

国内经济复苏动能增强，美债利率走高打击资本市场

观点

多空因素交织，关注“破局因素”的变化。海外方面，美国经济短期仍存在较强的韧性，通胀仍存在上行的风险，意味着高利率将持续更长的时间，利率的走高将阶段性压制市场的风险偏好。国内方面，三季度 GDP 实现 4.9% 的增长，高于市场普遍预期，表明经济复苏的内生动力正在不断增强，不过，房地产方面的拖累依旧较大，考虑到地产产业链对大宗商品需求的贡献度较高，仍然要关注房地产市场的发展。地缘政治因素方面，大宗商品普遍低库存环境下，地缘政治冲突加剧了供给端的脆弱性，未来巴以冲突的走向具有较大的影响力。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数陷入震荡走势，主因是多空因素并存，一方面，美债利率持续走高压制风险偏好，引发全球资本市场动荡，另一方面，国内经济复苏动能增强，且巴以冲突加剧了供给端的脆弱性，支撑大宗商品价格。

(2) **稳增长效果显现，经济复苏动能增强。** 三季度 GDP 增速达到 4.9%，超过市场普遍预期的 4.5%，单季环比增长 1.3%；体现实际经济复苏强度的两年平均增速达到 4.4%，明显高于二季度 3.3% 的水平，显示三季度经济复苏动能转强。从三驾马车来看，外需存在较强的韧性，出口结构改善、降幅持续收窄；居民消费信心恢复，社会消费表现强于预期；做为稳增长的主要抓手，基建和制造业投资保持高增长，特别的，民间固定资产投资止跌回升释放出积极的信号。不过，房地产目前仍是经济最大的拖累。展望四季度，稳增长效果将持续得到显现，经济复苏动能有望持续增强，消费、投资、工业生产增速等关键宏观数据有望继续改善，外需的拖累效应也会趋于缓和。考虑到四季度基数走低，GDP 单季同比增速有望回升至 5.5% 左右，这意味着全年 GDP 增速将达到 5.3% 左右，完成全年 5.0% 的增长目标难度不大。

(3) **美国经济存在韧性。** 1) 美国 9 月份零售销售额环比增长 0.7%，不及前值修正值 0.8%，但远超市场预期的 0.3%，实现连续第六个月增长。强劲的零售数据表明美国经济依旧具有韧性，且通胀仍存在上行的风险，或使得美联储年内加息的可能性上升。2) **近期美债利率持续飙升是造成全球资本市场波动的罪魁祸首**，特别的，30 年期和 10 年期国债收益率相继升破 5% 引发新一轮恐慌。考虑到美国国内经济目前依旧强劲，美债利率或继续保持在高位，不过，持续走高的利率将在一定程度上削弱美联储加息的必要性，未来需要关注高利率会否加速美国经济走弱的进程或引发更大的资本市场动荡。

宏观·周度报告

2023 年 10 月 22 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 稳增长效果显现，经济复苏动能增强

1、经济恢复好于预期

(1) 中国三季度 GDP 同比 4.9%，预期 4.5%，前值 6.3%。三季度 GDP 环比 1.3%，预期 0.9%，前值 0.8%。一至三季度 GDP 同比 5.2%，预期 5.0%，前值 5.5%。

(2) 生产端：

中国 9 月规模以上工业增加值同比 4.5%，预期 4.4%，前值 4.5%。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%，上月为增长 0.50%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.0%，预期 3.9%，前值 3.9%。

(3) 需求端：

1) 基建和制造业投资保持高增长。中国 1-9 月城镇固定资产投资同比 3.1%，预期 3.2%，前值 3.2%。其中，制造业投资同比增长 6.2%，较前值回升 0.3 个百分点；房地产开发投资同比下降 9.1%，降幅较前值扩大 0.3 个百分点；基础设施投资同比增长 6.2%，较前值回落 0.2 个百分点。

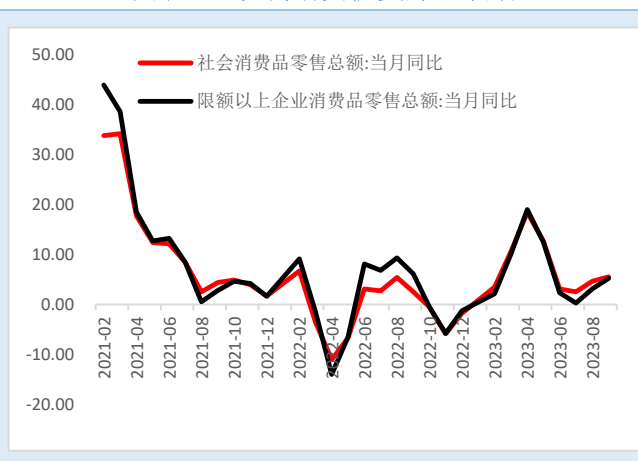
2) 社会消费表现好于预期。中国 9 月社会消费品零售总额同比 5.5%，预期 4.9%，前值 4.6%。中国 1 至 9 月社会消费品零售总额同比 6.8%，预期 6.7%，前值 7.0%。

图表 1：GDP 增速高于预期



数据来源：Wind

图表 2：社会消费恢复好于预期



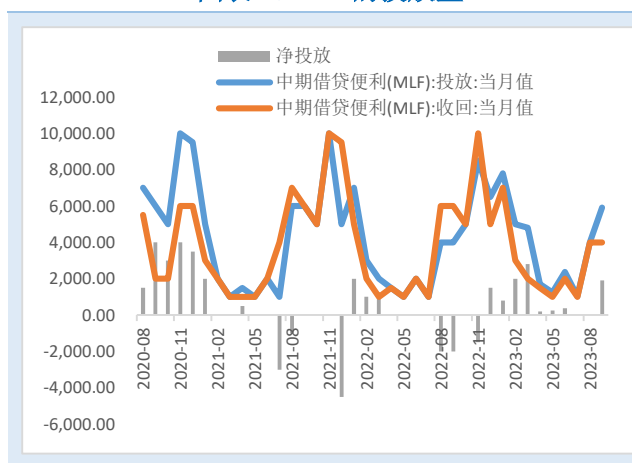
数据来源：Wind

2、央行超额平价续作 MLF

10月16日，根据公开市场业务交易公告，为维护银行体系流动性合理充裕，中国央行开展7890亿元一年期MLF操作，利率持稳于2.50%，10月17日有5000亿元MLF到期，净投放2890亿元MLF。同日，央行开展1060亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.80%，与此前持平，当日有2400亿元7天逆回购到期。

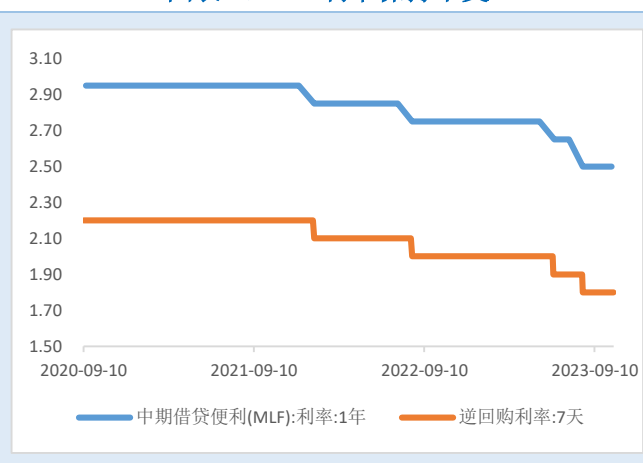
8月下旬以来，随着国内政府债券发行速度的加快，国内资金利率经历了上行到震荡的走势，可以看到1年期中债商业银行同业存单到期收益率（AAA）从8月末的2.28%开始走高至9-10月的2.4%-2.5%。考虑到9月份以来部分省份陆续披露特殊再融资债的发行计划，对流动性的需求有所增加。因此，本月央行超额续作MLF，规模创2020年12月以来最高，有助于补充金融机构流动性。展望未来的流动性走势，10月14日，央行行长潘功胜表示下一步要持续用力、乘势而上，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。我们预计四季度货币政策或延续宽松基调，考虑到11、12月两月还有1.5万亿元MLF到期，同时地方特殊再融资债的发行仍在进程中，四季度降准的可能性较大，此外，由于国内经济仍处于回稳向上的阶段，预计年内降息的可能性依旧存在。

图表 3: MLF 的投放量



数据来源: Wind

图表 4: MLF 利率保持不变



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 推动内蒙古高质量发展

10月16日消息，国务院印发《关于推动内蒙古高质量发展奋力书写中国式现代化新篇章的意见》，部署7个方面的主要任务，一是统筹山水林田湖草沙系统治理，二是推动产业结构战略性调整优化，三是深化体制机制改革，四是构建新型能源体系，五是加快推进农牧业现代化，六是积极融入国内国际双循环，七是加强中华民族共同体建设，筑牢北疆安全稳定屏障。

(2) 自然资源部取消地价上限

10月17日消息称，9月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，内容包含：建议取消土地拍卖中的地价限制、建议取消远郊区容积率1.0限制等。此外，济南、南京、合肥、宁波、苏州、成都、西安等城市已落地“取消地价上限”这一动作，多数城市将在下一批次土地出让文件中删去地价上限等内容，北京、上海等核心城市仍在研究如何调整竞买规则。

(3) 70城市房价数据分化

10月19日，国家统计局公布2023年9月份70个大中城市商品住宅销售价格变动情况。一线城市新建商品住宅销售价格环比持平、同比涨幅扩大，二手住宅环比转涨、同比降幅收窄，二三线城市商品住宅销售价格环比下降、同比有涨有降。在70个大中城市中，新建商品住宅销售价格同比下降城市有45个，比上月增加1个，二手住宅销售价格同比下降城市有67个，比上月增加1个。

1.3 海外：美国经济表现好于预期

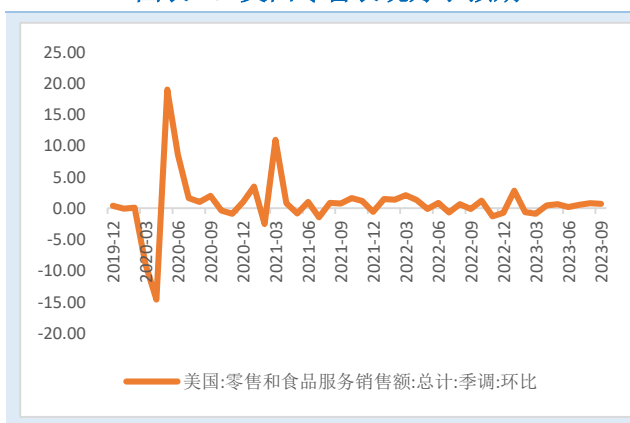
(1) 美国零售环比增速好于预期

当地时间10月17日，美国人口普查局公布9月零售销售数据。数据显示，美国9月份零售销售额环比增长0.7%，不及前值修正值0.8%，但远超市场预期的0.3%，实现连续第六个月增长。除汽车和汽油外零售销售环比增加0.6%，超过预期0.1%和前值0.3%。

从具体分项来看，在发布的13个重点品类中，有9个品类的销售额与一个月前相比有所增长，体育用品是唯一一个与8月份持平的品类。其中，杂项商店零售销售遥遥领先，环比增长了3.0%；汽车及零部件经销售额是另一个涨势较高的分项，环比增长了1.0%；美国家具和电器、电子产品的需求仍然低迷，9月电子和电器商店，与上月相比均下降了0.8%。此外，服装销售也环比下降了0.8%。

强劲的零售数据表明美国经济依旧具有韧性，且通胀仍存在上行的风险，或使得美联储年内加息的可能性上升。

图表 5：美国零售表现好于预期



图表 6：美国经济存在韧性



(2) 美联储褐皮书显示经济增长将企稳或略有放缓，通胀将较此前缓和

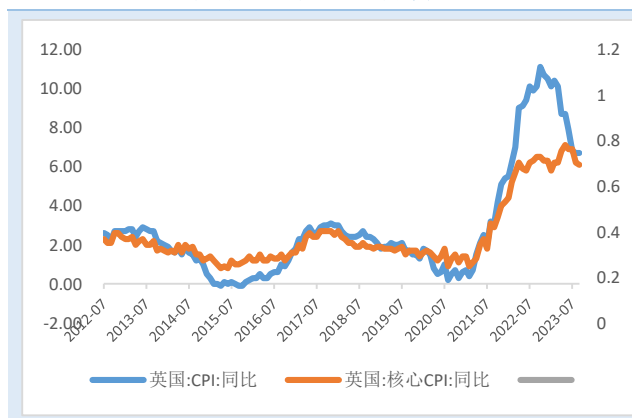
当地时间 10 月 18 日，美联储公布 12 个地方联储编制的经济形势调查报告（褐皮书），本次报告统计自 8 月 28 日到 10 月 6 日六周，报告预计短期内经济增长将略有放缓，同时指出 9 月劳动力市场紧张继续缓和，物价继续温和上涨，企业预期此后几个季度通胀将放缓。经济活动方面，褐皮书称，自 9 月初公布前次褐皮书以来，大多数地方联储辖区的经济活动几乎或毫无变化；因价格和供应产品的差异，消费者支出参差不齐，特别是在一般零售商和汽车经销商反映的消费方面；制造业的前景在改善，不过制造业总体活动好坏参半。就业市场方面，大多数联储辖区的总体就业人数略有增加，企业招聘的紧迫性有所降低；然而，大多数地区依然报告，在招募和聘用熟练技工方面持续面临挑战；薪资方面，大多数地区的工资上涨温和或适度，多个地区报告称，应聘者对用人单位提出的工资条件抵制较少。价格方面，地方联储辖区指出，制造企业的投入成本已经增长放缓或企稳，但服务业企业的投入成本继续增长。燃料成本、工资和保险增加导致各地区价格上涨。整体看，本次褐皮书显示经济活动变化不大，通胀继续放缓，对于后续美联储政策变化的指引意义一般。

(3) 英国 9 月通胀数据仍具韧性

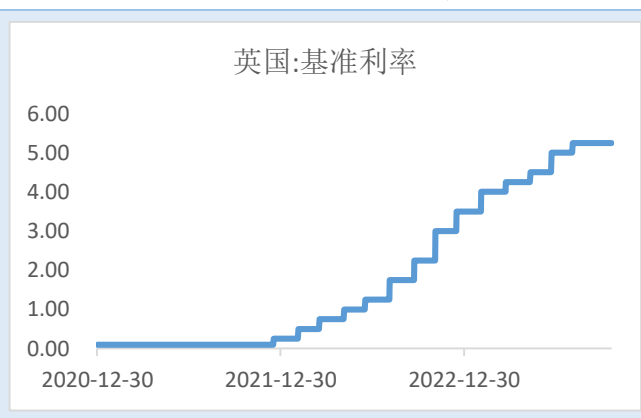
当地时间 10 月 18 日，据英国国家统计局，9 月，英国 CPI 同比录得 6.7%，与 8 月持平，但略高于市场预期 6.6%，CPI 环比增长 0.5%，高于 8 月份的 0.3%，持平于预期，核心 CPI 同比录得 6.1%，略低于 8 月份的 6.2%，但高于市场预期 6.0%。其中，食品和非酒精饮料的价格在一系列商品中再次回落，家用电器和机票的价格本月也有所下降，但被汽车燃料价格上涨和酒店住宿成本所抵消。

当地时间 10 月 17 日，英国国家统计局公布的就业数据显示劳动力市场略有降温，英国 8 月三个月包括红利的平均工资同比录得 8.1%，低于预期 8.3% 和前值 8.5%。在英国央行连续 14 次加息后，英国经济陷入困境，英国第二大城市伯明翰陷入财政危机后宣布破产，预算缺口为 8700 万英镑。预计在经济压力持续加大以及劳动市场的放松影响下，英国央行在 11 月会议上维持利率不变的概率相对较大。

图表 7：英国通胀降温



图表 8：英国基准利率



(4) 日本出口增速超预期，经济短期或呈温和增长态势

当地时间 10 月 19 日，日本财务省公布数据显示，9 月日本未季调商品贸易帐为 624 亿元，高于预期 -4515 亿元和前值 -9305 亿元，季调后商品贸易帐为 -4341 亿元，同样高于预期 -5537 亿元，前值上修至 -5530 亿元。分进出口来看，日本 9 月出口同比增长 4.3%，高于预期 3.0% 和前值 -0.8%，而进口同比下降 16.3%，低于预期 -12.7%，但略高于前值 -17.8%。

从结构上来看，对日本 9 月出口增长贡献度最大的是运输设备，比如汽车出口数量和金额分别同比增长 15.8% 和 26.9%，对出口负面贡献最多的是电机类商品，比如集成电路，出口金额同比下降 9.8%，其次是矿物燃料，出口金额同比下降 22.7%；对进口贡献较多的包括运输设备、其他类商品等，对进口负面贡献最大的是矿物燃料，主要是价格因素导致，进口金额同比下降 37.8%。

此前日本政府公布的 4-6 月 GDP 显示，剔除物价变动影响的实际季节调整值较上季度增长 1.5%，按年率换算为增长 6.0%，连续三个季度增长，显著高于市场预期，其中最主要的增长原因是汽车出口强劲和入境旅游业复苏。

图表 9：日本经济温和增长



数据来源：Wind

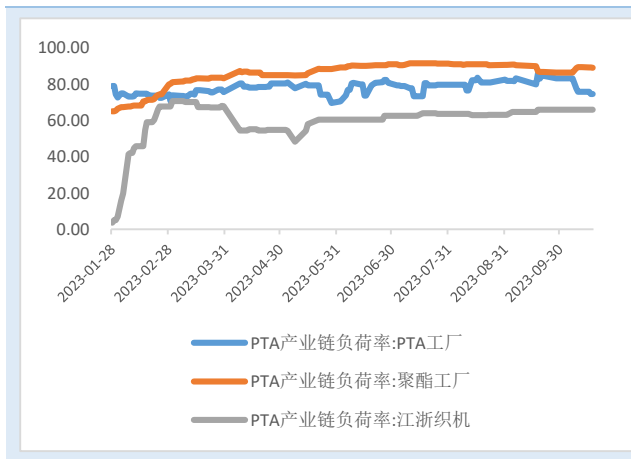
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

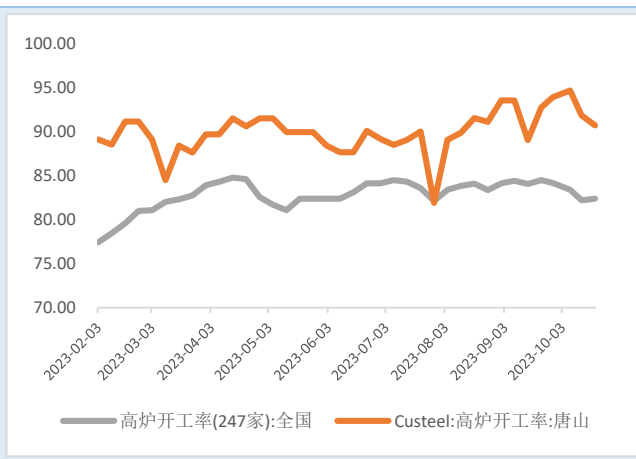
化工：生产负荷稳中有降，产品价格多数回落。需求方面，聚酯产业链产品价格多数回落，截至10月20日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有降，其中，PTA开工率降至74.4%，聚酯工厂负荷率小幅降至88.9%，江浙织机负荷率持稳于65.8%。

钢铁：生产小幅回升，需求开始走弱。全国高炉开工率小幅回升0.18个百分点至82.36%，旺季接近尾声，需求开始走弱。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

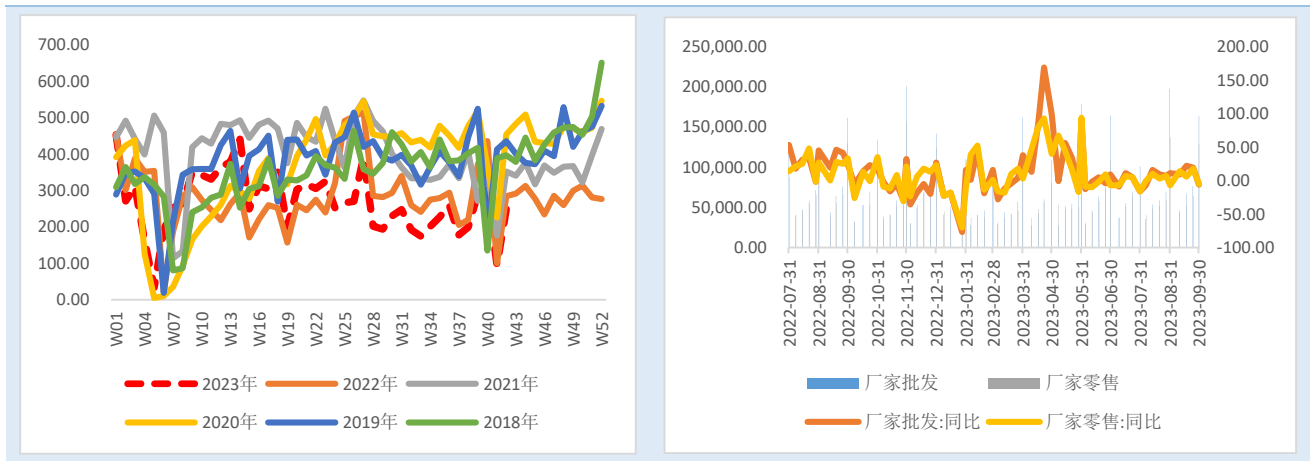
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售量环比上月回升

房地产销售周环比回落。截至10月19日，30个大中城市商品房成交面积较上周回落3.5%，按均值计，10月环比下降22.03%，同比下降23.58%，其中，一、二、三线城市10月同比分别增长-25.57%、-19.95%、-29.11%；本周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为177.58%，一、二、三线城市环比增速分别为453.2%、130.27%和189.5%。

乘用车零售量周同比下降。乘联会发文称，10月1-15日，乘用车市场零售79.6万辆，同比去年同期增长23%，较上月同期增长14%，今年以来累计零售1602.9万辆，同比增长3%；全国乘用车厂商批发70.5万辆，同比去年同期增长8%，较上月同期下降11%，今年以来累计批发1852.1万辆，同比增长7%。

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

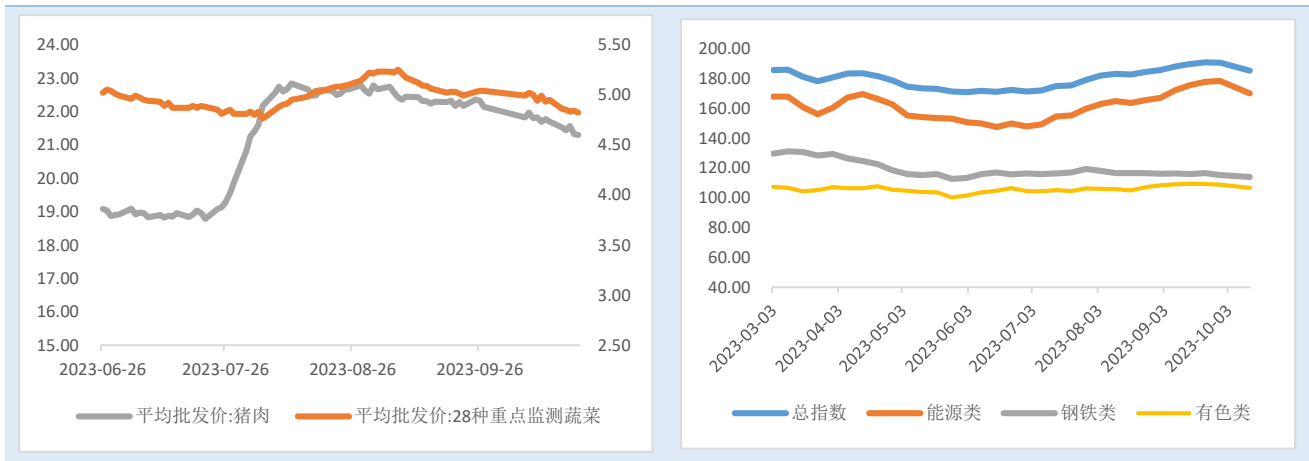
(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 10 月 20 日）蔬菜均价环比下跌 2.46%，猪肉均价环比下跌 1.52%。

(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