



欧元区降息预期升温，美元指数续创新高

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024年中期宏观经济展望:

虚云散尽见真章，厚积薄发待春雷

2024年宏观经济展望: 行稳

方致远，温和渐进修复

国联期货宏观9月展望: 内

生动能亟待改善，政策加码

正当时

宏观专题: 透过金融数据探

寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

## 1. 本周宏观观察

### 1.1 10月中国财政收支延续改善

10月中国财政数据显示财政收支两端均迎来明显修复，其中广义财政收入累计同比增速较上月回升0.9个百分点至-4.7%，广义财政支出累计同比增速为1%，自今年2月以来首次转正。从10月单月表现来看，广义财政收入同比增速转正，广义财政支出同比增速较9月的12.6%进一步走高至20.4%。财政收支细分项中同样有几点值得关注：

#### (1) 税收收入同比年内首次转正

10月国内税收收入增速转正至1.8%，主要贡献项为消费税。10月消费税同比增速由负转正至10.2%，这与10月社零分项中的限额以上烟酒、金银珠宝、化妆品、家电和音响器材类、体育和娱乐用品类零售额同比增速显著回升相互印证，表明以旧换新政策的效果释放和双十一促销前置切实改善了商品零售，进而推动了消费税的超预期上升。

#### (2) 土地出让收入边际改善

10月政府性基金收入同比降幅收窄至-10%，较9月进一步好转，主因国有土地使用权出让收入同比增速降幅延续收窄至-10.5%。同时，与地产相关的五项税收收入加总后同比增速较9月的-0.5%转正至2.4%，或印证受前期地产增量政策催化，近期地产需求出现边际回暖。11月13日财政部发布提升契税优惠面积标准，在此背景下，北上广深先后宣布取消普宅非普宅标准，有望进一步边际改善居民购房负担能力，后续需重点关注专项债用于收购闲置土地政策的具体落实等。

### 1.2 中国出口退税政策调整：减轻财税压力&加快中低端产能出清

近期，财政部、税务总局第15号公告决定取消铝材、铜材以及部分油脂产品退税，同时将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品的出口退税率由13%下调至9%。

出口退税政策允许出口企业在出口商品时，退还或免征其生产、采购过程中已经缴纳的增值税、消费税等间接税。这项政策的主要目的是降低出口商品的成本，提高其在国际市场上的竞争力。出口退税包括出口货物退还增值税和营业税改征增值税

出口退税，退还给出口企业的资金完全由中央财政承担。

**本次出口退税政策调整背后或有几方面考量：**一是出口退税本质是以国内财政收入补贴海外消费者，在 2025 年全球贸易摩擦大概率升级的情形下，**通过补贴出口企业以获得更大出口份额的策略效益递减**；二是大规模退税和地方给予出口企业的**额外补贴也容易造成行业产能过剩和利润承压**，不利于产业长期健康发展。

因此当前逐步取消特定商品出口退税，或可视为国内经济转型的体现之一，其潜在积极影响主要体现在以下几个方面：

### **(1) 缓和国内财税压力与增强民生福祉**

10 月数据显示中国财政收支两端均有明显修复，但不可否认，随着土地财政退坡，广义财政收入增长仍显乏力，中国财政收支矛盾依然较为突出。因此降低或取消部分商品出口退税，能减轻国内财政负担，为广义财政发力、增加本国居民福利腾挪空间。

### **(2) 促进国内供给侧优化升级**

长期以来，受出口退税、地方政府补贴等因素影响，国内部分行业如光伏、电池等存在不少对出口退税依赖程度高、自身盈利能力较差的企业。因此降低或取消部分出口退税进一步释放了供给侧优化的信号，有助于加快相关领域中低端产能出清，增强龙头企业盈利能力，推动产业结构向高端化、集约化转型。

**(3) 降低或取消部分出口退税有利于缓解中国与欧美等国家间贸易摩擦，推动经贸关系稳定。**

同时，从历史上相关经验来看，随着中国出口产品竞争力的提升，适时、适度的出口退税政策调整并不会削弱中国企业的出口竞争力，反而能够促使企业在更公平的市场环境中锻炼内功，实现高质发展。

## **1.3 美元指数续创新高**

美元指数在经历了连续三天的调整后，于 11 月 20 日重新回到上升轨道。11 月 22 日，欧元兑美元跌破 1.04 关口，美元指数站上 108 关口，创下 2022 年 11 月以来新高。

从美国内部影响因素来看，本周美元指数的走强主要是由于三方面原因：首先，本周特朗普拟任命鹰派内阁人选引起市场波动，拟任命的财政部长凯文·沃什在过去十年中始终是强势美元的坚定拥护者，因此相关决策强化市场强美元预期；第二，美

联储官员再度释放“鹰派”信号；美联储理事鲍曼呼吁对进一步降息持谨慎态度，因为通胀进展已放缓，理事库克也指出美联储应随时间推移逐步过度到中性政策立场；第三，11月16日当周美国初请失业金人数创4月27日当周以来新低，强劲的就就业数据进一步增强市场对12月暂停降息和2025年降息步伐放缓的预期。

从外部因素来看，欧元作为美元指数最大权重。11月欧元区服务业与制造业PMI双双进入萎缩区域，新订单连续六个月下降且降幅持续扩大，企业信心降至一年来最低，欧洲央行宽松预期提升。欧元兑美元跌破1.04关口，为2022年以来首次。短期来看，在地缘政治风险、欧洲内部国家（德国）政坛动荡、降息前景和能源价格等问题的影响下，欧元仍有下探可能，助推美元走强。

此轮美元指数上涨更多的是建立在特朗普政府对财政刺激、关税、放松管制等一系列政策预期之上的，目前市场焦点仍围绕特朗普任前相应动作，美元指数总体处于偏强态势。

黄金方面，由于俄乌紧张局势进一步升级，使得市场避险情绪有所升温，金价止跌全面回升，Comex黄金在经历了一周的回调后实现“五连涨”。短期来看，俄乌、朝韩等地缘紧张局势大概率仍将延续，避险需求推升下黄金价格仍将维持高位；同时，来自特朗普当选的强美元预期仍会对黄金价格形成一定抑制，金价保持高位震荡概率较大。

## 2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>一年期、五年期 LPR 均维持不变。</b> 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别维持在 3.1% 和 3.6% 不变。</li> <li>● <b>本周货币投放：</b> 本周，中国央行共开展 18682 亿元逆回购操作，因本周共有 18014 亿元逆回购操作到期，因此本周实现净投放 668 亿元。</li> </ul>
财政	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>财政部：正在制定提前下达部分 2025 年新增专项债券限额工作方案。</b> 国务院在每年第四季度确定并提前下达下一年度部分新增地方政府债务限额的具体额度。目前，财政部正在制定提前下达工作方案，更好保障重点领域重大项目资金需求，发挥政府债券资金对经济回升向好的重要作用。</li> <li>● <b>9 地再融资专项债发行规模将近 5000 亿元。</b> 目前已有 9 地公告拟发行及已发行再融资专项债券置换存量隐性债务，分别是河南、江苏、青岛、浙江、宁波、贵州、大连、湖南、辽宁。多地发行的再融资专项债券发行期限明显拉长，且主要以经济发达地区为主。</li> <li>● <b>10 月税收收入年内首次正增长，证券交易印花税大幅增长 1.53 倍。</b> 10 月全国一般公共预算收入同比增长 5.5%，增幅继续回升。其中，税收收入同比增长 1.8%，年内首次正增长，当月税收收入运行出现了一些积极变化：一是前 10 个月国内增值税降幅比前 9 个月明显收窄；二是个人所得税增长 5.5%，为 4 月份以来首次正增长；三是随着市场预期明显改善，股票成交额显著放大，带动证券交易印花税大幅增长 1.53 倍。</li> </ul>
消费	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>中央财办韩文秀：加快完善“想消费”“敢消费”“能消费”的政策环境。</b> 中央财办分管日常工作的副主任韩文秀在学习时报撰文称，加快培育完整内需体系。一方面，增强消费对经济增长的基础性作用，加快完善“想消费”“敢消费”“能消费”的政策环境。另一方面，更好发挥投资关键作用。</li> <li>● <b>商务部：将提前谋划明年的汽车以旧换新接续政策。</b> 目前全国汽日均补贴申请量持续保持在高位，受此带动 1-10 月全国报废汽车回收量同比增长超过 50%。下一步在继续落实好已出台补贴政策和系列配套支持政策的基础上，科学评估今年的政策成效，提前谋划明年的汽车以旧换新接续政策，稳定市场预期，并持续完善汽车相关政策，促进二手车放心、便利交易。</li> </ul>
房地产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>北上广深取消普宅非普宅标准。</b> 近日，财政部等三部门发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确了与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策。在此背景下，近日，上海、北京、深圳、广州四地先后宣布取消普通住宅和非普通住宅标准。</li> <li>● <b>百城二手住宅价格环比跌幅收窄。</b> 中指研究院数据监测，10 月百城二手住宅平均价格环比下跌 0.60%，跌幅较 9 月收窄 0.10 个百分点；同比下跌 7.27%。10 月，核心城市二手房成交量，业主议价空间缩小，百城二手住宅价格环比跌幅收窄。</li> <li>● <b>11 月 17 日的当周一线城市成交面积整体环比上涨 1.8%，同比上涨 43.34%。</b> 分城市来看，广州、深圳环比上涨，广州涨幅领衔为 32.5%；北京、上海环比有所下降。同比来看，一线城市整体同比上涨 43.34%，除上海小幅下降外，其余 3 城同比均上涨，其中深圳涨幅领衔，为 246.7%。</li> </ul>

数据来源：WIND、国联期货研究所

### 3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>特朗普或在就任后宣布美国进入紧急状态，利用军事手段驱逐非法移民。</b>特朗普过渡团队发言人卡罗琳·利维特（Karoline Leavitt）表示，特朗普将调动一切必要的联邦和州权力，对“罪犯、毒贩和人口贩子”实施美国历史上最大规模的驱逐行动。</li> <li>● <b>特朗普据悉有意让凯文·沃什担任财长后接任美联储主席。</b>据华尔街日报：知情人士透露，美国当选总统特朗普考虑任命金融家凯文·沃什（Kevin Warsh）担任财政部长，在鲍威尔美联储主席任期于 2026 年结束后，沃什可能被提名为美联储主席。过去十年中，沃什一直是自由贸易和强势美元的坚定拥护者，他还警告反对债务负担大幅增加，并支持美联储“保持独立性”。</li> <li>● <b>美国上周初请意外下降，至 11 月 16 日当周初请失业金人数录得 21.3 万人，为 2024 年 4 月 27 日当周以来新低，这表明在经历了上个月因飓风和罢工而突然放缓后，11 月的非农就业增长可能会出现反弹，而 11 月的非农就业报告可能会决定美联储在 12 月是否再次降息。</b></li> <li>● <b>美联储两位理事对通胀各抒己见，美联储理事鲍曼和库克就美国货币政策可能走向提出了截然不同的看法，鲍曼表达了对通胀的持续担忧，并倾向于谨慎地下调政策利率；库克则表达了对价格压力持续缓解的信心，目前价格压力主要集中在房地产行业。</b></li> </ul>	
	欧洲	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>欧洲央行预警，多个欧元区国家主权债务存在较高风险。</b>这些国家当前财政赤字较高，经济增长预期偏弱，国家政治局势存在不确定性。为应对以上不利局面，欧洲央行要求各国金融监管部门督促商业银行预留充足的存款准备金，并严格规范贷款审批的标准。</li> <li>● <b>欧元区制造业正进一步陷入衰退，服务业景气度超预期下跌。</b>欧元区 11 月制造业 PMI 初值录得 45.2，创 2 个月新低。欧元区 11 月服务业 PMI 初值录得 49.2，创 10 个月新低。欧元区 11 月综合 PMI 初值录得 48.1，创 10 个月新低。</li> </ul>
		地缘政治

数据来源：WIND、国联期货研究所

## 4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

<b>11.25</b> <b>星期一</b>	(待定) 中国 11 月一年期中期借贷便利 (MLF) 操作规模 (亿元) 及中标利率
	22: 00 美国 9 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比
<b>11.26</b> <b>星期二</b>	22: 00 美国 9 月 FHFA 房价指数环比 23: 00 美国 10 月新屋销售总数年化 (万户) 23: 00 美国 11 月谘商会消费者信心指数
<b>11.27</b> <b>星期三</b>	9: 30 中国 10 月规模以上工业企业利润同比 21: 30 美国第三季度实际 GDP 年化季率修正值 21: 30 美国 10 月核心 PCE 物价指数环比 21: 30 美国至 11 月 23 日当周初请失业金人数 (万人)
<b>11.28</b> <b>星期四</b>	3: 00 美联储公布货币政策会议纪要
<b>11.29</b> <b>星期五</b>	18: 00 欧元区 11 月 CPI 同环比
<b>11.30</b> <b>星期六</b>	9: 30 中国 11 月官方制造业、非制造业、综合 PMI

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600