

美国市场加息预期与联储趋于一致，国内经济筑底基本完成

——大宗商品宏观&中观周度观察20230102

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

- **市场与联储分歧边际收敛。**上月中下旬美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间。美联储加息步伐或继续放缓，但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先11月推迟至12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。
- **房价跌势边际收敛，成屋签约销售连续六月下跌。**10月美国20大中城市CS房价指数环比回落0.52%，好于预期-1.2%；房价同比进一步回落至8.64%，创2020年年末以来新低。成屋销售方面，11月美国成屋签约销售指数环比回落4%，连续六月下跌，暗示成屋销售或将进一步转冷。新屋开工方面，美国11月新屋开工年化环比回落0.49%。细分中，单户住宅开工年化下降3.5万套；多户住宅年化上升2.7万套，或对应美国11月非制造业PMI短暂韧性。营建许可方面，单户住宅营建许可继续回落，多户住宅见顶回落。尽管多户住宅建设单方面向好，但单户住宅的大幅转冷仍使美国地产端承压。
- **物价与物流缓解带来制造业边际改善。**12月芝加哥联储PMI44.9（预期40，前值37.2）；里士满联储制造业指数1（预期-10，前值-9）。从里士满联储制造业指数细分来看，供应商响应时间大幅收缩、物价增幅边际收窄，供应端改善带来制造业指数向好。然而，从订单状况来看，12月新订单仅收缩边际收窄，积压订单仍深度收缩。从同步状况来看，产能利用率连续收缩，而劳工持续紧俏：薪资增长仍然高企，雇员数持续持平。地方联储制造业指数显示美国制造业前瞻与同步仍然存忧，12月ISM制造业PMI或边际改善，但细分担忧仍存。

- **社融：社融持续偏弱，回暖仍需时间。** 11月新增社融19900亿元，同比少增6083亿元，低于市场预期。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（2）地产销售偏弱。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅收窄。** 公共财政收入增速上升主要是因为税收统计的滞后效应和去年的低基数。财政支出端的恶化主要是因为下半年政策性开发性金融工具助力基建扩张，基建类支出暂无维持高增的必要性。。
- **地产：投资创年内新低，到位资金进一步恶化。** 近期针对地产融资以及资金来源连续出台多项宽松，包括“第二支箭”、楼市金融十六条以及优化预售资金监管等。其中楼市金融十六条对房企融资显著提升信心。从该政策的细则来看，“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”等条例均纷纷指向对从前房地产的投资主力——民企提供实质的资金支持，进一步提高对保交楼以及信用违约问题缓解的预期，当前来看整体推进节奏仍然较慢。
- **制造业：增速仍有韧性，工业利润承压。** 11月制造业增速下行可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。
- **12月PMI数据预示经济基本筑底完成。** 12月以来，虽然疫情管控放开对物流和人员流动的限制减少，但由于感染人数的快速上涨使得整体经济产需两端同步走弱。供给端的表现是企业人员上岗情况受到因病减员的影响，需求端的表现是PMI新订单指数连续三个月下跌。近期疫情逐渐迎来拐点，预计12月将是近期的经济底，2023年国内经济有望快速回升。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量有所下滑

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**考虑到当前防疫政策优化后，社会面阳性病例增多，下游项目赶工进度明显受影响，使得本周螺纹表观消费再度下滑，预计春节前下游需求仍持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求回升，库存持续去库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**近期实物工作量有所回落。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情管控优化，11月份挖掘机销售明显走强，初步确认见底拐点。

■ 制造业景气度跟踪：11月以来汽车销量增速进一步下跌，空调排产显著修复，内贸集装箱吞吐量同比显著回升

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着“金九银十”接近尾声，钢铁、冶炼、水泥等行业企业将迎来错峰生产，工业用电面临回落。
- **汽车：**由于近期各地疫情反弹，经销商闭店的比例在上升，市场展厅流量和订单情况出现较大影响，年底汽车消费需求释放出现一定风险和不确定。
- **家电：**根据空调排产数据，12月空调产量同比小幅下降，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口：**11月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比有所回升，但考虑到韩国12月出口数据跌幅有所缩小，反映当前外需压力有望缓解。

■ 总结：

- **进入10月，从建筑相关景气度来看，**本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销11月份的数据进一步下滑，11月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面结合邻国出口跌幅有所减少，当前外需压力缓解。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况偏弱。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **加息步伐放缓，仍待通胀缓解**

美国宏观&中观 **市场联储分歧收敛，地产继续转冷**

欧洲经济 **ECB加息放缓，收缩边际收敛**

疫情跟踪 **全球疫情好转**

一、海外总览：加息步伐放缓，仍待通胀缓解

- **加息步伐放缓，仍待通胀缓解。**上月中下旬，美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间，美联储加息进程或已进入尾声。但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先今年11月推迟至今年12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。地产方面，美国房价下行边际收敛：10月美国20大城市CS房价指数环比回落好于预期；但同比进一步回落至8.64%，创2020年年末以来新低。成屋销售方面，11月美国成屋签约销售指数环比回落4%，连续六月下跌，暗示成屋销售或将进一步转冷。芝加哥与里士满联储制造业指数显示，12月美国制造业收缩边际收敛，或主要得益于物流与物价的改善，然而新订单低迷、劳动力紧俏等问题仍然存在，预计12月美国制造业PMI录得类似细分结构，关注周五美国非农数据。

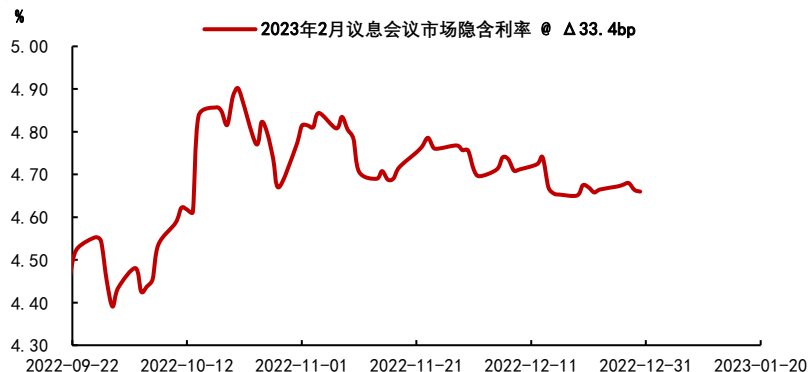
全球制造业PMI

制造业PMI	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
全球	未公布	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3
美国	未公布	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8
欧元区	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
德国	47.4	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4
法国	48.9	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6
意大利	未公布	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62
爱尔兰	未公布	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
希腊	未公布	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
西班牙	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
澳大利亚	未公布	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
英国	未公布	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
日本	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
中国	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4
印度	44.7	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9
巴西	未公布	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3
俄罗斯	未公布	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3
南非	未公布	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5
越南	未公布	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8

二、美联储加息预期观测：市场与联储分歧边际收敛

- **市场与联储分歧边际收敛。**上月中下旬美联储地方官员梅斯特与戴利相继提及终端利率及维持时间。美联储加息步伐或继续放缓，但由于通胀仍远离目标，目前联储仍以抬升利率至“限制性区间”，并且“维持在该区间很长一段时间”为主要方针。本周市场计价较上周边际转鹰，市场预计联储降息由原先11月推迟至12月，维持时间仍短于联储预计的11个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。

市场预计明年2月联储大概率加息25bp

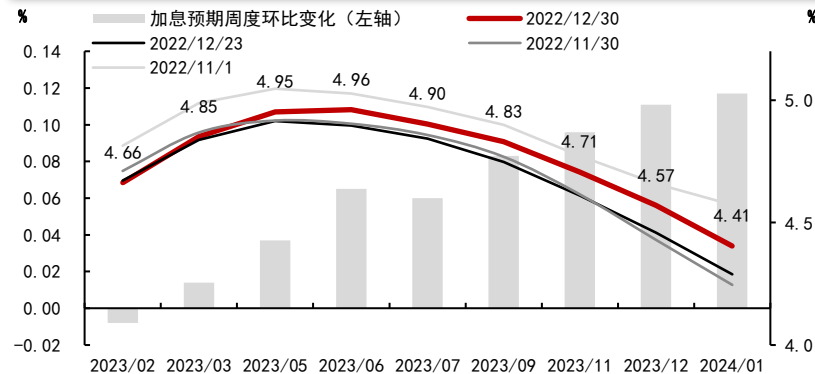


市场预计联储行动大概率更为温和

市场计价利率区间概率 (2022-12-30)

会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-02					70%	30%		
2023-03					14%	62%	24%	
2023-05					9%	44%	38%	9%
2023-06					8%	42%	39%	11%
2023-07				2%	16%	41%	32%	8%
2023-09			1%	6%	24%	38%	25%	6%
2023-11			3%	13%	30%	33%	17%	4%
2023-12		2%	9%	23%	32%	23%	9%	2%

加息预期曲线较上周小幅上移



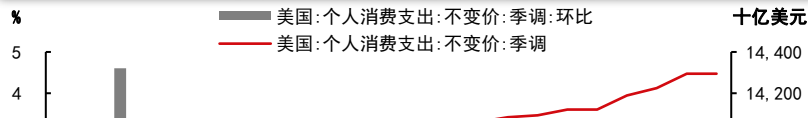
二、美国个人消费支出：支出环比持平，PCE指数再度降温

- **支出环比持平，PCE指数再度降温。**11月PCE物价指数同比回落至5.5%（前值6.1%），核心PCE指数同比降至4.7%（前值5.0%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。11月个人消费支出环比基本持平，细分项目中，商品支出环比回落，服务支出维持增长。长期来看，商品与服务支出趋势背离，或继续带动PCE指数中商品与服务细分走势分化；整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，而阻碍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。

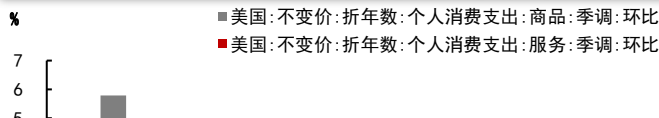
11月PCE物价指数增速基本符合预期



11月个人消费支出环比基本持平



商品与服务支出背离



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50835

