

市场情绪回暖，商品短线反弹

观点

1、本周商品市场震荡回升，其中，内需定价为主的黑色系保持涨势，而美元指数大幅回落，刺激铜、油等国际大宗商品价格反弹。往后看，国内方面，防疫政策持续优化，避免对经济带来强干扰，央行降准、地产政策加码等措施表明国内扩内需、稳增长的取向较为明确，市场对未来经济复苏的信心有所增强，料将刺激黑色系等内需定价为主的商品保持偏强走势。国外方面，尽管美联储暗示将放缓加息，但强劲的非农数据预示着加息的持续时间或将超过市场预期，且前瞻数据显示海外经济衰退的风险渐行渐近，海外市场仍将面临“紧缩”和“衰退”的两大预期差所造成的波动。

核心逻辑

1) 本周商品市场震荡回升，其中，内需定价为主的黑色系保持涨势，而美元指数大幅回落，刺激铜、油等国际大宗商品价格反弹。随着国内政策持续转向积极，市场对经济复苏的信心有所增强，同时，美联储多位官员暗示将放缓加息进一步提振市场情绪，商品短线获得反弹窗口。

2) **美国 11 月非农就业数据好于预期。**美国 11 月非农就业新增 26.3 万人，高于预期的 20 万人，劳动参与率下降 0.1 个百分点至 62.1%，时薪同比上涨 5.1%。11 月的非农数据再度表明了美国就业市场依旧偏紧，在劳动力供给严重不足的情况下，只能寄希望于美联储通过加息抑制劳动力需求，然而，美联储 11 月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员暗示 12 月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，意味着美联储大概率将放缓加息，但本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，因此数据公布后市场对加息预期变化不大，但降息预期却出现明显降温。总体而言，市场对加息的恐慌已经明显弱化，更加需要关注的是“紧缩”和“衰退”的两大预期差所造成的波动。

3) **国内经济再度探底。**11 月 PMI 继续回落，仍处于荣枯线下方，除产成品库存微幅回升外，其他所有的分项均明显下滑，表现为供需两端、内外需同步走弱。现阶段疫情仍是影响国内经济复苏的最大负面因素，未来需要关注防疫政策会否进一步优化和改进、能否最大限度降低对经济的影响。当前地产行业供需两端的政策已经全面转向支持与呵护，预计地产行业将沿着“政策落地-信用恢复-预期扭转-销售回升”的路径良性复苏。明年对国内

宏观·周度报告

2022 年 12 月 04 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

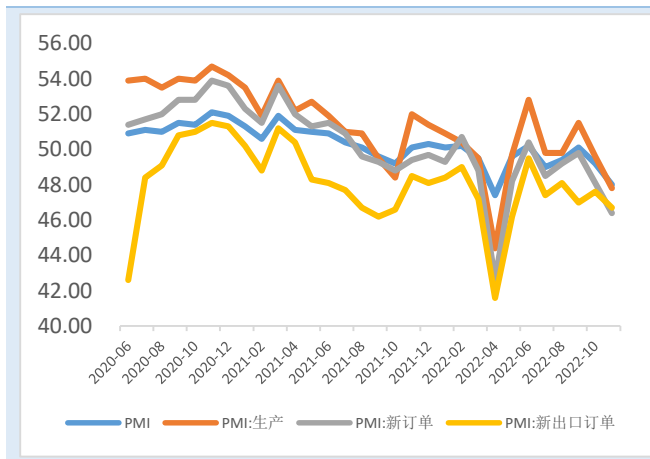
1.1 PMI 全面回落，明年可以更加乐观

11 官方制造业 PMI 为 48.0%，较前值回落 1.2 个百分点，低于预期的 49.0%，连续两个月处于荣枯线下方。

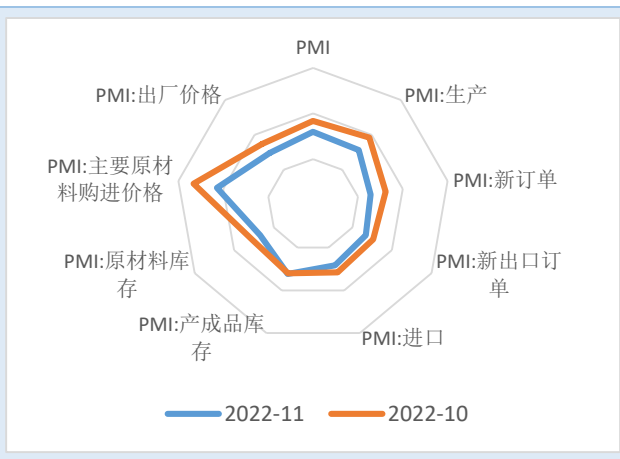
总的来看，11 月 PMI 继续回落，仍处于荣枯线下方，除产成品库存微幅回升外，其他所有的分项均明显下滑，表现为供需两端、内外需同步走弱，一方面，国内疫情大范围扩散，各地采取不同程度的封控措施，对正常经济活动带来较大的干扰；另一方面，海外经济下行的压力不断加大，外需持续面临压力，将对出口订单带来压制。

往后看，现阶段疫情仍是影响国内经济复苏的最大负面因素，“动态清零”方针下，在疫情没有明显得到控制之前，短期仍将对经济带来冲击，长期则需要关注防疫政策会否进一步优化和改进、能否最大限度降低对经济的影响。不过，近期地产政策持续加码或改善市场对未来经济复苏的预期，最新的政策是证监会 28 日在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行。这表明当前地产行业供需两端的政策已经全面转向支持与呵护，供给侧从“第一支箭”银行信贷支持，到“第二支箭”债券融资帮扶，再到“第三支箭”股权融资松绑层层突破，政策工具全面、措施力度积极，有助于改善行业信用、恢复行业信心，促进流动性整体优化，预计地产行业将沿着“政策落地-信用恢复-预期扭转-销售回升”的路径良性复苏。

图表 1：PMI 指数继续回落



图表 2：PMI 分项指标全线回落



数据来源：Wind

1.2 国内政策聚焦：

1、优化和完善防疫措施

11 月 30 日，国务院联防联控机制印发《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》。其中提出，加快提升 80 岁以上人群接种率，继续提高 60-79 岁人群接种率。

11月30日，国务院副总理孙春兰在国家卫生健康委召开座谈会，听取有关方面专家对优化完善防控措施的意见建议。她指出，要不断完善诊断、检测、收治、隔离等措施，加强全人群特别是老年人免疫接种，加快治疗药物和医疗资源准备，落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。

12月1日，国务院副总理孙春兰在国家卫生健康委召开座谈会，听取防控工作一线代表对优化完善防控措施的意见建议。她强调，要总结基层经验做法，推动防控措施持续优化。

2、地产“三支箭”加速落地

据证券时报，随着证监会支持房企股权融资这“第三支箭”正式发射，信贷、债券、股权三个融资渠道“三箭齐发”，合力推动房地产融资。受此影响，11月29日开盘后，A股地产股强势大涨，多只个股涨停。粗略计算，房地产板块市值一天暴增1200亿元。有业内人士认为，“第三支箭”快速发射，或将为房地产行业注入较大规模的增量资金和资产，促进行业平稳健康发展。看好全行业的信用复苏以及在因城施策空间逐步打开下的销售回暖。

1.3 美国非农超预期，美联储暗示放缓加息

(1) 非农数据超预期，劳动力市场依旧强劲

美国劳工部公布的数据显示，美国11月非农就业新增26.3万人，高于预期的20万人；9月、10月数据合计下修2.3万人。11月失业率为3.7%，持平预期；劳动参与率为62.1%，低于预期的62.3%。11月时薪环比上涨0.6%、同比上涨5.1%，均大幅高于预期。

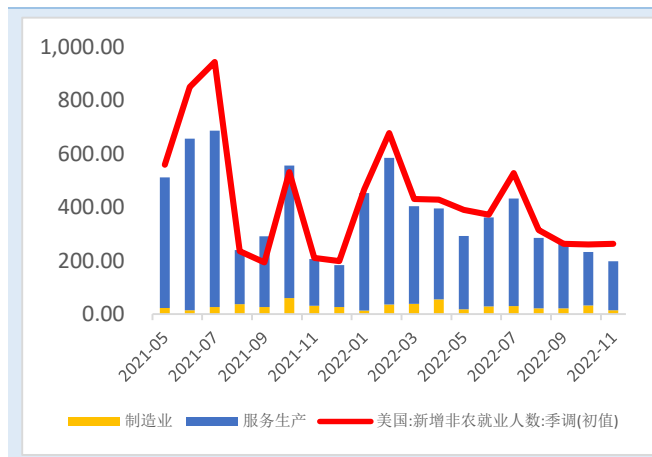
从结构上来看，休闲酒店、教育保健等部分服务业新增就业出现反弹。具体来看，制造业、服务业新增就业分别由3.6万人、20.1万人下滑至1.4万人、18.4万人，一方面，制造业PMI连续回落，表明制造业放缓压力加大，另一方面，铁路“罢工潮”下零售业、运输仓储业就业人数降幅扩大。不过，假期对旅游消费的促进以及疫情对医疗的需求对相关服务业就业仍有支撑，休闲酒店业、教育保健业新增就业人数分别从8万人、6万人反弹至8.2万人、8.8万人。

此外，劳动参与率较前值回落0.1个百分点至62.1%，显示当前美国劳动供给情况可能难有明显改观，用工紧张问题或将延续。同时，薪资同比增速逆势上扬，“工资-通胀”螺旋式上升可能再度升温。此前，10月LOJTS数据显示，职位空缺数较9月减少35万人，职位空缺率下降0.2个百分点至6.3%，目前每个求职者对应约1.72个工作岗位。从每个求职者对应的岗位数依旧较高来看，当前美国劳动力市场的紧张态势仍未有明显的改善。考虑到年底即将到来的节假日带来的服务业需求的提升，我们认为当前美国就业市场火热状态或将持续，从而带来更强的薪资上涨的压力。

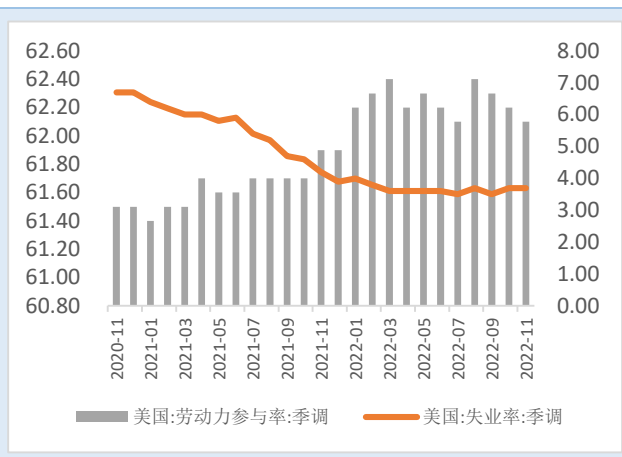
11月的非农数据再度表明了美国就业市场依旧偏紧，在劳动力供给严重不足的情况下，只能寄希望于美联储通过加息抑制劳动力需求，然而，美联储11月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员

暗示 12 月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，意味着美联储大概率将放缓加息，但本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，因此数据公布后市场对加息预期变化不大，但降息预期却出现明显降温。总体而言，市场对加息的恐慌已经明显弱化了，更加需要关注的是“紧缩”和“衰退”的两大预期差所造成的波动。

图表 3：美国非农就业好于预期



图表 4：美国劳动力市场偏紧



数据来源：WIND

(2) 美联储褐皮书显示经济活动放缓

当地时间 11 月 30 日，美联储发布年内最后一次经济活动褐皮书，报告显示美国经济增速放缓，物价水平继续攀升，自上次报告（10 月 19 日）以来，美国经济活动大致持平或略有上升，低于上一个褐皮书期间温和的平均增长速度，此表述低于上一个褐皮书对经济的表述，10 月的褐皮书中对美国经济的描述为“适度扩张”。具体来看，经济方面，本次褐皮书拱提到 8 次“衰退”，主要集中在波士顿联储管辖区和费城联储管辖区，纽约、堪萨斯城等辖区经济出现小幅下降，仅 5 个辖区经济出现轻微或温和增长。由于利率和通货膨胀对经济活动构成压力，许多受访者对经济前景表示了更大的不确定性或悲观情绪。价格方面，大部分地区居民消费价格涨幅温和或强劲。但价格上涨的步伐总体上有所放缓，反映了供应链改善和需求疲软；在需求疲软的情况下，一些地区的房屋租金增长开始放缓，房价增长放缓或直接下跌；预计通胀将保持稳定或温和进一步向前发展。就业方面，大多数地区的就业增长温和，有两个地区的就业人数持平，劳动力需求有所减弱，整体劳动力市场依然紧张，但招聘难度进一步缓解，预计未来就业增长稳定或放缓，工资至少会进一步温和增长。经济不确定性增加，也佐证后续美联储加息将逐渐放缓。

(3) 欧央行行长继续放鹰

当地时间 11 月 28 日，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将进一步加息，确保通胀及时回到 2% 的中期目标。通胀方面，拉加德认为，目前通胀仍存在不确定性，尤其是能源成本向零售转嫁这一过程，现在称通胀见顶是言之过早，通胀风险依然是偏向上行的。欧元区 10 月调和 CPI 同比上涨 10.6%，核心调和 CPI 也较前值 4.8% 走高到 5.0%。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 47.3%，较上月的 46.4% 有所回升，制造业

形势有所改善，但仍然处于收缩区间；劳动力市场方面，拉加德指出劳动力市场表现强劲，可能会支持薪资上升。在加息路径方面，拉加德表示后续加息持续的时间以及加息节奏仍取决于经济数据来逐次决定。尽管美联储计划在 12 月放缓加息步伐，但欧元区通胀压力显著大于美国，是否跟随美国放缓加息节奏仍取决于欧元区 11 月的通胀等经济数据，目前预计加息幅度放缓至 50BP 的可能性较大，另外缩表事宜可能在 12 月份开启讨论。

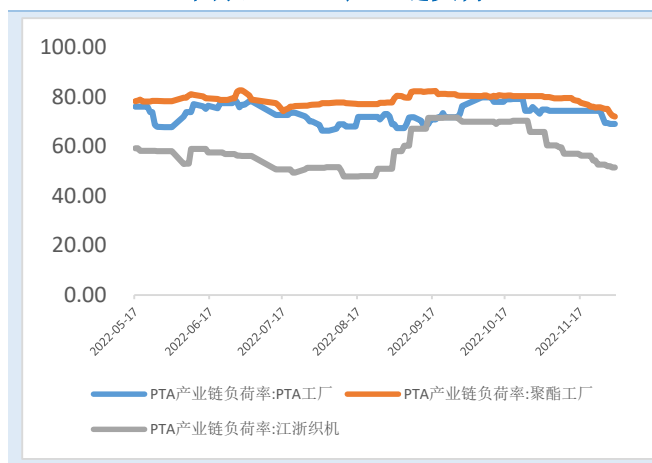
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

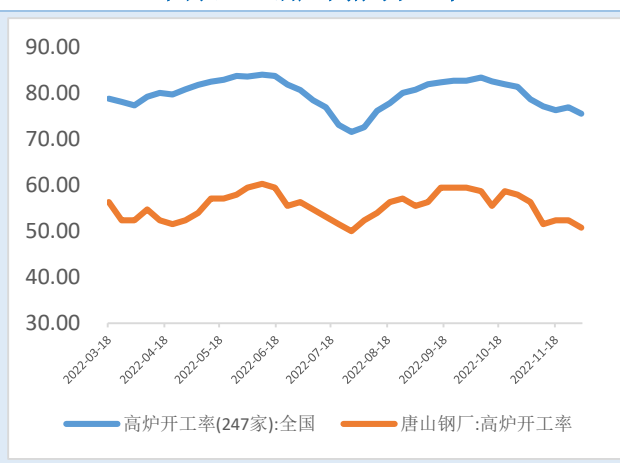
化工：需求逐步走弱，开工率稳中有降。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格同步下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本持稳，其中，PTA 开工率回落至 69.13%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 72.16%，江浙织机负荷率小幅回落至 51.54%。

钢铁：生产稳中有降，需求持续放缓。全国高炉开工率本周小幅回落 1.42 个百分点至 75.61%。目前钢厂仍旧处于亏损边缘，开工率或保持偏低水平。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，社库、厂库双双小幅累积，表需继续回落。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 地产销售周环比上升，汽车销售同比继续走弱

房地产销售周环比上升。截至 11 月 30 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 26.0%，按均值计，11 月环比上升 10.46%，同比下降 24.78%，一、二、三线城市 11 月同比增速分别为-23.59%、-28.36%和-17.18%；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-28.59%，一、二、三线城市环比增速分别为-41.89%、-16.66%和-31.64%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 8.54%，其次为三线城市，溢价率为 2.12%，二线城市最低，为 0.64%。

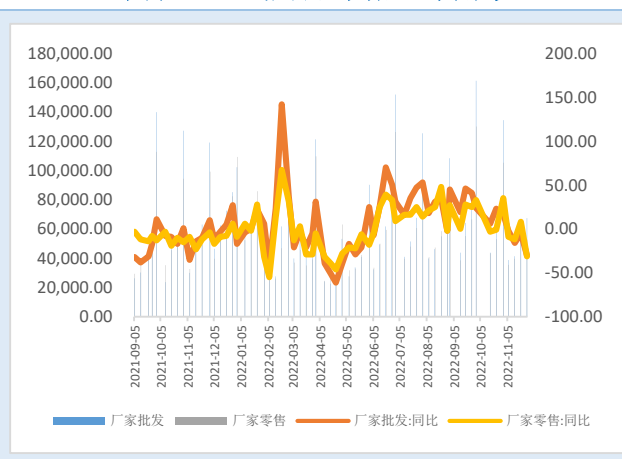
乘用车销售同比继续走弱。乘联会数据统计显示，11 月 21-27 日，乘用车市场零售 37.0 万辆，同比下降 31%，环比上周增长 0%，较上月同期下降 32%；乘用车市场批发 47.2 万辆，同比下降 30%，环比上周增长 16%，较上月同期下降 34%。11 月 1-27 日，乘用车市场零售 123.0 万辆，同比去年下降 14%，较上月同期下降 15%；全国乘用车厂商批发 140.3 万辆，同比去年下降 17%，较上月同期下降 17%。

生产端来看，汽车开工率小幅回落，12 月 01 日当周半钢胎开工率小幅回落至 64.19%。

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

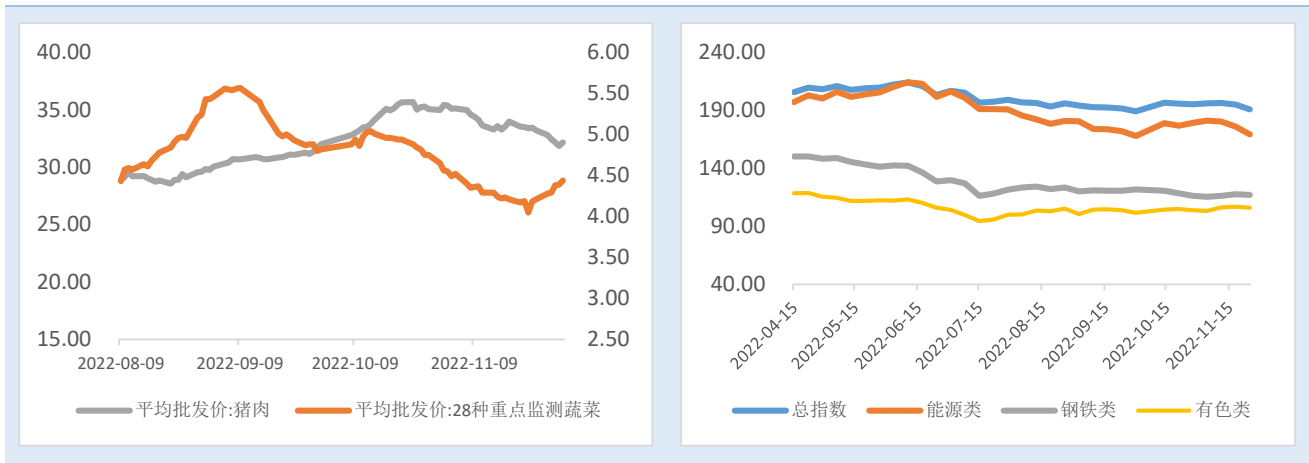
(1) **本周食品价格涨跌互现。**本周蔬菜均价环比上涨 4.71%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 3.37%。

(2) **国内通胀水平温和。**进入 11 月以来，国内食品价格持续下跌，且由于疫情大规模暴发，服务等非食品类消费也都出现了明显的回落，预计 11 月通胀将延续回落态势。往后看，国内通胀压力可控，总体水平比较温和，一方面，本轮猪周期高度有限且权重下调，猪价上涨对 CPI 整体的影响有限；另一方面，四季度疫情形势严峻，国内需求面临较大的扰动，这限制了消费品和服务消费的增长。

(3) **PPI 同比增速跌入负区间。**11 月以来，由于国内稳增长政策加码，黑色系商品持续反弹，而铜、油等国际大宗商品则持续回落，预计 11 月 PPI 同比延续负增长，但降幅或收窄。往后看，全球经济衰退的风险不断上升，未来全球总需求将进一步回落，同时，供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善，大宗商品的长期走势仍面临较大的压力。国内来看，内需支撑力度不足、企业信心偏弱、工业库存较高等因素影响下，工业品价格面临较大的压力，同时，四季度仍将面临高基数的影响，PPI 同比增速或继续保持在负区间。

图表 11：食品价格多数回落

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