

## 疫情短期扰动加大，日本央行吓坏市场

### 观点

1、本周商品指数偏弱震荡，预期交易降温，内强外弱的交易格局暂告段落，黑色系商品高位回落，而供应担忧下的能源类商品则低位反弹。国内来看，随着一系列重要会议的落地，市场预期有所降温，转而关注疫情大规模扩散的现实冲击，弱现实对商品仍有压制，内需的真正启动可能需要等到春节后感染高峰的回落才能见到。国外来看，欧美央行的鹰派立场加剧了未来经济进一步下行的压力，海外衰退或难以避免，即使未来暂停加息，经济衰退下的真实需求走弱仍将长期对商品带来压制。预计商品短期内或难有趋势性机会，建议以波动操作为主。

### 核心逻辑

1) 本周商品指数偏弱震荡，预期交易降温，“内强外弱”的局势暂时打破，其中，黑色系商品高位回落，而能源类商品则低位反弹，基本金属和农产品维持区间震荡。

2) 美国 11 月 PCE 继续下降，日本央行“吓坏市场”。1) 10 月、11 月 CPI 与 PCE 连续下降，反映了美联储累计加息的效果逐步显现——美国地产周期下行，耐用品减速明显。往后看，在看到通胀出现更为持续的下降趋势之前，美联储可能会维持当前的偏鹰立场，加息终值可能超过 5%，但加息幅度可能放缓，预计明年一季度还将有两次 25BP 的加息。2) 日本央行公布利率决议，出人意料地宣布扩大 10 年期国债收益率的目标波动区间，从 -0.25% 至 0.25% 扩大至 -0.5% 至 0.5%，尽管会后日本央行解释这并非是政策转向，但还是吓坏了市场。不过，预计明年 4 月现任行长卸任之前日本央行可能继续维持原有政策，而黑田东彦结束任期后，若日央行转向紧缩，可能引发全球债券抛售，尤其是美债，届时金融市场风险可能增大。

3) 疫情短期扰动加大。随着防疫政策的调整，全国多地疫情快速蔓延，对经济活动产生了一定的扰动。一方面，人流状况明显走弱，主要城市地铁客运量和拥堵指数有所回落，我国执行国内航班架次也有下行。另一方面，感染激增导致缺勤现象严重，12 月中旬以来，全国邮政快递日揽收量持续回落，货运流量指数也有走低。短期来看，疫情扩散对于人员出行和生产经营活动造成一定的拖累。不过，随着后续新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道。

宏观 · 周度报告

2022 年 12 月 25 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

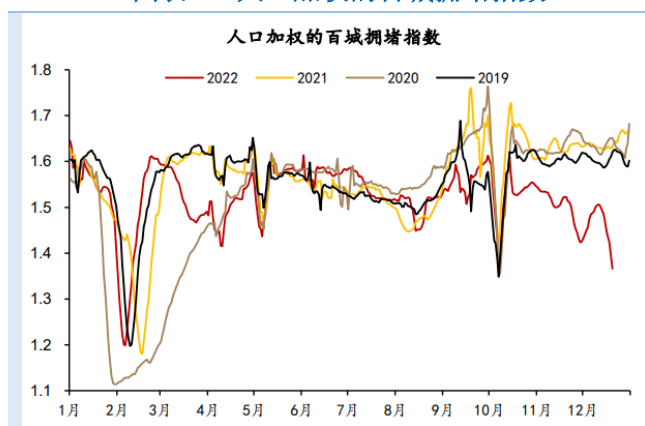
# 一、宏观和政策跟踪

## 1.1 疫情短期扰动加大

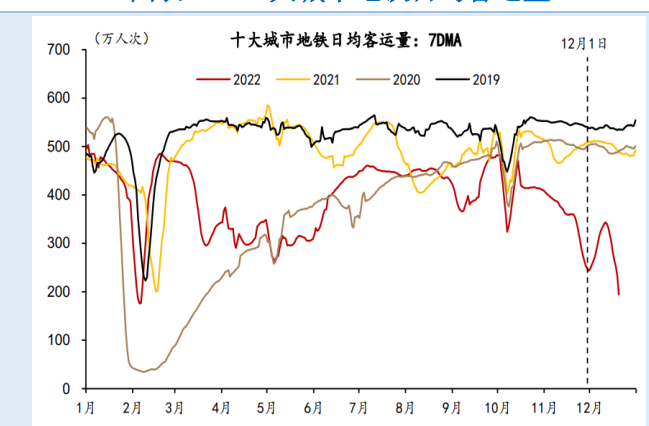
随着防疫政策的调整，全国多地疫情快速蔓延，对经济活动产生了一定的扰动。一方面，人流状况明显走弱，主要城市地铁客运量和拥堵指数有所回落，我国执行国内航班架次数也有下行。另一方面，感染激增导致缺勤现象严重，12月中旬以来，全国邮政快递日揽收量持续回落，货运流量指数也有走低。短期来看，疫情扩散对于人员出行和生产经营活动造成一定的拖累。不过，随着后续新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道。以前疫情较为严重的石家庄等地为例，近日地铁客运量和拥堵指数均已重回升势。

从百度的疫情搜索指数来看，12月21日有超六成的城市达峰（64.9%），12月24日预计有9成的城市达峰（90.7%），据此判断，元旦假期前后各地有望迎来人员流动的拐点。不过，需要警惕的是，1月7日春运开启后，大量的人口流动可能带来第二轮疫情高峰，将对春节期间的消费和节后返工造成拖累。

图表 1：人口加权的百城拥堵指数

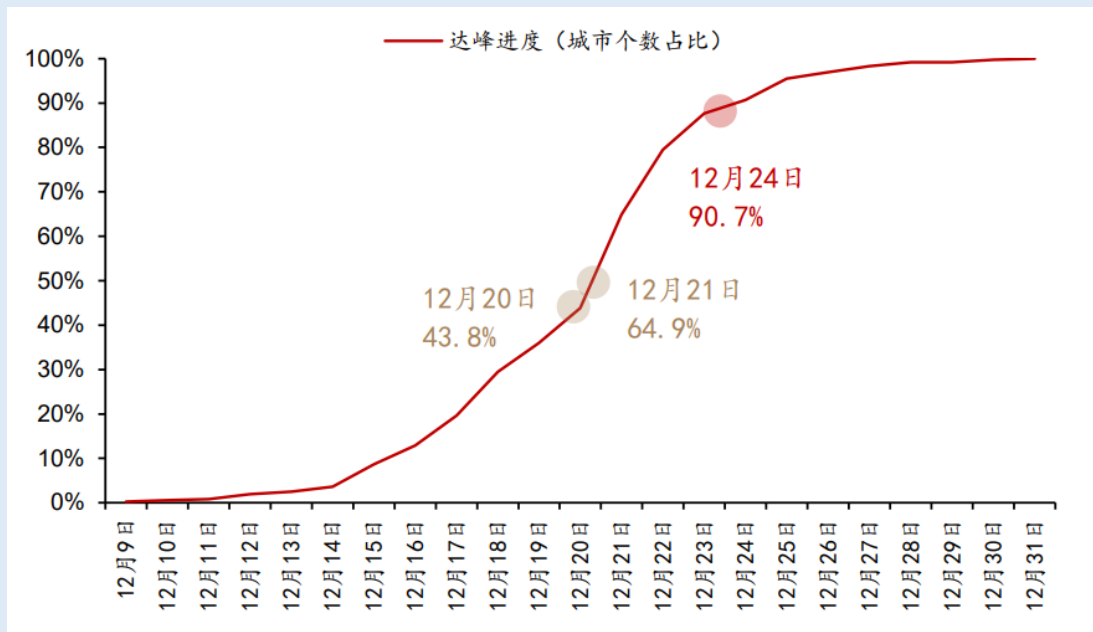


图表 2：10大城市地铁日均客运量



数据来源：Wind

图表 3：疫情搜索指数的达峰城市比例



数据来源：百度指数

## 1.2 国内政策跟踪

### 1、中央召开农村工作会议

中央农村工作会议 12 月 23 日至 24 日在北京举行。国家领导人强调，锚定建设农业强国目标，切实抓好农业农村工作。要实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，抓紧制定实施方案。**要稳慎推进农村宅基地制度改革试点，深化农村集体经营性建设用地入市试点，完善土地增值收益分配机制。**要破除妨碍城乡要素平等交换、双向流动的体制壁垒，促进发展要素、各类服务更多下乡，率先在县域内破除城乡二元结构。要瞄准“农村基本具备现代生活条件”的目标，组织实施好乡村建设行动，特别是要加快防疫、养老、教育、医疗等方面的公共服务设施建设。

### 2、国常会部署抓好稳经济一揽子政策措施

国务院常务会议部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间。会议要求，**对落实稳经济一揽子政策措施抓好填平补齐，确保全面落地；推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。**坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业提振信心、更好发展。支持平台经济健康持续发展。落实支持刚性和改善性住房需求和相关 16 条金融政策。

国务院常务会议指出，元旦春节临近，要继续抓好生活品保供稳价。尽快解决有的地方物流“最后一公里”不畅问题。压实“米袋子”省长负责制、“菜篮子”市长负责制，确保双节生活品供应充足和物价平稳。切实保障群众防疫物资、用药需求，并加强国际合作，合理进口急需品。

### 3、央行要求加大稳健货币政策实施力度

央行要求，加大稳健货币政策实施力度，保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降。优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

### 1.3 美国 11 月 PCE 回落，日本央行吓坏市场

#### （1）美国 11 月 PCE 回落

12 月 23 日，美国商务部数据显示，美国 11 月 PCE 物价指数同比增长 5.5%，与市场预期持平，低于前值 6%（上修至 6.3%），为连续第五个月放缓；11 月 PCE 环比 0.1%，与预期持平，大幅低于 10 月的 0.4%。11 月核心 PCE 同比增速 4.7%，较 10 月下降 0.3 个百分点，与预期的 4.7% 一致；11 月核心 PCE 环比 0.2%，低于 10 月的环比 0.3%，与预期的 0.2% 持平。

从细分项来看，交通服务、餐饮酒店等服务业环比增速明显下滑，机动车等耐用品价格环比增速放缓，反映粘性通胀的租金环比增速仍然坚挺，与 11 月 CPI 的细分项情况大致吻合。PCE 数据公布后，10 年期美债利率上升至 3.74%，美元指数降至 104 左右。

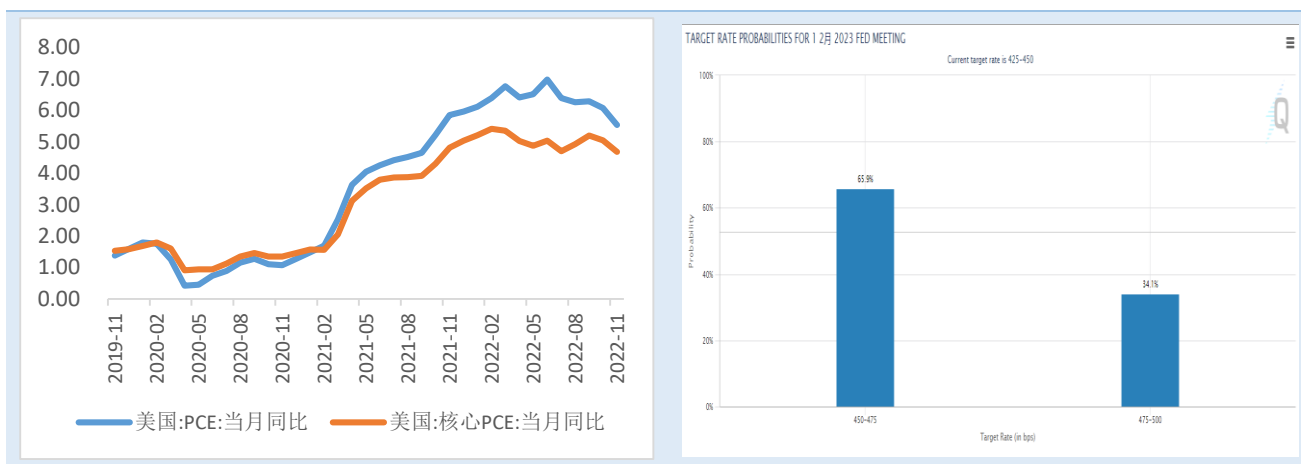
与此同时，一方面，美国耐用品减速明显。美国 11 月耐用品订单月率录得 -2.1%，为 2022 年 2 月以来最大降幅，大幅低于预期的 -0.6%，前值为 1.10%。美国 11 月个人支出月率录得 0.1%，预期为 0.2%，前值修正为 0.9%。

另一方面，美国房地产周期持续下行。从供给端来看，美国 11 月新屋开工总数年化 142.7 万户，连续 3 个月下滑，但好于预期 140 万户，前值上修为 143.4 万户。11 月营建许可总数 134.2 万户，创 2020 年 6 月以来新低，远不及预期的 148.5 万户，前值下修为 151.2 万户。从需求端来看，美国 11 月成屋销售总数年化 409 万户，低于预期 420 万户和前值 443 万户，成屋销售总数年化环比跌 7.7%，环比降幅超预期扩大，同比下降 35.4%。美国房地产市场继续下行，主要是由于按揭贷款利率飙升，叠加通胀高企，居民负担能力逐渐下降。

10 月、11 月 CPI 与 PCE 连续下降，反映了美联储累计加息的效果逐步显现——美国地产周期下行，耐用品减速明显。往后看，在看到通胀出现更为持续的下降趋势之前，美联储可能会维持当前的偏鹰立场，加息终值可能超过 5%，但加息幅度可能放缓，预计明年一季度还将有两次 25BP 的加息。

图表 4：美国 PCE 持续回落

图表 5：2 月加息 25BP 的概率达到 65.9%



数据来源：WIND、CME

## (2) 日本央行“吓坏”市场

12月20日，日本央行公布利率决议，将政策利率维持在-0.1%不变，符合市场预期；此外还表示将增加每月债券购买规模，从目前计划的7.3万亿日元增加到9万亿日元（约675亿美元），日本10年期国债收益率目标也维持在0%左右。不过，值得注意的是，随着购债量的增加，日本央行出人意料地扩大了10年期国债收益率的目标波动区间，从-0.25%至0.25%扩大至-0.5%至0.5%，作为解决长期货币宽松成本的微调措施的一部分。

今年以来，美联储大幅加息，而日本央行维持超宽松政策，美日价差扩大使得日元对美元年内一度跌至20多年低位，日元贬值的同时也助推了日本国内通胀水平，日本东京11月CPI同比上涨3.8%，较前值继续快速攀升，居民生活成本压力增大。本次会议日本央行宣布调整YCC区间显然超出市场预期，消息公布后，市场纷纷猜测日本宽松货币政策将要转向，日元升值、日本股市、债市暴跌。但在下午的记者发布会上，日本央行行长黑田东彦表示。现在讨论退出宽松政策为时过早，并称今天日本央行的决定不是加息，也不意味着退出收益率曲线控制。考虑到明年4月一直坚持宽松货币政策的黑田东彦将结束任期，因此，明年4月之前日本央行可能继续维持原有政策，而黑田东彦结束任期后，若日央行转向紧缩，可能引发全球债券抛售，尤其是美债，届时金融市场风险可能增大。

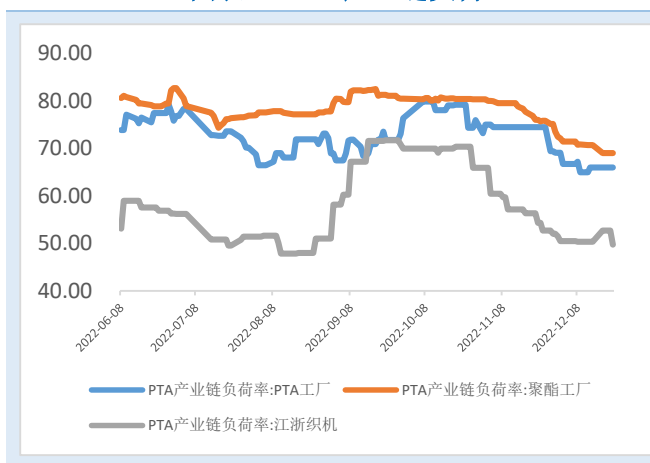
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产基本平稳

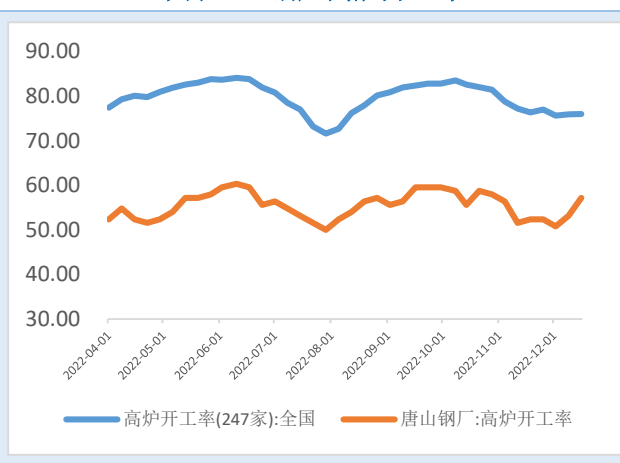
**化工：需求依旧偏弱，开工率基本平稳。**需求方面，聚酯产业链多数产品价格上涨，涤纶 POY 大幅上涨，PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率持稳于 66.02%，聚酯工厂负荷率稳中有落至 69.02%，江浙织机负荷率小幅升至 52.71%。

**钢铁：生产稳中有升，需求持续放缓。**全国高炉开工率本周小幅回升 0.08 个百分点至 75.97%。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，钢材产量小幅回升，社库、厂库双双累积，表需持续走弱。进入传统的消费淡季，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 6：PTA 产业链负荷



图表 7：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

### 2.2 地产销售周环比下降，汽车销售增速回升

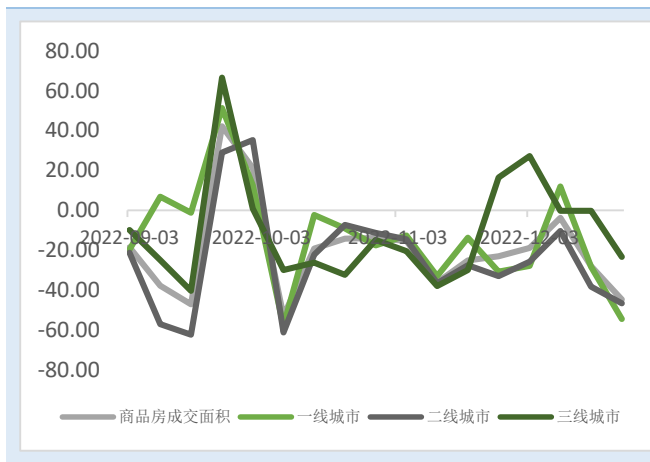
**房地产销售周环比下降。**截至 12 月 21 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 9.95%，按均值计，12 月环比上升 5.69%，同比下降 31%，一、二、三线城市 12 月同比增速分别为-31.61%、-38.96%和-4.18%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-41.04%，一、二、三线城市环比增速分别为 224.18%、-47.52%和-45.01%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 1.36%，其次为二线城市，溢价率为 0.01%，一线城市最低，为 0.0%。

**乘用车销售同比继续走弱。**乘联会发布的最新数据显示，12 月以来，疫情防控措施发生巨大调整，各地放松管控，前期车市压抑刚需快速回补，主要厂商零售第一、二、三周的日均同比分别为-24%、5%、18%。临近年末，燃油车购置税优惠和新能源补贴政策即将到期，终端维持快速交车节奏，预计第四周市场延续第三周增长走势。考虑到各地感染高峰的到来，消费者行为比较谨慎，聚集性活动和出行减少，年底翘尾效应可能受到抑制，第五周预计日均零售同比与去年持平。综合估算 12 月零售将达到 220.0 万辆。

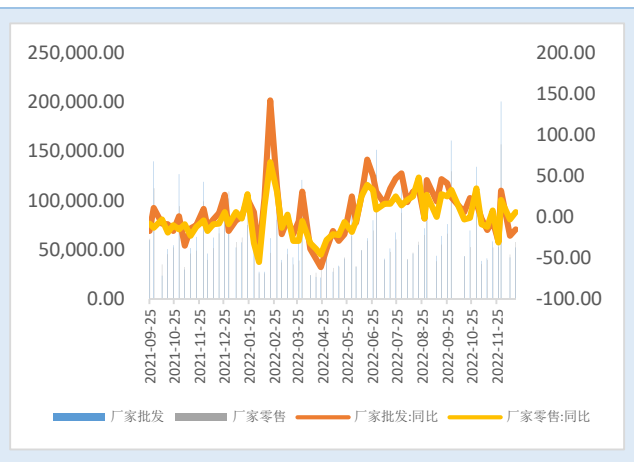


生产端来看，受疫情导致缺勤的影响，汽车开工率小幅回落，12月22日当周半钢胎开工率回落至58.35%。

图表 8：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 9：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

### 三、 物价跟踪

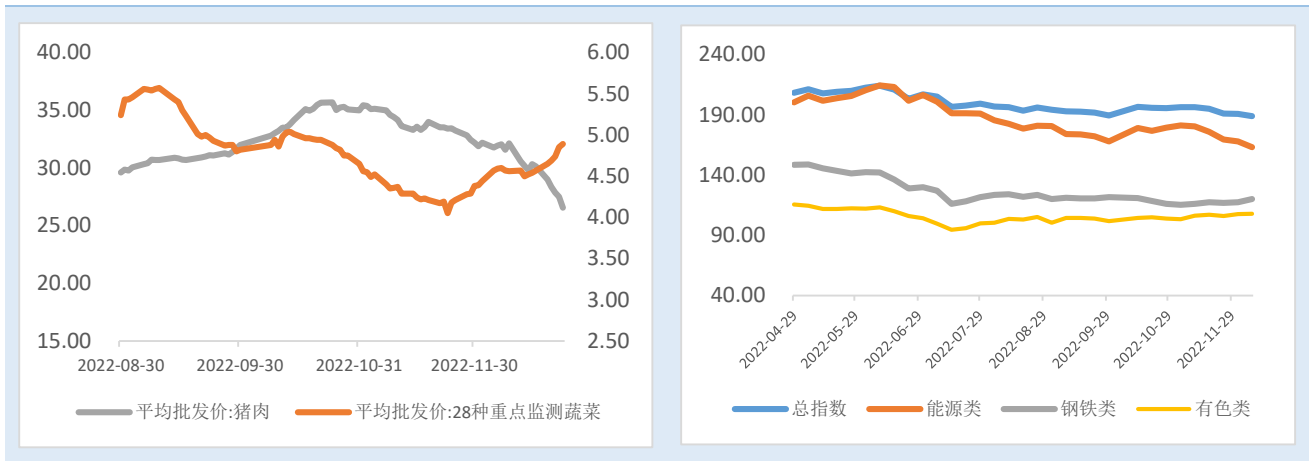
(1) **本周食品价格涨跌互现。**本周蔬菜均价环比上涨 4.93%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 7.77%。

(2) **国内通胀短期无虞，疫后或温和回升。**11月CPI同比增速大幅回落，主因是食品价格季节性供需增减，价格出现回落。往后看，猪肉等食品价格在岁末年初的季节性因素推动下或仍然有小幅上涨的压力，但生猪存栏量目前已触底回升，中长期的压力将逐步得到缓解，而且国际能源供给已经出现缓和，预计食品和能源价格不会对明年通胀构成持续性的压力。需要关注的是如果后续国内防疫调整顺利、经济逐渐重启，明年国内通胀料将有回升的动力，但考虑到与西方国家不同的是，国内货币没有超发且面临的供给环境也大不相同，疫后通胀应不存在大幅上升的压力。

(3) **PPI 上升压力不大，明年同比前低后高。**考虑到明年基建投资保持高强度的同时，地产投资改善幅度有限，国内工业品需求总体将趋于温和改善，带动 PPI 环比在二季度之后持续转正。不过，海外主要经济体陷入衰退的风险持续加大，部分以海外需求定价为主的商品不具备明显反弹的基础。因此，预计明年 PPI 同比将出现反弹，但力度不会太大，节奏上前低后高。

图表 10：食品价格多数回落

图表 11：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