



2023年12月4日

内需掣肘制造业复苏，欧洲通胀降温超预期

核心观点

- 海外方面，美国三季度GDP环比增速超预期上修为5.2%，10月PCE受能源价格下跌影响如期放缓，核心服务通胀降温。11月美国ISM制造业PMI超预期下行，连续15个月处于收缩区间，且多数分项持续收缩，高利率对制造业压制效果逐渐显现。同样，欧元区紧缩货币抗通胀已见成效，11月通胀降温大超预期同比录得2.4%，接近欧央行2%的目标水平。尽管鲍威尔保持相对鹰派的言论，但市场继续交易价宽松预期，降息时点提前至2024年3月，降息幅度扩大到125BP，美债利率和油价振荡下行，金价大幅上行。美债利率顶部已基本确定，但其回落速度以及顺畅程度取决于美国经济基本面，重点关注本周非农数据。
- 国内方面，11月官方PMI并未如期反弹，制造业产需延续双弱，外需回落内需低迷，去库之路漫漫。非制造业方面，服务业年内首次收缩，财政发力支撑建筑业扩张。近期一系列数据显示出当前经济复苏的步伐仍然脆弱，同时也提高市场对政策进一步宽松的预期。本月将召开政治局会议及中央经济工作会议，对明年GDP增速目标和赤字率做出定调，后续政策加码值得期待。
- 风险因素：地产下行超预期，政策效果不及预期，美国经济减速超预期，海外货币政策超预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、海外宏观

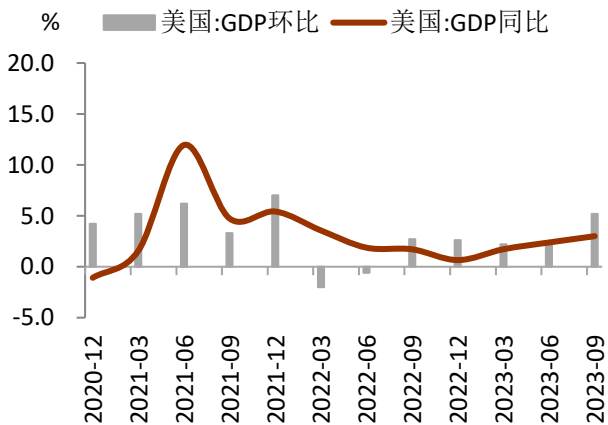
1、美国三季度 GDP 上修超预期

美国三季度 GDP 环比折年上修至 5.2%，预期 5.0%，初值 4.9%，创下近两年来最大增幅；三季度核心 PCE 环比折年下修至 2.3%，预期 2.4%，初值 2.4%，备受美联储关注的通胀指标呈现显著放缓趋势。

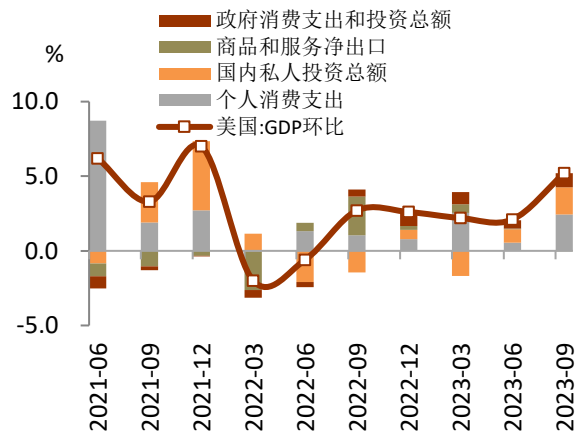
个人消费支出升温导致 GDP 强劲。三季度个人消费支出环比录得 3.6%，前值 0.8%，初值 4.0%，对 GDP 贡献 2.44%。其中，服务消费贡献 1.38%，住房、医疗保健和餐饮服务拉动最为显著；商品消费贡献 1.05%，娱乐休闲用品拉动最为显著。

库存回补增加了 GDP 的韧劲。三季度私人投资环比录得 10.5%，前值 5.2%，对 GDP 贡献 1.82%。其中，私人库存是主要支撑项，对 GDP 贡献 1.35%；固定资产投资贡献 0.42%，受到非住宅项拖累有所降温。私人库存年内首次回升，主要受到需求反弹，企业出现补库行为，制造业和零售贸易有所增长。此外，政府消费支出和投资环比录得 5.5，前值 3.3%；进口环比录得 5.2%，前值-7.6；出口环比录得 6.0%，前值-9.3%。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 2 GDP 环比贡献项



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

2、美国 10 月 PCE 如期放缓

10 月美国 PCE 物价指数同比录得 3.0%，预期 3.0，前值 3.4%；环比录得 0.0%，预期 0.1%，前值 0.4%。核心 PCE 同比录得 3.5%，预期 3.5%，前值 3.7%，创下 2021 年 4 月以来新低，环比录得 0.2%，预期 0.2%，前值 0.3%。

能源项显著回落，食品项小幅回落。10 月 PCE 能源项环比录得-2.6%，前值 1.7%，主要受到国际油价大跌影响，10 月 WTI 原油下跌超 10%、ICE 布油下跌超 7%，且在 11 月延续跌势，预示着能源通胀下行的趋势性；食品项环比录得 0.2%，前值 0.3%。

敬请参阅最后一页免责声明

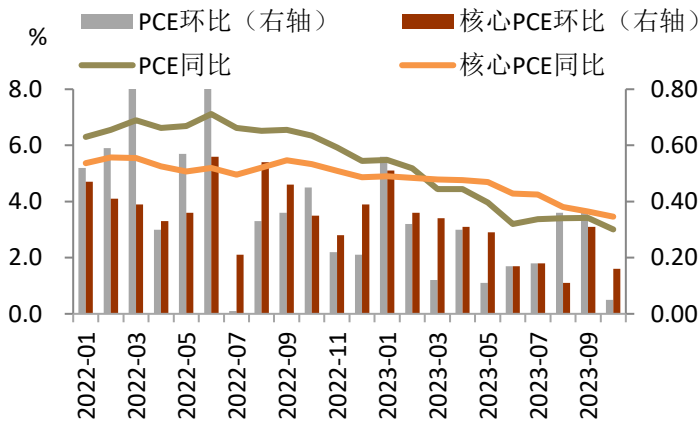
核心服务降温，核心商品小幅转暖。10月核心PCE符合预期，核心服务是主要贡献项，环比录得0.2%，前值0.5%。其中，粘性较强的住房分项回落0.1%至0.4%，同比录得5.9%，持续回落但仍处于较高水平；联储较为关注的超级核心通胀（剔除住房和能源项的PCE服务）同比回落0.4%至3.9%。

图表3 美国PCE通胀分项

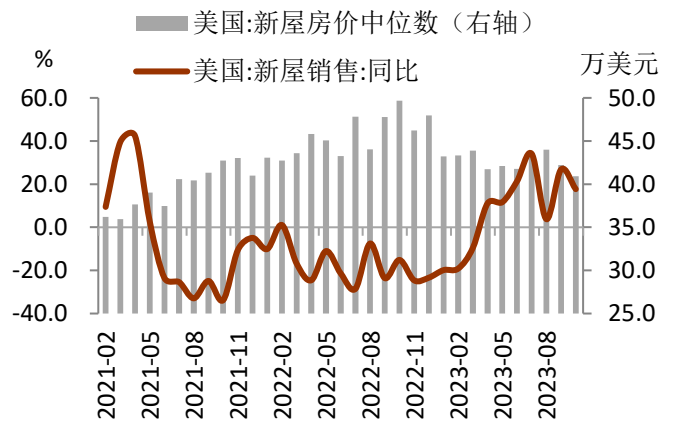
PCE	环比			同比		
	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年10月	2023年9月	2023年8月
PCE	0.0	0.4	0.4	3.0	3.4	3.4
核心PCE	0.2	0.3	0.1	3.5	3.7	3.8
核心商品	0.0	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.5
核心服务	0.2	0.5	0.2	4.6	4.9	5.0
食品和能源	-0.8	0.8	2.3	-0.2	1.8	0.7
食品	0.2	0.3	0.3	2.4	2.7	3.1
能源	-2.6	1.7	6.1	-4.8	0.0	-3.5
能源商品	-4.6	2.4	10.2	-6.5	2.1	-4.1
能源服务	0.5	0.6	0.2	-2.3	-3.3	-2.7
商品	-0.3	0.2	0.8	0.2	0.9	0.7
耐用品	-0.3	-0.1	-0.3	-2.2	-2.3	-1.9
机动车及零件	-0.4	-0.8	-0.2	-1.5	-1.4	-0.4
家具和耐用家用设备	-0.2	-0.4	0.2	-2.2	-2.7	-2.1
娱乐商品和车辆	-0.4	1.2	-0.8	-4.3	-4.3	-5.0
其他耐用品	0.2	-0.8	-0.5	1.4	0.6	2.4
非耐用品	-0.3	0.3	1.4	1.6	2.7	2.1
食品饮料	0.2	0.3	0.3	2.4	2.7	3.1
服装与鞋袜	0.0	-0.6	0.3	2.5	2.4	2.9
汽油和其他能源	-4.6	2.4	10.2	-6.5	2.1	-4.1
其他非耐用品	0.5	0.0	0.3	3.1	3.0	3.1
服务	0.2	0.5	0.2	4.4	4.7	4.8
住房与公用事业	0.4	0.5	0.4	5.9	6.0	6.3
租金支出	0.5	0.5	0.5	7.2	7.4	7.8
自有住房租金估算	0.4	0.6	0.4	6.8	7.1	7.3
电力和燃气	0.5	0.6	0.2	-2.3	-3.3	-2.7
医疗保健	0.5	0.2	0.1	2.6	2.3	2.3
运输服务	0.8	1.4	-0.6	4.7	5.0	5.3
休闲娱乐	0.2	0.6	0.2	5.4	5.9	5.3
餐饮住宿	0.0	0.8	-0.2	4.7	6.0	5.7
金融保险	-0.4	0.4	0.5	4.6	5.1	5.3
其他服务	0.1	0.0	0.1	3.5	3.7	4.1

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表4 PCE及核心PCE增速



图表5 美国新屋销售及房价中位数



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

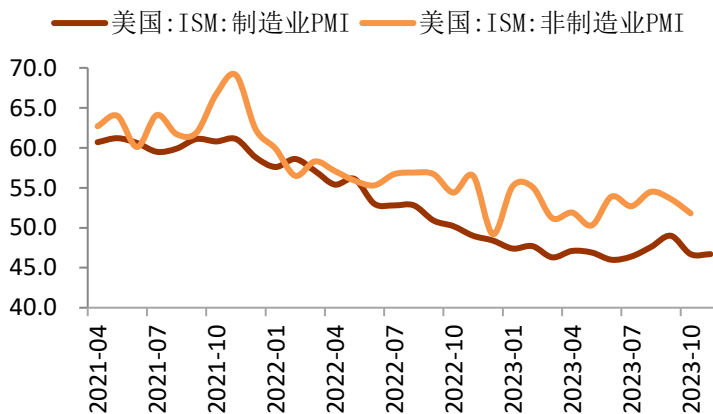
3、美国 11 月制造业 PMI 转弱

美国 11 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.7，预期 47.6，前值 46.7，连续 13 个月萎缩，创下最近 20 年来最长萎缩周期。这与美联储最新发布的褐皮书调查结果相一致，褐皮书反映了制造业的疲软和对未来经济的谨慎预期。

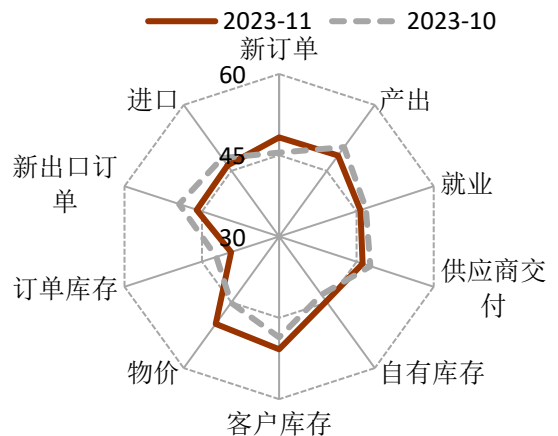
产需双弱，就业转冷，物价好转。新订单指数录得 48.3，前值 45.5，已连续 15 个月处于萎缩区间，这是自 1982 年以来的最长萎缩期。生产指数录得 48.5，前值 50.4，为 4 个月来新低。就业指数 45.8，前值 46.8，为近三年来的次低点。物价支付指数 49.9，前值 45.1。尽管仍在收缩区间，但价格下降幅度减小，暗示原材料价格的疲软趋势可能正在消退。

高利率对制造业影响渐显。美国 ISM 制造业 PMI 显示，受高利率影响，美国制造业受到压制。借贷成本上升和需求减少迫使企业重新规划资本支出，导致制造业今年陷入停滞。然而，尽管 ISM 指数已超过一年处于萎缩状态，近月数据显示经济活动正逐渐稳定于较低水平。

图表 3 美国 ISM PMI



图表 7 ISM 制造业 PMI 分项



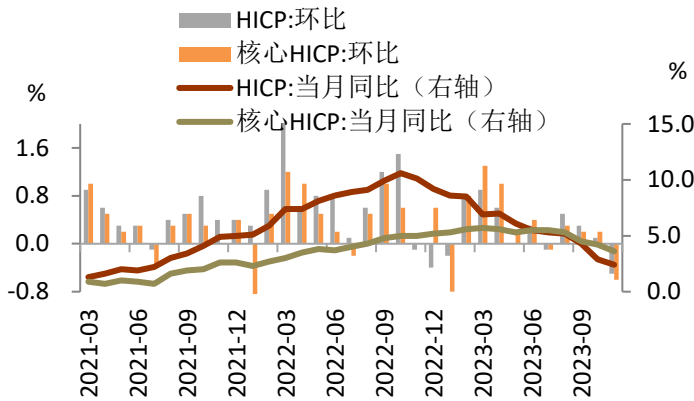
资料来源：IFinD，铜冠金源期货

4、欧元区通胀降温超预期

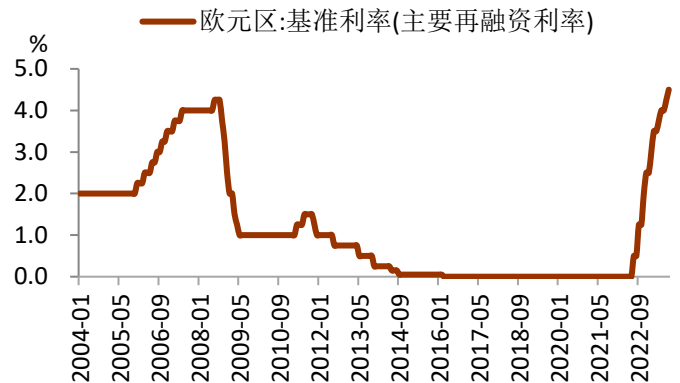
欧元区通胀回落幅度超出预期。欧元区 11 月 HICP 同比增速录得 2.4%，预期 2.7%，前值 2.9%，为 2021 年 7 月以来最低增速；核心 HICP 同比增速为 3.6%，预期 3.9%，前值 4.2%，创 2022 年 5 月以来新低。能源价格下跌以及食品和服务价格增长放缓是主要因素。

紧货币抗通胀见成效，市场转向关注何时降息。欧元区通胀增速从一年前 10.6% 的峰值放缓到 2.4%，距离欧央行 2% 的通胀目标近在咫尺，表明高利率的紧缩政策已经奏效，并激发了市场对于降息的预期。此前欧央行行长拉加德预计物价压力将进一步缓解，但由于基数效应，未来几个月总体通胀可能会小幅上升。

图表8 欧元区通胀



图表9 欧元区基准利率



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

1、内需不足掣肘制造业景气恢复

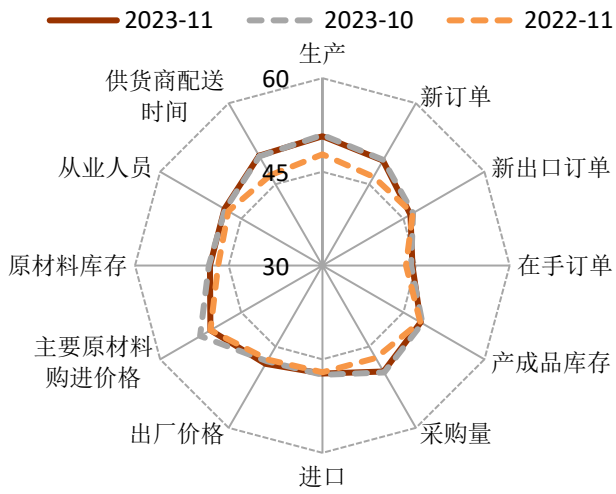
制造业 PMI 未如期反弹。11 月制造业 PMI 录得 49.4，预期 49.7，前值 49.5，连续第二个月低于荣枯线。从环比变动来看，11 月环比为-0.2%，低于过往 10 年 0.2%的增幅，继续超季节性收缩，表明目前经济复苏尚不牢固，较弱的 PMI 数据将进一步提高市场对政策乏力的预期。

产需延续双弱，外需回落内需低迷。生产回落 0.2%至 50.7%，金属制品、通用设备、铁路船舶航空航天设备等行业保持较快增长，纺织、石油煤炭、化学纤维及橡胶塑料制品等行业均低于荣枯线。新订单回落 0.1%至 49.4%，新出口订单回落 0.5%至 46.8%，超过六成的企业面临需求不足的挑战，弱需求仍是制造业复苏的最大掣肘。

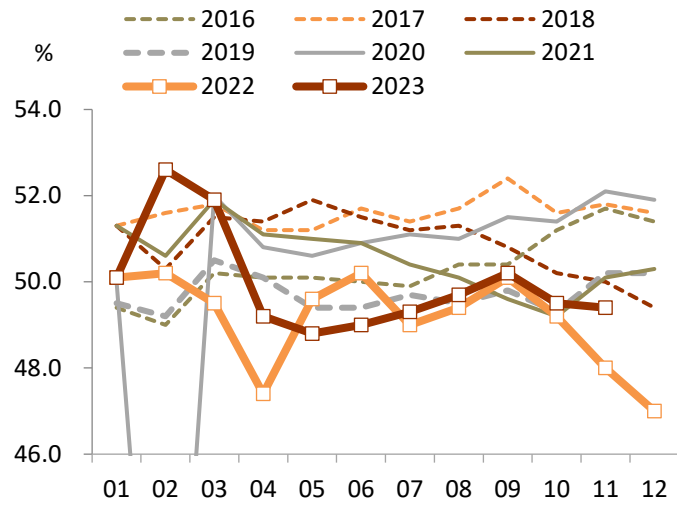
去库路漫漫，价格一升一降。库存方面，企业备产行为随需求同步转弱，原材料库存回落 0.2%至 48.0%，而产成品库存回落 0.3%至 48.0%，本轮去库阶段较为漫长与波折。价格方面，原材料采购节奏放缓，叠加美元、油价走弱，11 月原材料购进价格指数大幅回落-1.9%至 50.7%，出厂价格回升 0.5%至 48.2%。

服务业年内首次收缩，财政发力支撑建筑业扩张。非制造业方面，11 月服务业 PMI 为 49.3%，低于前值 50.1%，今年首次转向收缩区间，主要受到假期效应消退、居民出行回落影响。建筑业 PMI 为 55%，好于前值 53.5%，在近期财政持续发力的背景下，建筑业升至较高景气区间，施工进度继续加快。

图表 10 制造 PMI 主要分项指标

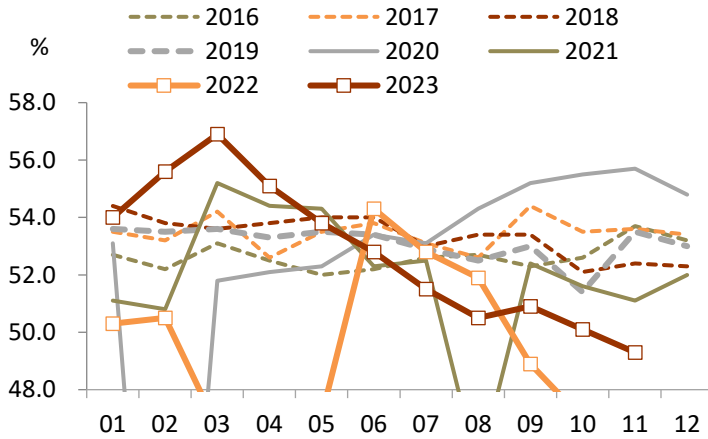


图表 11 历年各月制造业 PMI

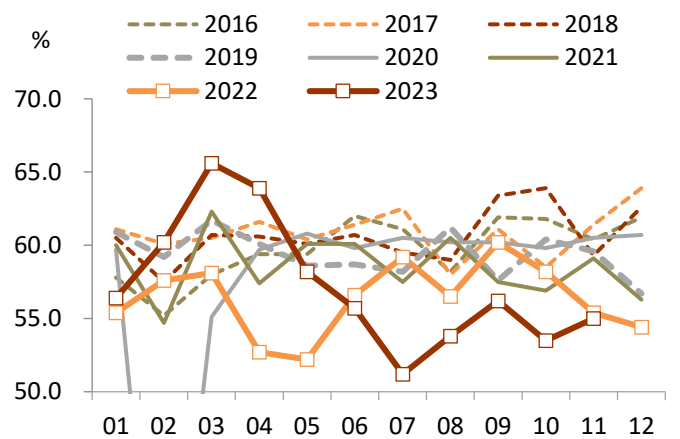


资料来源: IFinD, 铜冠金源期货

图表 12 历年各月服务业 PMI



图表 13 历年各月建筑业 PMI



资料来源: IFinD, 铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 14 权益市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	
万得全A	4670.12		-0.57	0.20	-3.01	
上证指数	3031.64		-0.31	0.06	-1.87	
深圳成指	9720.57		-1.21	-0.07	-11.76	
创业板指	1926.28		-0.60	0.19	-17.92	
A股	上证50	2352.00		-1.63	0.59	-10.75
	沪深300	3482.88		-1.56	-0.38	-10.04
	中证500	5566.87		-0.06	0.39	-5.07
	中证1000	6130.05		0.24	0.81	-2.41
	科创50	867.54		0.32	0.21	-9.62
港股	恒生指数	16830.30		-4.15	-1.25	-14.92
	恒生科技	3830.92		-4.82	-1.76	-7.21
	恒生中国企业指数	5761.73		-4.63	-1.64	-14.07
海外	道琼斯工业指数	36245.50		2.42	0.82	9.35
	纳斯达克指数	14305.03		0.38	0.55	36.67
	标普500	4594.63		0.77	0.59	19.67
	英国富时100	7529.35		0.55	1.01	1.04
	法国CAC40	7346.15		0.73	0.48	13.48
	德国DAX	16397.52		2.30	1.12	17.77
	日经225	33431.51		-0.58	-0.17	28.12
	韩国综指	2505.01		0.34	-1.19	12.01

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 15 债券市场表现

指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)	
国内	1年期国债收益率	2.34		2.20	0.69	19.50
	2年期国债收益率	2.43		-1.48	-0.22	8.85
	5年期国债收益率	2.57		-1.97	-0.49	-6.59
	10年期国债收益率	2.69		-1.34	0.20	-15.79
	10Y-1Y国债期限利差	0.34		-3.54	-0.49	-35.29
	SHIBOR (7天)	1.80		-40.00	-37.10	-42.80
	DR007	1.80		-38.39	-37.87	-56.53
海外	2年期美债收益率	4.56		-36.00	-17.00	15.00
	5年期美债收益率	4.14		-35.00	-17.00	15.00
	10年期美债收益率	4.22		-25.00	-15.00	34.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.34		11.00	2.00	19.00
	10年期德债收益率	2.43		-21.00	1.00	-8.00
	10年期法债收益率	2.92		-28.10	-11.30	19.30
	10年期意债收益率	4.11		-29.70	-12.40	-58.70
	10年期日债收益率	0.72		-6.60	2.90	26.60

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 16 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,538.53		0.42	-0.72	6.63
CRB商品指数	270.77		0.45	-1.05	-2.51
沪铜	68,360.00		0.56	0.31	3.39
上海螺纹钢	3,923.00		0.36	0.95	-4.01
COMEX黄金	2,091.70		4.43	1.68	14.54
COMEX白银	25.90		6.38	0.92	7.72
WTI原油	74.38		1.34	-2.08	-7.33
ICE布油	79.56		1.14	-1.61	-7.39
LME铜	8,625.00		2.33	1.90	3.02
LME铝	2,200.00		0.72	0.32	-7.49
CBOT豆粕	412.20		5.04	-2.78	-12.48

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 17 外汇市场表现

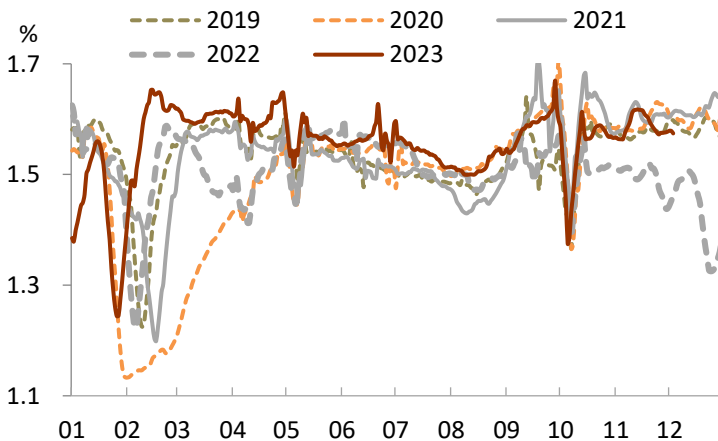
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.1400		-0.18	0.13	2.71
美元兑离岸人民币	7.1240		-0.34	-0.29	2.93
欧元兑人民币	7.7802		-0.32	-0.21	5.73
英镑兑人民币	9.0360		0.67	0.01	7.84
日元兑人民币	4.8331		1.07	-0.07	-8.17
美元指数	103.1952		-0.23	-0.30	-0.28

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

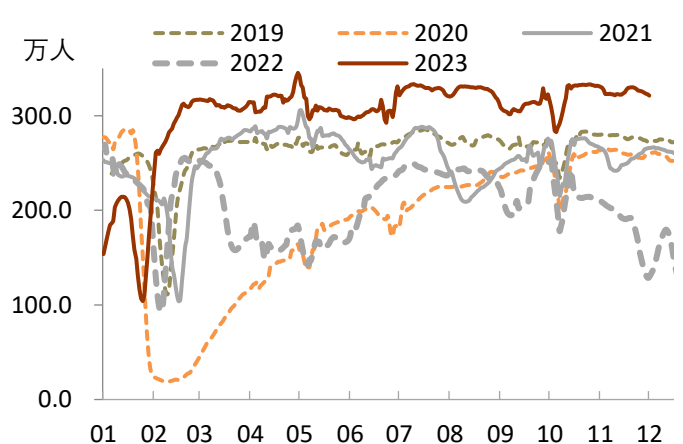
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 18 百城拥堵指数

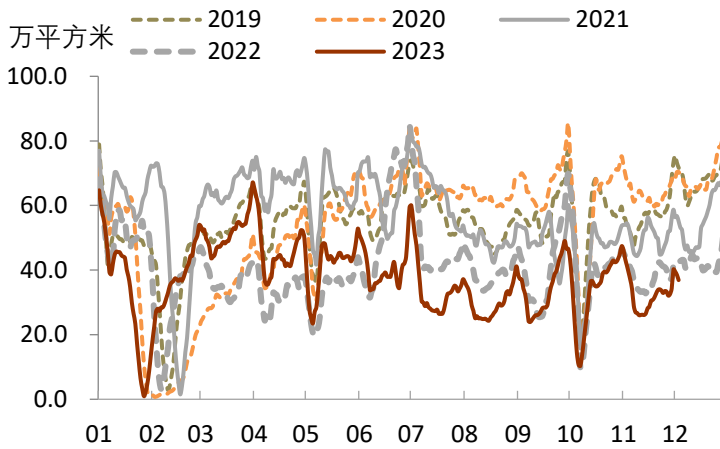


图表 19 23 城地铁客运量

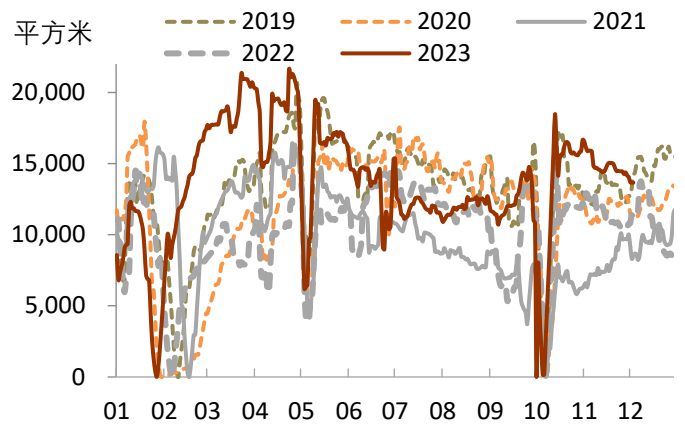


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 30 城商品房成交面积



图表 21 12 城二手房成交面积

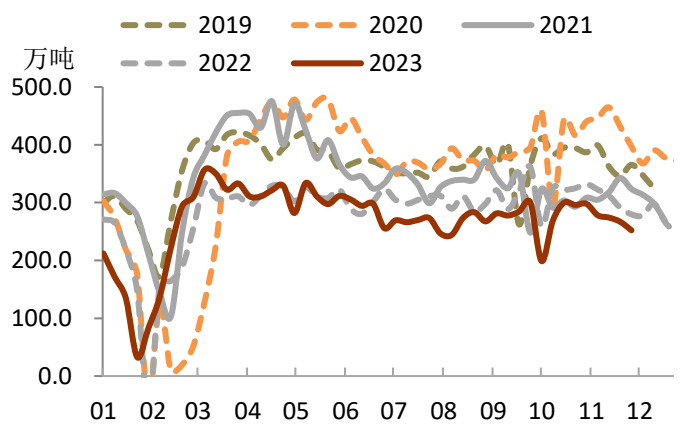


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 乘用车销量



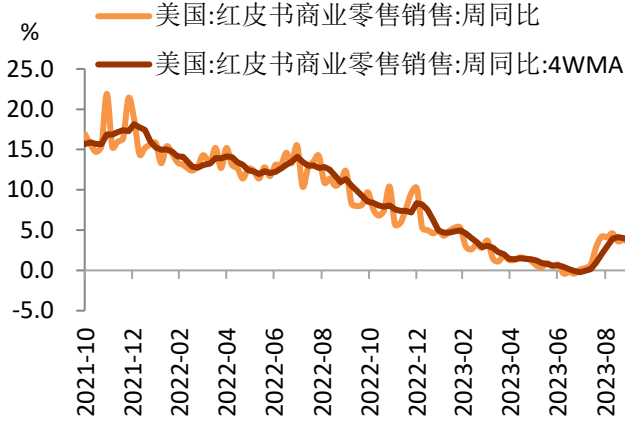
图表 23 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、海外

图表 24 红皮书商业零售销售

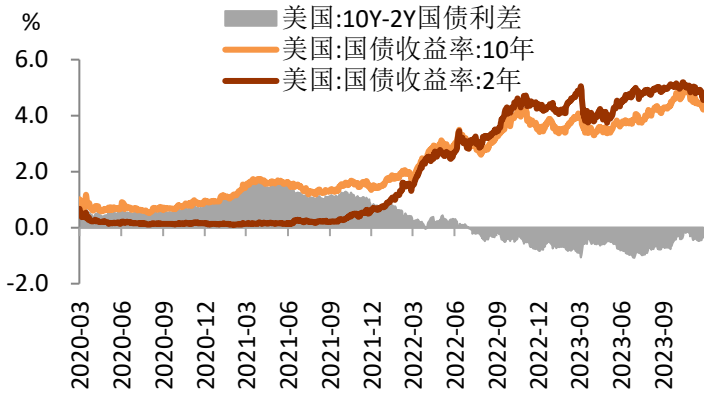


图表 25 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美债利差倒挂幅度



图表 27 FedWatch 利率变动概率

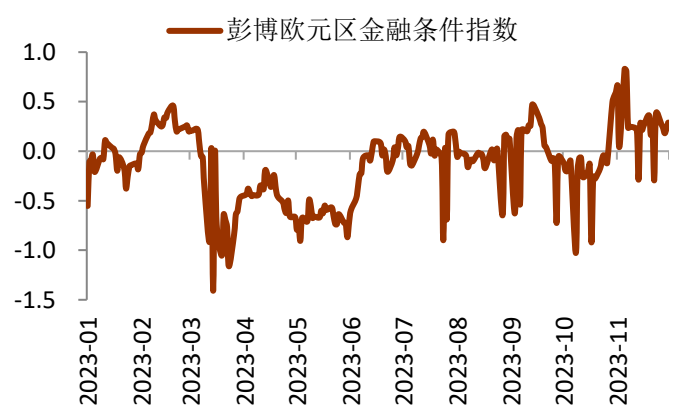
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.3%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	81.7%	2.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	60.0%	28.4%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	35.9%	43.9%	14.3%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.3%	36.1%	43.2%	13.9%	0.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.7%	28.5%	41.4%	21.4%	3.8%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	24.2%	39.0%	25.0%	7.0%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	5.2%	25.2%	38.1%	23.8%	6.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.9%	11.5%	29.2%	33.6%	18.4%	4.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 28 彭博美国金融条件指数



图表 29 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、本周重要经济数据及事件
图表 30 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
12月4日	17:30	欧元区12月Sentix投资者信心指数	-18.6	-16.4
	23:00	美国10月工厂订单月率	2.8	-2.6
		美国10月耐用品订单月率修正值	-5.4	-5.4
12月5日	9:45	中国11月财新服务业PMI	50.4	50.7
		中国11月财新综合PMI	50.0	-
	17:00	欧元区11月服务业PMI终值	48.2	47.8
		欧元区11月综合PMI终值	47.1	-
	18:00	欧元区10月PPI月率	0.5	-
		欧元区10月PPI年率	-12.4	-
	21:55	美国至12月2日当周红皮书商业零售销售年率	6.3	-
	22:45	美国11月Markit服务业PMI终值	50.8	-
		美国11月Markit综合PMI终值	50.7	-
	23:00	美国11月ISM非制造业PMI	51.8	52.5
美国10月JOLTs职位空缺(万人)		955.3	940.0	
12月6日	18:00	欧元区10月零售销售月率	-0.3	0.2
		欧元区10月零售销售年率	-2.9	-
	20:00	美国至12月1日当周MBA30年期固定抵押贷款利 率	7.4	-
		美国11月ADP就业人数(万人)	11.3	12.0
	21:30	美国10月贸易帐(亿美元)	-615.0	-630.0
		美国10月出口(亿美元)	2611.1	-
		美国10月进口(亿美元)	3226.6	-
	23:00	美国11月纽约联储全球供应链压力指数 (GSCPI)	-1.7	-
	12月7日	10:50	中国11月以美元计算贸易帐(亿美元)	565.3
中国11月以美元计算出口年率			-6.4	-2.5
中国11月以美元计算进口年率			3.0	4.8
16:00		中国11月外汇储备(亿美元)	31012.2	-
18:00		欧元区第三季度GDP年率终值	0.1	0.1
		欧元区第三季度季调后就业人数季率	0.3	-
		欧元区第三季度GDP季率终值	-0.1	-0.1
		欧元区第三季度季调后就业人数年率	1.4	-
20:30		美国11月挑战者企业裁员人数(万人)	3.7	-
21:30		美国至12月2日当周初请失业金人数(万人)	21.8	-
	美国至12月2日当周初请失业金人数四周均值(万 人)	22.0	-	
	美国至11月25日当周续请失业金人数(万人)	192.7	-	
23:00	美国10月批发销售月率	2.2	-	

日期	时间	数据/事件	前值	预期
		美国 10 月批发库存月率	-0.2	-
12 月 8 日	4:00	美国 10 月消费信贷(亿美元)	90.6	90.0
	21:30	美国 11 月失业率	3.9	3.9
		美国 11 月季调后非农就业人口(万人)	15.0	17.5
	23:00	美国 12 月一年期通胀率预期	4.5	-
		美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值	61.3	61.6
		美国 12 月五至十年期通胀率预期	32.2	-

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A906 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。