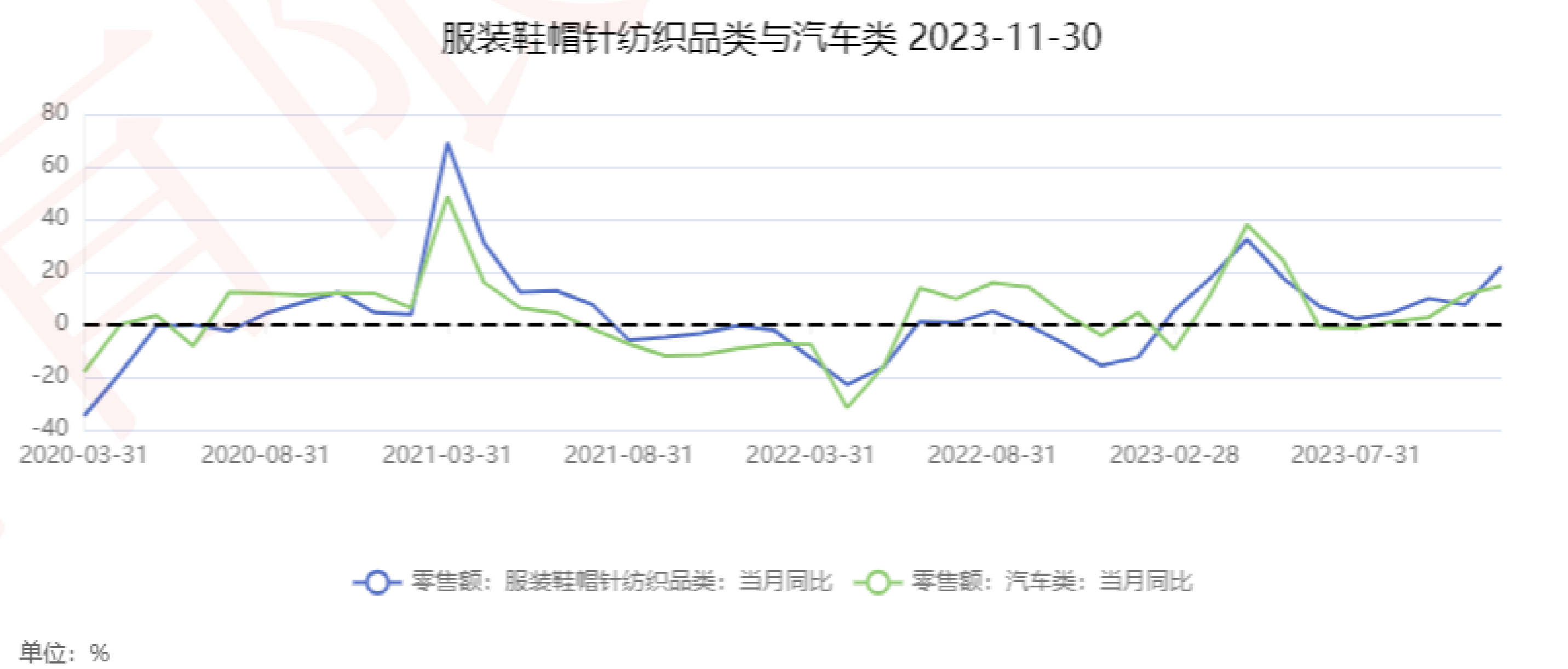
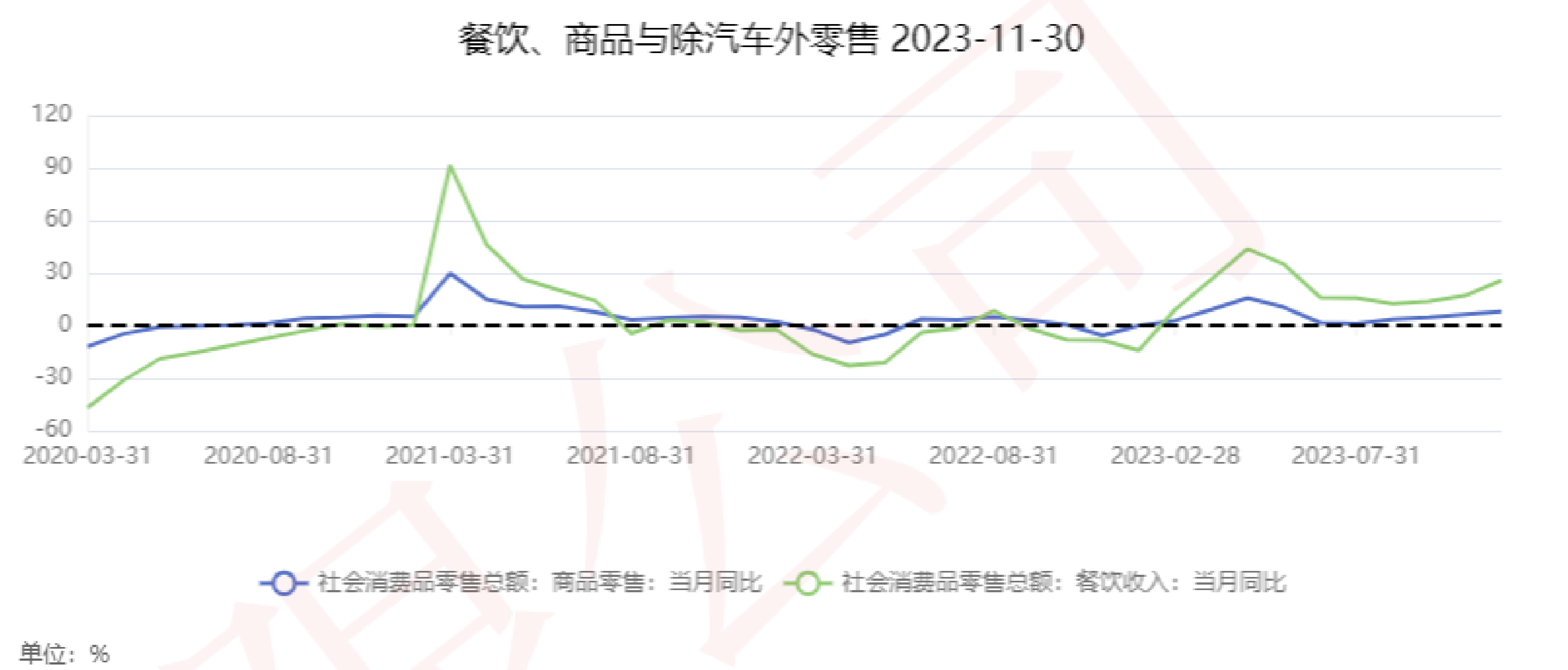
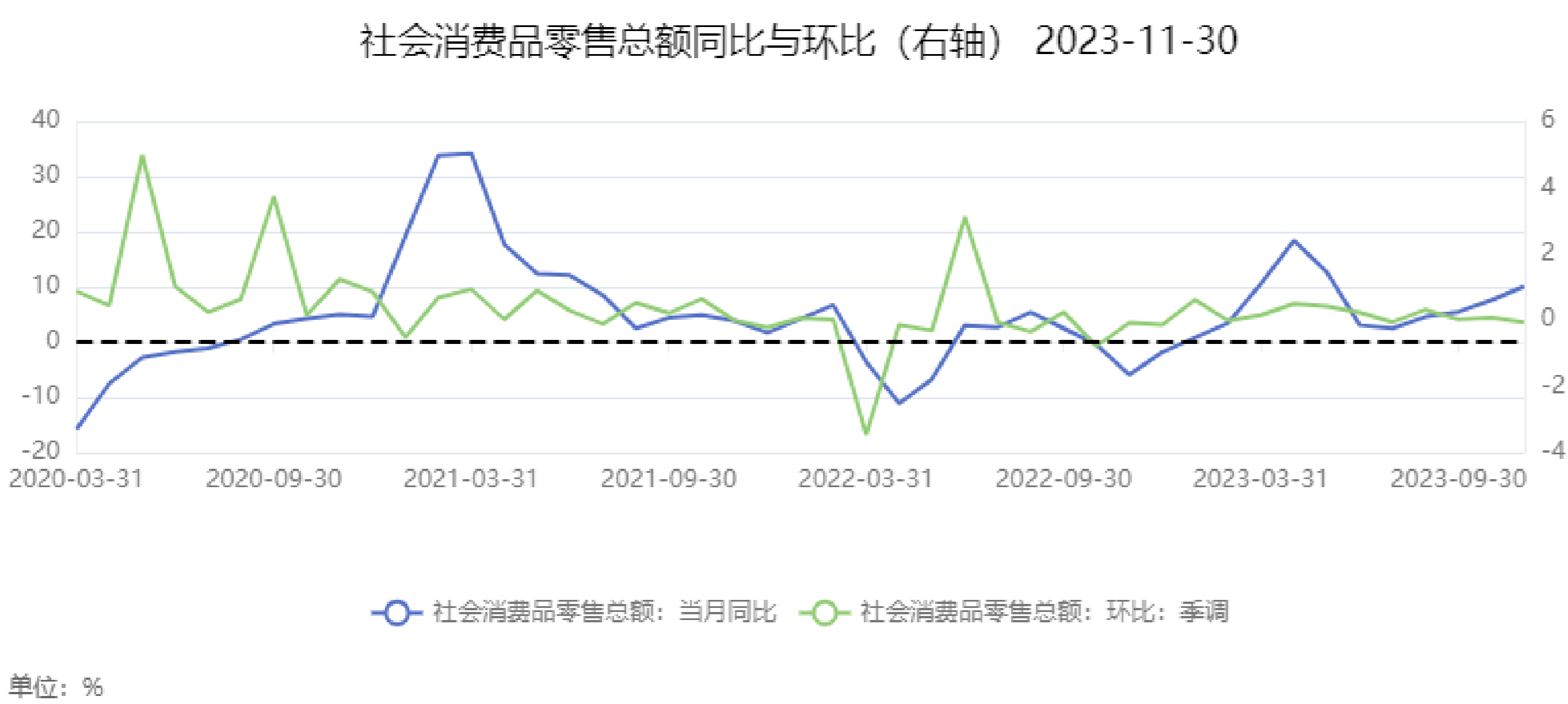
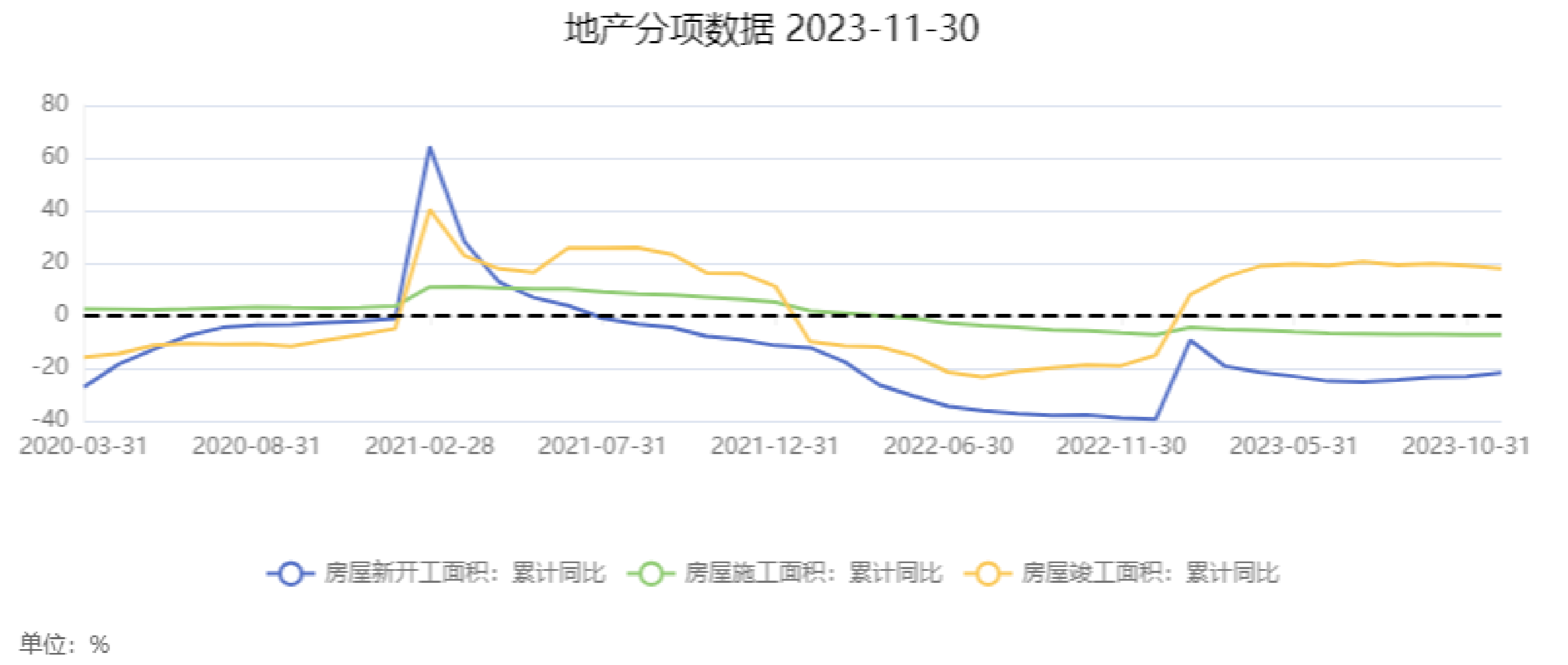


一、经济情况

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%。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。1月社会消费品零售总额当月同比增速回升幅度较大，11月10.1%，前值7.6%，但环比为小幅回落。其中商品零售和餐饮收入当月同比增速也继续上升，分别为8%（前值6.5%）和25.8%（前值17.1%）。11月同比数据表现较好与去年11月基数较低有关。1-11月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，前值2.9%，今年以来投资数据首次未出现继续回落而是持平，主要原因是制造业投资回升，房地产投资回落速度放缓、基建投资增速放缓减弱。从分项看，制造业投资为6.3%（前值6.2%）；基础设施投资（不含电力）为5.8%（前值5.9%），房地产开发投资为-9.4%（前值-9.3%）。当前仍然面临需求不足的问题，经济仍需政策加码巩固经济修复基础。展望2024年，货币政策仍维持宽松，全年降准降息可能2-3次，关注新“货币政策工具箱”，比如PSL。中央经济工作会议提到“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。”财政政策基调较为积极。



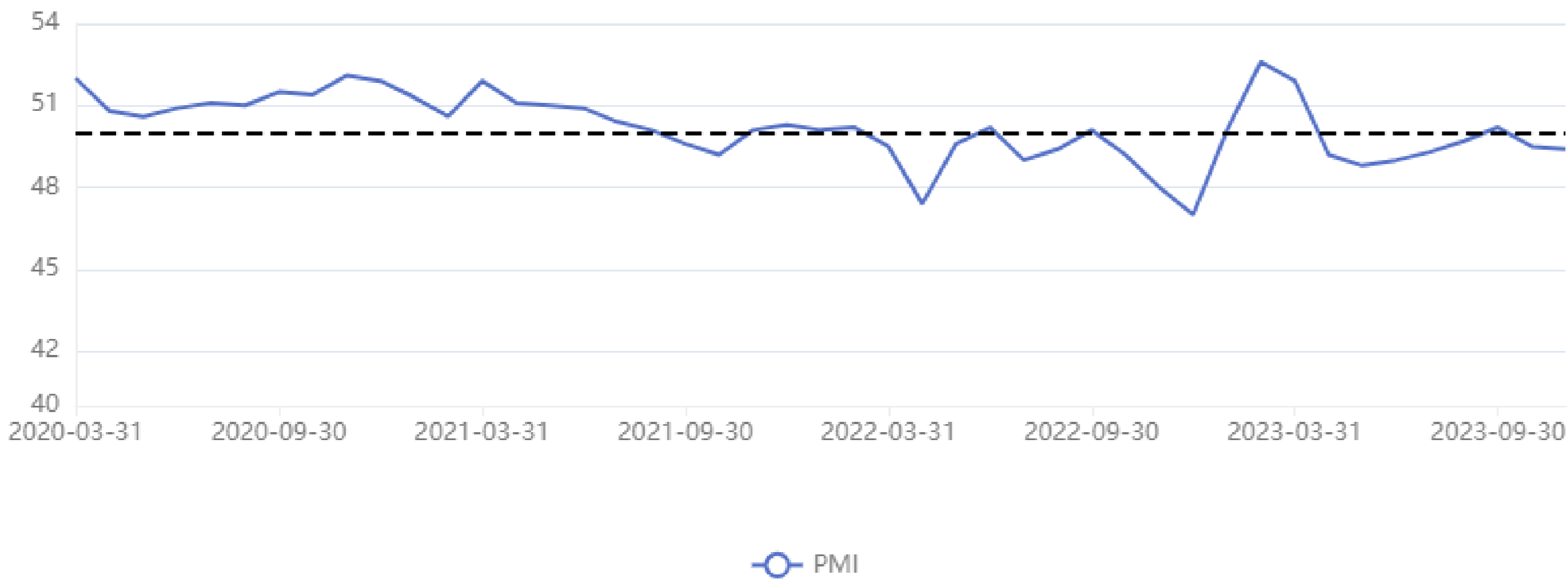
一、经济情况



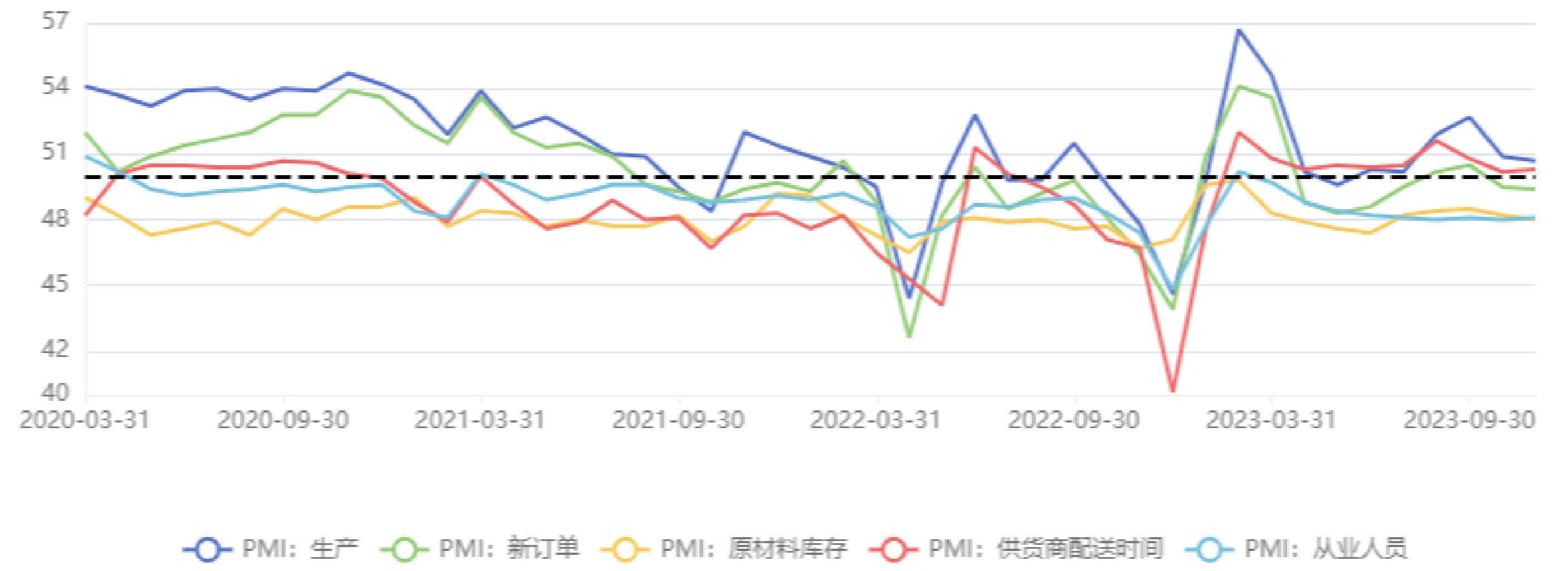


## 一、经济情况

官方制造业PMI 2023-11-30



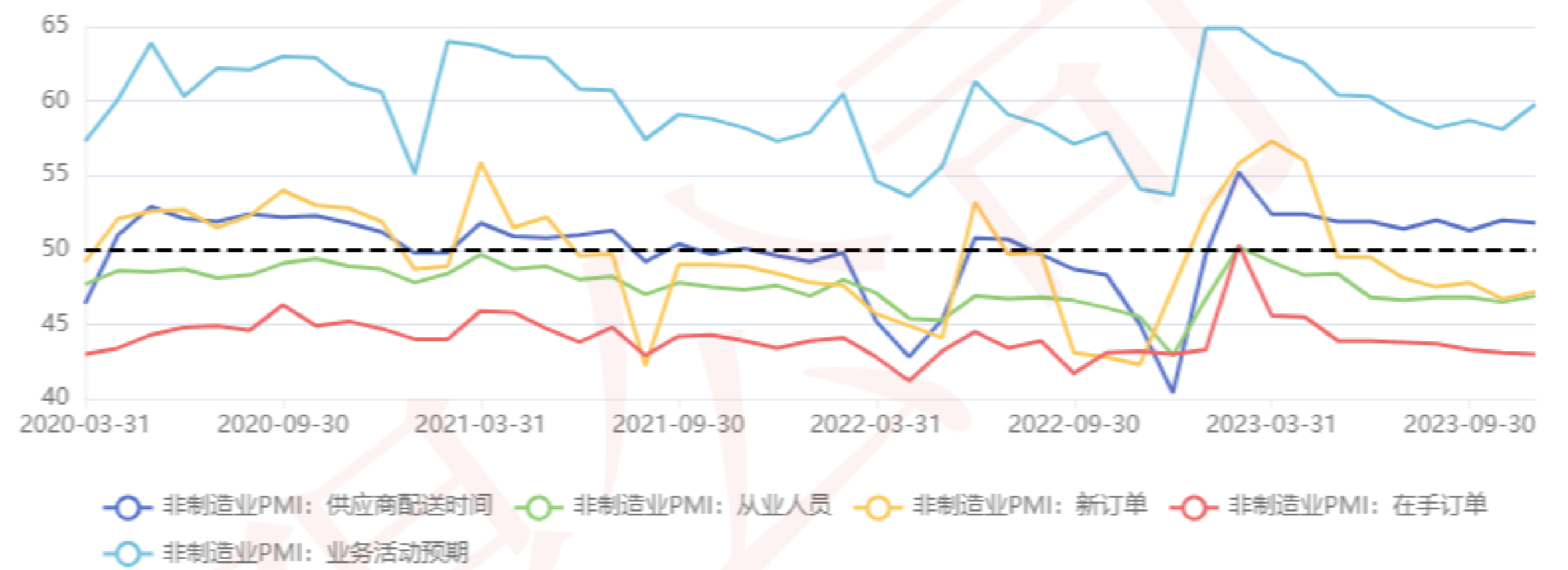
制造业PMI分项 2023-11-30



官方非制造业PMI 2023-11-30



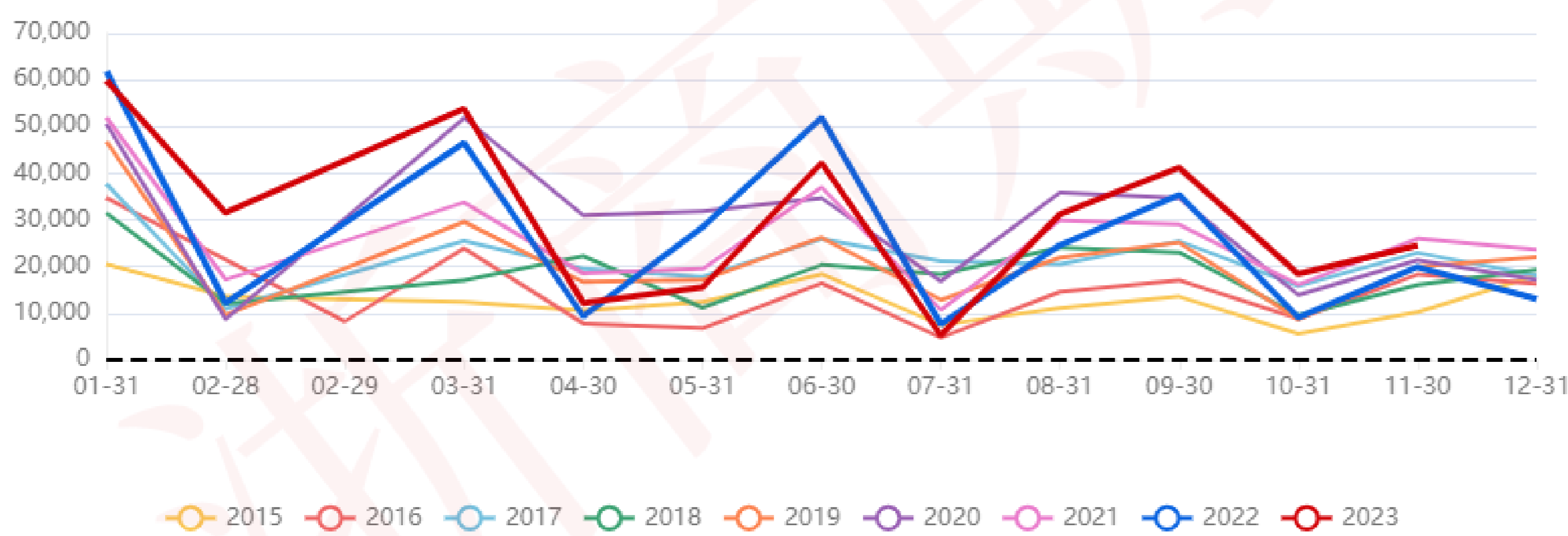
非制造业PMI分项 2023-11-30



## 二、社融信贷

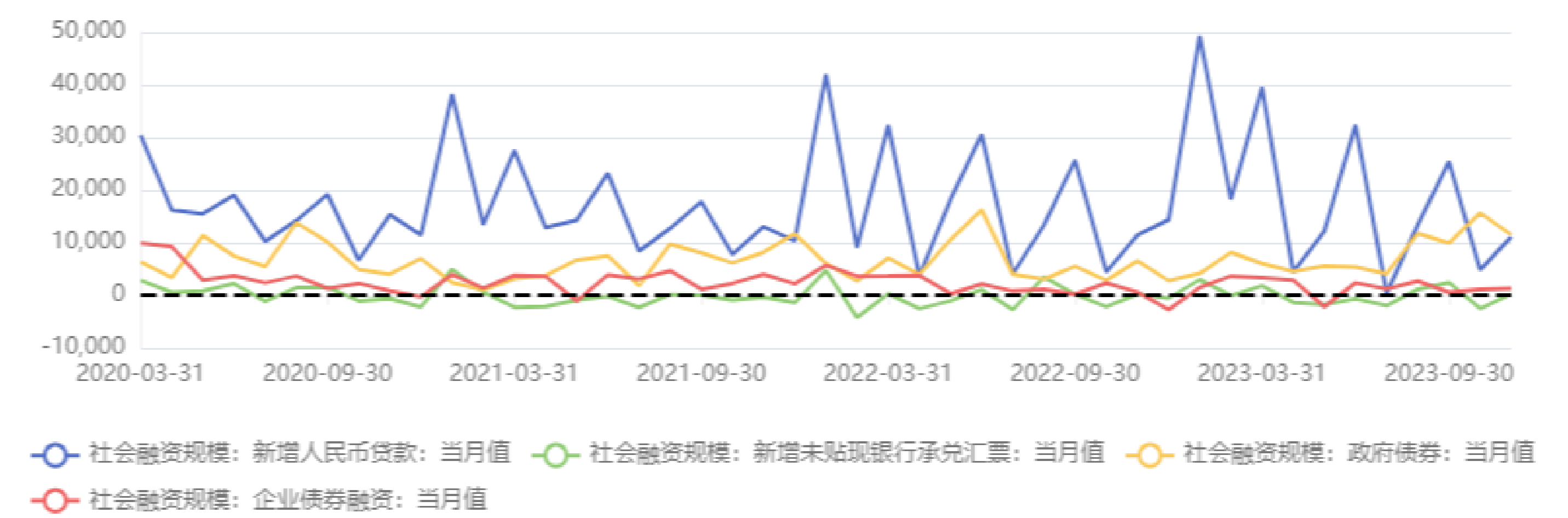
11月新增社融2.45万亿元，10月18452亿元，去年11月19837亿元，同比多增4663亿元。11月新增人民币贷款10900亿元，10月7384亿元，去年11月12100亿元，同比少增1200亿元。11月社融结构中政府债券和人民币贷款均是主要支撑。11月新增社融中，政府债券融资占比最大（占比47%），人民币贷款占比45%，两者均是11月社融的主要支撑。11月政府债券融资水平仍然较高，远超2019-2022年同期水平。11月国债净融资5602亿元，地方政府债净融资5374亿元。居民借贷消费意愿不强，购房意愿仍偏弱。11月，新增居民短期贷款594亿元，与去年相比略增63亿元，但明显弱于2019-2021年水平，说明居民借贷消费意愿不强。居民中长期贷款增加2331亿元，同比多增228亿元，但仍然弱于2019-2021年同期水平。从社融数据上看，当前仍然面临需求不足的问题，经济的修复基础尚不牢固，经济仍需政策加码巩固经济修复基础

社会融资规模：当月值 2023-11-30



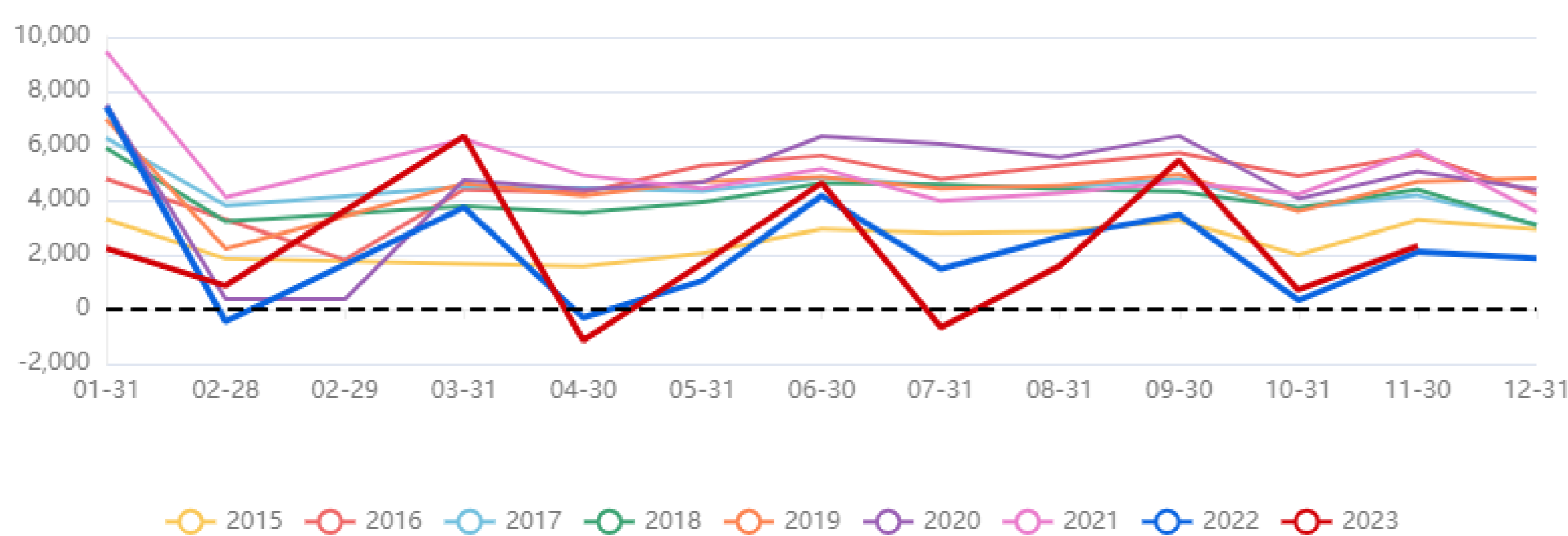
单位：亿元

社会融资分项 2023-11-30



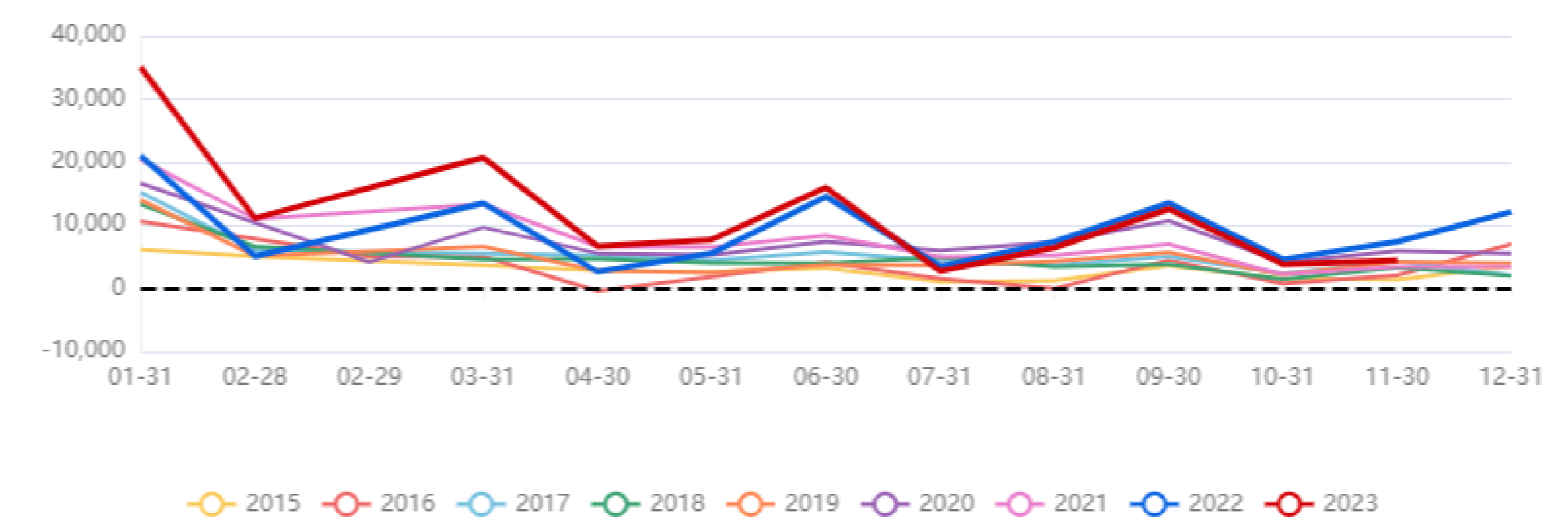
单位：亿元

新增居民中长期贷款 2023-11-30



单位：亿元

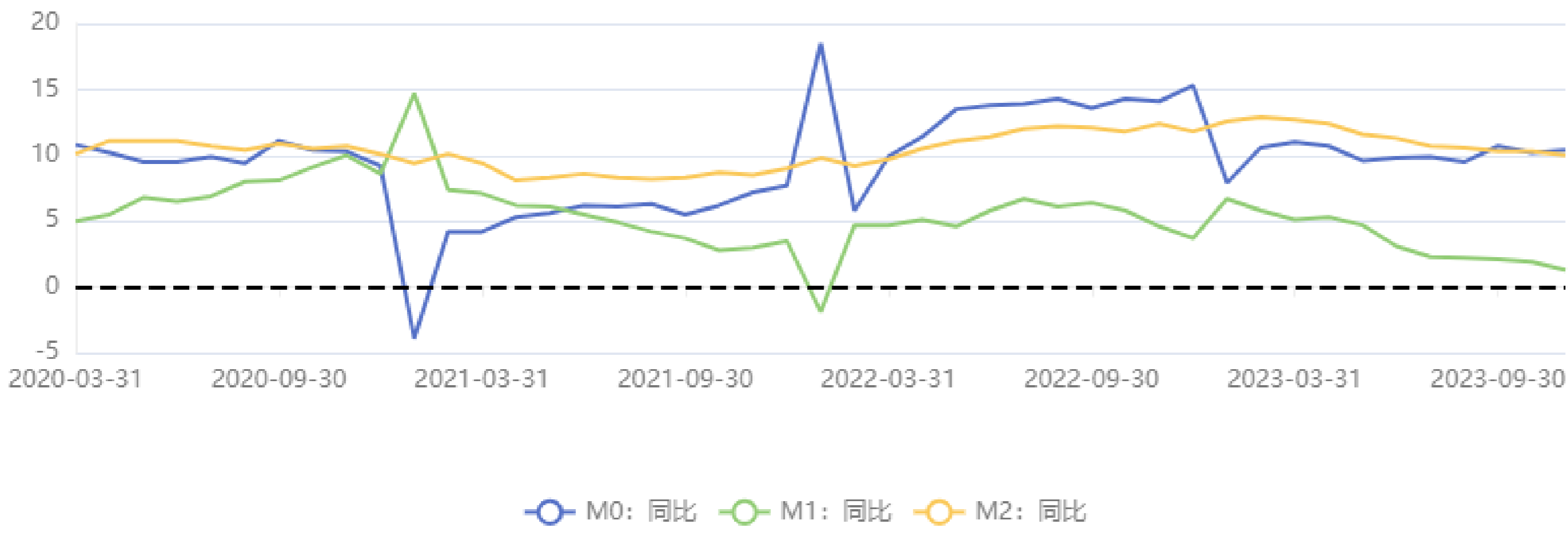
新增企业中长期贷款 2023-11-30



单位：亿元

## 二、社融信贷

货币供应量 2023-11-30



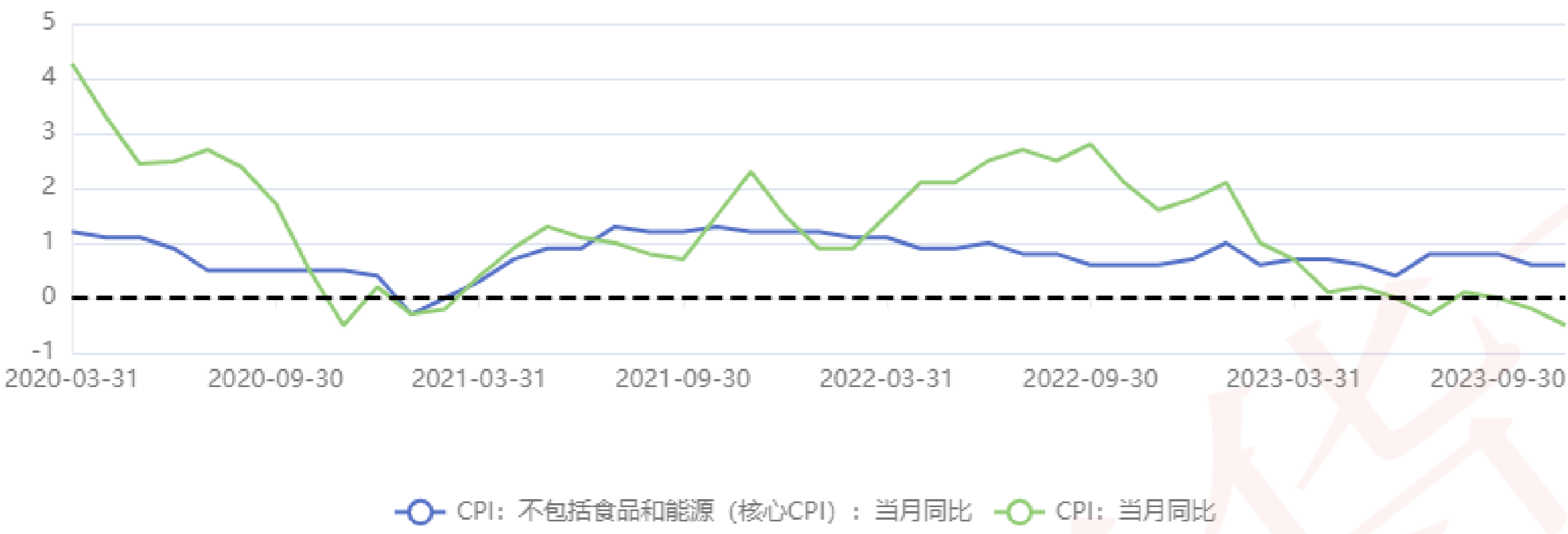
社会融资规模存量: 同比 2023-11-30



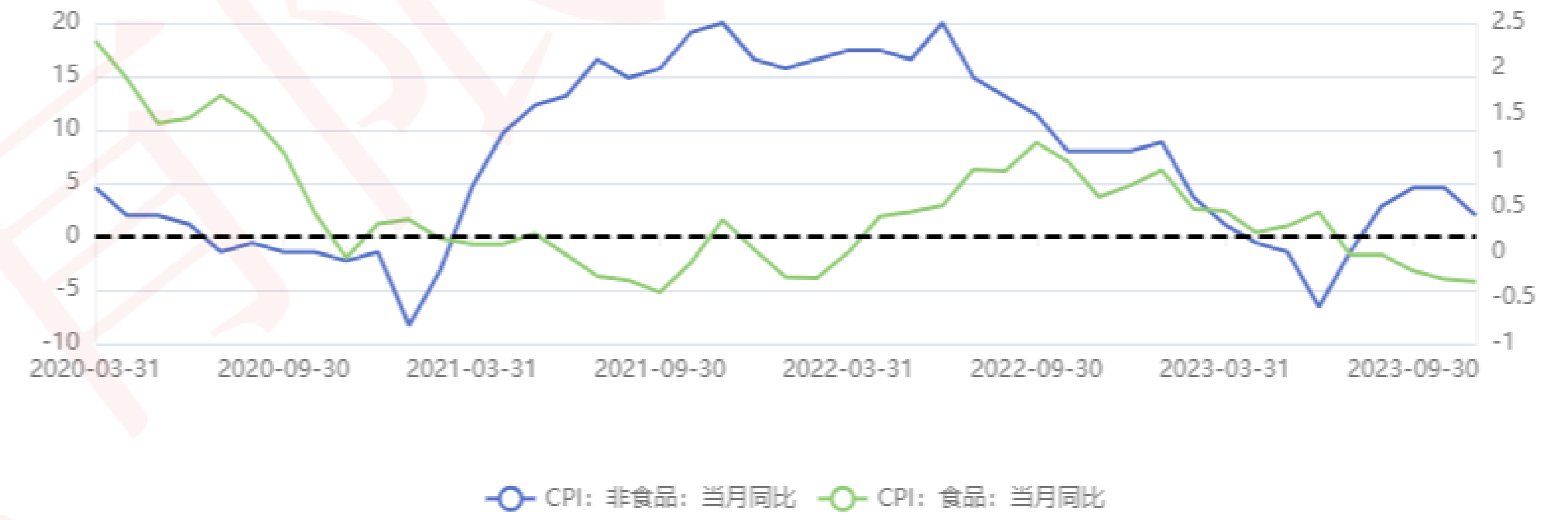
## 三、通胀指标

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。

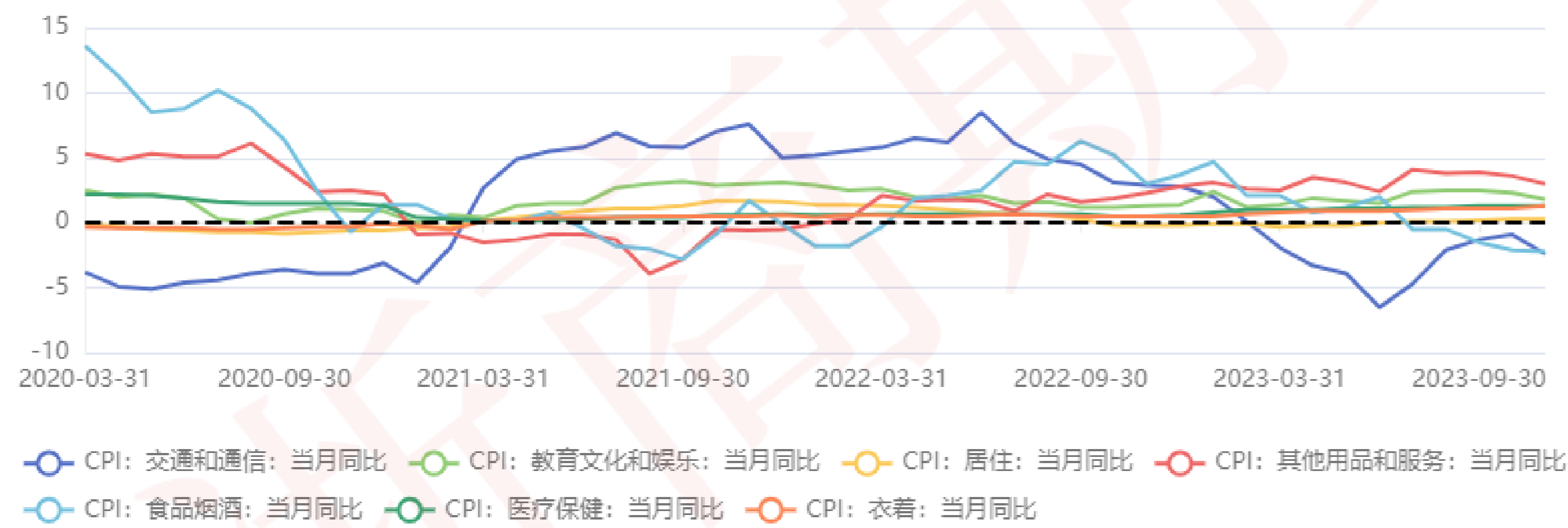
CPI和核心CPI 2023-11-30



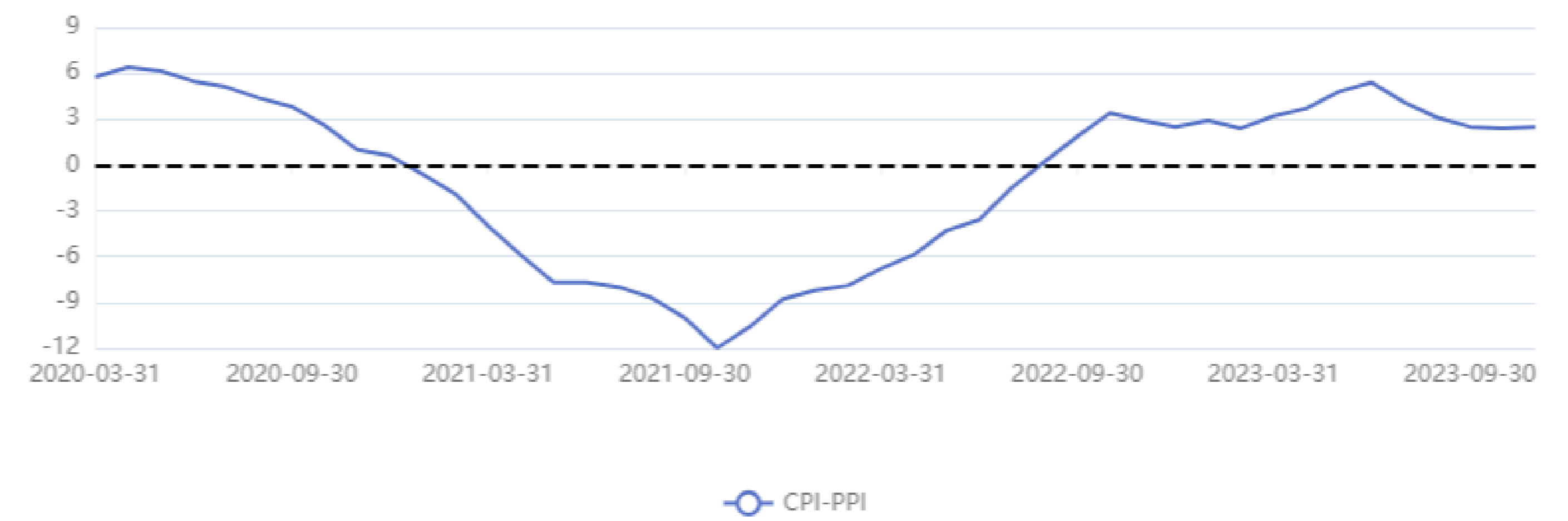
非食品（右轴）与食品 2023-11-30



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

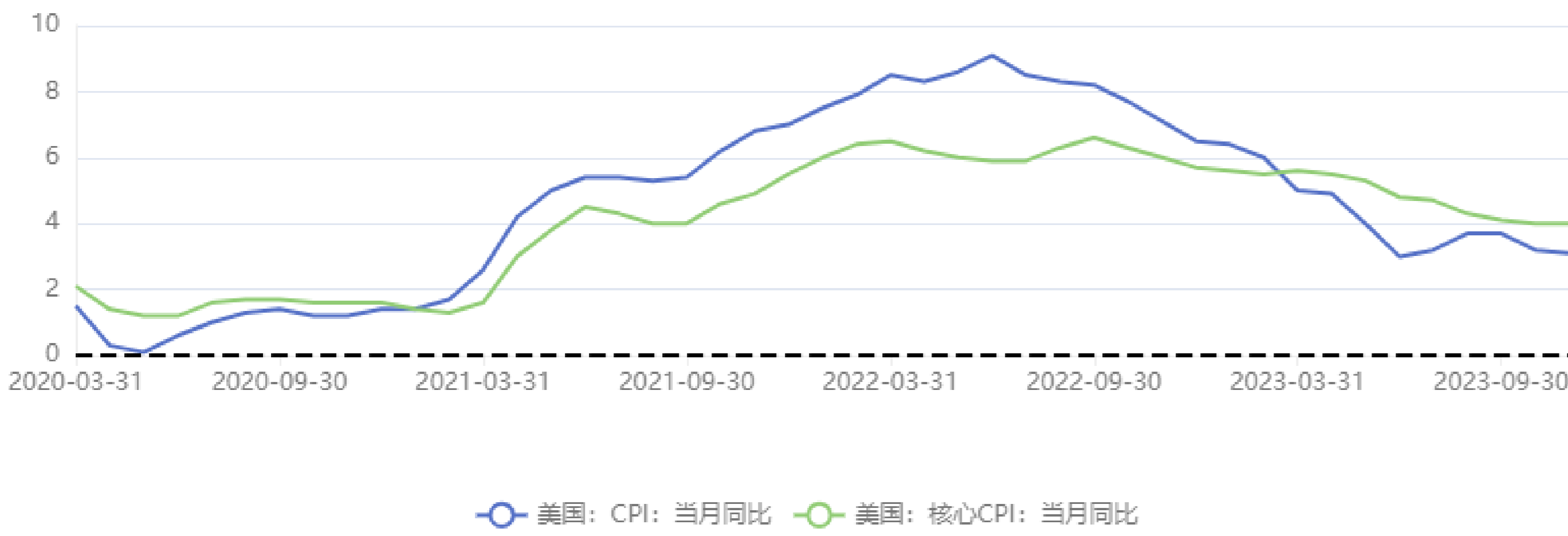


### 四、海外宏观

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。

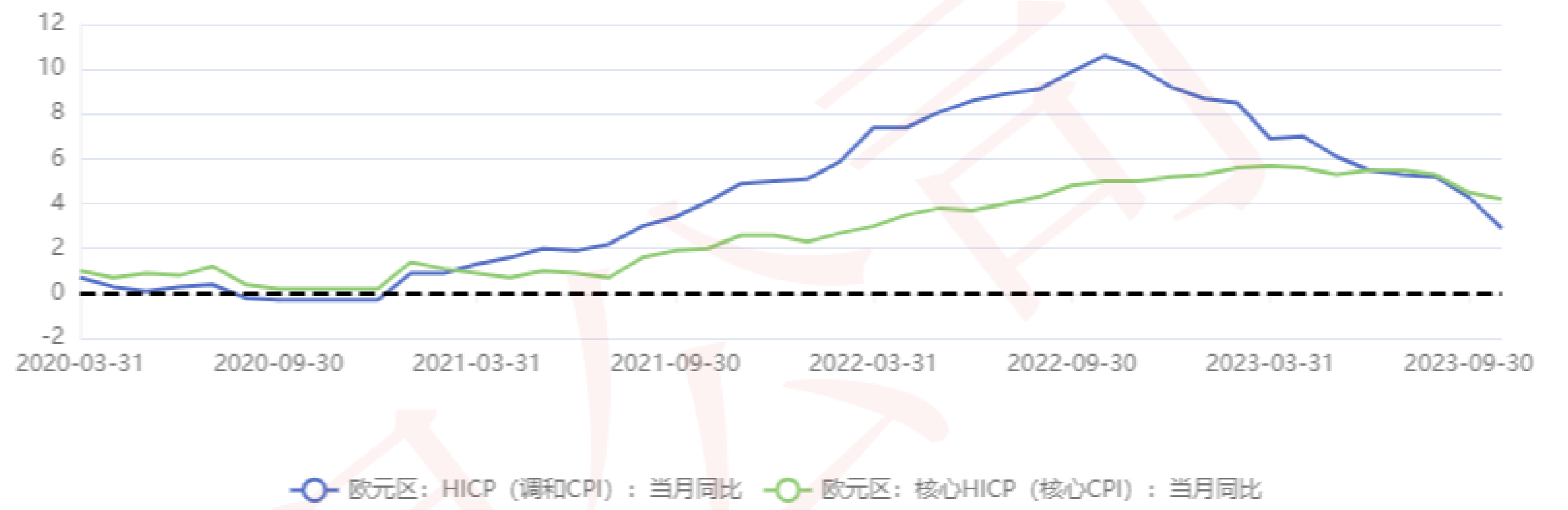
现好转，其中10月偏弱的信息和医疗保健业就业形势出现扭转，与近期服务业PMI改善互相印证，或为主要的超预期因素。美国劳工统计局11月物价数据显示，CPI同比增长3.1%，与市场预期相同，前值为3.2%；美国11月核心CPI同比增长4.0%，与市场预期相同，前值为4.0%。尽管核心CPI持平，但整体保持下降趋势，11月通胀数据并未对市场造成过大影响。美联储12月议息会议宣布暂停加息，联邦基金利率区间维持5.25%-5.50%，同时延续600亿美元国债+350亿美元MBS的缩表进程。鲍威尔首次提及本轮紧缩货币政策周期或已到达尾声，由于近期美债利率回落，本次会议鲍威尔并未谈及金融条件收紧的话题。并且点阵图显示未来并无更多加息预期，反而存在多次降息预期。鲍威尔主席表态释放明显偏鸽派信号，市场预期明年有多次降息操作。未来三次联储会议中，1月会议降息的概率为10.3%，到3月会议至少降一次息的概率为73.1%，到5月会议至少降一次息的概率为94.9%。

美国通胀 2023-11-30



单位: %

欧元区通胀 2023-10-31



单位: %

美国: 失业率: 季调 2023-11-30



单位: %

欧元区: 失业率: 季调 2023-04-30



单位: %

美国: 零售和食品服务销售额: 总计: 季调: 同比 2023-11-30



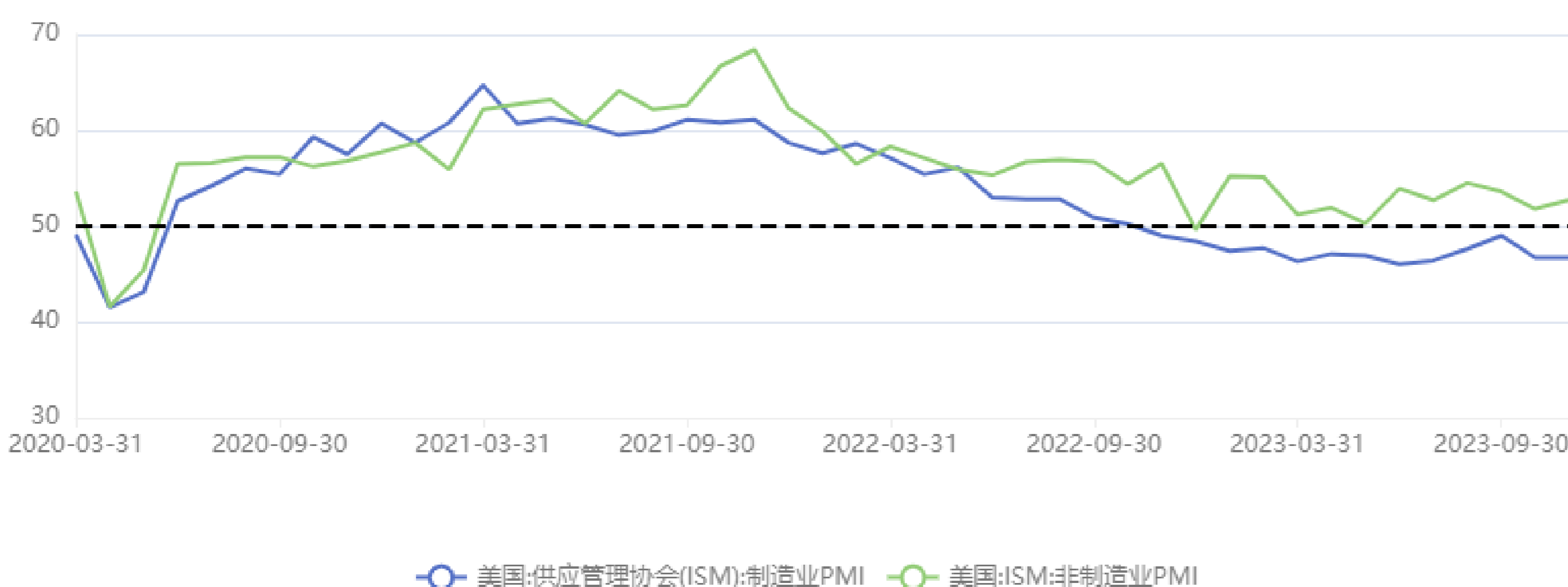
单位: %

欧元区19国: 零售销售指数: 当月同比 2023-10-31



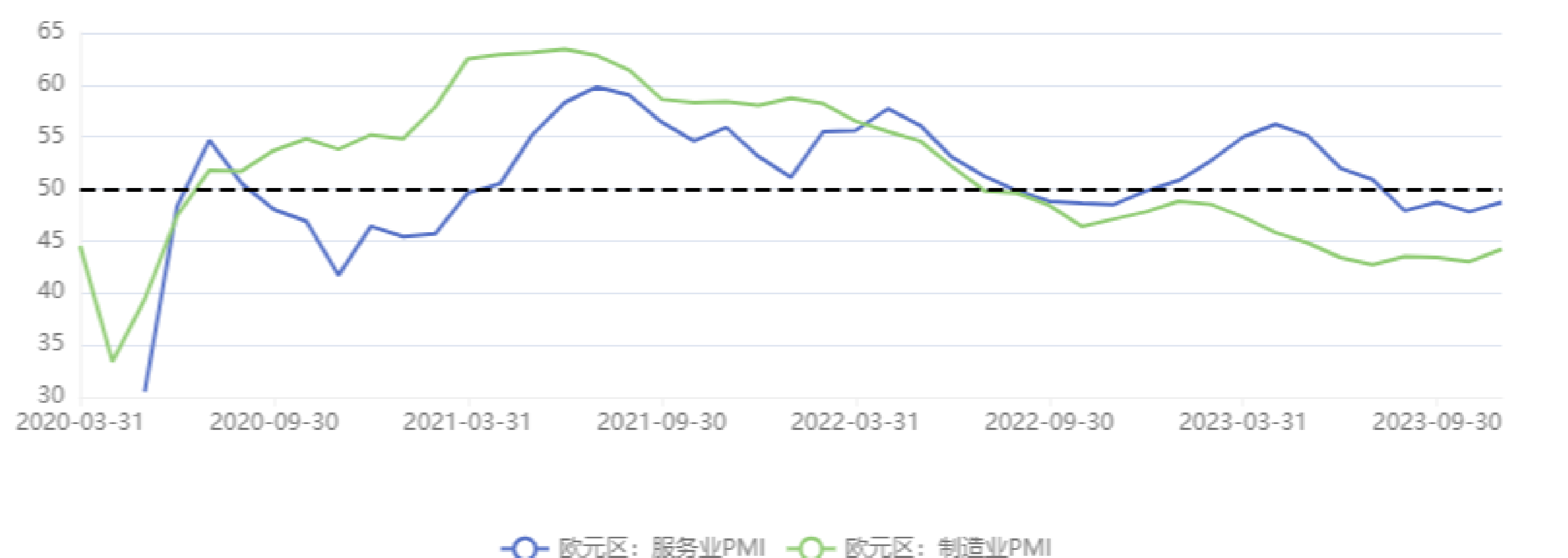
单位: %

美国景气指数 2023-11-30



单位: %

欧元区景气指数 2023-11-30

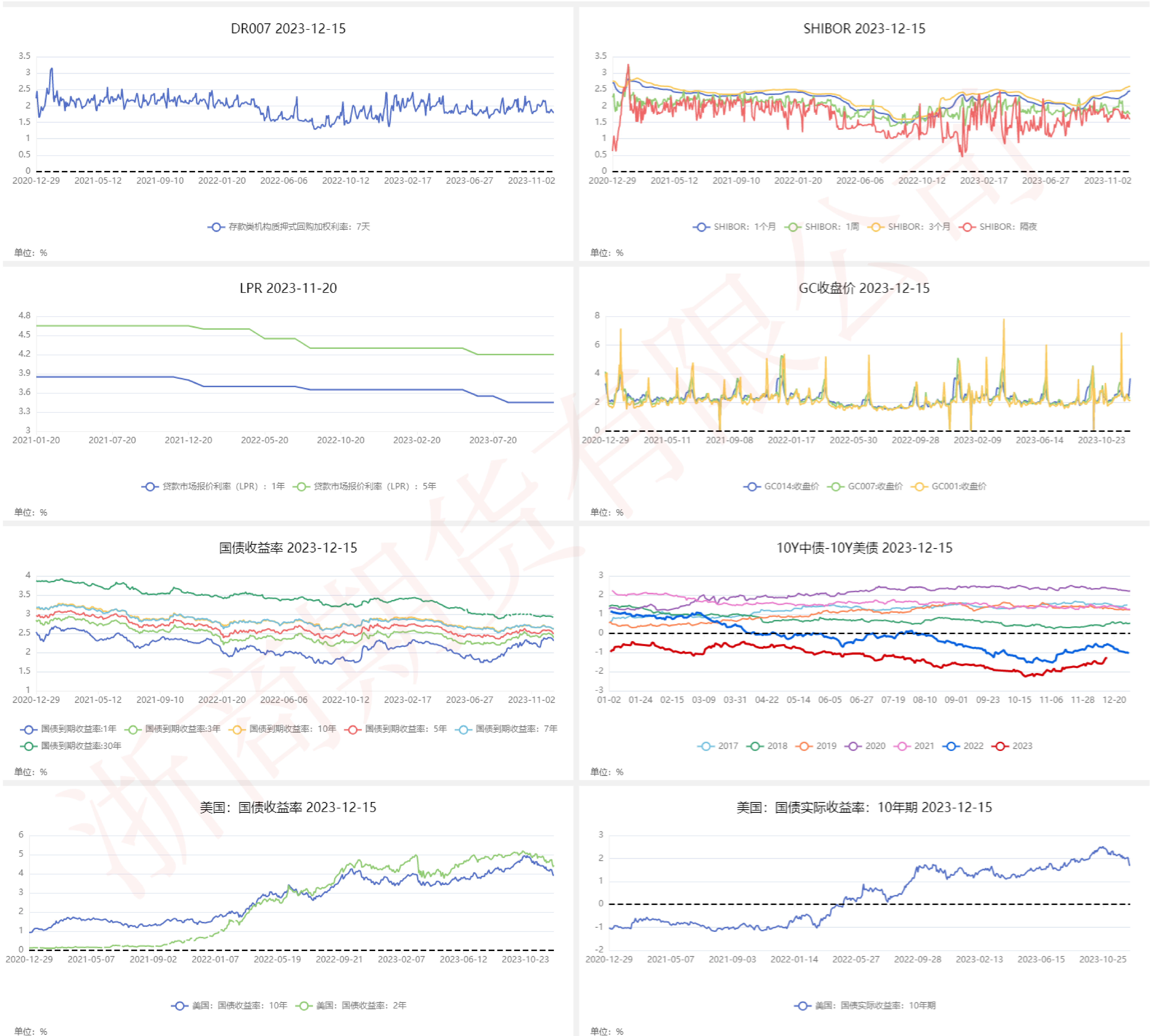


单位: %



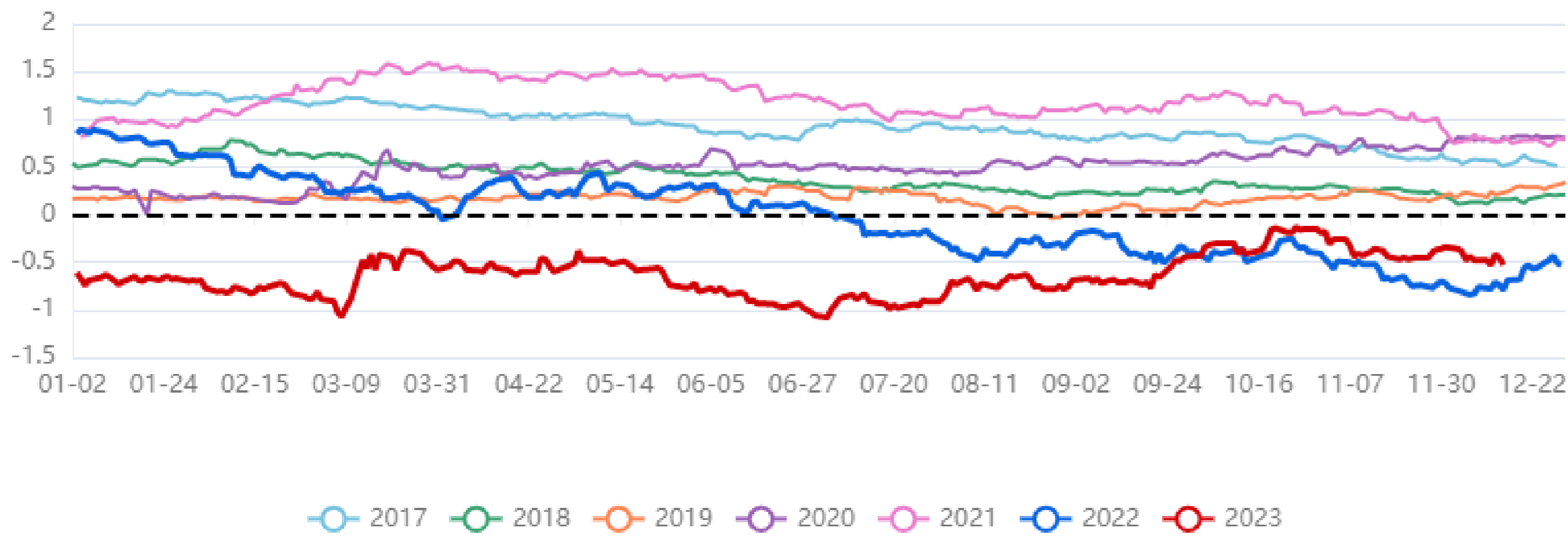
## 五、利率汇率

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。



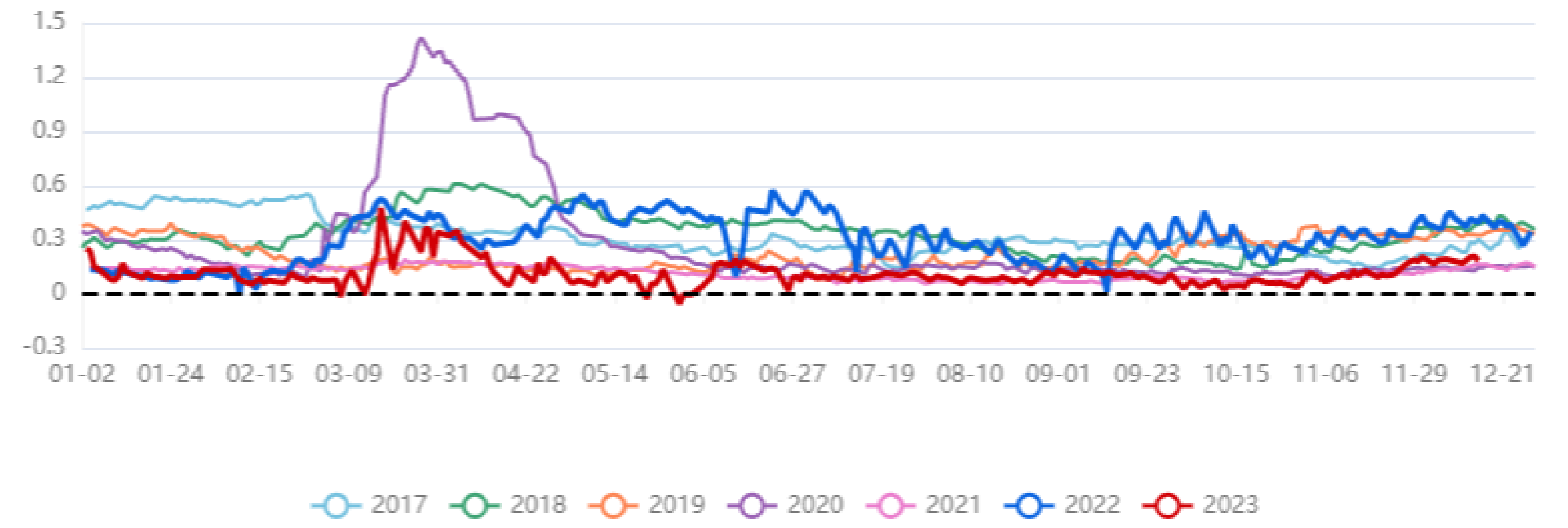
### 五、利率汇率

美国：10年国债-2年期国债 2023-12-15



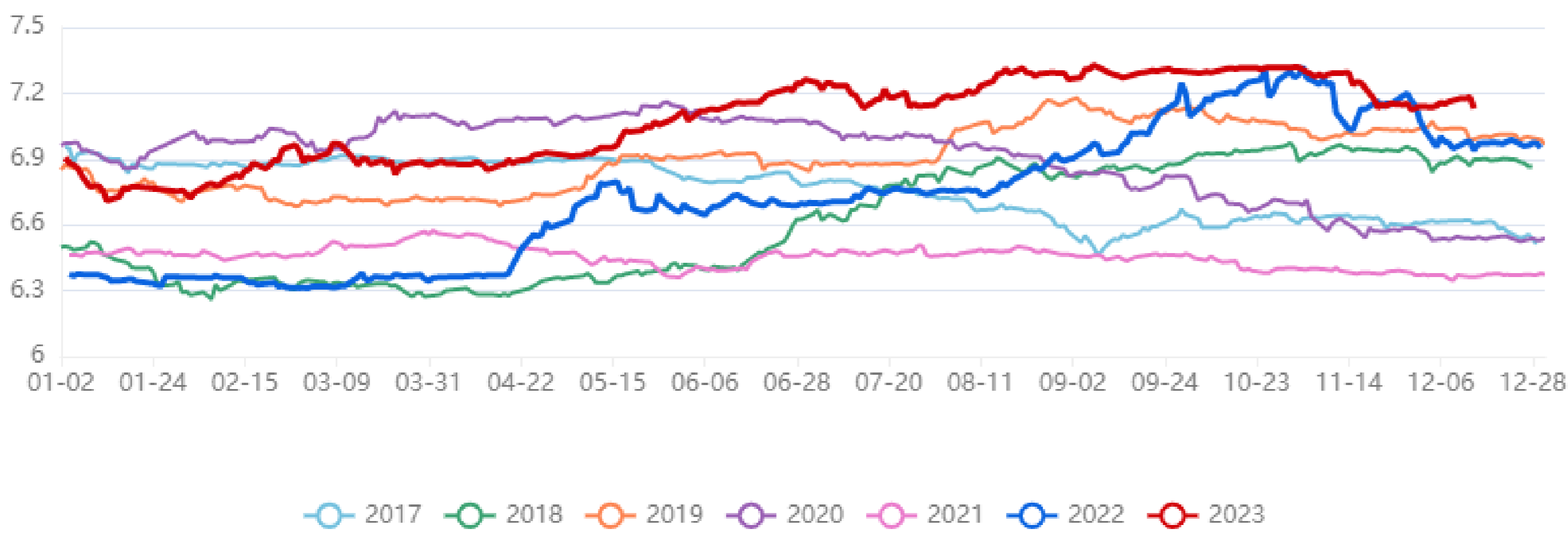
单位：%

美国：LIBOR3个月-国债3个月收益率（美债泰德利差） 2023-12-15



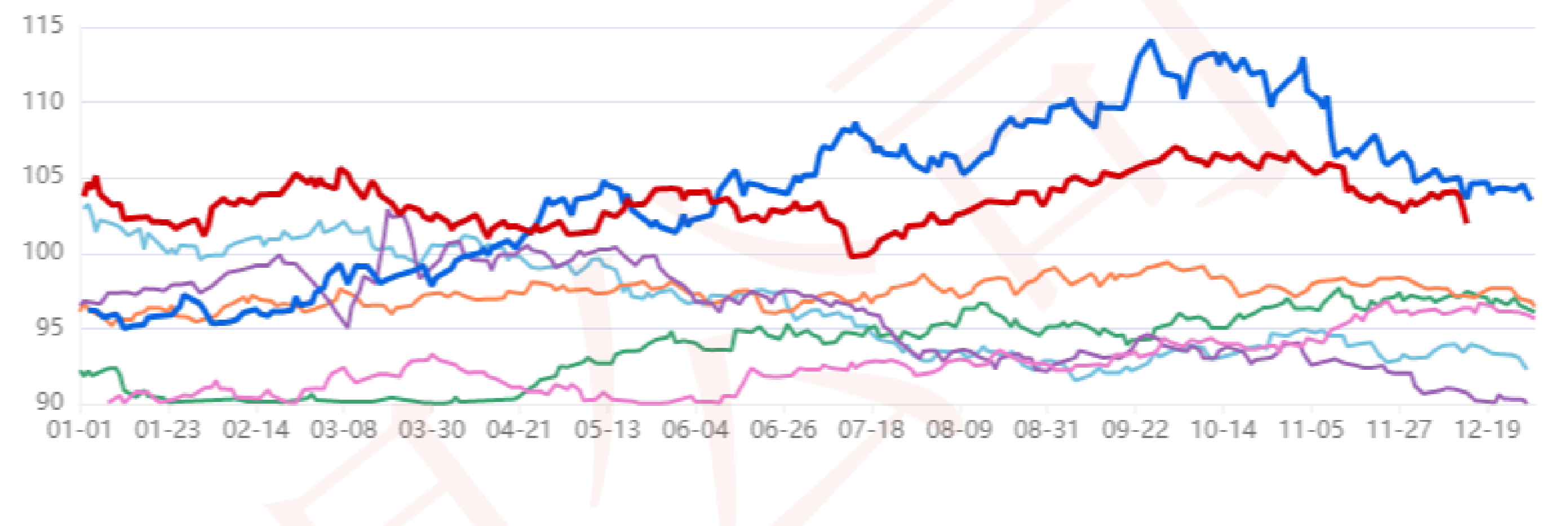
单位：%

即期汇率：美元兑人民币 2023-12-14



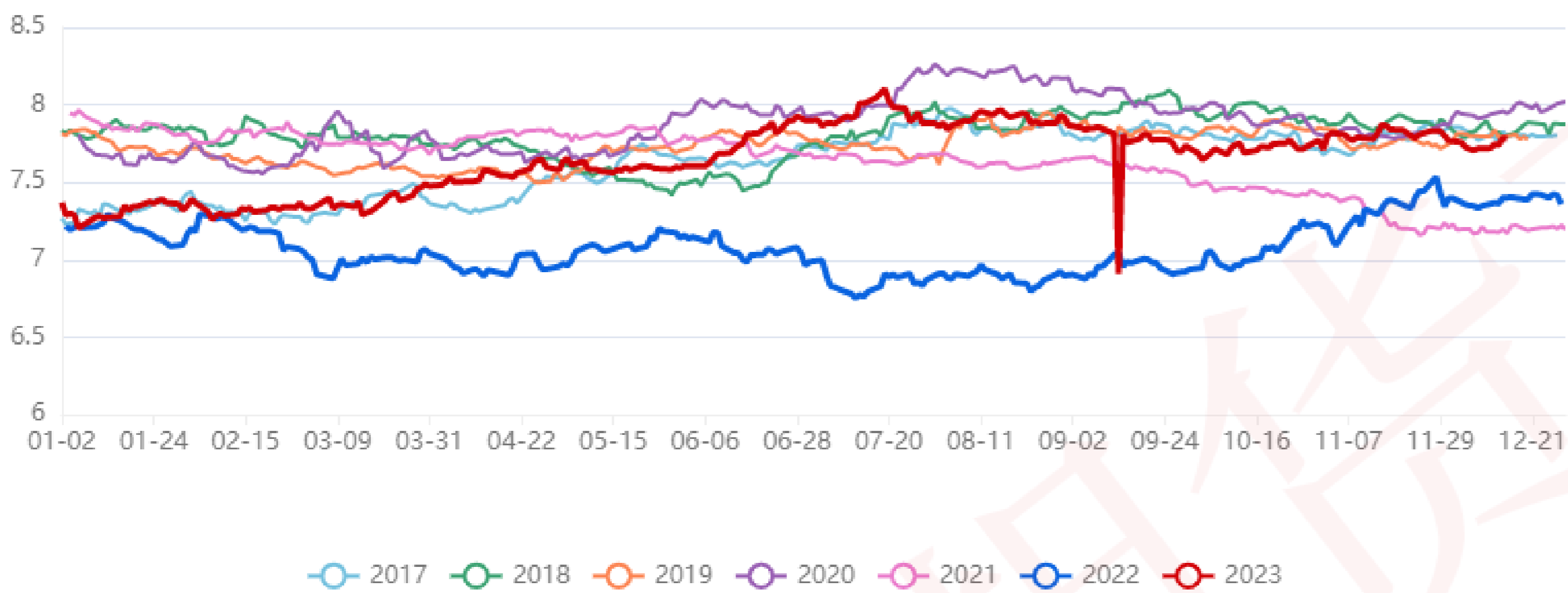
单位：%

美元指数 2023-12-14



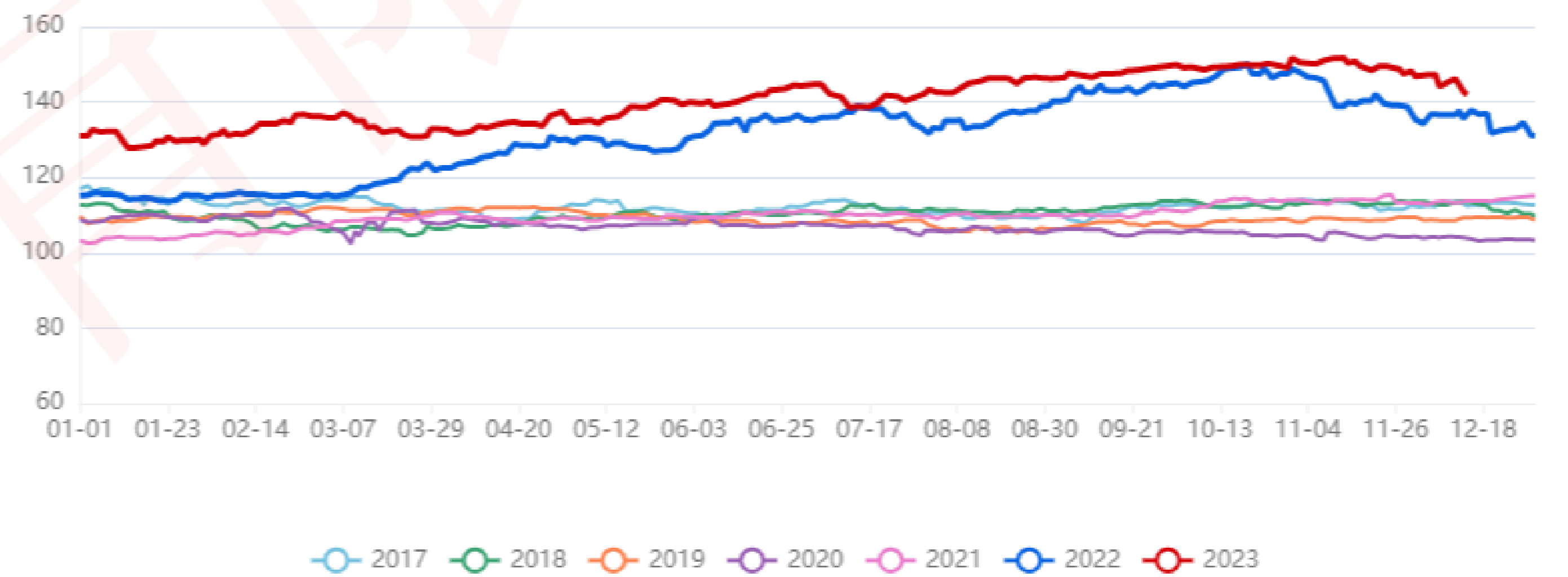
单位：%

欧元兑人民币 2023-12-15



单位：%

美元兑日元 2023-12-14



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。