

经济复苏动能增强，商品偏强震荡

观点

展望未来，多空因素交织下，大宗商品指数或继续偏强震荡，品种间走势延续分化。一方面，国内外利多因素犹存，国内逆周期调节政策持续加码，中国经济企稳恢复；美国经济存在韧性、美联储加息接近尾声；沙特和俄罗斯延长自愿减产协议的时间，刺激能源价格大幅上涨。另一方面，随着大宗商品反弹至高位，对利空因素敏感性也有所上升：一是，美国8月通胀再度超出市场预期，意味着即使结束加息周期，高利率环境也将持续更长的时间。二是，市场的信心依旧低迷，原因在于房地产政策优化调整的效果还不明显、财政加杠杆的意愿不足，未来经济复苏的高度仍存在较大的不确定性。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品偏强震荡，主要受国内8月经济数据、降准，以及美国通胀数据等宏观因素的扰动，市场情绪波动较大；与此同时，沙特和俄罗斯自愿减产，叠加原油低库存导致能源价格持续走强支撑商品指数。

(2) 政策持续发力，经济企稳恢复。8月国内主要经济指标均有不同程度的改善，分项来看，生产环比进一步扩张，投资和消费环比均由负转正，价格(CPI、PPI)触底回升，指向经济修复加快。但与此同时，房地产和出口仍是当前经济运行最主要的拖累。8月以来一系列稳增长政策组合拳初见成效，8月国内经济活动和通胀都有所改善。展望未来，一方面，随着房地产行业优化措施持续落地生效，商品房销售有望回暖，房企的资金压力也有望得到缓解，从而改善投资需求；另一方面，降准、降息等货币宽松政策密集出台，叠加财政合力支持，各主体投资意愿或逐步得到修复。总而言之，随着稳增长政策加快落地生效，内需或将加快恢复、外需也大概率触底回升，经济复苏动能有望持续增强，四季度经济增速可能进一步回升。

(3) 美国通胀超预期回升，欧元面临“稳增长”和“控通胀”两难。1) 美国8月CPI环比0.6%，同比3.7%，核心CPI环比0.3%，同比4.3%。美国8月CPI再度回升主要是受能源价格反弹影响，而核心CPI降温可能会在一定程度上减轻美联储的压力，预计美联储9月FOMC大概率按兵不动，至于11月会否再次加息将取决于未来两三个月经济数据的表现。2) 欧元区9月ZEW经济景气指数为-8.9，欧盟委员会下调欧盟和欧元区今明两年的经济增长预期，反映出欧盟委员会对于欧盟经济的持续悲观预期。欧央行9月会议决定将三大关键利率上调25个基点。尽管欧洲央行进一步加息，但欧洲央行也表示“欧洲央行的关键利率已经达到了能够维持足够长持续时间的水平”，暗示其通过加息来抑制通胀的工作可能已经完成。

宏观·周度报告

2023年9月17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



国贸期货研究院

示其通过加息来抑制通胀的工作可能已经完成。

一、宏观和政策跟踪

1.1 政策持续发力，经济企稳恢复

(1) 生产端：

中国8月规模以上工业增加值同比4.5%，预期3.9%，前值3.7%。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长0.50%，上月为增长0.01%。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%，预期3.8%，前值3.8%。

(2) 需求端：

1) 基建和制造业投资是稳增长抓手。中国1-8月固定资产投资同比3.2%，预期3.3%，前值3.4%。其中，制造业投资同比增长5.9%，较前值回升0.2个百分点；房地产开发投资同比下降8.8%，降幅较前值扩大0.3个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长6.4%，较前值回落0.4个百分点。

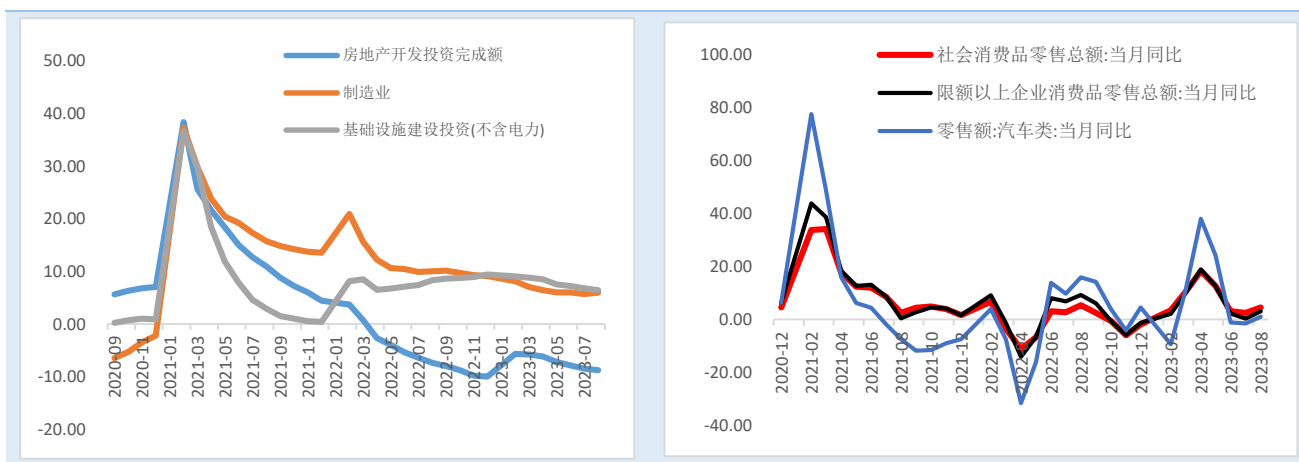
2) 社会消费超预期回升。中国8月社会消费品零售总额同比4.6%，预期3.0%，前值2.5%。中国1至8月社会消费品零售总额同比7.0%，预期6.8%，前值7.3%。

8月国内主要经济指标均有不同程度的改善，分项来看，生产环比进一步扩张，投资和消费环比均由负转正，价格（CPI、PPI）触底回升，指向经济修复加快。但与此同时，房地产和出口仍是当前经济运行最主要的拖累。

整体而言，7月政治局会议提出“加大宏观政策调控力度”，8月以来一系列稳增长政策组合拳相继打出，央行再次降息、降准，房地产政策进一步放松，政府债券发行提速。目前逆周期调节的政策效果初见成效，8月国内经济活动和通胀都有所改善。展望未来，一方面，随着房地产行业优化措施持续落地生效，商品房销售有望回暖，房企的资金压力也有望得到缓解，从而改善投资需求；另一方面，降准、降息等货币宽松政策密集出台，叠加财政合力支持，各主体投资意愿或逐步得到修复。总而言之，随着稳增长政策加快落地生效，内需或将加快恢复、外需也大概率触底回升，经济复苏动能有望持续增强，四季度经济增速可能进一步回升。

图表 1：基建和制造业是稳增长主要抓手

图表 2：社会消费超预期回升



数据来源: Wind

数据来源: Wind

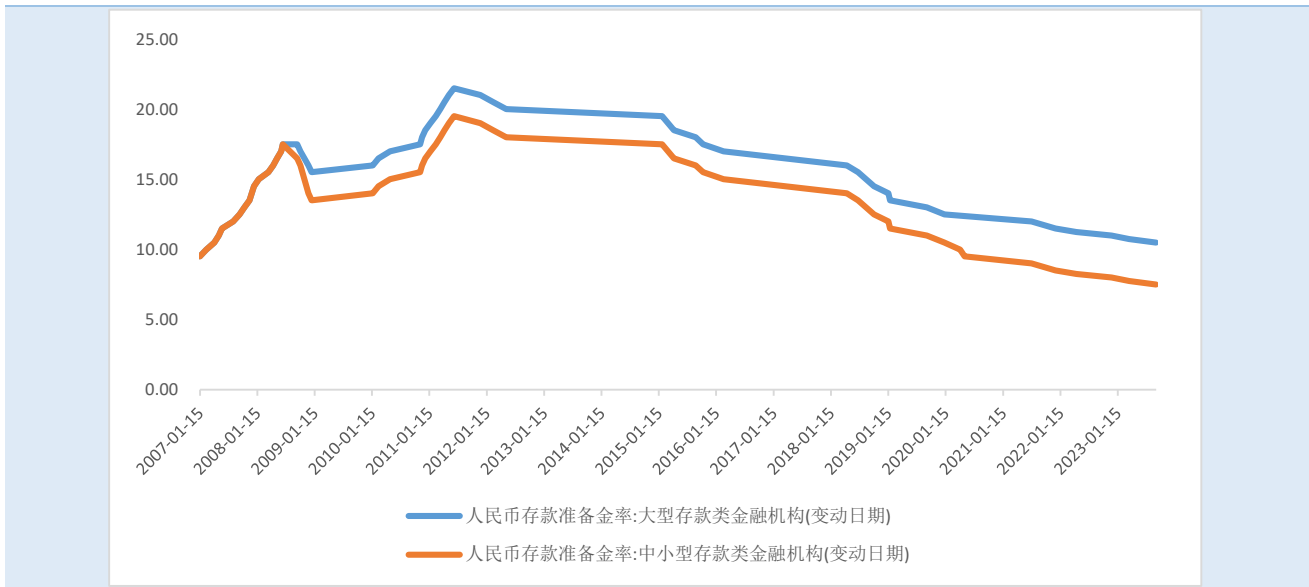
稳增长政策持续发力，央行降准 0.25 个百分点

9月14日，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的全融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。央行在公告中指出，当前我国经济运行持续恢复，内生动力持续增强，社会预期持续改善。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，决定于下调金融机构存款准备金率。据估算，此次降准释放流动性约为5000亿元左右。

1) 9月降准的原因：一是，国内经济下行压力加大，8月制造业PMI虽然有所回升，但仍然在荣枯线之下，需要政策的进一步提振；二是，近期市场资金面收紧，主要因为8、9月地方债发行加快，银行信贷投放力度增大，加上跨季末的流动性缺口；三是，9-12月仍有2.4万亿元的MLF到期，另外用于地方化债的特殊再融资债券也将提上日程，需要补充流动性供给，防止资金利率急剧波动。

2) 8月以来，稳增长政策组合拳持续推出，财税、房地产、货币政策接连发力，市场预期较之前有所好转，但经济持续回升仍需要政策进一步支持，展望未来，我们预计年内仍有降息的可能性。

图表 3：央行再次全面下调存款准备金率



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 城中村改造项目纳入专项债范围

9月12日,据媒体报道从多位地方投融资人士处了解到,当前政策加大对城中村改造的支持力度,符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围。不过考虑到今年专项债发行已接近尾声,城中村改造专项债预计明年发行。7月21日,国务院常务会议审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。按照《2020中国人口普查分县资料》,共有7个超大城市、14个特大城市,分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津、武汉、东莞、西安杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连。

一些地方投融资人士认为,后续城中村改造项目可能会纳入保障性安居工程领域之中。8月25日,国务院常务会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》,会议指出推进保障性住房建设,有利于保障和改善民生,有利于扩大有效投资,是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。随着城中村改造的陆续推进,预计将对明年固定资产投资形成有力支撑,规模或达万亿元。

(2) 专题会议召开提振人民币汇率

9月11日,全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开。会议讨论了近期外汇市场形势和人民币汇率问题。外汇市场自律机制相关指导司局、8家外汇市场自律机制核心成员机构代表参加会议。会议认为,近期人民币对美元虽然有所贬值,但对一篮子货币保持基本稳定,对非美主要货币保持相对强势,外汇市场运行稳健,市场预期总体平稳。随着国内稳经济、稳预期政策陆续出台落地物价(CPI)同比增速触底转正,进出口数据好于预期,房地产政策效果逐步显现,消费明显回暖,科技创新不断突破,经济高质量发展持续推进,经济“进”的势能正在积聚,人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础。

会议强调，保持人民币汇率基本稳定是金融管理部门、外汇市场自律机制、外汇市场成员、广大企业和居民的共同愿望。在党中央、国务院的坚强领导下，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置坚决防范汇率超调风险。外汇市场自律机制要在金融管理部门指导下，持续引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，加强对自律机制成员的行为监督和自律管理。外汇市场成员要自觉维护市场稳定，有序开展做市自营交易，坚决杜绝投机炒作、煽动客户等扰乱外汇市场秩序的行为。企业和居民要坚持“风险中性”，不盲从跟风，不赌单边，不赌点位，维护好财产安全。

短期来看，由于美联储放鹰美元指数有所回升，但随着国内稳增长政策对经济基本面的提振，后续人民币并不具备快速贬值的基础，短期或延续震荡走势。

1.3 海外：美国 CPI 超预期反弹，欧元区经济下行压力加大

(1) 美国 CPI 超预期反弹

当地时间 9 月 13 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 8 月 CPI 环比 0.6%，预期 0.6%，前值 0.2%；同比 3.7%，预期 3.6%，前值 3.2%。核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%；同比 4.3%，预期 4.3%，前值 4.7%。

分项来看，1) 能源环比 5.6%（前值为 0.1%），主要来自汽油 10.6%，是本次 CPI 的最大贡献分项，贡献率超过 50%。由于近期俄罗斯和沙特原油减产，美国石油战略储备处于低位，原油价格易涨难跌，因而能源将再次对通胀产生局部压力，后续通胀回落幅度和速度或有减缓。食品价格平稳，环比 0.2，与上月持平。

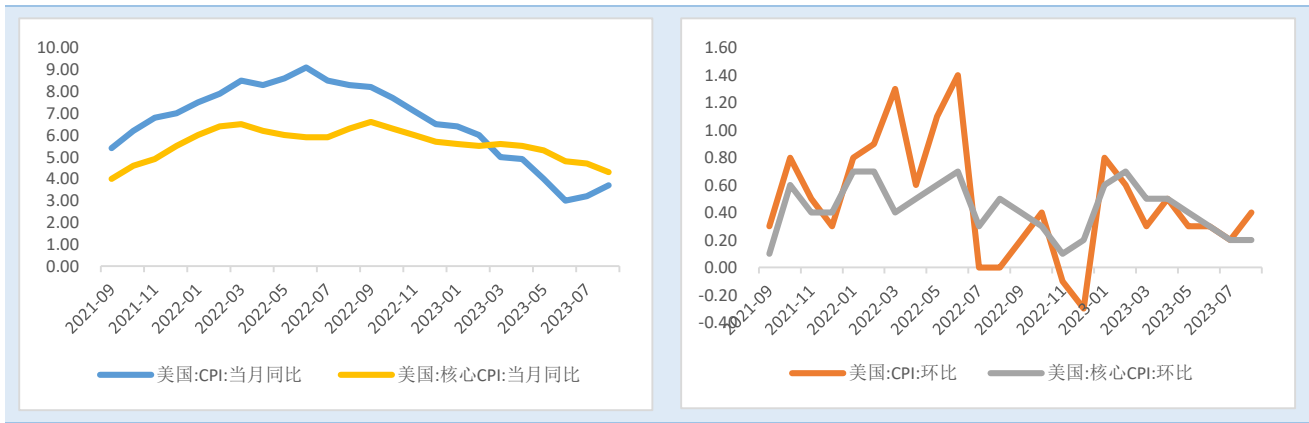
2) 核心通胀环比 0.3%（前值为 0.2%），虽略有回升，但仍低于之前的 0.4%附近，总体尚可。环比上涨的分项有租金、等价租金、车险、医疗和个人护理，下降的有住宿、二手车、休闲。住宅分项环比增速 0.3%（前值为 0.4%），其中房价等价租金 0.4%，租金 0.5%，外宿-3%。

3) 考虑到 OPEC+ 维持减产措施，油价易涨难跌，叠加基数效应走低，预计 CPI 同比仍有小幅回升的风险，不过，当前美国服务业 PMI 有明显的回落，且劳动力市场紧张状况持续缓解，预计核心 CPI 回落的大方向比较明确。

总体而言，美国 8 月 CPI 再度回升主要是受能源价格反弹影响，而核心 CPI 降温可能会在一定程度上减轻美联储的压力，预计美联储 9 月 FOMC 大概率按兵不动，至于 11 月会否再次加息将取决于未来两三个月经济数据的表现。

图表 4：美国通胀同比增速

图表 5：美国通胀环比增速



数据来源：Wind

数据来源：Wind

(2) 欧洲央行面临着“稳增长”和“控通胀”两难问题

当地时间9月12日,欧洲经济研究中心(ZEW)发布的数据显示,欧元区9月ZEW经济景气指数为-8.9,前值为-5.5,德国9月ZEW经济景气指数为-11.4,预期-15,前值-12.3。欧盟委员会下调欧盟和欧元区今明两年的经济增长预期,反映出欧盟委员会对于欧盟经济的持续悲观预期。欧元区第二季度GDP同比终值为0.5%,低于预期和前值。但同时欧洲通胀水平仍然较高,8月欧元区CPI同比录得5.3%,与7月持平,维持较高水平。

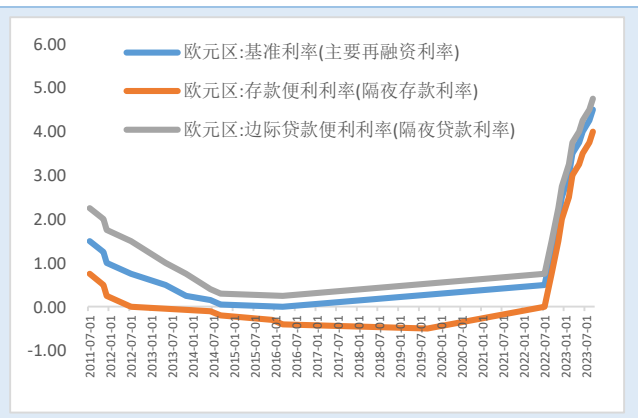
当地时间9月14日,欧洲央行召开议息会议,将三大关键利率上调25个基点,同时下调2023年至2025年的经济增速预期,预计2023年GDP增速为0.7%,此前预计为0.9%,预计2024年GDP增速为1%,此前预计为1.5%,并上调2024年通胀预期,预计2024年通胀率为3.2%,6月预期为3.0%。欧洲央行认为仍然预计通胀会在长时间内维持过高水平,决心确保通胀回归2%的目标。财政方面,欧洲央行称PEPP的再投资计划将持续到2024年底。尽管欧洲央行进一步加息,但欧洲央行也表示“欧洲央行的关键利率已经达到了能够维持足够长时间的水平”,暗示其通过加息来抑制通胀的工作可能已经完成,因而导致欧元兑美元走弱。在欧洲经济基本面偏弱及加息之后效应显现影响下,预计欧洲再加息概率较低,后续欧洲经济走弱风险较大。

图表 6: 欧元区经济下行压力加大



数据来源：Wind

图表 7: 欧央行再次加息 25BP



数据来源：Wind

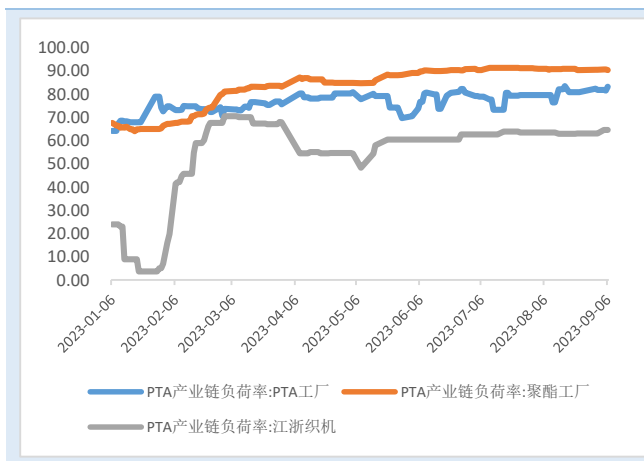
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

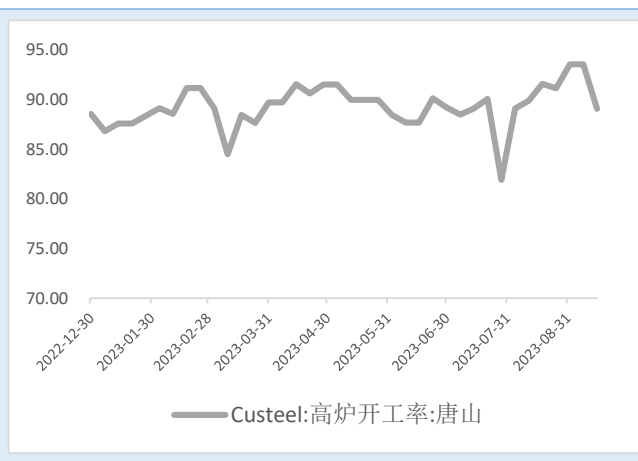
化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数上涨。需求方面，聚酯产业链产品价格多数上涨，截至9月8日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均较上期上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率升至83.17%，聚酯工厂负荷率持稳于90.38%，江浙织机负荷率升至64.60%。

钢铁：生产稳中有降，需求有所改善。唐山高炉开工率回落至89.04%，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，表需略有下滑，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

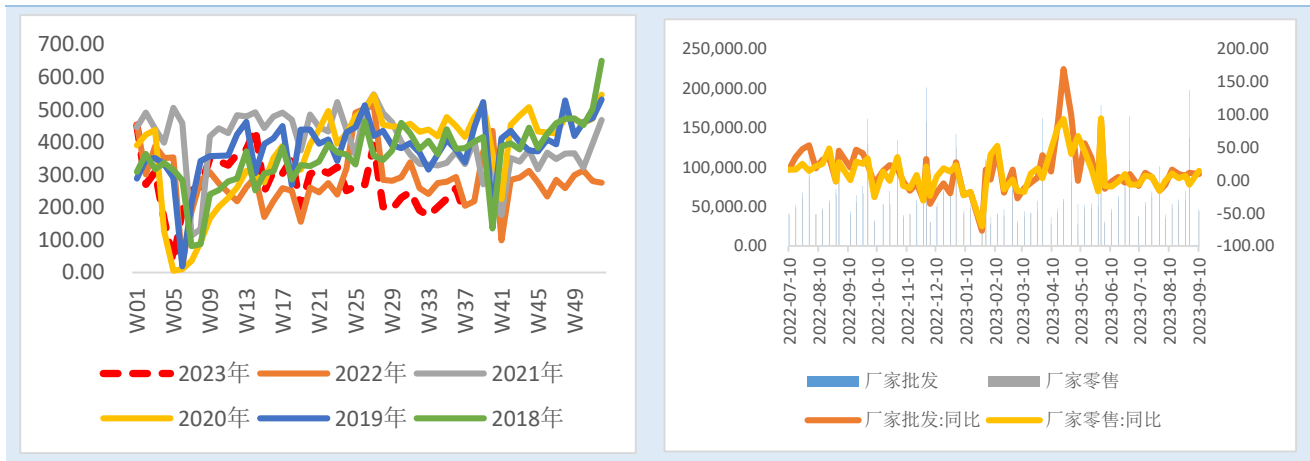
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比上升。截至9月14日，30个大中城市商品房成交面积较上周上升3.24%，按均值计，9月环比下降18.23%，同比下降42.94%，其中，一、二、三线城市9月同比分别增长-56.74%、-32.45%、-48.97%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为-20.60%，一、二、三线城市环比增速分别为-21.31%、-56.56%和-7.79%，其中，三线城市土地溢价率最高，为1.24%，一、二线城市均为0.00%。

乘用车零售量同比增长。根据乘联会数据，9月第一周全国乘用车市场日均零售4.4万辆，同比去年9月同期增长14%，环比上月同期基本持平。9月1-10日，乘用车市场零售43.9万辆，同比去年同期增长14%，较上月同期增长0%；今年以来累计零售1365.1万辆，同比去年同期增长2%。随着各地促消费政策的持续不断，各类车展等线下活动蓬勃开展，新能源下乡活动成为展销购车的良好载体，拉动消费效果稳定体现。

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) **本周食品价格多数下跌。**本周（截至9月15日）蔬菜均价环比下跌2.57%，猪肉均价环比下跌0.85%。

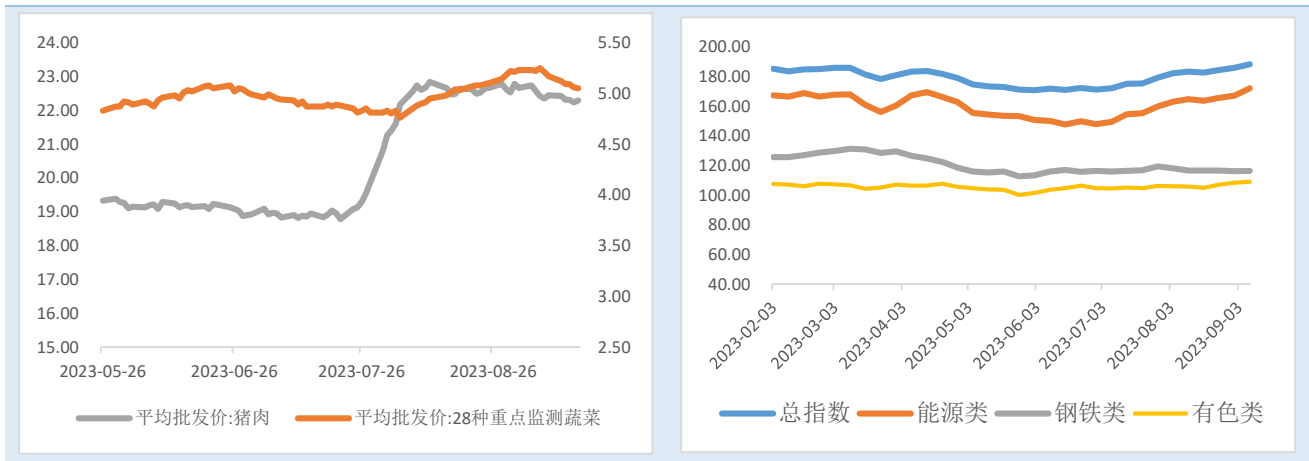
(2) **CPI 料已见底，回升动能关注内需改善情况。**8月CPI同比增速回升至0.1%，猪肉、油价共振反弹是支撑CPI同比增速触底回升的主要原因。往后看，尽管近期猪价回升给食品CPI带来一定的改善，但由于当前母猪存栏仍在4200万头以上较高水平，供给偏宽松的局面或较难支撑猪价持续上涨；非食品方面，考虑到OPEC+自愿减产的协议进一步延长，油价供需两端均存在支撑，对非食品价格有正向的拉动；此外，核心CPI同比维持在较高水平，但环比由上月上涨0.5%转为持平，表明当前内需改善仍然比较有限，后续关注一系列稳增长落地后内需改善的情况。

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