

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美国上半年降息预期稳定，国内维持弱复苏节奏

——大宗商品宏观&中观周度观察20240101

宏观与商品策略研究团队

研究员

张文

从业资格号 F3077272

投资咨询号 Z0018864

zhangwen@citicsf.com

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com

刘道钰

从业资格号 F3061482

投资咨询号 Z0016422

liudaoyu@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

- **市场隐含联邦基金利率企稳，银行定期融资计划（BTFP）用量创新高。** 截至12月29日，市场隐含联邦基金利率显示2024年1月美联储大概率维持当前利率区间，3月大概率降息25bp，6月或累计降息75bp，本周市场隐含利率企稳。此前2024票委积极释放降息信号，美联储2024票委博斯克表示，“预计2024年下半年将进行两次降息”。“美联储不能等到通胀率达到2%才降息，否则通胀将“超调”；这是降息背后的策略。”，但美联储“并不迫切退出限制性政策立场。”2024票委巴尔金表示“如果通胀出现良好的下降，美联储将会做出回应。”至此，4位2024票委中已有3位明确释放降息信号。截至12月27日，美联储资产负债表缩减117亿美元至7.68万亿美元，其中主要收缩来自于短期国债与MBS。银行定期融资计划（BTFP）用量上升44亿美元至1358亿美元，创设立以来新高。
- **地方联储制造业指数大面积超预期回调，企业销售预期不确定性上升，海外需求延续弱势。** 截至12月，里奇蒙德联储制造业指数-11，前值-5；费城联储制造业指数-10.5（预期-3，前值-5.9）；纽约联储制造业指数 -14.5（预期2，前值9.1）；芝加哥联储经济活动指数46.9（预期51，前值55.8）。12月地方联储平均PMI（+50）为44.09，前值44.24，各地企业普遍对当地商业环境持悲观态度，多数企业报告未完成订单数量继续下降。或暗示12月ISM制造业PMI仍存下行风险，“预告”12月美联储褐皮书对于经济定性：经济活动放缓或延续。CEO经济展望、中小企业2023Q4对于未来销售预期改善，但绝对值低位。2023Q3GDP投资同比改善驱动主要来自于建筑投资。得益于拜登政府政策支持，制造业建筑支出逆周期增长，带动私人投资总额高增长。由于总需求下行压力犹存，由总需求主导的销售额-新订单-投资-库存经济链条及补库周期上行空间有限。
- **美国11月新屋销售降幅超预期，10月房价环比增速低于预期。** 11月新屋销售总数年化59万户（预期68.5万户，前值67.9万户），创一年新低，新屋销售环比大跌12.2%（预期上涨1.6%，前值下跌4%），11月新屋售价的中位值为43.47万美元，同比下跌6%，新屋库存连续第四个月增长。美国新屋开工上涨、营建许可呈现疲态。美国11月新屋开工总数156万户（预期136万户，前值135.9万户），新屋开工年化月率14.8%（预期-0.90%，前值0.2%）。美国11月营建许可总数公布146万户（预期146.5万户，前值149.8万户）。美国10月FHFA房价指数环比0.3%，低于预期0.5%，前值0.7%，创2023年2月以来新低；同比6.3%，前值6.2%。10月S&P/CS20座大城市房价指数同比4.9%，预期5.0%，前值3.9%。

- **劳动力市场动能疲弱，薪资上行缓慢，信心或被动修复。** 劳动力市场动能方面，堪萨斯联储劳动力市场动能指标显示劳动力市场今年2月以来保持低动能状态，11月劳动力市场活动转冷。从咨商会消费者信心就业细分来看，美国就业机会趋于减少，过剩状态缓解，与劳动力市场供需缺口持续收敛相互印证。预计本周美国12月非农数据或仍难逃下行通道。薪资与消费者信心方面，11月美国实际薪资上升缓慢，同比11.07%，前值11.05%。年初以来，美国消费者信心震荡上行，因美国劳动力市场趋缓，或暗示消费者信心更多因油价同比降温而被动修复。
- **植田和男发言强化加息前景，2024年“结束负利率可能性不为零”。** 日本央行行长植田和男进一步强化春季行动的前景，未排除可能性较低的1月加息选项。植田和男在NHK周三发布的采访中表示，“如果价格目标确定，将考虑政策转变”，“日本在不久的将来重新陷入通缩的可能性非常低”，但“目前来看，实现物价目标的前景还不够乐观”。“明年预期的工资涨幅将等于或略高于今年”，明年结束负利率的可能性不为零。“即使在不掌握中小企业春季薪资谈判全部结果的情况下，日本央行也有可能做出一些决定”。植田和男最新讲话表明，中小企业薪资状况优先级下降，日本央行或在评估3月公布的初步年度薪资协议后”筹划“加息，负利率政策或在2024年4月结束。本周植田和男的讲话表明日本央行正越来越接近做出决定，基本上会为全球央行的负利率历史画上句号。从市场隐含利率来看，**当前市场预计日本央行2024年1月维持负利率，最早或于2024年4月结束负利率政策。**
- **日本薪资谈判能否助力实现物价目标不确定性仍存：** 1) 当前日本通胀已过峰值，国内薪资增速支撑或存疑：进口物价指数及PPI均显示日本CPI或趋于向下，日本通胀已见顶回落；2) 截至11月，日本工业产出同比增速或暗示Q4日本GDP仍存下行压力；日本有效求人倍数由高点1.35下降至1.28，薪资增速边际降温。日本劳动力市场降温或弱化对于议价薪资增速支撑。在经济前瞻不确定性加强背景下，能否实现涨薪涨价的正循环，“日本央行还没有足够的自信”；3) 关于薪资通胀正循环的实现需密切关注工资上涨对服务物价的传导，目前服务通胀正在持续攀升。根据日本央行会议意见摘要，日本经济仍面临诸多不确定性，后续需密切关注日本国内个人消费支出及企业投资状况，如果企业采取成本削减措施，包括中小企业，企业将弱化劳工需求及产能利用率力度。实现物价目标尚不再“可见范围”之内，但通胀向上空间已较有限，根据春斗结果再做出决策也并不晚。

- **工业企业利润持续改善。** 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%。利润与收入均延续回暖，从两年复合同比角度看亦有明显改善。从结构以及库存来看，目前利润的修复更多来自于产量韧性推动营业收入出现较好改善，而需求疲软，内生动能不足或仍是制造业整体面临的一大问题。关注后续拉动内需政策能否推动内生动能进一步改善。
- **存款降息：长期或利于投资和消费。** 12月22日起，多家国有大行宣布下调存款挂牌利率：1) 存款利率的下调将缓解银行净息差压力；2) 放缓存款定期化的趋势；3) 打开货币政策宽松的空间，为明年政策利率进一步下调提供预期；4) 明年长端LPR报价下调的可能性有所增加、幅度或相对有限。预计其他股份行和中小银行会跟进下调定期存款利率，时间点或在年后、下调幅度或不如大行。
- **社融：政府债支撑社融，居民信贷转弱。** 11月社融增长较快，主要因为地方特殊再融资债券密集发行。信贷方面，11月信贷整体偏弱，主因企业中长贷缩量拖累，但居民部门信贷小幅增长，反映目前企业部门融资意愿仍偏弱。
- **财政：11月扩张步伐延续。** 1-11月财政收入增长，财政支出跌幅显著收窄，教育、社保、农林、债务付息支出持续扩张。总的来看，当前居民和企业信心仍偏弱，财政端持续扩张发力，对经济增长形成推动。
- **地产：地产投资继续放缓，但新开工同比转正。** 房价下行以及二手房成交活跃共同推动商品房销售持续下行。今年以来“认房不认贷”、“下调二套房首付比例”等地产利好政策频出，但由于房价仍未企稳以及二手房市场活跃度提高挤压新房需求，商品房销售承压。1—11月份，商品房销售面积100509万平方米，同比下降8.0%，跌幅较1—10月扩大0.2个百分点。
- **社零：增速持续回升，居民消费意愿边际改善。** 社零增速回升略弱于市场预期，而汽车消费和服务消费发力持续显现。分大类来看，金银珠宝、汽车、石油制品类消费持续景气，低基数影响下烟酒、饮料、服装、通讯器材消费表现较为亮眼，而化妆品、家用电器、建筑及装潢材料类消费拖累持续加大。预计随着服务业修复、企业生产和招工回暖和房贷减压逐渐发力，消费向好修复态势不会改变。

■ 建筑业景气度跟踪：弱稳

- **房地产：销售持续低迷，竣工小幅下滑。** 11月全国商品房销售同比降幅略有收窄，新开工同比年内首次转正，竣工增速小幅下滑。12月29日当周，30城商品房成交季节性回升，但仍处低位；二手房成交延续下滑趋势。
- **建筑业（施工）需求：走弱。** 12月29日当周，螺纹表观消费量持续回落；水泥出库量继续下滑。
- **建筑业（竣工）需求：偏弱。** 12月29日当周，玻璃表观消费有所回升，PVC表观消费持续下滑。
- **基建中观高频跟踪：出现分化。** 12月29日当周，石油沥青开工率继续下降，铜杆开工率回落0.3个百分点至71.4%，球墨铸铁管加工费环比持平。
- **挖机与重卡：销量偏弱。** 11月挖掘机销量同比-37.0%（前值-28.9%），印证地产与基建整体偏弱。

■ 制造业景气度跟踪：12月继续走弱，财政扩张助力经济恢复

- **PMI：12月继续走弱。** PMI综合指数回落0.4个百分点至49.0%，新订单指数回落0.7个百分点至48.7%。万亿国债增发，其中年内安排使用5000亿元。目前财政部已下达第一批资金，预计未来两周将继续下达至各地市，助力经济恢复。
- **发电量：同比增速回升。** 12月28日当周，电厂耗煤环比1.6%，同比12.2%（前值9.9%）。12月上旬，全口径发电量环比0.9%，同比8.2%（前值12.3%）。
- **汽车：轮胎开工率略有下滑。** 12月29日当周，半钢胎开工率下降0.7个百分点至71.6%；全钢胎开工率下降7.9个百分点至49.7%。12月乘用车零售环比上月同期有所增加，第三周同比明显改善。
- **出口：邻国出口表现较好。** 12月29日当周，中国出口集装箱运价指数环比上升3.3%。12月韩国出口同比5.1%。

■ 总结：现实弱稳，预期改善

- **房地产与建筑业偏弱。** 11月制造业PMI继续走弱，全国商品房销售持续低迷，反映现实需求偏弱。近期召开全国住房城乡建设工作会议，明确2024年重点任务，预计未来核心城市将继续优化地产政策，房地产市场有望筑底企稳。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **联储降息预期企稳，欧美经济活动仍趋缓**

美国宏观&中观 **地方联储制造指数疲软，劳动力市场动能放缓**

欧洲经济 **欧央行背离美联储，鹰派态度缺乏支撑**

日本经济 **植田和男强化加息预期，关注春季劳资谈判**

海外总览：联储降息预期企稳，欧美经济活动趋缓

- 美国方面**，市场隐含联邦基金利率企稳，银行定期融资计划（BTFP）用量创新高。截至12月29日，市场隐含联邦基金利率显示2024年1月美联储大概率维持当前利率区间，3月大概率降息25bp，6月或累计降息75bp，本周市场隐含利率企稳。12月地方联储平均PMI (+50) 为44.09，前值44.24，各地企业普遍对当地商业环境持悲观态度，多数企业报告未完成订单数量继续下降。或暗示12月ISM制造业PMI仍存下行风险，“预告”12月美联储褐皮书对于经济定性：经济活动放缓或延续。由于总需求下行压力犹存，由总需求主导的销售额-新订单-投资-库存经济链条及补库周期上行空间有限。劳动力市场动能方面，堪萨斯联储劳动力市场动能指标显示劳动力市场今年2月以来保持低动能状态，11月劳动力市场活动转冷。从咨商会消费者信心就业细分来看，美国就业机会趋于减少，过剩状态缓解，与劳动力市场供需缺口持续收敛相互印证。预计本周美国12月非农数据或仍难逃下行通道。**日本方面**，本周植田和男的讲话表明日本央行正越来越接近做出决定，基本上会为全球央行的负利率历史画上句号。**当前市场预计日本央行2024年1月维持负利率，最早或于2024年4月结束负利率政策。**

全球制造业PMI

制造业PMI	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
全球	未公布	49.3	48.8	49.2	49	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7
美国	未公布	46.7	46.7	49	47.6	46.4	46	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4
欧元区	44.2	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8
德国	43.1	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1
法国	42	42.9	42.8	44.2	46	45.1	46	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2
意大利	未公布	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52	50.4	48.5
爱尔兰	未公布	50	48.2	49.6	50.8	47	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3	50.1	48.7
希腊	未公布	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2
西班牙	未公布	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48	48.4	49	51.3	50.7	48.4	46.4
澳大利亚	47.4	46.2	47.6	51.5	48	48.2	50.1	51.6	53	48.5	50.6	48.5	47.5
英国	46.4	47.2	44.8	44.3	43	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47	45.3
日本	未公布	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9
中国	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47
印度	未公布	56	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8
巴西	未公布	49.4	48.6	49	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47	49.2	47.5	44.2
俄罗斯	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6	52.6	53
南非	未公布	54.9	48.7	46.6	50.7	44.8	45.5	49.7	45.8	49.0	48.9	49.2	50.4
越南	未公布	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4

美联储加息预期观测：市场隐含联邦基金利率企稳

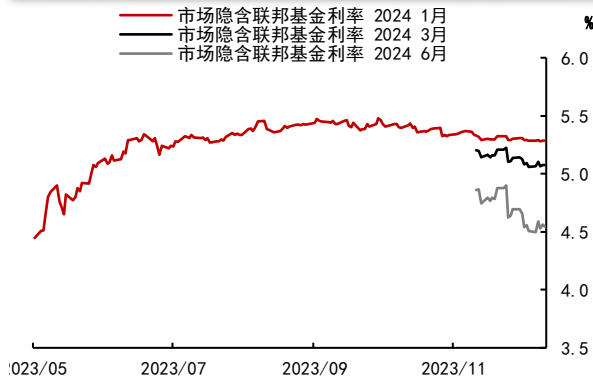
■ 市场隐含联邦基金利率企稳，银行定期融资计划 (BTFP) 用量创新高：

➢ 截至12月29日，市场隐含联邦基金利率显示2024年1月美联储大概率维持当前利率区间，3月大概率降息25bp，6月或累计降息75bp，本周市场隐含利率企稳。

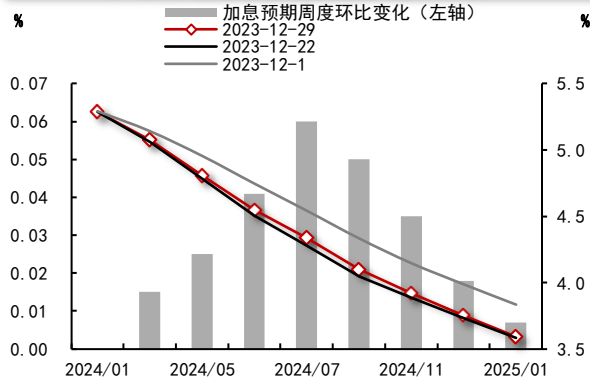
➢ 此前2024票委积极释放降息信号，美联储2024票委博斯克表示，“预计2024年下半年将进行两次降息”。“美联储不能等到通胀率达到2%才降息，否则通胀将“超调”；这是降息背后的策略。”，但美联储“并不迫切退出限制性政策立场。”2024票委巴尔金表示“如果通胀出现良好的下降，美联储将会做出回应。”至此，4位2024票委中已有3位明确释放降息信号。

➢ 美联储缩表进程延续，BTFP用量创新高。截至12月27日，美联储资产负债表缩减117亿美元至7.68万亿美元，其中主要收缩来自于短期国债与MBS。银行定期融资计划 (BTFP) 用量上升44亿美元至1358亿美元，创设立以来新高。

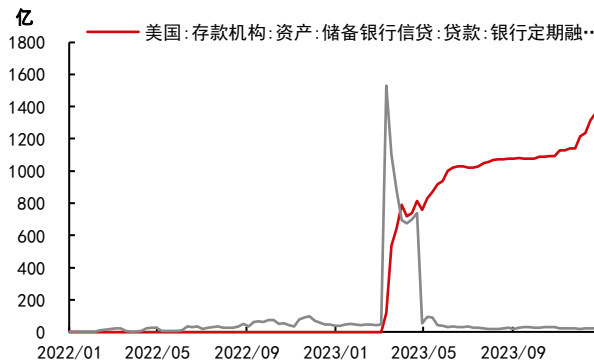
1月、3月、6月市场隐含联邦基金利率



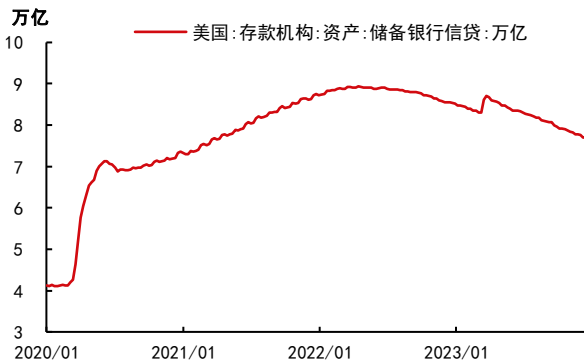
市场计价美联储加息进入尾声



BTFP使用量创新高



美联储缩表进程延续

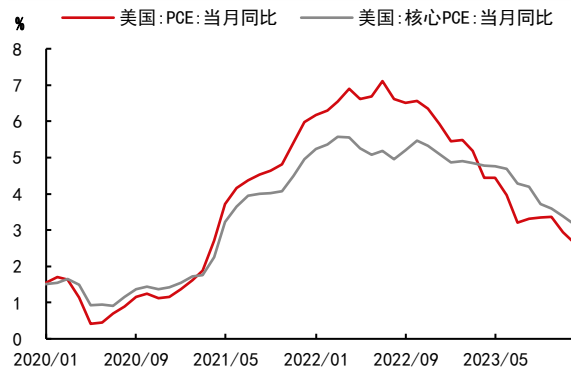


美国通胀：11月PCE环比下跌，通胀超预期降温

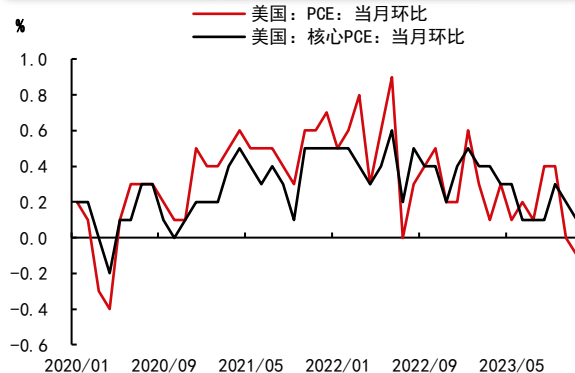
- **11月PCE环比下跌，通胀超预期降温。** 11月份美国个人消费支出价格指数（PCE）同比上涨2.6%（市场预期2.8%，前值2.9%），环比下降0.1%（预期0%，前值0%），11月PCE环比为2020年4月以来首次下降。剔除食品和能源价格的核心PCE指数同比增长3.2%（预期3.3%，前值3.5%），环比增长0.1%（预期的0.2%，前值0.1%）。按六个月年化率计算，美国核心PCE通胀率已回落至1.9%，低于美联储2%目标。

- **11月份个人收入和支出均环比分别增长0.4%、0.2%，增长加速。** 11月的美国PCE数据显示出，通胀在继续放缓，尽管借贷成本上升，但消费支出仍有韧性，经济前景有所改善，巩固了美联储明年降息预期。

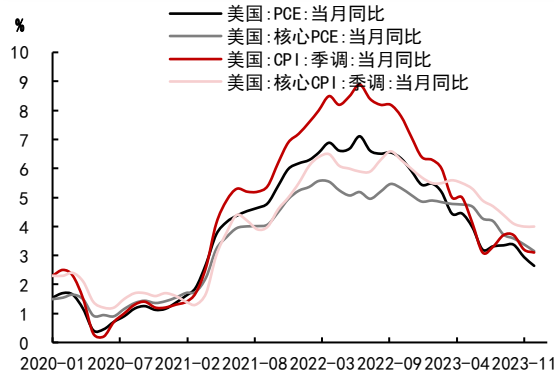
PCE与核心PCE同比走势



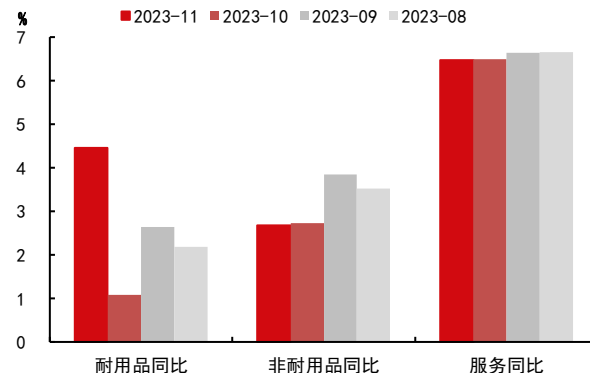
PCE与核心PCE环比走势



PCE与CPI呈下行趋势



个人消费支出细分项目

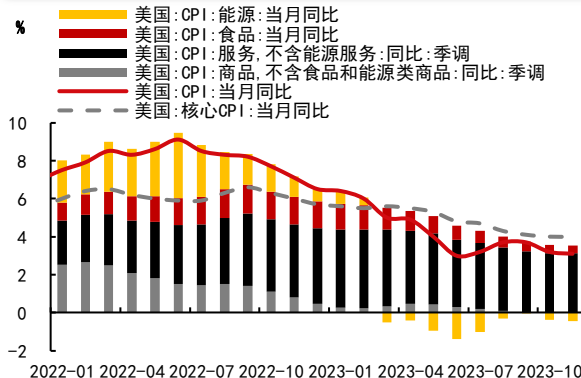


美国通胀：11月美国商品服务CPI增速再分化

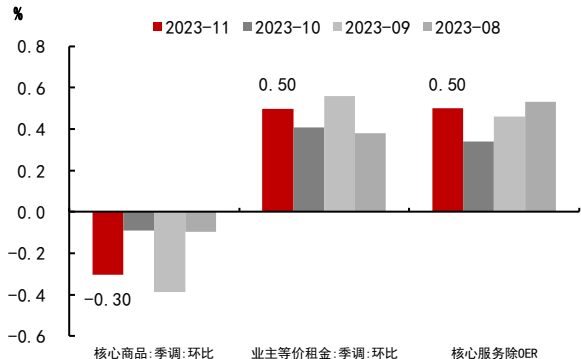
■ 11月美国消费者价格指数，同比符合预期，环比小幅超预期，细分中商品服务CPI再分化，市场降息预期调整。11月CPI同比录得3.1%，环比上升0.1%；核心CPI同比增长4.0%，环比增长0.3%。

■ 细分项目中，商品与服务CPI再分化，11月核心商品环比回落，房租及除房租核心商品CPI环比增长韧性。核心商品主要拖累来自于服装、家具与机票，料显示美国消费者出行-服装消费传导饱和。核心服务CPI增长韧性与劳动力市场薪资增速相互印证，加之OER CPI环比增长边际加速，支撑美国CPI下行斜率趋扁。数据出具，市场对于美联储降息预期调整。在美国通胀尚未趋近2%之前，市场降息预期或已接近极限。

美国CPI、核心CPI同比及细分构成



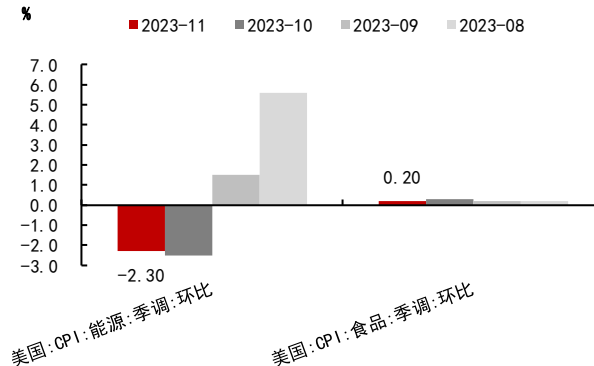
CPI细分中商品与服务环比分化



美联储CPI四大分类



能源CPI环比回落，食品CPI环比边际降温



美国消费：零售环比反弹，购物季开局稳健，隐忧仍存

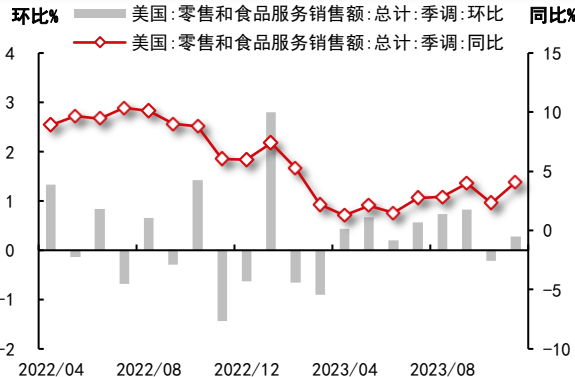
美国11月零售环比超预期，假日购物季开局稳健。

美国11月零售销售月率 0.3%，（预期-0.10%，前值-0.10%）；零售销售对照小组 0.4%（预期0.20%，前值0.20%）。零售销售细分中，主要拉动来自于无店铺零售、保健个护，必选消费仍为消费主要拉动，消费者“节俭”消费习惯延续。家具家装增长与11月消费者地毯购买计划相互印证。

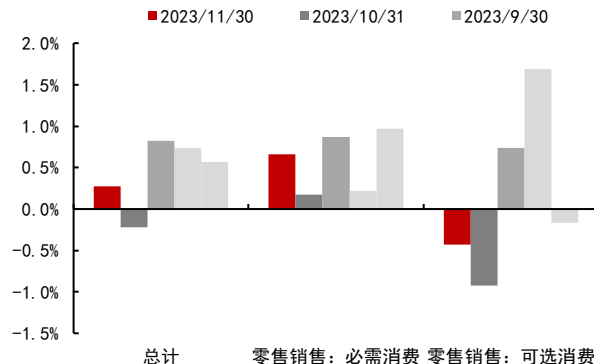
此外，美国中上层家庭购物力度减弱，美国零售总量韧性结构存隐忧。

美国上层中产阶层对消费者支出对零售销售韧性做出重大贡献。根据Bloomberg Second Measure，假日购物季伊始苹果、Coach和Nordstrom在内的一批面向上层中产阶层的零售商的销售额创下两年来最大降幅。尽管整体零售销售数据上升，但较富裕地区表现最佳的商场也受到了影响。富裕人群消费支出与经济形势更为敏感，因其对于可选消费边际倾向相对较高。因此，迎合富裕美国人的品牌、零售商和购物中心受到打击预示着美国经济未来可能疲软。

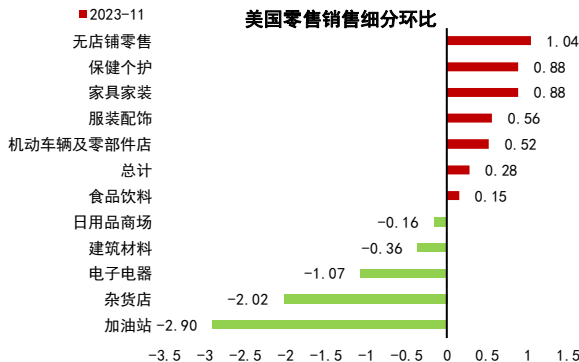
11月美国零售销售环比超预期



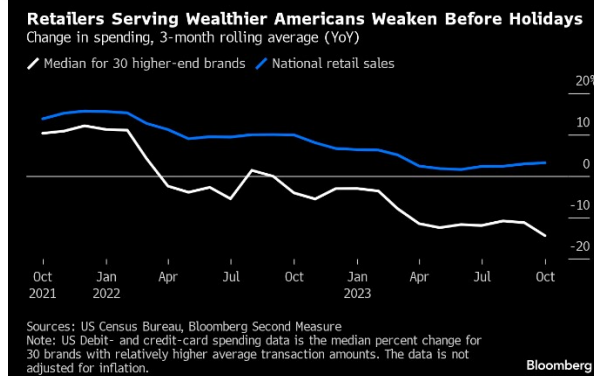
11月可选消费与必需消费分化



美国零售销售细分环比



可选消费品牌销售额与零售销售总额分化



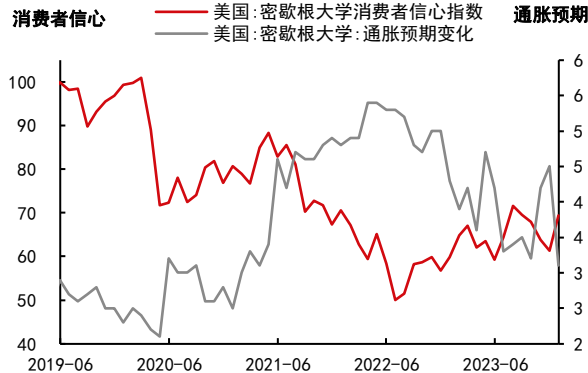
美国消费：12月美国消费者信心上涨，通胀预期走低

12月美国消费者信心上涨，通胀预期

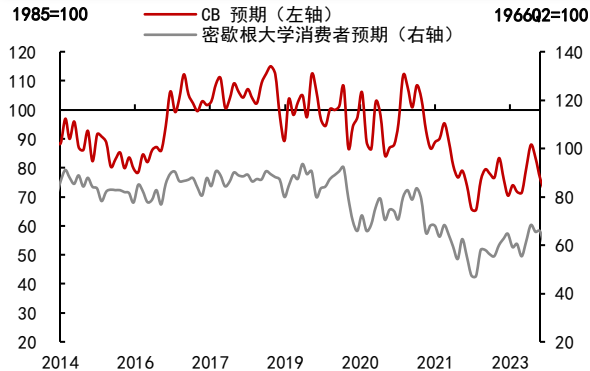
走低。美国12月密歇根大学消费者信心指数初值继续升至69.4，前值61.3），分项指数均较11月都有所上升，其中，现况指数初值74，前值68.3；预期指数初值66.4，前值56.8。通胀预期方面，12月的未来1年通胀预期初值跌至3.1%，前值4.5%，为2021年3月以来的最低水平。5年通胀预期初值降至2.8%，前值3.2%，为2021年7月以来的第二低水平。

■ **根据密歇根大学，本月五个成分指数都上涨了，商业状况的短期和长期前景都飙升。**人们在年龄、收入、教育、地理和政治认同方面情绪有所改善。越来越多的消费者(大约14%)自发地提到了明年选举的潜在影响，认为选举可能有利于经济。

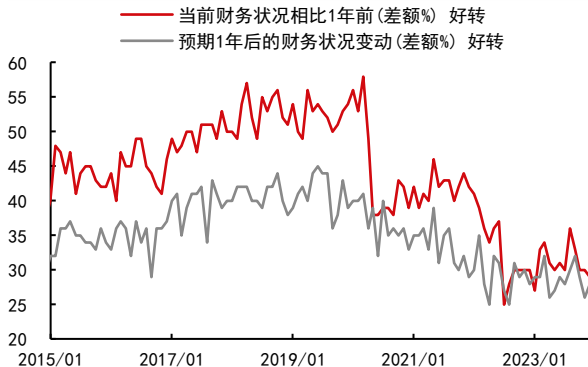
消费者信心上涨，通胀预期走低



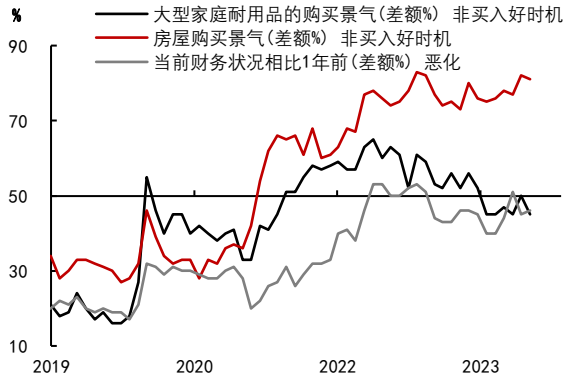
美国消费者信心反复



居民预期财务状况好转比例上升



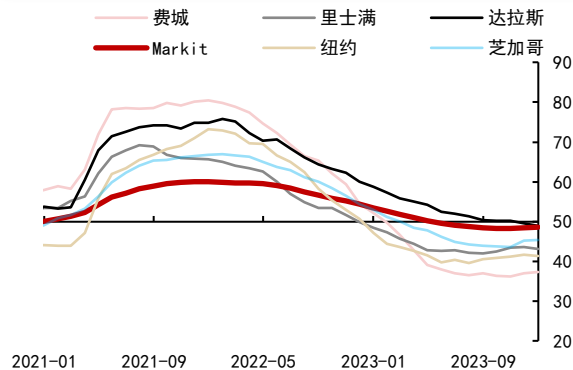
消费者信心细分恶化状况



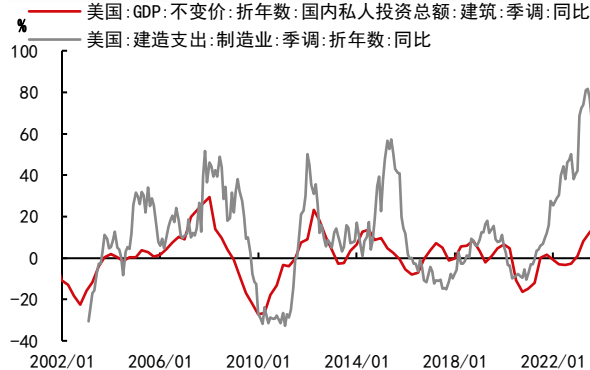
■ **地方联储制造业指数大面积超预期回调：**截至12月，里奇蒙德联储制造业指数-11，前值-5；费城联储制造业指数-10.5（预期-3，前值-5.9）；纽约联储制造业指数 -14.5（预期2，前值9.1）；芝加哥联储经济活动指数46.9（预期51，前值55.8）。12月地方联储平均PMI（+50）为44.09，前值44.24，各地企业普遍对当地商业环境持悲观态度，多数企业报告未完成订单数量继续下降。或暗示12月ISM制造业PMI仍存下行风险，“预告”12月美联储褐皮书对于经济定性：经济活动放缓或延续。

■ **企业销售预期不确定性上升，资本开支偏弱或暗示补库动力疲软。**CEO经济展望、中小企业2023Q4对于未来销售预期改善，但绝对值低位。2023Q3GDP投资同比改善驱动主要来自于建筑投资，得益于拜登政府政策支持，制造业建筑支出逆周期增长，带动私人投资总额高增长。由于总需求下行压力犹存，由总需求主导的销售额-新订单-投资-库存经济链条及补库周期上行空间有限。

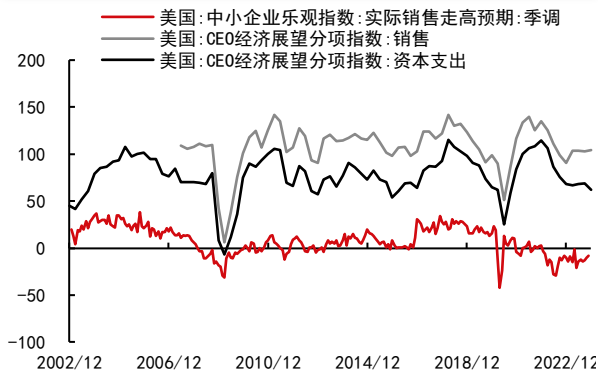
地方联储制造业PMI12MMA



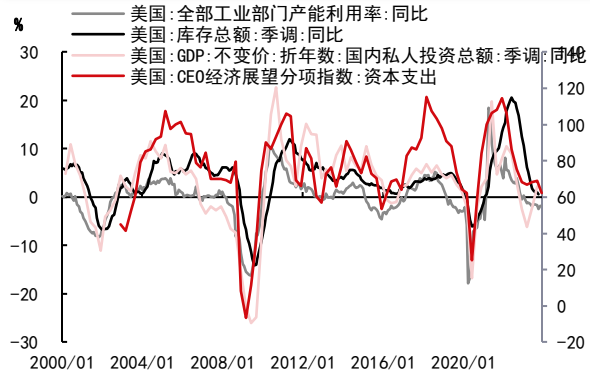
私人投资总额及制造业建筑支出



中小企业、CEO经济展望指数细分



资本开支偏弱或预示补库动力疲软



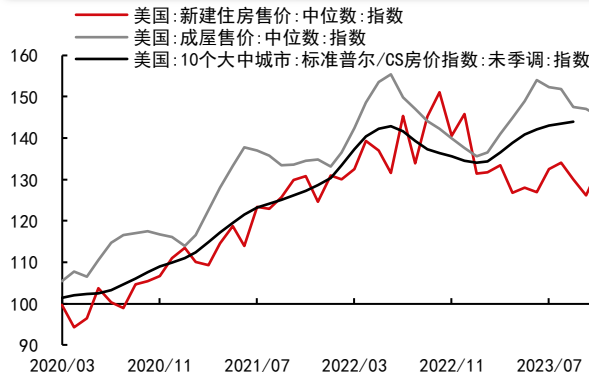
■ **美国11月新屋销售降幅超预期。**11月新屋销售总数年化为59万户（预期68.5万户，前值67.9万户），创一年新低，新屋销售环比大跌12.2%（预期上涨1.6%，前值下跌4%），11月新屋售价的中位值为43.47万美元，同比下跌6%，新屋库存连续第四个月增长。**美国新屋开工上涨、营建许可呈现疲态。**美国11月新屋开工总数156万户（预期136万户，前值135.9万户），新屋开工年化月率14.8%（预期-0.90%，前值0.2%）。美国11月营建许可总数公布146万户（预期146.5万户，前值149.8万户）。

■ **10月美国房价环比增速低于预期。**美国10月FHFA房价指数环比0.3%，低于预期0.5%，前值0.7%，创2023年2月以来新低；同比6.3%，前值6.2%。10月S&P/CS20座大城市房价指数同比4.9%，预期5.0%，前值3.9%。

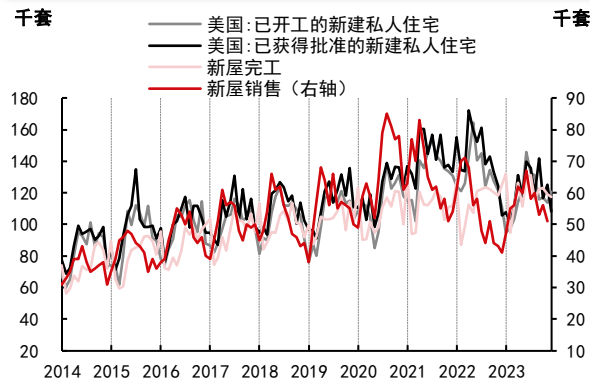
美国新屋、成屋销售与30FRM



11月美国成屋售价中位数下降



美国地产尚未回归疫情前增长斜率

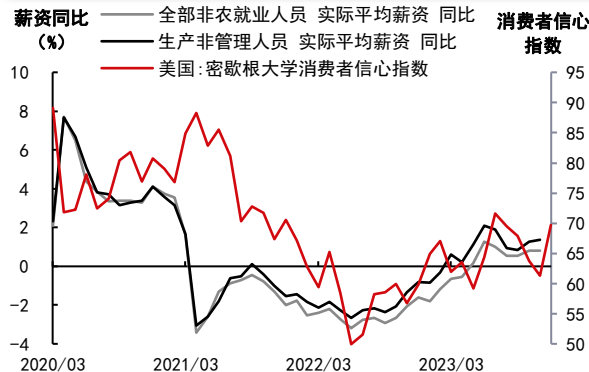


美国新屋开工向上动力有限

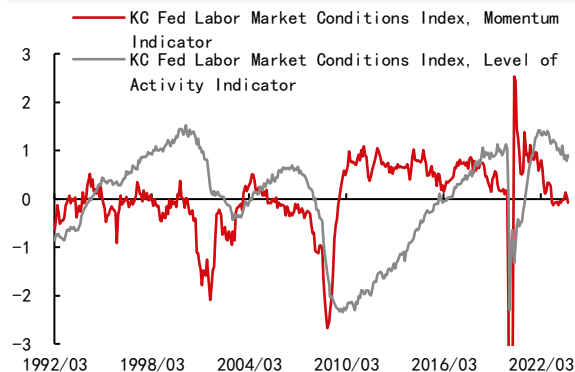


■ **劳动力市场动能疲弱，薪资上行缓慢，信心或被动修复。劳动力市场动能方面，堪萨斯联储劳动力市场动能指标显示劳动力市场今年2月以来保持低动能状态，11月劳动力市场活动转冷。从咨商会消费者信心就业细分来看，美国就业机会趋于减少，过剩状态缓解，与劳动力市场供需缺口持续收敛相互印证。预计本周美国12月非农数据或仍难逃下行通道。薪资与消费者信心方面，11月美国实际薪资上升缓慢，同比11.07%，前值11.05%。年初以来，美国消费者信心震荡上行，因美国劳动力市场趋缓，或暗示消费者信心更多因油价同比降温而被动修复。**

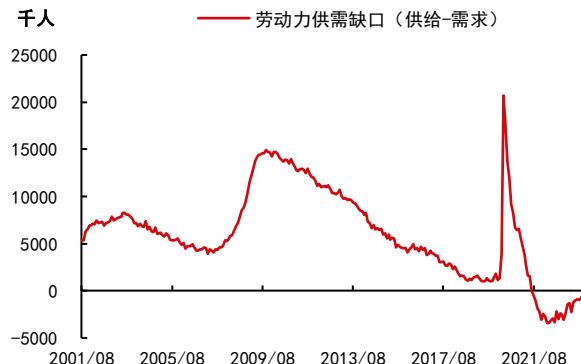
非农实际薪资与消费者信心



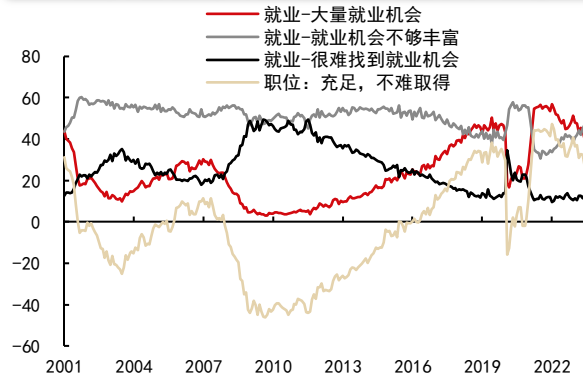
堪萨斯联储劳动力市场动能指数



美国劳动力市场供需缺口



CB消费者信心细分显示劳动力市场趋松

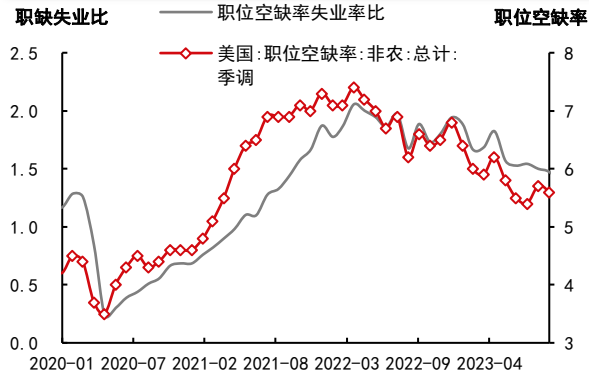


美国劳动力市场：10月劳动力市场需求回落

■ 美国10月JOLTS职位空缺数为873.3万人，预期930万，前值955.3万，为2021年3月以来的历史新低，表明劳动力市场降温明显。9月职位空缺数据从955万人下修至935万人。职位空缺细分中，医疗保健和社会援助领域的职位空缺下降23.6万，金融和保险下降16.8万，休闲住宿业下降13.6万，零售业减少10.2万人。10月份职位空缺率为5.3%，与失业率比值为1.36，延续下行趋势，但仍高于疫情前水平，反应了美国劳动力市场供不应求的局面还未彻底扭转。

■ 从劳动力流动数据来看，雇佣人数和雇佣比率均小幅走弱，分别为588.6万人和3.7%，总体上保持下降趋势。离职人数小幅上升至560.6万，离职率持平前值为3.6%。反应美国劳动力市场的软化迹象。

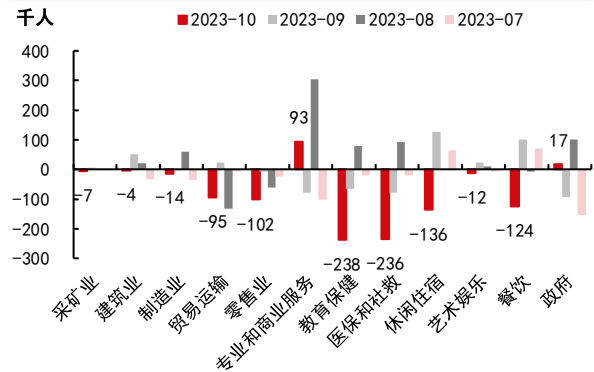
职位空缺率下降



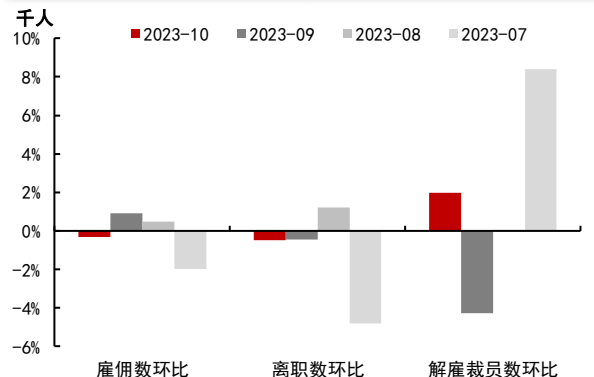
职位空缺数仍然高于疫情前水平



多数岗位职位空缺数下降



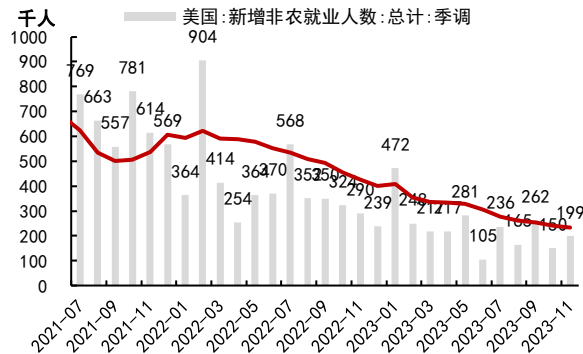
10月解雇裁员人数上升



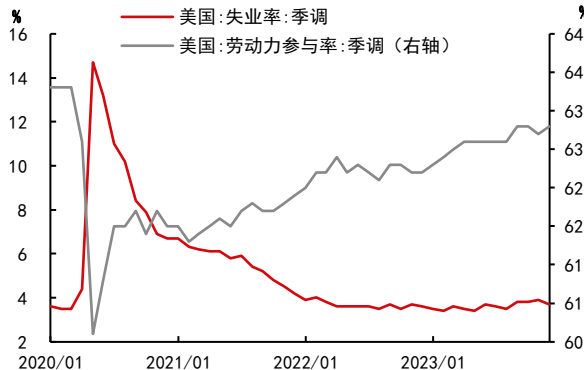
美国劳动力市场：11月劳动力市场意外走强，非农就业超预期

■ 11月非农就业超市场预期，罢工工人复工扰动较大。11月美国非农就业人数增加19.9万人，预期18.5万，此外9月新增就业下调3.5万至26.2万，10月未作修订。劳动力市场保持温和强劲。**新增就业主要受汽车业罢工工人返岗、政府和医疗行业岗位增加驱动**：其中，医疗保健就业人数增加了7.7万，政府就业人数增加4.9万，制造业就业人数增加2.8万，休闲和酒店业就业人数增加4万，零售业就业人数减少3.8万。

新增非农就业人数超预期增长19.9万



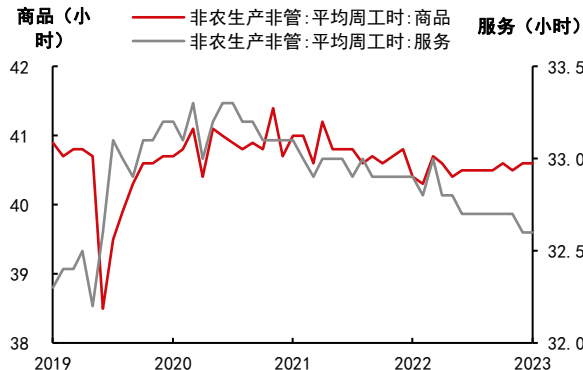
失业率降至3.7%，劳动力参与率升至62.8%



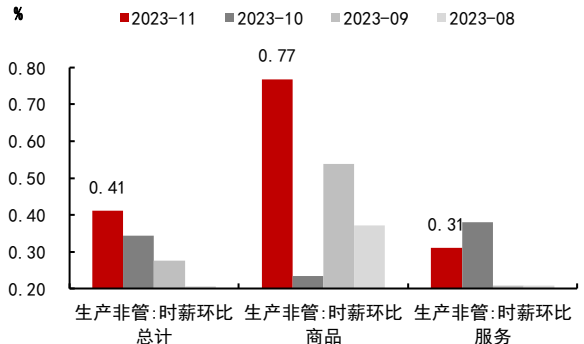
➢ 11月失业率3.7%（预期3.9%，前值3.9%），劳动力参与率62.8%，失业率的下降部分受益于劳动力人数的增长，有53万人进入劳动力市场，就业人数增加74.7万。

➢ 11月平均每每周工时小幅上涨至34.4小时，商品生产、服务生产工时持平10月。11月商品生产工时持平40.6小时；服务生产工时持平于32.6小时。11月工资增幅小幅超预期，平均时薪环比增长0.4%，预期0.3%，前值0.2%。

商品与服务生产工时持平

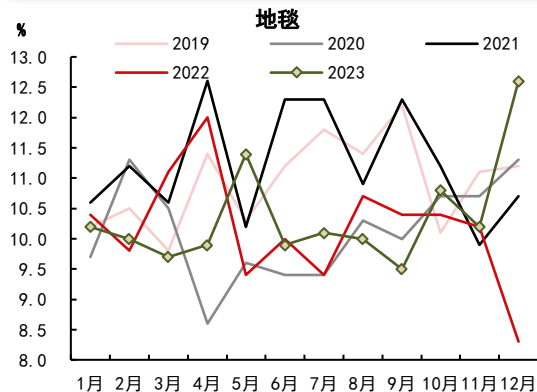


商品生产人力资本环比增幅加大

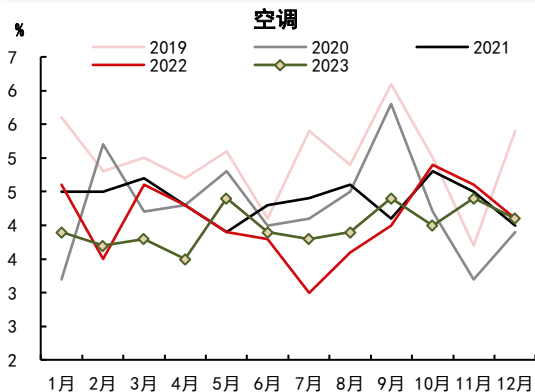


美国消费：12月地毯购买计划偏强

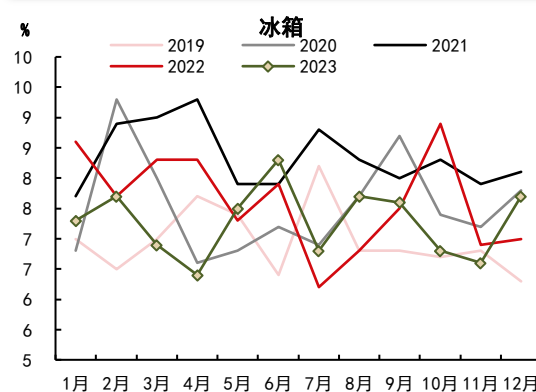
地毯购买计划占比



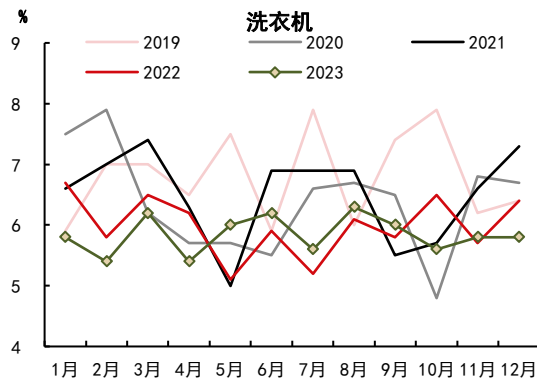
空调购买计划占比



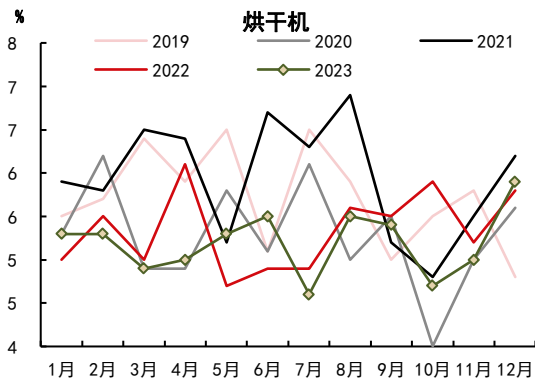
冰箱购买计划占比



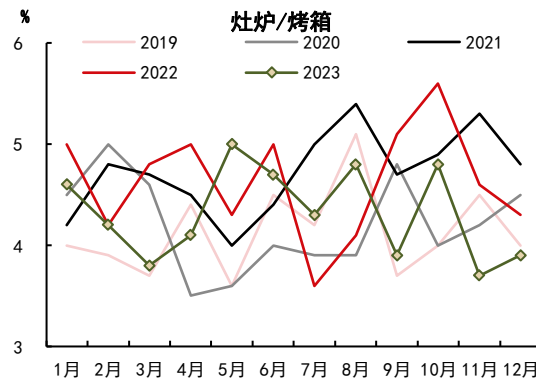
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比

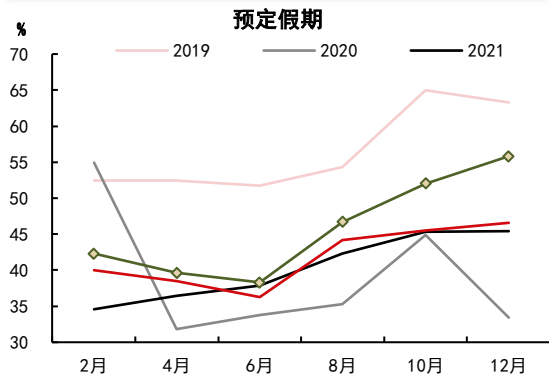


灶炉/烤箱购买计划占比

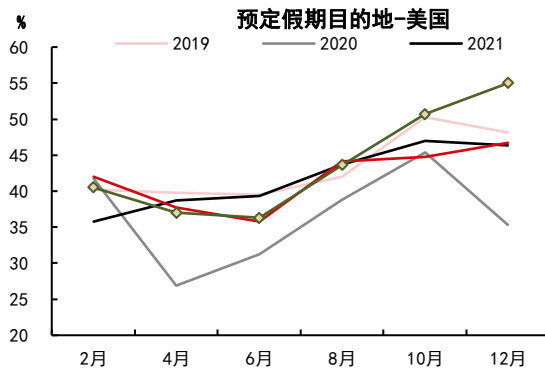


美国消费：12月美国消费者国内假期预定走强

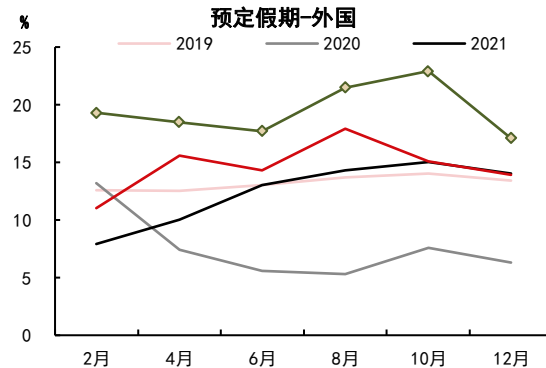
预定假期



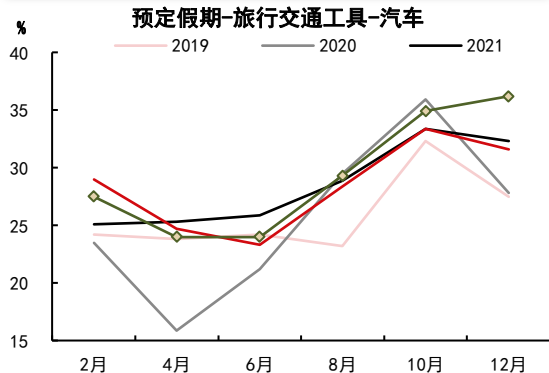
预定假期目的地-美国



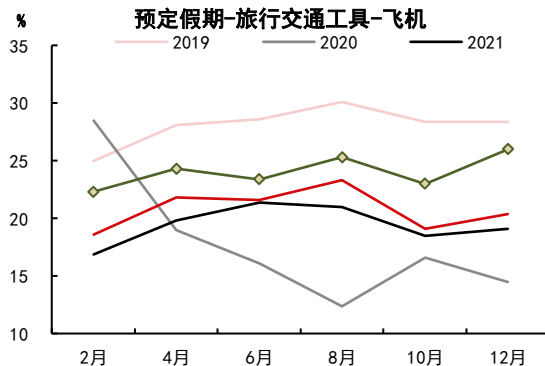
预定假期-外国



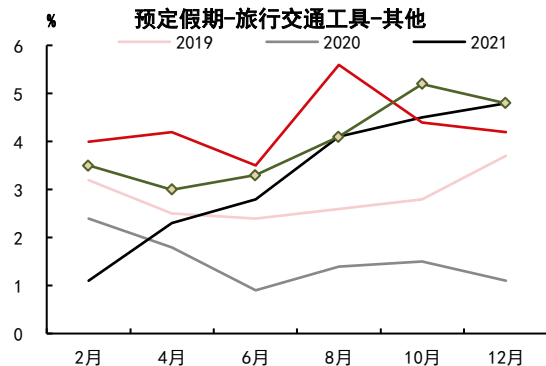
预定假期-旅行交通工具-汽车



预定假期-旅行交通工具-飞机



预定假期-旅行交通工具-其他

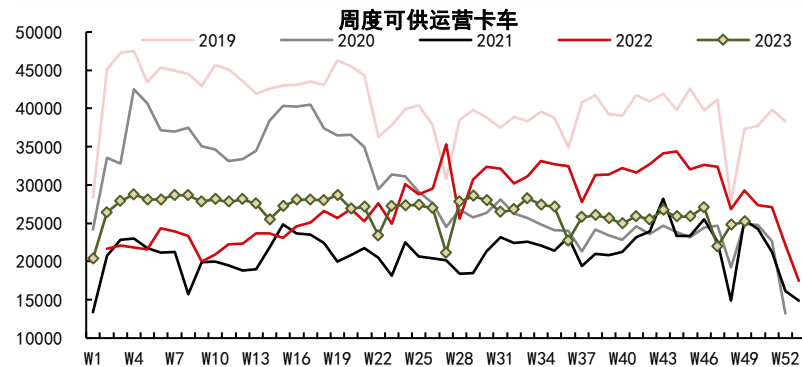


美国货运：货运市场平均需求指数回落，卡车利用率持稳

货运市场平均需求指数



美国周度可供运营卡车



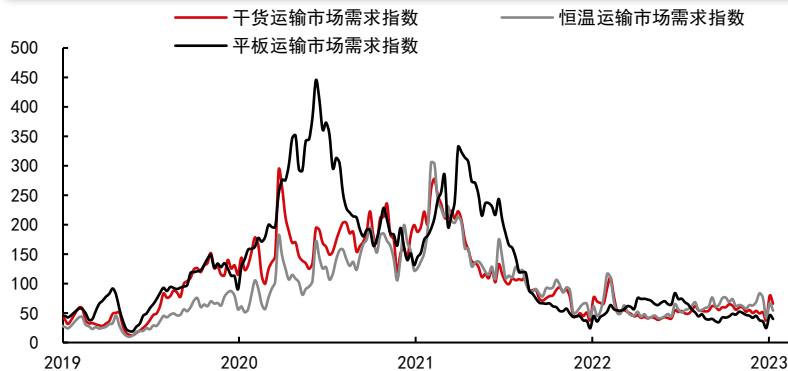
现有卡车利用率



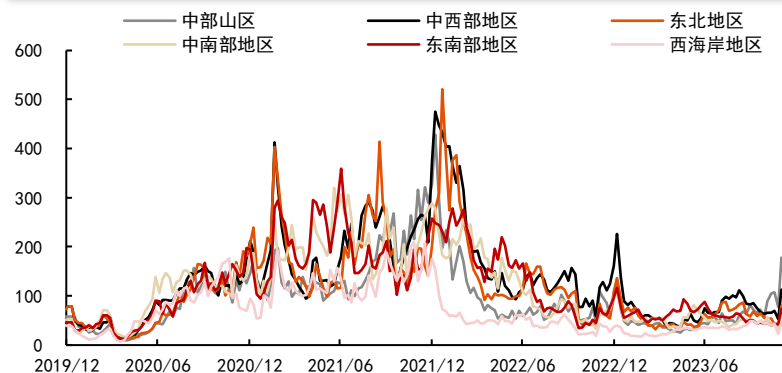
干式货车与平板货车运费



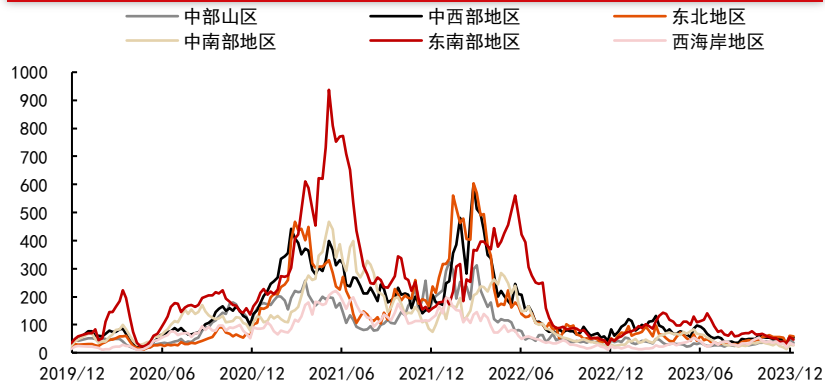
各类市场货运需求指数



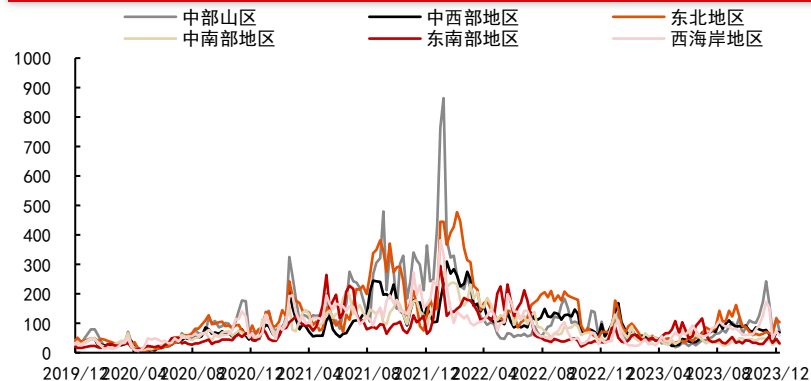
干货运输市场



平板运输市场

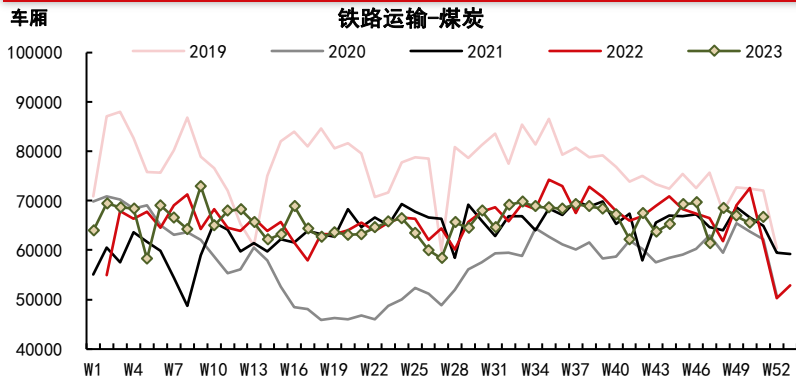


恒温运输市场

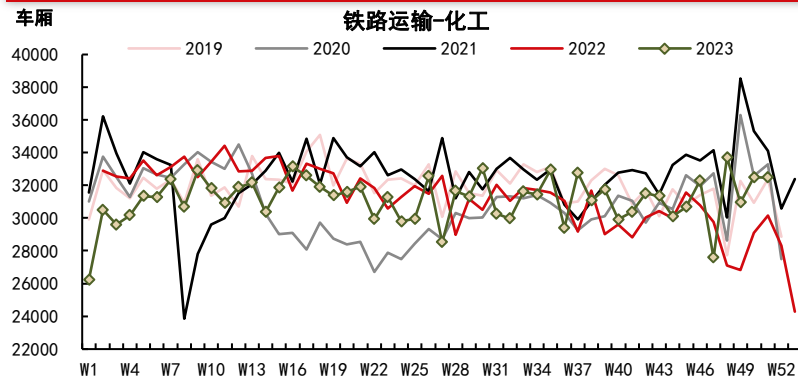


美国货运：铁路运输整体持平季节性

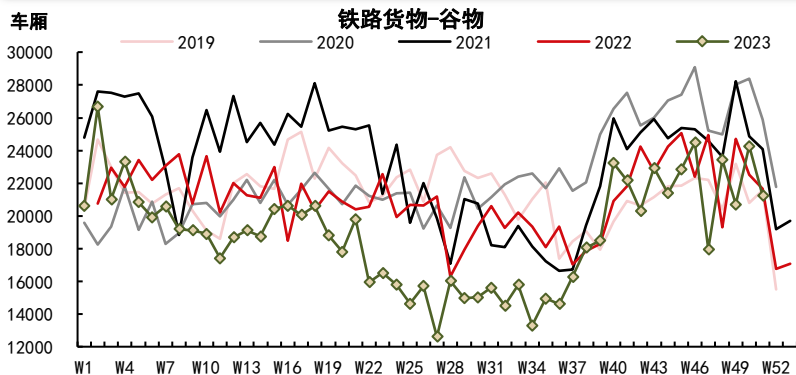
铁路周度运输量——煤炭



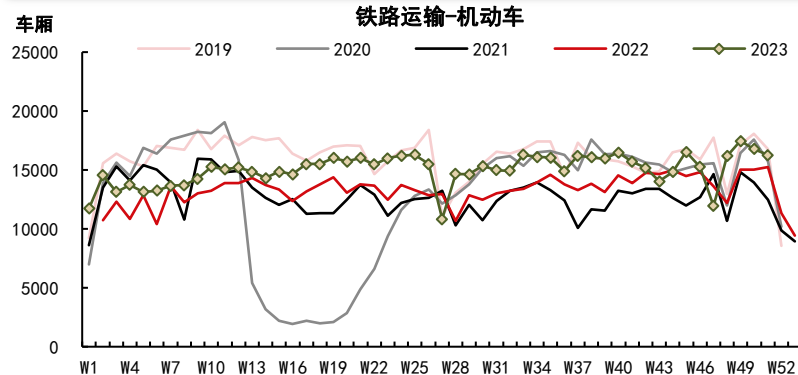
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



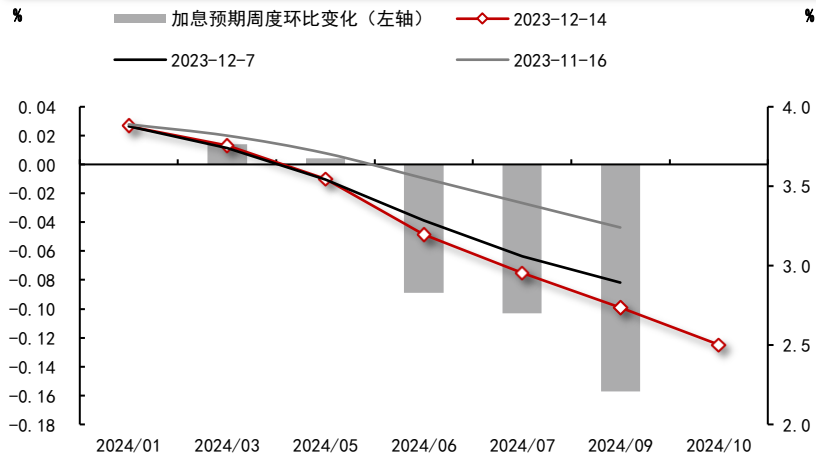
铁路周度运输量——机动车



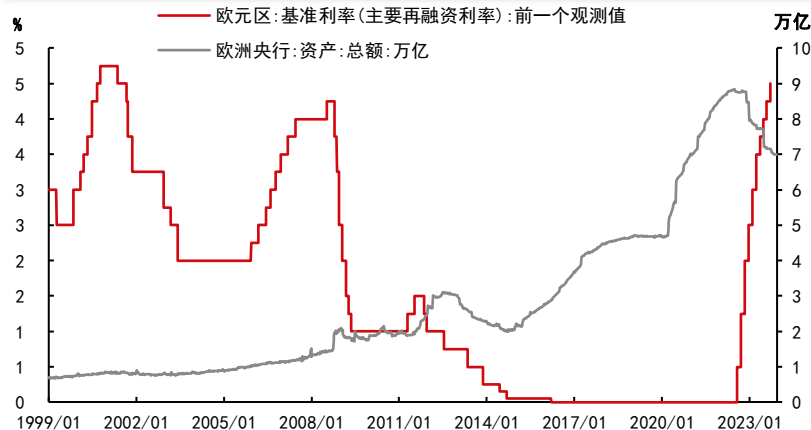
欧洲央行：欧央行维持利率水平，对通胀仍保持警惕

- **欧央行维持利率水平，对通胀仍保持警惕。**当地时间12月14日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定继续维持三大关键利率不变。再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率维持4.5%、4.75%、4.0%。欧洲央行将在2024年底停止PEPP再投资：2024年上半年继续进行PEPP再投资，在下半年，计划以每月平均减少75亿欧元逐步退出PEPP再投资计划。
- **欧央行并未讨论降息，市场下调对欧洲央行明年降息的押注。**尽管通胀率将“在明年逐步下降”，欧洲央行行长拉加德表示央行不应放松警惕，与美联储相反，欧央行并没有讨论降息，欧央行委员会内部均为给出利率路径指导。议息会议后市场预计降息幅度为150个基点，稍早预期为160个基点左右。此外，在欧洲央行宣布了慢于预期的PEPP退出计划后，意大利和德国10年期国债收益率之差跌破170个基点，欧元区内部风险收缩。

市场预期2024年欧洲央行累计降息幅度为150个基点



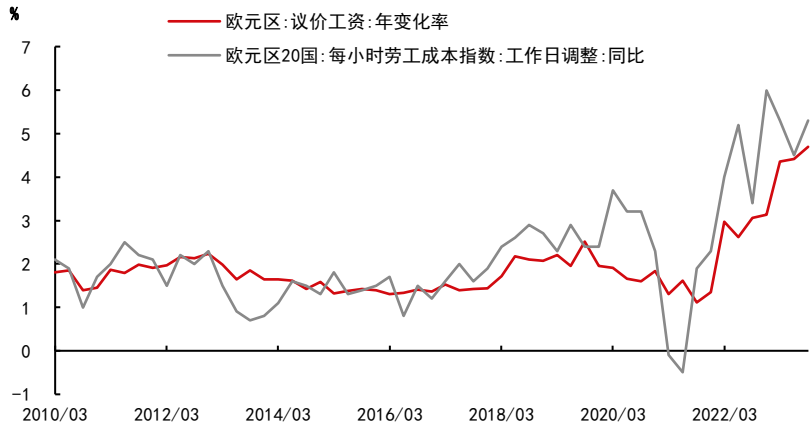
欧洲央行维持利率水平并预计于2024年年底停止PEPP



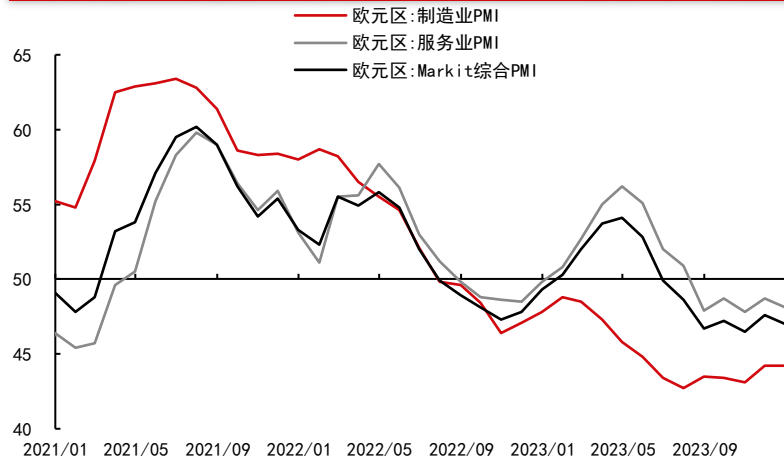
欧洲央行：欧美央行货币政策暗示分化，欧央行鹰派或缺支撑

- **欧央行与美联储态度分化，但欧央行鹰派态度或缺乏支撑。**欧央行内部对于货币政策看法较美联储更为一致：法国央行行长Villeroy和爱沙尼亚央行行长Muller均发言稳定市场预期：Muller表示，这样的希望“有点乐观”且“有点为时过早”；Villeroy敦促“信心和耐心”，称欧洲央行受数据而非日历指引。葡萄牙央行行长Centeno在里斯本指出，“给出首次降息的日期违背了依赖数据的原则。”
- **但欧央行货币政策上放限制或逐步加强：上方限制在于：1) 欧元区私营部门经济活动持续恶化：**尽管欧洲央行预计2023Q4产出料将增长0.1%，欧元区经济前瞻指标与欧央行预测向左：欧元区12月PMI扭转前期上升趋势，综合、制造业、服务业PMI均不及市场预期，且连续七个月位于荣枯线以下，2023Q4PMI暗示欧元区GDP将出现萎缩，同时进入2024年的经济势头也将疲软。预计经济数据恶化将加强欧央行货币政策上方限制，促使欧央行开启降息讨论。**2) 美联储先发制人或使欧元具备支撑，利空欧元区出口企业及制造业修复，债市计价降息概率加强将使市场与欧洲央行分歧持续走扩。**欧央行下方限制在于欧元区薪资增速仍保持高位，Wunsch表示“通胀发展方向正确，但薪资降速过慢”。然而，尽管欧元区劳动力市场改善势头良好，但欧元区劳动力市场周度平均工时下滑，单位小时劳工成本更多来自于劳工议。在经济弱化背景下，预计欧元区劳工薪资趋于降温，弱化欧央行货币政策下方支撑。

欧元区议价薪资高速增长阻碍通胀顺畅回落

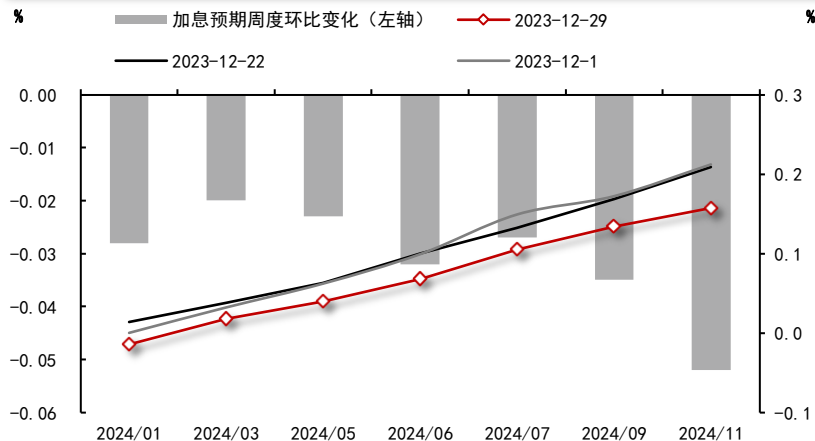


欧元区12月综合、制造业、服务业PMI初值均不及预期

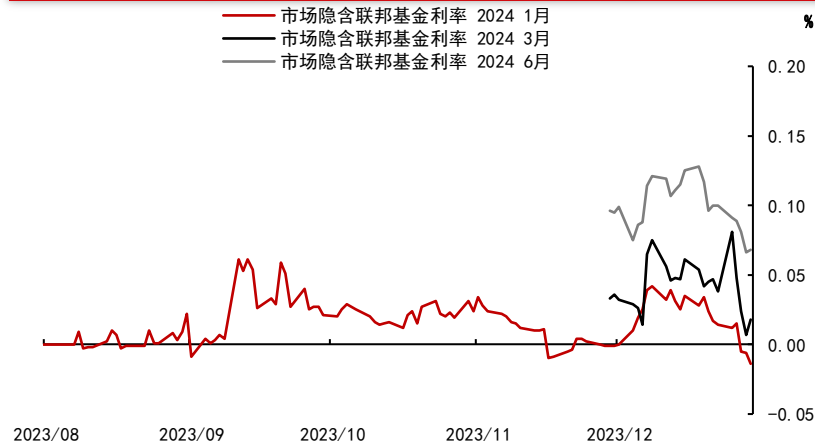


- **植田和男发言强化加息前景，2024年“结束负利率可能性不为零”。**日本央行行长植田和男进一步强化春季行动的前景，且未排除可能性较低的1月加息选项。植田和男在NHK周三发布的采访中表示，“如果价格目标确定，将考虑政策转变”，“日本在不久的将来重新陷入通缩的可能性非常低”，但“目前来看，实现物价目标的前景还不够乐观”。“明年预期的工资涨幅将等于或略高于今年”，明年结束负利率的可能性不为零。”即使在掌握中小企业春季薪资谈判全部结果的情况下，日本央行也有可能做出一些决定”。植田和男最新讲话表明，中小企业薪资状况优先级下降，日本央行或在评估3月公布的初步年度薪资协议后”筹划“加息，负利率政策或在2024Q2结束。本周植田和男的讲话表明日本央行正越来越接近做出决定，基本上会为全球央行的负利率历史画上句号。**从市场隐含利率来看，当前市场预计日本央行2024年1月维持负利率，最早或于2024Q2结束负利率政策。**

市场隐含日本央行利率



市场日本央行加息预期冲高回落



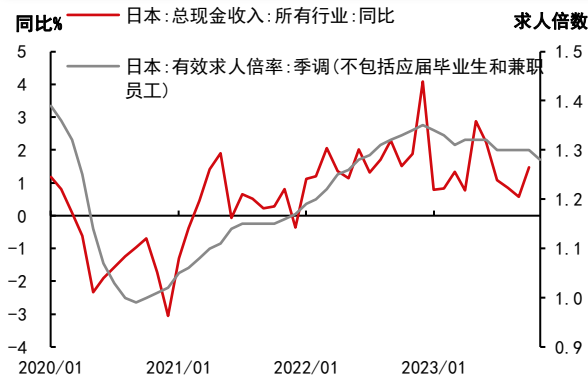
日本经济：物价目标实现不确定性仍存，关注春斗结果

■ 日本薪资谈判能否实现物价目标不确定性仍存：

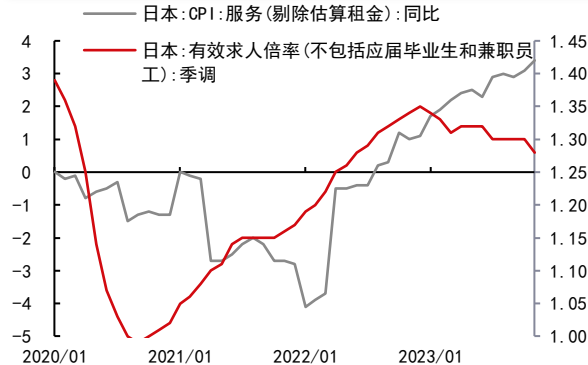
- 当前日本通胀已过峰值，国内薪资增速支撑或存疑：进口物价指数及PPI均显示日本CPI或趋于向下，日本通胀已见顶回落。
- 截至11月，日本工业产出同比增速或暗示Q4日本GDP仍存下行压力；日本有效求人倍数由高点1.35下降至1.28，薪资增速边际降温。日本劳动力市场降温或弱化对于议价薪资增速支撑。在经济前瞻不确定性加强背景下，能否实现涨薪涨价的正循环，“日本央行还没有足够的自信”。
- 关于薪资通胀正循环的实现需仔细关注工资上涨对服务物价的传导，目前服务通胀正在持续攀升。

- 根据日本央行会议意见摘要，日本经济仍面临诸多不确定性，后续需密切关注日本国内个人消费支出及企业投资状况，如果企业采取成本削减措施，包括中小企业，企业将弱化劳工需求及产能利用率力度。实现物价目标尚不再“可见范围”之内，但通胀向上空间已较有限，“根据春斗结果再做出决策也并不晚”。

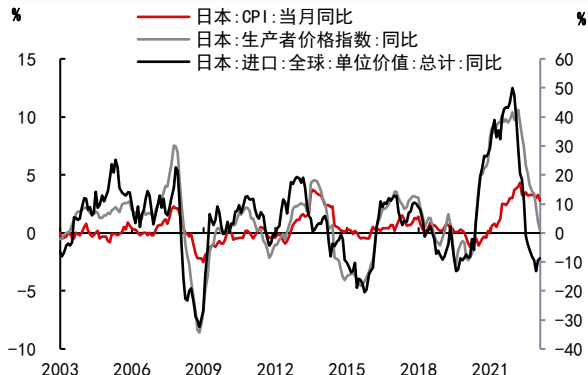
日本职缺失业比与薪资增速



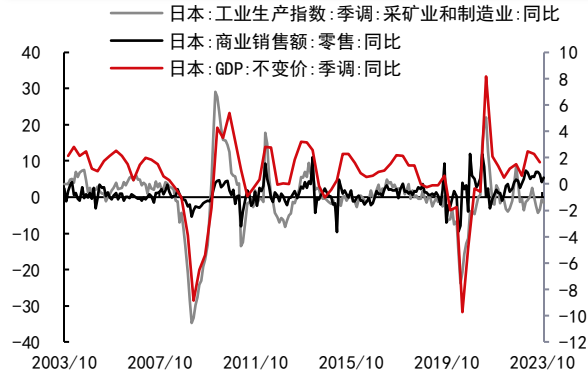
日本求人倍数与服务通胀



日本CPI、PPI与进口物价指数增速



日本工业生产指数、GDP与零售销售增速



第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

存款降息 国有行下调存款利率，长期或利于投资和消费

社融 政府债支撑社融增量，企业信贷分化

财政 11月扩张步伐延续

基建 广义基建增速继续回落

房地产 仍需等待政策效果显现

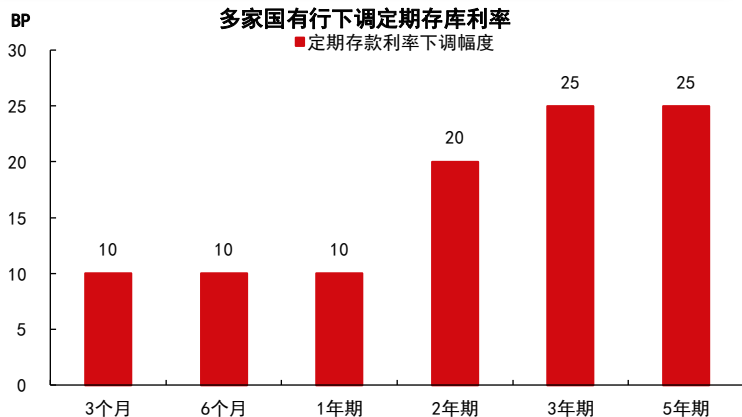
制造业 制造业投资改善，高技术行业维持较高增速

出口 “一带一路”沿线国家提振我国出口增速

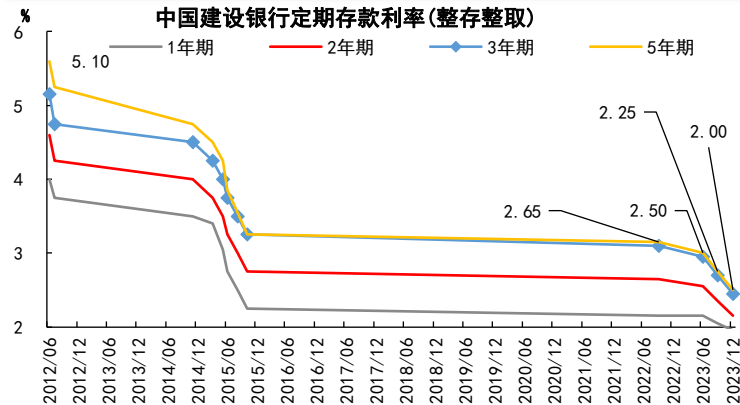
二、存款降息：国有行下调存款利率，长期或利于投资和消费

- **年内第三轮“存款降息”**：12月22日起，多家国有大行宣布下调存款挂牌利率，不同期限的定期存款及通知存款利率下调幅度不等；为继6月和9月后，今年第三次多家银行再次调整存款挂牌利率，同时下调大额存单最高利率。
- **从调降幅度来看：本次中长期调降幅度与9月相同**，1年期、2年期、3年期和5年期定期存款利率分别下调10BP、20BP、25BP和25BP；除中长期定存以外，3个月和6个月定期存款利率均调降10BP。以建设银行5年期定期存款利率为例，今年6月、9月、12月定期存款利率分别为2.50%、2.25%、2.00%。

长期定期存款利率下调幅度更大



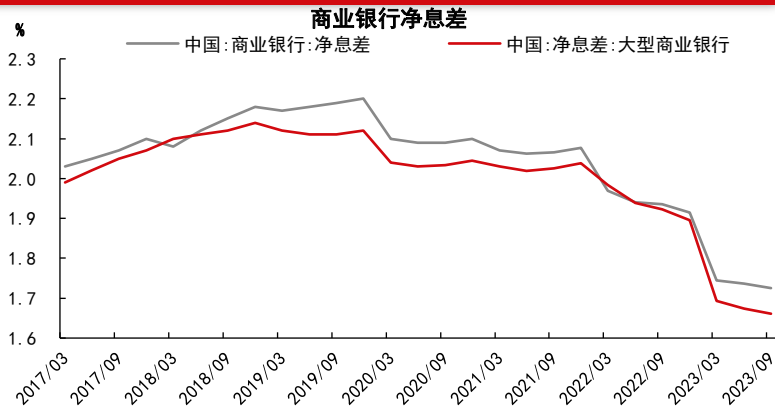
建设银行中长期存款利率变动



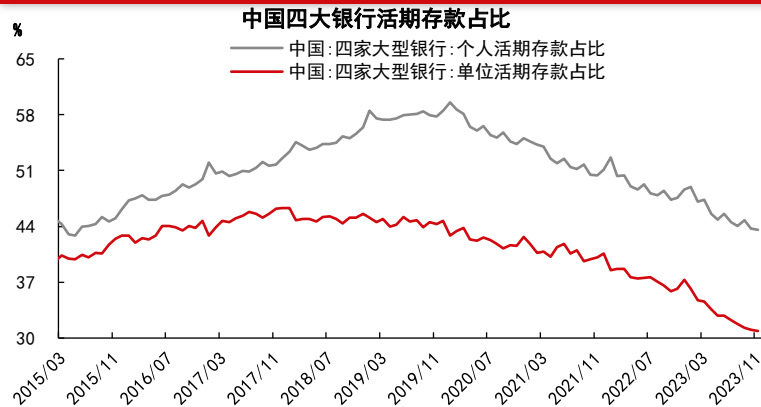
二、存款降息：国有行下调存款利率，长期或利于投资和消费

- **影响：**1) 2022年以来银行净息差持续走弱，从2021年12月的2.08%持续下降至2023年9月的1.73%，存款利率的下调将缓解银行净息差压力，减少负债端压力，维护银行合理利润；2) 2019年以来，企业和个人活期存款比例下降，存款定期化趋势逐渐明显，大行存款利率的下降能一定程度放缓甚至扭转存款定期化的趋势，推动储蓄加快转化为消费和投资。
- **展望：**其他股份行和中小银行或会跟进下调，时间点或在年后、下调幅度或不如大行；存款利率的再度下调打开了货币政策宽松的空间，在实际利率仍处高位的背景下，明年政策利率有望进一步下调。**短期来看**，居民存款受风险偏好影响或保持上升态势；**长期来看**，银行理财等低风险资管产品将迎来增量资金；6月-12月5年期LPR稳定在4.2%，8-12月1年期LPR稳定在3.45%，明年长端LPR报价下调的可能性有所增加、幅度或相对有限。

商业银行净息差持续走低



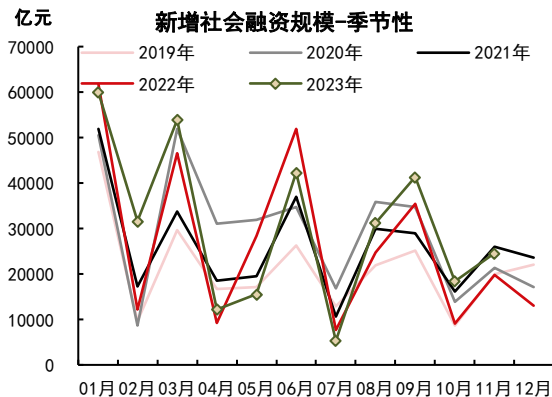
2019年以来居民、企业活期存款占比持续下降



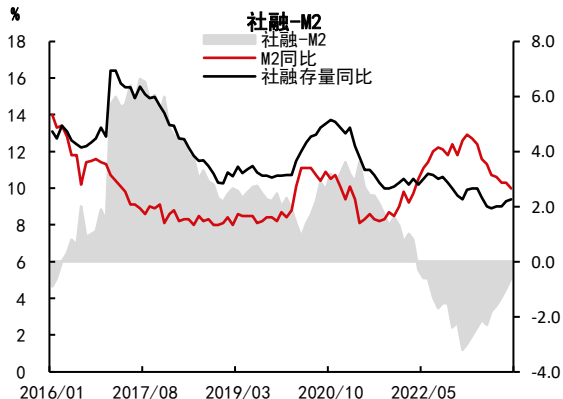
二、社融（总量）：政府债支撑社融增量

- 中国11月社会融资规模新增24500亿元，预期26000亿元；人民币贷款新增10900亿，预期13000亿；社会融资规模存量同比增长9.4%，前值9.3%。人民币贷款余额236.42万亿元，同比增长10.8%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和0.2个百分点。**11月社融增长较快，主要因为地方特殊再融资债券密集发行。信贷方面，11月信贷整体偏弱，主因企业中长贷缩量拖累，但居民部门信贷小幅增长，反映目前企业部门融资意愿仍偏弱。**
- **11月M2同比增速放缓，M1同比增速也有所回落，M2-M1剪刀差继续扩大，反映经济动能仍较弱。**11月M2同比增长10%，预期10.1%，前值10.3%；M1同比增速较10月份回落0.6个百分点至1.3%。**社融与M2剪刀差继续收窄，融资需求仍然偏弱。**
- **展望：**目前居民和企业部门信心仍偏弱，政府特殊再融资债券和万亿国债发行或将继续成为社融主要推动。中央经济工作会议提到“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，“挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能”。总量一定的情况下，信贷结构和效能可能会得到更多重视。

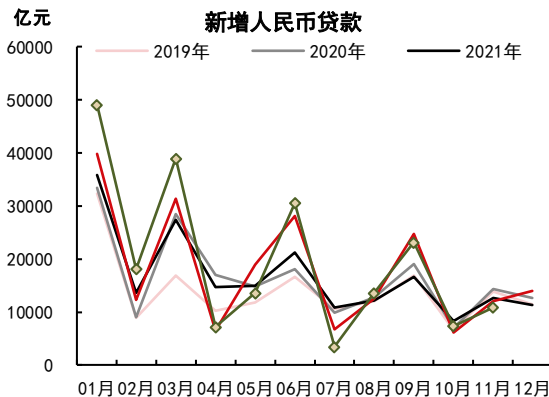
11月新增社会融资规模同比增多



社融-M2差值环比收窄



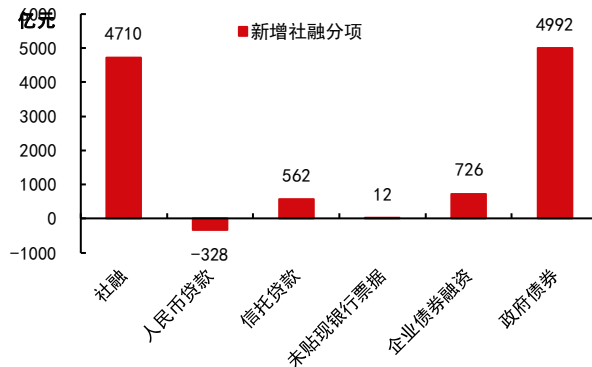
11月新增人民币信贷



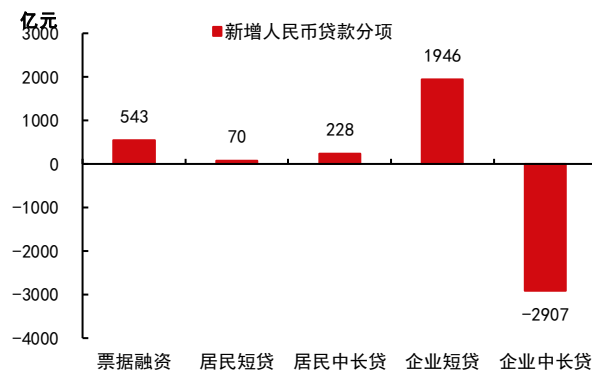
二、社融（结构）：政府债券拉动11月社融新增

- 11月政府债券净融资新增政府债券净融资1.15万亿元，同比多4992亿元，主要因为地方特殊再融资债券密集发行。11月对实体经济发放的人民币贷款增加1.11万亿元，同比少增447亿元，信贷增长偏慢。11月企业债券净融资1330亿元，同比多726亿元。

11月新增社融分项同比增减

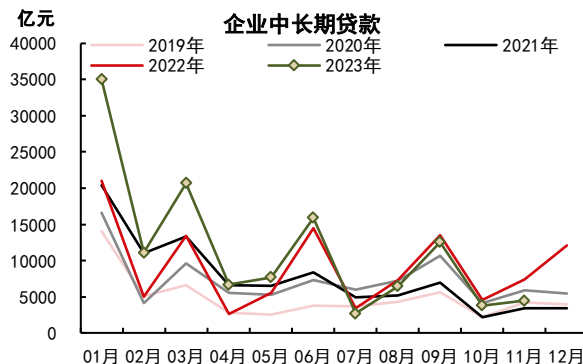


11月新增人民币贷款分项同比增减

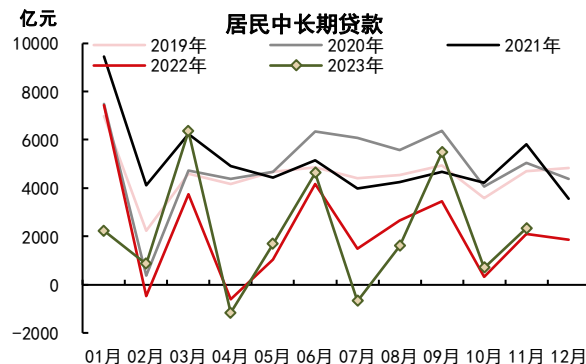


- 信贷方面，11月居民部门信贷小幅改善，企业融资意愿不强。11月二手房销售整体维持高位，对居民中长贷增长有一定贡献。但企业部门短贷和长贷分化明显，显示企业融资意愿偏低。

企业中长期贷款微增



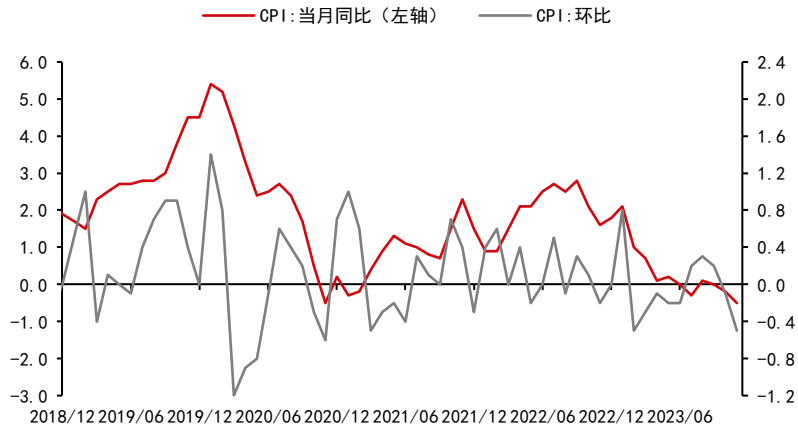
居民部门中长期贷款小幅改善



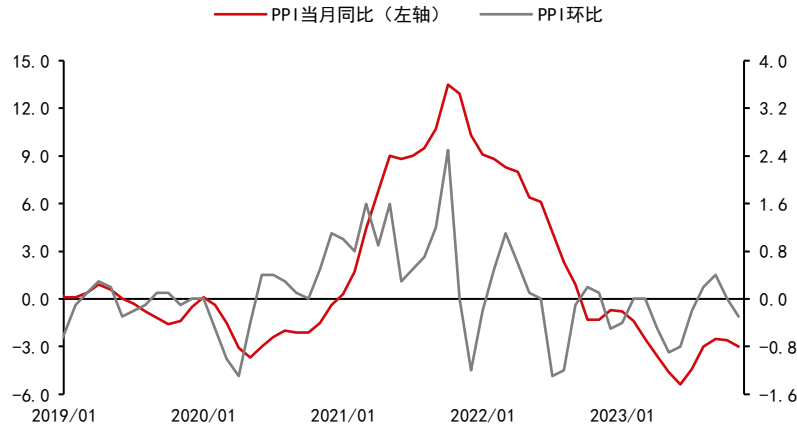
二、通胀：11月CPI、PPI同比表现均低于预期

- **CPI环比继续走弱，内需恢复态势疲软。** 11月，CPI当月同比-0.5%，前值-0.2%；环比-0.5%，前值0.1%。能源食品为主要拖累项，核心CPI同比走势保持稳定。CPI同比降幅扩大至0.5%，主要受能源价格同比由涨转降，食品价格跌幅扩大影响。CPI同比环比走势偏弱，低于市场预期，剔除掉食品和能源的核心CPI环比下降0.3%，降幅为2019年3月以来最低值。2022年以来居民中长期消费贷款中枢明显下降，11月耐用品消费也进一步走弱，反应当前国内经济需求较弱，地产下行、内需不足的风险较大，仍需期待后续经济政策向居民端的倾斜来修复消费信心。
- **受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，11月PP环比由平转降，同比降幅扩大。** PPI当月同比-3.0%，前值-2.6%；环比-0.3%，前值0.0%。环比看，国际油价下行，带动国内石油行业价格下行；煤炭和天然气需求季节性增加，燃气生产和供应业煤炭开采和洗选业价格上涨。重大项目建设稳步推进，水泥制造黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨。同比方面，主要行业中，石油和天然气开采业价格由涨转降；煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅均扩大；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅均收窄。装备制造业中，锂离子电池制造价格、计算机通信和其他电子设备制造业价格和汽车制造业价格同比环比均下降。

CPI当月同比、环比



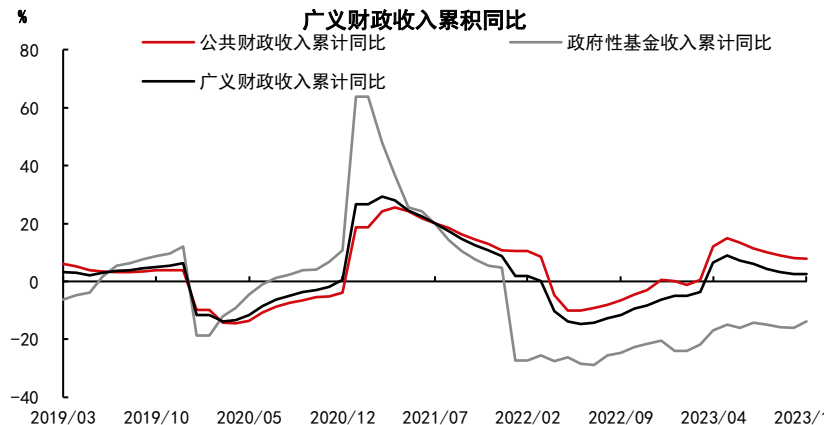
PPI当月同比、环比



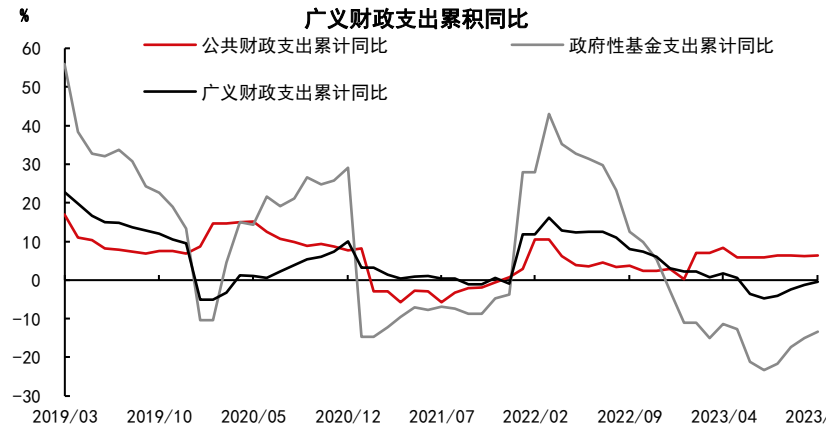
二、财政：11月扩张步伐延续

- **1-11月全国广义财政收入累计同比增长2.6%，较1-10月回升0.1个百分点。**其中，全国一般公共预算收入增速为7.9%，较1-10月回落0.2个百分点。1-11月税收收入累计增长10.2%，增速较1-10月的10.7%继续放缓；非税收入同比下降3%，降幅较1-10月的-3.8%收窄。从当月同比来看，11月公共财政收入同比4.3%，增速较10月的2.6%继续扩大。1-11月政府性基金收入下降13.8%，较1-10月的-16%有所收窄。财政收入边际改善，主要原因为：1、去年增值税留底退税带来的低基数效应仍存；2、政府性基金收入环比增幅较去年小幅扩大。
- **1-11月全国广义财政支出累计同比下降0.5%，跌幅较1-10月回升0.7个百分点。** 1-11月一般公共预算支出同比增速为4.9%，较1-10月增速扩大0.3个百分点；1-11月全国政府性基金预算支出同比下降13.3%，跌幅较1-10月收窄1.8个百分点。教育、社保、农林、债务付息支出持续扩张。
- 总的来看，当前居民和企业信心仍偏弱，财政端持续扩张发力，对经济增长形成推动。

1-11月广义财政收入累计同比增速放缓



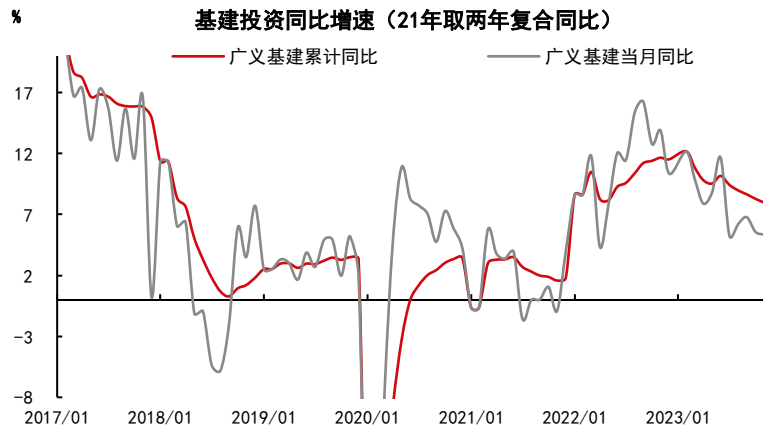
1-11月广义财政支出累计同比增速回升



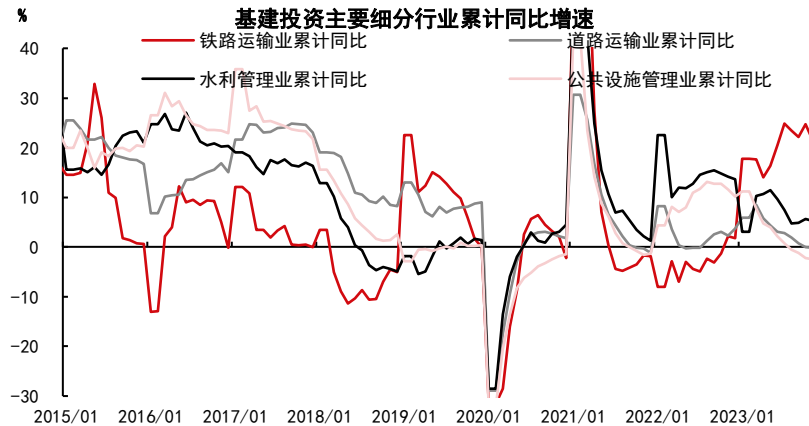
二、基建：1-11月广义基建增速继续回落

- 1-11月广义基建投资累计同比8%，较上月回落0.2个百分点。分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比24.4%，较上月放缓0.6个百分点。交通运输、仓储和邮政业累计同比10.8%，较上月回落0.3个百分点。水利、环境和公共设施管理业累计同比下降1.1%，跌幅较上月扩大0.3个百分点。
- **年内专项债发行完毕，但基数效应导致基建投资增速放缓。**今年1-10月，新增专项债发行进度96.8%；截至11月25日，新增专项债发行38,027.8亿元，已全部发行完毕。去年同期专项债结存限额的动用叠加政策性开发性金融工具的投放抬升了基数，令增速放缓。随着万亿国债的投放与使用，基建投资增速仍将保持高位。

1-11月基建投资同比增速继续放缓

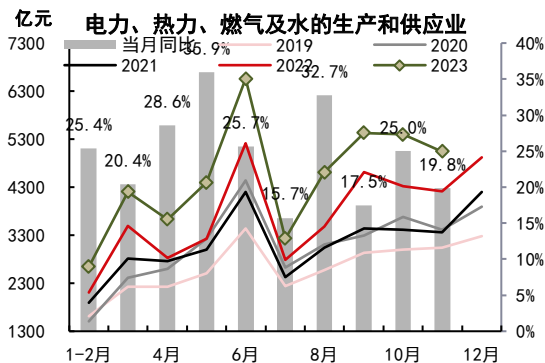


基建投资结构上有分化

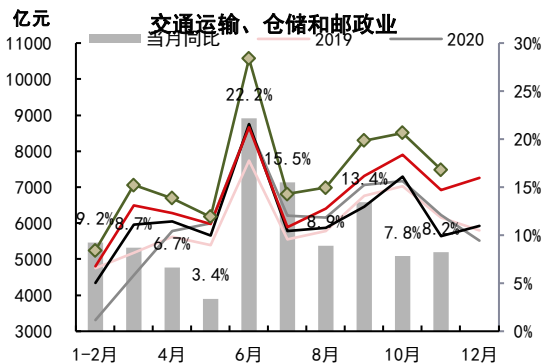


二、基建分项——水利、道路投资拖累基建投资增速

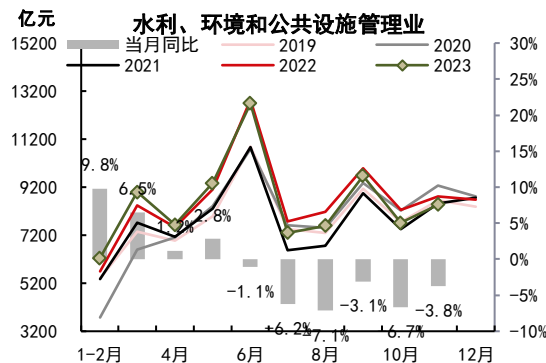
11月电力投资增速



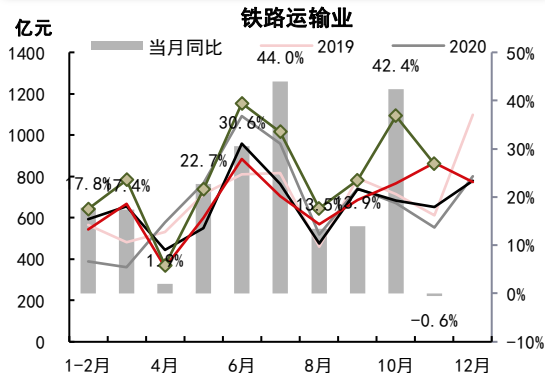
11月交通投资增速



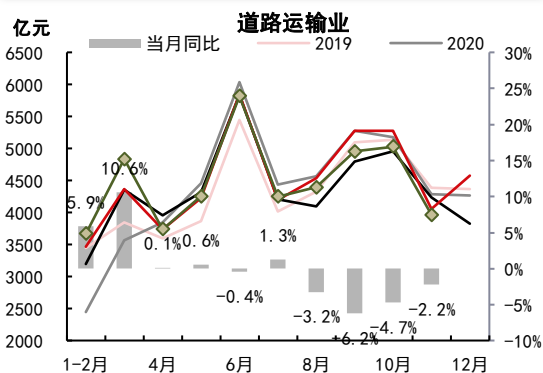
11月水利市政投资增速



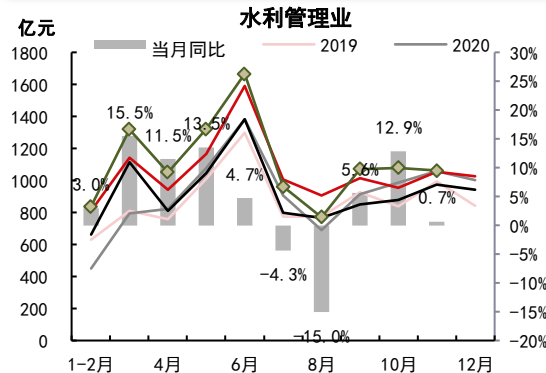
11月铁路投资增速



11月道路投资增速



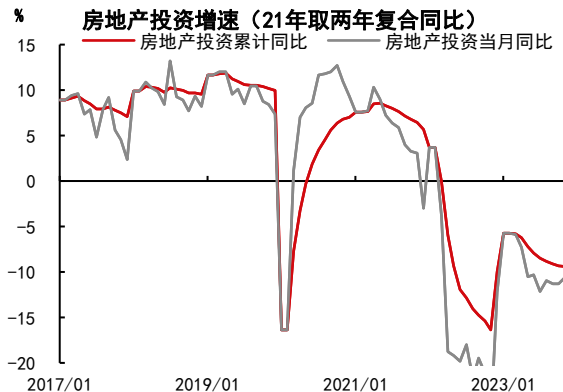
11月水利投资增速



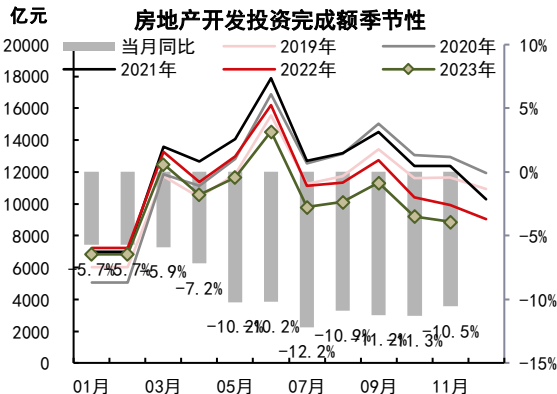
二、房地产：仍需等待政策效果显现

- **地产投资继续放缓，但新开工同比转正。** 1—11月份，全国房地产开发投资104045亿元，同比下降9.4%，跌幅进一步扩大0.1个百分点。1—11月，新开工面积累计同比-21.2%，较上月回升2个百分点；施工面积累计同比-7.2%，较上月回升0.1个百分点；竣工面积累计同比17.9%，较上月回落1.1个百分点。其中，11月当月新开工面积因低基数同比增长5%，年内首次转正。
- **房价下行以及二手房成交活跃共同推动商品房销售持续下行。** 今年以来“认房不认贷”、“下调二套房首付比例”等地产利好政策频出，但由于房价仍未企稳以及二手房市场活跃度提高挤压新房需求，商品房销售承压。1—11月份，商品房销售面积100509万平方米，同比下降8.0%，跌幅较1—10月扩大0.2个百分点。

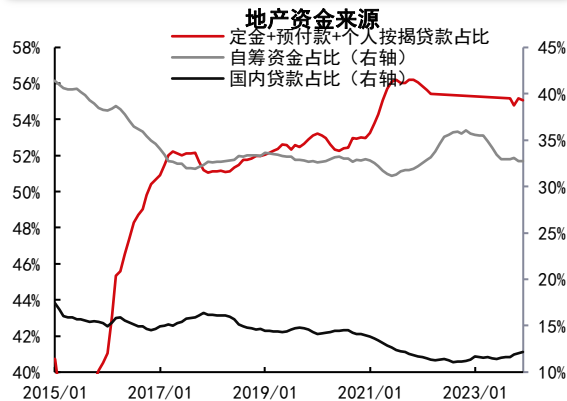
1-11月地产投资继续回落



地产投资当月同比跌幅小幅收窄



房地产资金来源占比



二、制造业：制造业投资改善，高技术行业维持较高增速

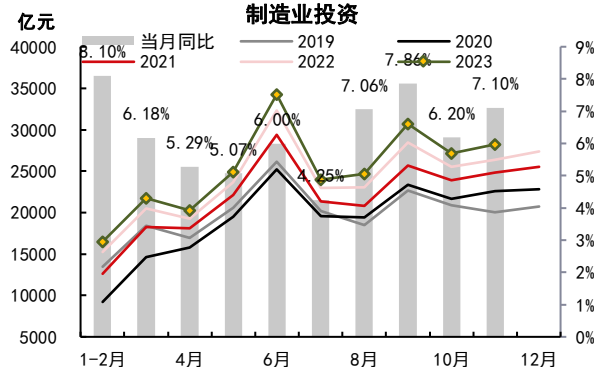
■ 1—11月份，制造业累计同比为6.3%，较1-10月扩大0.1个百分点，保持较高增速。1—11月份，高技术制造业投资同比增长10.5%，虽然增速较1—10月回落0.8个百分点，但增速比制造业投资高4.2个百分点。

■ 一方面，装备制造业利润改善，消费品制造业和上游原材料制造业利润修复推动制造业增长；另一方面，信贷政策向制造业倾斜，拉动制造业投资增长。截至三季度末，制造业贷款余额同比增长17.18%，其中，制造业中长期贷款余额增长34.43%，有力推动制造业投资实现较快增长；同时，制造业中长期贷款占制造业贷款比重达49%，去年底提高3.9个百分点，融资结构进一步优化。

制造业投资增速小幅回升



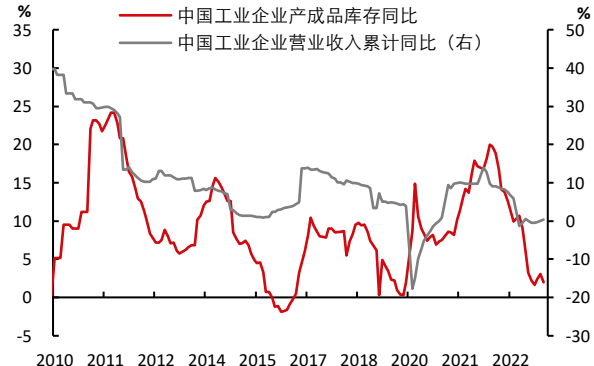
制造业投资额（换算值）



工业企业利润与制造业投资



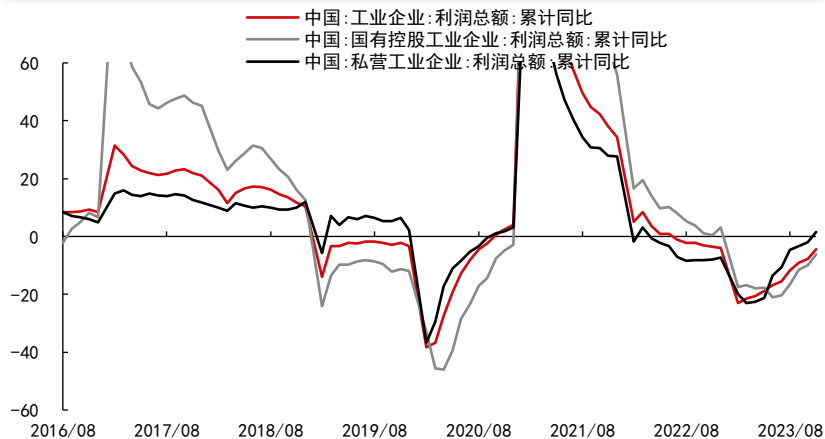
工业企业库存周期拐点仍需等待



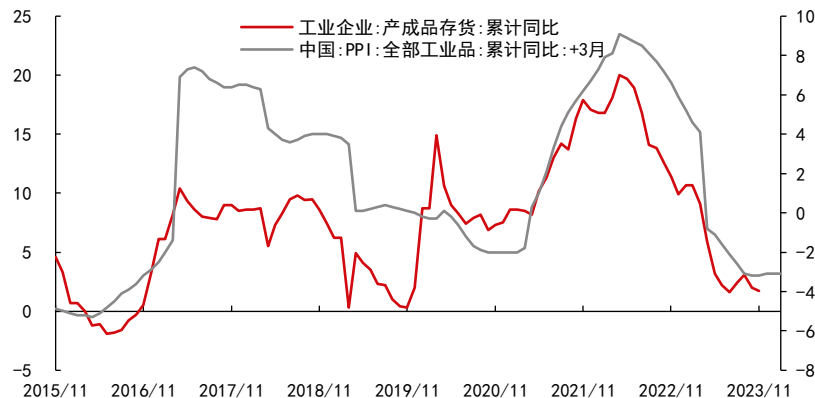
二、工业企业：利润持续改善，库存仍在下行

- **工业企业利润持续改善。**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。规模以上工业企业实现营业收入120.04万亿元，同比增长1.0%。产成品存货6.29万亿元，增长1.7%。
- **利润与收入均延续回暖，从两年复合同比角度看亦有明显改善。**但从库存的角度来看，11月的名义库存与实际库存仍均向下运行。PPI与PMI数据显示当前国内经济需求与价格的修复仍存反复，使得库存修复尚不稳固，仍处于去库周期。从量、价、利润率拆分来看，产量与利润率均有所提升，价格也不再是利润的主要拖累项。总体而言，从结构以及库存来看，目前利润的修复更多来自于产量韧性推动营业收入出现较好改善，而需求疲软，内生动能不足或仍是制造业整体面临的一大问题。关注后续拉动内需政策能否推动内生动能进一步改善。

1-11月工业企业利润同比下降4.4%



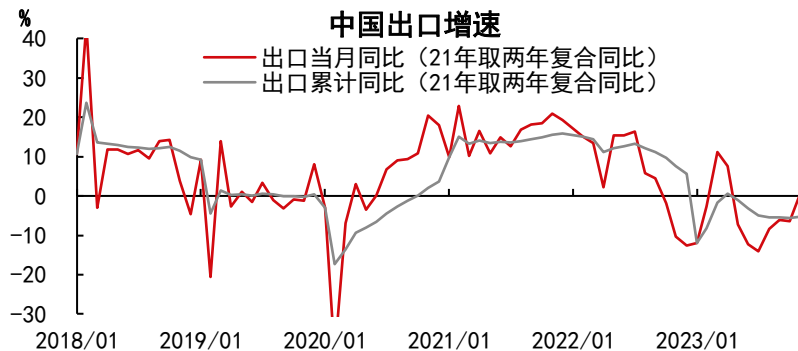
产成品存货同比小幅下滑



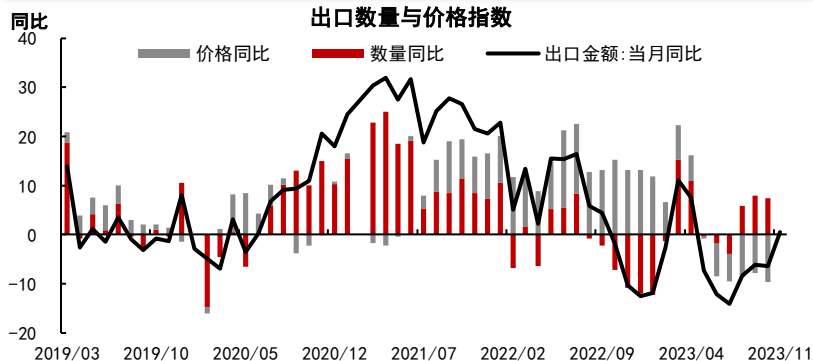
二、进出口：“一带一路”沿线国家提振我国出口增速

- 11月中国出口2919亿美元，同比0.5%，好于预期（0%）；环比来看，11月出口金额（美元）环比上升6.2%，低于过去10年环比增速的中位数水平（6.4%），11月出口增速改善。
- 分国别来看，我国欧美国家出口环比分化，对“一带一路”沿线国家出口增速亮眼。我国对东盟、俄罗斯分别录得环比12.7%、18.6%。同比来看，基数效应提振11月我国对美国出口同比增速，对欧盟出口同比回落，对一带一路沿线国家出口同比不同程度修复。
- 大宗商品中，11月成材、稀土、陶瓷产品出口金额环比回落，钢材、稀土出口数量分别环比上升53%、19%。

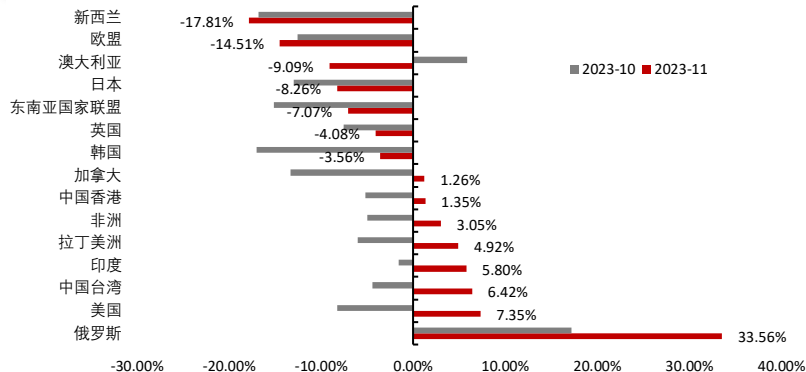
出口增速有所放缓



11月出口同比升0.5%（按美元计）



中国对主要国家(地区)出口金额的同比增速



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 **销售持续低迷，竣工小幅下滑**

建筑业需求跟踪 **淡季到来，工业品需求季节性回落**

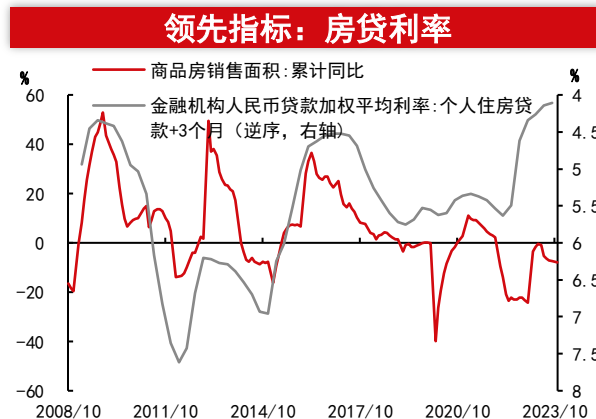
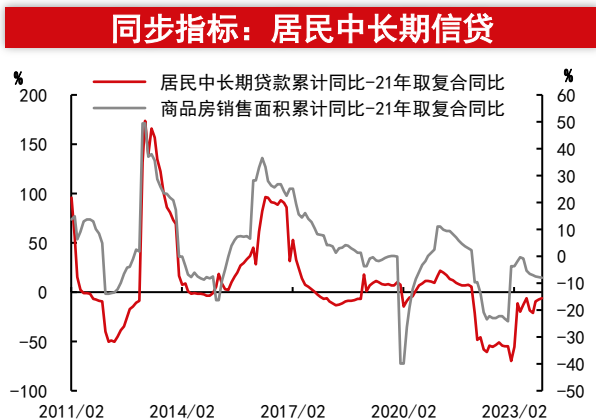
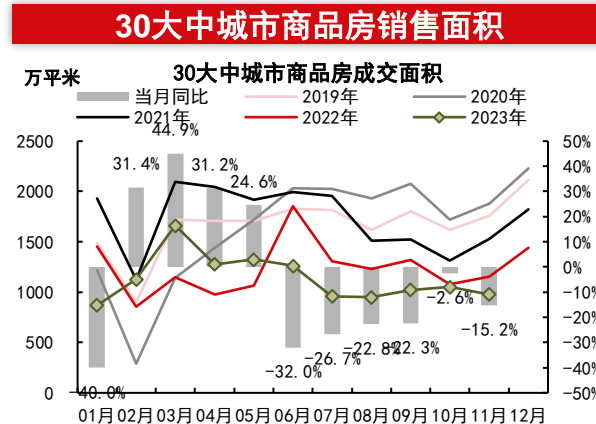
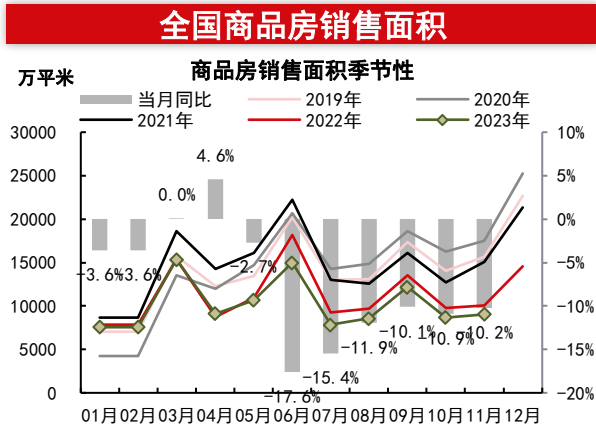
制造业需求跟踪 **邻国出口同比持续回升**

中观需求总结 **波浪式恢复**

三、建筑业需求（地产）——销售：30大中城市降幅扩大

■ 11月全国商品房销售面积同比降幅略有收窄，而30大中城市同比降幅明显扩大。11月全国商品房销售面积同比-10.2%，前值-10.9%，降幅略有收窄。30大中城市商品房面积同比-15.2%，前值-2.6%，降幅明显扩大。11月地产宽松政策出台节奏放缓，前期政策对30城销售的带动效果也趋于弱化，总体来看，地产销售仍然延续低迷状态，未见明显好转。

■ 12月以来30大中城市商品房销售同比增速继续保持回落趋势。近期，北京、上海两地出台降首付比、降房贷利率等政策，预计将对住房刚需的释放产生一定积极作用。目前二手房价格继续回落，楼市情绪仍然较弱，年内商品房销售可能偏弱。

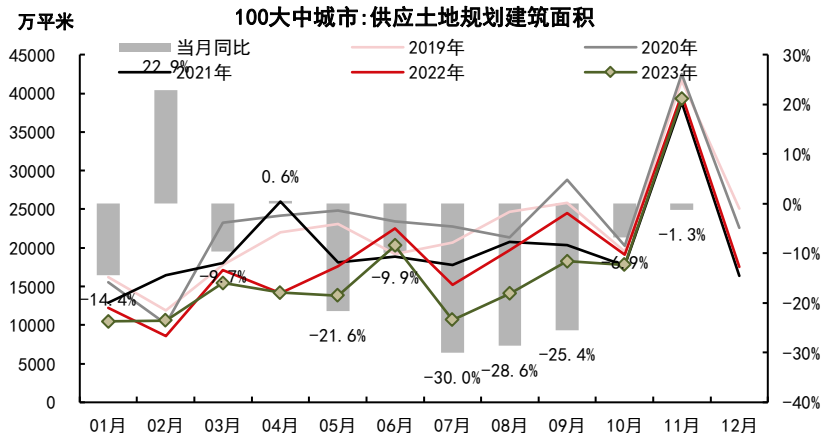


三、建筑业需求（地产数据）——土地：11月成交降幅扩大

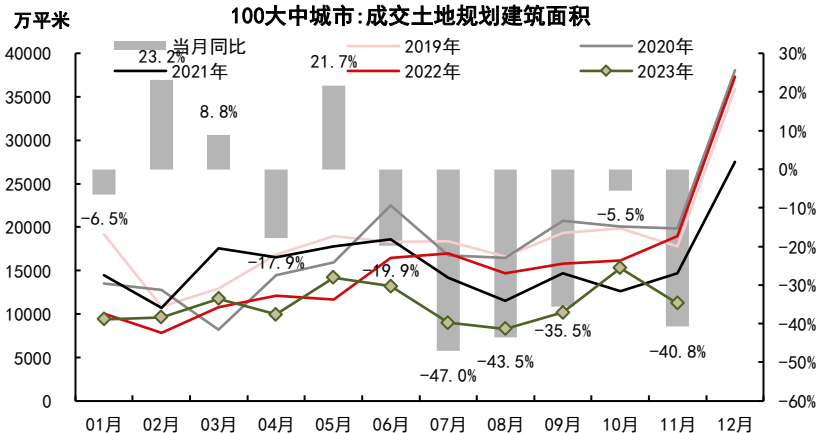
■ 11月土地供应面积同比降幅有所收窄，但成交面积降幅显著扩大。

- 100大中城市供应土地规划建筑面积：11月同比-2.2%（前值-6.9%）；1-11月累计同比-12.4%。
- 100大中城市成交土地规划建筑面积：11月同比-41.2%（前值-5.6%）；1-11月累计同比-19.5%。

100大中城市供应土地规划建筑面积



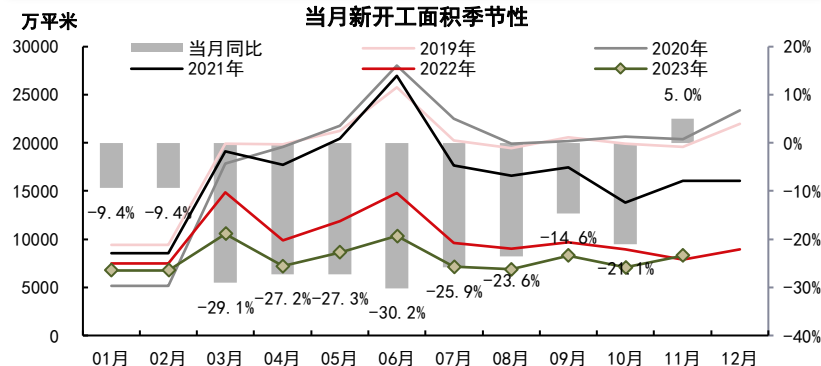
100大中城市成交土地规划建筑面积



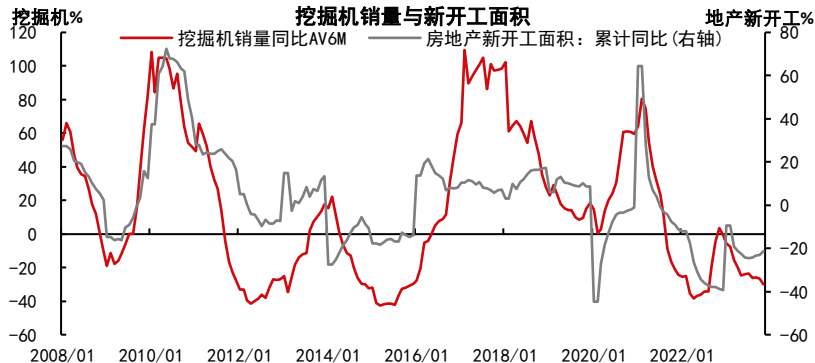
三、建筑业需求（地产数据）——开工：11月首次同比转正

- 11月房屋新开工面积同比增速年内首次转正，11月同比5.0%%，前值-21.1%。
- 挖机销量与新开工面积基本同步，近期挖机数据持续下滑，显示新开工预期可能仍然偏弱。
- 根据百城土地成交面积的领先作用，未来6个月新开工难有改善。

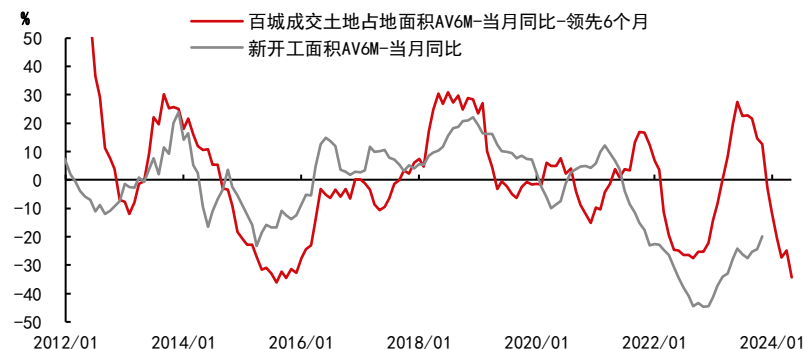
房屋新开工面积



同步指标：挖掘机销量



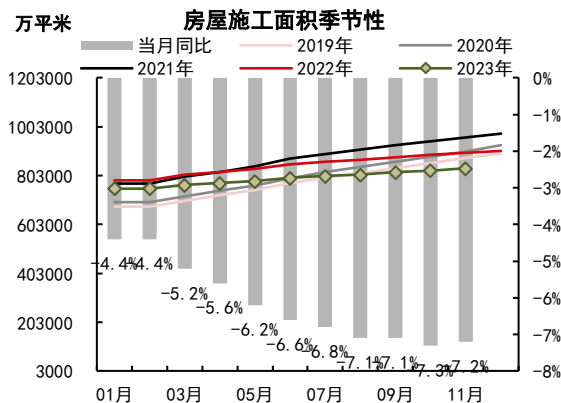
领先指标：百城土地成交面积



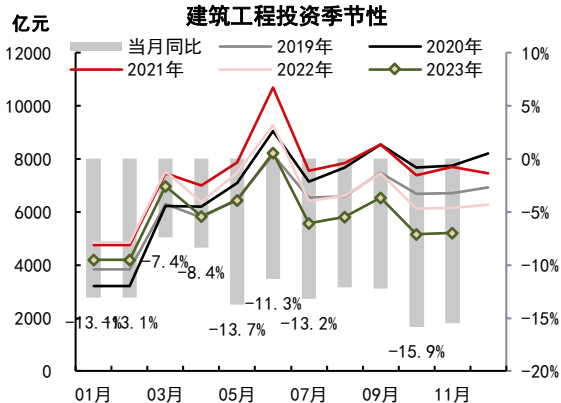
三、建筑业需求（地产数据）——施工：11月降幅略有收窄

- **房屋施工面积**：11月房屋施工面积同比-7.2%（前值-7.3%）。“保交楼、稳民生”仍然是地产行业的首要任务，虽然竣工面积增速相对较高，但新开工依旧保持疲软，存量施工面积同比降幅仍然没有明显改善。
- **11月建筑工程投资跌幅略有收窄**：11月建筑工程投资同比-15.5%（前值-15.9%）。

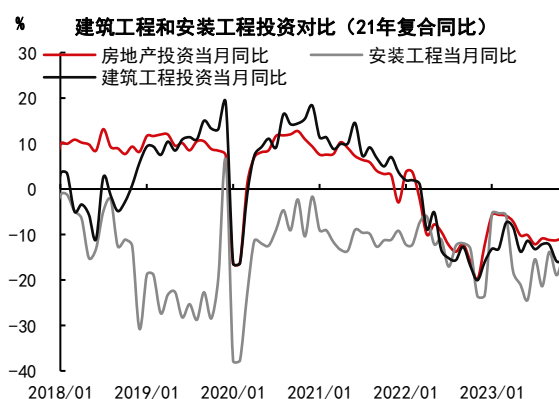
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



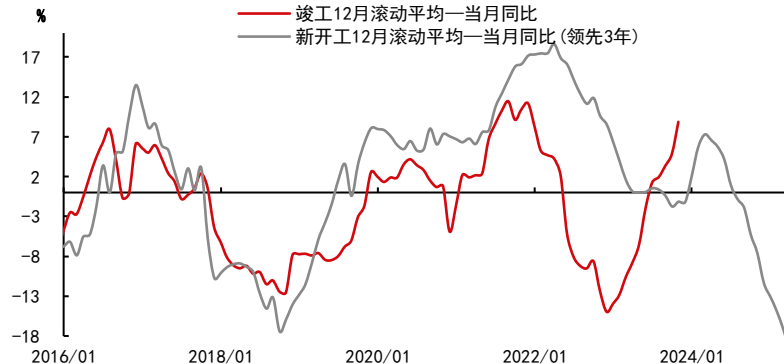
房地产投资及其分项



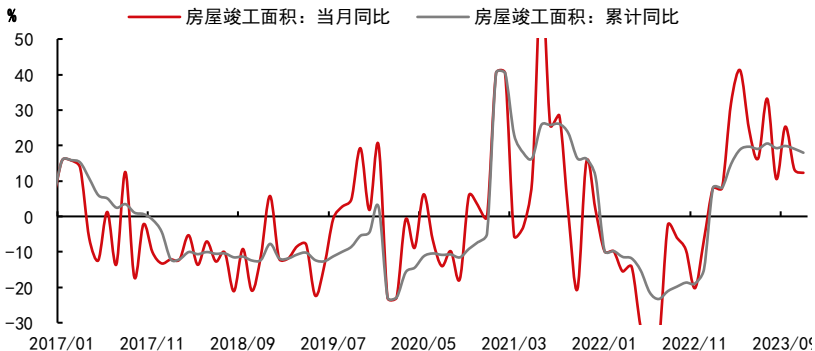
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：11月增速小幅下滑

- 1-11月竣工面积同比17.9%（前值19.0%），增速维持相对高位。11月当月竣工面积同比12.3%（前值13.2%），增速有所回落。
- 在国家政策引导下，今年以来地产竣工回升明显，疫情期间累积的待竣工面积逐步竣工。

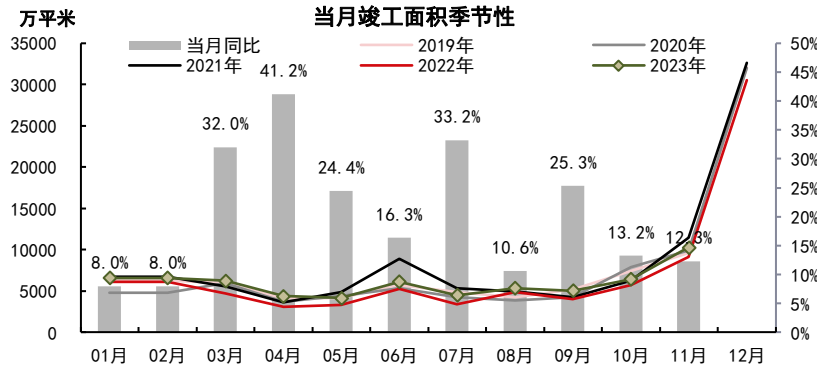
领先指标：新开工领先竣工



房屋竣工面积同比增速

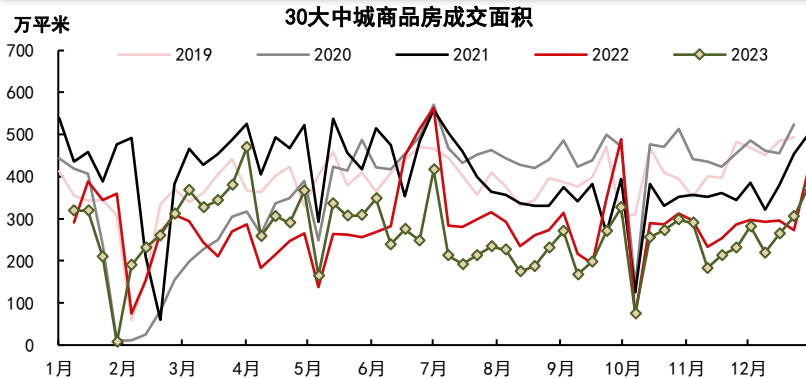


竣工面积-季节性

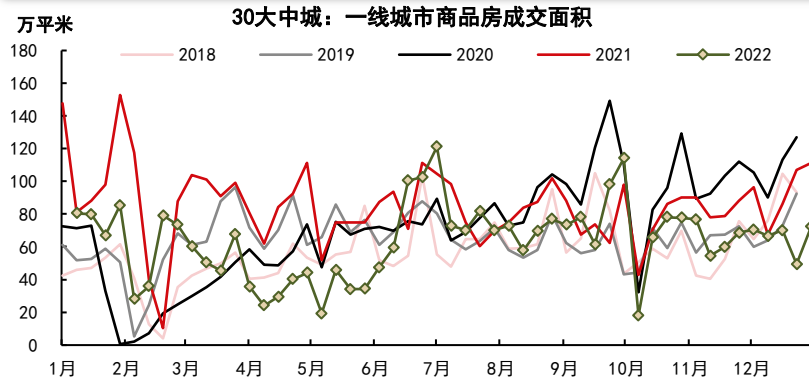


三、建筑业需求——30城商品房成交季节性回升，但仍处低位

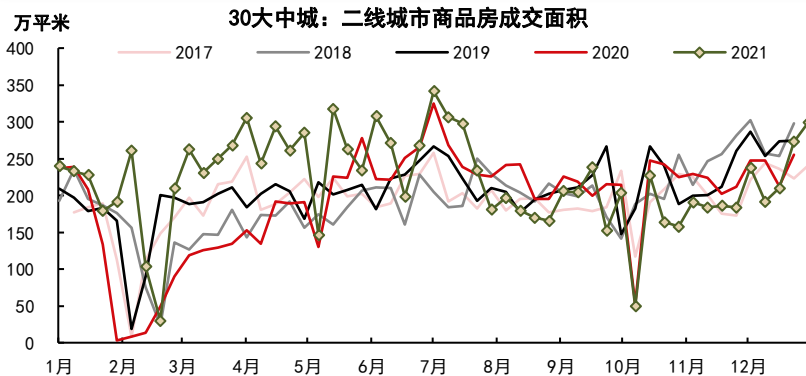
30大中城商品房成交面积



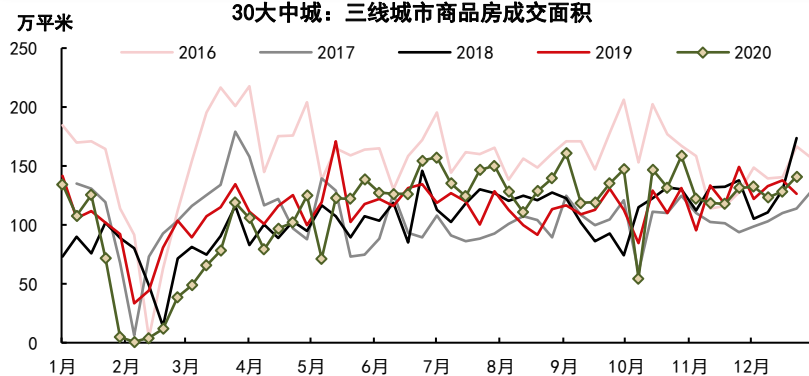
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

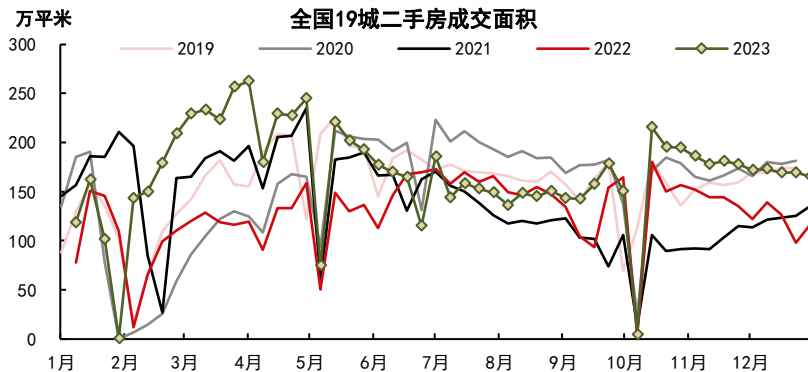


30大中城：三线城市商品房成交面积

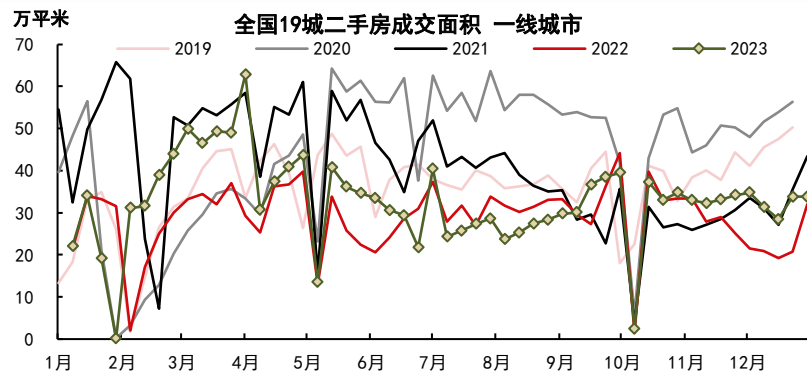


三、建筑业需求——二手房成交延续下滑趋势

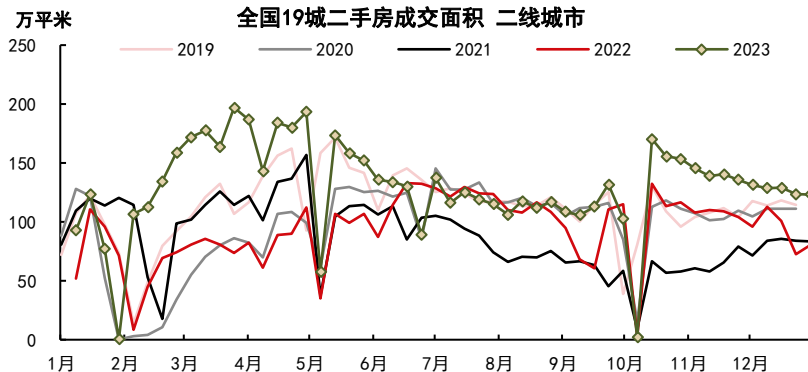
19城二手房成交面积



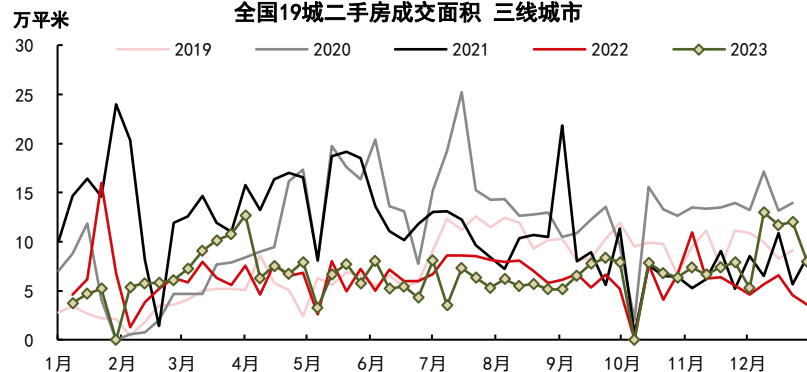
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

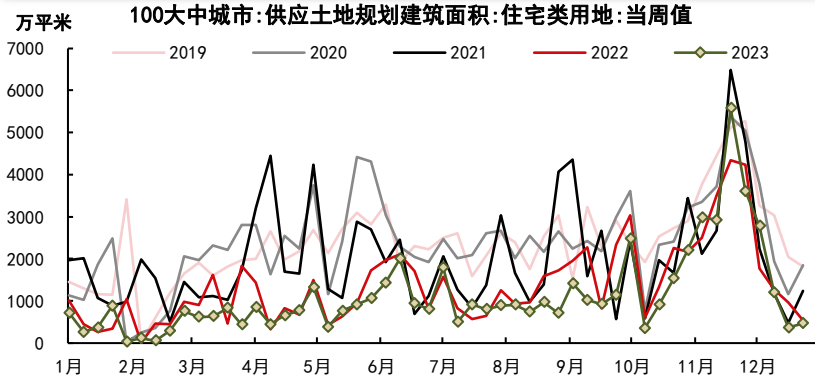


三线样本城市二手房成交面积

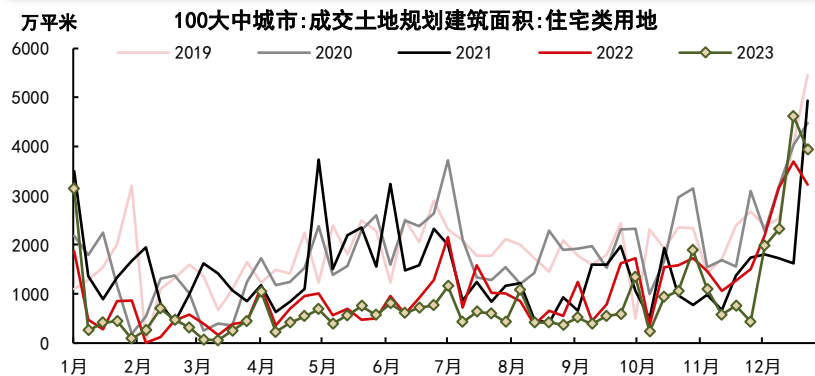


三、建筑业需求——地产高频数据：土地成交仍然低迷

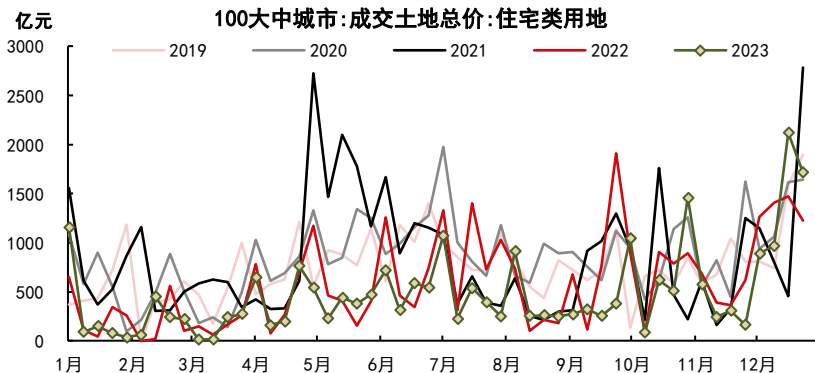
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



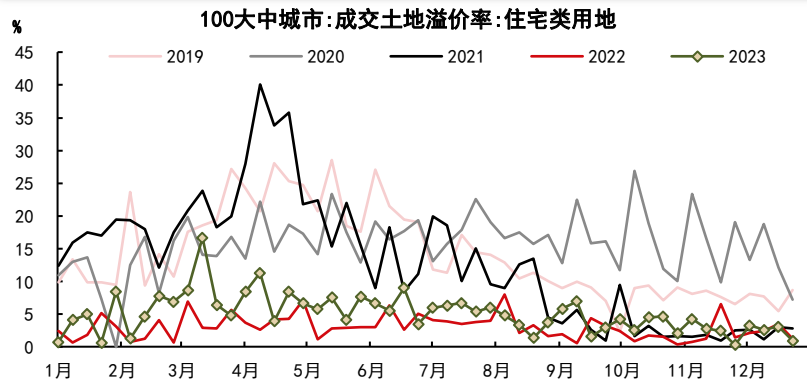
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地

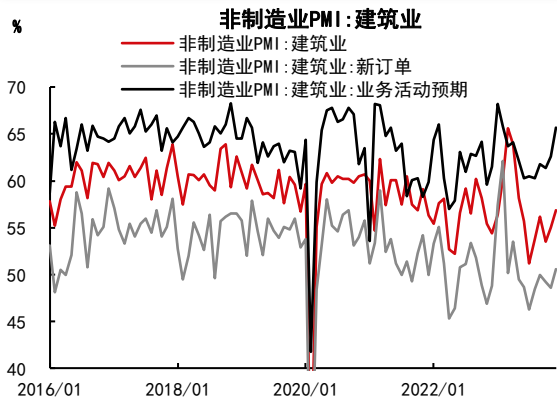


三、建筑业需求——建筑业PMI：12月超季节性回升

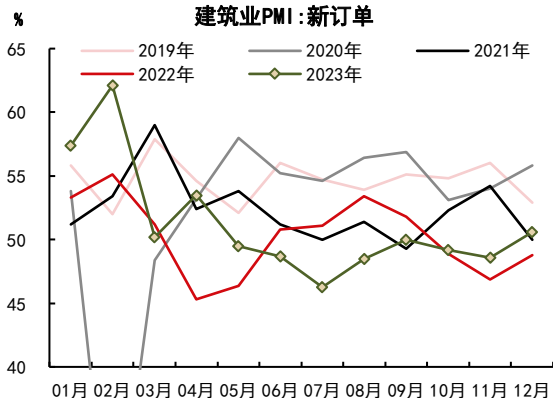
■ 12月建筑业继续走强，需求有所回升。

- 建筑业PMI商务活动指数上升1.9个百分点至56.9%。
- 新订单指数回升2.0个百分点至50.6%。
- 业务活动预期指数上升3.1个百分点至65.7%，处于季节性高位。

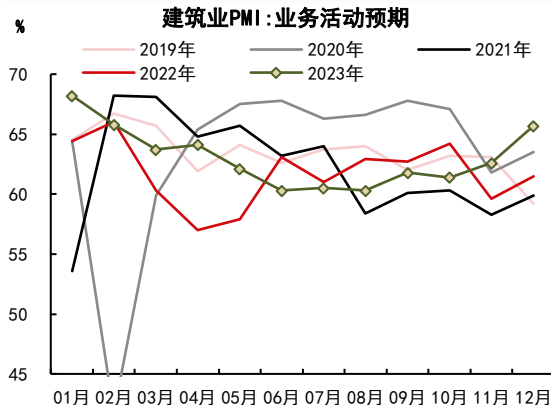
建筑业PMI



建筑业PMI新订单指数



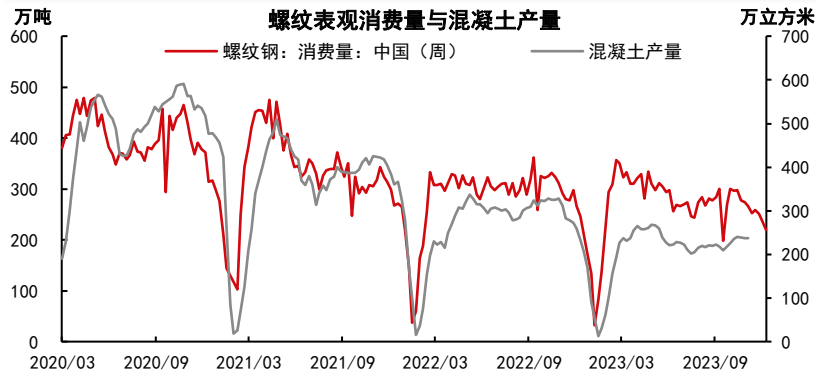
建筑业PMI业务活动预期指数



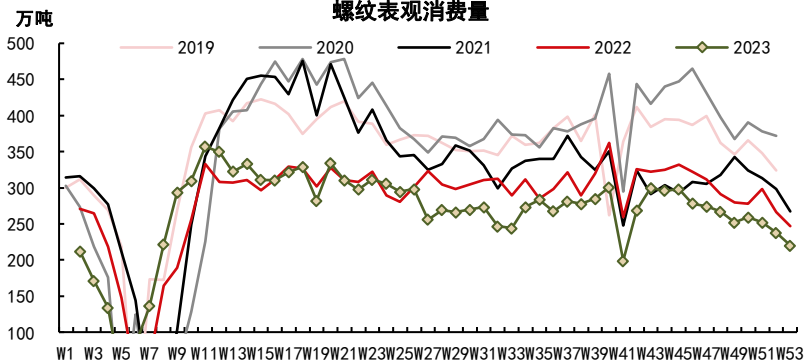
三、建筑业需求（施工）——螺纹：表观消费持续回落

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 如果从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需近期同向走弱，背后反映的是房地产的建设需求依旧疲弱。
- 12月29日当周，螺纹表观消费量持续回落，线材表观消费量有所反弹，均显著弱于往年同期。

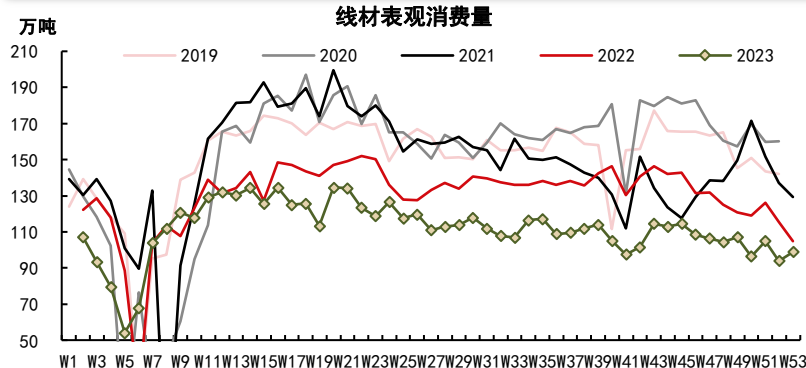
螺纹表观消费量与混凝土产量



螺纹表观消费量



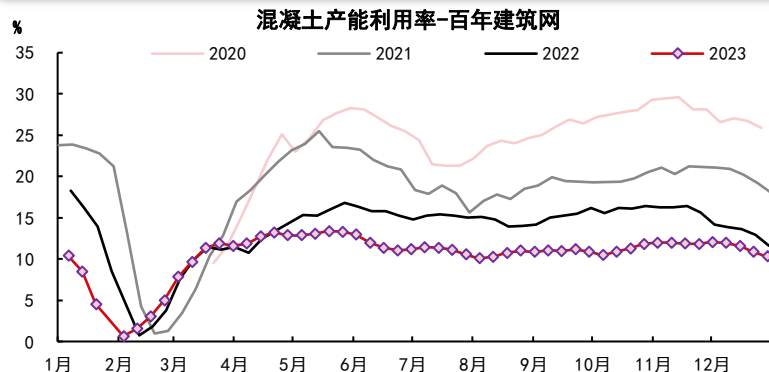
线材表观消费量



三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率显著反弹

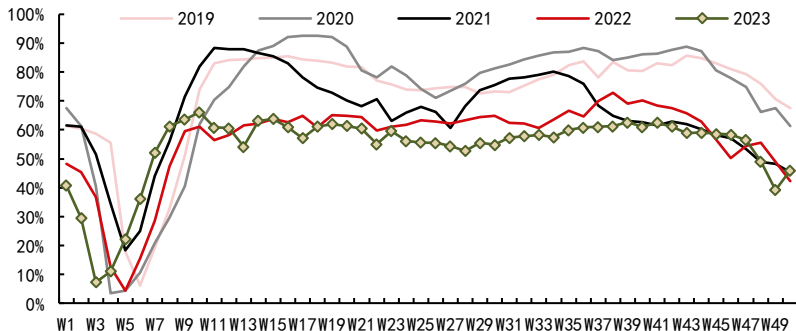
- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 近期天气较好，有利于施工，局部地区小赶工，水泥需求同比好转。
- 12月29日当周，全国混凝土产能利用率继续下滑。
- 12月29日当周，全国水泥出货率显著反弹，水泥熟料库容比略有下滑。

混凝土产能利用率



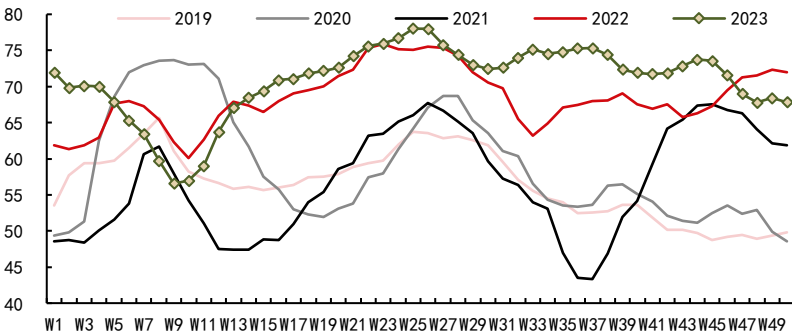
水泥出货率

全国水泥出货率



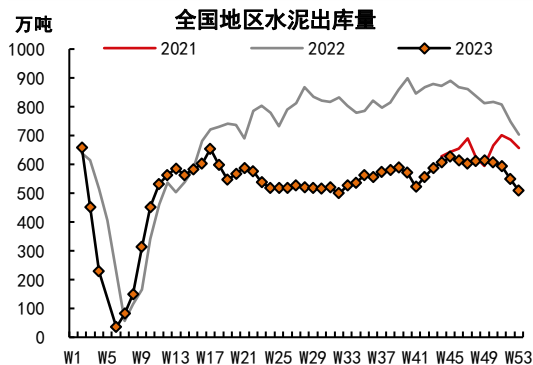
水泥熟料库容比

全国水泥熟料库容比

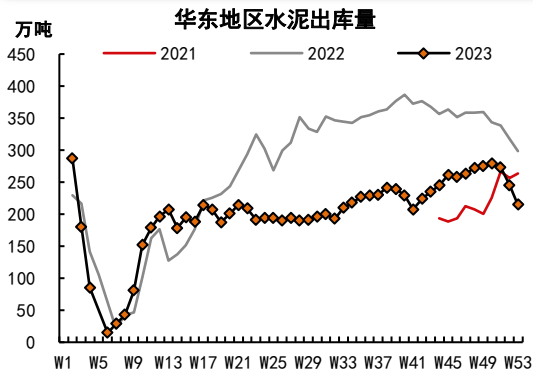


三、建筑业需求（施工）——水泥出库量继续下滑

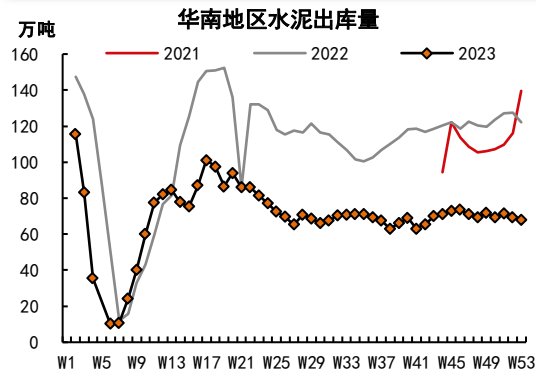
全国地区水泥出库量



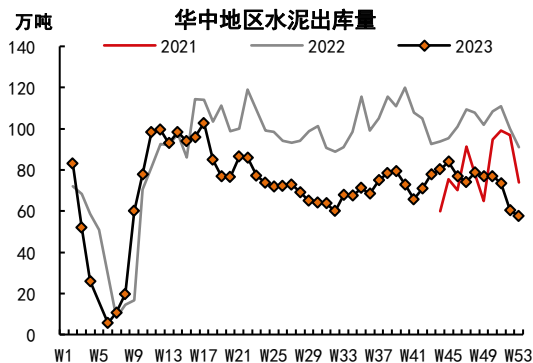
华东地区水泥出库量



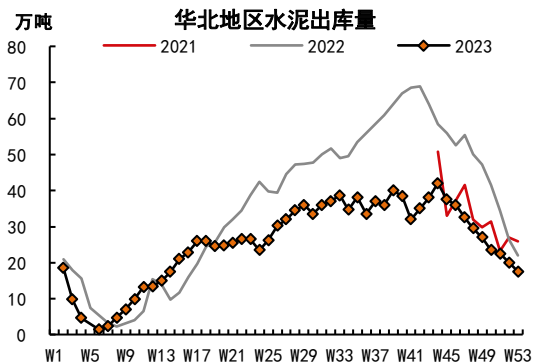
华南地区水泥出库量



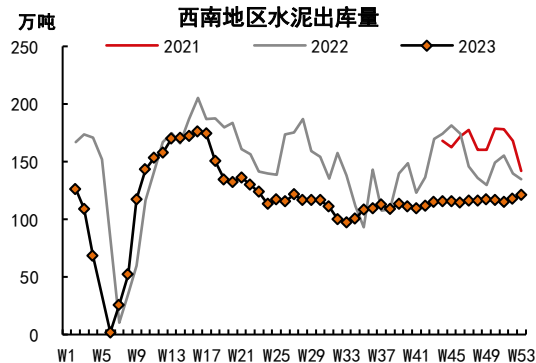
华中地区水泥出库量



华北地区水泥出库量



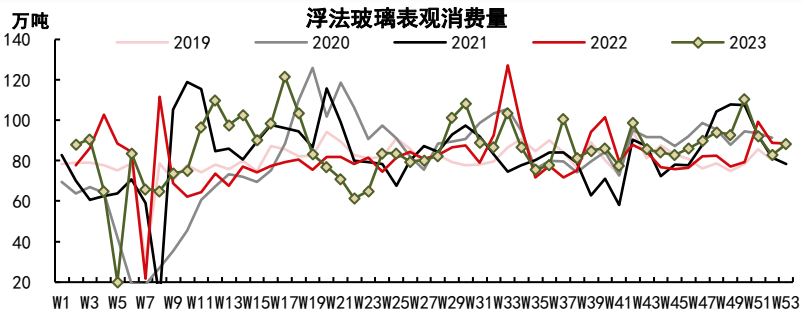
西南地区水泥出库量



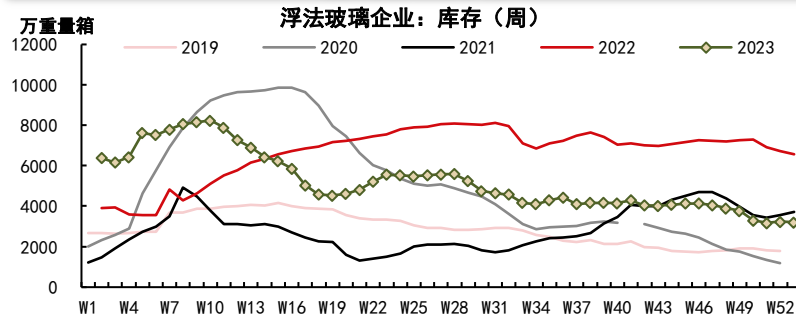
三、建筑业需求（竣工）——玻璃表观消费有所回升

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 12月29日当周，玻璃表观消费有所回升，库存略有下滑；PVC表观消费持续下滑，库存继续下降。

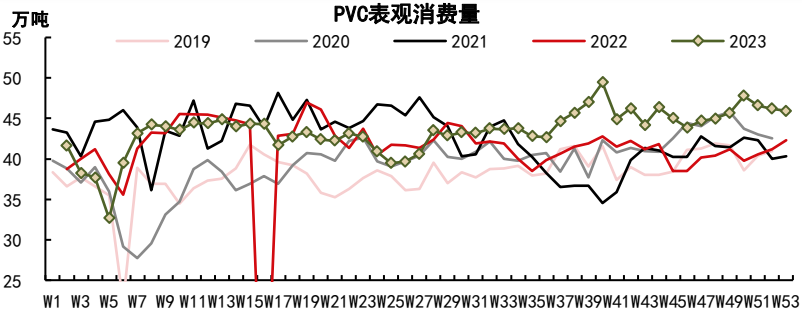
玻璃表观消费量



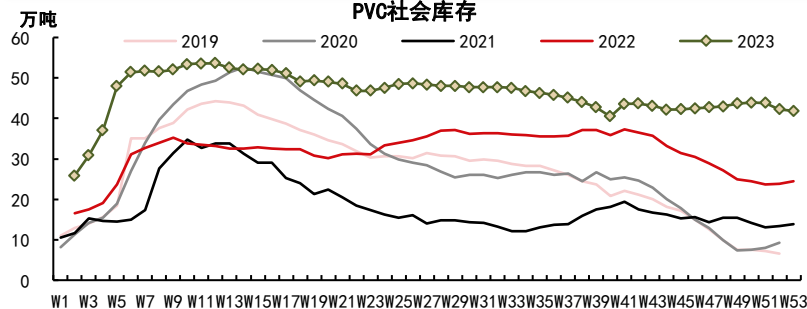
玻璃企业库存



PVC表观消费量



PVC社会库存



三、建筑业需求——基建：出现分化

■ 1. 交运、仓储和邮政业 (占基建36%)

➢ 跟踪石油沥青开工率：回落0.9个百分点至31.3%。

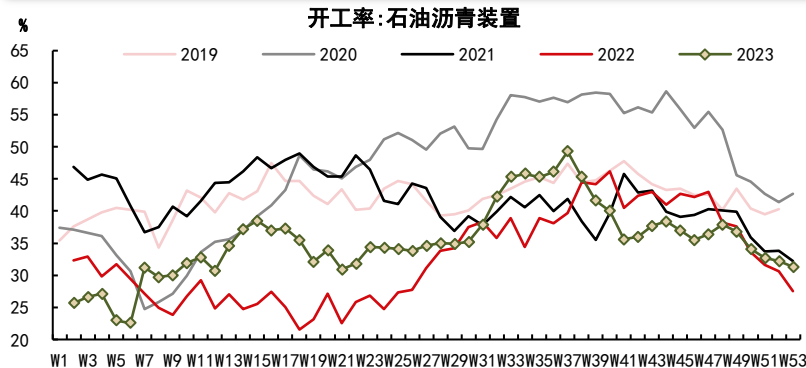
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：回落0.3个百分点至71.4%。

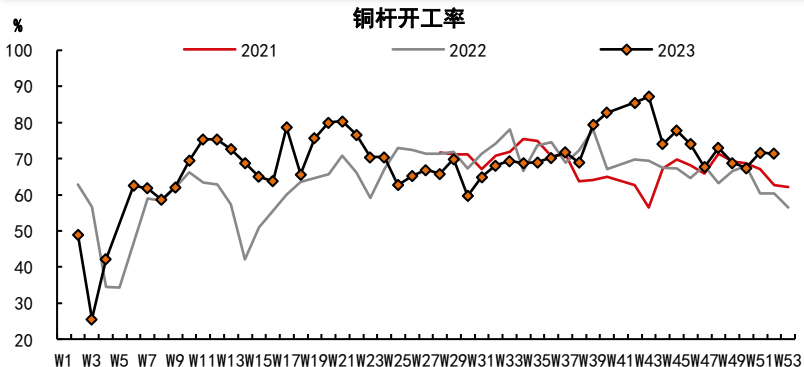
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 球墨铸铁管的加工费：环比持平，仍为3040元。

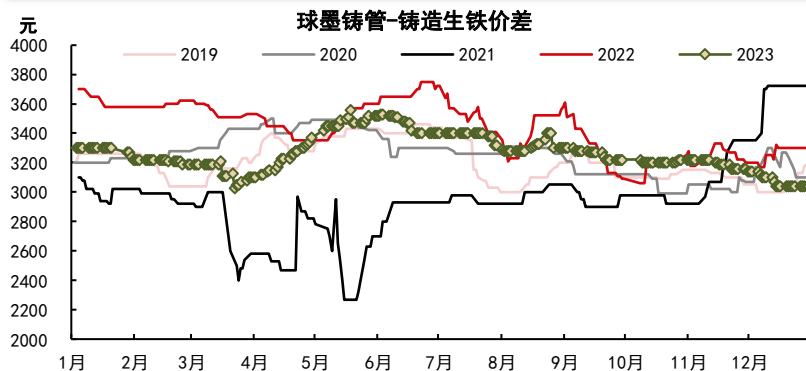
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



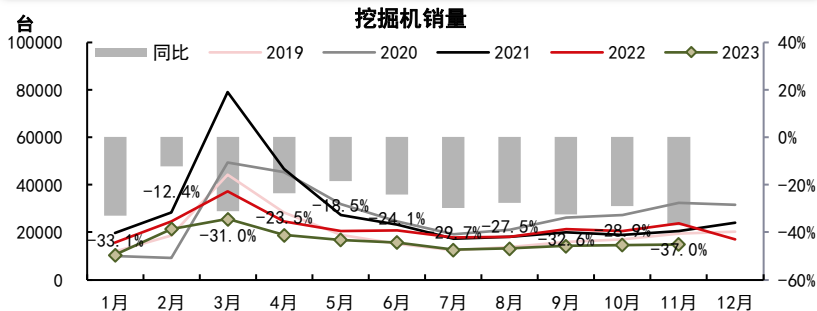
水利投资：球墨铸管的加工费



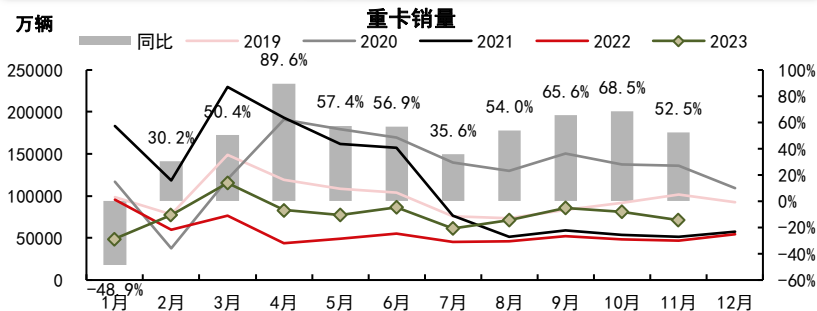
三、建筑业需求——挖机与重卡：11月挖掘机销量同比降幅扩大

- 11月挖机销量同比降幅扩大，印证地产与基建总体偏弱。11月挖掘机销量同比-37.0%（前值-28.9%）。
- 11月重卡销量同比52.5%（前值68.5%）。

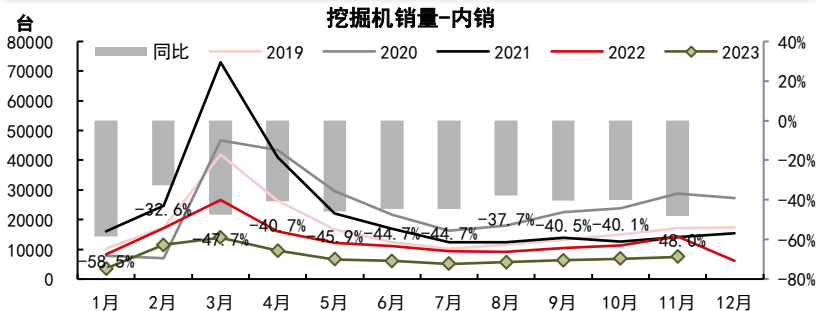
11月挖掘机销量同比-37.0%



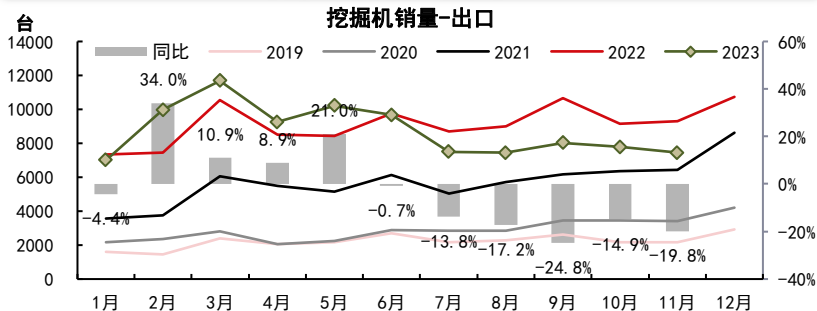
11月重卡销量同比52.5%



11月挖掘机内销同比-48.0%



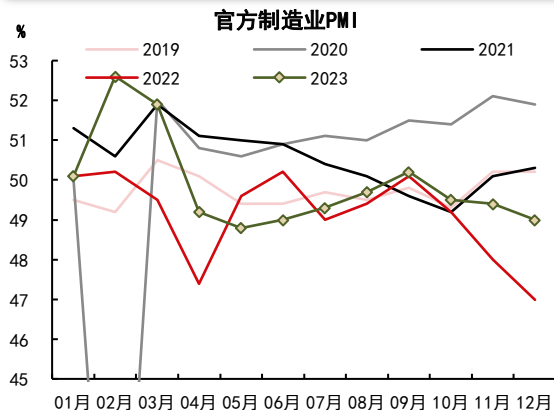
11月挖掘机出口同比-19.8%



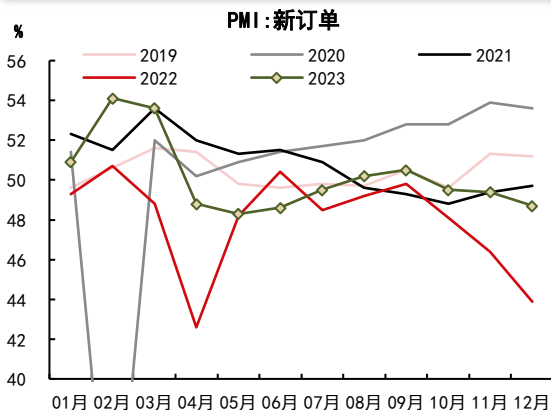
四、制造业需求——制造业PMI：12月继续回落

- **12月制造业有所走弱**，PMI综合指数回落0.4个百分点至49.0%。
- **需求：需求下降**，新订单指数回落0.7个百分点至48.7%，低于50%的临界点；新出口订单指数回落0.5个百分点至45.8%。
- **供应：持续放缓**，生产指数回落0.5个百分点至50.2%，仍高于50%的临界点。
- **库存：原材料、产成品略有去库**，12月原材料库存指数回落0.3个百分点至47.7%；产成品库存指数回落0.4个百分点至47.8%。
- **价格：原材料价格指数回升，产成品价格指数回落**，建筑业回暖带动黑色链条价格修复，对原材料价格形成支撑，购进价格指数回升0.8个百分点至51.5%；市场需求仍有待提振，产品出厂价格降势再度加速，出厂价格指数回落0.5个百分点至47.7%。
- **展望：财政扩张助力经济恢复**。未来万亿国债增发，其中年内安排使用5000亿元。预计财政扩张助力经济继续恢复。

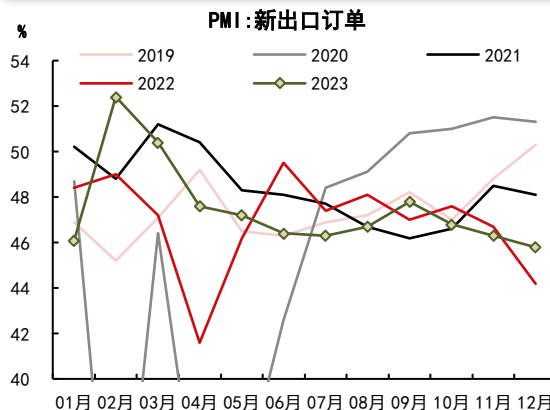
12月制造业PMI回落至49.0%



12月PMI新订单指数回落至48.7%



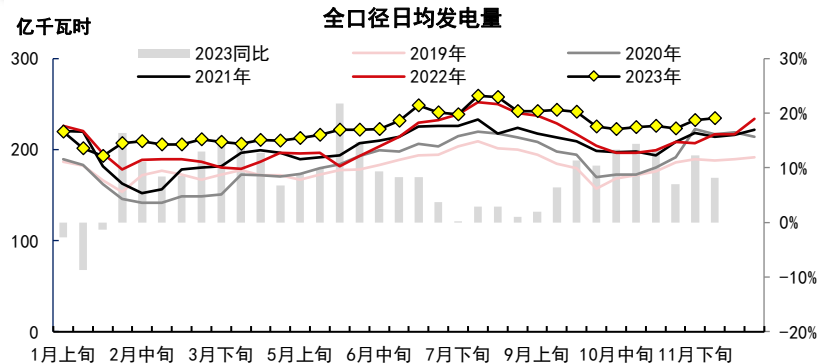
12月PMI新出口订单回落至45.8%



四、制造业需求——电厂耗煤季节性增加，同比增幅扩大

- 12月28日当周，电厂耗煤环比1.6%，同比12.2%（前值9.9%）。其中，沿海八省电厂煤耗环比2.5%，同比15.8%；内陆17省电厂耗煤环比1.2%，同比10.3%。
- 12月上旬，全口径发电量环比0.9%，同比8.2%（前值12.3%）。

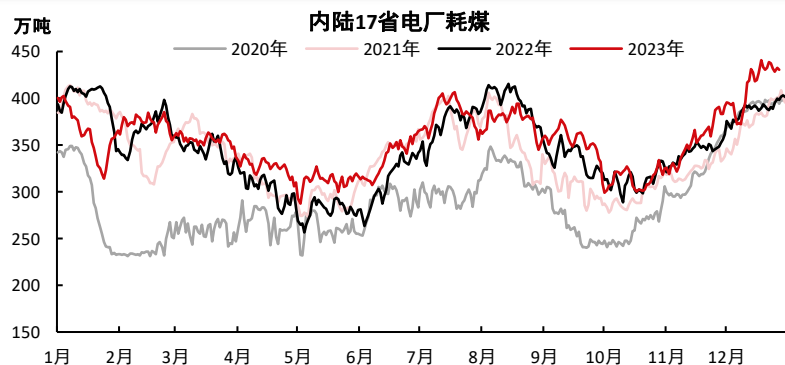
旬度数据：全口径日均发电量



日度数据：沿海八省电厂耗煤



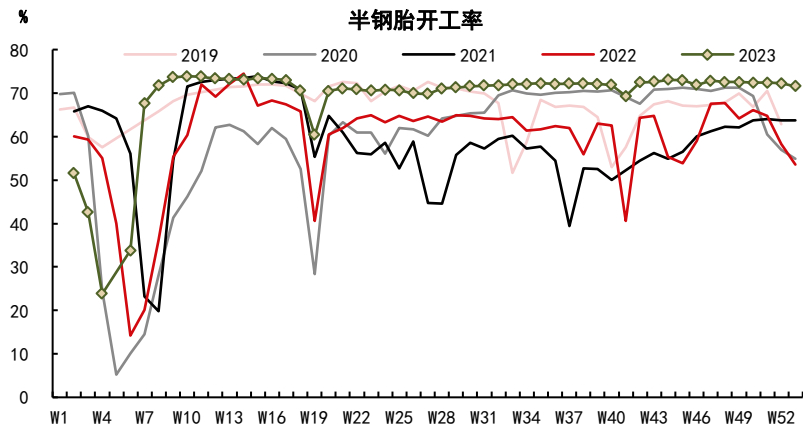
日度数据：内陆17省电厂耗煤



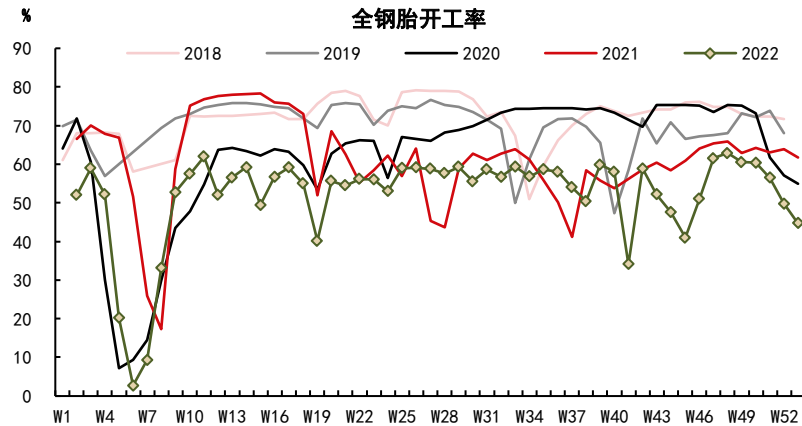
四、制造业需求——轮胎开工率有所下滑

- 全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡，半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡。
- 轮胎开工率：12月29日当周，半钢胎开工率下降0.7个百分点至71.6%；全钢胎开工率下降7.9个百分点至49.7%。

半钢胎开工率



全钢胎开工率



四、制造业需求——乘用车销售：12月第三周同比明显改善

- **12月乘用车零售环比上月同期有所增加，第三周同比明显改善。** 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2,086.9万辆，同比增长5%。近期多地开展促消费活动，通过线下车展、发放消费券等多种方式，实现销售额的有效提升。今年12月车市缺少历年的购买诱因，市场走势相对平稳。
 - 12月第一周全国乘用车市场日均零售4.7万辆，同比去年12月同期增长7%，环比上月同期增长8%。
 - 12月第二周全国乘用车市场日均零售6.7万辆，同比去年12月同期增长2%，环比上月同期增长14%。
 - 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,新能源车市场零售56.7万辆，同比去年同期增长22%，较上月同期增长10%，今年以来累计零售737.5万辆，同比增长34%。



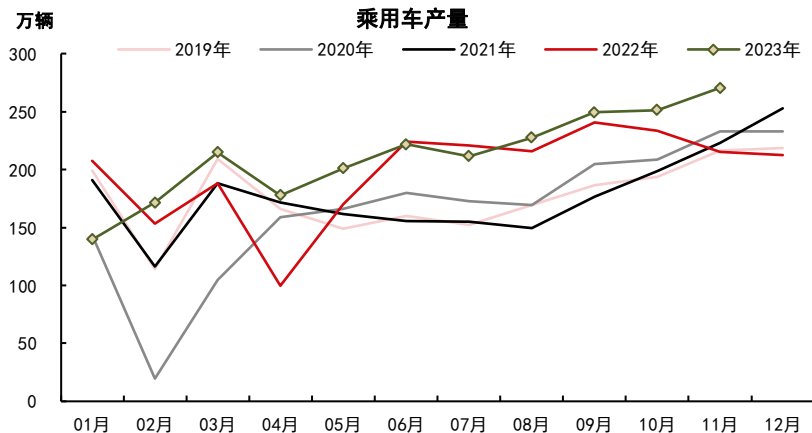
四、制造业需求——11月乘用车产销季节性上升，并维持高位

■ 11月乘用车产销环比季节性上升，低基数效应下同比增速显著提升。

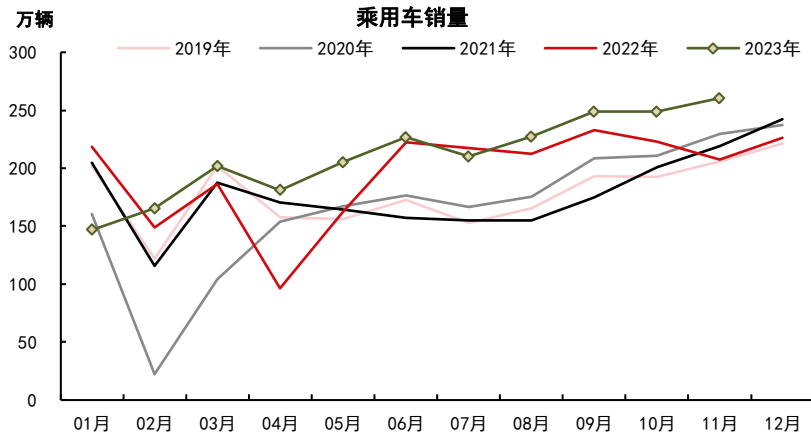
- 11月乘用车产量环比7.6%，同比25.8%（前值7.7%）；
- 11月乘用车销量环比4.7%，同比25.5%（前值11.5%）。

■ 春节前有望维持较高水平。

11月乘用车产量同比25.8%



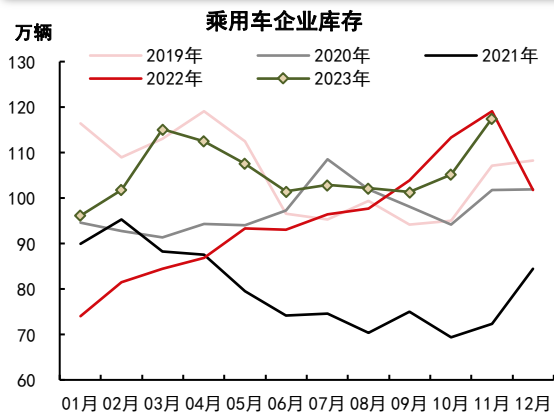
11月乘用车销量同比25.5%



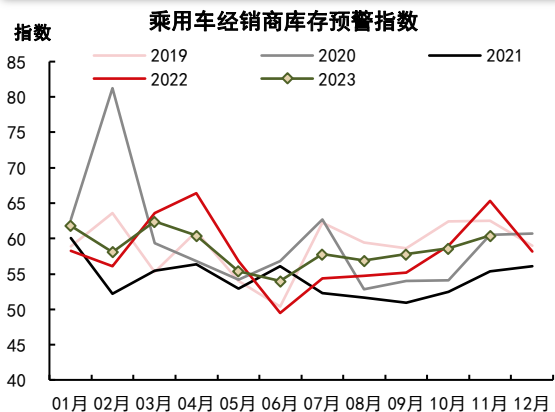
四、制造业需求——乘用车库存：11月库存大幅上升

- **乘用车企业库存**：11月乘用车企业库存大幅上升，因为产量相对销量环比增加较多。
- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。11月经销商库存预警指数回升1.8个百分点至60.4%。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。11月汽车经销商综合库存系数为1.43（前值1.70），有所回落。

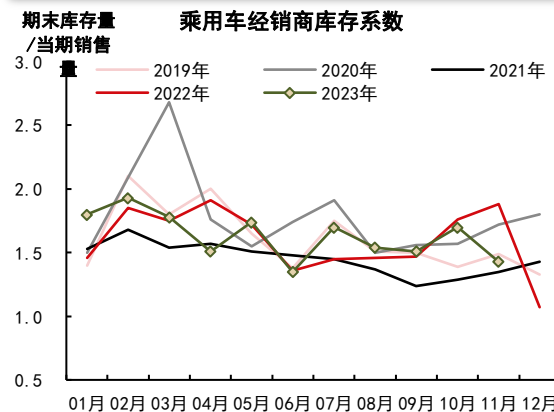
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



乘用车经销商库存系数

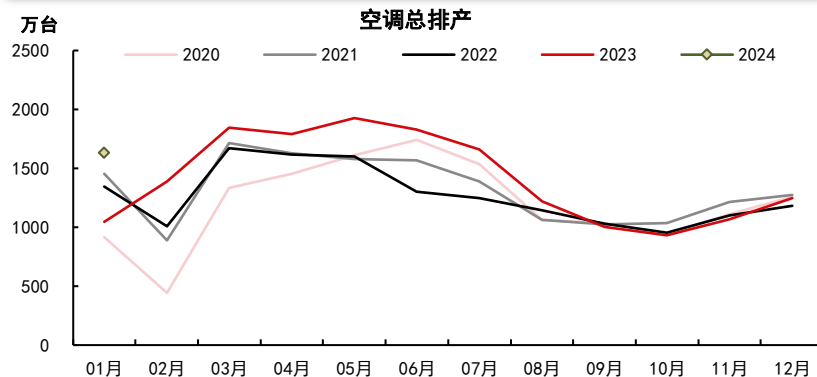


四、制造业需求——家电排产：1月大幅增长

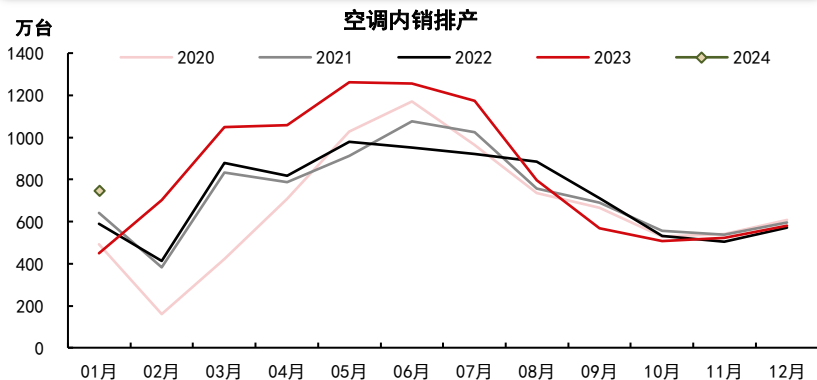
1月三大家电排产2993万台，同比38.3%（前值15.0%）



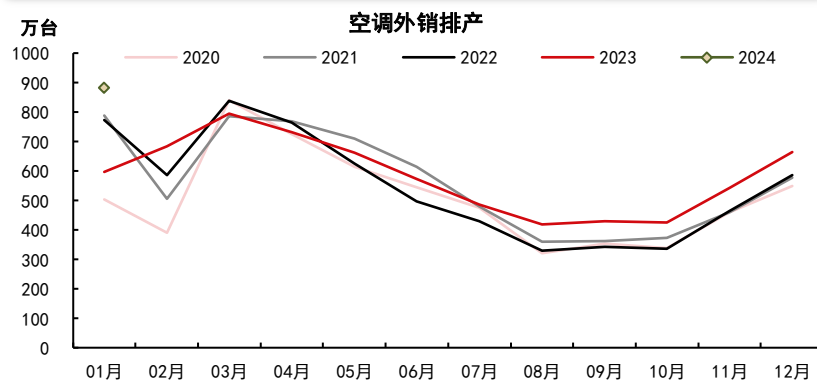
1月空调排产1629万台，同比53.2%(前值5.5%)



1月空调内销排产745万台，同比65.5%(前值1.8%)

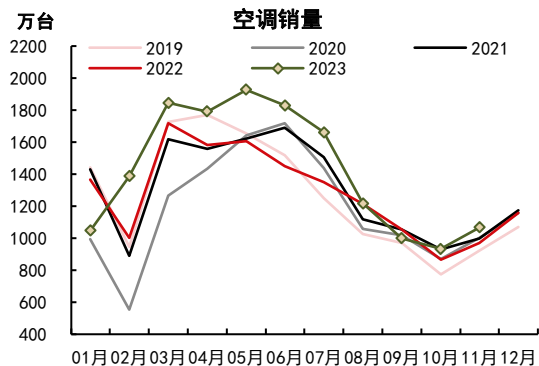


1月空调外销排产665万台，同比48.1%(前值13.5%)

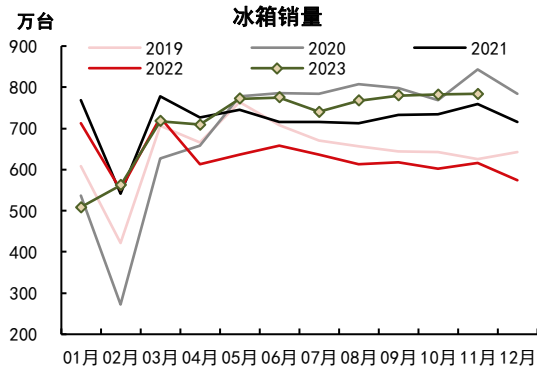


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

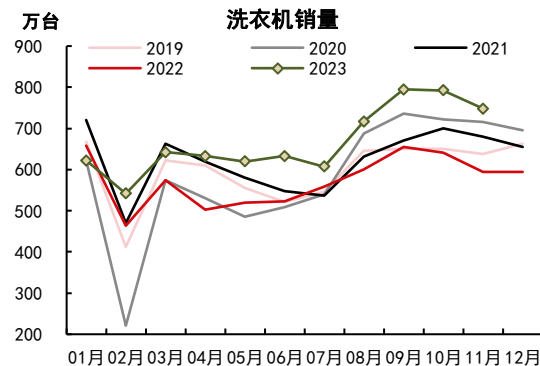
11月空调销量1067万台，同比9.9%



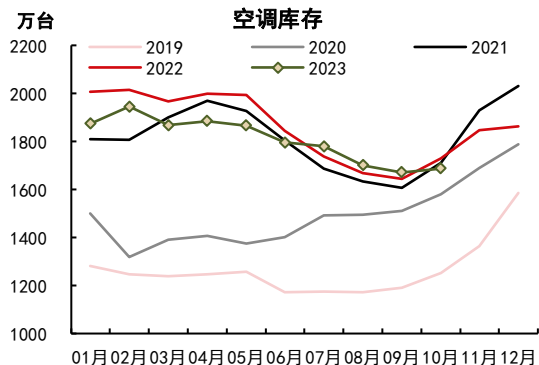
11月冰箱销量784万台，同比27.2%



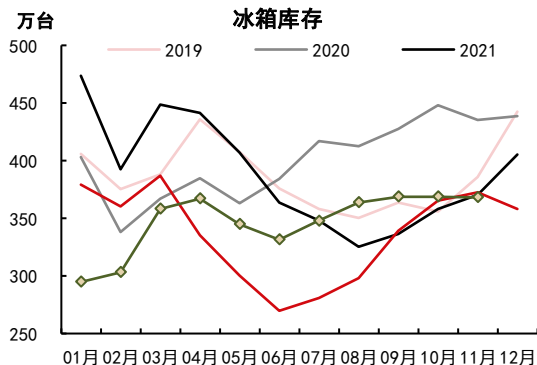
11月洗衣机销量748万台，同比26%



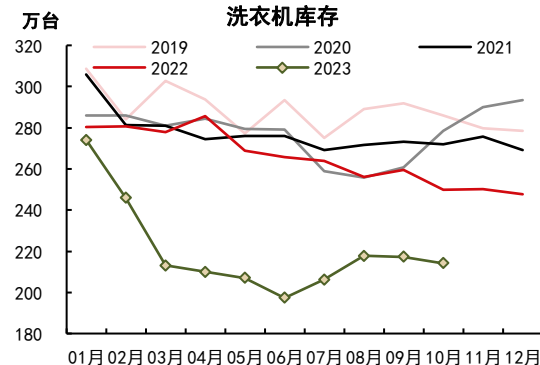
10月空调库存1688万台，同比-2.4%



11月冰箱库存368万台，同比-1.1%



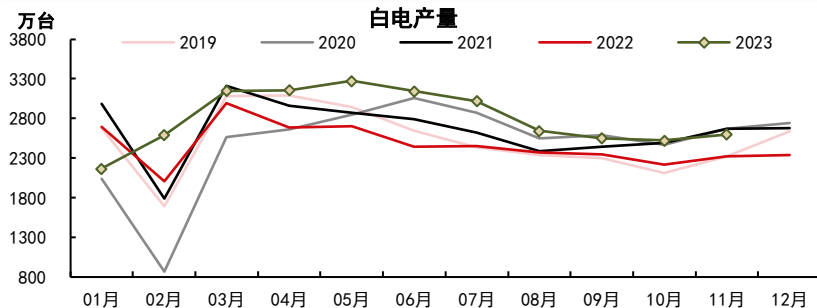
10月洗衣机库存214万台，同比-14.3%



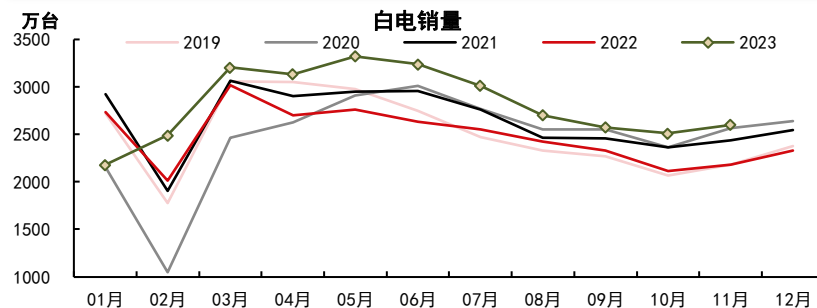
四、制造业需求——家电：11月白电产销处于季节性高位

- 11月白电产量当月同比12.0% (前值13.9%)
- 11月白电销量当月同比19.2% (前值18.8%)

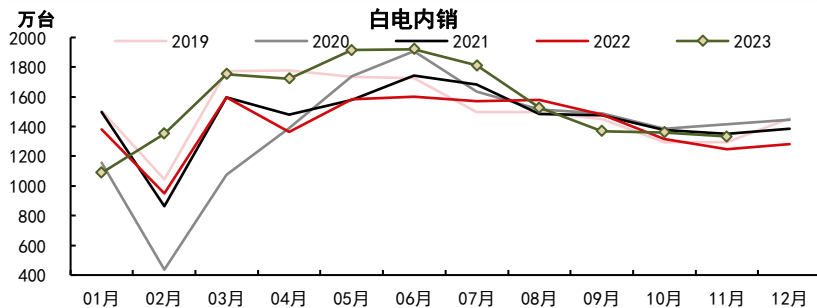
白电总产量-季节性 (产业在线)



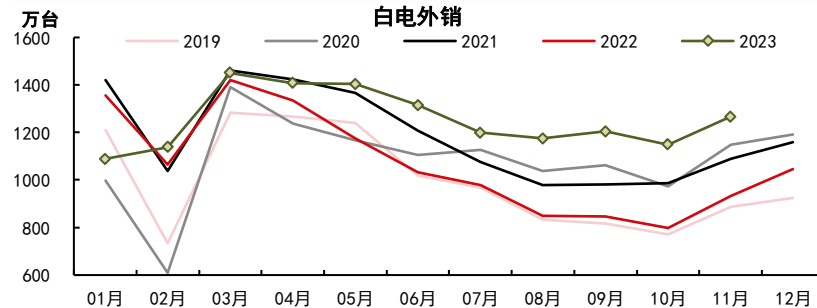
白电总销量-季节性 (产业在线)



白电内销-季节性 (产业在线)



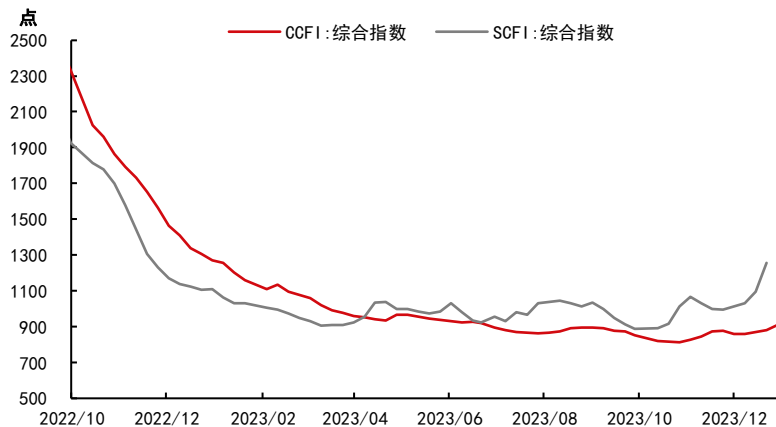
白电外销-季节性 (产业在线)



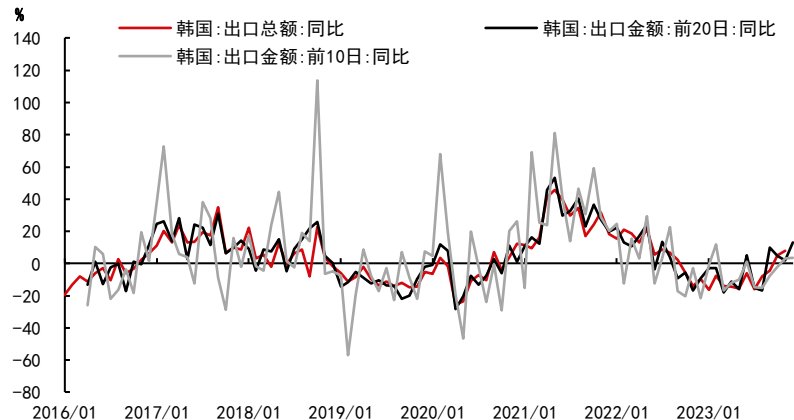
四、制造业需求——邻国出口同比持续回升

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。12月29日当周，中国出口集装箱运价指数环比上升3.3%；12月22日当周，上海出口集装箱运价指数环比上升14.8%。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。12月韩国出口同比5.1%，低于11月的7.7%。

高频同步指标：中国出口集装箱运价指数



邻国出口：韩国12月出口同比5.1%



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝