



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

海外经济全面放缓 国内经济企稳复苏

摘要

本月巴以达成停火协议，地缘冲突暂缓，避险情绪显著回落。以美国为首的西方国家整体通胀水平在经济放缓的影响下持续走弱，市场对海外央行明年政策转向预期有所前置。然而当前美国劳动力市场虽有所降温，但整体薪资增速仍维持于4%的高位，同时增速放缓斜率走平，未来美国核心通胀水平在薪资增速尚未大幅放缓的影响下或难以显著走弱。当前市场对美国政策转向预期计价或已相对充分，美元及美债收益率皆处于年内低位，后继经济数据表现若不及预期或致使趋势反转。

经济数据多数企稳，货币财政协作助力。我国10月份主要经济增长数据的当月同比小幅走弱，总体维持复苏态势。工业增加值、服务业生产和社零同比增速均有提升。但固定资产投资同比增速出现回落，前期较强的基建和制造业投资边际走弱，房地产投资降幅也进一步扩大。受政策持续发力显效、双节假期出行旅游需求旺盛以及低基数效应等因素提振，消费韧性不改。1.25万亿特殊再融资、1万亿国债发行，对经济有望形成支持，后续有较大复苏空间。11月27日，央行发布《三季度货币政策执行报告》，暗示当前经济恢复基础尚不稳固，央行仍然难以主动收紧货币政策。同时，《报告》提及近年来积极主动加强货币政策与财政政策的协同，这说明在当前政府加杠杆的背景下，央行将更加关注货币政策与财政政策的配合。12月银行信贷投放或将强于季节性，并且政府债券发行量依然较高，央行依然存在降准的可能性。在此基础上，我国经济有望持续复苏，大概率将完成全年5%经济增速目标预期。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：经济数据放缓，利率预期下调	4
(二) 欧元区：通胀显著回落，降息预期增强	7
(三) 日本：经济显著放缓，政策维持宽松	8
(四) 外汇技术分析	10
二、国内宏观经济回顾展望	11
(一) 生产端保持扩张，需求略显疲弱	11
(二) 固投增速下滑，宽财政支撑基建	13
1. 宽财政持续发力，基建是重要抓手	13
2. 制造业结构未改，去库或迎来拐点	14
3. 地产政策频出，后续景气度料升温	15
(三) 消费韧性不改，商品增长强劲	18
(四) 海外供需双弱，外贸复苏布满荆棘	20
1. 海外需求不足，出口缺乏支撑	20
2. 进口由跌转升，内需改善显著	23
(五) 天气转暖拖累价格，通胀水平再度转负	24
1. 食品价格支撑弱，通胀低位运行	24
2. 万亿国债或将助力 PPI 回升，短期波动不改回暖趋势	27
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性	32
(一) 财政政策：“准财政”工具或进一步加码	32
(二) 货币政策：宽财政频频加码，信贷修复空间大	33
免责声明	39

图表目录

图 1 美国经济活跃度下降.....	5
图 2 美国整体通胀水平下降.....	5
图 3 美国薪资增速回落速率放缓.....	5
图 4 无风险利率下降，权益资产上涨.....	6
图 5 美国国债收益率承压回落.....	6
图 6 利率预期下调，美元承压回落.....	6
图 7 欧元区商业活跃度小幅回升.....	7
图 8 欧元区通胀水平显著回落.....	8
图 9 日本整体 PMI 走弱.....	9
图 10 日本 CPI 回升.....	9
图 11 日本贸易边际走弱.....	9
图 12 美元指数走势图.....	10
图 16 制造业 PMI.....	11
图 17 建筑业 PMI 表现突出.....	12
图 18 制造业 PMI 细分项对比.....	12
图 19 正处于主动去库存转向被动去库存过程中.....	12
图 20 投资端始终承压.....	13
图 21 基建投资细分项.....	14
图 22 财政收支同比增速.....	14
图 23 制造业投资细分项.....	15
图 24 新增企业短中长贷款.....	15
图 25 地产销售面积同比.....	16
图 26 地产新开工、竣工和施工累计同比.....	16
图 27 成交土地溢价率：当周值.....	16
图 28 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）.....	17
图 29 新增居民短中长期贷款.....	17
图 30 社会消费品零售总额增速.....	18
图 31 社零总额分项：当月同比.....	18
图 32 居民收入平稳增长.....	19
图 33 我国出口同比增速（%）.....	21
图 34 CRB 现货指数.....	21
图 35 我国对主要经济体出口增速（%）.....	22
图 36 中国出口国家同比增速分解.....	22
图 37 进出口数量指数（HS2）.....	23
图 38 主要进口商品金额同比增速（%）.....	24
图 39 核心物价回落.....	24
图 40 CPI 环比持续回落.....	25
图 41 食品价格拖累通胀下行.....	25
图 42 生猪存栏量（万头）.....	26
图 43 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）.....	26

图 44 原油价格波动	27
图 45 PPI 同比环比降幅均收窄	29
图 46 生活和生产资料价格	29
图 47 PPI 分行业环比	30
图 48 生产、生活资料剪刀差延续收窄	30
图 49 CPI、PPI 剪刀差持续回落	31
图 50 公共财政收入同比增速 (%)	33
图 51 中央、地方财政收入同比增速 (%)	33
图 52 社会融资规模存量增速	34
图 53 社会融资规模分项	34
图 54 新增人民币贷款当月值 (亿元)	35
图 55 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元)	35
图 56 企业端短中长贷款当月值 (亿元)	35
图 57 居民端短中长贷款当月值 (亿元)	36
图 58 实体部门信心仍待提振	37
图 59 新增人民币存款分项 (亿元)	37

一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：经济数据放缓，利率预期下调

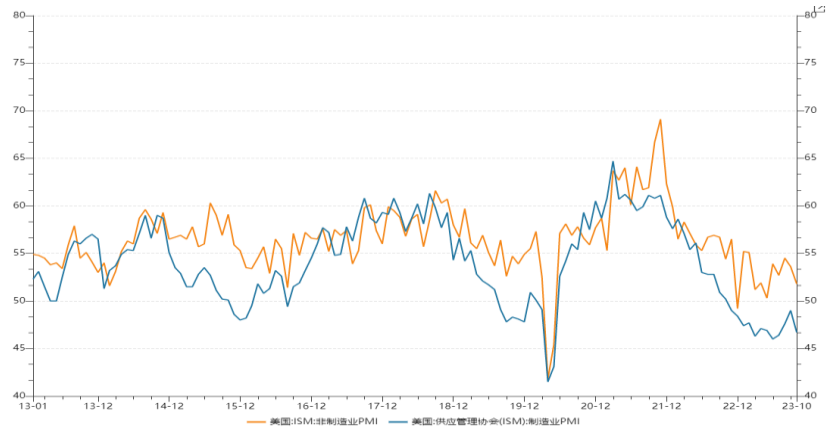
经济数据回顾：

通胀数据方面，美国 10 月 CPI 数据同比上涨 3.2%，低于预期的 3.3% 及前值 3.7%；10 月 CPI 环比上涨 0%，较前值 0.4% 显著放缓且低于预期的 0.1%。10 月核心 CPI 同比上涨 4%，同样低于预期及前值 4.1%；核心 CPI 环比增速则由 0.3% 下降至 0.2%，低于预期的 0.3%。能源价格指数在 10 月下降 2.5%，为 10 月整体 CPI 主要拖累项。核心通胀细分项中住房价格、保险及医疗等分项仍有所上涨，住房价格尚未显著回落也进一步阻扰了核心通胀的下滑。从整体通胀走势来看，先前致使通胀高企的主要因素皆有所好转，然而核心通胀在劳动力薪资增速保持于高位的情况下得到支撑，未来通胀水平若想维持放缓趋势或仍需劳动力市场持续降温配合。

美国 10 月新增非农就业人数录得 15 万人，低于预期的 18 万人，同时前值由 33.6 万人下修至 29.7 万人。细分项来看，10 月美国非农就业人数的增长主要由教育和保健业(+8.9 万人)、专业和商业服务(+2.1 万人)、及零售业(+1.7 万人)推动。本次新增非农就业人数在服务业需求走弱且汽车业罢工事件发酵的影响下走弱，数据显示整体劳动力市场需求在高利率环境下持续降温。

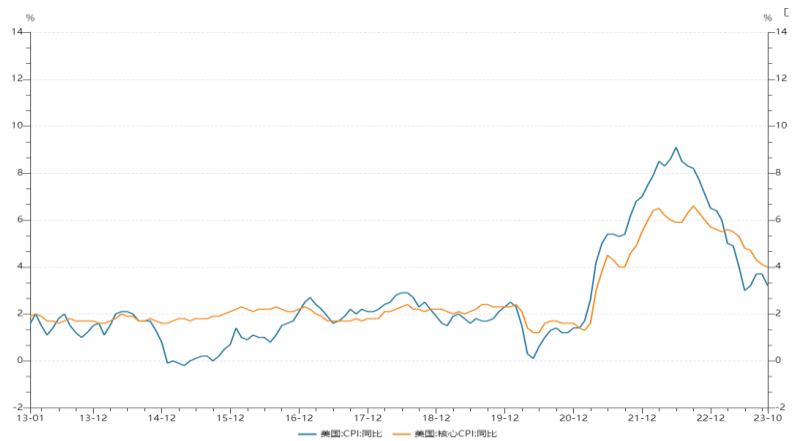
失业率在 10 月录得 3.9%，高于预期及前值的 3.8%，10 月劳动参与率录得 62.7%，较预期及前值的 62.8% 小幅下降，劳动力缺口缩小进程相对放缓。劳动力市场需求方面，9 月 JOLTS 职位空缺数录得 955 万人，较前值 949 万人小幅回升。薪资增速方面，10 月平均时薪同比增速录得 4.1%，高于预期的 4% 但较前值的 4.2% 小幅回落，再次创下 2021 年以来新低；薪资增速环比增速录得 0.2%，低于预期的 0.3% 并与前值持平。总的来看，10 月非再次反映劳动力市场在高利率环境下持续降温，但薪资增速放缓斜率再次走平仍值得投资者关注。若未来薪资无法持续显著放缓，核心通胀下行阻力或有所增加，进而迫使美联储再次释放强烈鹰派信号抑制市场情绪。

图 1 美国经济活跃度下降



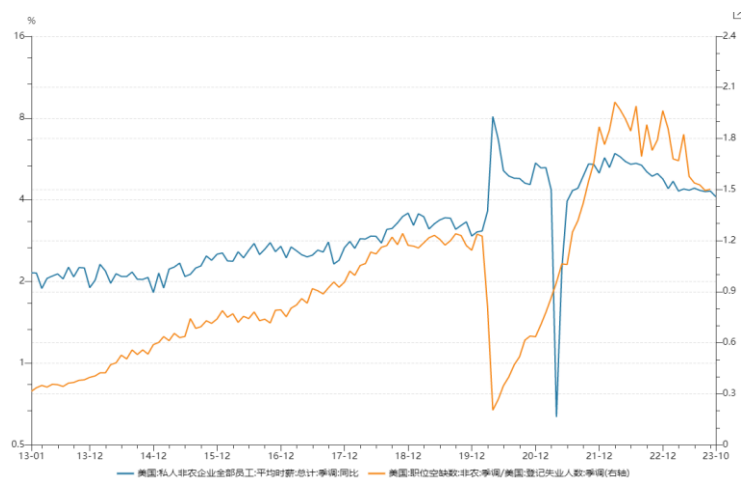
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 美国薪资增速回落速率放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

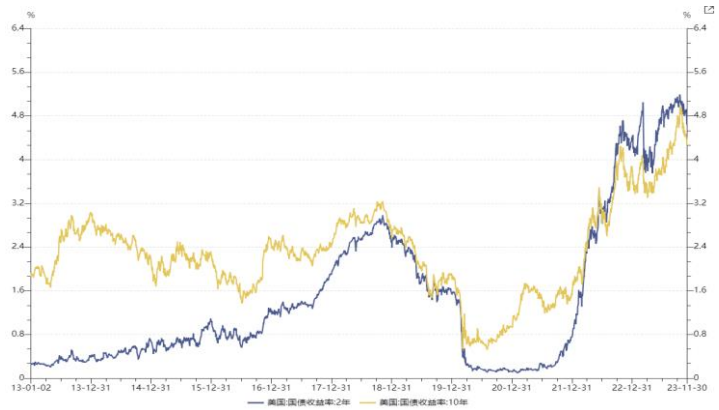
资产走势回顾:

图 4 无风险利率下降，权益资产上涨



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率承压回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 利率预期下调，美元承压回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

12月展望及重点关注事件：

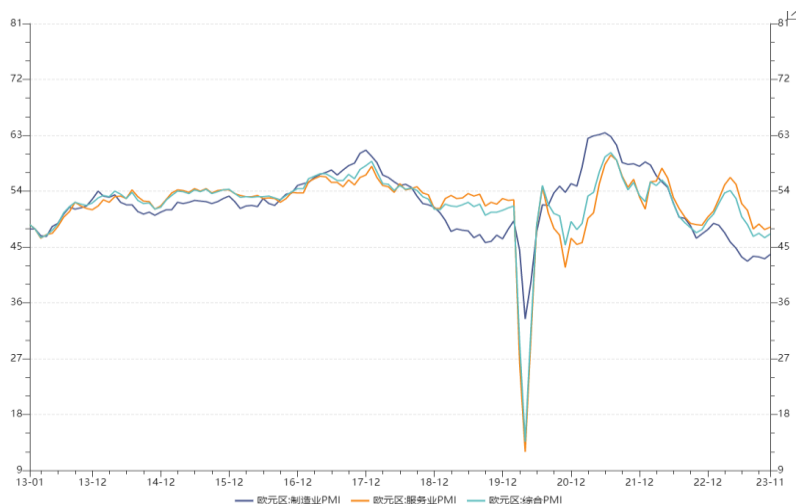
往后看，在10月经济数据皆有所降温的情况下市场对美联储后继政策转向预期有所前置，当前2024年5月降息预期概率大幅提升并成为主流观点，隐含利率曲线随之下调，整体带动美元指数及各期限美债收益率于11月全线回落。然而往后看，就业数据中薪资增速仍保有一定韧性，且下行速率不增反减，未来核心通胀若无法稳步回落市场或再次调整利率预期。同时当前市场对货币政策转向预期计价或已相对充分，后继美债及美元价格反转可能性较大，短期内美元及美债收益率或难以再次大幅走弱。

（二）欧元区：通胀显著回落，降息预期增强

经济数据回顾：

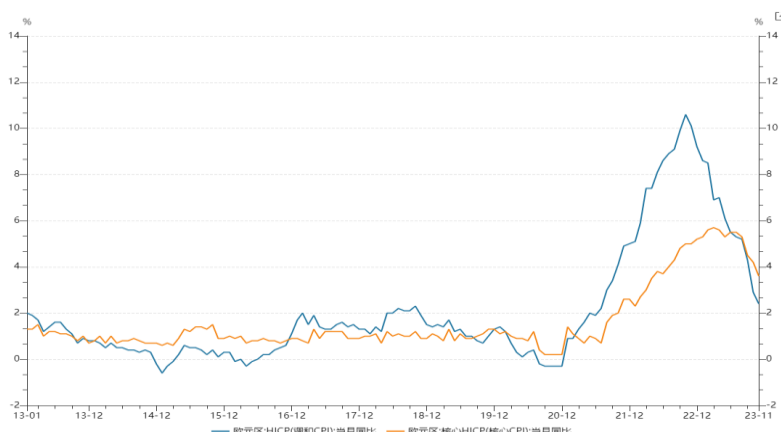
PMI数据方面，11月欧元区制造业PMI录得43.8，较前值43.1小幅回升；服务业PMI录得8.2，较前值47.8有所提高，综合PMI则录得47.1，本月PMI数据全面上涨，整体经济活跃度探底回升。通胀方面，欧元区11月调和CPI同比上涨2.4%，较前值2.9%显著回落。11月核心调和CPI录得3.6%，同样低于前值4.2%。本月通胀水平在能源及食品等分项同时发力的带动下显著下降，同时以服务业为首的劳动力成本有所降低，整体核心通胀水平随之回落。

图7 欧元区商业活跃度小幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平显著回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

12 月展望及重点关注事件：

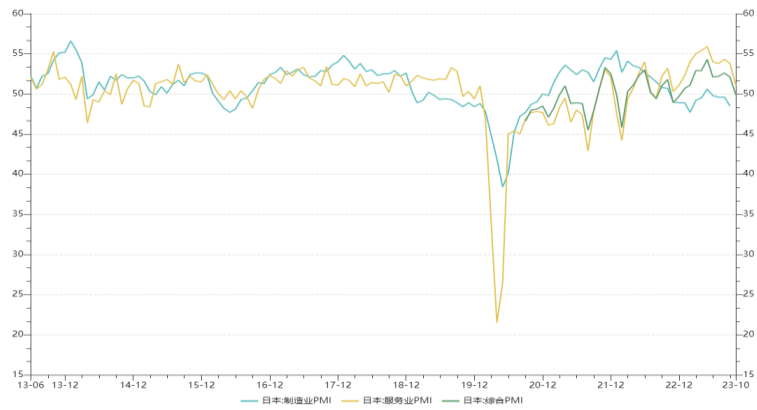
欧元区三季度 GDP 已进入萎缩区间，同时通胀水平在本月超预期回落，在经济显著走弱且通胀接近央行目标的情况下市场再次将欧洲央行降息节点预期前置。当前市场主流观点认为欧洲央行将于明年 4 月降息，这也使欧美利差预期再次扩大。往后看，先前欧元受惠于美国利率预期走弱的影响持续走强，但当前经济数据显示欧元区经济大幅放缓，未来欧元受利差预期再次扩大的影响或再次走弱回调。

（三）日本：经济显著放缓，政策维持宽松

经济数据回顾：

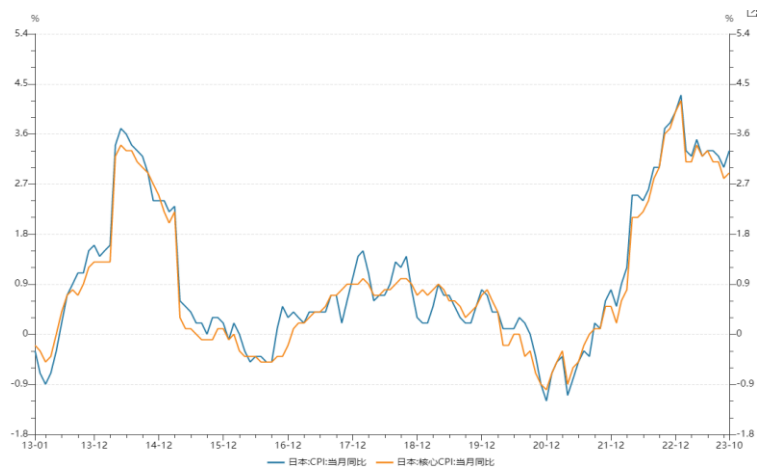
日本 11 月制造业 PMI 录得 48.3，较前值 48.7 小幅回落；服务业 PMI 指数录得 51.7，略高于前值 51.6，而综合 PMI 则在制造业经济活动持续萎缩的影响下录得 50，低于前值的 50.5，整体经济活跃度在本月制造业拖累的影响下再次下降。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 8 月分别录得 3.3%及 2.9%，较前值 3.0%及 2.8%皆有所上涨，整体通胀涨幅于 4 个月后再次走强。日本 10 月商品贸易差额录得-660 亿日元，较前值的逆差 65 亿日元显著走弱，贸易边际在日元走弱的影响下持续承压。

图 9 日本整体 PMI 走弱



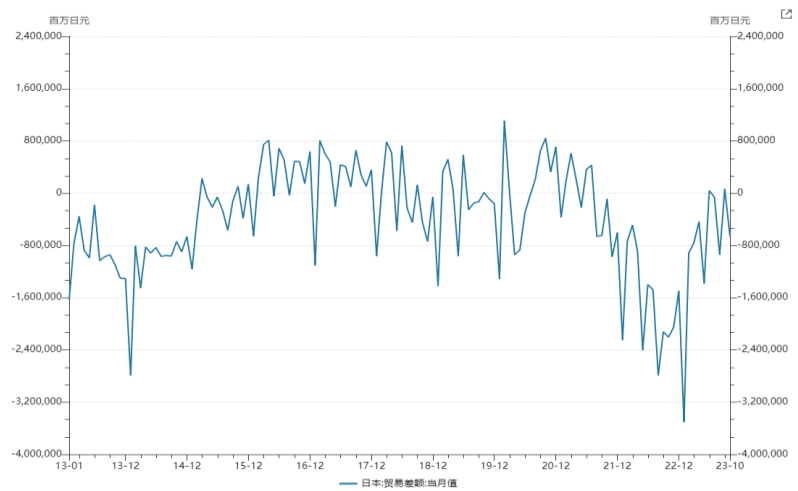
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走弱



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

12月展望及重点关注事件：

日元在日本央行维持宽松货币政策的影响下持续走弱，进而推升进口贸易成本促使通胀上行。然而 11 月公布的日本三季度 GDP 在家庭消费疲软且投资不足的影响下超预期萎缩，同时也为年内首次萎缩。这或许将继续迫使日本央行维持紧缩货币政策。往后看，市场对日本央行原先政策转向预期或有所转变，未来日元或难以避免持续承压。

（四）外汇技术分析

美元指数：近期巴以冲突停火，避险情绪显著回落，外加美国经济数据走弱，市场对美联储政策转向预期前置，整体利率曲线下移带动美国与非美国利差缩小，美元指数相应承压。往后看，当前市场对货币政策预期的计价或已相对充分，短期内美债收益率及美元指数或将见底回升。操作上建议，美元指数轻仓试多，注意压力位 104 水平。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

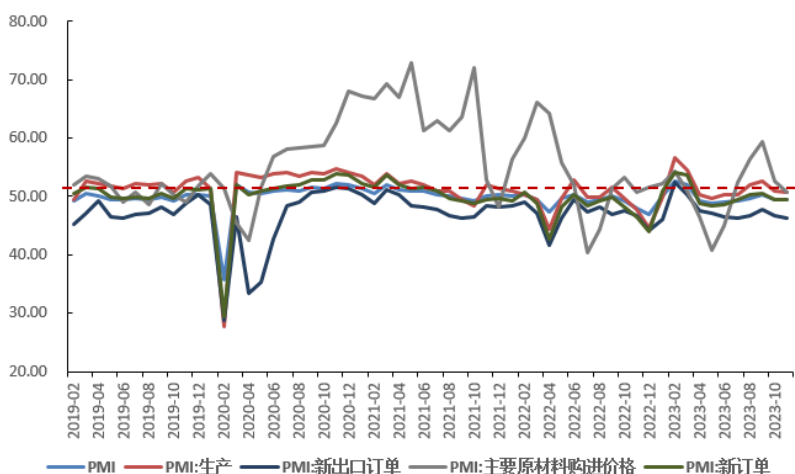
（一）生产端保持扩张，需求略显疲弱

传统生产淡季到来，景气水平小幅下行。11月份，制造业 PMI 指数为 49.4，受部分制造业行业进入传统淡季，以及市场需求不足等因素影响，本月制造业景气水平小幅下行且低于预期。具体来看，生产端保持扩张，但需求略显疲弱，新订单指数为 49.4，比上月下降 0.1 个百分点。表明制造业生产经营活动稳定，而市场需求景气度急需改善。大中小型企业 PMI 均回落，企业信心有所欠缺，就业指数低位运行。同时可以看到，海外发达经济体整体承压，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。总的来看，制造业小幅再度收缩，需求端承压明显，稳就业压力尚存，持续恢复基础仍需进一步巩固。

服务业增速放缓，但仍在扩张区间。11月份，非制造业 PMI 较上月回落 0.4 个百分点至 50.2，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓，结构分化特点明显。其中，假期效应消退，带动与居民消费出行相关的交通运输、住宿餐饮等行业景气度高位回调；地产行业表现不佳，商品房销售长期不及预期，相关服务业表现依然低迷；专项债发行加速或对基建投资仍有支撑，建筑业扩张加快。

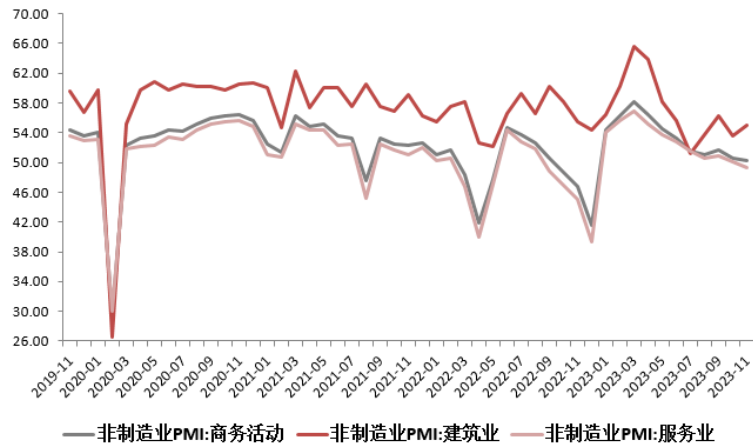
随着逆周期调节力度逐步加大，多项政策围绕稳定扩大内需、促进消费，接触性服务业料进一步恢复，这对稳就业、稳物价具备积极意义。目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将震荡为主。

图 13 制造业 PMI



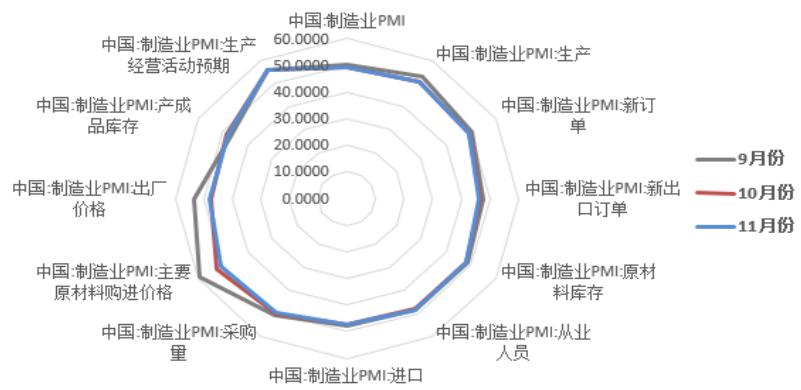
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 建筑业 PMI 表现突出



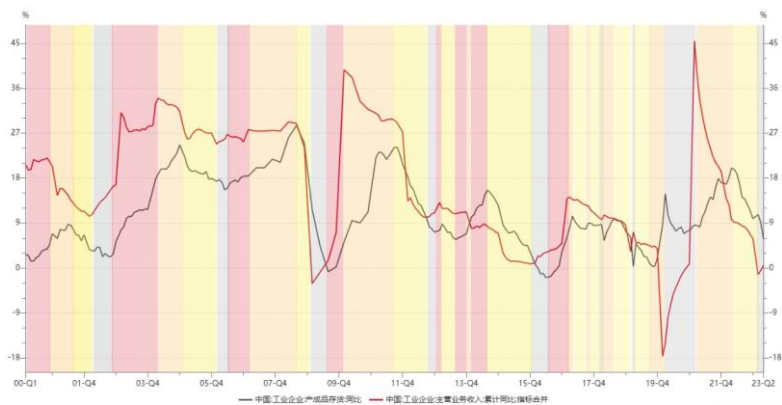
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 制造业 PMI 细分项对比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中



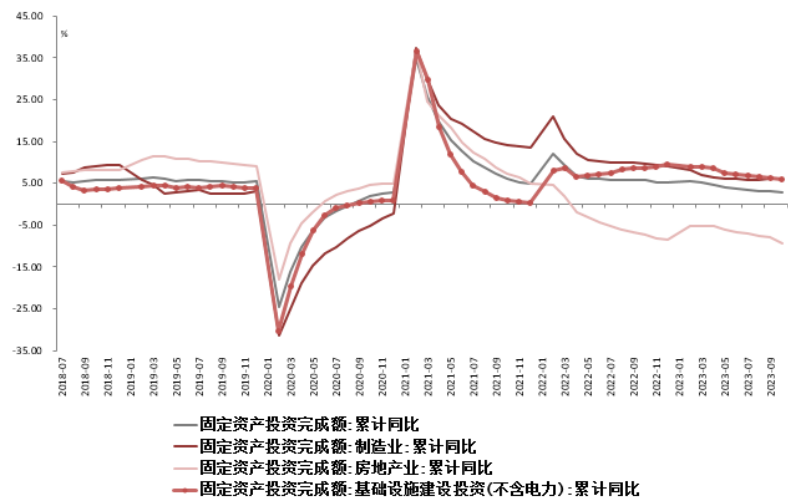
数据来源：Wind，瑞达研究院

注：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

（二）固投增速下滑，宽财政支撑基建

固投表现偏弱。 前 10 个月我国固定资产投资同比增长 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，同时从单月看也回落 1.2 个百分点。本月三项分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。其中民间投资下降 0.5%，降幅比上月份收窄 0.1 个百分点，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

图 17 投资端始终承压



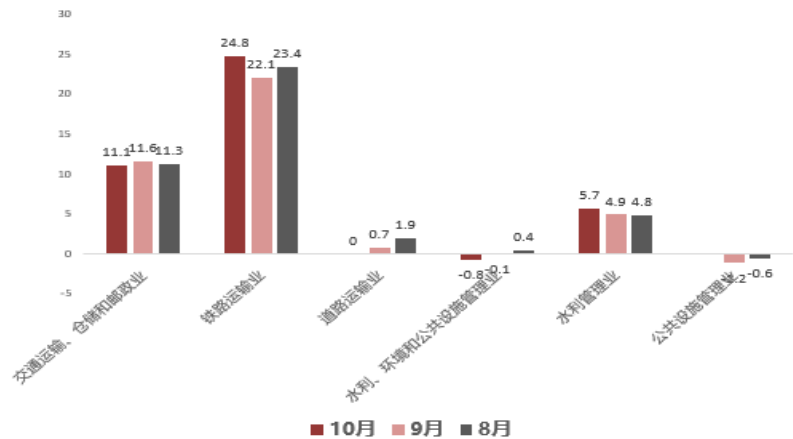
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

1. 宽财政持续发力，基建是重要抓手

基建投资增长 5.9%，较上月小幅回落 0.3%，从单月来看，同比增长 5.6%，较上月回落 1.2 个百分点。交通运输仓储投资快于整体增速，为主要贡献项，主要受国庆长假客流量增加推动。而一般公共预算投向基建相关项目的支出同比增速由上月的 10% 升至 15.6%，资金支持力度明显得到增强，财政政策显效。

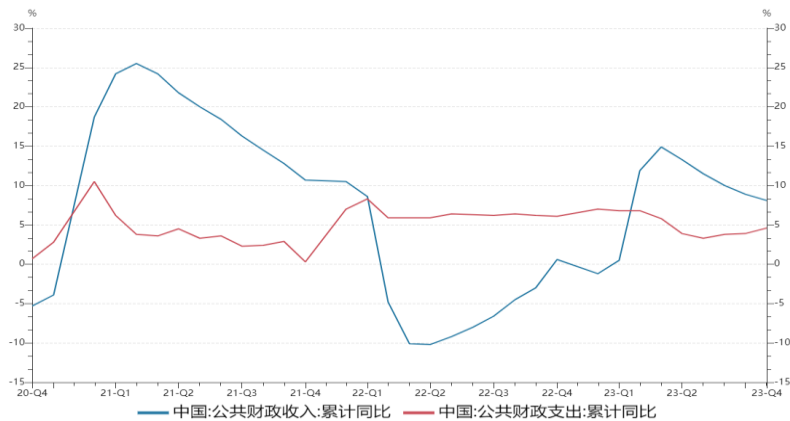
目前来看，近期的 1.25 万亿特殊再融资、1 万亿国债发行，以及用未来提前批专项债、应急流动性贷款支持等工具，都有助于地方债务化解和基建建设。基建作为传统抓手，对经济复苏意义重大，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，助力总体基建。

图 18 基建投资细分项



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 财政收支同比增速

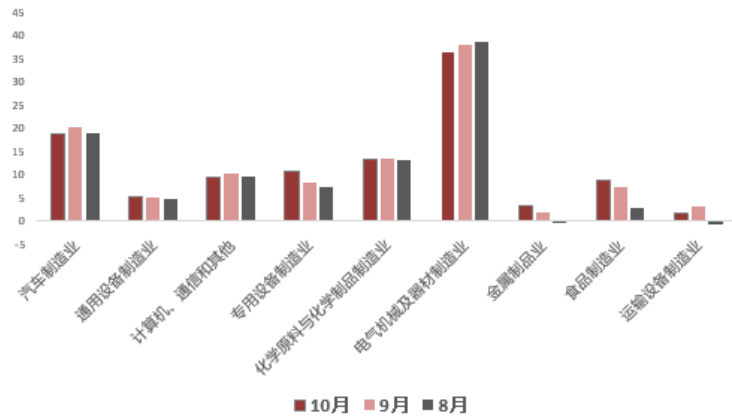


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 制造业结构未改，去库或迎来拐点

本月制造业结构未发生较大变化，依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，高技术制造业增速远高于整体。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.3%、10.5%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 19.0%、16.7%。本月制造业 PMI 重返收缩区间，也印证了生产经营活动稳定，而需求略显疲弱。

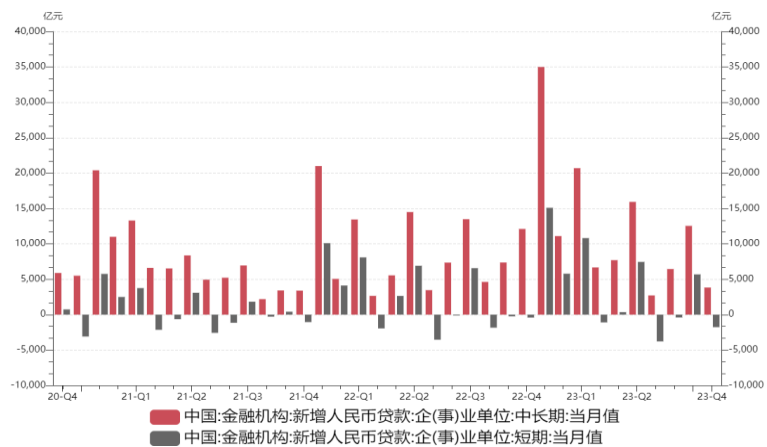
图 20 制造业投资细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

本月信贷总量上季节性下行，结构上居民融资端也再度回落，仍有恢复空间。在房地产政策底初现后，居民端缓慢修复。四季度企业信心普遍偏弱、尚在复苏，企业端中长期贷款小幅回落。其中，短期贷款减少 1770 亿元；中长期贷款增加 3828 亿元，季节性影响显著。

图 21 新增企业短中长贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3. 地产政策频出，后续景气度料升温

房地产开发投资同比降幅从上月的 9.1%进一步扩大至 9.3%，销售额、销售面积同比降幅继续扩大，新开工、施工面积累计同比仍处于历史低位运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。同时从需求端来看，房地产销售市场小幅改善，10月前30日，30大中城市商品房成交套数和面积同比分别为-6.4%和-6.3%，分别较上月降幅收窄 15.9 和 16.0

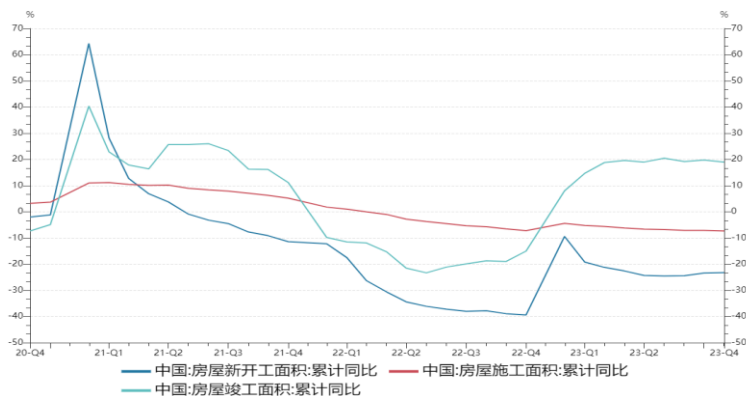
个百分点，低基数下降幅收窄，但居民购房需求未有明显改善，促进房地产复苏的效果仍未完全显现，居民信贷端的改善仍需一定时间才能传导至投资端，景气度有待进一步加强。

图 22 地产销售面积同比



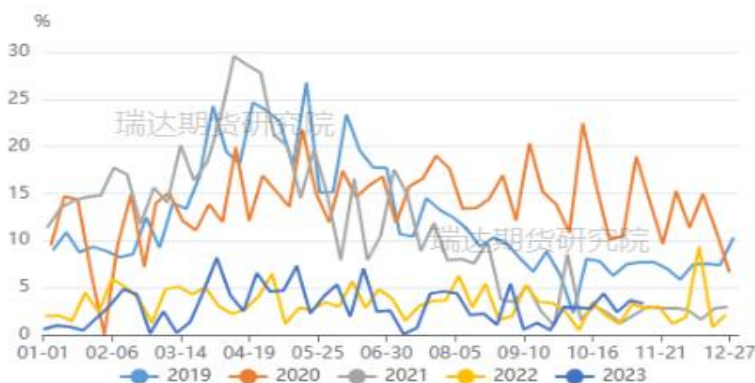
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 23 地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 成交土地溢价率：当周值

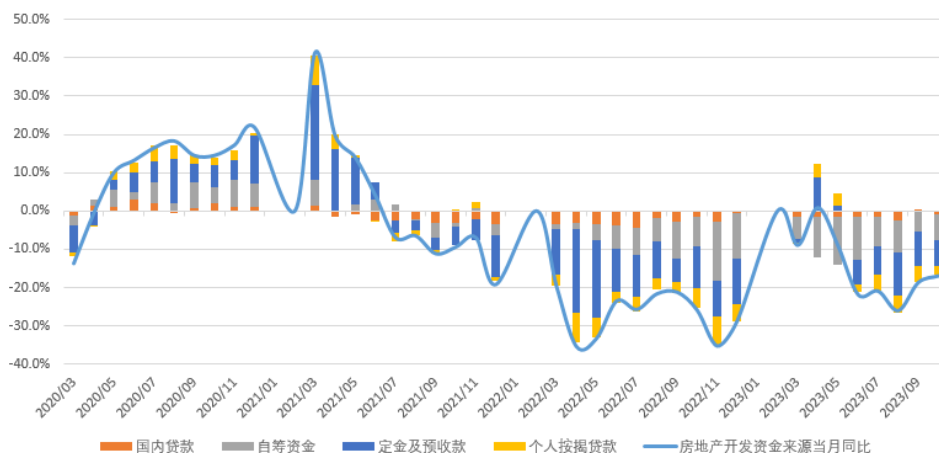


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。9月份个人按揭贷款同比下降6.9%，大幅转弱，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-21.8%的低位徘徊。

从信贷来看，居民中长期贷款和短期贷款均迅速回落。居民短期贷款或因节日提前导致小幅回落；房地产市场仍处于底部阶段，商品房新房销售数据仍表现低迷，市场购房需求疲软，房产景气度有待进一步加强。

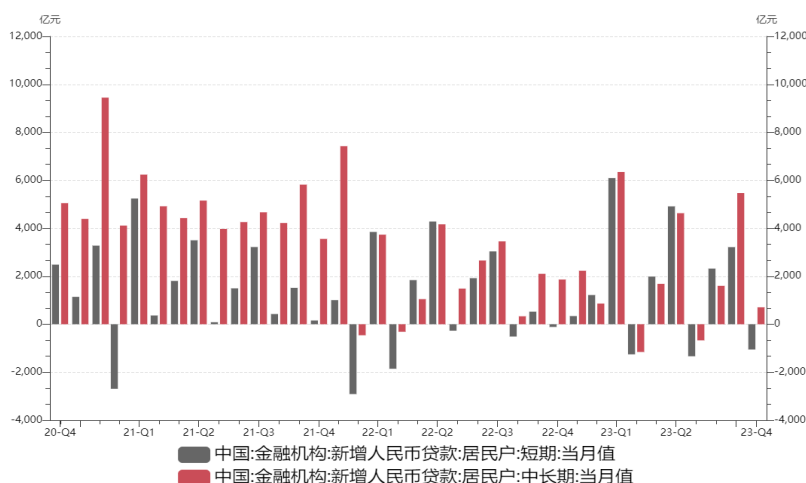
图 25 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，10 月份房地产投资市场景气度依旧偏弱。居民端贷款表现差，对整体投资端进一步拖累。尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，但居民购房需求未有明显改善，促进房地产复苏的效果仍未完全显现，后续有较大复苏空间。

图 26 新增居民短中长期贷款

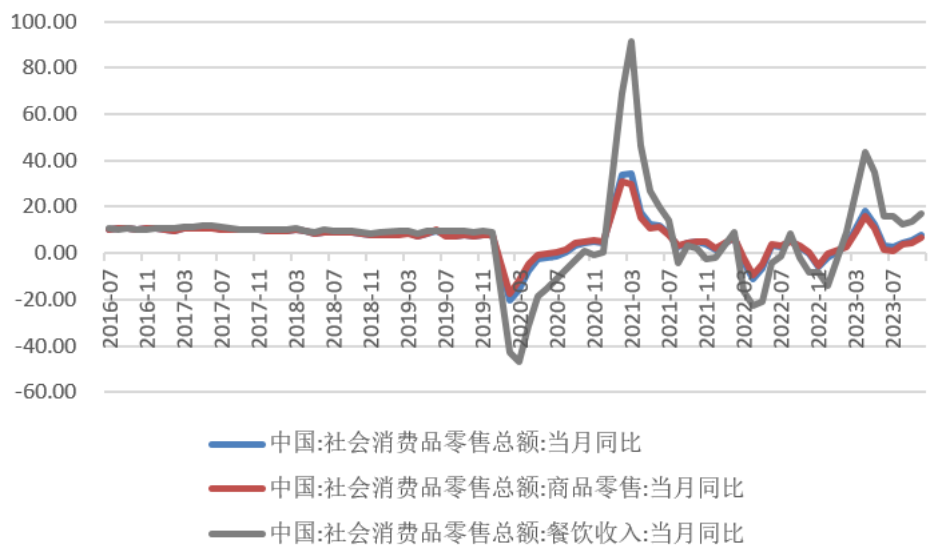


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 消费韧性不改，商品增长强劲

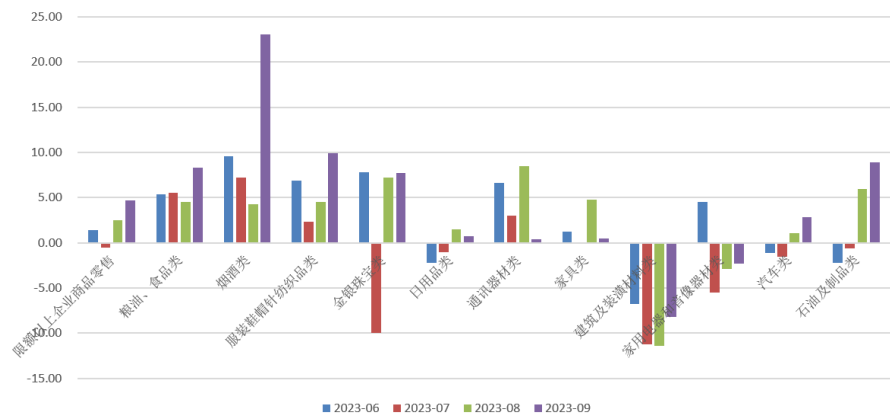
受政策持续发力显效、双节假期出行旅游需求旺盛以及低基数效应等因素提振，10月社会消费品零售总额同比增速明显回升。10月份，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%，较上月上升2.1个百分点，增速连续3个月加快。其中，商品零售增速提升1.9个百分点至6.5%，餐饮收入增速提升3.3个百分点至17.1%。值得注意的是，社零当月同比从5.5%上升至7.6%，消费数据表现亮眼，但考虑到2020和2022年疫情带来的基数效应影响较大，剔除基数效应后，2021和2023两年的社零总额复合同比增速为3.7%，仍较大幅度低于疫情前水平，消费或仍待提振。

图 27 社会消费品零售总额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 28 社零总额分项: 当月同比



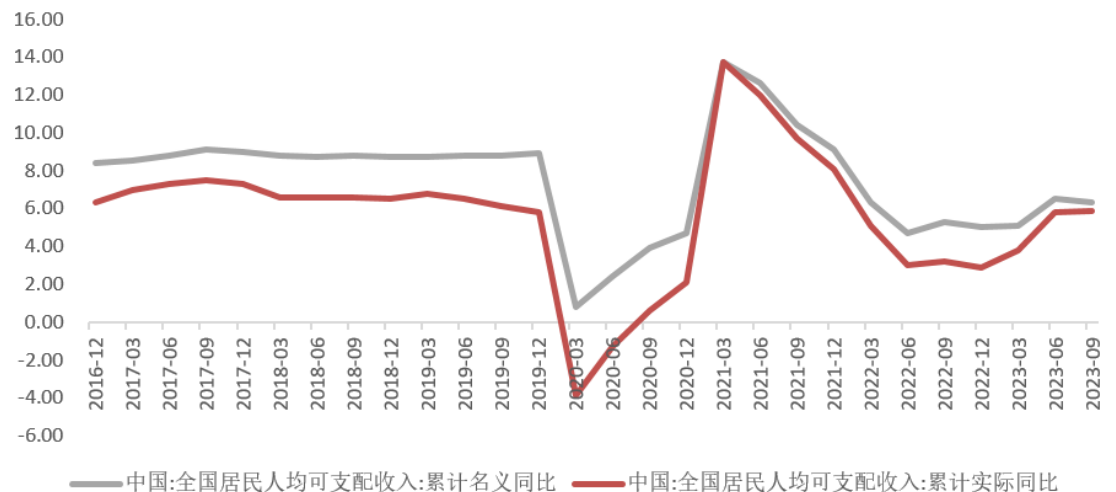
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

10 月份，限额以上企业商品零售同比增长 7.9%，增速较上个月回升 3.2 个百分点。从商品类别看，10 月份超半数商品零售额增速比上月加快，其中汽车类、通讯器材类、家用电器和音像器材类以及日用品类等可选消费较上月有较大幅度增长，分别较上月上升 8.6、14.2、11.9、3.7 个百分点至 11.4%、14.2%、11.9%、4.4%，对 10 月商品零售消费的贡献较为明显。而粮油、食品类、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类等增速有所回落，分别较上月下降 3.9、7.7、2.4 个百分点至 4.4%、15.4%、7.5%。与地产相关消费方面，除家电消费增长较好外，家具类和建筑及装潢材料类增速分别为 1.7%和-4.8%，仍然较为疲弱。

从就业角度来看，就业形势保持稳定，10 月全国城镇调查失业率与上月持平在 5.0%，但值得注意的是，31 个大城市城镇调查失业率和外来农业户籍人口调查失业率分别从上月的 5.2%和 4.7%下降至 5.0%和 4.6%，且农民工失业率较城镇总体低 0.4 个百分点，农民工就业较强于城镇人口就业。

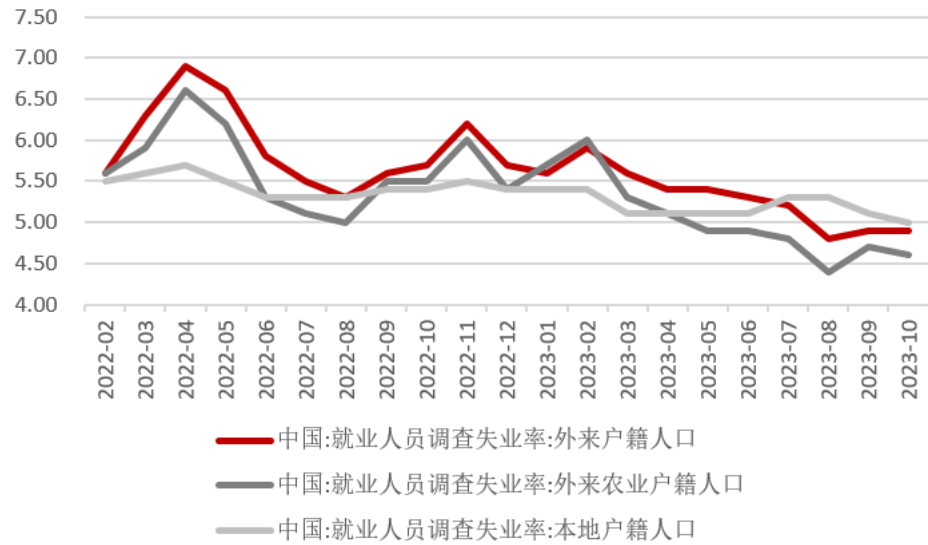
总的来说，后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计四季度消费仍会延续前三季度恢复向好态势。就业规模及居民收入预期增加，也在一定程度上推动社零增速上行。下阶段，消费复苏的核心驱动因素仍为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

图 29 居民收入平稳增长



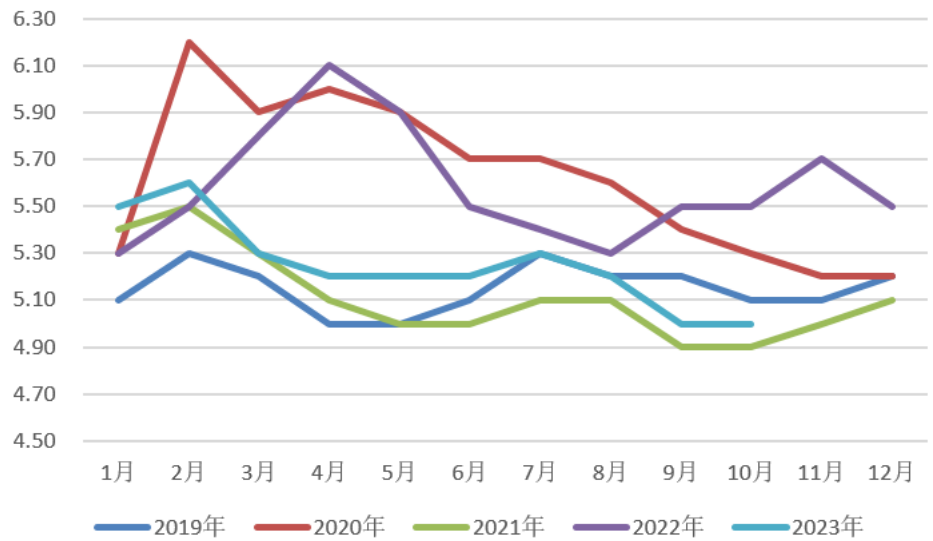
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 19 农民工失业率下行



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 20 城镇调查失业率



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(四) 海外供需双弱，外贸复苏布满荆棘

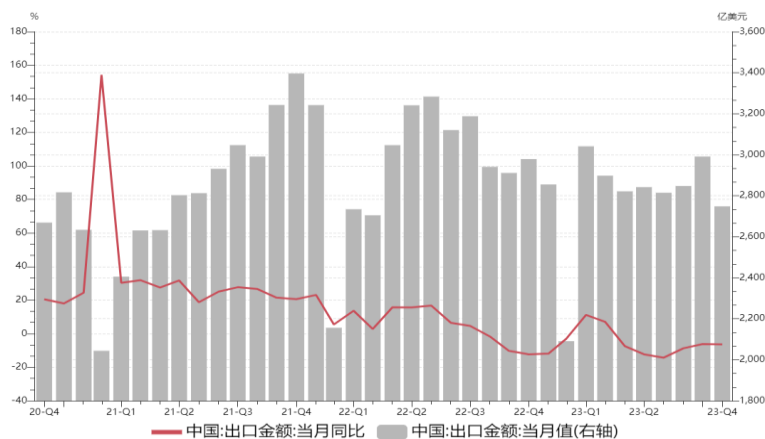
1. 海外需求不足，出口缺乏支撑

我国 10 月出口同比-6.4%，在基数走低的背景下降幅进一步扩大 0.2 个百分点，表现不及预期，外贸压力始终较大。在我们看来，本月出口超预期下调的原因可能三个方面：

一是中秋节假期移位影响。今年中秋较往年来看向后推移，与国庆齐放，放假时间更长，

或对出口产生一定负面影响。二是**欧美需求走弱影响**。海外主要经济体衰退预期并未降温，需求端表现弱，居民购买力仍待改善，并且美联储加息或已结束，后续对经济的负面影响或持续体现。三是**价格端带来的影响**。今年以来，CRB 商品指数始终呈现低位运行的趋势，对出口增速缺乏支撑效果，复苏进度慢，“量价齐跌”对出口端产生的影响依旧存在。

图 30 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 31 CRB 现货指数



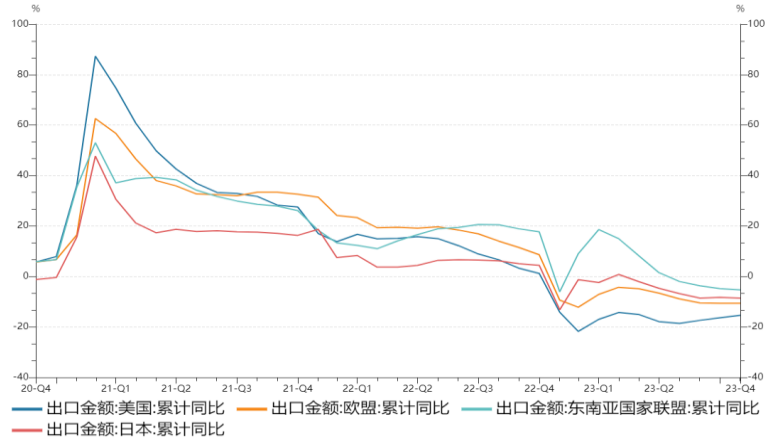
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，本月对主要地区出口均边际回落，但国别和地区之间存在分化。10 月对美出口增速仍底部运行，同比增速为-8.2%，两年复合增速维持在-10.4%的低位。对欧盟出口同比增速下降至-12.6%，两年复合增速则从-3.4%回落至-10.8%，显示欧盟需求不强。而对亚洲产业链相关国家和地区的出口总体走弱，或受电子产业链需求下行影响。

10 月全球制造业 PMI 较前月回落 0.9 个百分点至 47.8，连续 13 个月运行在荣枯线以下，全球制造业景气度下行压力较大，我国出口端不具备大幅回升的条件。叠加各经济体

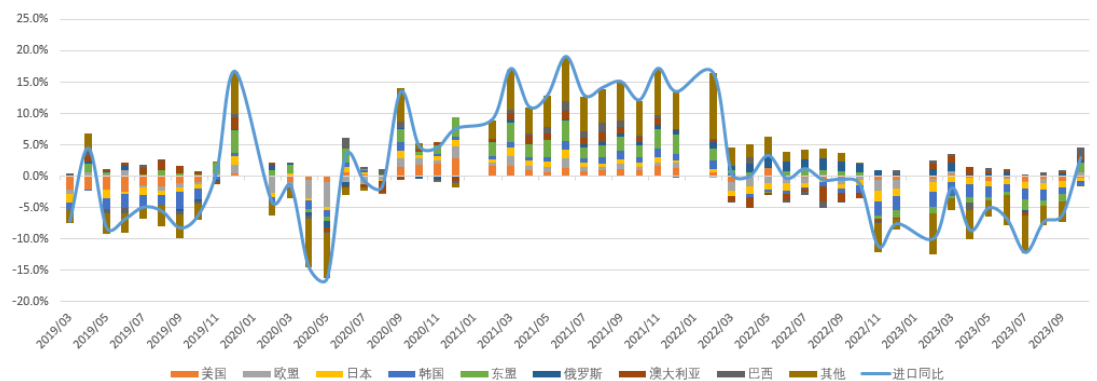
持续“被动收紧”货币政策所带来的副作用，在年底乃至明年年初或逐步体现，届时将掣肘我国对各经济体的出口增速。

图 32 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 33 中国出口国家同比增速分解



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从产品看，主要商品出口增速大多有所下行，劳动力密集型产品如纺织纱线、织物及其制品下行幅度已多月维持在两位数上下，服装及衣着附件降幅进一步扩大，显示今年海外圣诞节消费需求不强；作为出口主要支撑的汽车也较上月涨幅下降 6 个百分点；除手机外的电子产业链出口也走弱，集成电路从-3.6%回落至-9.8%，电脑等设备从-12.1%下降至-18.4%，可能受到价格回落的拖累。

总的来看，去年基数走弱影响下，我国 10 月份出口降幅仍进一步走阔，多数商品“量价齐跌”。海外经济体除美国显现韧性外均表现较弱，但随着欧美加息周期逐步进入尾声，高利率将继续拖累经济复苏，外贸料低位运行。但在基数持续下行的基础上，下行空间有

限。

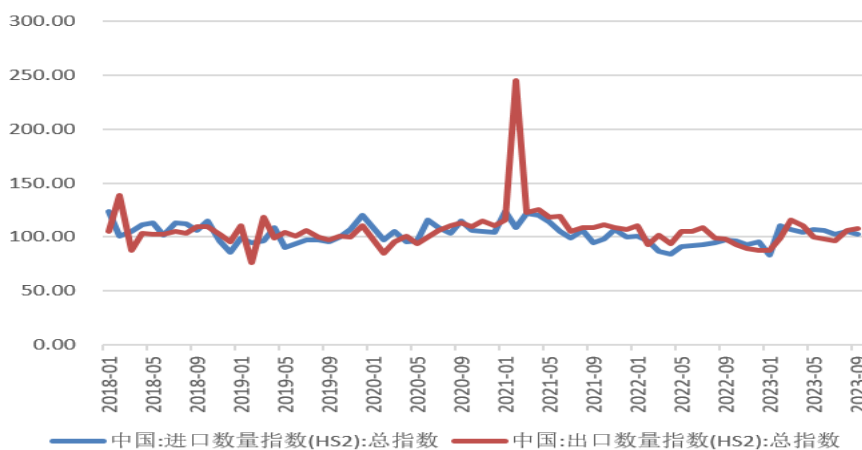
2. 进口由跌转升，内需改善显著

10 份我国进口 2183.0 亿美元，同比上涨 3%，较 9 月大幅回升 9.3 个百分点，为今年以来第二次落于正区间，进口快速回升尽管可能有价格因素支撑，但更主要的是国内需求改善幅度显著。国内 10 月新订单指数为 49.5，比上月下降 1 个百分点，略显疲弱，但主要是受“十一”节日休假和节前部分需求提前释放等因素影响，结合三季度来看我国整体恢复趋势不改，在节假日影响减弱后或再度回归扩张区间。

从主要进口商品来看，工业金属及原材料进口增速回升较为显著，其中，铁矿与铜矿同比分别由上月 4%、7%大幅上升至 22%、35%；能源进口同比增速从-3.4%回升至 5%；医药、化肥等化工产品进口增速继续回暖；机电产品进口增速从 9 月的-10%回升至 0.3%。内需回升势头增强，发行特别国债以及提前下达地方债等财政扩张加码对内需形成一定支撑。

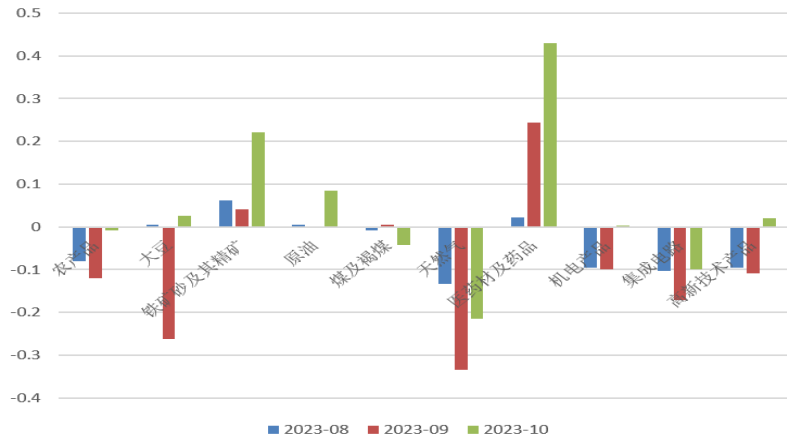
四季度，国际大宗商品价格仍然偏弱运行对我国进口同比增长形成的拖累仍存。同时，海外对中国半导体出口禁令对相关产品数量的拖累也在持续。所以在短期内，外需恢复进度较慢，改善仍需继续发力。但在国内稳增长政策频频发力和落地后，内需改善有望带动进口同比在正区间运行。

图 34 进出口数量指数 (HS2)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 35 主要进口商品金额同比增速 (%)



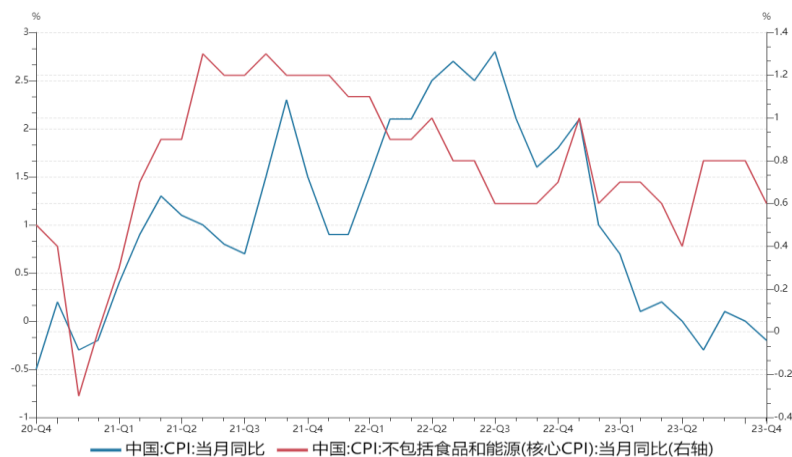
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(五) 天气转暖拖累价格，通胀水平再度转负

1. 食品价格支撑弱，通胀低位运行

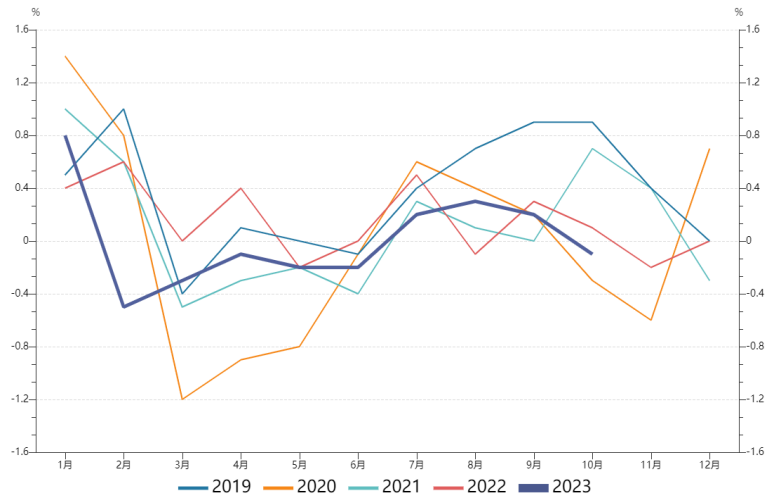
10月CPI环比由升转为下降0.1%，主要受食品项、出行服务支撑减弱影响。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比上升0.6%，较上月回落0.2%，说明居民消费需求修复依旧较弱。央行发布《中国区域金融运行报告（2023）》指出，将精准有力实施稳健的货币政策，加大逆周期调节力度，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作。随着各项稳增长、扩内需政策逐步落地生效，国内需求料逐步增强，核心CPI或将能够扭转低位运行态势，从而达成稳物价目标。

图 36 核心物价回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

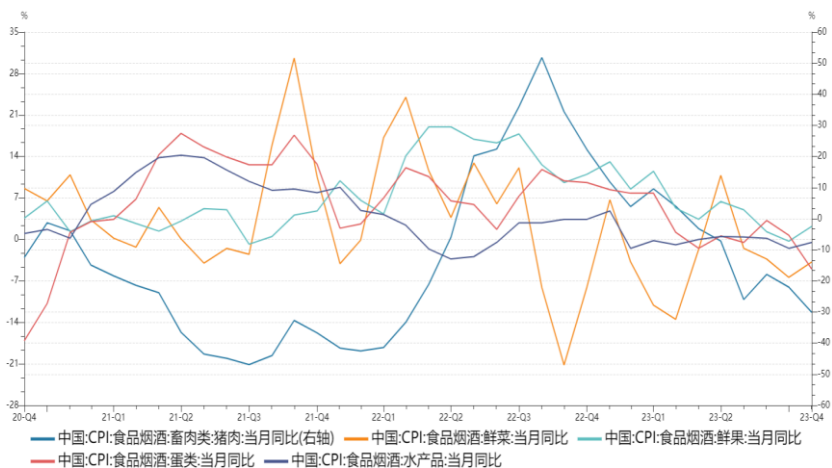
图 37 CPI 环比持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，10月食品价格下降4%，降幅扩大0.8个百分点；环比下降0.8%，较上月回落1.1个百分点。猪肉价格环比下降2%，同比下跌30.1%，降幅比上月扩大8.1个百分点。从供应端来看，生猪去产能的节奏依然偏慢，随着猪价全面回归成本线以上，规模场资金压力缓解，基本无主动去产能意愿，导致下半年生猪的供应压力总体依然较大。从需求来看，屠宰开工有所恢复，不过总体白条走货依然不畅。市场消费动力不强，同时从政策面的预期上面来看，表现较为悲观，四季度猪肉价格基数仍将面临新一轮上涨周期，考虑在当前市场环境下猪价尚不具备大幅上涨的基础，预计后续生猪价格震荡的概率较大，其对于CPI拖累或继续维持。

图 38 食品价格拖累通胀下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

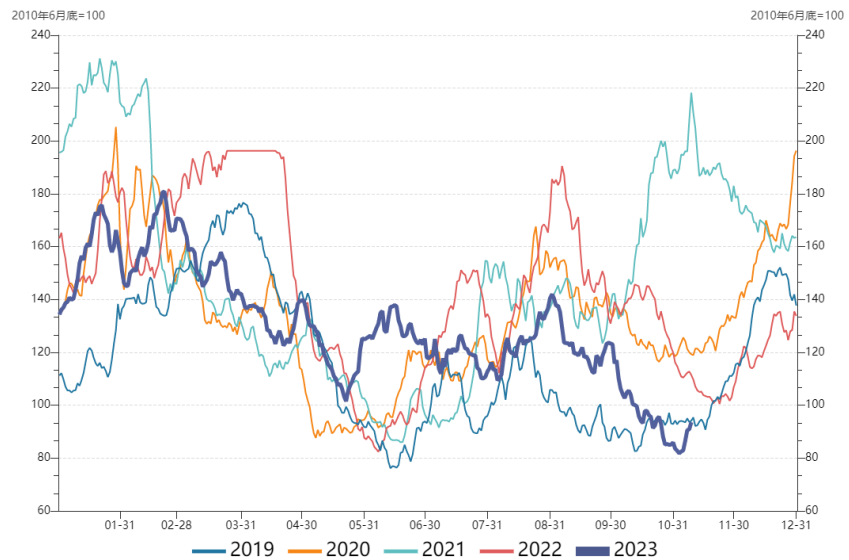
图 39 生猪存栏量（万头）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

全国大部分地区天气晴好，农产品供应总体充足，鲜活食品价格跌幅大于历史季节性。其中，鲜菜、畜肉、水产品、蛋类和奶类环比分别下降 1.9%、1.0%、1.4%、3.6%和 0.1%。接下来，直到春节前果蔬类供需格局较为确定，食品价格在需求端未有明显刺激政策的背景下或持续承压。

图 40 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）

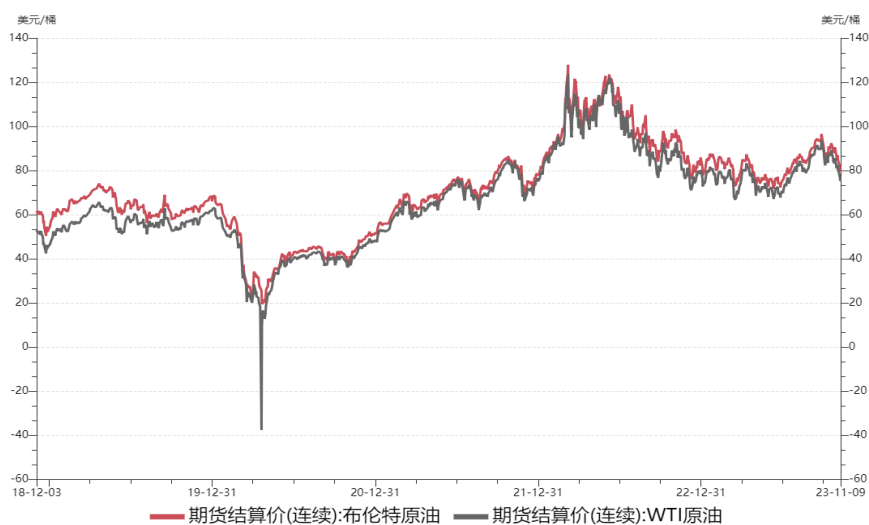


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

而非食品项价格的震荡回落，主要受节后消费需求偏弱以及国际油价波动所共同导致。具体来看，受国际油价波动影响，国内汽油价格上涨 1.8%，较上月回落 0.6%；节假日结束后出行减少，飞机票和旅游价格分别下降 7.7%和 0.3%。核心 CPI 同比增速也较上月回落 0.2%，内需不足的问题依旧存在，后续或低位企稳一段时间。

巴以冲突至今已持续一个月，对全球经济带来的负面影响边际缓和，此轮冲突对全球石油市场的冲击目前较为有限。世界银行在其最新大宗商品市场展望报告中指出，自巴以新一轮冲突爆发以来，国际油价上涨约 6%，而农产品、大多数金属和其他商品的价格“几乎没有变化”。报告说，如果冲突没有进一步扩大，油价受到的影响应该有限，但如果冲突进一步升级，前景“将迅速变得黯淡”。未来油价走势很大程度上仍将取决于全球石油供需基本面。

图 41 原油价格波动



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月 CPI 同比再度转跌，食品价格低于历史同期平均水平，拖累本月通胀。短期内，市场供过于求的态势仍在持续，叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，预期 CPI 同比涨幅阶段性低位运行在四季度或将延续。但巴以冲突仍有进一步升级的可能性，需持续关注。

2. 万亿国债或将助力 PPI 回升，短期波动不改回暖趋势

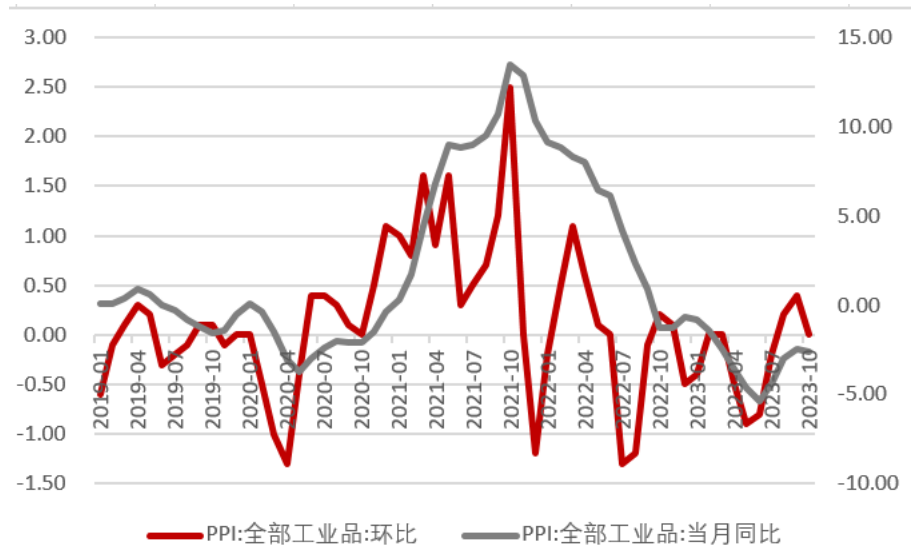
10 月份 PPI 同比下降 2.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，PPI 连续 13 个月同比负增长，环比也由上月上涨 0.4% 转为持平。受国际原油价格波动、工业原材料价格涨幅降低以及国内房地产市场低迷等因素影响，PPI 同比小幅走弱，但此前已连续三个月同比保持降幅收敛趋势，当前为年内 PPI 底部的可能性较高，同比短期波动或不改趋势改善态势。结合先行指标来看，10 月份 PMI 原材料购进价格指数继续较上月大幅下降 6.8 个百

分点至 52.6%，不利于 PPI 的持续改善。同时，10 月份 PMI 出厂价格指数大幅回落 4.8 个百分点至荣枯线以下，也表明下游需求的疲弱导致上游价格的上行趋势受到限制。

从上下游主要工业品及行业价格来看，10 月份结构性特征显著，大多数上游行业价格上行，下游价格回落。上游方面，石油和煤炭价格或将成为下半年推动 PPI 回升的主要因素，但动能或有所减弱。国内石油和天然气开采业价格石油煤炭及其他燃料加工业价格环比继续上涨，但增速较上月分别收窄 0.6 和 1.3 个百分点至 2.5% 和 2.8%。尽管 OPEC+ 等国加码减产协议延至 2024 年底，美联储货币维持紧缩政策叠加地缘政治担忧，但由于当前全球主要经济体普遍较为低迷，市场对原油需求预期降低，国际原油价格自今年 9 月以来持续震荡走低。而随着秋冬到来，煤炭的下游需求或将逐渐恢复，产能过剩问题逐步缓解，煤炭价格或将有所回升。中下游方面，受国内房地产市场低迷和基建施工速度边际放缓扰动，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业价格分别环比下降 1.4、0.6、0.1 个百分点至 -0.2%、-0.6%、-0.1%。此外，代表国内消费需求的农副食品加工业和酒水饮料由涨转降，分别较上个月进一步下降 1.0 和 0.3 个百分点至 -0.4% 和 -0.3%，化学原料及化学制品制造业、纺织业价格分别较上月下降 1.3 个百分点和 0.2 个百分点至 0.7% 和持平，节日需求回落因素以及居民消费需求修复偏缓对价格仍有一定压制作用。

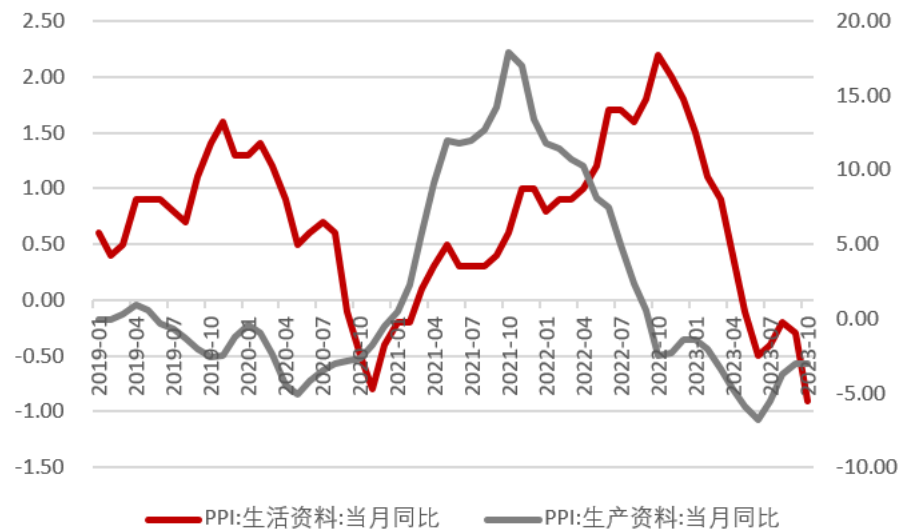
往后看，随着我国万亿国债的发行，扩基建、稳内需政策发力，与基建相关的原材料大宗商品需求侧的增长或将会带动工业品价格上行。同时，国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且基数效应趋弱，预计后续 PPI 同比或将趋稳并且有望筑底回升，但需要注意的是海外扰动因素较多且需求下滑，年底内增速回正的难度或较大。

图 42 PPI 同比环比降幅均收窄



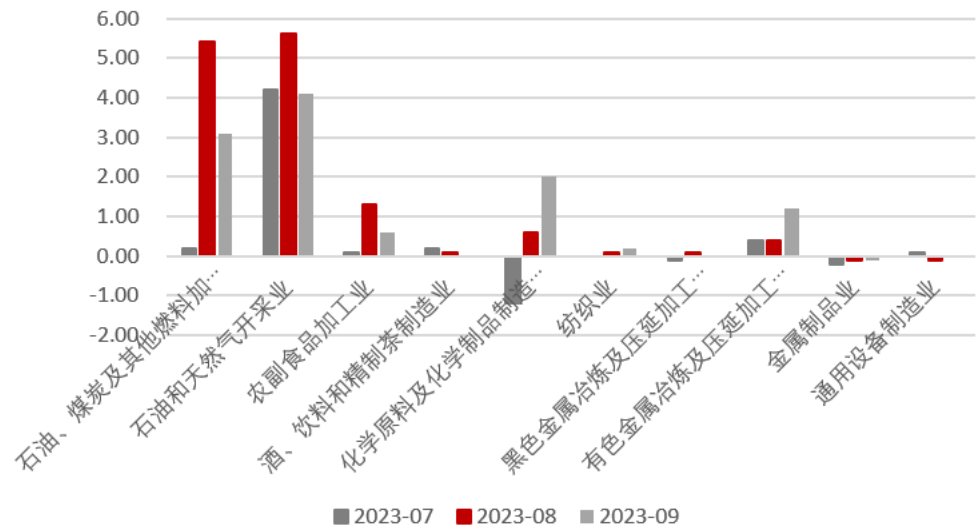
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 43 生活和生产资料价格



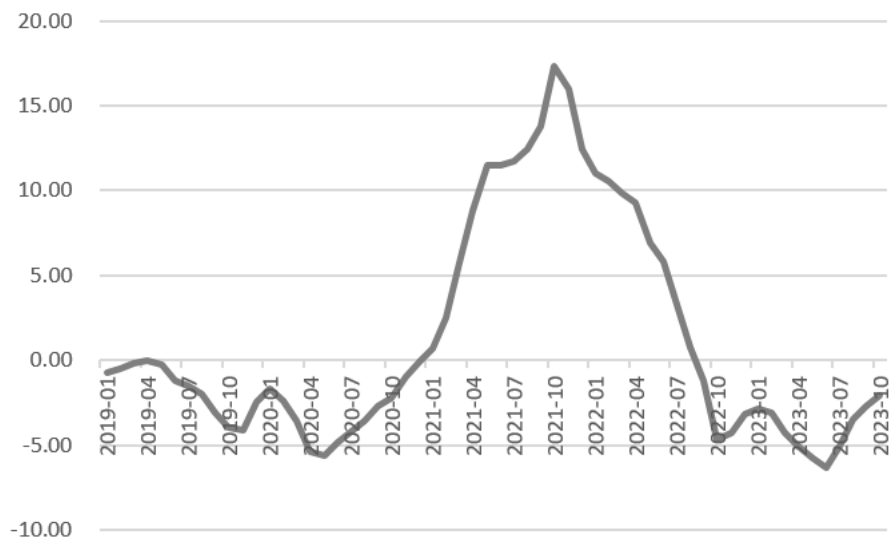
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 44 PPI 分行业环比



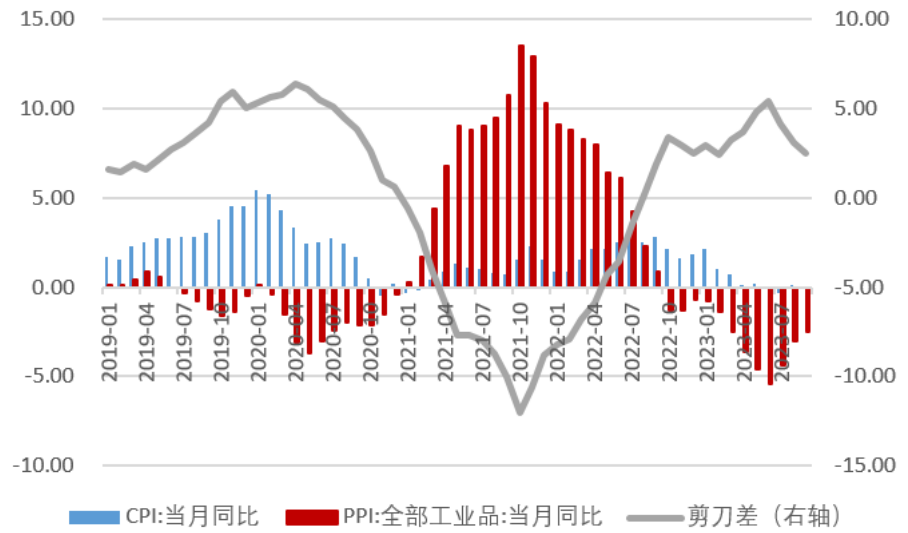
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 45 生产、生活资料剪刀差延续收窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 46 CPI、PPI 剪刀差持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性

（一）财政政策：“准财政”工具或进一步加码

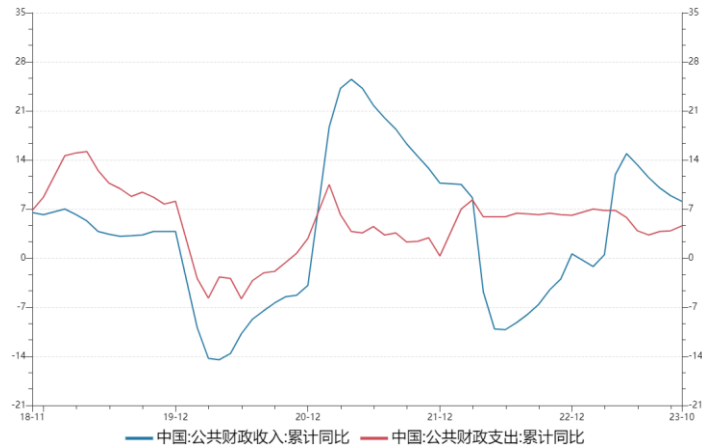
1-10月我国一般公共预算收入187494亿元，同比增长8.1%，增速回落0.8个百分点，低基数边际减弱，导致增速有所企稳。剔除基数因素后，一般公共预算收入两年复合增速为1.63%，增幅较上月扩大0.8个百分点。其中，税收收入同比增长10.7个百分点，剔除基数后累计同比转正，反映经济持续好转。消费税也小幅上行，或表明目前居民端消费意愿持续改善，但从个人所得税看来，需求端仍需相关政策助力，总体回升趋势缓慢。目前一般公共预算收入完成进度为86.3%，低于近五年（除2022年）的同期值，收入完成进度仍有提升空间。

从支出端来看，10月公共预算支出累计同比增速为4.6%，较上月提升0.7个百分点，仍有提升空间，预计财政支出将特定领域重点发力。从分项来看，多项民生类与基建类支出均增速扩大，基建类支出改善较为显著。社保就业进一步回升至8.2%，反映出“稳就业”效果良好；教育支出也继续改善。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出有较强必要性。值得关注的是，基建类项目支出持续边际回升，说明财政政策正持续发力。

在《三季度货币政策执行报告》专栏3中，央行提及近年来积极主动加强货币政策与财政政策的协同，共同支持稳增长、调结构。一是熨平日常财政收支的影响，二是支持政府债券集中发行，三是促进经济结构调整优化。本次央行以专栏的形式进行就货币财政配合问题进行政策沟通，表明在当前政府加杠杆的背景下，央行将更加关注货币政策与财政政策的配合。12月银行信贷投放或将强于季节性，并且政府债券发行量依然较高，央行依然存在降准的可能性。

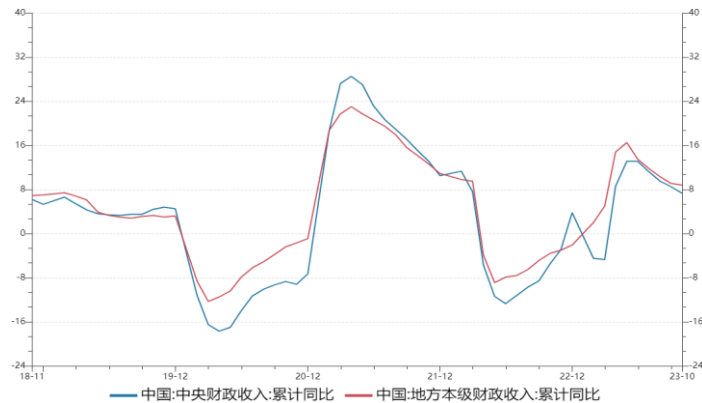
综上，我国财政政策呈边际宽松态势，提振经济增长，财政赤字进一步加速扩张，或表明稳增长政策的效果有所显现，但仍需观察财政扩张的持续性。可以看到，财政将在本阶段稳增长中发挥主导作用。随着特殊再融资债置换化债发行以及特别国债的落地，后续财政支出和赤字率使用或有较大加速空间。

图 47 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 48 中央、地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 宽财政频频加码, 信贷修复空间大

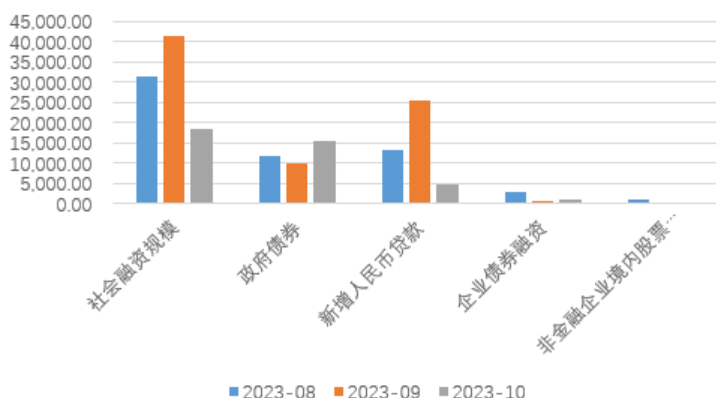
9月新增社融录得1.85万亿元,同比多增9108亿元,但主要由政府债券贡献,受益于再融资债的集中发行,10月份政府债券净融资同比多增1.28万亿元;往后看,万亿特别国债启动,未来政府债券融资有望继续支撑社融表现。从其他社融分项来看,表现偏弱,人民币贷款同比仅多增232亿元;企业债融资和非金融企业股票融资同比分别少增1269亿元和467亿元,化债过程中严控增量,对企业直接融资形成拖累;非标融资中的委托贷款和未贴现的银行承兑汇票同比分别多减899亿元和多减380亿元,对社融形成一定拖累。国债供给规模明显加大,且地方专项债仍保持较快发行节奏,导致政府债同比大幅多增,有力支撑社融增长。季末投放加码,叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效,新增社融与信贷有望继续回升。

图 49 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 社会融资规模分项

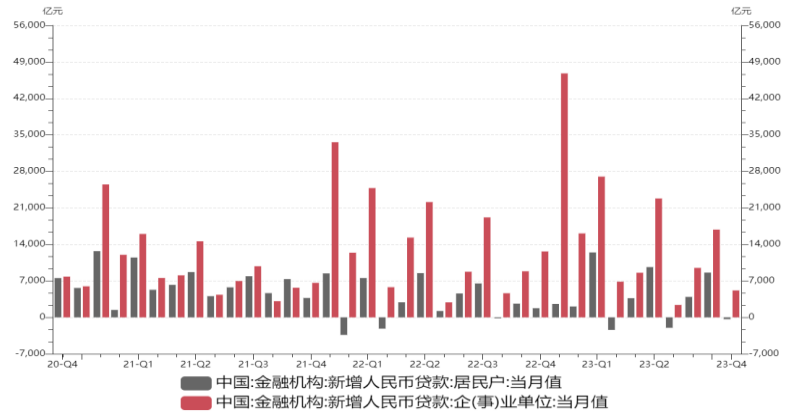


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

季节性回落显著，融资需求尚待复苏。10月新增人民币贷款7384亿元，略高于市场预期6650亿元，总量上季节性下行，结构上居民融资端也再度回落，仍有恢复空间。企业单位贷款增加5163亿元，同比小幅增加537亿元。其中，短期贷款减少1770亿元；中长期贷款增加3828亿元。企业端信贷的回落，我们认为主要季节性因素为主，四季度企业信心普遍偏弱、尚在复苏。

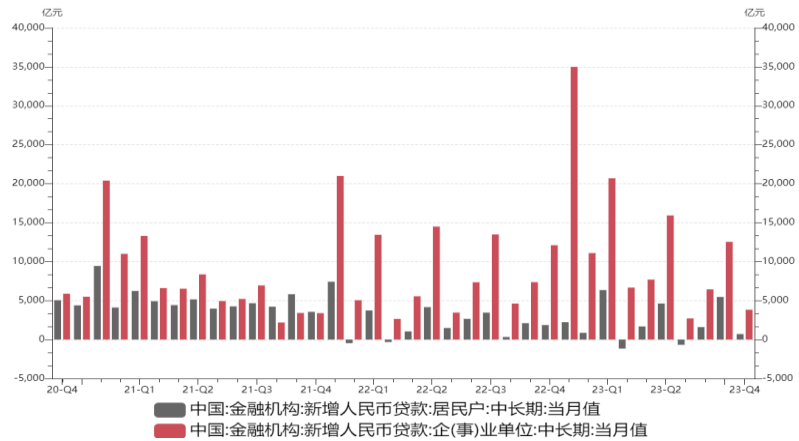
国内生产端保持扩张，需求略显疲弱。制造业景气指数在10月重返收缩区间。但需要看到的是，新订单指数为49.5，表明制造业生产经营活动稳定，制造业中长期贷款、基建中长期贷款等政策支持类的贷款增速开始下行，可能与去年四季度企业部门较为活跃所导致的基数有关。

图 51 新增人民币贷款当月值（亿元）



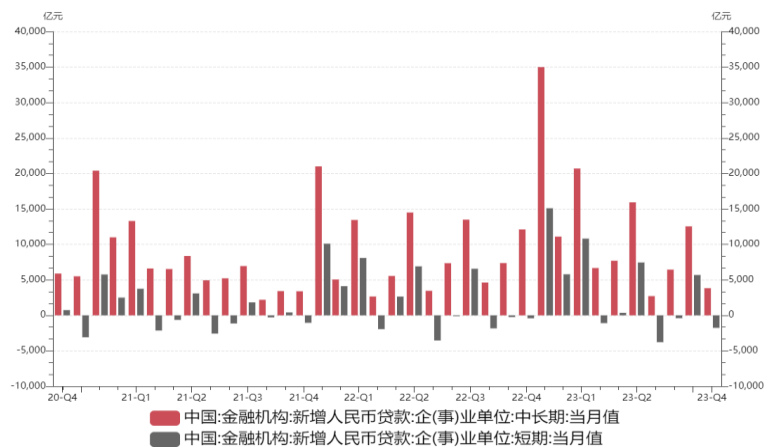
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 52 新增人民币贷款中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 53 企业端短中长贷款当月值（亿元）

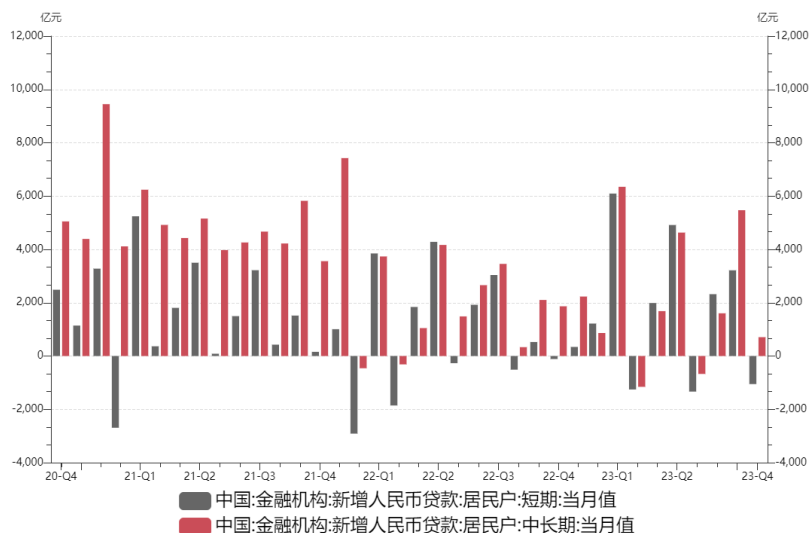


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，10月份住户贷款减少346亿元，中长期贷款和短期贷款均迅速回落。具

体来看，居民短端同比多减 542 亿元，中长端贷款多增 375 亿元。房地产销售市场小幅改善，10 月前 30 日，30 大中城市商品房成交套数和面积同比分别为-6.4%和-6.3%，分别较上月降幅收窄 15.9 和 16.0 个百分点，低基数下降幅收窄，但居民购房需求未有明显改善，促进房地产复苏的效果仍未完全显现，景气度有待进一步加强。

图 54 居民端短中长贷款当月值（亿元）

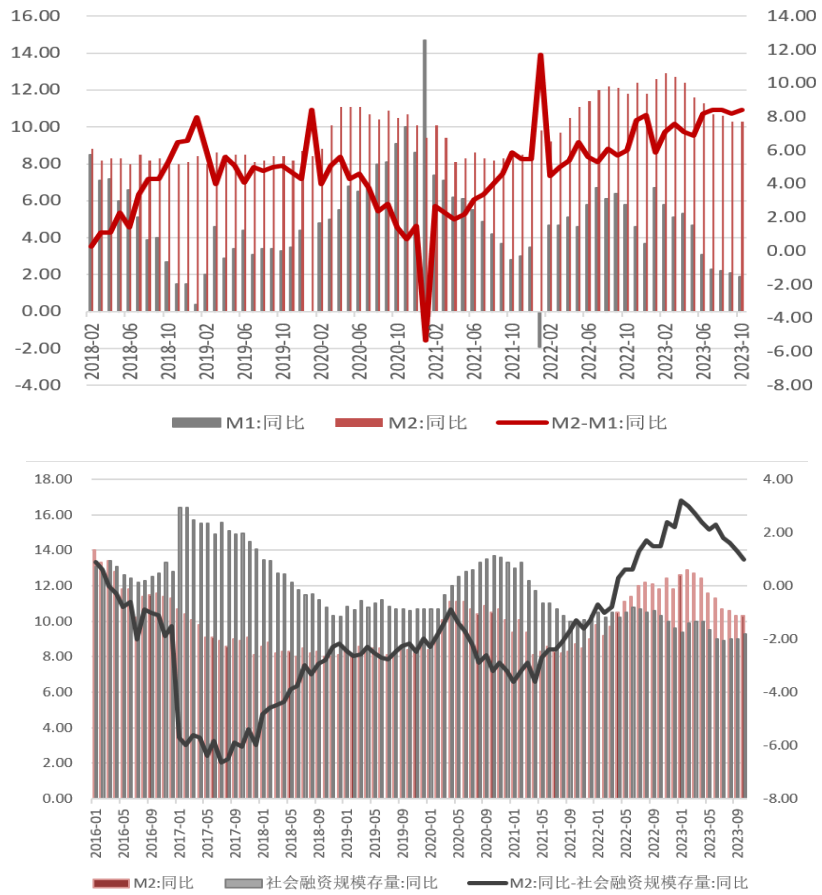


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2- M1 回升至年内最高水平，实体部门需求仍待提振。10 月份 M2 同比结束此前连续七个月的下行趋势，仍然维持 10%左右的较高水平，主要原因是去年同期基数走低、政府债券融资额高增以及信贷投放偏强等，但当月财政存款同比多增对 M2 增速上行起到一定下拉作用。M1 方面，10 月份 M1 增速主要受到房地产市场持续低迷拖累。10 月居民存款同比多减 1266 亿元，企业存款同比少减 3048 亿元，季末理财赎回因素影响消退后，居民端活期存款规模出现回落，或表明居民消费和投资意愿尚未明显回暖。

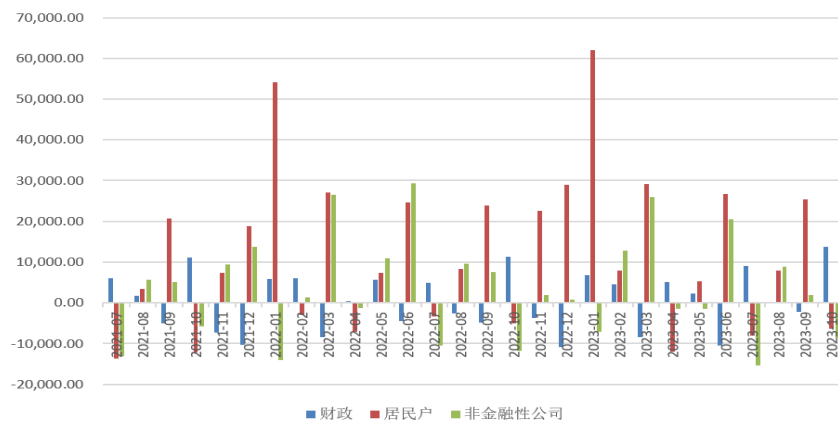
值得注意的是，10 月 M2 和 M1 剪刀差再度回升至年内最高水平，较上月回升 0.2 个百分点至 8.4%，或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低。此外，10 月 M2 增速与上月持平，同时社融增速小幅上行，两者剪刀差延续小幅缩窄趋势，反映实体融资需求得到一定支撑，后续宽信用继续推进的关键仍在于提振市场信心并有效扩内需，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆。国内物价低位运行同时汇率掣肘减弱，进一步下调政策利率处于有利环境，若年内银行体系的流动性需求持续较高，预计再度降准仍存在一定可能性。

图 55 实体部门信心仍待提振



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 56 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

11月27日，央行发布《三季度货币政策执行报告》，对下一阶段货币政策定调为“稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节……加强货币供应总量和结

构双重调节。”当前经济恢复基础尚不稳固，央行仍然难以主动收紧货币政策。“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。

总的来说，10月信贷呈季节性回落。在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。四季度以来，1万亿国债、超1.25万亿特殊再融资债券、2024年提前批下达等宽财政政策频频加码，短期快速消耗流动性，后续在货币政策或进行相关配合以对冲流动性波动，降准仍有必要性。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。