

宏观周观点

2022年11月7日

非农就业偏强，加息是否边际放缓还需观察

宏观周观点 20221107

核心内容：

- **美联储加息可能边际放缓，利率终值还要提高：**11月2日，美联储 FOMC 会议在 9 月核心 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 3.75%-4.00%。会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12月将加息 50bps。而利率终值可能比 9 月会议经济预测中的 4.6% 更高意味着 2022 年 2 月可能进一步加息 50bps。我们三种假设中的基准假设是通胀粘性保持但不再超预期，美联储将在 12 月放缓加息至 50bps，达到 4.25%-4.75%，2023 年 2 月加息 50bps，达到 4.75% 到 5.00%；但要警惕严厉情况（5.25%-5.50%）。美联储在 12 月加息前还有两份通胀数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化。
- **非农就业超预期，工资-价格螺旋暂难缓和：**10 月新增非农就业 26.1 万人，明显高于 20 万人的市场预期；失业率回升至 3.7%，远低于 4.43% 的长期自然失业率。私人非农时薪同比增速 4.72%，环比增速 0.37%，由于基数抬升略有放缓，但环比上行压力仍存；劳动参与率回落 0.1 至 62.2%。同时 9 月份非农数据进行了修改，从 26.3 万人上调至 31.5 万人，本就偏强的私人部门非农就业实际增加 3.1 万人至 31.9 万人。从近几个月的劳动数据来看，劳动市场的供给侧问题并没有显著改善，职位空缺率的高位和 55 岁以上人群劳动参与率的低位都意味着工资还有上行空间。劳动市场的供给侧问题不是加息能解决的，美联储只能通过打击总需求而迫使企业减少雇员，从需求端使劳动力的供需平衡。其 9 月 SEP 中给出的 2023 年 4.4% 的失业率预期在这种情况下显得不切实际，而 5% 甚至以上的失业率更有可能，因此短期不能期待就业数据的下滑改变美联储的紧缩路径。
- **市场利率下行，美元高位回落：**本周短期流动性宽裕，公开市场投放 1180 亿，回笼 8550 亿，净回笼 7370 亿，主要是上周央行在资金紧张期加大逆回购投放力度后的流动性回收；市场利率出现回落，DR007 本周五依低于 7 天逆回购利率 36.29bps。经济恢复观察期债券收益率难明显上行。美元从高位边行走弱，人民币汇率回升。
- **猪价价格回落，大宗商品价格有所回升，高频数据较弱：**本周猪肉和蔬菜价格下行，菜价走低至历史正常水平。原油、煤炭和钢铁价格回升，库存继续下行但整体需求延续弱势。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

核心风险：疫情和防控政策超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	11月7日 (周一)	中国10月贸易帐-美元计价(亿美元), 进出口年率(%), 中国10月外汇储备(亿美元)
	11月9日 (周三)	中国10月CPI年率(%), 中国10月PPI年率(%)
	11月10日 (周四)	中国10月社会融资规模-单月(亿人民币), 中国10月M2货币供应年率(%), 中国10月人民币各项贷款余额年率(%)
欧洲	11月7日 (周一)	欧元区11月Sentix投资者信心指数, 德国9月季调后工业产出月率(%)
	11月8日 (周二)	欧元区9月零售销售月率(%), 法国9月贸易帐(亿欧元)
	11月9日 (周三)	---
	11月10日 (周四)	---
	11月11日 (周五)	德国10月CPI年率终值(%), 英国9月季调后商品贸易帐(亿英镑), 英国第三季度生产法GDP年率初值(%), 英国9月GDP月率(%), 英国9月工业产出月率(%)
美国	11月7日 (周一)	---
	11月8日 (周二)	---
	11月9日 (周三)	API和EIA原油与汽油库存变动
	11月10日 (周四)	美国10月CPI和核心CPI年率未季调(%), 美国截至11月5日当周初请和续请失业金人数(万)
	11月11日 (周五)	美国11月密歇根大学消费者信心指数初值, 美国截至11月11日当周全美钻井总数(口)
其他	11月11日 (周五)	---

目录

一、加息幅度可能边际放缓, 利率终值还要提高	3
二、非农就业再超预期, 工资-价格螺旋暂难缓和	4
三、市场利率下行, 美元高位回落	7
四、猪菜价格继续回落	9
五、大宗商品价格回升, 库存下行	11
(一) 原油价格上涨, 煤炭回升	11
(二) 钢铁价格小幅回升, 社会库存下行	12

一、加息幅度可能边际放缓，利率终值还要提高

11月2日，美联储FOMC会议在9月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.75%-4.00%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿为美元/月，流动性继续快速收紧。

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述仅有细微变化，主要包括（1）经济放缓更加明显；（2）通胀数据超预期；（3）劳动参与率较年初仅有微弱改善；（4）美联储更加关注货币政策对通胀和经济滞后的效果。第四点可以被理解为一个边际鸽派的信号，也即在通胀不连续超预期下，5%左右的利率终值可能已经够高，只是见效还需时间。

美国经济更快放缓：在金融环境紧缩下，房贷和其他利率的寻上行导致房地产相关的商业固定资产投资快速下行，制造业投资同样边际放缓；消费虽然放缓，但仍然受到名义工资上行、低负债和信贷的支撑，在前三季度维持正增长；出口的改善可能依赖能源品出口。总体上，投资已经对高利率做出反应，服务消费是货币政策打击的重点。

通胀方面，8、9月份的CPI和PCE价格指数连续超预期，核心支出粘性凸显，9月核心CPI更是创下6.6%的新高，是推动美联储考虑更高加息终值的最重要原因。通胀在年内仍会面临较大压力。（1）随着冬季到来，能源部分难以继续下滑，有反弹可能；（2）尽管商品下滑快，服务部分有名义工资接近5%的增速以及劳动力短缺的支撑，运输和医疗服务冬季显著走弱概率较低；（3）居住部分由于统计滞后（8-14个月），整体的上行将持续至2023年二季度。因此，通胀整体的更快下行可能要等到2023年一季度末非核心部分进入负增长。

就业方面，职位空缺率和失业率之比位于1.8的高位，粗略估算的劳动供给缺口仍接近500万人。美国PMI数据显示制造业和服务业下滑偏慢，因此需求年内还难以大幅下行。同时，供给再劳动参与率没有显著改善的情况下难以增加，这种格局下ECI反映的工资增速还在5%附近。诚然，就业对利率和经济的反应都是滞后的，但目前核心通胀走弱的先决条件就是失业率走高与工资增速下跌。失业率在上行至4.4%以上后就有望引起美联储重视，但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径，关键还是通胀。

最后，美联储强调了对货币政策在通胀和经济方面的滞后影响，这是新增的表述。近期部分委员已经表示了对过度加息的担忧，这表明尽管利率终值比9月SEP中4.6%的还要再提高，但5%在没有新因素推升通胀之下可能就是顶部，只是这种高利率对通胀和经济的打击还需要更长时间反映在数据上。

图 1：长期通胀预期较为稳定（%）

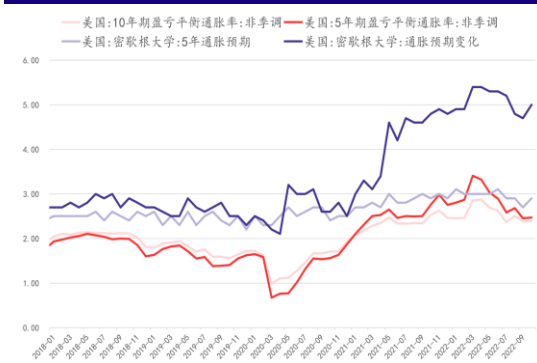
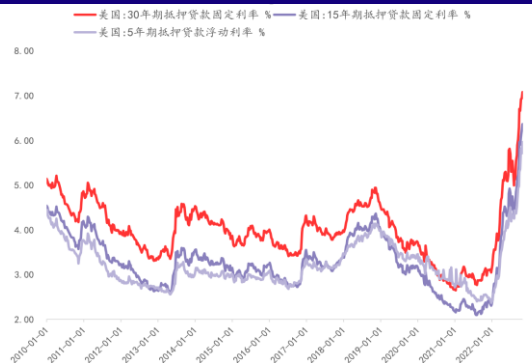


图 2：高利率率先打击房地产部门（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

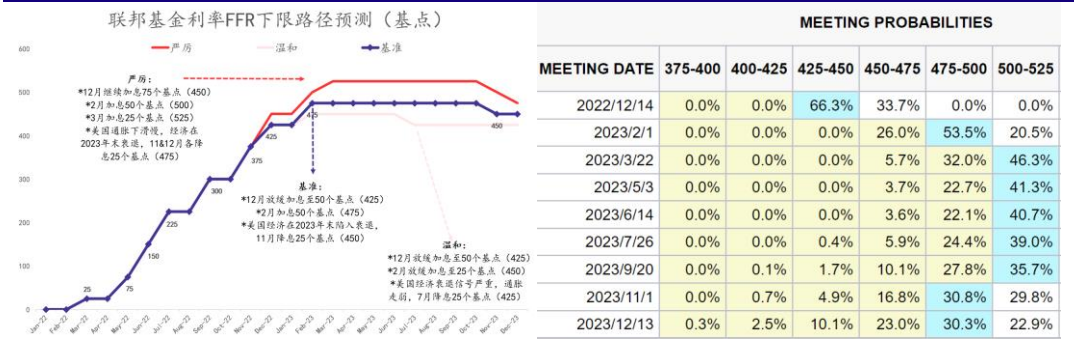
本次会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12月将加息50bps。而利率终值可能比9月会议经济预测中的4.6%更高意味着2022年2月可能进一步加息50bps而非25bps。结合美联储对货币政策滞后效果的强调，我们暂对联邦基金利率的路径做出三种假设。

- (1) 基准情况：通胀粘性保持但不再超预期，美联储将在12月放缓加息至50bps，达到4.25%-4.75%，2023年2月加息50bps，达到4.75%到5.00%，略高于4.6%的早先预期并保持一段时间不降息，直至通胀回落（或严重金融风险爆发）。
- (2) 严厉情况：通胀由于冬季能源问题和工资粘性超预期，美联储在12月继续加息75bps，达到4.50%-4.75%，2023年2、3月份分别加息50bps和25bps，达到5.25%到5.50%，并保持一段时间不降息。
- (3) 温和情况：通胀粘性年内维持，2023年较快下行，美联储在12月加息50bps，4.25%-4.50%，2023年2月加息放缓至25bps，达到4.50%到4.75%，同时美国上半年陷入严重衰退，7月可能降息。

我们认为基准假设目前实现的概率最大，但要警惕严厉情况，温和情况发生的可能性较低。同时，美联储在12月加息前还有两份通胀和就业数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化。

图 3: 联邦基金利率路径展望 (%)

图 4: CME 加息预期上行 (%)



MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2022/12/14	0.0%	0.0%	66.3%	33.7%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%	53.5%	20.5%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	32.0%	46.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	22.7%	41.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.1%	40.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	24.4%	39.0%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.7%	10.1%	27.8%	35.7%
2023/11/1	0.0%	0.7%	4.9%	16.8%	30.8%	29.8%
2023/12/13	0.3%	2.5%	10.1%	23.0%	30.3%	22.9%

资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

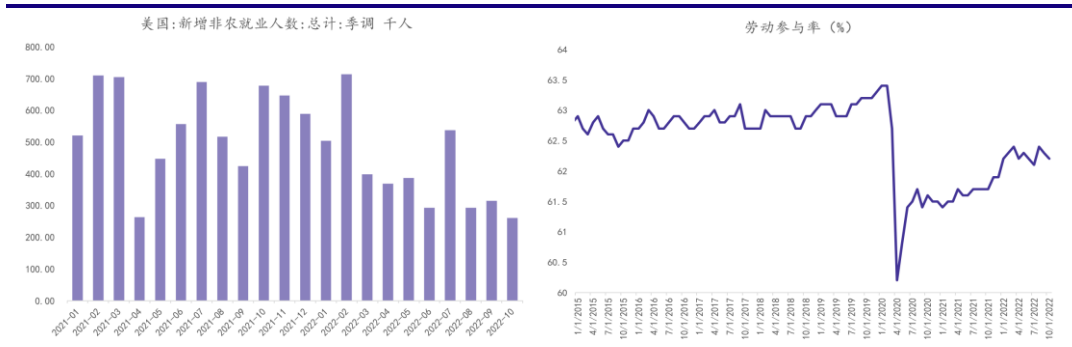
二、非农就业再超预期，工资-价格螺旋暂难缓和

美国劳工数据局 (BLS) 11月4日公布了10月非农就业相关数据并对9月数据做出上修。10月新增非农就业26.1万人，明显高于20万人的市场预期；失业率回升至3.7%，远低于4.43%的长期自然失业率。私人非农时薪同比增速4.72%，环比增速0.37%，由于基数抬升略有放缓，但环比上行压力仍存；劳动参与率回落0.1至62.2%。同时9月份非农数据进行了修改，从26.3万人上调至31.5万人，本就偏强的私人部门非农就业实际增加3.1万人至31.9万人。从近几个月的劳动数据来看，劳动市场的供给侧问题并没有显著改

善，职位空缺率的高位和 55 岁以上人群劳动参与率的低位都意味着工资还有上行空间。尽管在基数效应下时薪同比增速在缓慢走弱，但环比动力依然偏强，同时失业率处于历史低位，工资-服务价格的螺旋暂时难以缓和。对美联储来说，较强的非农数据支持紧缩延续，虽然劳动数据对加息的反应滞后，美联储仍可能在 12 月 FOMC 会议降低加息的幅度，但市场面临的金融压力并不会缓解。

图 5：新增非农就业（千人）

图 6：劳动参与率没有改善（%）



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院整理

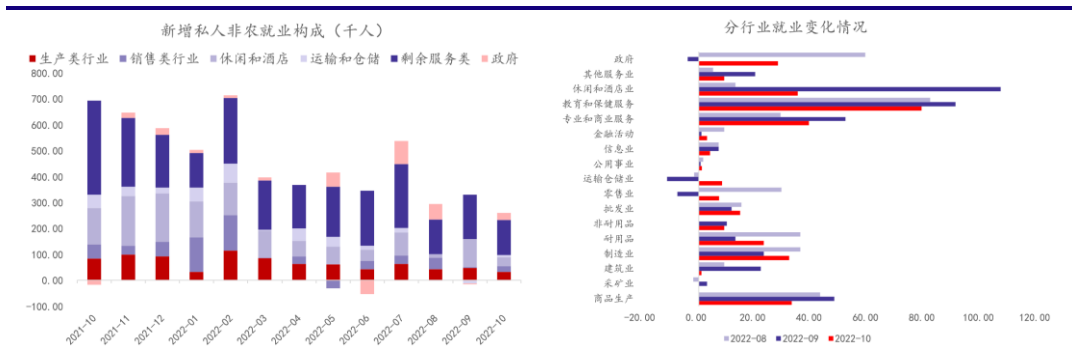
资料来源：Fred, 中国银河证券研究院整理

从结构上看，服务类是 10 月新增就业放缓的主要区域，可能由于旅游季节过后休闲和酒店业的就业机会季节性减弱：比起 9 月，教育和保健服务少增了 1.2 万人，休闲和酒店业少增了 7.2 万人，专业和商业服务少增了 1.3 万人，下滑比较明显。非服务业中，主要是建筑业比上月少增 2.1 万人，制造业则多增 0.9 万人，和 10 月 PMI 中就业指数的小幅回暖相符。

整体上，新增就业的变化和美国三季度 GDP 体现出的结构一致，即房地产和建筑业率先受到打击，制造业和商品消费一起处于缓慢下行的通道，而服务消费仍然在供给短缺的格局下保持粘性。美联储的紧缩向包括工资在内的劳动数据的传导是滞后的，目前就业仅展现出边际走弱的特征，失业率在职位空缺不减少、劳动参与率不增加的情况下还难以大幅上行，服务部门通胀压力仍在。

图 7：新增私人非农就业构成（千人）

图 8：各行业新增就业人数变化（千人）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

私人部门工资增速的同比因去年基数上行而回落，环比增速保持，三季度 ECI 显示雇佣成本增速仍在 5% 附近，并不利于核心通胀走低。从细项的变化看，商品和服务生产行业的时薪都保持了上行，环比增速较快的有建筑业、批发业、公用事业、专业和商业服务、

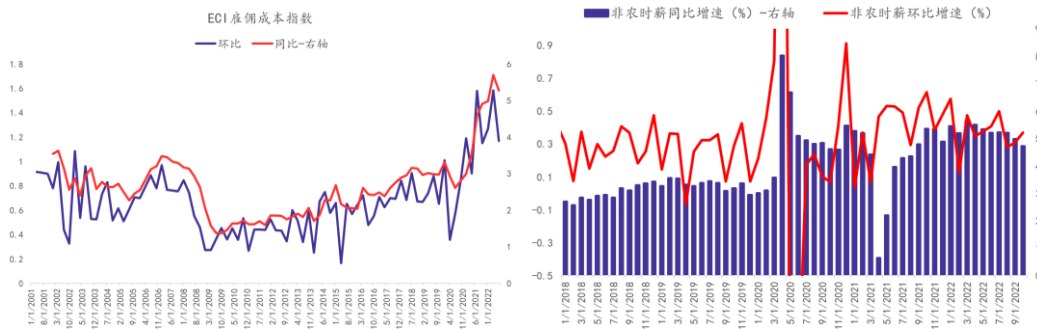
休闲酒店业和其他服务业。工资增速有明显放缓趋势的仅有采矿业，制造业有一定边际缓和，而服务业仍保持着较强的增速，这也和制造业 PMI 弱于服务业是匹配的。

我们仍然认为推升核心通胀的至少有三大因素，首先是名义工资在劳动供不应求下的上行，其次是家庭负债低位而资产高位导致加杠杆的空间，最后是信贷对加息反应滞后而推升消费。非农数据显示名义工资这一首要因素并未有缓和，这是由结构性的高职位空缺和低劳动参与造成的。美国的劳动短缺并不仅仅由于疫情和后遗症减少了劳动力，更因为婴儿潮一代在疫情后加速退休，减少劳动供给的同时增加了需求，另外疫情对于美国通过各类移民补充劳动力也有阻碍，所以劳动市场的供给侧问题不是加息能解决的。美联储只能通过打击总需求而迫使企业减少雇员，从需求端使劳动力的供需平衡。美联储 9 月 SEP 中给出的 2023 年 4.4% 的失业率预期在这种情况下显得不切实际，而 5% 甚至以上的失业率更有可能，因此短期不能期待就业数据的下滑改变美联储的紧缩路径。

非农就业数据公布后，美股反而出现上涨，美债收益率上行不大，这反映出市场对美联储的加息预期在 FOMC 鹰派表态过后并没有明显提高。美股的利率风险定价相对充分，下跌的压力还是来自于紧缩下利润下行以及相关的信用和流动性风险，未来如果 CPI 低于预期则有反弹机会。美债在 CPI 仍有超预期可能的情况下有上探的概率，财政部是否会回购国债也还不清晰，因此虽然展现出配置价值，等待美联储加息见顶更为稳妥。美元由于央行加息掣肘因素更多，缩表继续进行，仍会在明年一季度前保持强势。

图 9：非农时薪增速 (%)

图 10：雇佣成本指数增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2022-10	2022-09	2022-08	2022-10	2022-09	2022-08	2022-09	2022-08	2022-07	
非农总计	261.0	315.0	292.0				-858.0	478.0	97.0	
非农私人合计	233.0	319.0	233.0	32.6	32.5	32.4	-798.0	399.0	228.0	
商品生产	33.0	48.0	43.0	32.8	32.7	32.6				
采矿业	0.0	3.0	-2.0	36.6	36.5	36.6	-3.0	1.0	-1.0	
建筑业	1.0	22.0	9.0	35.3	35.1	34.9	-83.0	-6.0	78.0	
制造业	32.0	23.0	36.0	31.2	31.1	31.0	-108.0	55.0	-40.0	
耐用品	23.0	13.0	36.0	32.8	32.7	32.6	-66.0	35.0	-17.0	
非耐用品	9.0	10.0	0.0	28.5	28.4	28.4	-42.0	20.0	-23.0	
服务生产	200.0	271.0	190.0	32.5	32.4	32.3				
批发业	14.6	11.6	15.1	28.0	27.9	27.8	-12.0	22.0	-24.0	
零售业	7.2	-7.6	29.3	35.5	35.3	35.3	-154.0	127.0	7.0	
运输仓储业	8.2	-11.3	-1.7	23.2	23.1	23.0				
公用事业	1.1	0.6	1.5	28.4	28.4	28.2				
信息业	4.0	7.0	7.0	48.1	47.9	47.2	-19.0	20.0	-9.0	
金融活动	3.0	1.0	9.0	47.5	47.7	47.2	-31.0	13.0	33.0	
专业和商务服务	39.0	52.0	29.0	42.1	42.1	41.8	4.0	-119.0	93.0	
教育和保健服务	79.0	91.0	82.0	39.2	39.0	38.9	-101.0	58.0	-52.0	
休闲和酒店业	35.0	107.0	13.0	32.1	32.0	32.0	-242.0	170.0	117.0	
其他服务业	9.0	20.0	5.0	20.4	20.3	20.3	-18.0	30.0	6.0	
政府	28.0	-4.0	59.0							

单元格标红：大于前值

资料来源: Wind、BLS, 中国银河证券研究院整理

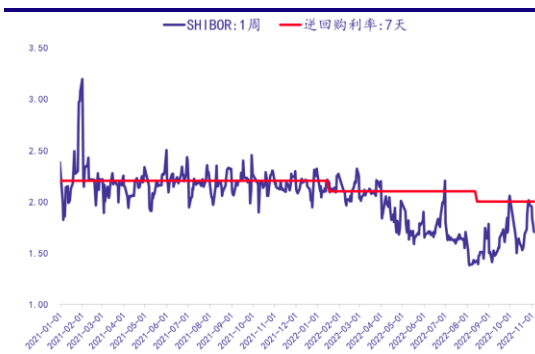
三、市场利率下行，美元高位回落

本周短期流动性宽裕，公开市场投放1180亿，回笼8550亿，净回笼7370亿，主要是上周央行在资金紧张期加大逆回购投放力度后的流动性回收：市场利率出现回落，DR007本周五依低于7天逆回购利率36.29bps。央行平价等量续作10月到期的5000亿元MLF，11到12月MLF的到期1.5万亿，如果没有降准则更可能平价等量续作。10月新冠确诊人数略高于9月，影响生产，严重冲击消费，房地产尚未底部企稳，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

11月4日，SHIBOR隔夜收于1.3860%，比上周上行5.90bps，7天利率收于1.7020%，比上周下行26.10bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于1.6371%，比上周下行32.87bps。11月4日1年期、3年期、5年期国债分别收于1.7631%、2.2857%和2.4813%，分别比上周变化+2.00bps、+4.87bps、+4.47bps，10年期国债收益率收于2.6949%，比上周上行2.32bps。

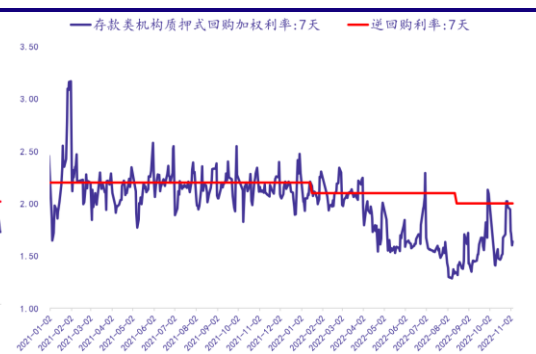
债券收益率小幅回升，货币市场流动性在上周的缴税和专项债发行过去后继续回到宽裕状态。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率保持整体宽松；通胀并不成为制约货币政策的因素。由于人民币汇率压力，近期降息可能性低，降准仍有概率。

图 12: SHIBOR 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

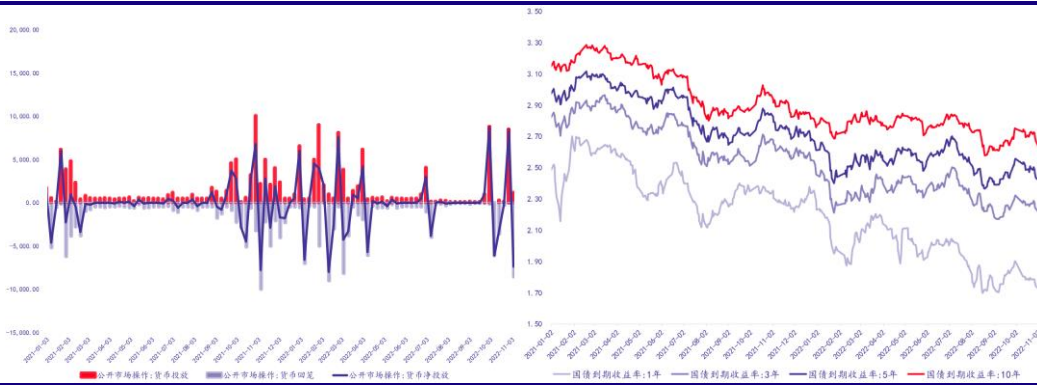
图 13: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

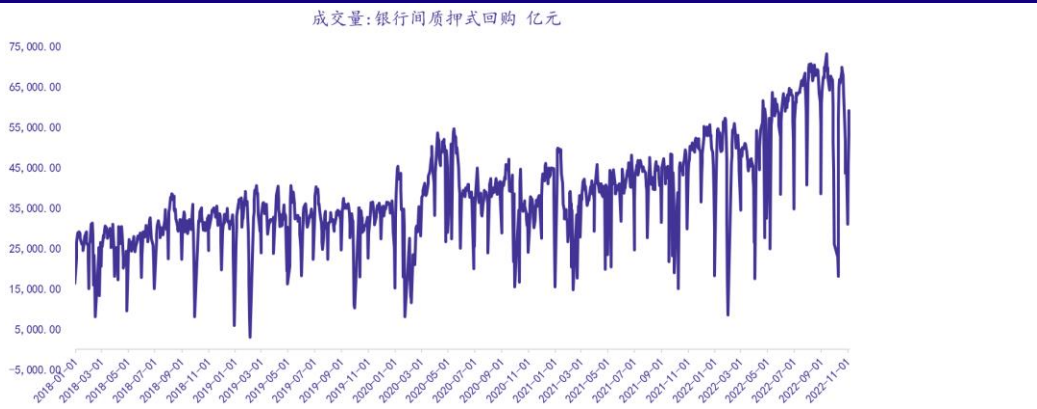
图 15: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 银行间质押式回购成交量 (亿)

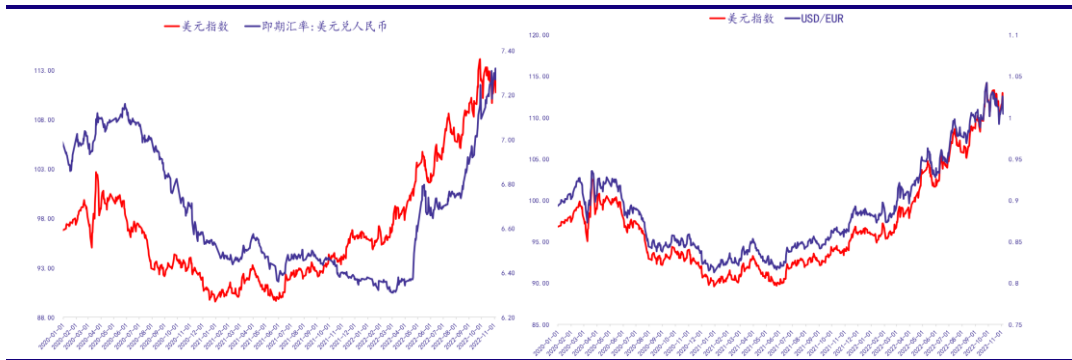


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

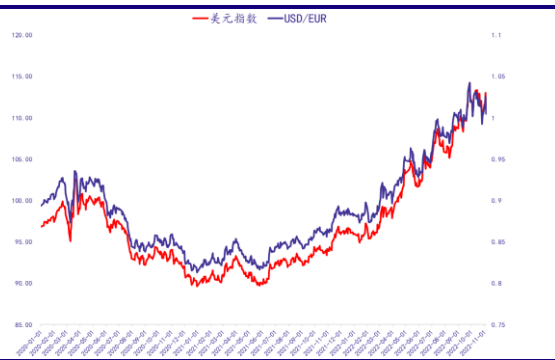
美元指数保持 110.78, 本周美联储 FOMC 会议上鲍威尔表示 12 月可能放缓加息, 利率终值要比此前的 4.6% 更高, 10 月新增非农就业再超预期, 支撑美元强势的因素暂无变化。欧央行方面, 在上周的会议被市场理解为转鸽信号后, 拉加德鹰派表态“温和的衰退不会阻止欧央行加息”, 欧元小幅走强, 但在欧洲滑向衰退、南欧债市紧张的情况下难有大的升值机会。英央行本周同样加息 75bps, 但认为市场预期的 5.25% 利率终值过高, 会将英国推向二战后最长时间的衰退, 这意味着英央行会比美联储更温和, 英镑可能将继续在低位震荡。人民币继续面临贬值压力, 美元兑人民币上升至 7.2703, 贬值幅度仍然相对居中, 人民银行致力于稳定汇率。尽管日本国债市场流动性问题显著, 日元继续贬值, 日央行坚持收益率曲线控制以抬升核心通胀, 预计财务省会保持干预日元, 但难以扭转贬值趋势。

图 17: 美元兑人民币 (元)

图 18: 欧元与美元指数 (%)



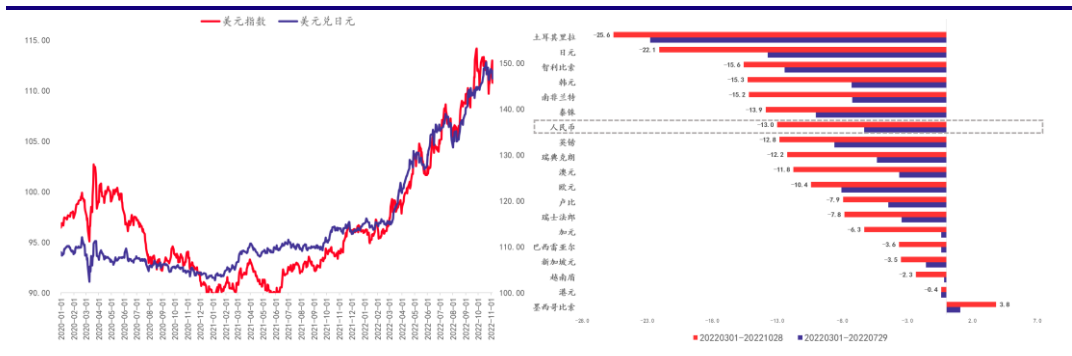
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 美元兑日元 (元)

图 20: 各国货币兑美元变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

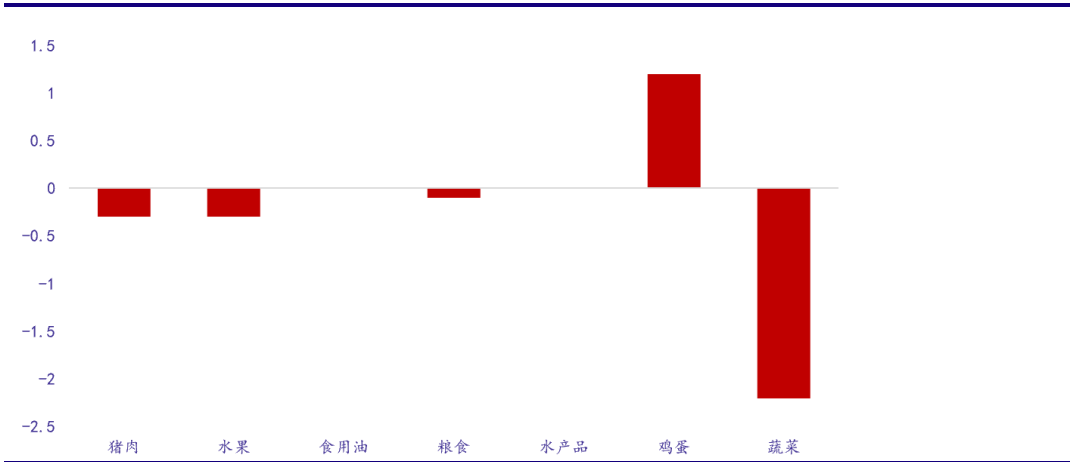
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、猪菜价格继续回落

本周猪肉和蔬菜价格下行。根据搜猪网数据显示,全国瘦肉型生猪出栏均价 11 月 7 日为 25.76 元/公斤,比上周下行 1.26 个百分点。能繁母猪 9 月增加至 4,362 万头,同比负增长缩小至 2.8%,母猪价格上升,中长期供给充足,但产能转化需要大约 1 年左右的时间:母猪存栏低点在 2022 年 3、4 月份出现,生猪出栏的改善可能要等到 2023 年一季度后。本周猪价小幅回落,餐饮消费恢复在疫情不及预期,居民因高价减少猪肉消费以及压栏情绪弱化导致猪价下行。四季度是猪肉消费的旺季,尽管疫情反复会压制需求,但天气转寒和节日到来将会整体推升猪肉消费,在生猪产能缓慢恢复时,猪价仍有小幅上行空间;不过消费偏弱和发改委调控下,供需维持弱平衡,近期可能以震荡为主。综合来看,猪价难以以上行到到 2019 年猪瘟时期的水平,但短期还有一定上涨空间,下半年带动通胀温和上行概率较大。

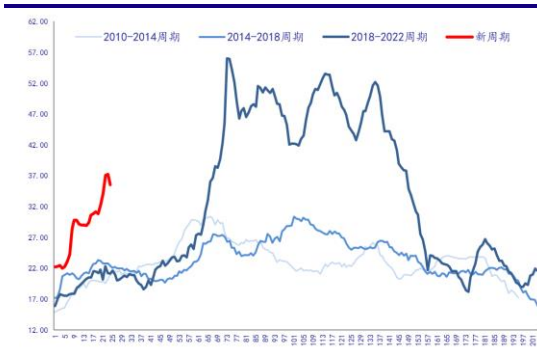
蔬菜方面,本周寿光农产品物流园蔬菜价格指数环比下跌 8.62%。菜价下行幅度较大,回到正常季节性水平。一方面,秋菜上市量较大,南方蔬菜入场;另一方面,疫情导致消费不足。未来天气开始转冷,北方产量将逐渐减少。按季节性经验来看,菜价短期可能震荡上行,产量减少、人力成本上行和消费回升会继续带动菜价的中枢上行,猪菜的共振将抬升 CPI,但通胀不构成问题。

图 21：商务部统计 10 月 24 日-30 日物价变动 (%)



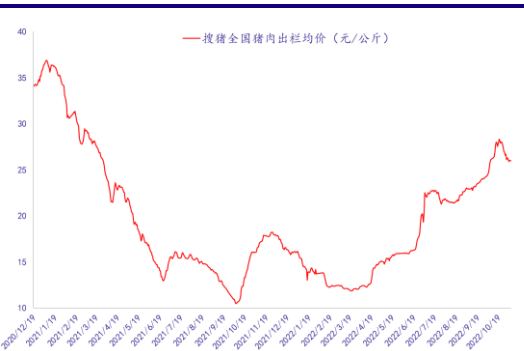
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 22：22 省市猪肉价格 (元/公斤)



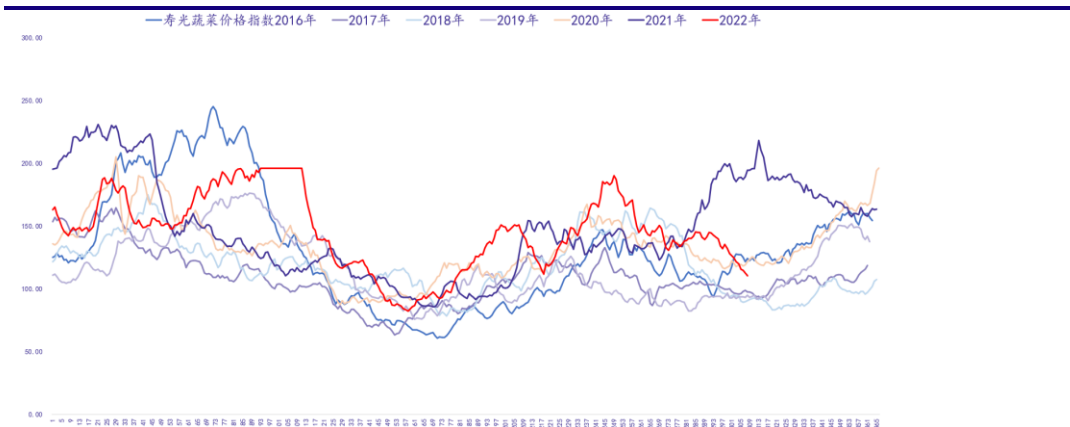
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23：搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 24：寿光蔬菜价格指数 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

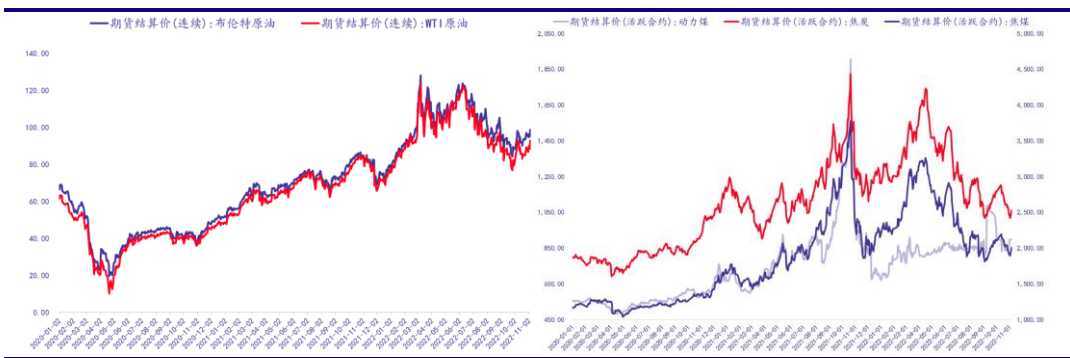
五、大宗商品价格回升，库存下行

(一) 原油价格上涨，煤炭回升

本周国际油价上行，OPEC+的大幅减产对油价形成支撑，原油当下处于减产和衰退的供需预期博弈中的震荡，冬季价格仍可能上行。11月4日布伦特原油 98.57 美元/桶，WTI 原油 92.61 美元/桶，分别较上周上行 2.92%和 5.36%。山东地炼 11月3日柴油价格上涨 3.83 个百分点至 8,910 元/吨，汽油价格下行 1.41 个百分点至 8,115 元/吨。山东地炼开工率由上周的 68.47%下行至 67.71%。

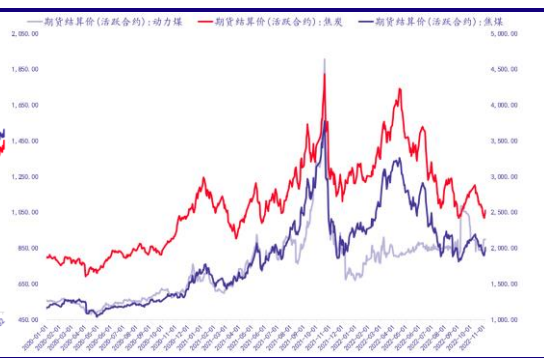
我国港口铁矿石库存上行，由上周的 12,944 万吨至 13,193 万吨，增加 249 万吨。铁矿石期货价格下跌至 648.00 元/吨，较上周上行 2.45%。10月30日澳大利亚铁矿石至中国的周发货量上行 22 万吨至 1408 万吨。

图 25：原油价格（美元/桶）



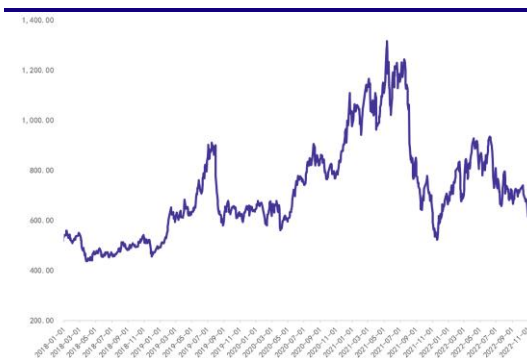
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：煤炭期货价格（吨/元）



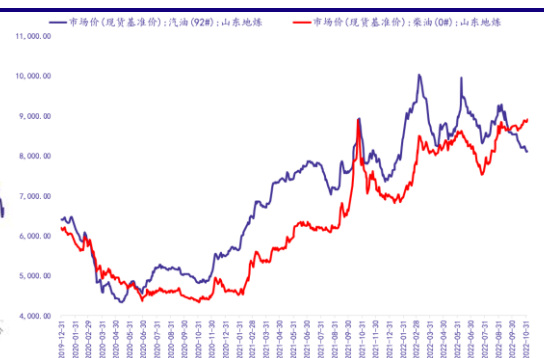
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 27：铁矿石价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

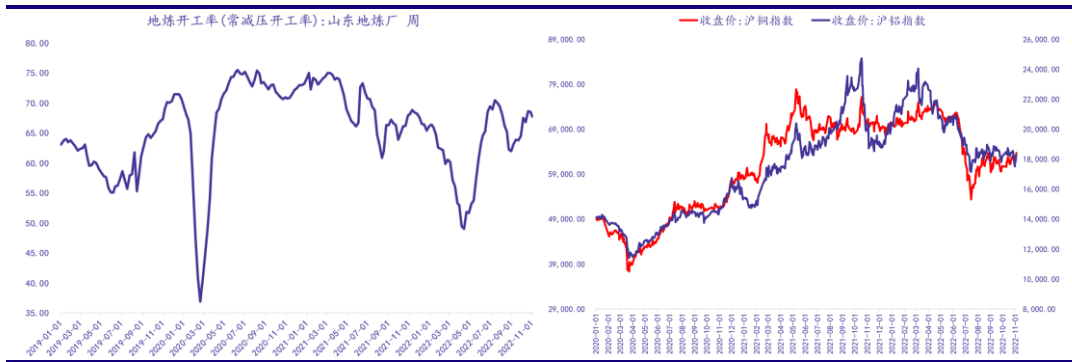
图 28：山东地炼价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：山东地炼开工率（%）

图 30：沪铜、沪铝收盘价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 钢铁价格小幅回升, 社会库存下行

高炉开工率: 全国高炉开工率 78.77%, 比上周下行 2.41%, 唐山高炉开工率 56.35%, 比上周下行 1.59%。废钢本周价格 2,400 元/吨, 下行 3.22%。高炉开工率在 7 月下行后再次处于回落的趋势, 内需不足和疫情冲击再现, 基建和保交楼短期提供支撑, 带动库存下行。中国经济恢复在疫情反复的干扰下处于观察期, 房地产还未底部企稳, 需求依然偏弱, 海外衰退预期继续上行, PMI 也反映企业信心不足。

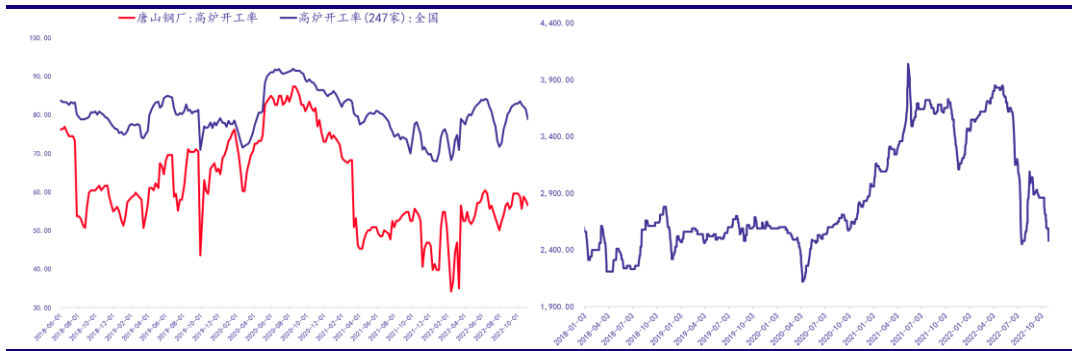
产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周回升。螺纹钢价格 3,562 元/吨, 上行 2.06 个百分点, 热卷价格为 3,640 元/吨, 上行 3.12 个百分点。煤炭价格上行, 焦煤涨 3.85% 至 2,009 元/吨, 焦炭上行 0.90% 至 2,531 元/吨。动力煤价格上行 6.95% 至 899 元/吨。动力煤供给并不存在缺口, 海外订单走弱且内需恢复偏弱, 未来工业用电需求可能不及去年同期, 保供稳价防止动力煤过度波动。房地产销售套数依然显著弱于往年同期, 疫情冲击销售, 目前尚未显出触底迹象, 地产端政策的组合拳见效还需时日, 对钢铁和煤炭需求预期不振。

库存: 钢铁社会库存下行, 螺纹钢社会库存下行 22.94 万吨至 396.13 万吨, 热卷下行 12.82 万吨至 233.72 万吨。钢厂螺纹钢库存下行 5.06 万吨至 200.51 万吨, 钢厂线材库存下行 0.78 万吨至 75.62 万吨。社会钢材库存整体下行, 钢厂开工回落, 钢价从低位略有回升; 房地产企稳预期形成前补库存概率较低。低库存下生产保持稳定, 但是仍然受到房地产业和海外投资下行的制约, 中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢, 内需不足。热卷库存下行, 制造业回暖速度仍受到需求恢复不确定的限制。汽车销量较往年同期依然处于较高水平, 相关消费政策支持使行业景气度相对较好, 同时一般车型表现继续好于重型汽车。

交通运输方面, 11 月初疫情多点散发, 仍较为严峻, 拥堵指数和地铁客运量指数下行更明显, 持续低于历年正常水平, 居民活动半径受限, 消费继续受到压制。上海集装箱指数保持下行, BDI 指数下滑, 我国出口短期仍有海外消费韧性支持, 但未来下行压力较大。

图 31: 高炉开工率 (%)

图 32: 废钢价格 (元/吨)

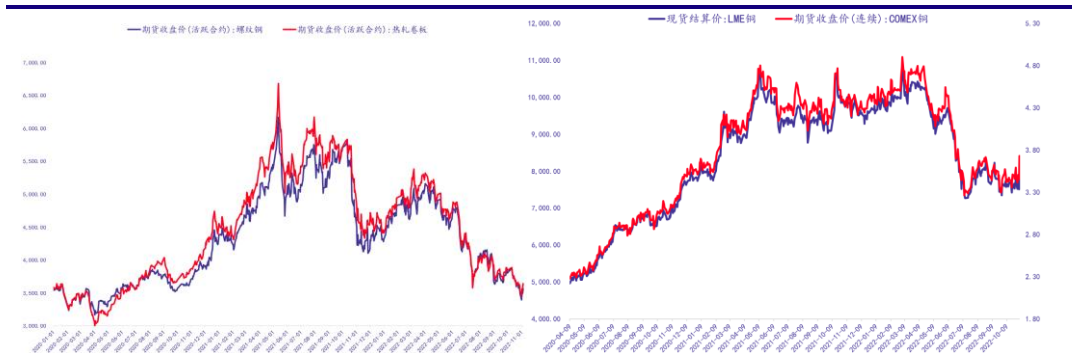


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 34: 铜价格 (元/吨)

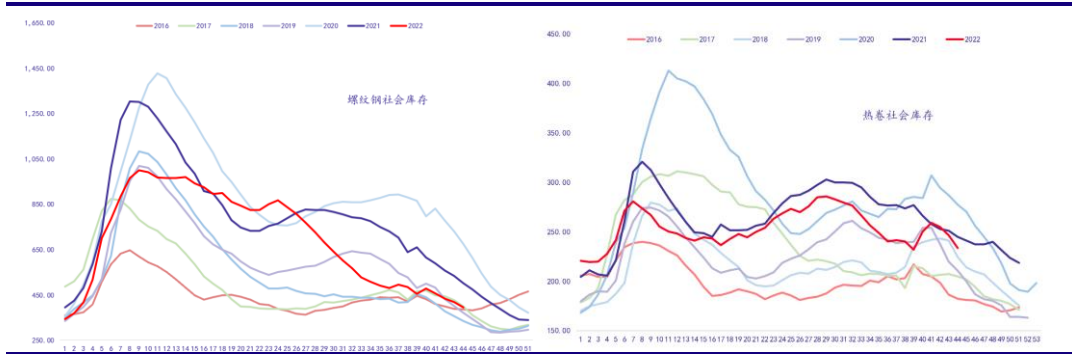


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 35: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 36: 热卷社会库存 (万吨)

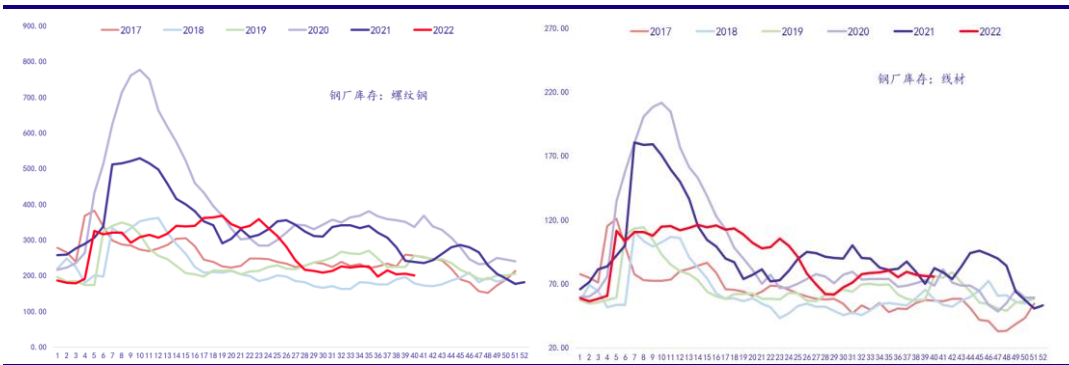


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 38: 钢厂线材库存 (万吨)

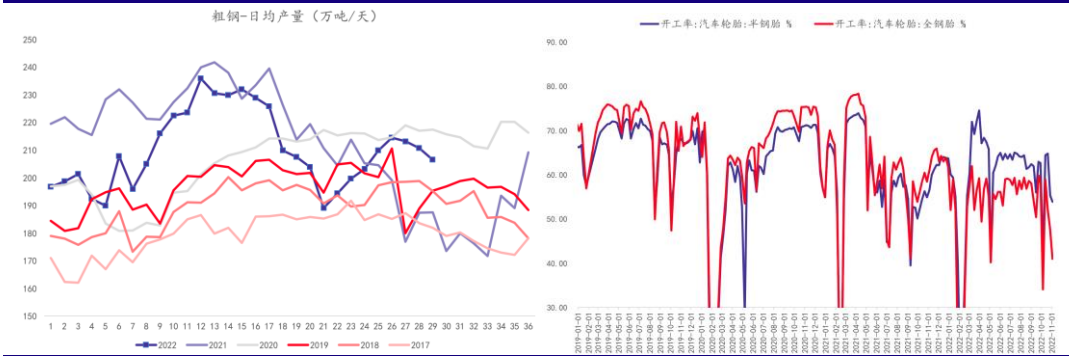


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 粗钢产量 (万吨/天)

图 40: 汽车轮胎开工率 (%)

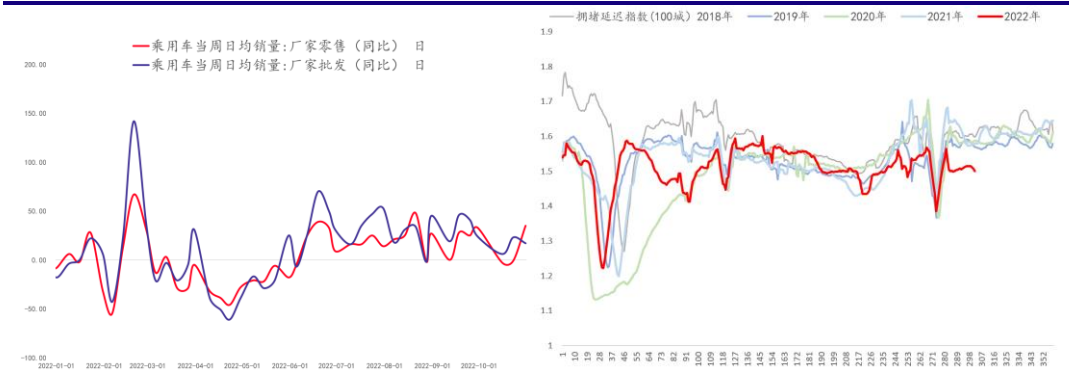


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 乘用车日均销量同比 (%)

图 42: 交通拥堵延迟指数

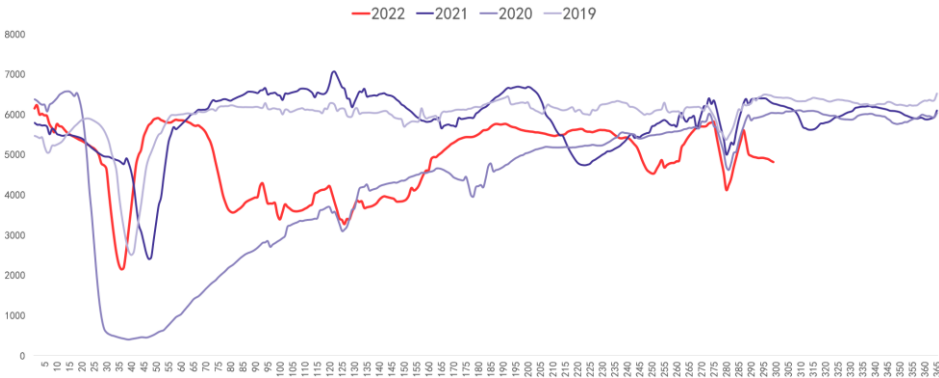


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

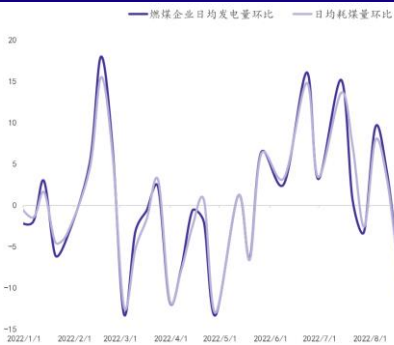
图 43: 全国重要城市地铁客运量 (万人次/日)

全国重要城市地铁客流量（万人次/日）-7天移动平均



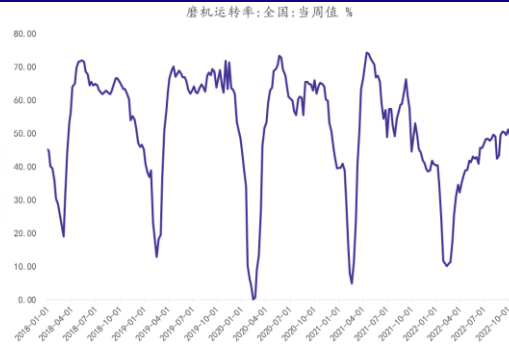
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 中电联煤企日均发电量环比 (%)



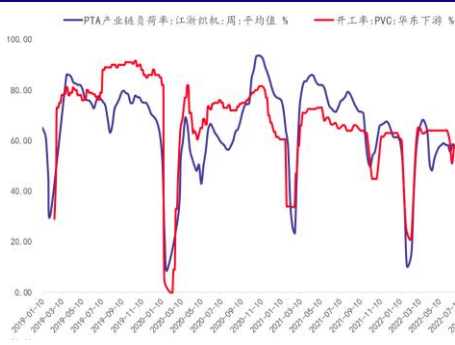
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 全国水泥磨机运转率 (%)



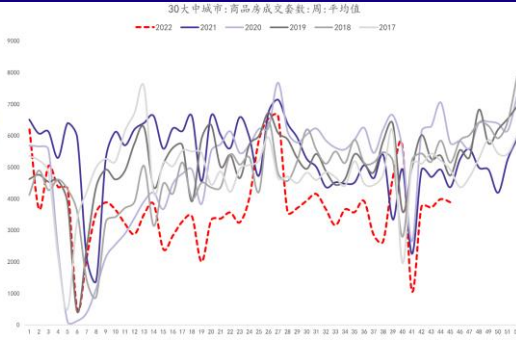
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: PTA 和 PVC 开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

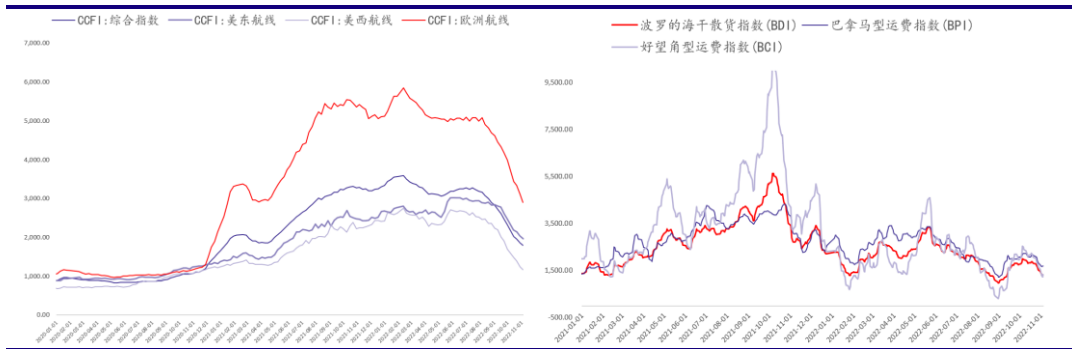
图 47: 30大中城市商品房成交 (套/日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 上海集装箱出口指数

图 49: BDI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn