

## 大宗商品短期走势或有反复

### 观点

展望未来，大宗商品反弹至高位，对利空因素敏感性有所上升：一是，美联储加息的尾部风险陡然升温，即使是部分非核心经济数据好于预期也能导致市场大幅波动，核心原因在于当前的商品积累了较多的涨幅（尤其是能源和农产品价格大幅反弹可能带来更顽固的通胀，加大美联储进一步收紧决心），市场谨慎情绪升温，获利了结的心态加重。二是，尽管国内一系列稳增长政策初见成效，经济持续得到恢复，但市场的信心依旧低迷，原因在于政策并非一次性给足而是逐步推出的，政策 too small、too late 的担忧情绪挥之不去。考虑到下周 8 月份宏观数据将密集披露，大宗商品短期走势或有反复。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品陷入高位震荡，波动明显加大，一方面，美债利率走高，美元指数走升，打击全球市场的风险偏好；另一方面，沙特、俄罗斯延长自愿减产协议的时间导致国际油价大幅反弹，支撑大宗商品价格。

(2) 进口降幅双双收窄，且表现好于预期。1) 8 月出口降幅收窄 5.7 个百分点至 -8.8%，主要是得益于外需出现阶段性企稳，往后看，我们倾向于认为出口下行压力最大的阶段或已过去，后续出口增速有望震荡回升，一是，去年四季度低基数对出口的支撑还将进一步增强；二是，大宗商品价格出现企稳迹象，原油价格较快反弹，价格因素对出口的拖累减弱。2) 8 月进口降幅收窄 5.1 个百分点至 -7.3%，低基数、内需恢复、价格上涨是进口增速回升的主要原因。往后看，随着一系列稳增长政策相继落地实施，内需有望逐步恢复，将继续支撑进口增速改善，同时，大宗商品价格企稳回升，对进口增速的拖累有望缩小。因此，预计进口降幅有望继续收窄。

(3) 美国 ISM 非制造业 PMI 仍偏强劲，欧洲经济下行压力较大。1) 美国 8 月 ISM 非制造业 PMI 54.5，为 2023 年 2 月以来新高，预期 52.5，前值 52.7。美国上周初请失业金人数为 21.6 万人，预期 23.4 万人，前值自 22.8 万人修正至 22.9 万人。2) 欧元区第二季度 GDP 终值同比升 0.5%，预期升 0.6%，初值升 0.6%；环比升 0.1%，预期升 0.3%，初值升 0.3%。近期公布的数据显示欧美经济均有走弱的压力，但欧洲经济明显更弱于美国，这导致欧元对美元贬值推升美元指数的走势，同时，美联储加息的尾部风险推升美债利率，以上因素打击了全球市场的风险偏好。

宏观·周度报告

2023 年 9 月 10 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 进口增速表现好于预期

### 1、外贸表现好于预期

**事件：**按美元计价，2023年8月中国出口增长-8.8%，Wind一致预期-9.5%，前值-14.5%；进口增长-7.3%，Wind一致预期-8.2%，前值-12.4%；贸易顺差683.6亿美元。

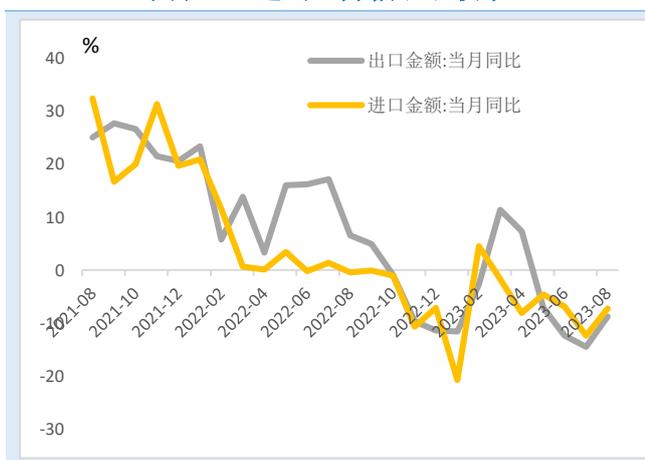
1) 出口：外需阶段性企稳，出口增速降幅收窄。8月出口降幅收窄5.7个百分点至-8.8%，主要是得益于外需出现阶段性企稳，这体现为8月全球制造业PMI回升0.4个百分点至49%，8月中国统计局制造业PMI新出口订单指数也在连续下降5个月后出现回升，此外，8月中国出口集装箱运价指数连续四周环比上涨也从侧面印证了外需的阶段性改善。同时，需要强调的是去年同期基数显著走弱也是出口降幅收窄的重要原因。

往后看，我们倾向于认为出口下行压力最大的阶段或已过去，后续出口增速有望震荡回升，一是，去年四季度低基数对出口的支撑还将进一步增强；二是，大宗商品价格出现企稳迹象，原油价格较快反弹，价格因素对出口的拖累减弱。

2) 进口：内需稳步改善，进口增速降幅收窄。8月进口降幅收窄5.1个百分点至-7.3%，低基数、内需恢复、价格上涨是进口增速回升的主要原因。从进口量和价看，主要商品进口价格和数量增速多数环比提高，量价齐升共同支撑本月进口增速降幅收窄；本月进口数量环比提高品种明显增多，由绿色智能化转型领域扩散至基建相关商品，表明受益于政策加力显效，国内需求恢复对进口需求的支撑作用明显。此外，去年8月份进口增速由正转负，低基数是进口增速回升的原因之一。

往后看，随着一系列稳增长政策相继落地实施，内需有望逐步恢复，将继续支撑进口增速改善，同时，大宗商品价格企稳回升，对进口增速的拖累有望缩小。因此，预计进口降幅有望继续收窄。

图表 1：进出口降幅双双收窄



图表 2：对主要国家和地区出口均改善



## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 规划建设保障性住房工作部署电视电话会议召开

9月4日，规划建设保障性住房工作部署电视电话会议召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。何立峰强调，保障性住房建设是艰巨复杂的系统性工程，要坚持规划先行、谋定后动扎实做好前期工作、严格项目管理和成本控制，综合考虑市场形势，合理把握建设节奏。要建立公平公正的配售机制，加强监督审计，重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体及政府引进人才，按保本微利原则配售。保障性住房要实施严格封闭管理，不得上市交易。相关部门要抓紧完善政策体系，各地要加强领导力量，抓好组织实施，强化项目建设全链条监管，确保保障性住房建设取得预期成效。有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序有效推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好。从当前形势看，建设保障性住房面临的困难较多，要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善做善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。

### (2) 国家发展改革委设立民营经济发展局

9月4日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍推动民营经济高质量发展有关情况，并答记者问。7月19日，中共中央、国务院公开印发了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，再次肯定了民营经济的重要地位和作用。一个多月以来，国家发改委会同相关方推出了系列配套举措，取得初步成效。7月24日，发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作、努力调动民间投资积极性的通知》；7月28日，联合市场监管总局、税务总局等8部门印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》；7月31日，最高人民法院发布11个人民法院依法保护民营企业产权和企业家权益典型案例；8月1日，财政部、税务总局发布《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》，延续了小规模纳税人增值税减免政策；8月6日，国家税务总局发布《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施、促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》。人民银行也研究制定了金融支持民营经济发展的政策举措。

结合当前民营经济发展面临的形势和民营经济工作现状，党中央、国务院作出在国家发展改革委设立民营经济发展局的重大决策部署。民营经济发展局的主要职责是：跟踪了解和分析研判民营经济发展状况，统筹协调、组织拟订促进民营经济发展的政策措施，拟订促进民间投资发展政策。建立与民营企业的常态化沟通交流机制，协调解决民营经济发展重大问题，协调支持民营经济提升国际竞争力。。

## 1.3 海外：美国 ISM 非制造业 PMI 仍强劲，欧洲经济下行压力较大

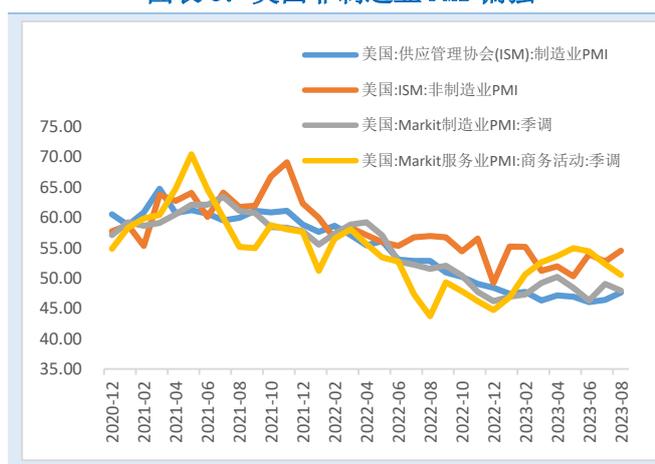
### (1) 美国 ISM 非制造业 PMI 仍偏强劲，欧洲经济下行压力较大

美国上周初请失业金人数为 21.6 万人，预期 23.4 万人，前值自 22.8 万人修正至 22.9 万人；四周均值 22.925 万人，前值自 23.75 万人修正至 23.775 万人；至 8 月 26 日当周续请失业金人数 167.9 万人，预期 171.5 万人，前值自 172.5 万人修正至 171.9 万人。

美国 8 月 ISM 非制造业 PMI 54.5，为 2023 年 2 月以来新高，预期 52.5，前值 52.7。美国供应管理协会评美国非制造业 PMI：在建设方面，全国范围内的销售一直很强劲。大宗商品原材料价格保持稳定，我们正在寻找降低成本的领域。材料供应已恢复到疫情前的水平。在住宿餐饮方面，与大流行前的水平相比，餐馆的销售和客流量趋势每年都保持积极。招聘稳定，有高素质的员工。加州 7 月份出台的新法规包括提高最低工资和实施第 12 号提案（一项农场动物健康和福利立法），导致猪肉价格大幅上涨。医疗保健和社会救助行业方面，虽然劳动力成本继续下降，但药品和用品成本仍然居高不下，对营业利润率产生了负面影响。尽管某些类别的供应仍然受到限制，但供应链仍在持续运行。患者数量和收入本月略有下降，但随着返校季节的临近，似乎正在反弹。预测保持谨慎乐观。

欧元区第二季度 GDP 终值同比升 0.5%，预期升 0.6%，初值升 0.6%；环比升 0.1%，预期升 0.3%，初值升 0.3%。

图表 3：美国非制造业 PMI 偏强



数据来源：Wind

图表 4：欧元区经济下行压力较大



数据来源：Wind

## （2）美国财政再现波澜

当地时间 9 月 3 日，美国哥伦比亚广播公司报道，美国商务部长吉娜·雷蒙多表示，美国商界非常担忧，美国政府在 10 月 1 日一旦出现“关门”，这将对美国经济带来极大挑战。这是 2023 年以来，美国政府第二次陷入财政危机，如果国会不能批准这项短期资金支出协议，政府可能将在 9 月 30 日耗尽资金。8 月 31 日，白宫表示正在敦促国会通过一项为联邦政府提供资金的短期支出协议，避免联邦政府在 10 月 1 日新财年开始前因无钱运转而陷入停摆。

从目前两党的态度看，双方仍有较大分歧。以美国众议院议长麦卡锡为代表的共和党人主张大幅削减政府开支，而包括美国总统拜登在内的民主党人则持反对意见。在 2024 年美国大选渐近的背景下，两党斗争可能更加激烈。

## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产基本平稳

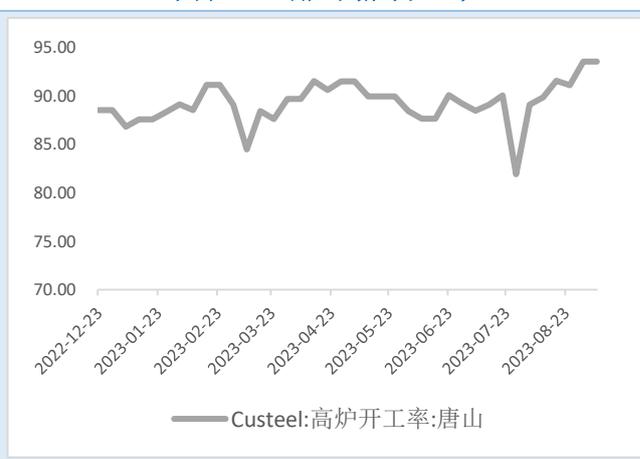
**化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数上涨。**需求方面，聚酯产业链产品价格多数上涨，截至9月8日，涤纶POY价格、聚酯切片价格均较上期上涨，PTA价格持平于上期。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率升至83.17%，聚酯工厂负荷率持稳于90.38%，江浙织机负荷率升至64.60%。

**钢铁：生产稳中有降，需求有所改善。**唐上高炉开工率持稳于93.53%，各地产量平控政策陆续执行，叠加钢厂利润走低，高炉开工率有所下滑。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，表需超预期回升，库存继续去化。随着旺季逐步临近，备货需求有所增加。

图表8：PTA产业链负荷



图表9：钢厂高炉开工率



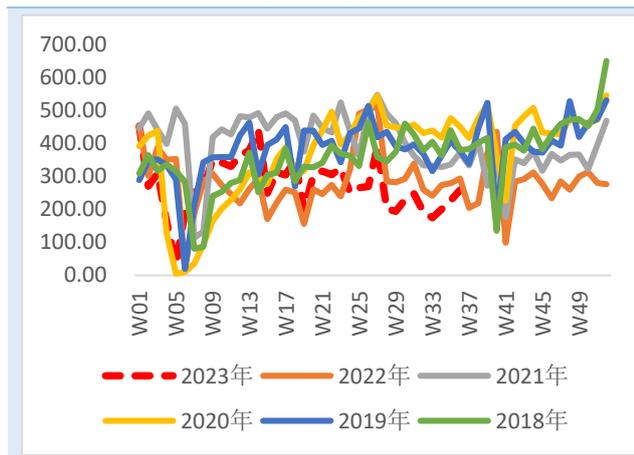
数据来源：Wind

### 2.2 房地产销售月环比下降，乘用车零售量同比增长

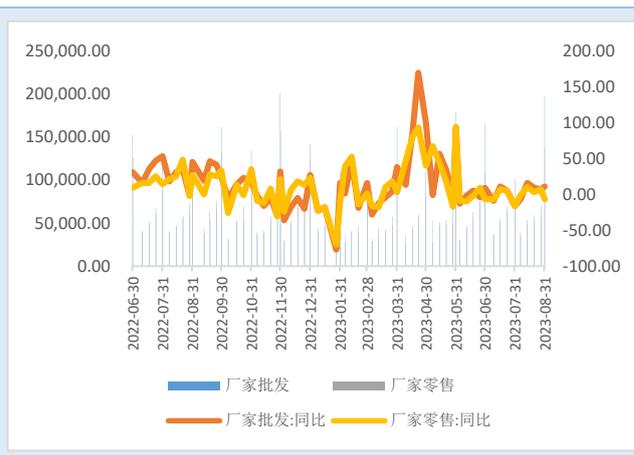
**房地产销售周环比下降。**截至9月7日，30个大中城市商品房成交面积较上周下降45.8%，按均值计，9月环比下降20.99%，同比下降44.87%，其中，一、二、三线城市9月同比分别增长-56.89%、-34.66%、-52.51%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为14.0%，一、二、三线城市环比增速分别为-16.38%、20.80%和15.58%，其中，二线城市土地溢价率最高，为9.59%，其次是三线城市，为2.19%，最后是一线城市，为0.00%。

**乘用车零售量同比增长。**根据乘联会数据，8月第五周全国乘用车市场日均零售13.7万辆，同比去年8月同期下降7%，环比上月同期增20%。8月1-31日乘用车市场零售190.2万辆，同比增长2%，环比增长7%；今年以来累计零售1319.9万辆，同比增长2%。由于去年8月的车购税减税拉动销量作用放缓，而今年是正常销售时间，因此，8月的同比走势仍较强。由于上月当时统计有4周，因此上月第四周的数据会偏高。

图表 10：30 大中城市地产销售：周



图表 11：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（截至 9 月 8 日）蔬菜均价环比上涨 0.38%，猪肉均价环比下跌 0.76%。

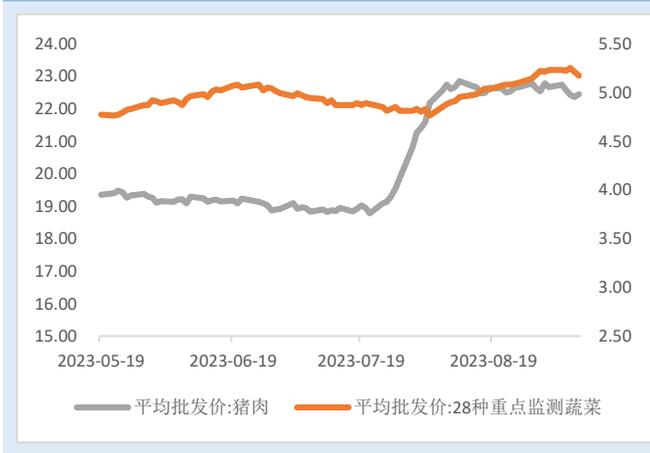
国家统计局发布的最新数据显示，中国 8 月 CPI 同比 0.1%，预期 0.1%，前值-0.3%。中国 8 月 CPI 环比 0.3%，前值 0.2%。中国 8 月 PPI 同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%。中国 8 月 PPI 环比 0.2%，前值-0.2%。

(2) CPI 料已见底，回升动能关注内需改善情况。8 月 CPI 同比增速回升至 0.1%，猪肉、油价共振反弹是支撑 CPI 同比增速触底回升的主要原因。往后看，尽管近期猪价回升给食品 CPI 带来一定的改善，但由于当前母猪存栏仍在 4200 万头以上较高水平，供给偏宽松的局面或较难支撑猪价持续上涨；非食品方面，考虑到 OPEC+自愿减产的协议进一步延长，油价供需两端均存在支撑，对非食品价格有正向的拉动；此外，核心 CPI 同比维持在较高水平，但环比由上月上涨 0.5%转为持平，表明当前内需改善仍然比较有限，后续关注一系列稳增长落地后内需改善的情况。

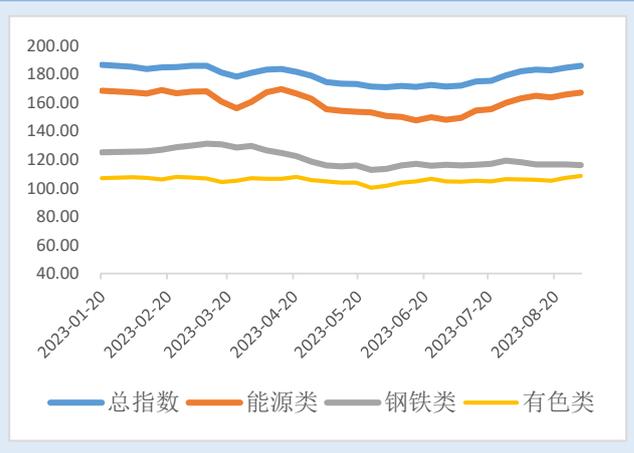
总体而言，CPI 增速料已在 7 月见底，未来将逐步回升，而回升的幅度取决于内需的改善程度。节奏上来看，9-10 月 CPI 存在高基数因素影响，预计 9-10 月 CPI 同比在 0%以上小幅波动，11 月起或恢复上行。

(3) PPI 回升方向确定，但幅度存在不确定性。6 月以来随着大宗商品价格持续反弹，PPI 环比由降转涨，并带动 PPI 同比增速见底回升。往后看，海外加息接近尾声，经济软着陆概率上升，国内政策持续发力，内需逐步回暖，带动企业加快去库，并有望在四季度或明年初开启新一轮的补库周期，大宗商品和工业品价格中长期走势存在支撑，叠加去年同期的低基数，年内 PPI 同比增速料将逐步回升。但考虑到海外央行加息的尾部风险尚存，国内经济回升存在时滞，PPI 增速回升的幅度仍具有不确定性。

图表 12: 食品价格多数反弹



图表 13: 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