

商品反弹的持续性有待观察

观点

1、本周商品市场出现明显的反弹，主要原因一是，国内防疫政策可能松动的预期带来风险偏好的回升；二是，美联储 11 月大幅度加息落地，后续加息幅度或将放缓，美元指数大幅回落；三是，部分商品供给受限，出现阶段性挤仓的风险。往后看，即使未来美联储放缓加息，市场的风险仍将集中于经济衰退所带来的实际需求下滑。尤其是近期多项经济指标显示，欧美经济下行的压力进一步加大，经济衰退或由预期逐步走向现实。而国内疫情政策并未有实质性的调整，需求不足仍是国内经济面临的主要问题，在这种背景下，预计商品反弹的持续性存疑。

核心逻辑

1) 本周商品市场出现明显的反弹，主要原因一是，国内防疫政策可能松动的预期带来风险偏好的回升；二是，美联储 11 月大幅度加息落地，后续加息幅度或将放缓，美元指数大幅回落；三是，部分商品供给受限，出现阶段性挤仓的风险。

2) 欧洲经济下行压力加大，美联储加息将放缓但更持久。①在 10 月份 CPI 继续攀升的背景下，欧央行 12 月加息的概率仍大，不过，在通胀高企、流动性紧缩加快、地缘冲突持续影响下，欧元区经济衰退可能性仍在加大。②美联储宣布加息 75BP，今年已累计加息 375BP，这也是自 1982 年以来美国节奏最快、幅度最大、频次最高的加息周期。本次会议美联储传递出的信息显示：加息步伐会缩小，但加息的持续时间更长、终点利率会更高。10 月的非农数据显示：劳动力供给小幅减少但需求减少更快，失业率触底回升，底部确认信号渐行渐近。不过，时薪环比增速上扬，通胀压力依然存在。

3) 国内经济面临疫情的持续扰动。中国 10 月制造业 PMI 49.2，预期为 50，前值为 50.1；10 月非制造业 PMI 48.7，预期为 50.1，前值为 50.6。由于国内疫情多点散发以及赶工潮接近尾声，10 月 PMI 再度回落且供需两端同步走弱。展望未来，需求不足、预期不稳仍是当前国内经济面临的最大问题，在出口持续面临压力、地产还未见底的当下，单靠基建有点独木难支，未来政策发力的重点应该更加集中于改善市场预期、提振居民和企业需求。虽然各地疫情防控能力正在不断增强，但当前变种病毒带来的不确定性也更大，如何优化具体措施、降低疫情反弹带来的不利影响是当下的重要课题。

宏观·周度报告

2022 年 11 月 06 日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

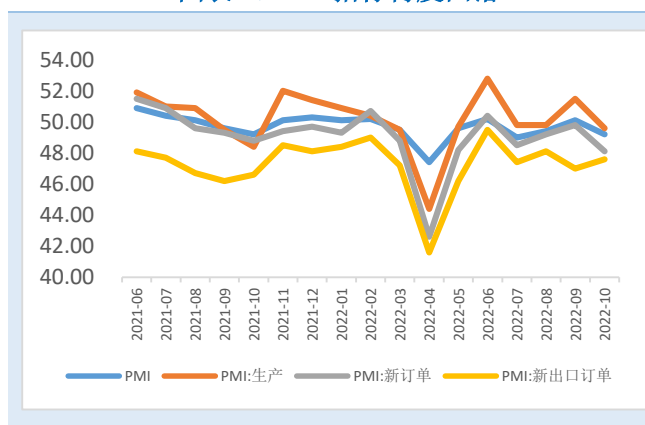
一、宏观和政策跟踪

1.1 PMI 重回荣枯线下方

中国 10 月制造业 PMI 49.2，预期为 50，前值为 50.1；10 月非制造业 PMI 48.7，预期为 50.1，前值为 50.6。从分项指标来看，生产 PMI 为 49.6%，前值为 51.5%；新订单 PMI 为 48.1%，前值为 49.8%。此外，新出口订单 PMI 为 47.6%，前值为 47%，并没有明显起色。

总的来看，由于国内疫情多点散发以及赶工潮接近尾声，10 月 PMI 再度回落且供需两端同步走弱。展望未来，需求不足、预期不稳仍是当前国内经济面临的重大问题，在出口持续面临压力、地产还未见底的当下，单靠基建有点独木难支，未来政策发力的重点应该更加集中于改善市场预期、提振居民和企业需求。

图表 1：PMI 指标再度回落



图表 2：多个指标出现收缩



数据来源：Wind

1.2 国内政策聚焦：

1、五部门联合发布《个人养老金实施办法》

五部门联合发布《个人养老金实施办法》，对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定。参加人每年缴纳个人养老金额度上限为 1.2 万元，账户资金可用于购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，并按照国家有关规定享受税收优惠政策。证监会同步发布个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定，对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范。银保监会也拟出台配套政策，明确商业银行和理财公司个人养老金业务相关要求，对个人养老金资金账户免收年费等多项费用。

2、国务院发布《促进个体工商户发展条例》

国务院政策例行吹风会介绍《促进个体工商户发展条例》有关情况，相关负责人表示，将研究支持“名特优新”个体工商户发展的政策措施，支持和培育一批知名小店和“网红店铺”；打造更多小而美、小而精、小而专、小而优的个体工商户；并加快数字化发展，实现线上线下一体化经营。

3、财政、央行相继就政策走向表态

1) 央行行长易纲撰文指出，要完善货币政策体系，维护币值稳定和经济增长。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，中央银行要管好货币总闸门。未来，我国经济潜在增速有望维持在合理区间，有条件尽量长时间保持正常的货币政策，保持正的利率，保持正常的、斜率向上的收益率曲线形态。

2) 财政部部长刘昆撰文提出，健全以所得税和财产税为主体的直接税体系，适当提高直接税比重，强化税制的累进性。完善个人所得税制度，适当扩大综合所得征税范围，完善专项附加扣除项目。坚决遏制隐性债务增量，加大违法违规举债查处力度，加强地方政府融资平台公司治理，打破政府兜底预期。

1.3 欧元区经济下行压力加大，美联储加息将放缓但更持久

1) 美联储加息将放缓但更持久

当地时间 11 月 2 日，美联储宣布加息 75BP，上调联邦基金利率目标区间至 3.75%-4%。美联储年内已连续 6 次加息，其中，6、7、9、11 月连续 4 次大幅加息 75BP，已累计加息 375BP，这也是自 1982 年以来美国节奏最快、幅度最大、频次最高的加息周期。

本次会议美联储发出了鸽派和鹰派混合的信号，即加息步伐会缩小，但加息的持续时间更长、终点利率会更高。1) 鸽派信息来自于利率决议：本次政策声明新增了一句“未来决定调升目标区间的步调，委员会将考量货币政策累积的紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融发展”。这表明美联储承认加息存在滞后性，暗示可能缩小加息步伐以观察政策效果。2) 鹰派信息来自于鲍威尔的表态：鲍威尔在记者会上说，自上次会议以来公布的一系列数据显示最终利率水平将高于先前预期，暂停不是我们正在考虑的事情。这意味着最终利率将高于 4.6%（9 月的议息会议点阵图显示终点利率是 4.6%），同时，加息的持续时间也将超过市场预期。鲍威尔的讲话给市场的乐观预期浇了一盆冷水，现在讨论美联储政策转向为时尚早。

图表 3：联邦基金目标利率



数据来源：WIND

2) 美国非农数据好坏参半

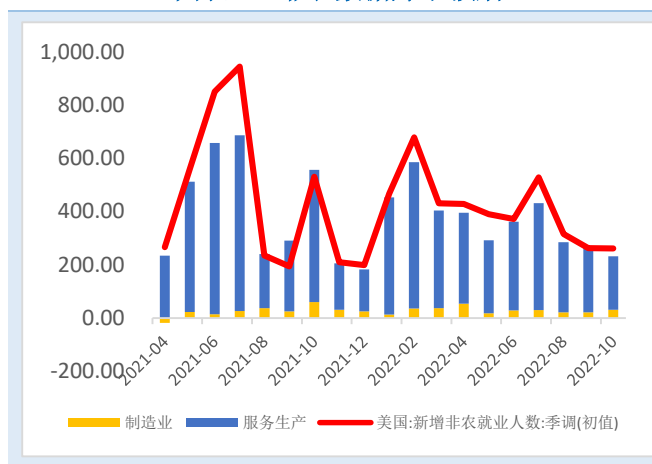
当地时间 11 月 4 日，美国劳工统计局公布的最新数据显示，美国 10 月新增非农就业人口 26.1 万，尽管这是 2020 年 12 月以来的最小增幅，但仍超远预期值 20.5 万，前值被上修为 31.5 万。相较于历史水平，当前美国的就业增长依旧处于高位，今年以来，平均每月新增就业人口 40.7 万，而在疫情前的 2019 年，月均值为 16.4 万。

尽管新增非农就业人口远超预期，但美国劳工局的数据还显示，10 月美国的失业率升至 3.7%，高于预期值和前值 3.5%。员工平均时薪环比上涨 0.4%，高于前值 0.3%，意味着薪资仍对通胀构成压力，时薪同比涨幅为 4.7%，前值为 5%。上月，劳动参与率为 62.2%，略低于 9 月时的 62.3%。

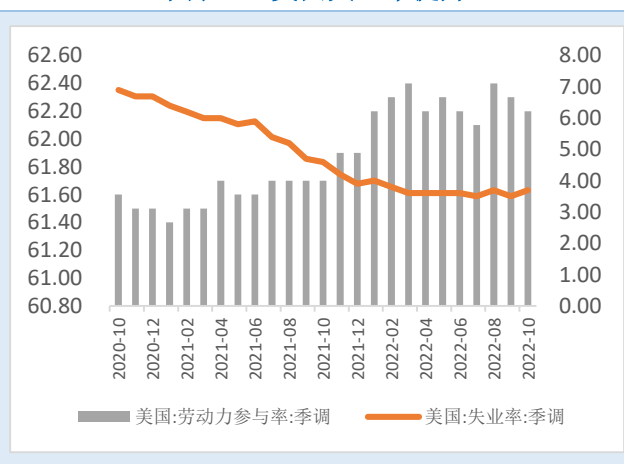
市场预期方面：利率期货显示，非农公布前，市场预期 12 月加息 50bp 和 75bp 的概率接近，终端利率在 5.2% 左右；非农公布后，12 月加息 75bp 的概率短暂升至 64%，后降至 48%，终端利率降至 5.0% 左右；整体加息预期小幅降温。

总的来看，10 月的非农数据显示：劳动力供给小幅减少但需求减少更快，失业率触底回升，底部确认信号渐行渐近。不过，时薪环比增速上扬，通胀压力依然存在。9 月粘性 CPI 继续上升，显示通胀压力广泛存在。12 月加息幅度是否会如期放缓，还需要观察通胀数据表现。我们倾向于认为本轮美联储加息终点可能在 5% 左右，目前市场预期已达 5%，意味着续加息预期再升温的空间会比较有限。节奏上，预计 12 月 15 日可能转为加 50bp，明年 1 季度可能还会加息 2 次（分别为 50BP 和 25BP），之后则需要进一步观察。

图表 4：非农数据好于预期



图表 5：美国失业率提升



数据来源：WIND

3) 欧元区经济下行压力加大

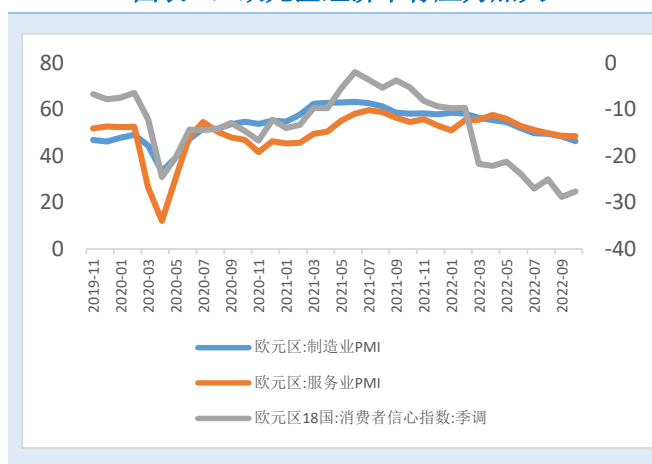
当地时间 10 月 31 日，欧盟统计局发布欧元区三季度 GDP 初值，数据显示，欧元区三季度 GDP 初值同比增长 2.1%，符合市场预期，但较前值 4.1% 大幅回落 2.1 个百分点。环比方面，19 个欧元区国家的 GDP 环比增长 0.2%，高于此前预期的 0.1%，但较前值 0.8% 大幅下降。11 月 2 日，IHS Markit 数据也显示，欧

欧元区 10 月制造业 PMI 终值较初值 46.6%下修至 46.4%，较 9 月的 48.4%下滑 2 个百分点，连续四个月低于荣枯线，刷新自 2020 年 5 月以来的 29 个月新低。

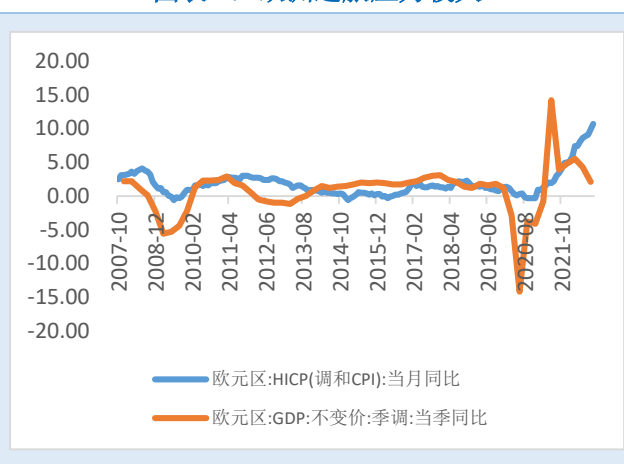
欧元区 10 月调和 CPI 终值较上月 10%攀升至 10.7%，续创历史新高，且连续第六个月高出市场预期。调和 CPI 环比初值较前值上升 0.3 个百分点至 1.5%，高于预期的 1.2%，为 2022 年 3 月以来最大增幅。10 月欧元区上行仍主要受到能源和食品价格的推动。

目前来看，抗击通胀仍然是欧央行货币政策的主要目标，在 10 月份 CPI 继续攀升的背景下，12 月加息的概率仍大，但加息的节奏和幅度或仍取决于后续通胀、就业等数据，但在通胀高企、流动性紧缩加快、地缘冲突持续影响下，欧元区经济衰退可能性仍在加大。

图表 6：欧元区经济下行压力加大



图表 7：欧洲通胀压力较大



数据来源：WIND

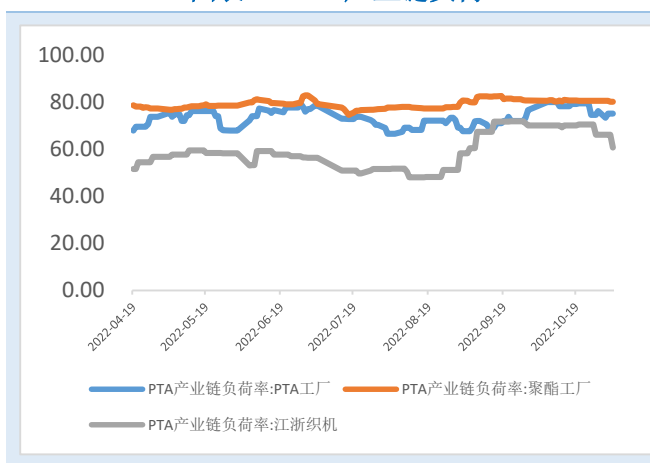
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

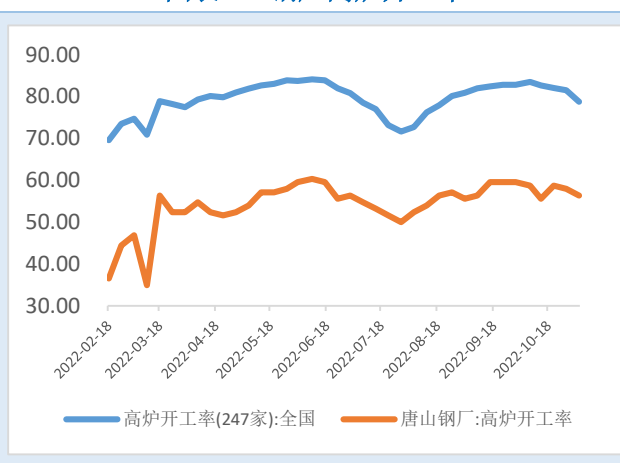
化工：需求逐步走弱，开工率保持平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格小幅下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本持稳，其中，PTA 开工率小幅升至 75%，聚酯工厂负荷率持稳于 80%，江浙织机负荷率小幅下行至 66%。

钢铁：生产稳中有降，需求有所放缓。钢厂陷入亏损边缘，全国高炉开工率本周继续回落 2.71 个百分点至 78.77%。目前钢厂接近亏损边缘，未来开工率或进一步下降。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，社库小幅去化、厂库小幅去化，表需略有回升。随着旺季即将结束，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售保持高增

房地产销售周环比下降。截至 11 月 2 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 2.58%，按均值计，10 月环比下降 20.77%，同比下降 18.03%，一、二、三线城市 10 月同比增速分别为-17.54%、-15.93%和-22.56%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-12.18%，一、二、三线城市环比增速分别为-33.44%、-50.71%和 12.18%。其中，二线城市土地溢价率最高，为 1.31%，其次为三线城市，溢价率为 0.82%。

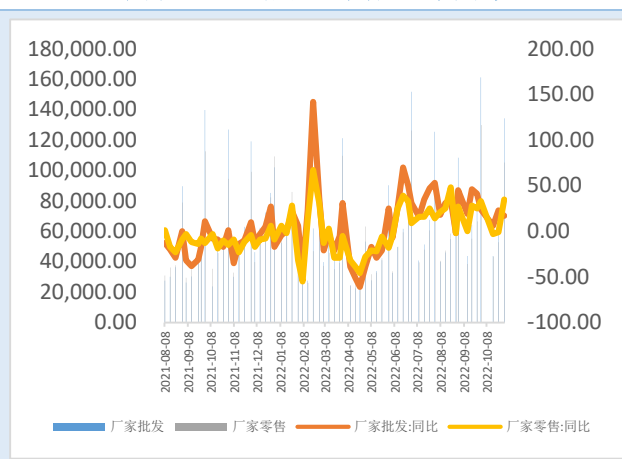
乘用车零售保持高增。11 月 2 日，乘联会数据显示，10 月 24 至 31 日，乘用车市场零售 84.1 万辆，同比增长 35%，环比上周增长 99%，较上月同期下降 8%；乘用车批发 107.5 万辆，同比增长 17%，环比上周增长 99%，较上月同期下降 6%。初步统计，10 月 1 至 31 日，乘用车市场零售 190.5 万辆，同比去年增长 11%，较上月同期下降 1%；全国乘用车厂商批发 226.2 万辆，同比去年增长 15%，较上月同期下降 1%。

生产端来看，各地疫情多发影响汽车开工，11月3日当周半钢胎开工率下滑至53.89%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

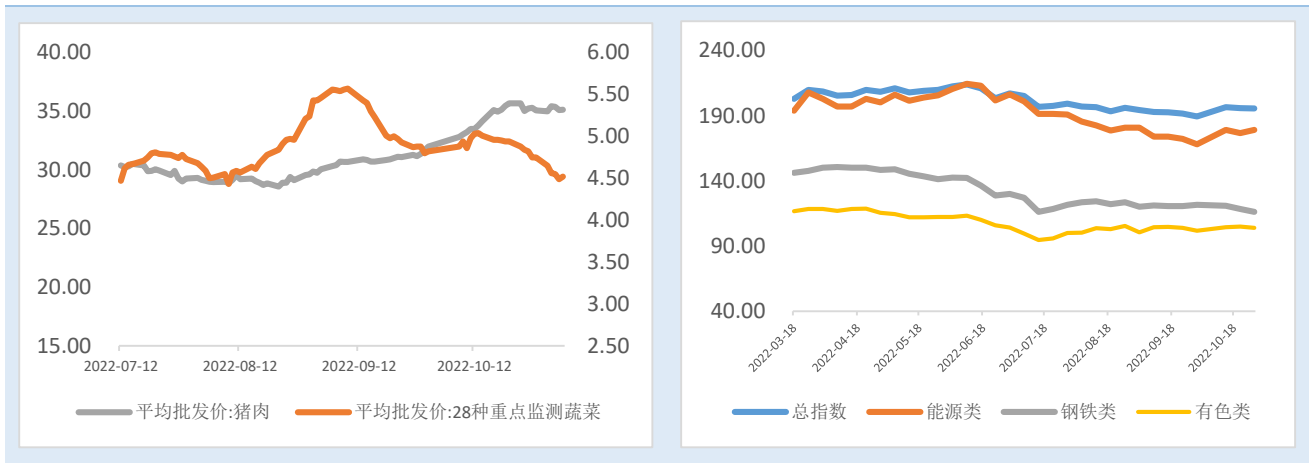
(1) 本周食品价格多数回落。本周蔬菜均价环比下降 5.28%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 0.16%。

(2) 国内通胀压力可控。9 月 CPI 同比涨幅扩大至 2.8%，但低于市场预期，蔬菜和猪肉等食品价格上涨是推升通胀的主要原因。当前猪肉供给偏紧，叠加天气转冷季节性需求将加快释放，猪肉价格仍有较大的上涨压力，不过，来自国家和地方的调控压力有增无减，且本轮 CPI 同比权重中猪价的比重下降，猪周期的影响可控。与此同时，国内新冠疫情反复暴发，服务和部分商品需求弱于疫情以前，核心 CPI 表现低迷，因而本轮 CPI 上涨可能偏温和，通胀压力可控。

(3) PPI 同比增速回落速度或放缓。9 月 PPI 同比涨幅继续回落至 0.9%，主要原因是国际原油等大宗商品价格继续下降。现阶段全球供应链问题再度恶化，在 OPEC+ 大幅减产、欧洲能源危机导致金属冶炼厂减产等因素的影响下，原油、金属等国际大宗商品价格出现反弹，同时，国内稳增长政策发力，部分行业需求回升，钢材等工业品价格有所回升。总的来看，在全球经济下行压力加大的背景下，工业品价格料将维持下行的趋势，但供应链问题和内需修复将延缓下行的态势。此外，未来几个月仍将面临高基数的影响，预计年内 PPI 同比增速将继续回落，但回落的速度料将放缓。

图表 11：食品价格涨跌互现

图表 12：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎