

## 基本面不温不火，地缘政治风险升温

### 观点

展望后市，从近期影响大宗商品走势的关键因素来看：1) 美债利率。当前美国经济韧性仍强，就业市场仍紧，通胀仍有上行风险，年内再加息一次的概率仍存，意味着美债利率存在阶段性走高并压制市场风险偏好的风险；2) 国内经济。在一系列稳增长政策的支撑下，多项数据显示国内经济出现了企稳改善的迹象，但改善的力度还比较有限，尤其是房地产领域的改善仍存在较大的不确定性，“弱现实”风险犹存。3) 地缘政治因素。巴以冲突的突然爆发打破了中东局势短暂的平静，目前对大宗商品的直接影响较为有限，但若未来冲突规模扩大（甚至演变成第六次中东战争），那么国际石油市场将首当其冲受到波及，大宗商品也将面临更多的波动。

(1) 本周大宗商品走弱，主因是美国长端国债利率上升压制市场的风险偏好，叠加国内房地产恢复力度偏弱，大宗商品多数走弱。不过，巴以冲突升级给油价和黄金带来新的支撑点。

(2) 政府债对社融形成支撑，外贸表现好于预期。1) 9月新增社融好于预期，政府债券融资是主要的贡献项；新增人民币贷款则不及市场预期，企业部门中长期贷款和短期贷款虽然同比少增，但绝对规模仍处于高位，居民部门短期贷款及中长期贷款都有所增加，居民端信心较上月有所回升，后续在促消费、稳房地产政策发力下有望继续回暖。2) 按美元计，9月出口同比-6.2%，进口同比-6.2%，均好于预期。预计四季度出口增速将继续回升且年内有望转正，一是，海外经济韧性（尤其是四季度有节日备货需求）将阶段性支撑外需回暖；二是，PPI降幅持续收窄，价格因素对出口的拖累也将持续得到缓解；三是，全产业链优势、贸易伙伴多元化以及出口结构持续优化，出口份额仍有支撑；四是，低基数效应将决定四季度出口同比读数回升。

(3) 美国通胀高于预期，加息尾部风险尚存。美国9月CPI同比增速为3.7%，高于预期的3.6%，核心通胀环比增速有较强粘性，主要受强劲就业市场和居民消费支出支撑。9月非农就业数据仍强，意味着通胀回落在需求端方面的改善存在阻力，而供给端的风险正在上升，如地缘政治冲突、汽车行业罢工可能使得通胀上行风险加剧。9月FOMC会议后，金融条件阶段性收紧，多名美联储官员发声表示进一步加息的必要性降低，且美联储在加息尾声阶段愈发谨慎，在11月FOMC会议上选择“按兵不动”的概率上升，目前芝商所Fed Watch工具显示11月暂停加息的概率为90.2%，但基于通胀仍有上行风险的判断，我们认为年内再加息一次的概率仍存。

宏观·周度报告

2023年10月15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 政府债对社融形成支撑，外贸表现好于预期

### 1、政府债券对社融形成支撑

央行公布的9月金融数据显示：2023年9月新增人民币贷款2.31万亿，前值1.36万亿，市场预期2.54万亿；新增社会融资规模4.12万亿，前值3.12万亿，市场预期3.70万亿；M1同比2.1%，前值2.2%，M2同比10.3%，前值10.6%，市场预期10.6%。

(1) **居民中长贷款改善**。9月新增人民币贷款2.31万亿元，同比少增1600亿元。从结构上来看：1) 居民新增贷款8585亿元，同比多增2082亿元；其中，新增居民短期、中长期贷款分别为3215亿元、5470亿元，同比分别多增177亿元、2014亿元。居民中长期贷款规模改善主要原因是一方面，调整首付比例以及房贷利率下限在一定程度上改善房地产销售，另一方面，降低存量首套住房贷款利率有助于缓解提前还贷的情况。房地产回暖以及提前还贷减少共同提振居民中长期贷款。

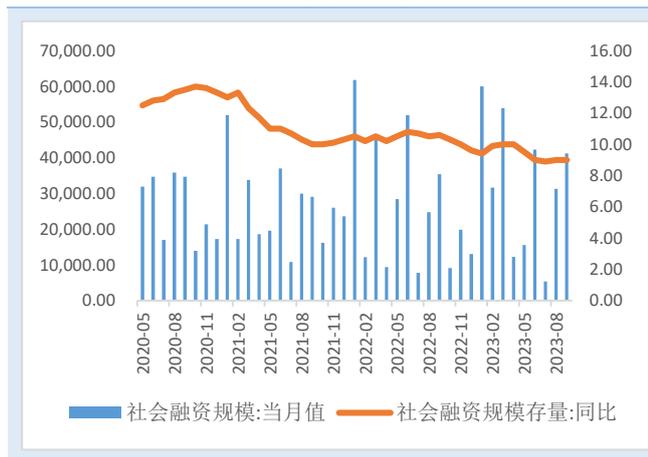
2) 企业新增贷款16834亿元，同比少增2339亿元；其中，9月新增企业短期、中长期新增贷款分别为5686亿元、12544亿元，同比分别少增881亿元、944亿元。企业贷款同比少增的原因在于去年同期基数偏高，其贷款的绝对规模并不低，表明企业融资需求尚属稳健，一系列稳增长政策加速落地，财政加快支出，基建投资继续发力，配套融资得到提振。

(2) **政府债对社融形成支撑**。9月新增社会融资4.12万亿，同比多增5789亿元，社融增速同比增长9.0%，较8月持平，其中政府债券是主要贡献项。从结构上来看，9月新增信贷规模同比小幅少增；政府债券是社融回升的主要贡献，9月新增政府债券融资9949亿元，同时2022年同期基数较低，因此9月政府债券同比多增4416亿元；此外，9月企业债券融资新增662亿元，同比多增317亿元。表外融资方面，9月新增未贴现银行承兑汇票规模走高，新增2396亿元，同比多增2264亿元，这可能是9月出口订单改善带来的企业开票需求。

(3) **M1、M2增速双双回落**。9月M1、M2较8月继续回落，这是4月份以来M1和M2连续第5个月双双回落。M1方面，9月M1同比2.1%，较上月下行0.1个百分点，9月30大中城市商品房销售同比跌幅仍然较高(-22.3%)，拖累M1。M2方面，9月M2同比10.3%，较上月下行0.3个百分点，9月政府债净融资处于较高位置带动财政存款走高，使得9月M2继续回落。9月人民币存款增加2.24万亿元，同比少增3895亿元，其中财政性存款同比少减2673亿元；住户存款增加25316亿元，同比多增1422亿元；非金融企业存款增加2010亿元，同比少增5639亿元。

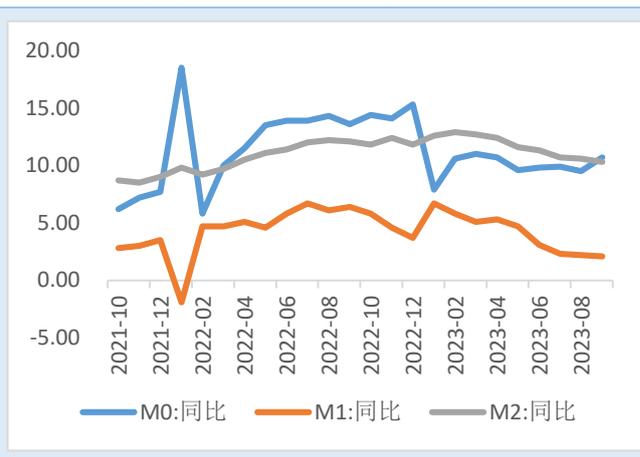
总体而言，9月新增社融好于预期，政府债券融资是主要的贡献项；新增人民币贷款则不及市场预期，企业部门中长期贷款和短期贷款虽然同比少增，但绝对规模仍处于高位，居民部门短期贷款及中长期贷款都有所增加，居民端信心较上月有所回升，后续在促消费、稳房地产政策发力下有望继续回暖。

图表 1: 社融增速持平



数据来源: Wind

图表 2: M1, M2 增速双双回落



数据来源: Wind

## 2、外贸表现好于预期

10月13日海关总署公布进出口数据:中国9月出口同比(按美元计)-6.2%,预期-8%,前值-8.8%;中国9月进口同比(按美元计)-6.2%,预期-6.3%,前值-7.3%;中国9月贸易帐(按美元计)777.1亿美元,预期706亿美元,前值683.6亿美元。以人民币计价,中国9月出口同比降0.6%,前值降3.2%,进口降0.8%,前值降1.6%;贸易顺差5587.4亿元,前值4880亿元。

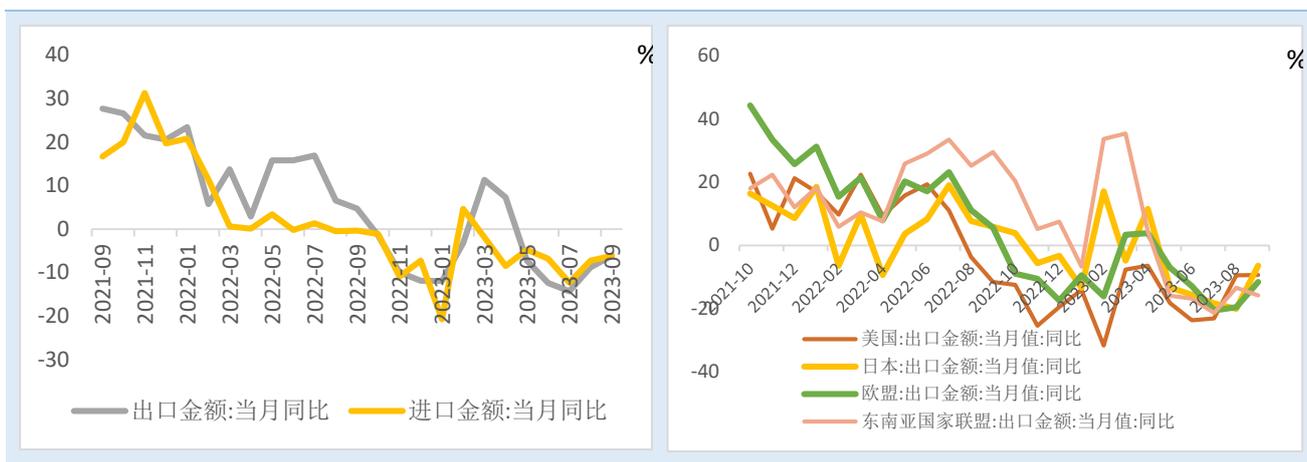
1) 出口进一步改善,对多数外贸伙伴出口普遍好转。9月出口同比-6.2%、较8月提升8个百分点;其中对欧盟出口显著改善,同比较8月提升8个百分点至-11.6%;对日韩出口同比分别较8月提升14、8个百分点至-6.5%、-7%,对拉美、非洲出口同比分别较8月提升4、2个百分点至-3.7%、-3.1%;对东盟出口有所走弱。此外,去年9月出口增速环比回落1.8个百分点,低基数对本月出口增速也形成一定支撑。

2) 进口进一步改善,价格上涨是主要原因。9月进口同比降幅较8月收窄1.1个百分点至6.2%,其中自欧盟、加拿大、日本、韩国等地进口显著改善,同比分别较8月提升6、26、3、7个百分点;从进口量和价看,主要商品进口价格增速多数回升,但数量增速普遍环比回落,说明价格因素是进口增速回升的主要支撑;本月进口数量环比提高品种明显减少,说明国内需求仍显不足,地产和民企政策效果仍待观察,其中,铁矿砂铜矿砂、煤及褐煤、成品油等进口数量同比分别较8月回落9.1、20.2、23、2.4个百分点。

总的来看,9月进出口数据均有所改善,展望四季度预计出口增速将继续回升且年内有望转正,一是,海外经济韧性(尤其是四季度有节日备货需求)将阶段性支撑外需回暖;二是,PPI降幅持续收窄,价格因素对出口的拖累也将持续得到缓解;三是,全产业链优势、贸易伙伴多元化以及出口结构持续优化,出口份额仍有支撑;四是,低基数效应将决定四季度出口同比读数回升。

图表 3: 中国进出口增速

图表 4: 对主要经济体的出口



数据来源：Wind

数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 六部门出台算力基建行动计划，量化指标明确

10月9日消息，工信部、中央网信办、教育部、国家卫健委、央行、国务院国资委六部门近日联合印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，从算力、运力、存储力及应用赋能四个方面提出了到2025年发展量化指标。

### (2) 特殊再融资债券发行加速，后续规模预计较可观

10月9日，据中国债券信息网公布，2023年重庆市地方政府再融资一般债券（六期至九期），本批次债券发行总规模421.9亿元，品种为记账式固定利率付息债券，7年期债券利息按年支付，10年期债券利息按半年支付到期后一次性偿还本金。

### (3) 金融监管总局发文支持恢复和扩大消费，降低消费金融成本

10月10日消息，金融监管总局日前向各地监管局、各类金融机构下发了《关于金融支持恢复和扩大消费的通知》，要求深化对金融本质和规律的认识，引导各类金融机构深耕消费金融细分市场，开发多元消费场景，提升零售服务质量，满足居民合理消费信贷需求，通过差异化的金融服务更好地为实体经济服务。

### (4) 国常会审议通过三方面文件，涉及民生、老年服务以及专利转化

10月10日，李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于加强低收入人口动态监测做好分层分类社会救助工作的意见》、《积极发展老年助餐服务行动方案》和《专利转化运用专项行动方案(2023-2025年)》

## 1.3 海外：美国通胀韧性强于预期

### (1) 美国通胀好于预期

当地时间 10 月 12 日，美国劳工统计局数据显示，美国 9 月 CPI 同比增速为 3.7%，高于预期的 3.6%，与前值 3.7% 一致；环比增速为 0.4%，同样高于预期的 0.3%，较上月的 0.6% 回落。核心通胀略有放缓，但回落接近停滞。9 月核心 CPI 同比降至 4.1%，为 2021 年 9 月以来最小涨幅，已连续六个月下降，且持平于预期 4.1%，并低于前值的 4.3%；环比 0.3%，持平于预期与前值的 0.3%。

从 CPI 的环比分项数据来看，在各分项与对应的权重相乘后，住宅项环比+0.6%，贡献了 87% 的环比涨幅，而 CPI 能源价格环比虽较上月明显回落，但汽油价格上涨对整体通胀的扰动仍在，也是 9 月 CPI 环比超预期上涨的主要贡献项之一。核心 CPI 方面，核心服务环比上升 0.6%（前值 0.4%）是核心 CPI 环比上升的主要原因，主要因汽油价格反弹对运输、机票等价格的传导；而核心商品环比下降 0.4%（前值-0.1%）新车和二手车环比下降 0.8%（前值-0.2%），服装环比下降 0.8%（前值+0.2%）为核心商品环比下降的主要拉动项。

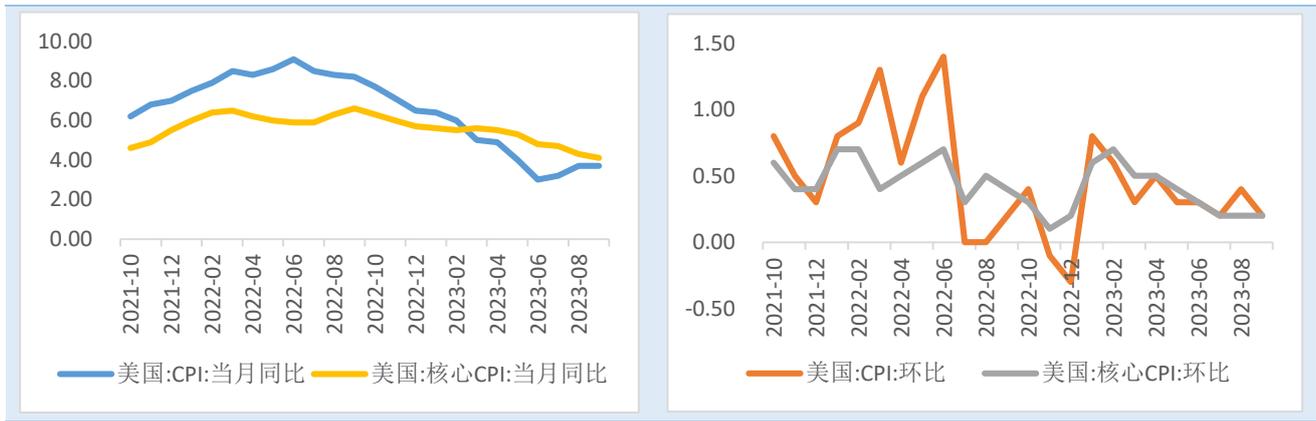
此外，当地时间 10 月 11 日，美国劳工部数据显示，美国 9 月 PPI 同比增长 2.2%，大超预期的 1.6%，连续第三个月超预期上涨，较 8 月的 1.6% 大幅反弹，为自 2023 年 4 月以来最大的同比增幅。PPI 环比上升 0.5%，也超过预期的 0.3%。

总体来看，此次公布的数据显示美国通胀同比增速超出市场预期，核心通胀环比增速有较强粘性，主要受强劲就业市场和居民消费支出支撑。9 月非农就业数据仍强，意味着通胀回落在需求端方面的改善存在阻力，而供给端的风险正在上升，如地缘政治冲突、汽车行业罢工可能使得通胀上行风险加剧。从 9 月议息会议纪要来看，大多数与会者仍然认为通胀面临上行风险，这些风险来自于全球石油市场的风险、食品价格上涨冲击的可能性、强劲的住房市场对住房通胀的影响，以及商品价格下降更为有限的可能性。

从美联储货币政策走向来看，9 月 FOMC 会议后，随着美国长期国债收益率持续上升，金融条件阶段性收紧，包括“鹰派”风向标人物—美联储理事沃勒在内的多名美联储官员发声表示进一步加息的必要性降低，且美联储在加息尾声阶段愈发谨慎，在 11 月 FOMC 会议上选择“按兵不动”的概率上升，目前芝商所 Fed Watch 工具显示 2023 年 11 月暂停加息的概率为 90.2%。但基于通胀仍有上行风险的判断，我们认为年内再加息一次的概率仍存，当前美国经济韧性仍强，就业市场仍紧，通胀仍有上行风险，11 月或 12 月再次加息的概率仍然存在。

图表 5：美国通胀韧性仍强

图表 6：美国通胀环比增速



数据来源：WIND

数据来源：WIND

## (2) 多位美联储官员释放鸽派言论

当地时间10月10日，亚特兰大联储主席 Bostic 认为美联储不再需要加息，当前的货币政策具有限制性，足以使通胀率回到2%的目标。但在当日，明尼阿波利斯联储主席 Kashkariz 则有着不同观点，他尚不相信长期美债收益率的飙升会减少进一步加息的必要性。此外，美联储理事沃勒表示，美联储将继续努力以期实现物价稳定性。

当地时间10月9日达拉斯联储主席 Logan 表示，近期长期美债收益率的飙升可能意味着美联储再次加息的必要性降低。同日，美联储副主席 Jefferson 也表示，在评估未来政策路径时，他将继续认识到债券收益率上升将导致金融状况收紧。

当地时间10月11日，美联储公布9月FOMC政策会议纪要，纪要显示，围绕美国经济的不确定性，包括金融市场状况以及工会罢工的影响，促使美联储最终决定采取谨慎的立场，同时也展现出美联储内部对于加息存在分歧。

## (3) IMF 调低明年全球经济预期

国际货币基金组织（IMF）公布最新全球经济展望报告。报告显示，将2024年全球GDP增长预期从3%下调至2.9%；预计2023年全球实际GDP增长率为3.0%，与7月的预测相同。IMF警告称，2024年通胀态势持续困扰，全球经济增长疲软。

IMF预计2023年全球总体通胀率将从2022年的8.7%降至6.9%，并在2024年进一步降至5.8%；预计2023年核心通胀率（不包括食品和能源）将下降至6.3%，2024年下降至5.3%；将2024年全球CPI预期从5.2%上调至5.8%。

IMF将美国2023年的增长预测上调至2.1%，2024年上调至1.5%，原因是企业投资增强和消费增长；预计欧元区在2023年的增长率为0.7%，在2024年为1.2%，较7月的预测值0.9%和1.5%有所下调。

图表 7：IMF 最新全球经济增速预测

|   | 2022       | Projections |            | Difference from July 2023 WEO Update <sup>1</sup> |             | Difference from April 2023 WEO <sup>1</sup> |             |
|---|------------|-------------|------------|---|-------------|---|-------------|
|   |            | 2023        | 2024       | 2023  | 2024        | 2023  | 2024        |
| <b>World Output</b>                                       | <b>3.5</b> | <b>3.0</b>  | <b>2.9</b> | <b>0.0</b>  | <b>-0.1</b> | <b>0.2</b>                                  | <b>-0.1</b> |
| <b>Advanced Economies</b>                                 | <b>2.6</b> | <b>1.5</b>  | <b>1.4</b> | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.2</b>                                  | <b>0.0</b>  |
| United States   | 2.1        | 2.1         | 1.5        | 0.3   | 0.5         | 0.5   | 0.4         |
| Euro Area   | 3.3        | 0.7         | 1.2        | -0.2  | -0.3        | -0.1  | -0.2        |
| Germany   | 1.8        | -0.5        | 0.9        | -0.2  | -0.4        | -0.4  | -0.2        |
| France  | 2.5        | 1.0         | 1.3        | 0.2   | 0.0         | 0.3   | 0.0         |
| Italy <sup>2</sup>  | 3.7        | 0.7         | 0.7        | -0.4  | -0.2        | 0.0   | -0.1        |
| Spain   | 5.8        | 2.5         | 1.7        | 0.0   | -0.3        | 1.0   | -0.3        |
| Japan   | 1.0        | 2.0         | 1.0        | 0.6   | 0.0         | 0.7   | 0.0         |
| United Kingdom <sup>2</sup>                               | 4.1        | 0.5         | 0.6        | 0.1   | -0.4        | 0.8   | -0.4        |
| Canada  | 3.4        | 1.3         | 1.6        | -0.4  | 0.2         | -0.2  | 0.1         |
| Other Advanced Economies <sup>3</sup>                     | 2.6        | 1.8         | 2.2        | -0.2  | -0.1        | 0.0   | 0.0         |
| <b>Emerging Market and Developing Economies</b>           | <b>4.1</b> | <b>4.0</b>  | <b>4.0</b> | <b>0.0</b>  | <b>-0.1</b> | <b>0.1</b>                                  | <b>-0.2</b> |
| Emerging and Developing Asia                              | 4.5        | 5.2         | 4.8        | -0.1  | -0.2        | -0.1  | -0.3        |
| China   | 3.0        | 5.0         | 4.2        | -0.2  | -0.3        | -0.2  | -0.3        |
| India <sup>4</sup>  | 7.2        | 6.3         | 6.3        | 0.2   | 0.0         | 0.4   | 0.0         |
| Emerging and Developing Europe                            | 0.8        | 2.4         | 2.2        | 0.6   | 0.0         | 1.2   | -0.3        |
| Russia  | -2.1       | 2.2         | 1.1        | 0.7   | -0.2        | 1.5   | -0.2        |
| Latin America and the Caribbean                           | 4.1        | 2.3         | 2.3        | 0.4   | 0.1         | 0.7   | 0.1         |
| Brazil  | 2.9        | 3.1         | 1.5        | 1.0   | 0.3         | 2.2   | 0.0         |
| Mexico  | 3.9        | 3.2         | 2.1        | 0.6   | 0.6         | 1.4   | 0.5         |
| Middle East and Central Asia                              | 5.6        | 2.0         | 3.4        | -0.5  | 0.2         | -0.9  | -0.1        |
| Saudi Arabia  | 8.7        | 0.8         | 4.0        | -1.1  | 1.2         | -2.3  | 0.9         |
| Sub-Saharan Africa  | 4.0        | 3.3         | 4.0        | -0.2  | -0.1        | -0.3  | -0.2        |
| Nigeria   | 3.3        | 2.9         | 3.1        | -0.3  | 0.1         | -0.3  | 0.1         |
| South Africa  | 1.9        | 0.9         | 1.8        | 0.6   | 0.1         | 0.8   | 0.0         |
| <i>Memorandum</i>   |            |             |            |   |             |   |             |
| World Growth Based on Market Exchange Rates               | 3.0        | 2.5         | 2.4        | 0.0   | 0.0         | 0.1   | 0.0         |
| European Union  | 3.6        | 0.7         | 1.5        | -0.3  | -0.2        | 0.0   | -0.1        |
| ASEAN-5 <sup>5</sup>                                      | 5.5        | 4.2         | 4.5        | -0.4  | 0.0         | -0.3  | -0.1        |
| Middle East and North Africa                              | 5.6        | 2.0         | 3.4        | -0.6  | 0.3         | -1.1  | 0.0         |
| Emerging Market and Middle-Income Economies               | 4.0        | 4.0         | 3.9        | 0.1   | 0.0         | 0.1   | -0.1        |
| Low-Income Developing Countries                           | 5.2        | 4.0         | 5.1        | -0.5  | -0.1        | -0.7  | -0.3        |
| <b>World Trade Volume (goods and services)</b>            | <b>5.1</b> | <b>0.9</b>  | <b>3.5</b> | <b>-1.1</b>                                       | <b>-0.2</b> | <b>-1.5</b>                                 | <b>0.0</b>  |
| Imports   |            |             |            |   |             |   |             |
| Advanced Economies  | 6.7        | 0.1         | 3.0        | -1.8  | -0.1        | -1.7  | 0.3         |
| Emerging Market and Developing Economies                  | 3.2        | 1.7         | 4.4        | -0.2  | -0.5        | -1.6  | -0.7        |
| Exports   |            |             |            |   |             |   |             |
| Advanced Economies  | 5.3        | 1.8         | 3.1        | -1.0  | -0.1        | -1.2  | 0.0         |
| Emerging Market and Developing Economies                  | 4.1        | -0.1        | 4.2        | -1.3  | 0.1         | -1.7  | -0.1        |
| <b>Commodity Prices (US dollars)</b>                      |            |             |            |   |             |   |             |
| Oil <sup>6</sup>  | 39.2       | -16.5       | -0.7       | 4.2   | 5.5         | 7.6   | 5.1         |
| Nonfuel (average based on world commodity import weights) | 7.9        | -6.3        | -2.7       | -1.5  | -1.3        | -3.5  | -1.7        |
| <b>World Consumer Prices<sup>7</sup></b>                  | <b>8.7</b> | <b>6.9</b>  | <b>5.8</b> | <b>0.1</b>  | <b>0.6</b>  | <b>-0.1</b>                                 | <b>0.9</b>  |
| Advanced Economies <sup>8</sup>                           | 7.3        | 4.6         | 3.0        | -0.1  | 0.2         | -0.1  | 0.4         |
| Emerging Market and Developing Economies <sup>7</sup>     | 9.8        | 8.5         | 7.8        | 0.2   | 1.0         | -0.1  | 1.3         |

Source: IMF staff estimates.

数据来源：IMF 官网

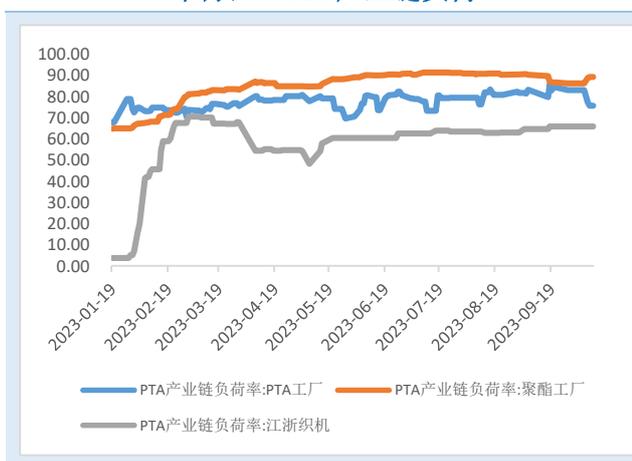
## 二、 高频数据跟踪

### 2.1 工业生产基本平稳

**化工：生产负荷稳中有降，产品价格多数回落。**需求方面，聚酯产业链产品价格多数回落，截至10月13日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有降，其中，PTA开工率降至75.6%，聚酯工厂负荷率小幅升至89.3%，江浙织机负荷率持稳于65.8%。

**钢铁：生产持续回落，需求不温不火。**全国高炉开工率回落1.21个百分点至82.18%，旺季过半，需求不温不火，钢厂亏损扩大，主动减仓增多。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回升，库存继续去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

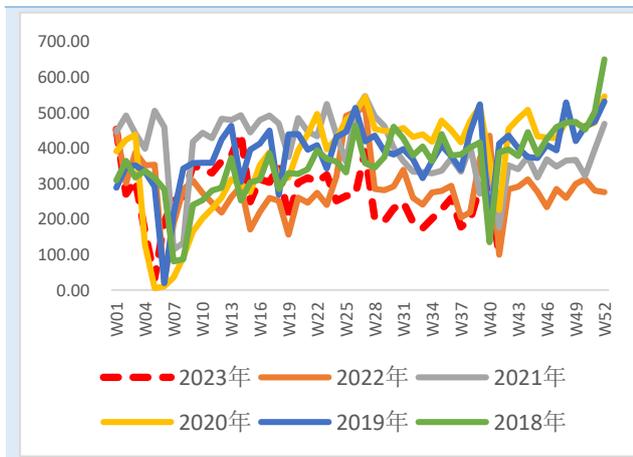
### 2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售量周同比下降

**房地产销售周环比回升。**截至10月12日，30个大中城市商品房成交面积较上周上升552.36%，按均值计，10月环比下降36.05%，同比下降37.32%，其中，一、二、三线城市9月同比分别增长-42.91%、-34.33%、-37.81%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为-78.62%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.10%、-84.04%和-76.43%。

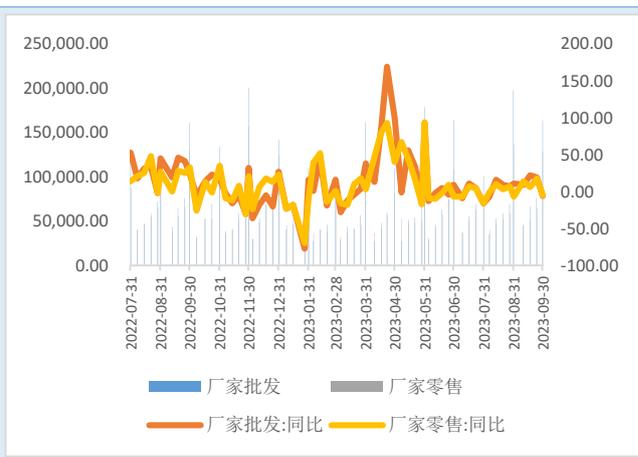
**乘用车零售量周同比下降。**根据乘联会数据，9月第四周全国乘用车市场日均零售12.9万辆，同比去年月同期下降5.0%，环比上月同期增长22.0%。9月份国内狭义乘用车市场零售销量达201.8万辆，同比增长5.0%，环比增长5.0%；1-9月份累计销量1523.3万辆，同比增长2.4%。

根据中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数调查”显示，9月中国汽车经销商库存预警指数为57.8%，同比上升2.6个百分点，环比上升0.9个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上，汽车流通行业处在不景气区间。

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10月13日）蔬菜均价环比下跌1.24%，猪肉均价环比下跌2.15%。

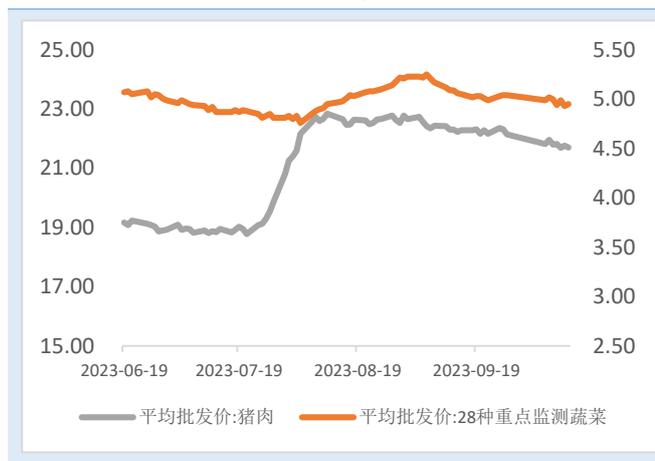
国家统计局发布的最新数据显示，中国9月CPI同比0.0%，预期0.2%，前值0.1%。中国9月CPI环比0.2%，前值0.3%。中国9月PPI同比-2.5%，预期-2.4%，前值-3.0%。中国9月PPI环比0.4%，前值0.2%。

(2) **CPI 同比增速料将逐步回升。**9月CPI环比继续保持0.2%的上涨势头，为连续3个月保持正增长，主要原因：一是三季度宏观政策稳增长持续加码，各类促销费政策频出，市场消费信心改善；二是居民消费内在修复动能持续释放，这在旅游、出行、文华娱乐等服务消费领域表现更加明显。展望四季度，在宏观经济回暖、消费修复推动下，CPI 环比或继续保持上涨势头，同比也将在低基数的支持下恢复正增长。

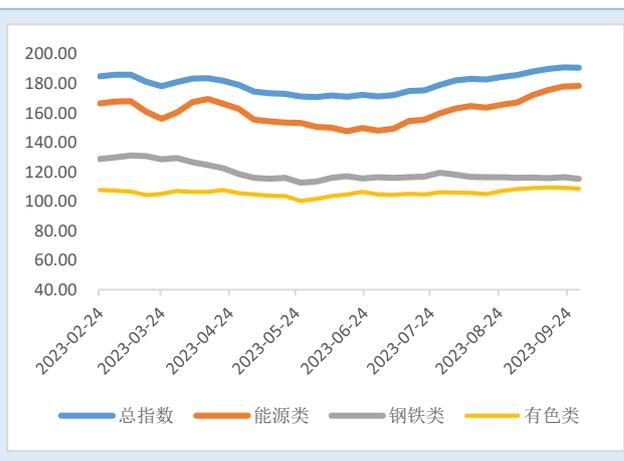
(3) **PPI 降幅有望继续收窄。**三季度以来，PPI 环比增速持续反弹并在8月回正，9月涨幅进一步扩大，同比跌幅则持续收敛，表明工业品价格已经触底反弹。背后的原因，一是去年同期基数较低，二是稳增长政策加码发力带动市场预期改善且政策效果逐步显现。不过，由于当前的消费需求修复力度有限，且房地产投资持续下滑抵消了基建投资高增速的影响，下游的实际需求恢复偏慢，价格的反弹更多反映了未来的乐观预期（市场信心回暖、需求预期升温），限制了这轮工业品价格反弹的幅度。展望四季度，在经

济恢复过程中，预计 PPI 降幅有望延续收窄的趋势，但年内同比由负转正的难度较大。后续工业品价格回升的幅度将主要取决于本轮经济的恢复情况，尤其是要重点关注房地产市场能否企稳回暖。

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