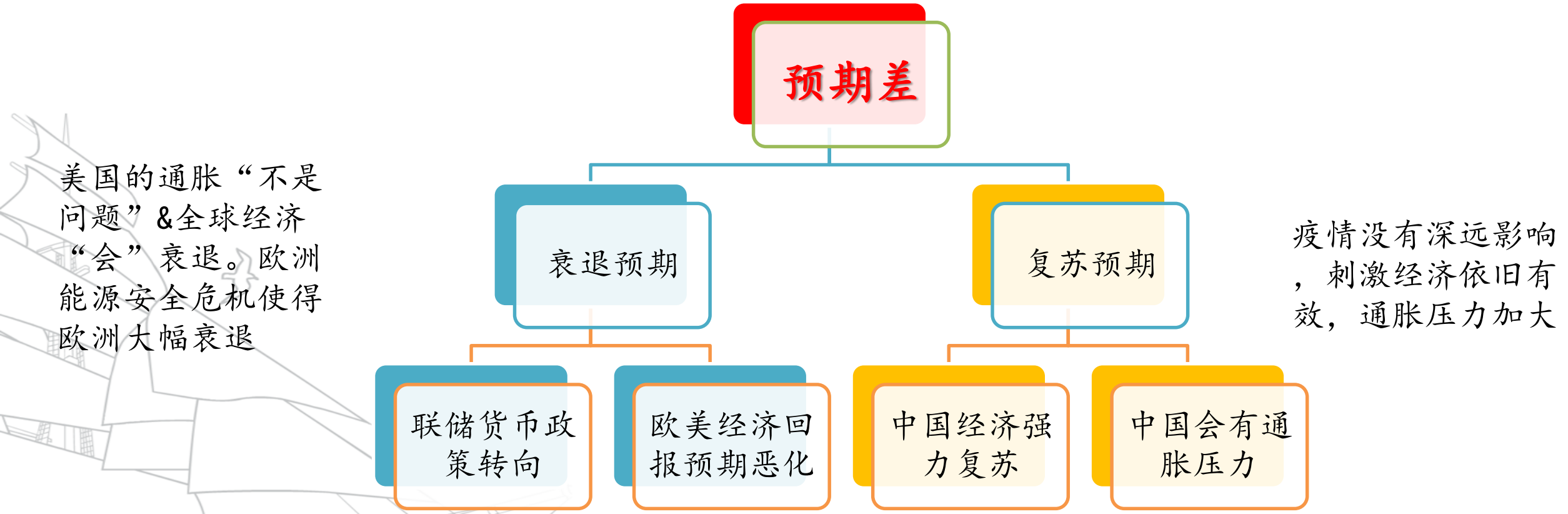




四季度海内外宏观经济形势分析

新湖研究所

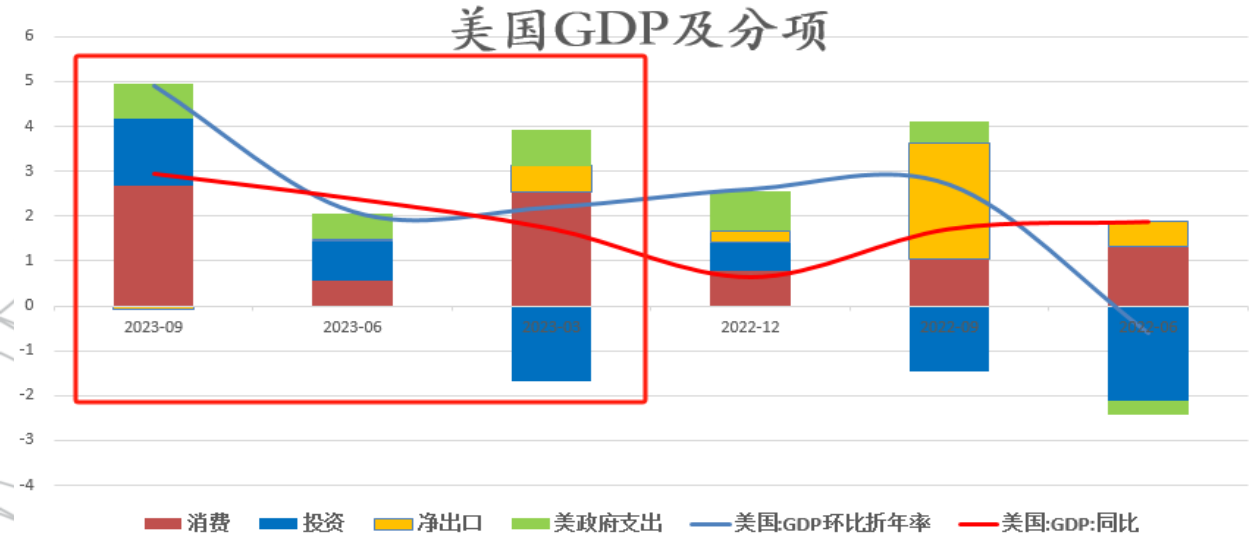
2023年11月23日



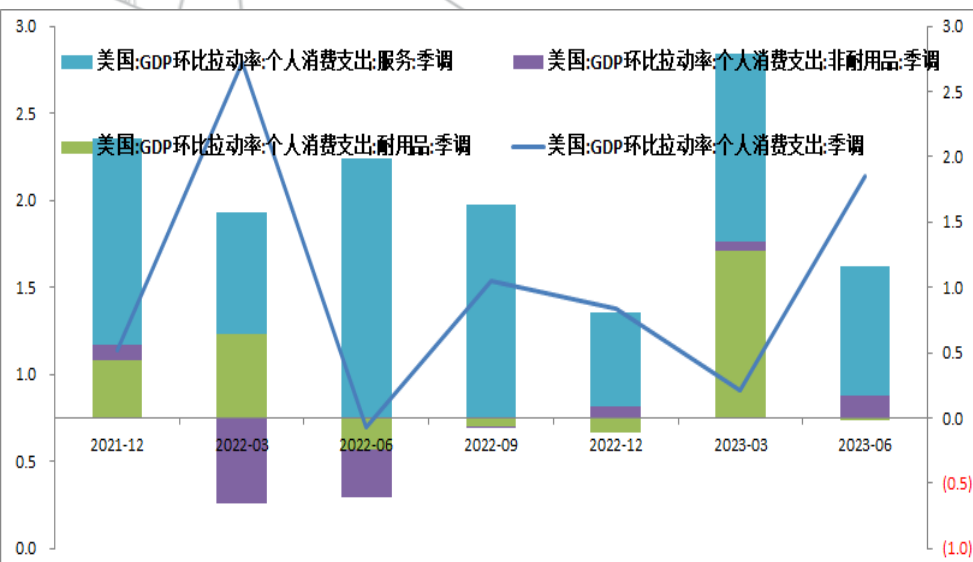
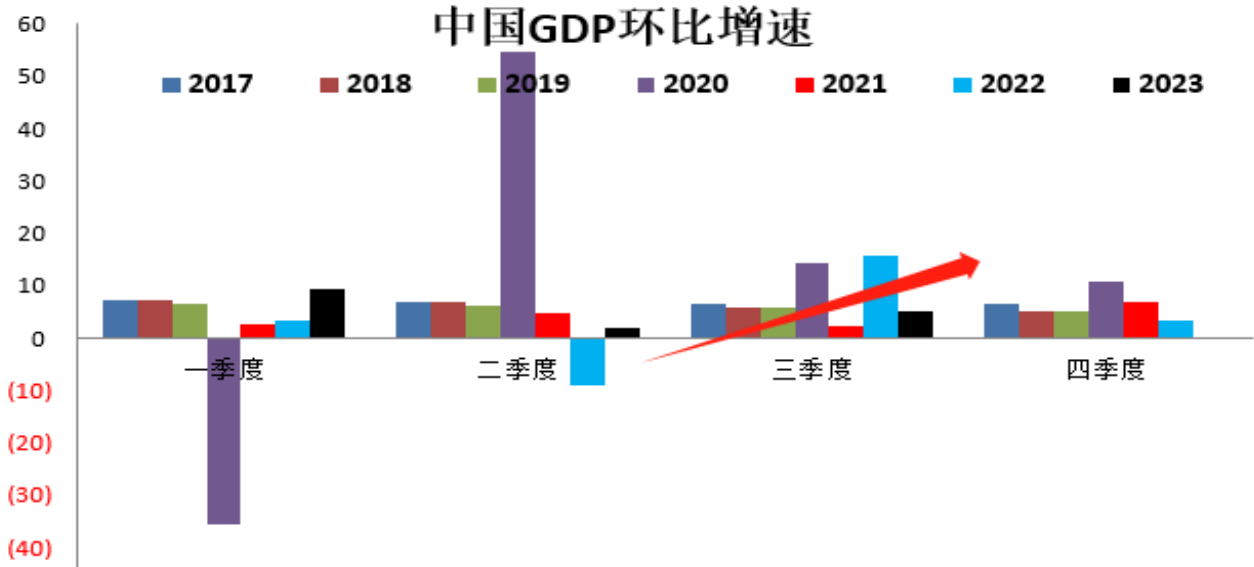
美国、欧洲的经济表现超出很多人的预期，美国就业市场稳定，通胀有较强的粘性；欧洲制造业相对取得了稳步增长；美国原本缓慢的信用收缩在财政“被迫”发力下再度扩张，解释了经济的韧性和“再加速”；中国从疫情政策转向，到经济复苏的预期没有那么强；中国“紧”财政和“弱”地产延后了信用宽松和增长修复的进展。

海内外宏观经济预期差：海外“弱”而未衰，中国温而不暖

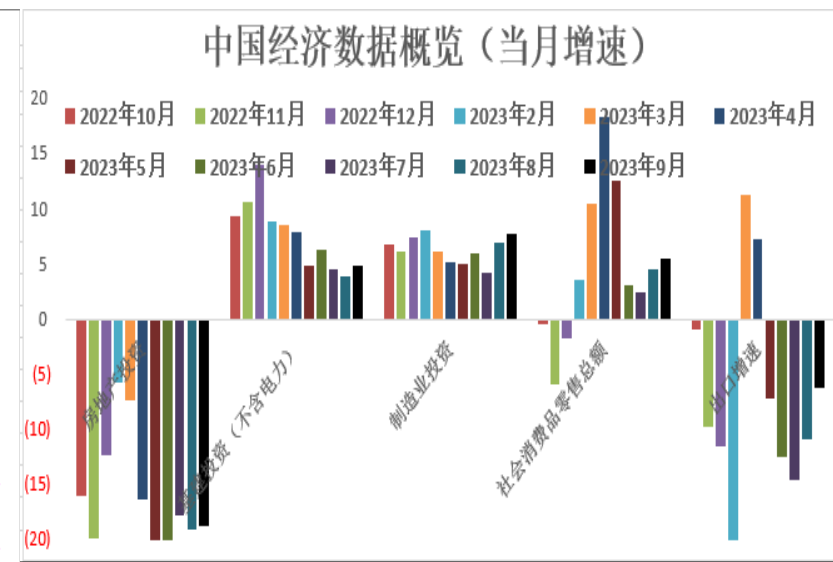
美国GDP及分项



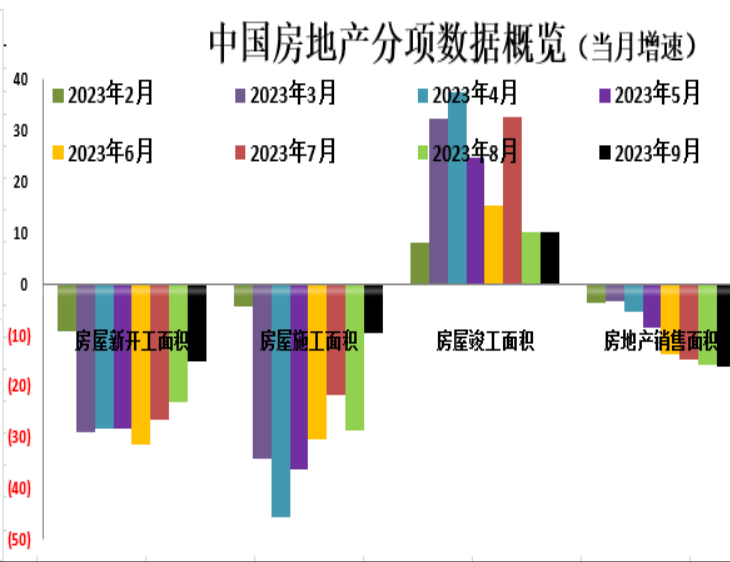
中国GDP环比增速



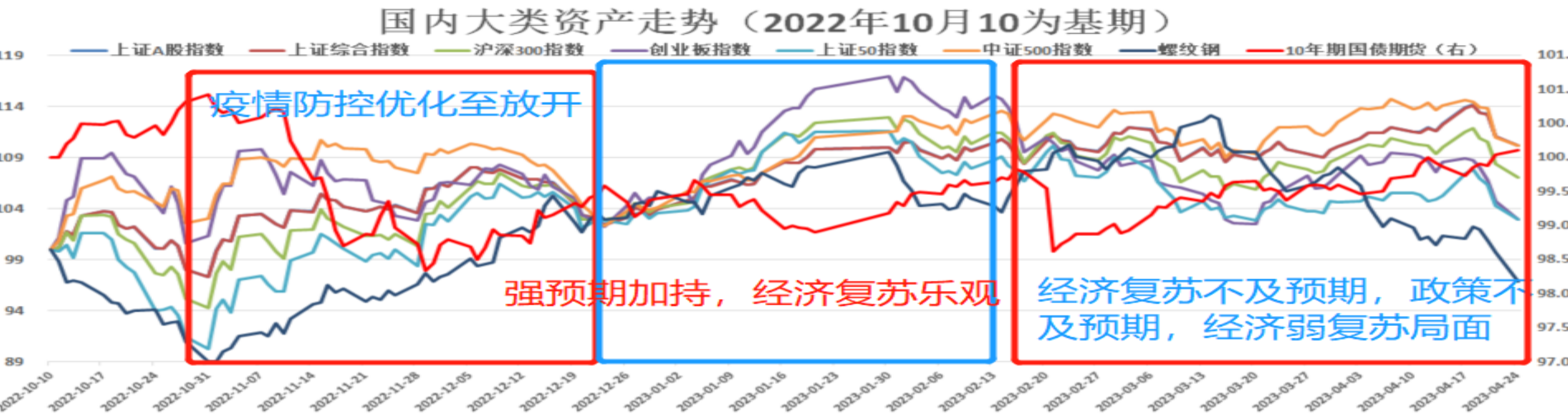
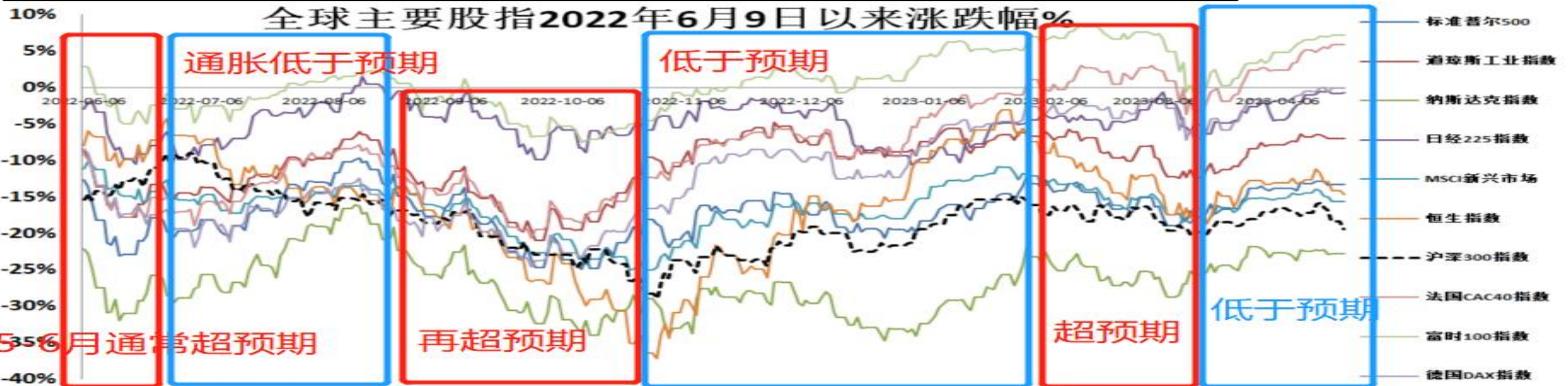
中国经济数据概览（当月增速）



中国房地产分项数据概览（当月增速）



大类资产交易逻辑：海外围绕联储，国内围绕复苏

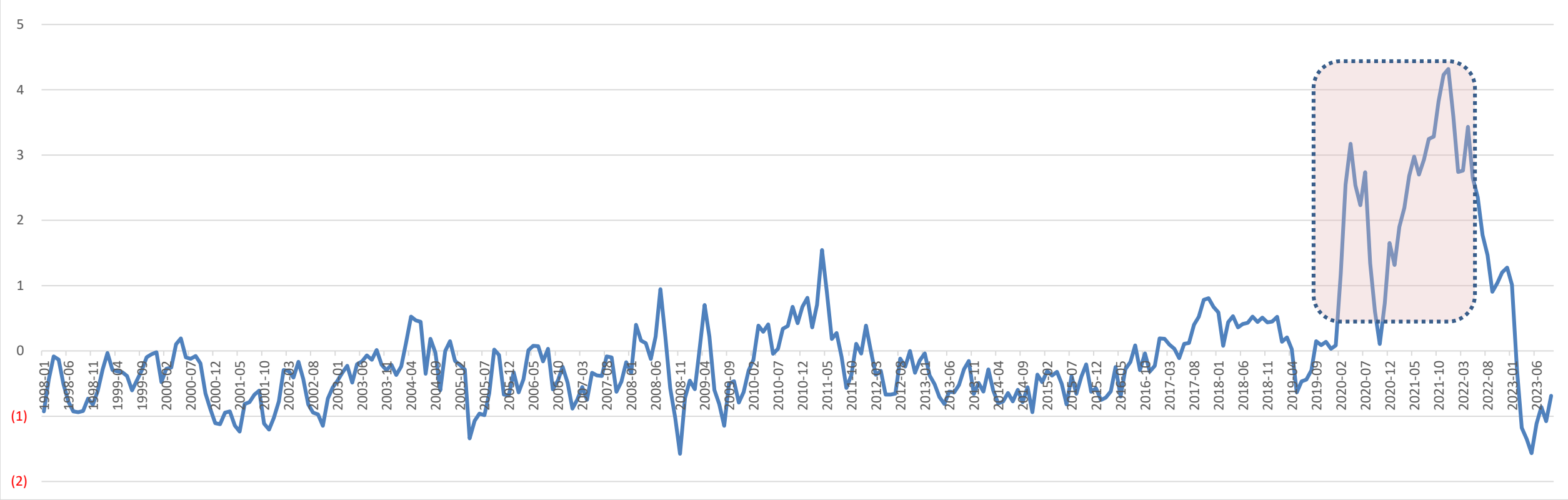


地缘政治风险指数

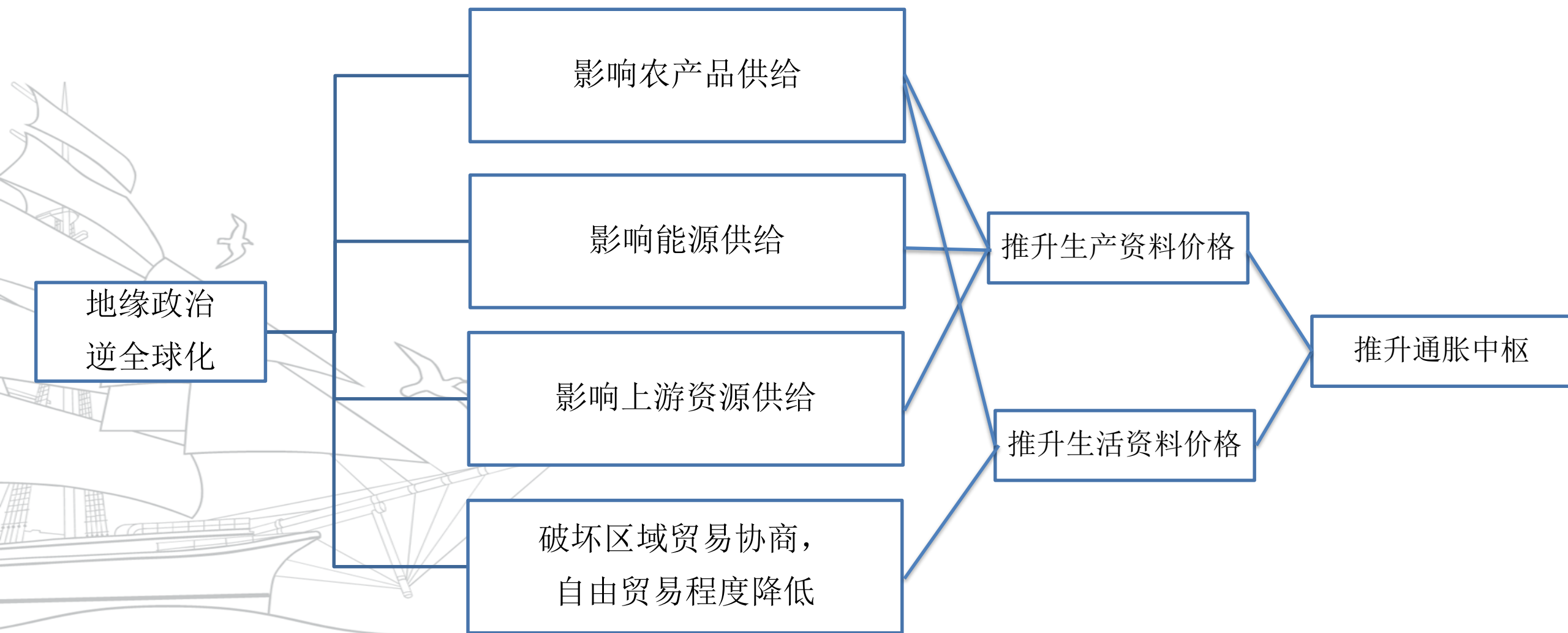


➤ 2022年的俄乌冲突很大程度上改变了冷战之后的地缘政治格局，欧美发达国家基本上都加入制裁俄罗斯的行列。中国同样受到波及，被美国视为最大竞争对手，这也导致我国近20年的战略机遇窗口或已关闭。去年巴厘岛会面之后，本以为中美关系会缓和，但是年初的流浪气球事件使中美关系急转直下，美国也是继续拉小圈子围堵中国，继续通过“小院高墙”战略对核心技术卡脖子。特别是今年G7以及G20会议上的重要议题都是对中国的“去风险化”，软脱钩的可能性正在上升。巴以冲突的外溢影响仍待观察……。本月的元首会晤之后，形势出现阶段缓和，避免进一步恶化……24年美国大选仍不排除打压中国来争取选票

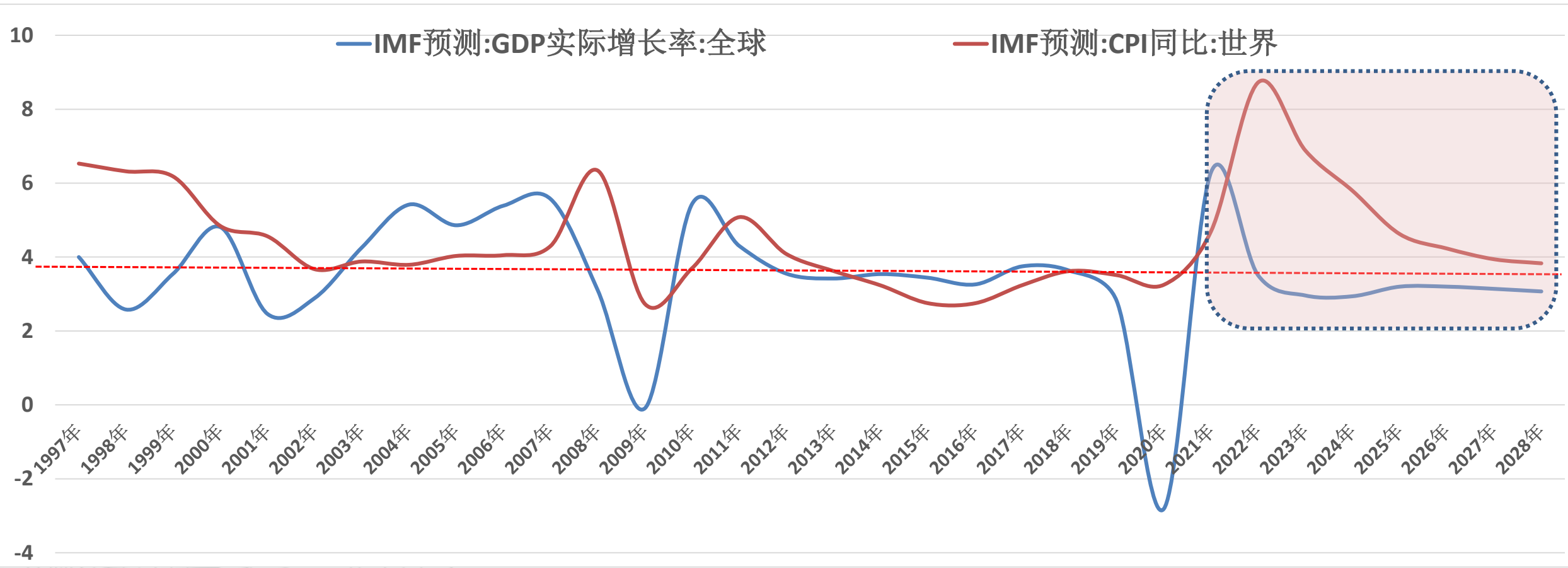
美国:全球供应链压力指数(GSCPI)



➤ 疫情之后，逆全球化的背景下，全球供应链运行逻辑由疫情前的比较优势和资本逐利主导的模式发生变化，此前的“即时性生产”模式正在向“保障性生产”模式过渡。发达国家推行近岸、友岸甚至在岸生产并重构价值链，力图摆脱对海外制造的依赖。特别是近年来美国制造业回流的趋势还是比较明显的。



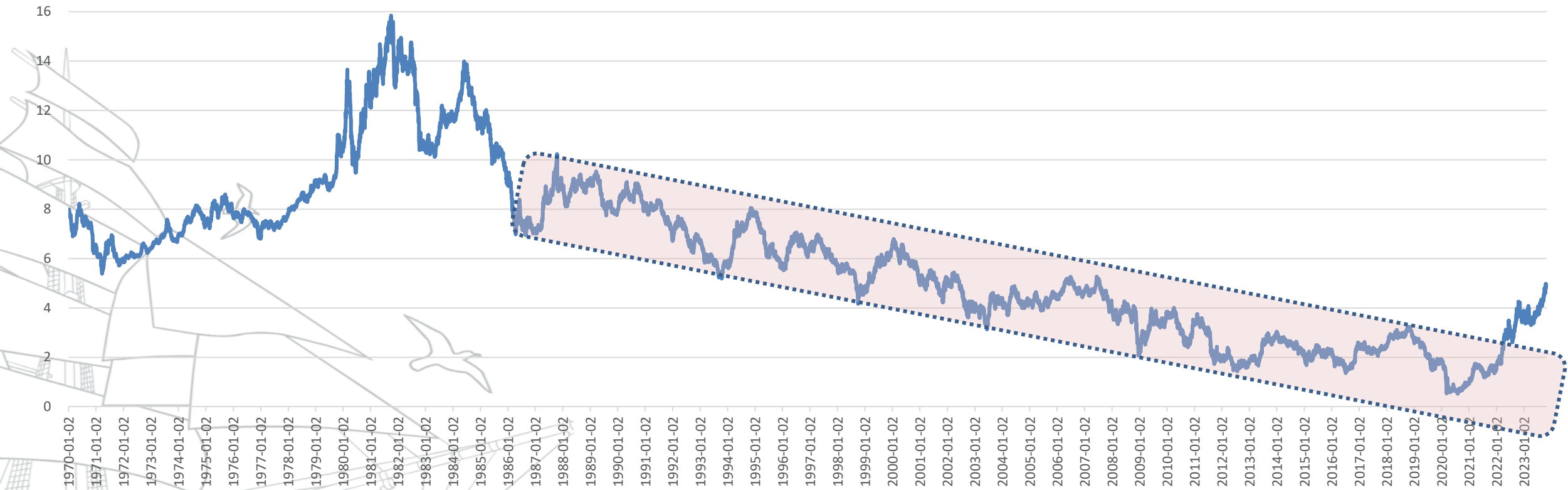
未来全球经济面临的趋势之三：海外滞胀短期恐难消除



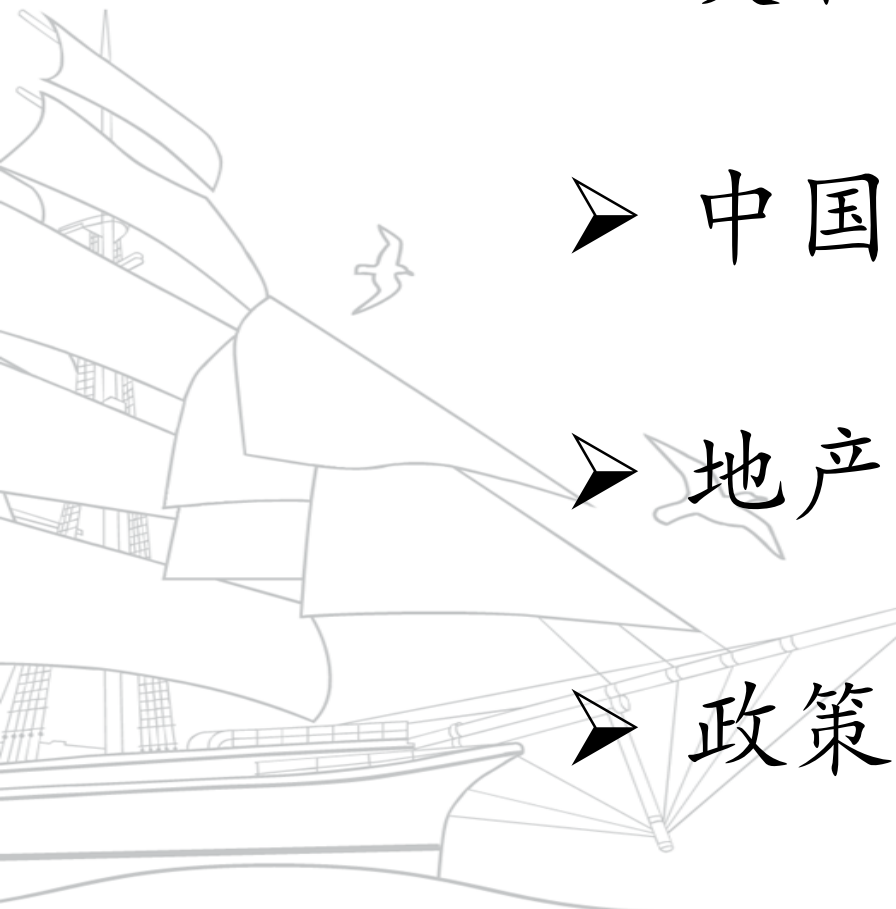
➤ IMF认为全球经济将面临近几十年来最低的中期增速，但物价压力仍然居高不下。老龄化以及贫富差距加剧导致的潜在增速下降，逆全球化和能源转型造成的生产成本上升，使“滞胀”面临长期化的趋势。

未来全球经济面临的趋势之四：高利率（紧缩）维持更长时间

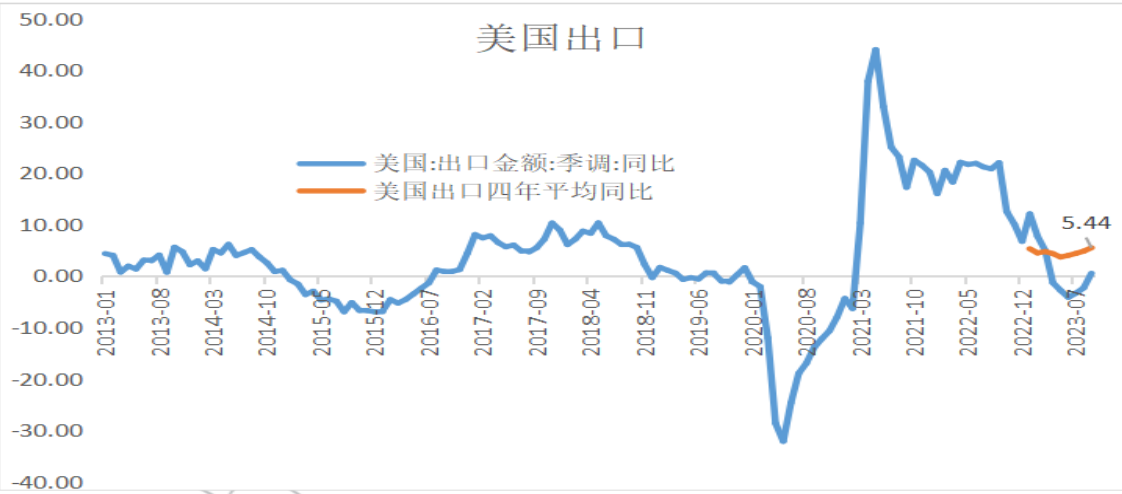
美国:国债收益率:10年



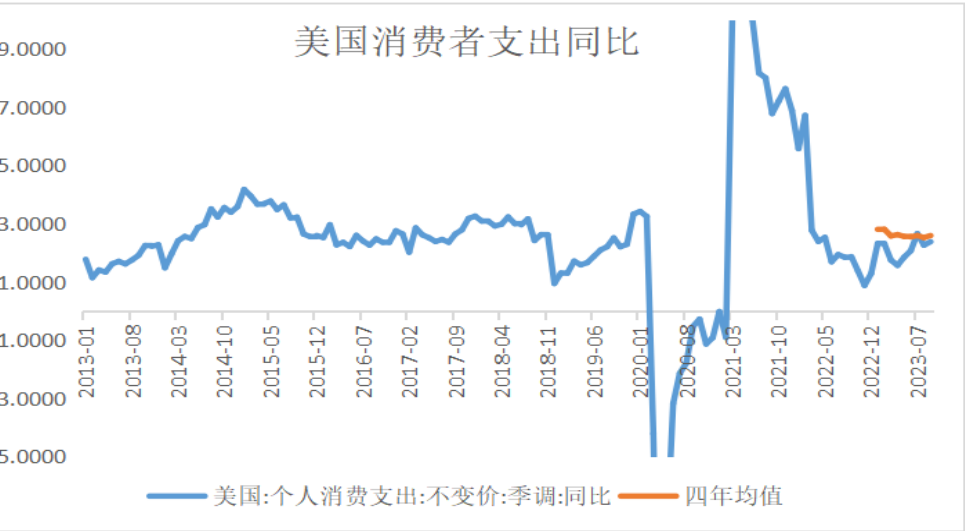
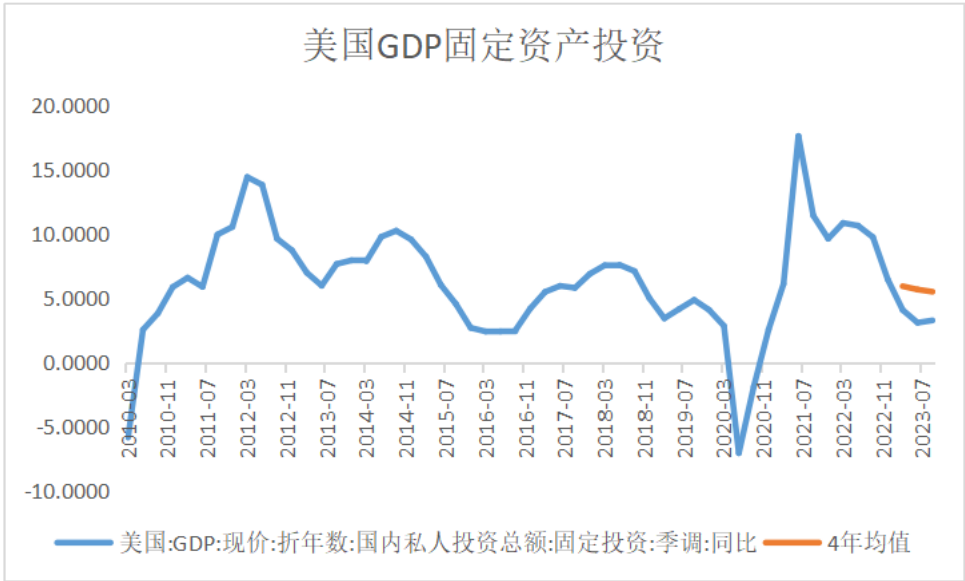
➤ 1980年代以来国债收益率单边下降的局面已经终结，发达国家在应对滞胀压力时优先选择抑制物价，无风险利率可能“higher for longer”，主要国家货币紧缩的时间可能会延长，降息“遥遥无期”。

- 
- 美联储货币政策、美元及美债
 - 中国经济复苏情况
 - 地产、出口决定复苏斜率
 - 政策预期及空间再度打开……

美国版的三驾马车支撑经济有韧性



俄乌冲突，制裁俄罗斯，推动美国出口增长。

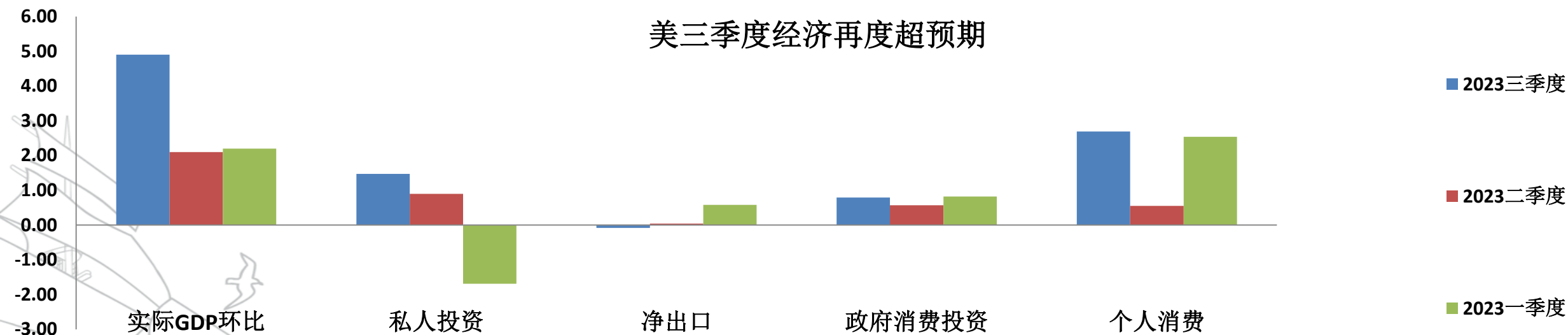


中美贸易冲突
制造业回流，
叠加俄乌冲突
带来投资增量。

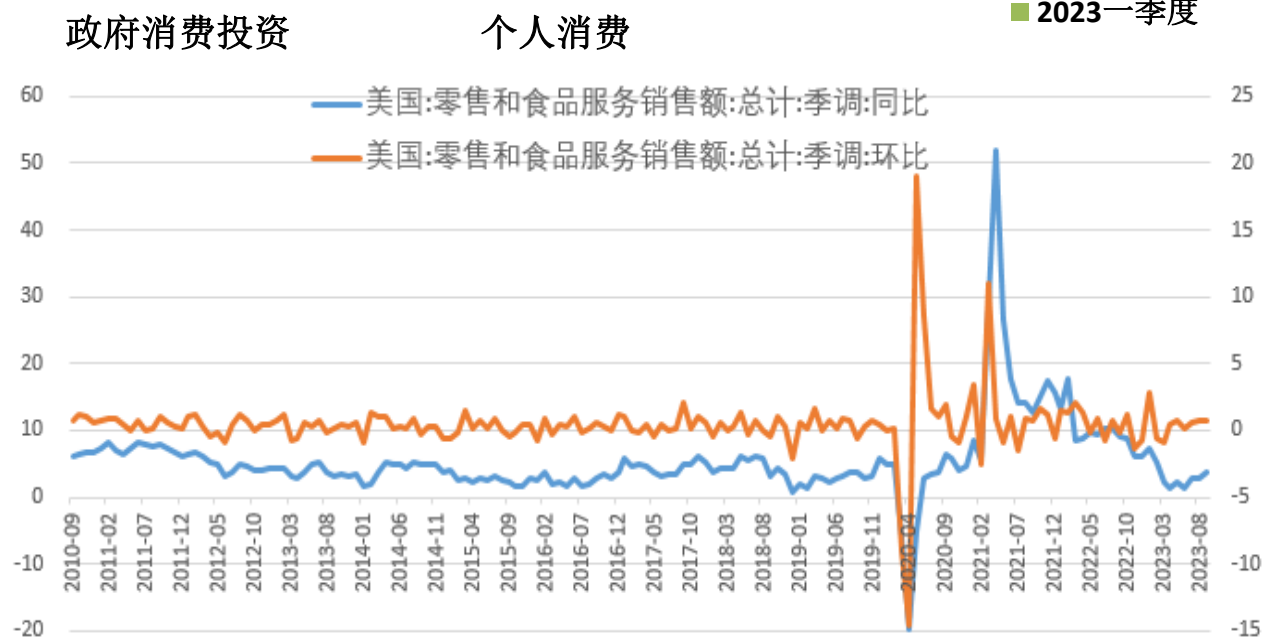
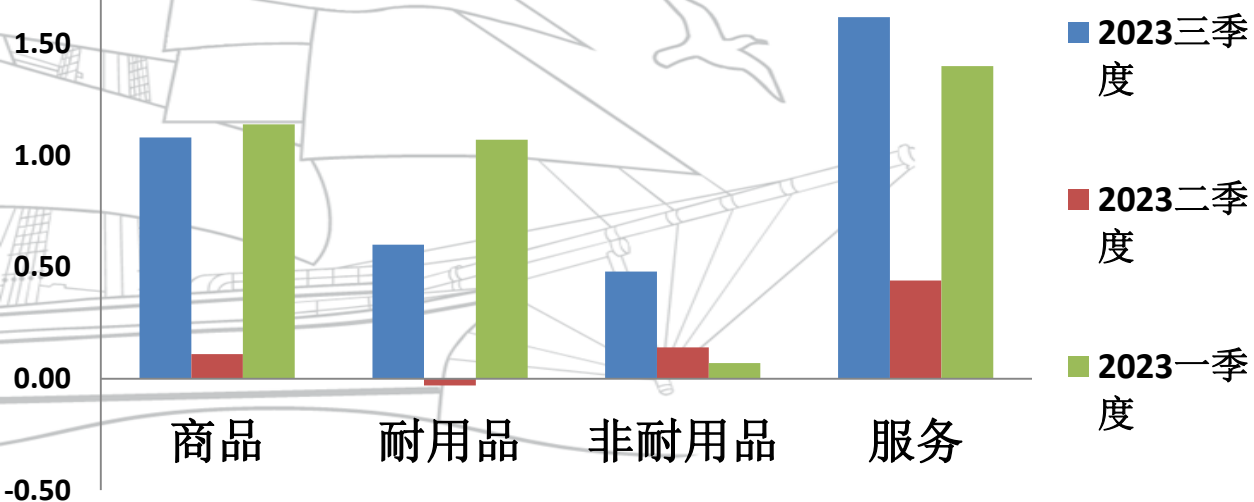
疫情期间财政
补贴居民带来
消费增长。

消费、服务等支撑下的美国经济软着陆基本是共识

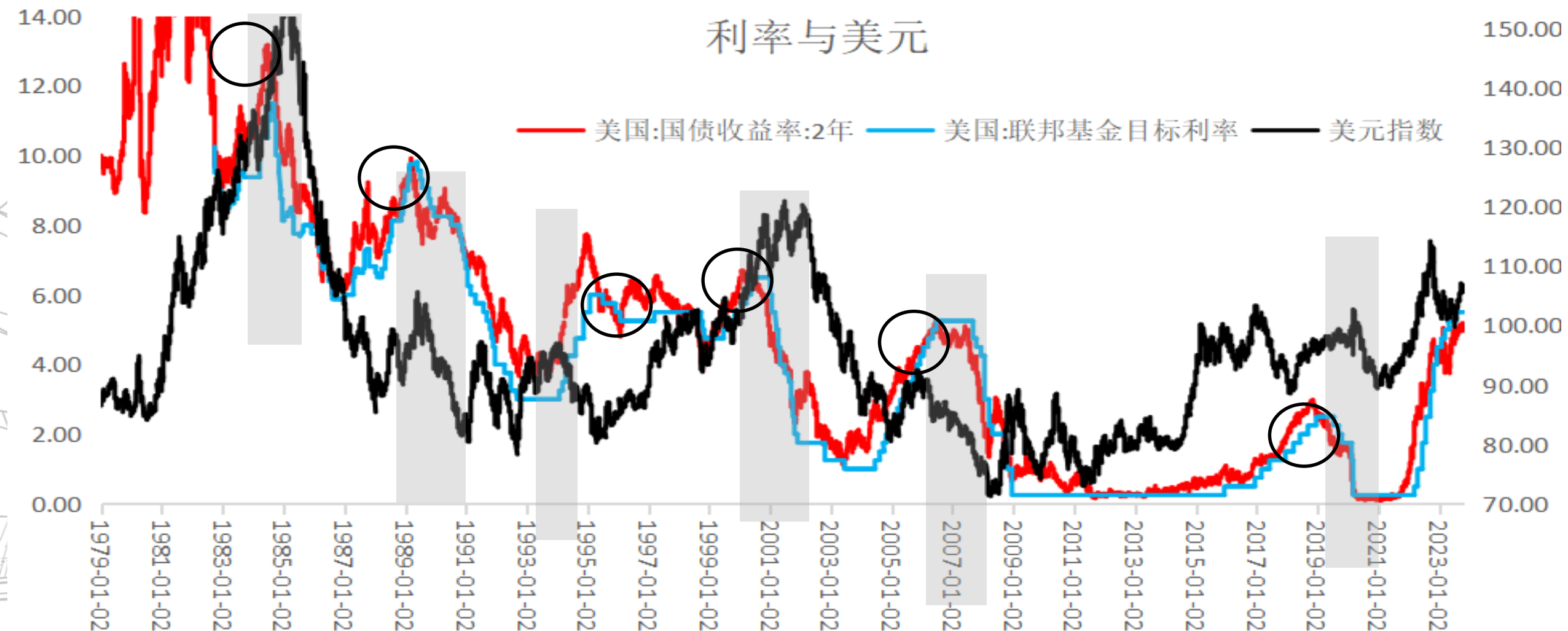
美三季度经济再度超预期



个人消费分项对GDP环比拉动

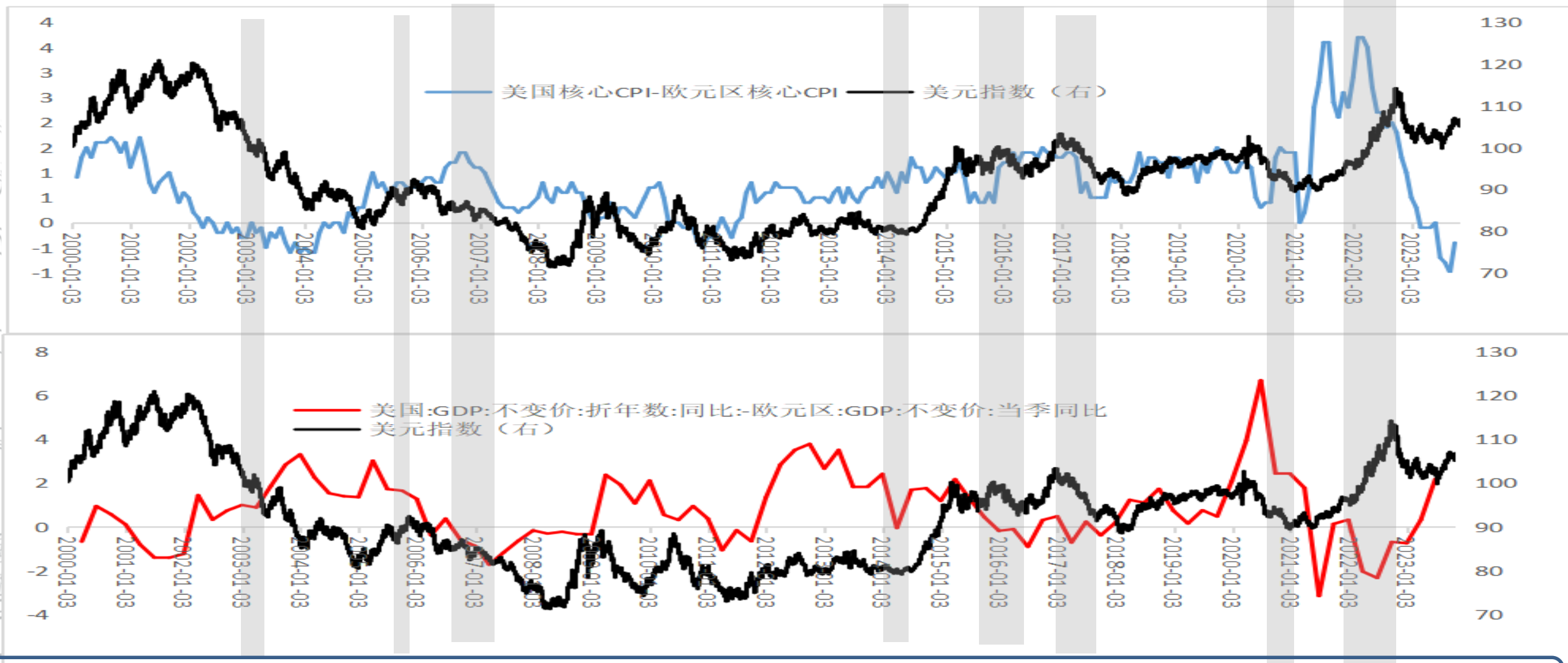


利率与美元



➤ 利率见顶往往意味着美元也进入顶部阶段，市场利率往往前瞻于政策利率。

除了通胀还有经济影响美元



➤ 欧美通胀回落，货币政策从通胀比较转向经济比较，美国仍强于欧洲，美元回落可能并非行云流水。

国际投行金融条件指数预示美元见顶

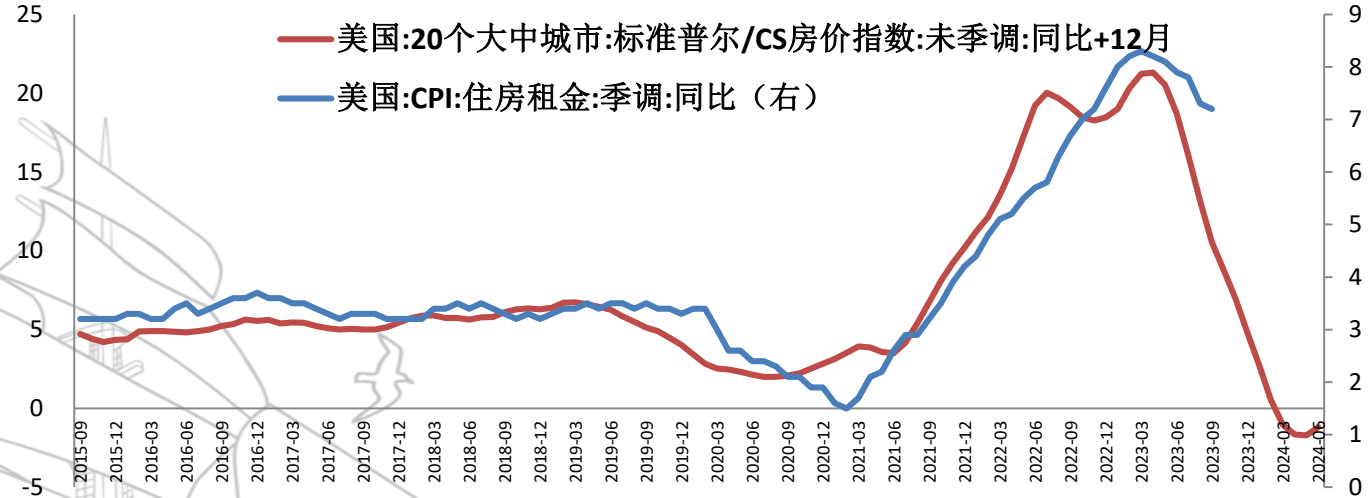


➤ 高盛金融条件指数回到100以上，往往意味着美元阶段性见顶。

经济软着陆共识下：加息周期基本结束

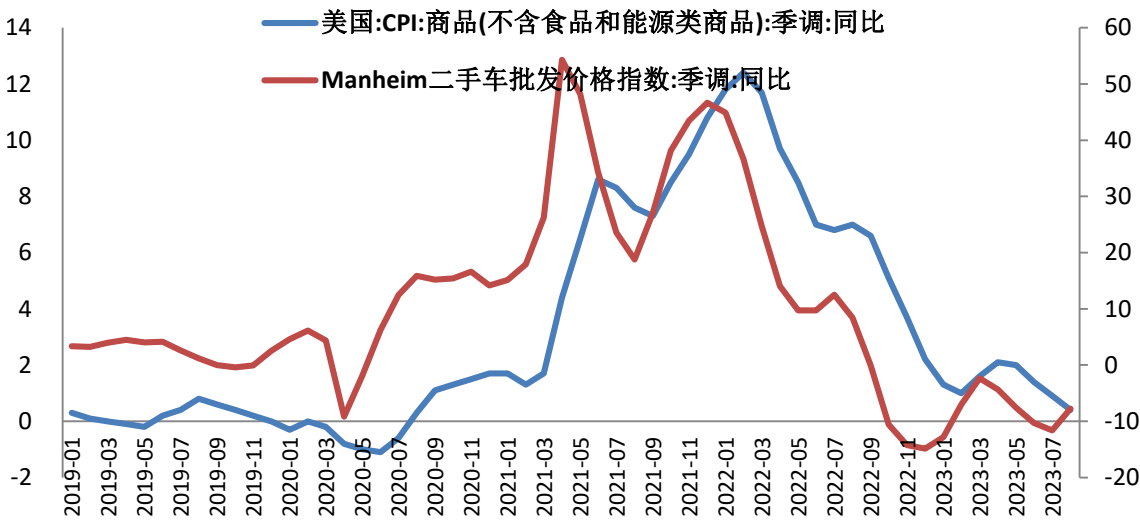
房租通胀：未来12个月延续下行态势

— 美国:20个大中城市:标准普尔/CS房价指数:未季调:同比+12月
— 美国:CPI:住房租金:季调:同比 (右)



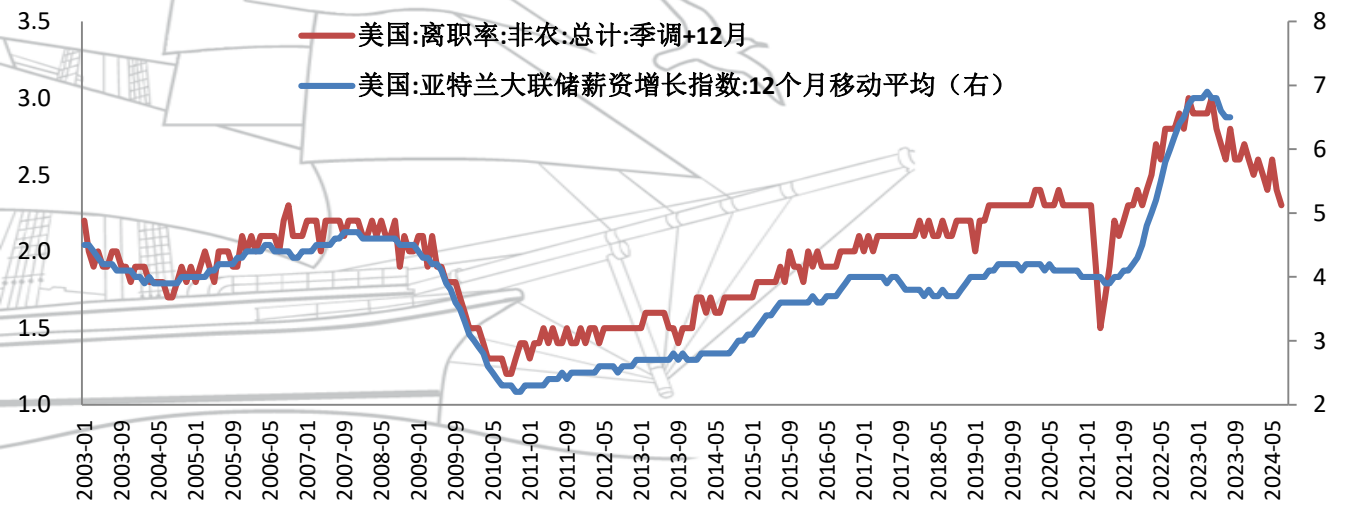
商品通胀：占比较高的二手车价格大幅回落

— 美国:CPI:商品(不含食品 and 能源类商品):季调:同比
— Manheim二手车批发价格指数:季调:同比



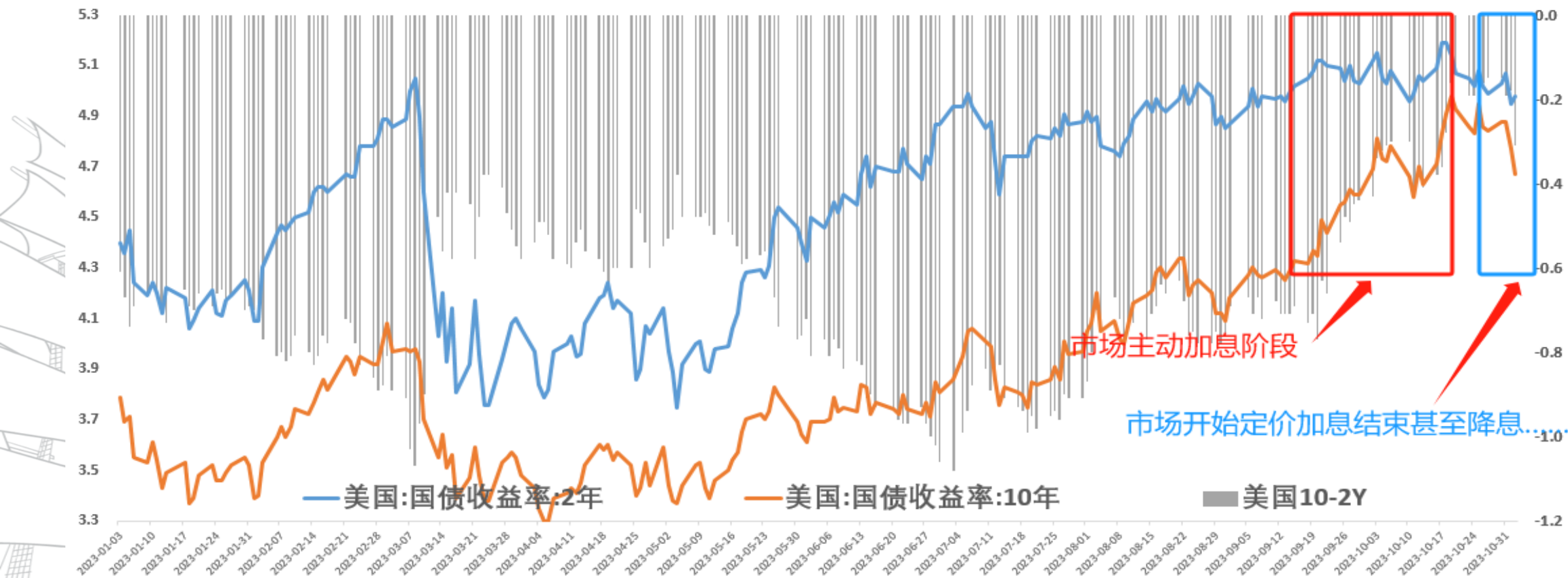
服务通胀：薪资增速领先指标未来12个月持续下降

— 美国:离职率:非农:总计:季调+12月
— 美国:亚特兰大联储薪资增长指数:12个月移动平均 (右)



- 美国宏观经济处于转弱的过程中，但弱而未衰使得市场对经济仍保持一定乐观情绪，降息一再延后，美元以及美债收益率处于高位，这对金融资产产生压力。但经济总体处于下行周期，高利率和高通胀的环境让经济承压，经济韧性可能难以维持较长时间。
- 鲍威尔核心通胀三因子模型中已经找不出来再继续加息的理由了……

加息周期结束基本成共识，降息时点是未来最大的不确定性



- 虽然美联储态度并不十分明朗，且总体偏审慎，但市场目前已经形成不再加息的共识，即市场普遍认为后续再次加息的概率不到20%。逻辑是目前美国经济数据已有走弱迹象，且前期美债收益率大幅上升，金融条件的收紧一定程度上起到了加息的效果，市场主动加息降低了美联储再度加息的必要性。市场短期走在联储前面反应明显偏鸽派的。

加息周期结束基本成共识，降息时点是未来最大的不确定性

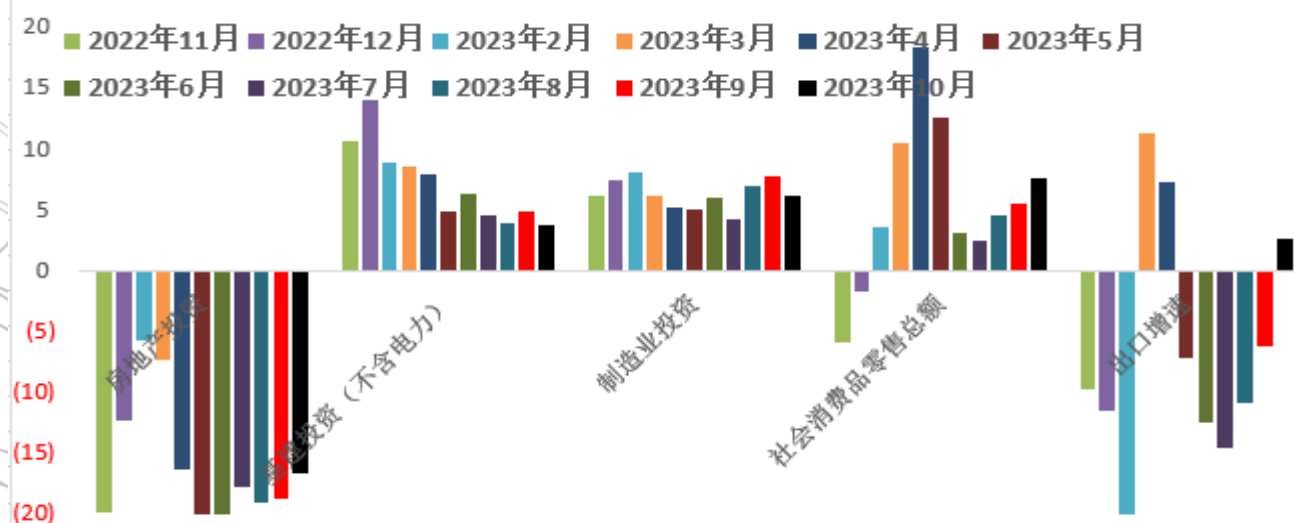
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023-12-13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.2%	4.8%	0.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.2%	8.6%	0.2%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.4%	66.4%	6.0%	0.1%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	43.4%	41.6%	3.6%	0.1%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	29.0%	42.4%	20.7%	1.7%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	18.9%	36.5%	30.3%	10.1%	0.8%	0.0%
2024-09-18	0.0%	0.0%	2.1%	12.7%	29.5%	32.8%	18.2%	4.5%	0.3%	0.0%
2024-11-07	0.0%	1.0%	7.5%	21.2%	31.1%	25.4%	11.2%	2.4%	0.2%	0.0%
2024-12-18	0.8%	6.1%	18.2%	29.0%	26.6%	14.3%	4.3%	0.6%	0.0%	0.0%

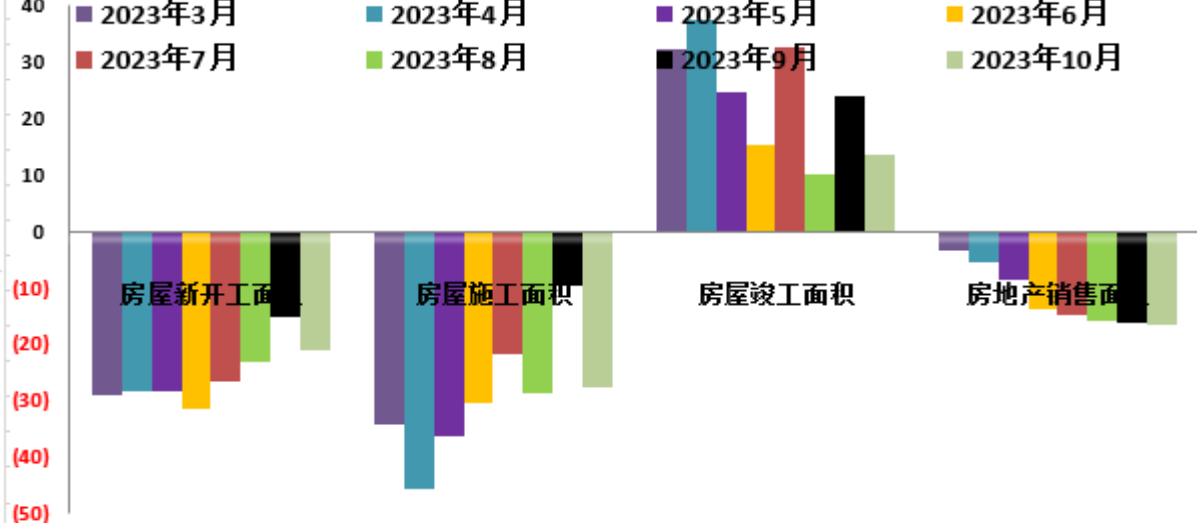
➤ 鲍威尔表示，美联储目前并没有考虑、也没有讨论未来降息的问题，目前美联储的重点是货币政策应当在多长时期内保持对经济的限制性，也即为美联储在完成了“higher”的目标之后，“longer”要持续多久。考虑到当前经济韧性较强而通胀存在波动风险，未来降息的时间节点还存在较大的不确定性，这或许是后续影响市场波动的关键。

中国经济温而不暖：修复基础不牢固，政策发力空间再度打开

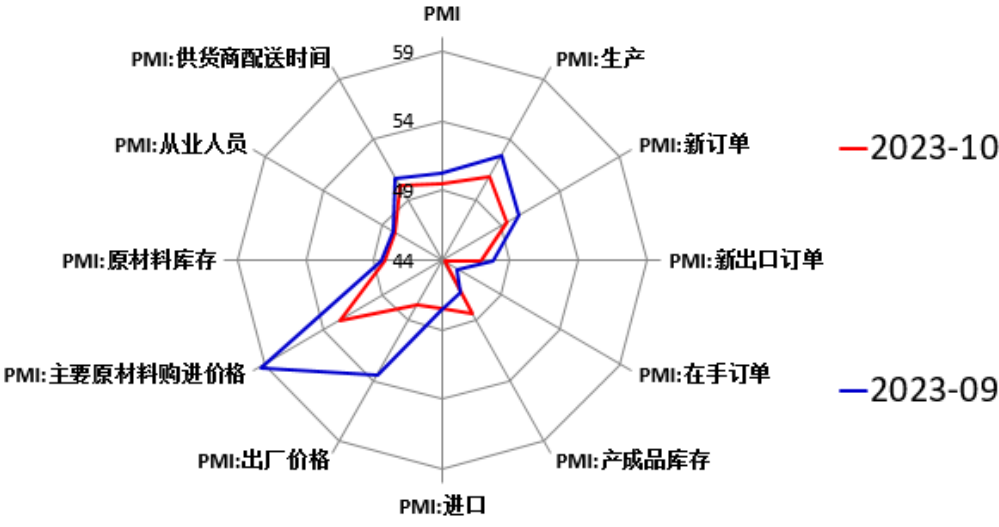
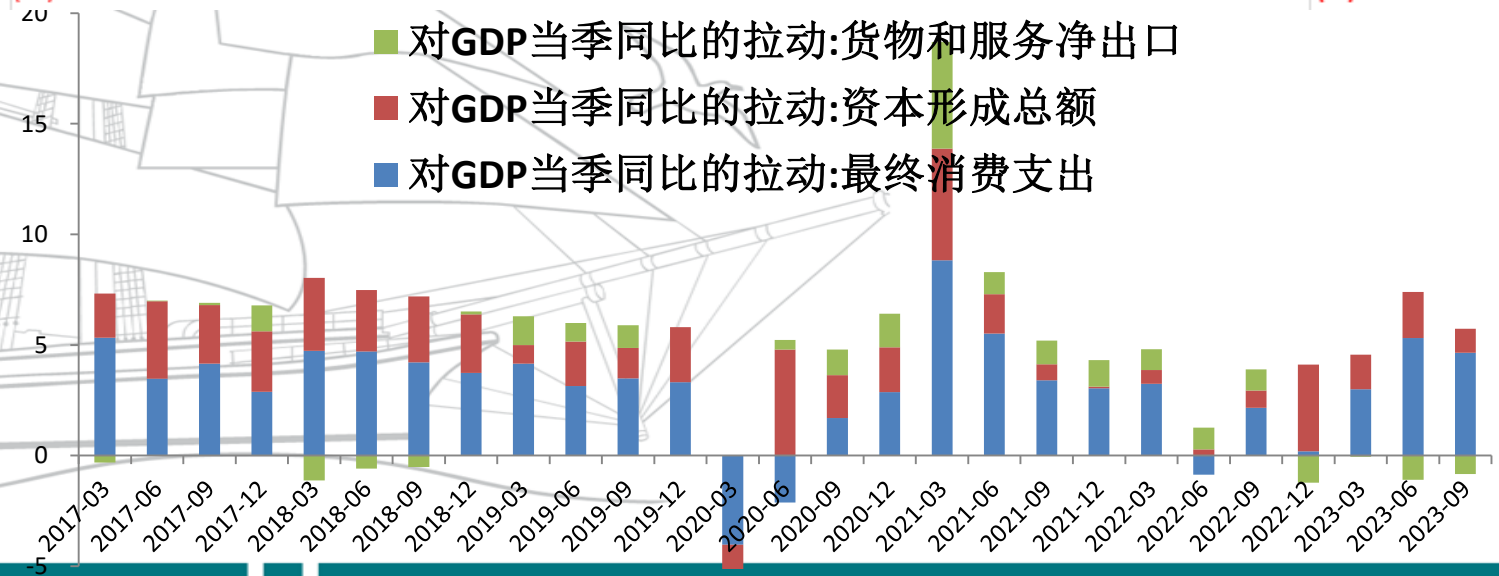
中国经济数据概览（当月增速）



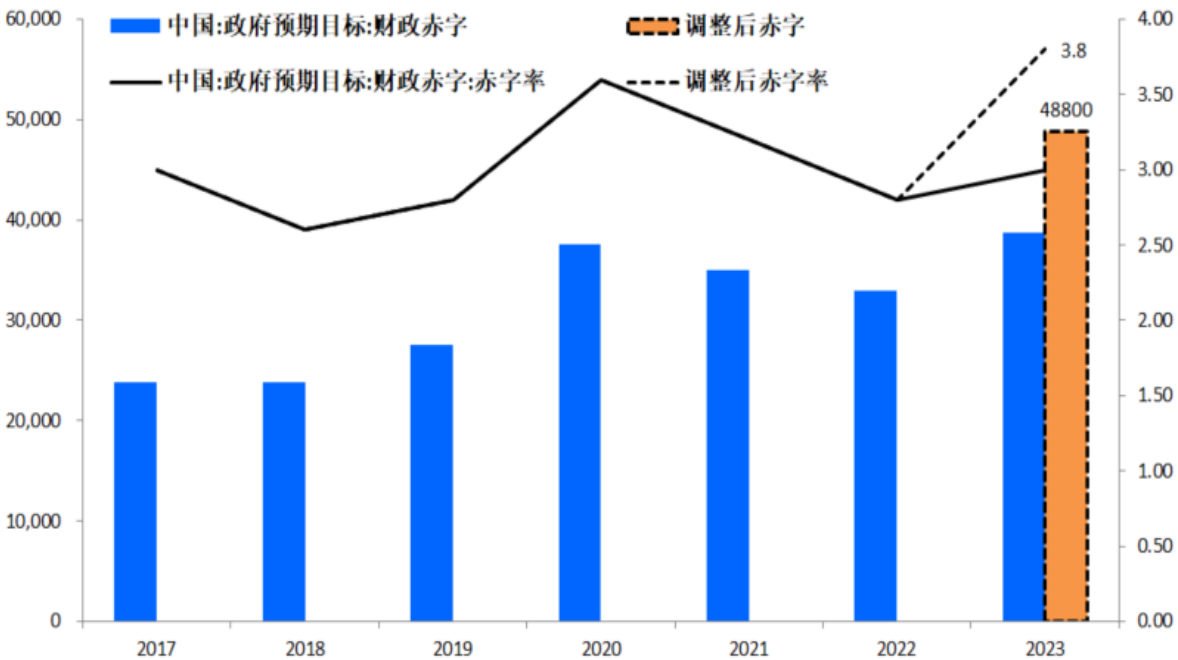
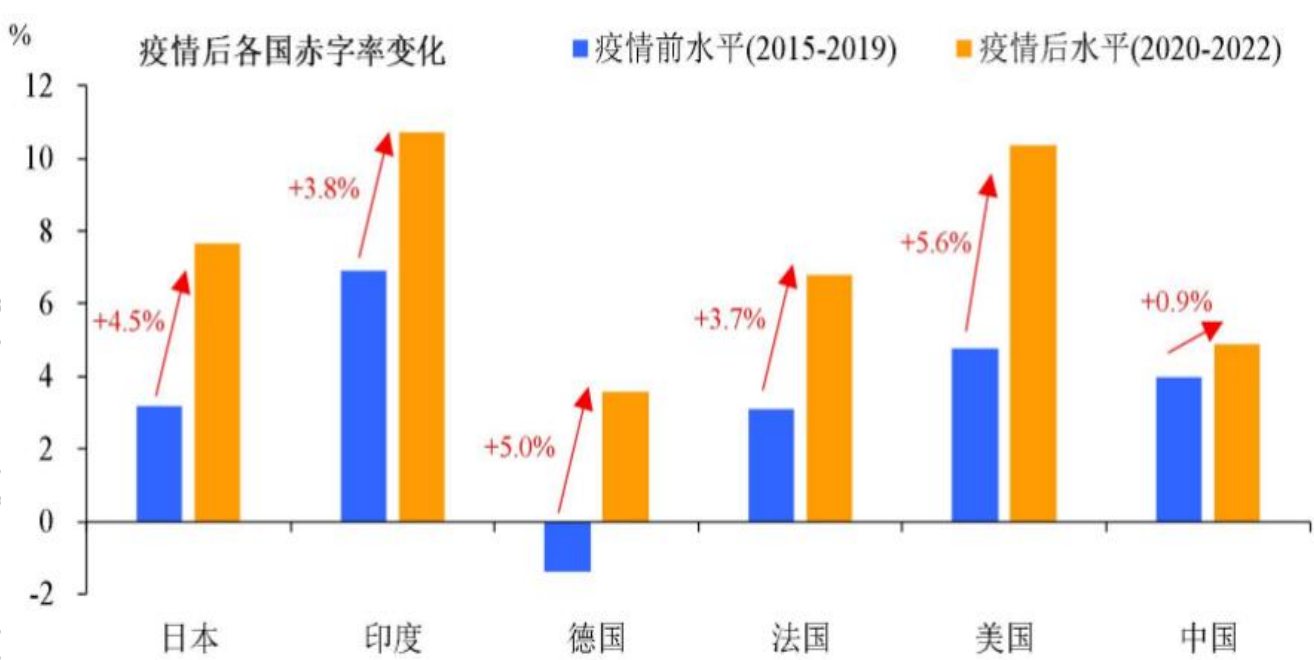
中国房地产分项数据概览（当月增速）



■ 对GDP当季同比的拉动:货物和服务净出口
■ 对GDP当季同比的拉动:资本形成总额
■ 对GDP当季同比的拉动:最终消费支出

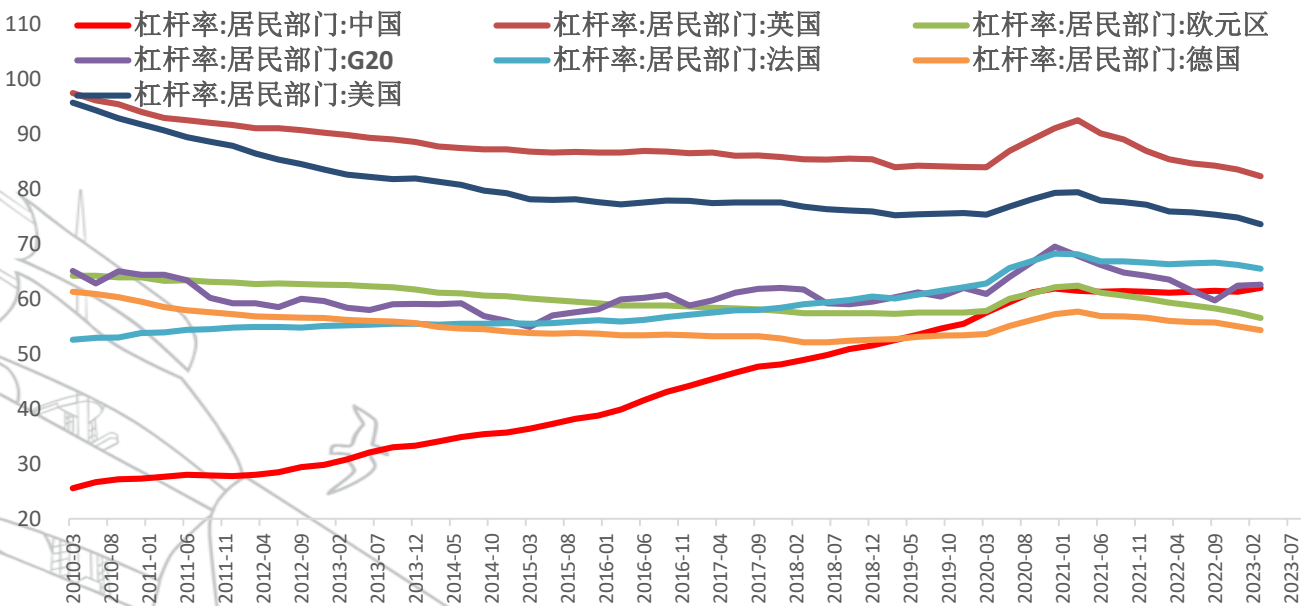


中国经济温而不暖：修复基础不牢固，政策发力空间再度打开

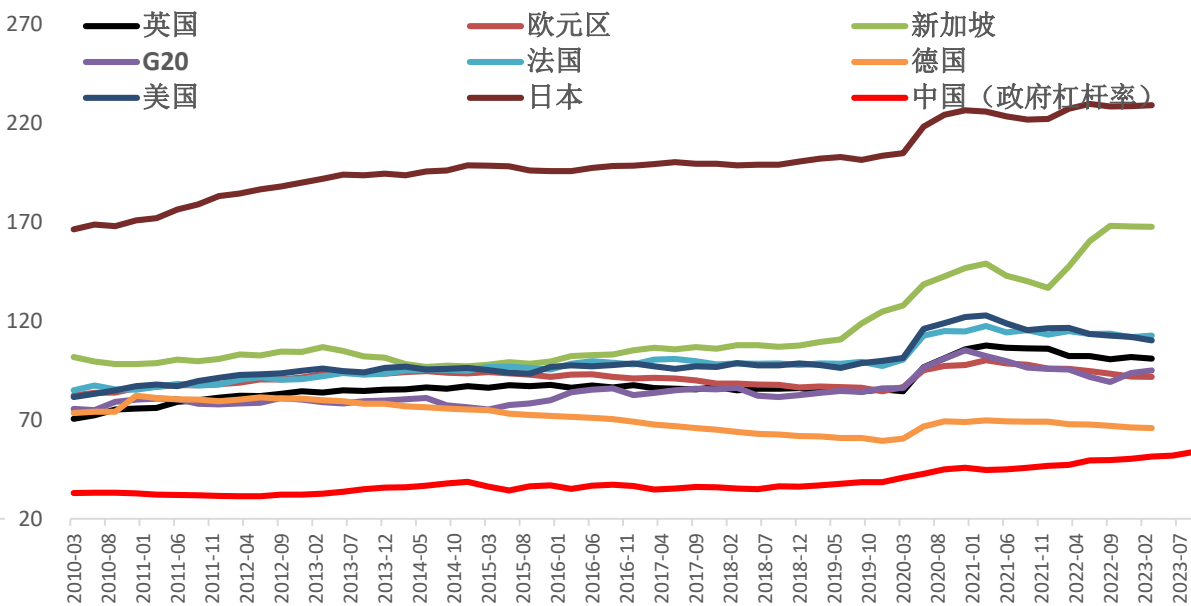
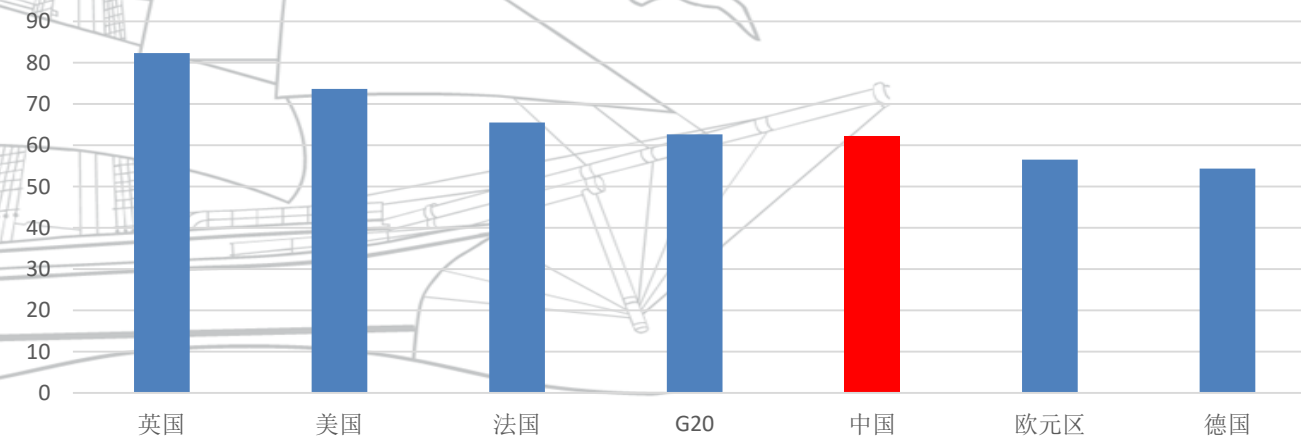


➤ 海外主要经济体的政策偏好明显从之前的“宽货币”转向了“宽财政”。疫情后主要经济体在货币政策上更加谨慎，但是财政上则明显更加“大方”，这背后的原因可能主要来自于两个方面：一方面，长期的宽松之后，货币政策的效果已经大打折扣；另一方面，对于国家安全和国际竞争的重视和强调，让主要国家政府放下了对于积极财政的“芥蒂”。赤字率突破了常规年份3%的约束、打开了政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。

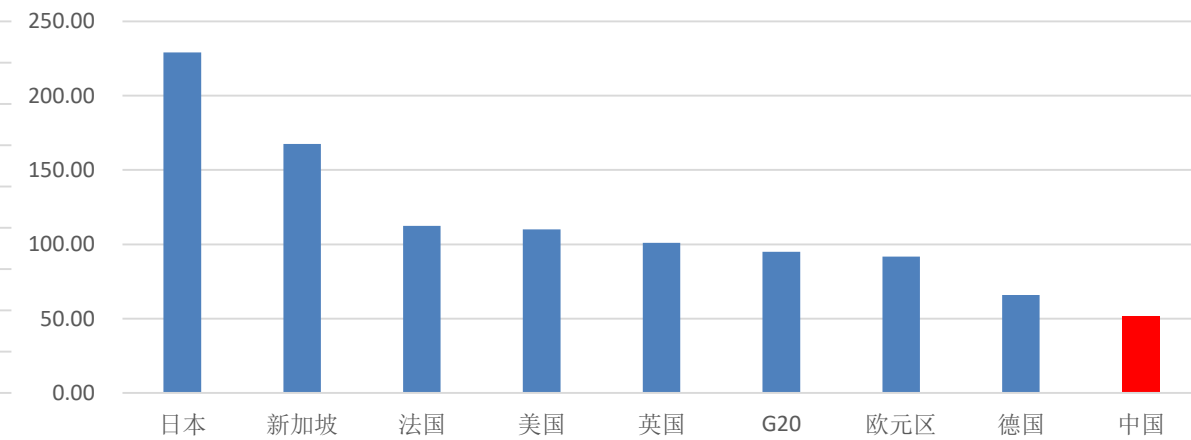
中国经济温而不暖：中国财政可能进入新时代



居民杠杆率

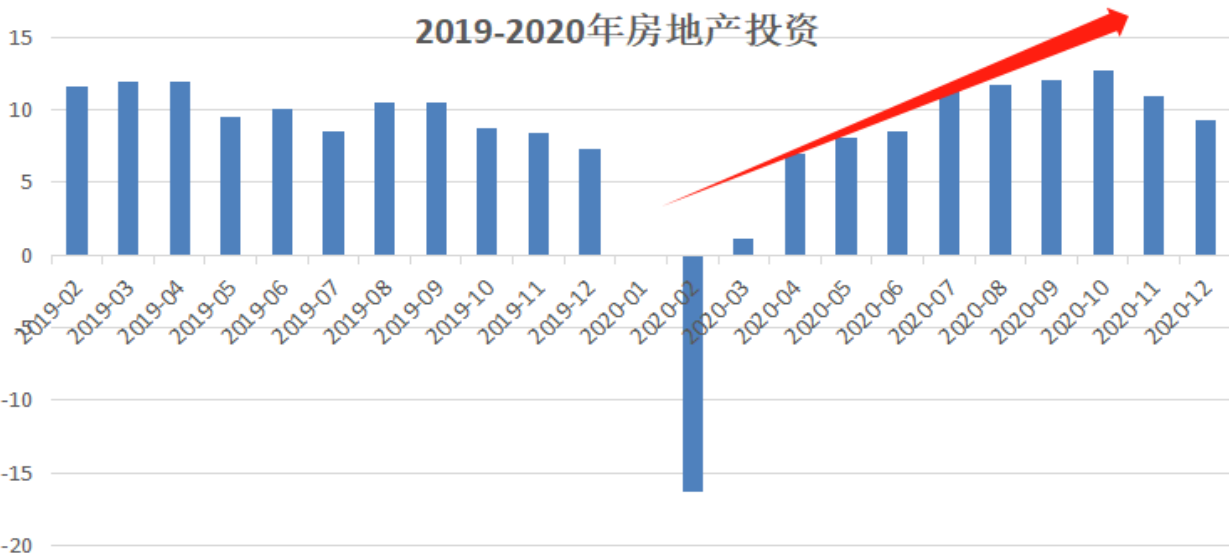


政府杠杆率

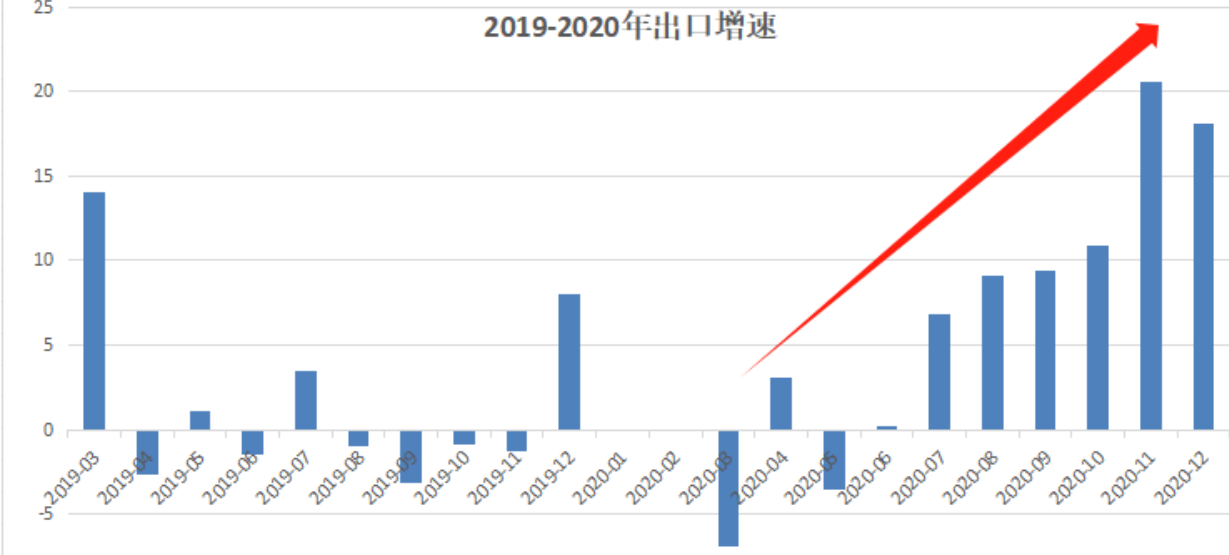


地产、出口决定中国经济与周期定位

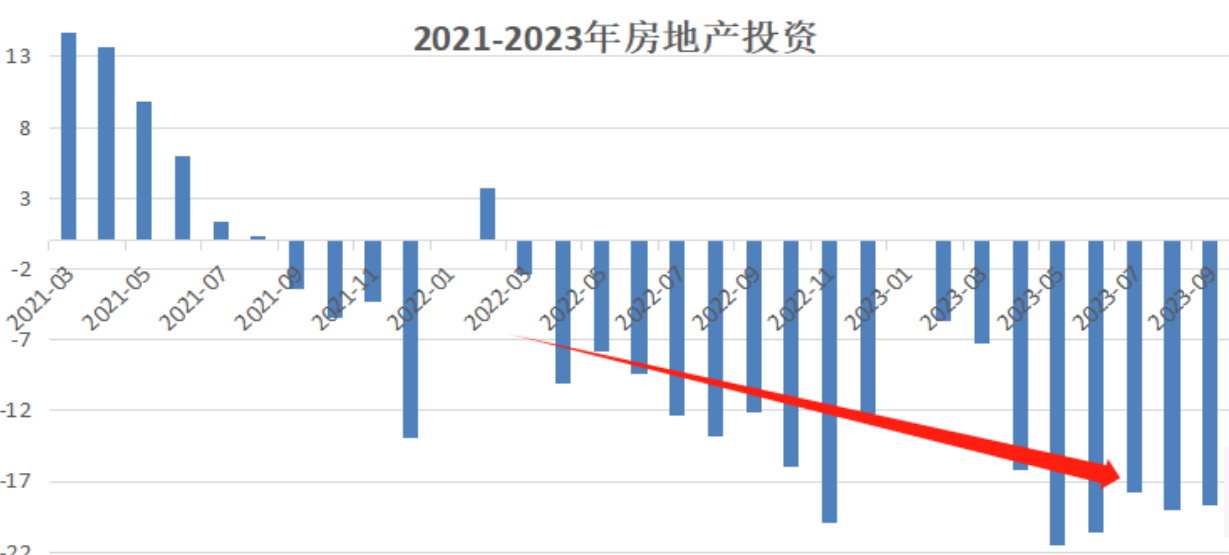
2019-2020年房地产投资



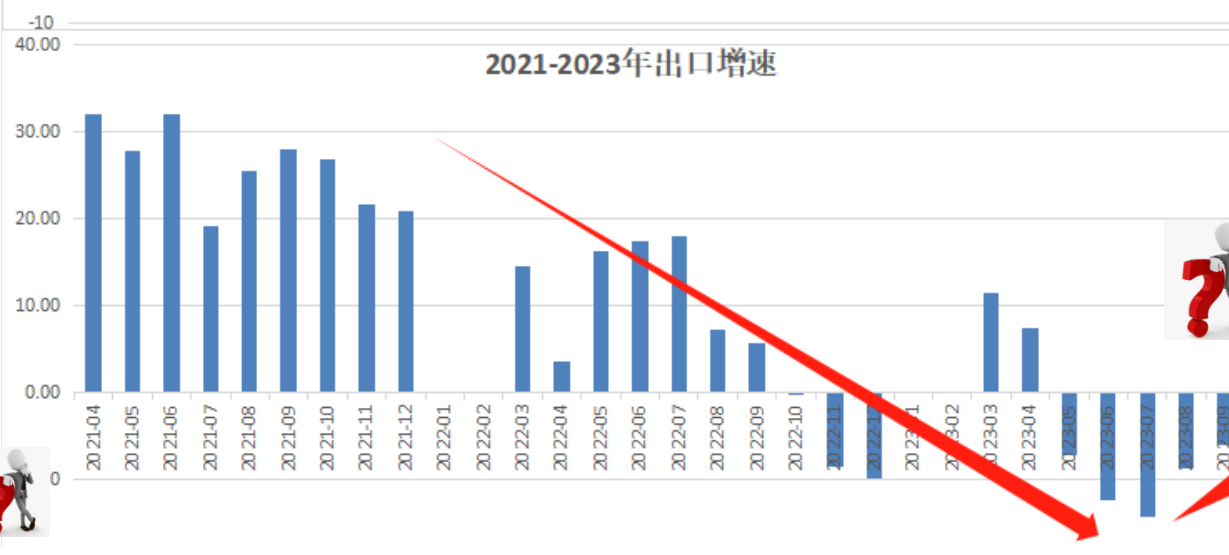
2019-2020年出口增速



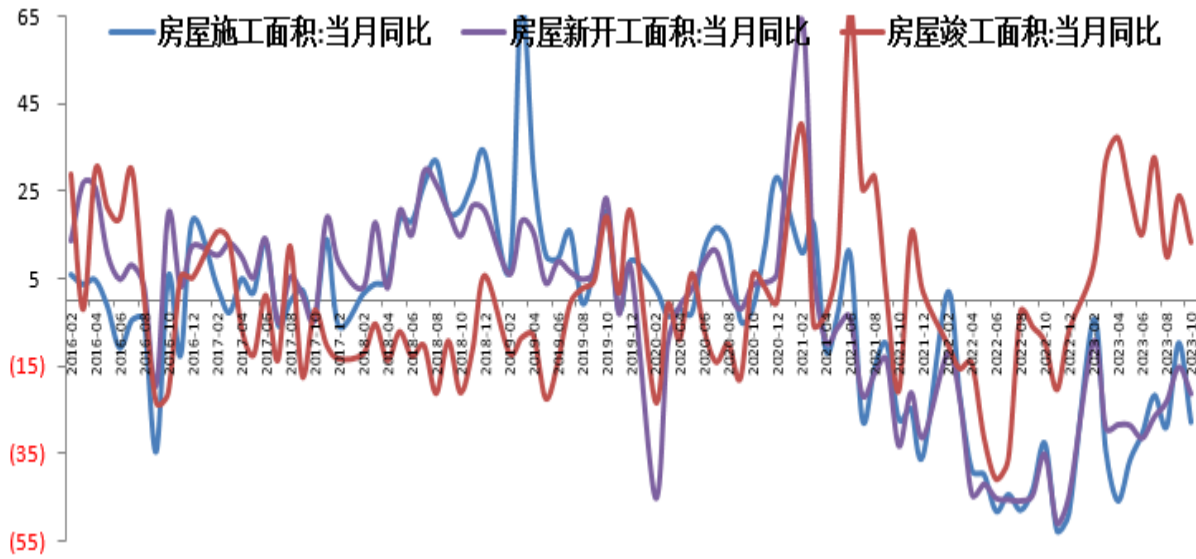
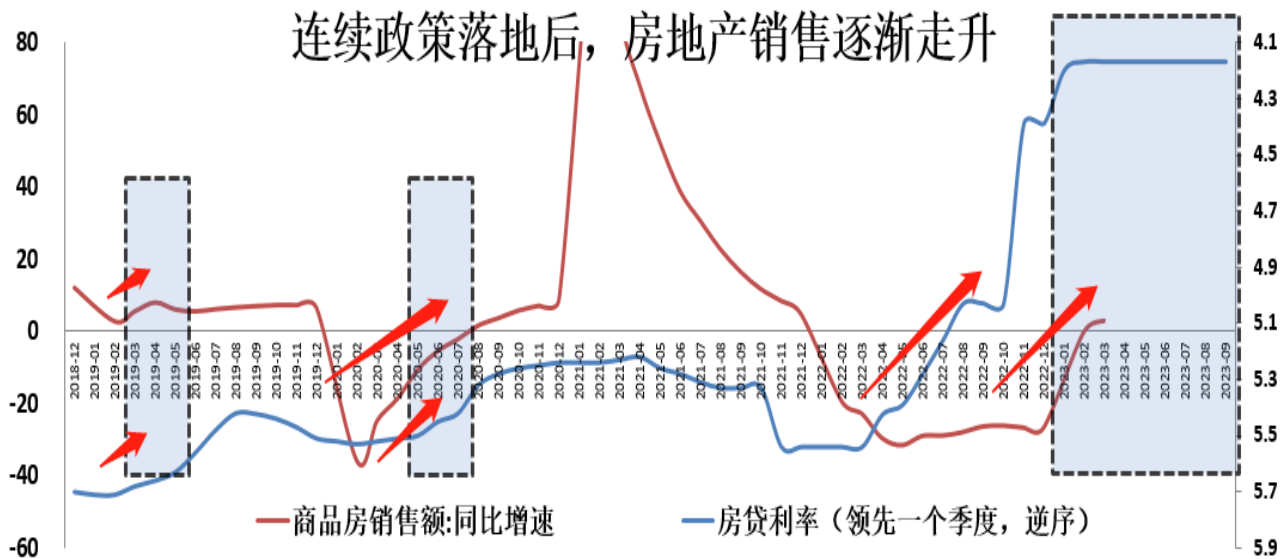
2021-2023年房地产投资



2021-2023年出口增速



政策效果渐显，销售、新开工已经好转，地产投资企稳指日可待

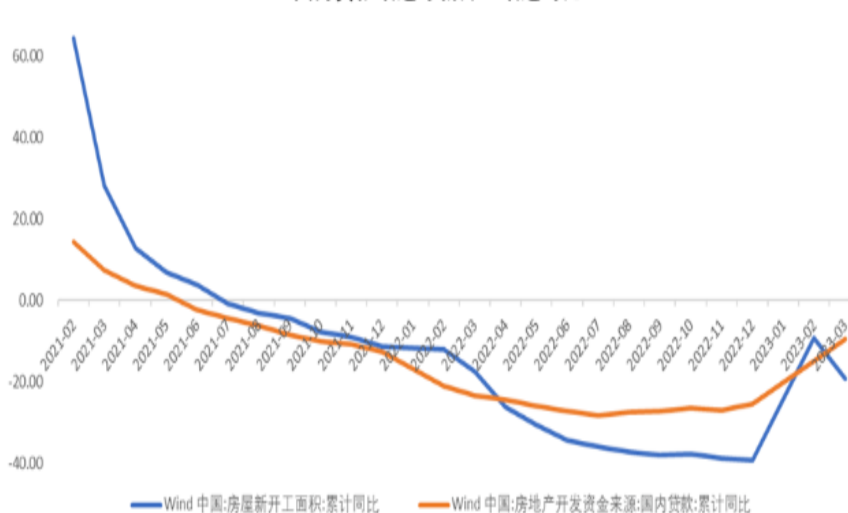


- 地产的开工端，对应整个宏观经济的上游，特别是钢铁、水泥等重要的周期行业。而地产开工端占整个固定资产投资的比例，也在25%左右。地产行业对GDP的拉动，其核心在于开工端。所以，当地产行业仅仅是销售开始修复，并未传导至开工端时，对整个经济的拉动作用也就有限。经济弱复苏
- 在当前的背景下，地产行业“需求收缩、供给冲击和预期转弱”的三重压力，只能说略有好转，需求端的爬坡比供给端更快，效果也更加明显。只有开工端真正改善，投向地产的信贷资金，才能够落实到实物资产上，很多企业原本“销售下降-拿地收缩-施工不顺-交付压力”的恶性循环才会被打破。

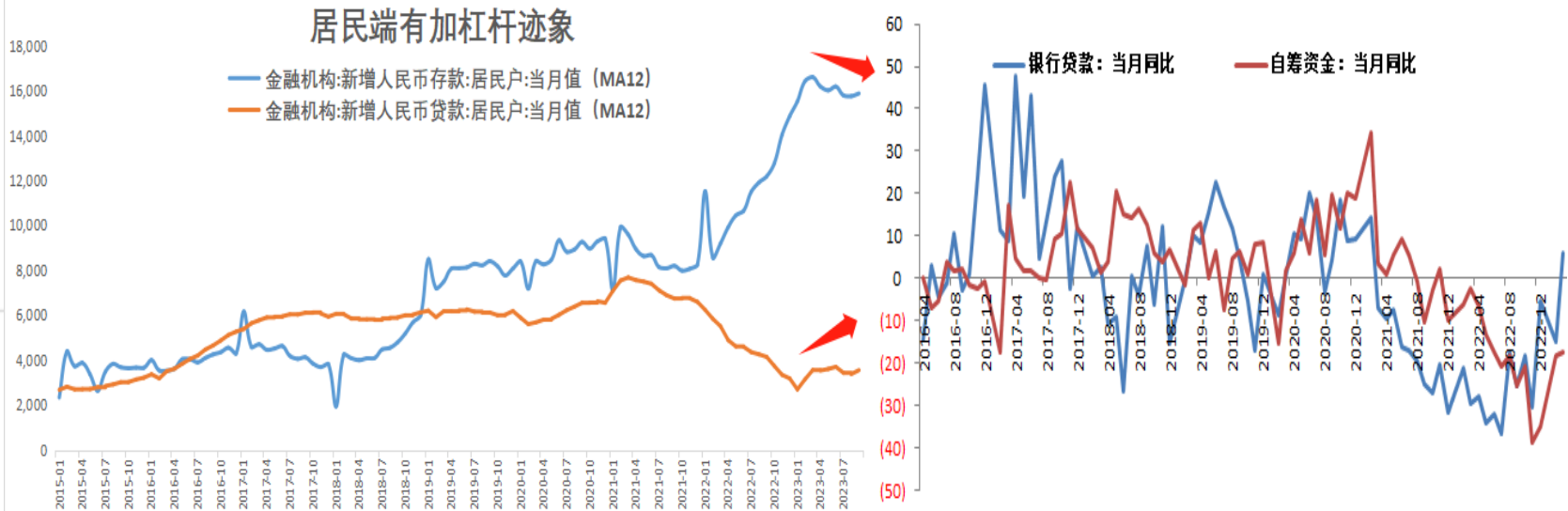


政策效果渐显，销售已经好转，地产投资企稳指日可待

国内贷款增速与新开工增速对比

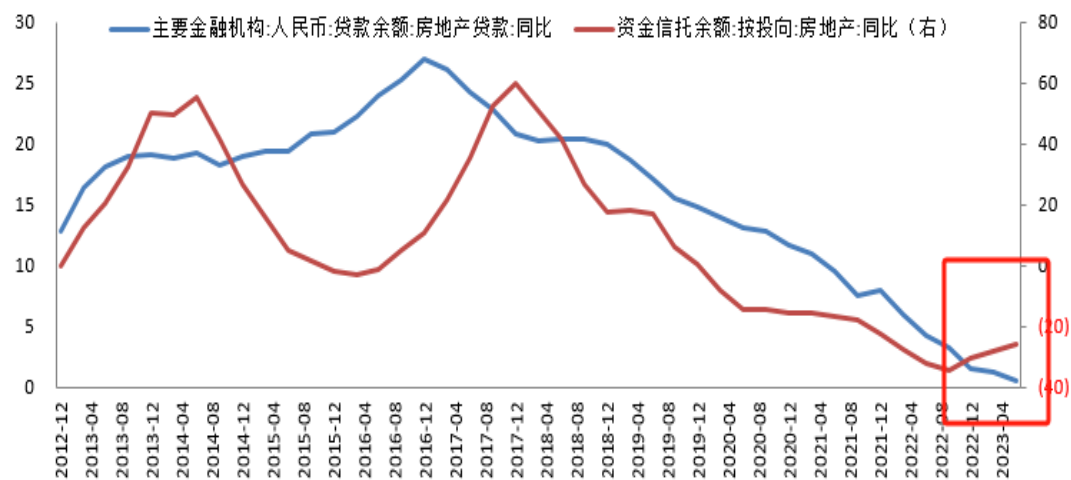


居民端有加杠杆迹象

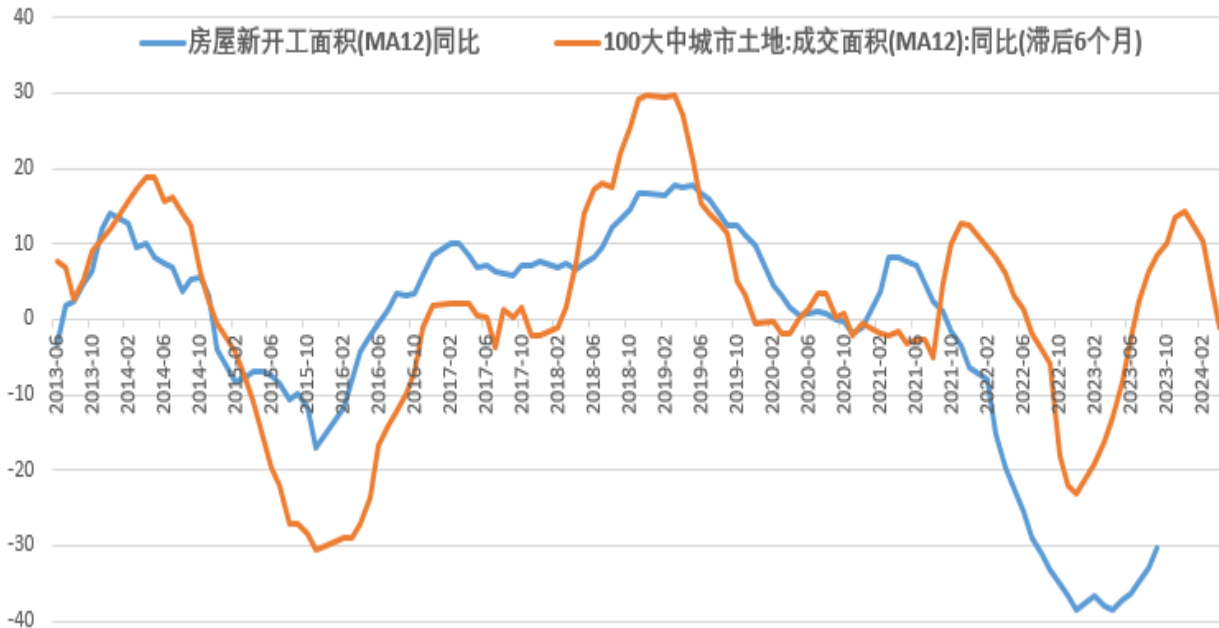


- 进入2023年，土地购置费和新开工表现都有一定改善。
- 通常开工端是靠资金端支持的，只有资金端稳定，开工的表现才能改善。随着去年年底三支箭政策的影响，地产行业的外部资金来源趋于稳定。9月住户贷款增量占人民币贷款增量的比重为37.16%，明显高于前三季度住户贷款增量的平均占比19.49%。
- 去年10月开始，受地产融资支持政策影响，开发贷增速开始企稳，新开工也在今年以来同比跌幅在持续收窄。在房地产政策持续发力后，包括一线城市的先放不限贷，市场预期趋于回升，居民有加杠杆的迹象。地产企稳快了

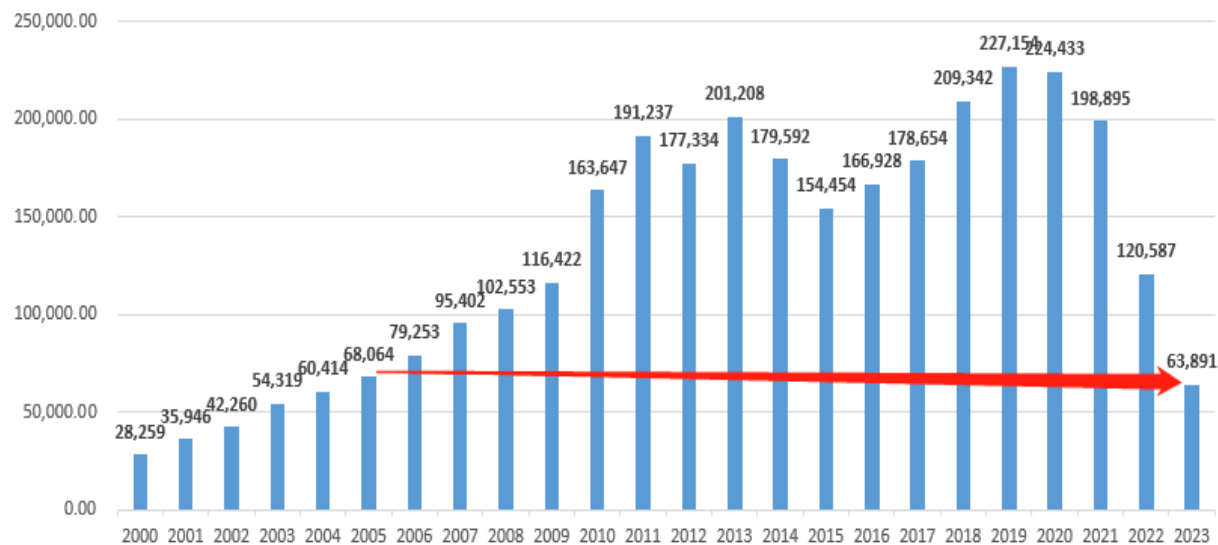
房地产外部融资有改善



新开工同比确认见底



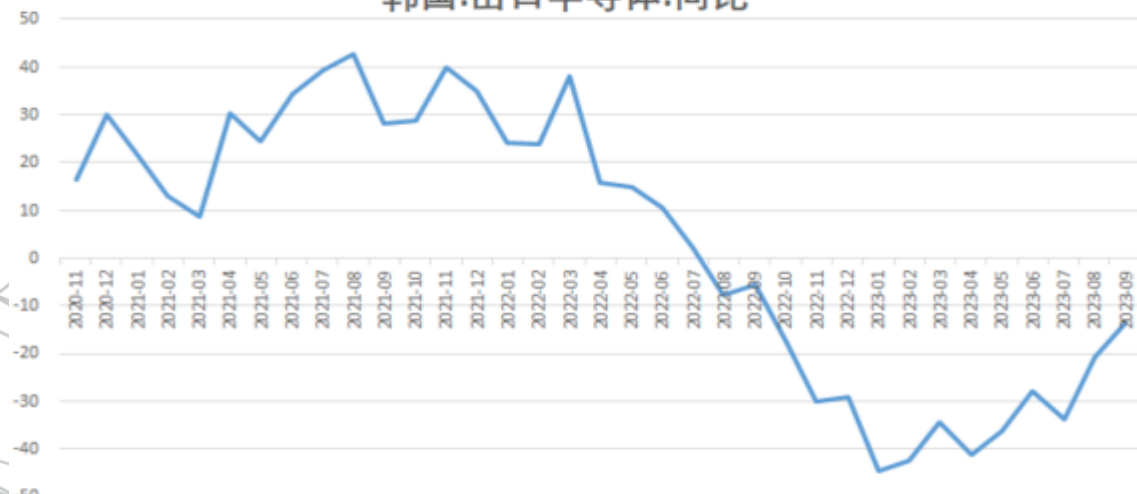
中国房屋新开工面积已经降至相对低位



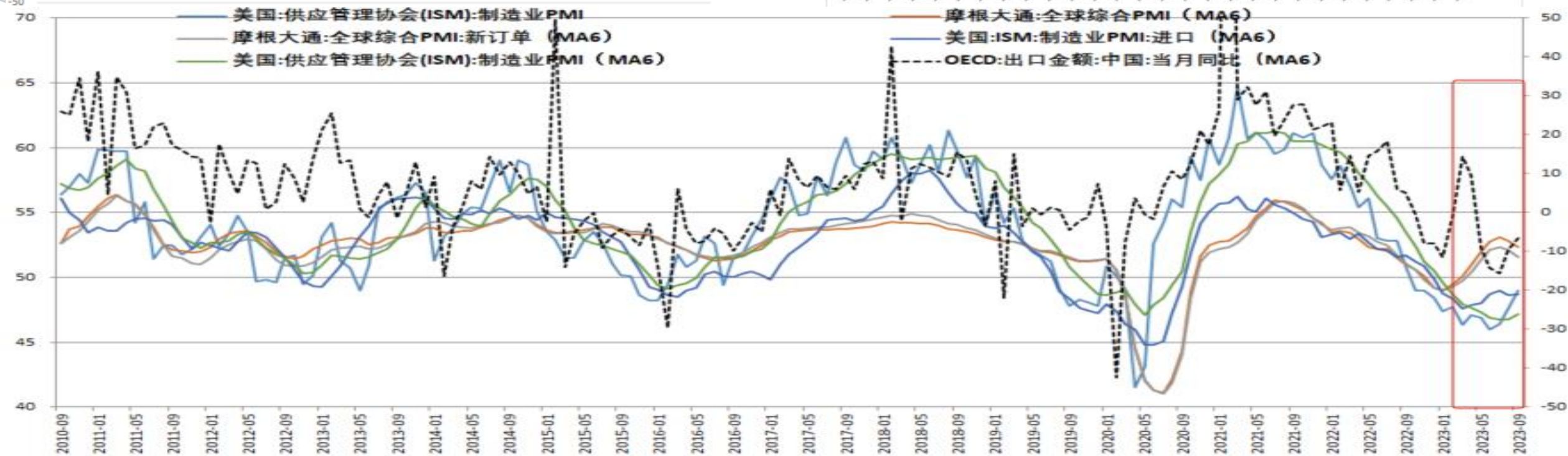
- 从新开工看，房地产对实体经济的短期拖累或趋弱。2023年1-9月新开工面积同比下降33%，假定全年都为这一增速，2023年新开工降至9.1亿平方米，已低于2007年水平。从领先指标看，房地产新开工面积同比或将筑底回升。

海外需求的有韧性，中国出口超预期修复，出口拖累减弱

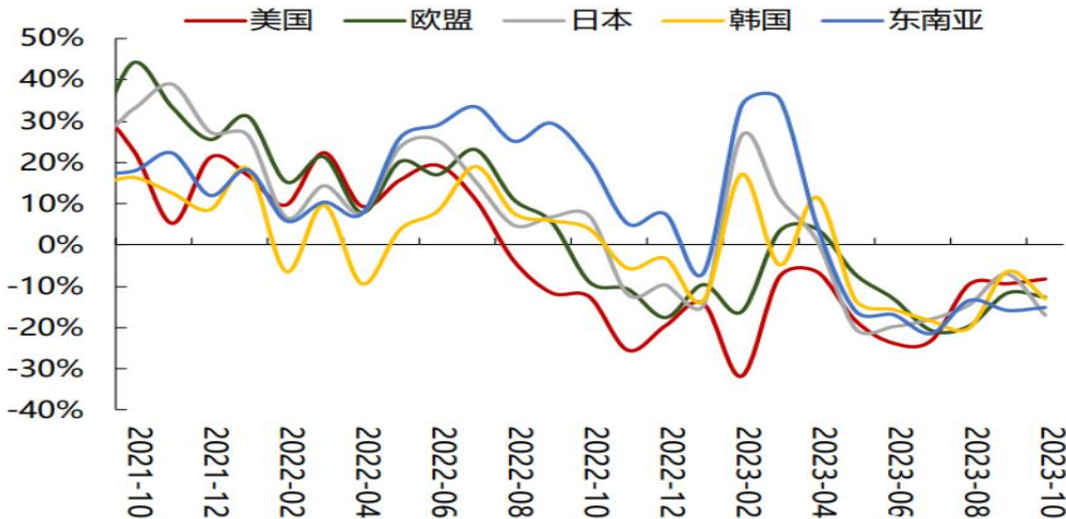
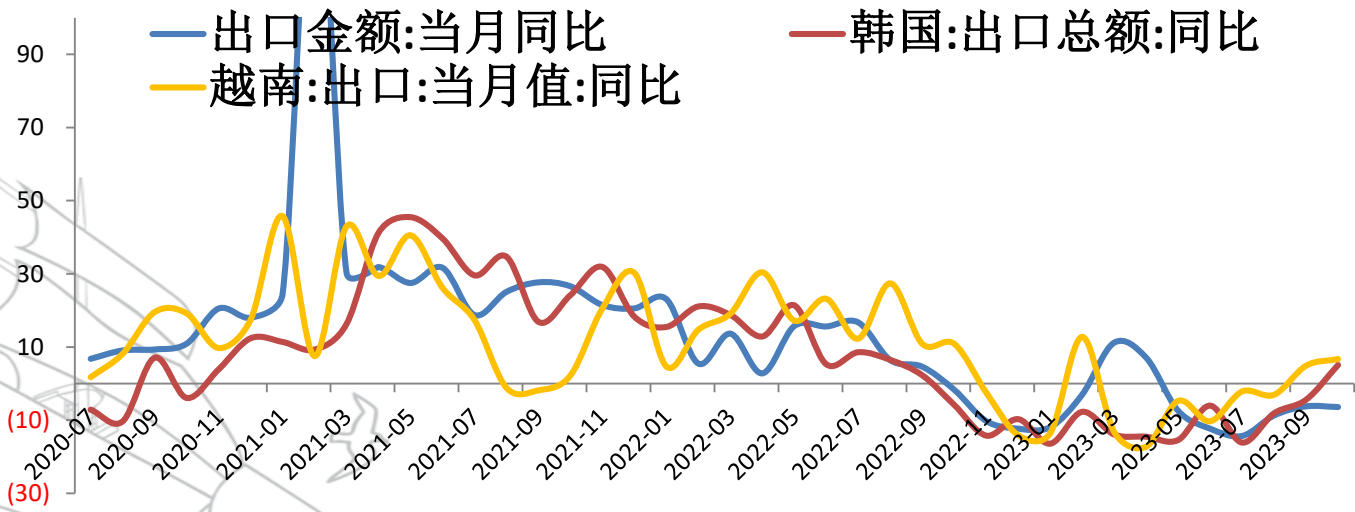
韩国:出口半导体:同比



集装箱运价指数



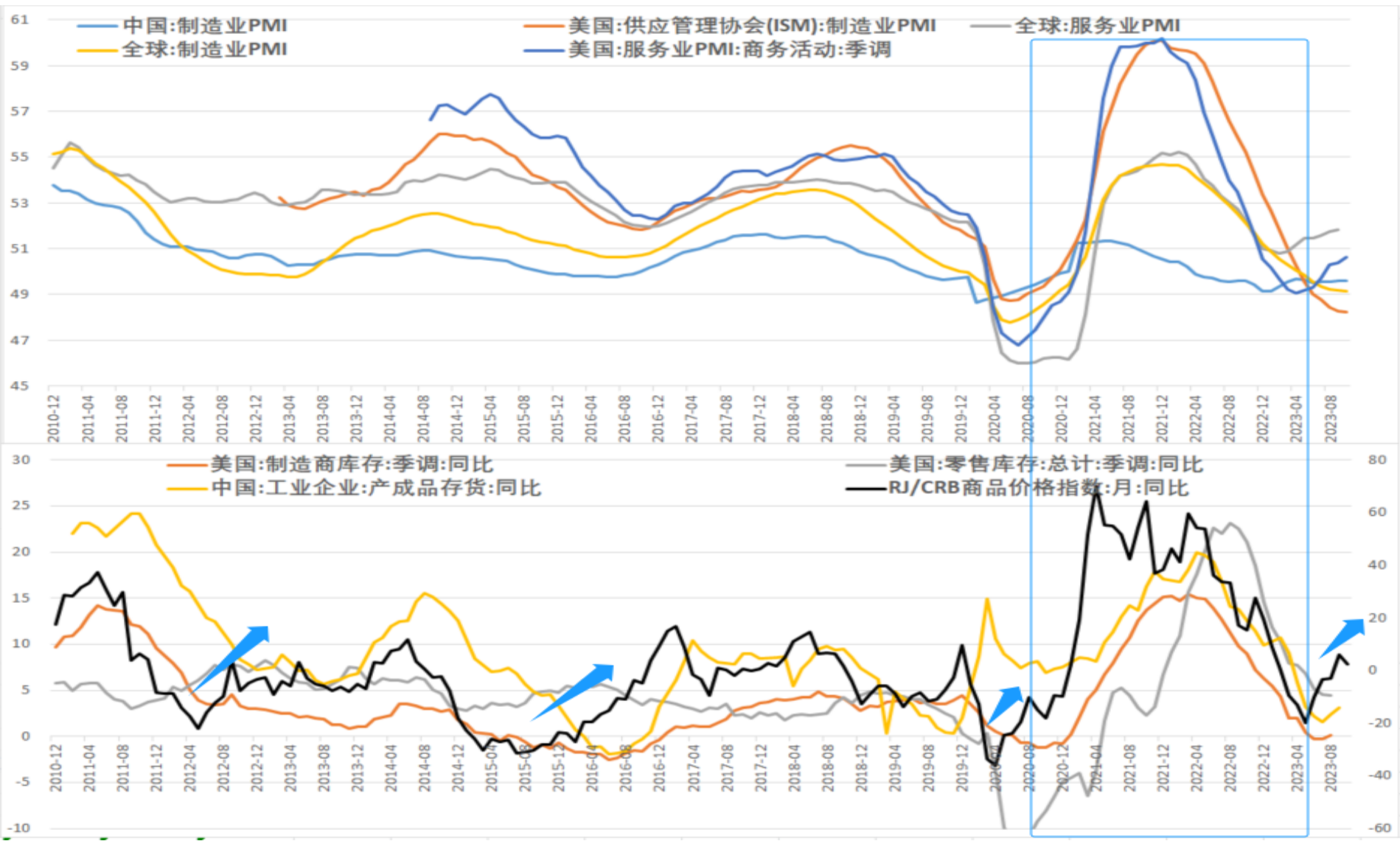
出口增速年内可能转正



制造业PMI	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	制造业PMI
全球	48.7	49.0	49.1	48.8	全球
中国	49.3	49.7	50.2	49.5	中国
美国	46.4	47.6	49.0	46.7	美国
英国	45.3	43.0	44.3	44.8	英国
欧元区	42.7	43.5	43.4	43.1	欧元区
德国	38.8	39.1	39.6	40.8	德国
法国	45.1	46.0	44.2	42.8	法国
日本	49.6	49.6	48.5	48.7	日本
韩国	49.4	48.9	49.9	49.8	韩国
泰国	50.7	48.9	47.8	47.5	泰国
越南	48.7	50.5	49.7	49.6	越南
马来西亚	47.8	47.8	46.8	46.8	马来西亚
印尼	53.3	53.9	52.3	51.5	印尼

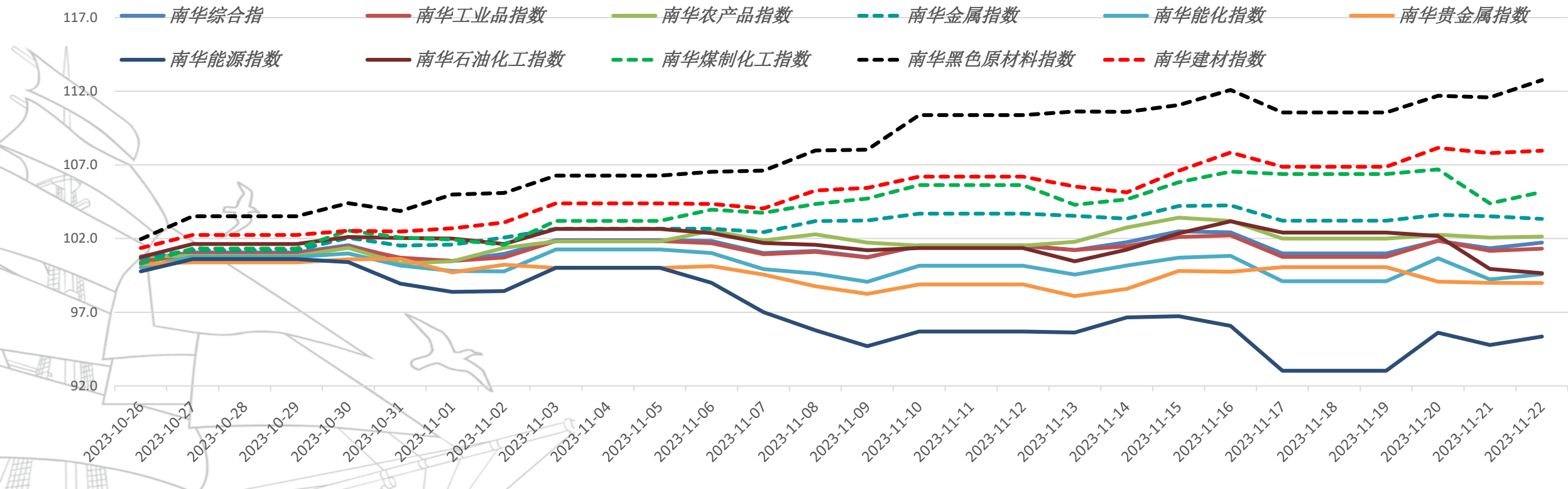
- 2023年10月，虽然基数较9月下行，但我国出口同比降幅扩大，不及市场预期，主因在于生产端受假期扰动。进口方面，在价格企稳、需求回暖共同推动下，10月进口同比转正，好于市场预期。
- 四季度出口增速有望转正。一是，四季度出口低基数效应持续，将继续支撑出口同比增速回升。二是，四季度PPI同比增速预计将延续弱修复态势，价格因素对出口增速的拖累有望缓解。三是，从10月韩国、越南出口情况来看，全球外需并未出现明显下行，在短期扰动因素消退后，我国出口仍有望继续回暖。

当前海内外库存周期与大宗商品价格



- 大宗商品价格受到多方面的影响，其中供需决定大宗商品价格走势，库存是供需的结果。当库存进入过高和过低的区间就会放大供需矛盾，对价格产生较大的影响。
- 从库存周期来看以往大宗商品价格转势都伴随着中美库存周期的回落，大宗商品价格指数略微领先库存周期。

10月24日以来大宗商品指数走势（10月24日为基期100）



➤ 海外扰动暂时消除，中美关系暂时缓和有助于发展国内经济；国内方面，房地产“三大工程”（保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“）相关部署将加快落地；政策空间再度打开以扩大内需：赤字率突破了常规年份3%的红线约束、打开了未来政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。赤字将明显提升……

- 2023年以来，海内外经济形势均存在较大的预期差，海外弱而未衰，国内温而未暖，导致资产价格产生了一定的波动，包括人民币的贬值；
- 全球面临四大趋势：地缘政治格局的重塑；全球供应链面临重构；海外滞胀短期恐难消除，趋于长期化；高利率（紧缩）维持更长时间；
- 美联储再度暂停加息，种种迹象表明本轮加息周期已经结束，市场已经走在了美联储的前面，市场已经开始定价未来联储的降息，降息时点以及降息幅度可能是未来最大的不确定性，也将是后续市场波动的关键；
- 美元大周期转向，但美国经济依然表现的韧性令市场从通胀逻辑转向经济逻辑，欧洲经济弱于美国，仍对美元形成一定的支撑；美元以及美债收益率拐点基本已经确认；
- 国内经济向好的趋势没有改变，只是快与慢的区别；拖累主要是地产和出口：地产以及出口依旧决定未来中国经济修复斜率；万亿国债政策出台预示着国内政策空间再度打开：赤字率突破了常规年份3%的红线约束、打开了未来政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。扩大内需下，中国财政赤字可能会提升到3.5%左右，专项债可能增至4-4.5万亿。
- 商品方面，新的亮点突出变现在新能源等领域的带动，以及中国的外汇资产的多元化配置，中国对外依存度较高的商品是一种替代，看好有色中铜等品种；
- 黑色长期受制于地产需求的压制和需求走弱，但供给端故事较多，包括矿产供给端以及平控下的成材供给端，行情阶段性特征明显；
- 农产品仍有天气因素影响，是值得关注的焦点。

总体来看，从大类资产投资角度分析，商品投资在当下具有大类资产投资的比较优势。顺序：黄金>有色>农产品
>黑色/化工

李明玉 执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

创新服务 价值共享

一切为了提升客户盈利能力
一切为了优秀员工持续成长

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号**32090000**）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。