

国内经济复苏一波三折

观点

展望后市：宏观层面的积极因素未能进一步发酵，大宗商品短期或维持震荡走势，板块间根据基本面不同而呈现分化走势。一是，红海事件背后是复杂的地缘政治因素，未来走向仍具有高度不确定性，预计将继续扰动大宗商品市场；二是，海外市场，需要关注“经济回落和通胀下滑引发的衰退交易”与“美联储降息预期带来的风险偏好提升”之间的摇摆；三是，国内层面，弱现实（主要是地产与出口）与强预期（财政和货币加码、基建投资回升）之间平衡是决定中期走势的关键。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数高位震荡，一方面，红海事件出现反复（部分船运公司复航），带动能源、集运等大宗商品价格走势反复；另一方面，国内弱现实与强预期之间来回切换，黑色系商品高位震荡。

(2) 国内经济复苏一波三折。12月制造业PMI环比回落，主要分项指数多数回落，反映经济景气度有所下降。考虑到2022年12月基数偏低，因此，2023年12月经济同比表现可能相对较好。今年以来PMI指数走势可谓“一波三折”，四季度国际油价回落再次带动PPI回落，影响企业盈利预期，导致制造业PMI连续3个月下行，表明经济恢复动能仍需加强，特别是内需不足问题依旧突出。往后看，预计在双节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，但未来仍需着力扩大国内需求。值得注意的是，逆周期政策发力的信号已经在建筑业PMI上有所体现，外需回升动力也在形成，预计2024年中国制造业PMI将逐渐回归临界值，后续重点关注出口、PPI、基建投资等指标的变化。

(3) 美国房价仍然强势，日本央行再次暗示政策转向。1) 尽管10月时按揭贷款利率大幅上升，但美国房价仍然强势，数据显示，S&P/CS全国房价指数同比上涨4.8%，创今年迄今以来的最大单月升幅，较9月的同比4.0%涨幅有明显扩大。由于当前的按揭贷款利率比2021年底高出两倍还多，许多已经锁定低贷款利率的房主不愿出售房屋，因此市场上的房屋供应量低于正常水平。未来随着利率逐渐回落，房地产供需错位情况有所好转，房价或稳中有降。2) 日本央行行长植田和男在东京经济团体联合会会议上发表讲话指出日本摆脱过去25年所面临的低通胀环境、日本央行所追求的2%的“物价稳定目标”持续稳定实现的确正在逐步提高。这被解读为日本央行再次暗示政策转向，预计2024年春季薪资谈判将是决定日央行是否改变的关键。

宏观·周度报告

2023年12月31日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 中国 PMI 连续三个月回落

1、12月 PMI 较前值回落

国家统计局12月31日发布数据显示，中国12月官方制造业PMI为49.0，预期49.5，前值49.4，制造业景气水平有所回落；中国12月官方非制造业PMI为50.4，预期50.5，前值50.2，高于临界点，表明非制造业扩张有所加快。综合PM产出指数为50.3，高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。

从主要分项指标来看，除供货商配送时间指数环比持平外，生产、新订单、原材料库存、从业人员指数均环比回落。其中，生产指数保持扩张，需求相对偏弱，12月生产和新订单指数分别为50.2%、48.7%，环比分别下降0.5个、0.7个百分点。

1) 从需求端来看，制造业市场需求相对偏弱，12月反映需求不足的企业比重环比上升0.2个百分点至60.8%。同时，新出口订单指数环比下降0.5个百分点至45.8%，为今年最低，或受欧美消费市场备货季节性放缓等因素影响。

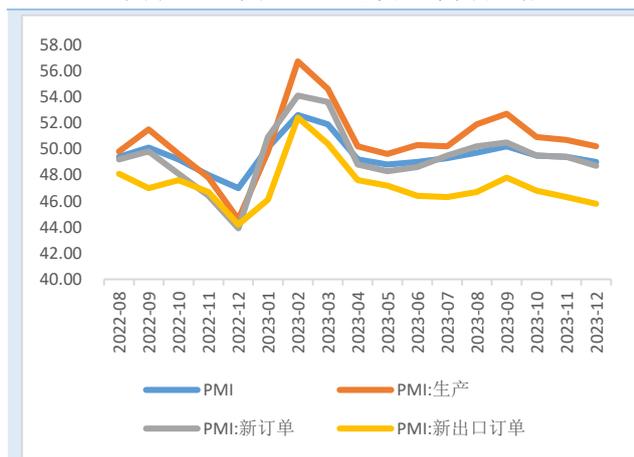
2) 从生产端来看，尽管生产指数环比回落，但已连续7个月在扩张区间。其中，装备制造业和高技术制造业生产指数全年均值都明显高于全部制造业，表明制造业新动能供给景气度较高。

3) 原材料购进价格指数环比上升0.8个百分点至51.5%，结束了连续2个月的下行态势。从出厂价格来看，市场需求相对偏弱导致产品销售价格有所下降，12月出厂价格指数环比回落0.5个百分点至47.7%。

4) 非制造业方面，受寒潮天气等因素影响，部分地区与出行相关的行业活跃度下降；京沪楼市新政带动房地产需求回暖土木工程建筑业指数大幅上升显示基建投资继续发力。其中，12月服务业商务活动指数为49.3%，环比持平。12月建筑业商务活动指数环比上升1.9个百分点至56.9%。

综合来看，12月制造业PMI环比回落，主要分项指数多数回落，反映经济景气度有所下降。考虑到2022年12月基数偏低，因此，2023年12月经济同比表现可能相对较好。今年以来PMI指数走势可谓“一波三折”：一季度PMI维持在50%以上，反应疫情放开后经济复苏的强劲势头；二季度需求快速透支后，制造业PMI快速降至50%以下；三季度逆周期政策边际发力（6月、8月降息，地产政策优化），制造业PMI开始回升并在9月短暂到达50.2%的位置；但四季度国际油价回落再次带动PPI回落，影响企业盈利预期，导致制造业PMI连续3个月下行，表明经济恢复动能仍需加强，特别是内需不足问题依旧突出。往后看，预计在双节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，但未来仍需着力扩大国内需求。值得注意的是，逆周期政策发力的信号已经在建筑业PMI上有所体现，外需回升动力也在形成，预计2024年中国制造业PMI将逐渐回归临界值，后续重点关注出口、PPI、基建等。

图表 1：中国 PMI 连续三个月回落



数据来源：Wind

图表 2：主要分项指标均有所回落



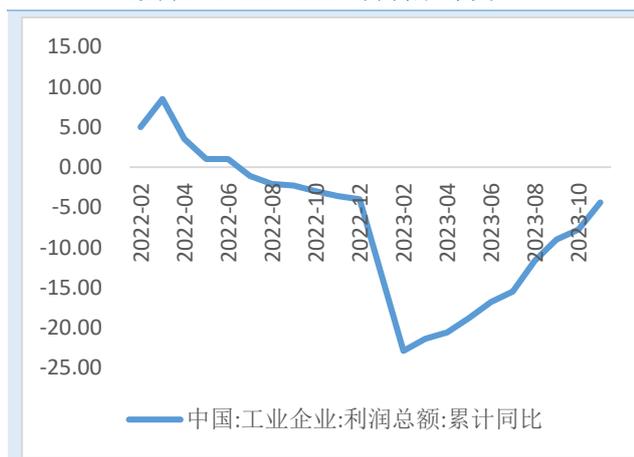
数据来源：Wind

2、工业企业利润总额延续年内修复趋势

12月27日，统计局发布数据显示，1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额69822.8亿元，同比下降4.4%，降幅比1-10月份收窄3.4个百分点。11月份，规模以上工业企业实现利润同比增长29.5%。从三大类别看，1-11月，采矿业实现利润总额12277.2亿元，同比下降18.3%；制造业实现利润总额50987.1亿元，下降4.7%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额6558.5亿元，增长47.3%。

11月单月工业企业利润同比增速较高（单月同比增速达到17%），这与去年基数较低关系较大，考虑到当前国内生产持续复苏，工业生产仍维持稳健，预计工业企业利润恢复的趋势仍将持续，同时后续基数波动将逐渐减小。

图表 3：工业企业利润累计同比



数据来源：Wind

图表 4：主要分项指标均有所回落



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 多省份获偿还存量债务结存限额，目前均已发行完毕

10月以来，地方开始发行特殊再融资债券，截至12月25日，各地已发行的特殊再融资债券规模合计达1.38万亿元。与此同时，各地特殊再融资债券的额度情况也引起市场高度关注。据梳理，截至目前已有广西、四川、江苏、浙江、新疆等省份在近期披露的预算调整报告中披露了相关额度情况，以上省份合计获得特殊再融资债券额度1297亿元，广西四川、江苏、浙江、新疆额度分别为623亿元、280亿元、261亿元、77亿元、56亿元。特殊再融资债用于偿还存量债务，实际用途一般用于置换隐性债务。发行特殊再融资债券置换隐性债务后，隐性债务减少的规模和政府债务余额增加的规模相等。

（2）中央企业负责人会议重点强调四方面内容，提高央企对国民经济增长的贡献度

12月25日至26日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，全面贯彻落实党的二十大精神和中央经济工作会议精神，总结2023年国资央企工作，研究部署2024年重点任务。坚持和加强党对国资央企的全面领导，围绕增强核心功能、提高核心竞争力，深入实施国有企业改革深化提升行动，着力提高中央企业创新能力和价值创造能力，推动国有资本“三个集中”，加快建设现代化产业体系、实现高质量发展，更好发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用，为持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业作出新贡献。

会议对后续中央企业工作的部署主要强调四方面内容：一是坚定履行党中央赋予国资央企在新时代新征程的重大使命。其中明确提出，要提高中央企业对国民经济增长的贡献度，提高企业经营效率和质量，并且更加注重提升战略性新兴产业收入和增加值占比，注重提升品牌价值；二是更好推动高质量发展。2024年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，中央企业改革发展重点工作主要是抓好“六个着力”；三是坚持和加强党对国资央企工作的全面领导；四是扎实做好岁末年初工作。

（3）加快构建全国一体化算力网

12月26日，国家数据局发布消息，国家发展改革委、国家数据局等五部门近日联合印发《深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》，从通用算力、智能算力、超级算力一体化布局，东中西部算力一体化协同，算力与数据、算法一体化应用，算力与绿色电力一体化融合，算力发展与安全保障一体化推进等五个统筹出发，推动建设联网调度、普惠易用、绿色安全的全国一体化算力网。

《实施意见》提出到2025年底，综合算力基础设施体系初步成型。国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的60%以上，国家枢纽节点算力资源使用率显著超过全国平均水平，1ms时延城市算力网、5ms时延区域算力网、20ms时延跨国家枢纽节点算力网在示范区域内初步实现；算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过80%；用户使用各类算力的易用性明显提高、成本明显降低，国家枢纽节点间网络传输费用大幅降低；算力网关键核心技术基本实现安全可靠，以网络化、普惠化、绿色化为特征的算力网高质量发展格局逐步形成。在新科技革命和产业变革中，算力资源具有举足轻重的作用。

(4) 十部门发文支持加工贸易发展

12月28日，商务部等10部门发布关于提升加工贸易发展水平的意见，提出12条意见，提升加工贸易水平，支持产业向中西部、东北地区梯度转移，促进加工贸易持续健康发展加快建设贸易强国。具体来看有三个重点值得关注：一是鼓励开展高附加值产品加工贸易，支持电子信息、生物医药、航空航天、新能源、新材料等先进制造业和战略性新兴产业加工贸易发展，充分发挥其辐射带动和技术溢出作用，促进产业集群发展和优化升级；二是促进综合保税区和自贸试验区保税维修业务发展并推进其他区域保税维修试点，支持区内海关高级认证企业参照综合保税区维修产品目录及相关要求，开展飞机、船舶、盾构机等大型装备“两头在外”保税维修业务，在综合保税区和自贸试验区外，加快支持一批医疗器械、电子信息等自产出口产品“两头在外”保税维修试点项目；三是加强梯度转移载体建设，高质量培育加工贸易梯度转移重点承接地、加工贸易承接转移示范地、国家加工贸易产业园等载体，持续引导加工贸易向中西部和东北地区转移，并对符合条件的梯度转移载体项目，通过地方政府专项债券给予支持。

1.3 海外：美国经济数据下修，红海危机冲击供应链

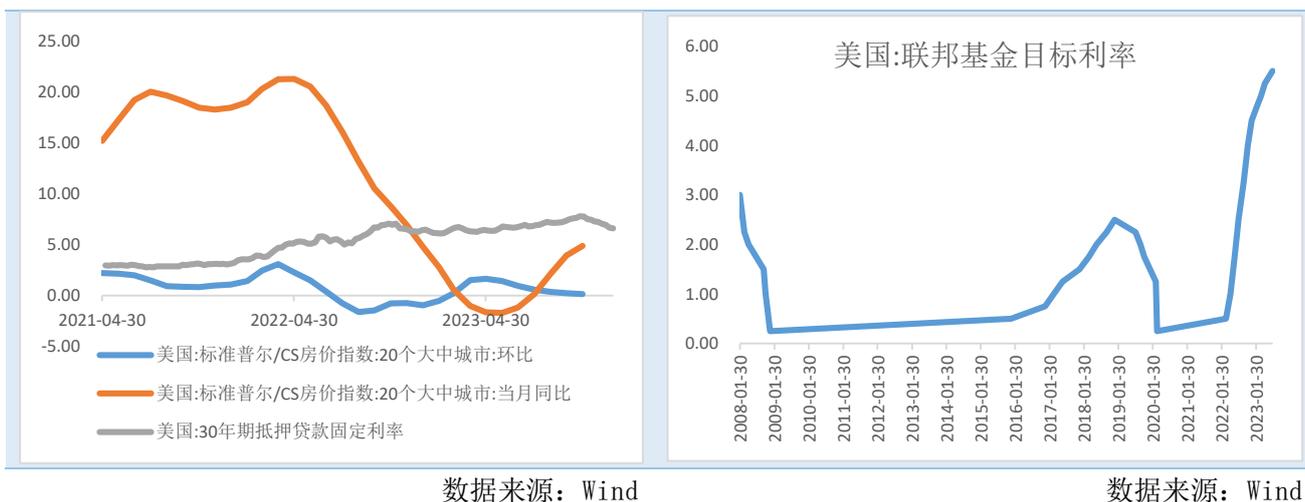
1、美国房价指数创年内最大涨幅

当地时间12月26日，数据显示，S&P/CS全国房价指数同比上涨4.8%，创今年迄今以来的最大单月涨幅，较9月的同比4.0%涨幅有明显扩大。全国房价指数季调后环比上涨0.6%，S&P/CS 20座大城市房价指数同比上涨4.87%，也创今年迄今以来的最大单月涨幅，略好于预期的4.85%，9月前值为上涨3.92%。FHFA房价指数环比上涨0.3%，预期为上涨0.5%，9月前值为0.6%。

尽管10月时按揭贷款利率大幅上升，但美国房价仍然强势。据《按揭贷款新闻日报》的数据，10月19日，30年期固定贷款平均利率突破8%大关，这是二十多年来的最高水平。不过，利率随后在11月和12月呈下降态势，其中12月伴随着市场对美联储明年大幅降息的预期更为强烈，库存不足是推高房价的关键因素。由于当前的按揭贷款利率比2021年底高出两倍还多，许多已经锁定低贷款利率的房主不愿出售房屋，因此市场上的房屋供应量低于正常水平。未来随着利率逐渐回落，房地产供需错位情况有所好转，房价或稳中有降。

图表 5：贷款利率上升，房价依旧强势

图表 6：美国联邦基金目标利率



2、日央行行长就工资和物价发表讲话

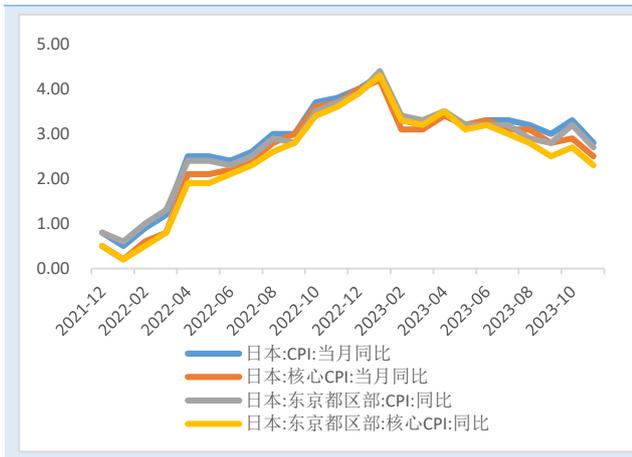
当地时间 12 月 25 日，日本央行行长植田和男在东京经济团体联合会会议上发表讲话指出 2023 年物价上涨率持续超过 2.0%，主要原因是以往进口价格上涨的价格转嫁，随着经济的改善，企业的工资和定价行为也出现了变化。根据这一变化趋势，日本摆脱过去 25 年所面临的低通胀环境、日本央行所追求的 2% 的“物价稳定目标”持续稳定实现的可能性正在逐步提高。植田说，如果“通胀以可持续和稳定的方式实现 2% 目标的可能性充分上升，央行可能会考虑改变其货币政策。”

从实际的数据来看，2021 年 4 月日本 CPI 同比触底为-1.1%，随即持续反弹至 2023 年 1 月的 4.3%，Core-Core CPI 也从 2022 年底部-1.1%上行至 2023 年 5 月的 4.3%，虽然近月来 CPI 同比涨幅有所回落，但仍在 2023 年 10 月录得 3.3%，Core-Core CPI 在 10 月录得 4%。在剔除消费税影响后，这一轮物价上涨幅度超过 1990 年以来每次物价上涨时的水平，而且上涨的速度也是最快的。

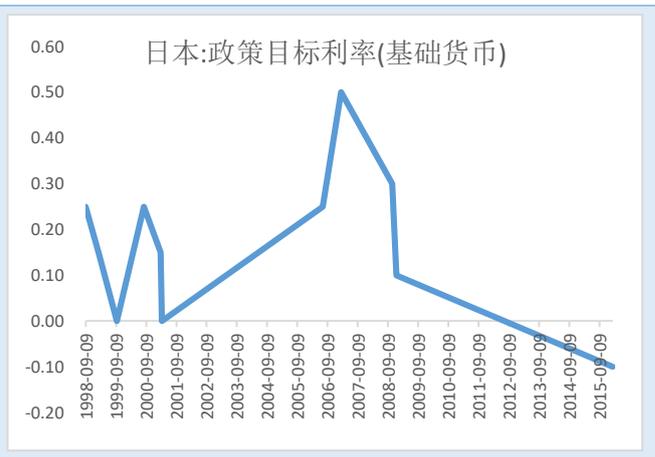
植田和男演讲中提到日本企定价行为正在发生变化，但未来的不确定性依然较大，一方面是 2024 年春季劳资谈判中企业是否能够持续加薪，另一方面是企业能否继续在销售价格中体现工资等非原材料成本的增长，如果不能实现，“物价-薪资”的良性循环就难以打通。然而这两点仍然需要后续的物价、工资等数据走势来不断验证，预计日本央行短期对货币政策仍将保持谨慎态度，2024 年春季的劳资谈判是关键。

图表 7：日本国内通胀有所改善

图表 8：日本央行长期保持负利率



数据来源: Wind



数据来源: FED

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

化工：生产负荷稳中有降，产品价格多数上涨。需求方面，受地缘政治因素干扰，聚酯产业链产品价格多数上涨，截至12月29日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均出现上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有降，其中，PTA开工率下降至82%，聚酯工厂负荷率小幅降至85%，江浙织机负荷率小幅降至73%。

钢铁：生产小幅回落，需求持续走弱。全国高炉开工率回落2.52个百分点至75.17%；进入传统的需求淡季，需求持续走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，表需继续回落，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

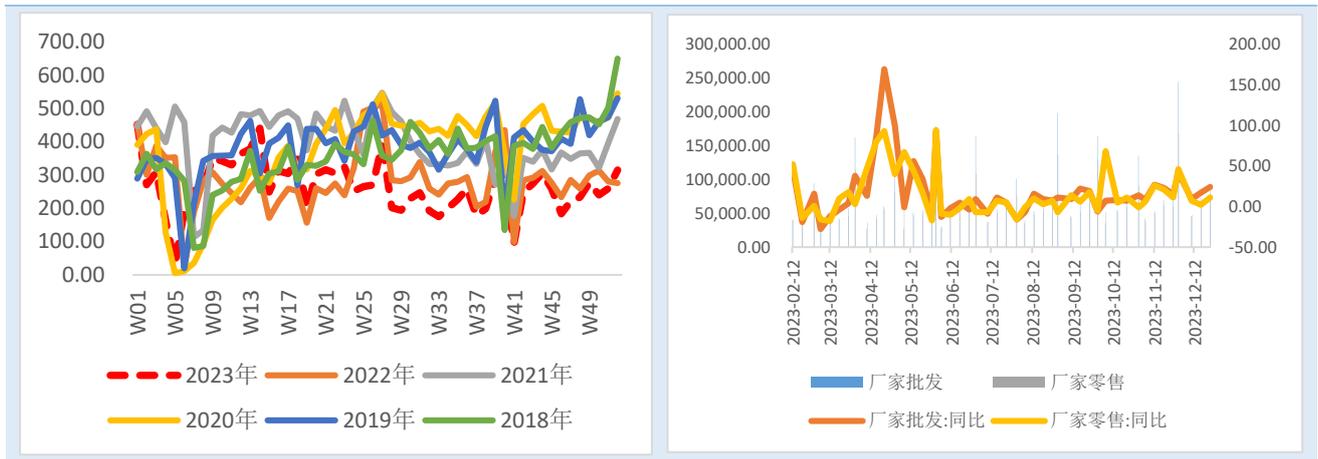
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比回升。截至12月28日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升25.68%，按均值计，月同比下降11.75%，其中，一、二、三线城市12月同比分别增长-8.46%、-10.82%、-17.06%；12月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降3.19%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，12月第三周全国乘用车市场日均零售8.3万辆，同比去年12月同期增长11%，环比上月同期增长38%。12月1-24日，乘用车市场零售152.5万辆，同比去年同期增长7%，较上月同期增长20%；今年以来累计零售2086.9万辆，同比增长5%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

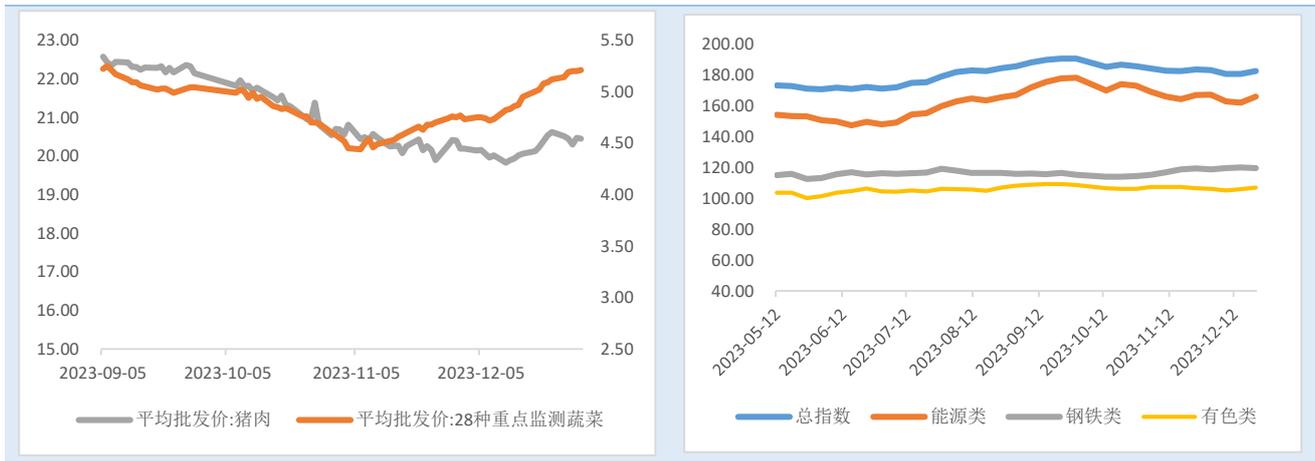
(1) 本周食品价格多数上涨。本周(截至12月29日)蔬菜均价环比上涨2.49%，猪肉均价环比上涨0.26%。

(2) 需求不足, CPI 降幅再扩大。11月CPI同比降幅进一步扩大至0.5%，食品供给充足，蔬菜、猪肉等价格持续下跌，成为最主要的拖累；国际油价高位回落、旅游淡季等因素共同拖累非食品价格的走势。此外，核心CPI同比持平，回升动能仍偏弱。整体而言，供给充足、需求不足仍是当前经济运行的主要特点，经济回暖仍待夯实，稳增长政策或将持续发力，后续存在进一步降准降息的可能。预计明年通胀整体保持温和，CPI同比增速略高于今年。

(3) PPI 降幅进一步扩大。PPI同比降幅进一步扩大至-3%，主要原因：一是，国内需求恢复偏慢，尤其是下游工业企业需求出现了反复，这点主要是受房地产和出口的拖累；二是，国际油价大幅下行，外部通胀压力趋于下行。展望未来，预计新一轮的稳增长政策将在中央经济工作会议后陆续推出，国内经济或能更好得到恢复，工业企业需求回暖更具有持续性，国内PPI同比降幅将收窄，但考虑到外部传导将继续减弱，PPI同比降幅收窄的斜率不宜过度乐观。

图表 12: 食品价格多数下跌

图表 13: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎