

商品市场重现 ‘内强外弱’ 的预期

观点

现阶段似乎重新回归“国内强预期、海外弱预期”的交易逻辑：一方面，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策落地见效，内需或将继续在波动中回升，强预期支撑黑色系等内需驱动型商品保持强势运行；另一方面，由于通胀水平仍高，欧央行短期内难以降息，经济或继续承压，海外整体商品需求回暖或仍需时日，拖累外需驱动类商品的表现。不过，考虑到现阶段市场交易的逻辑变化较快，建议还是以“运动战”为主。重点关注下周即将公布的美国通胀、国内经济数据、APEC会议的情况等，可能会对行情带来新的干扰。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数震荡走高，一方面，国内对于中央财政加杠杆后经济增速回升的预期高涨，带动黑色系表现强势；另一方面，欧、美近期的经济不及预期，海外衰退交易略有升温，拖累铜、油、美债利率同步回落。

(2) **出口增速超季节性回落，进口同比显著回升。**以美元计，中国10月出口同比下降6.4%，10月进口同比上升3.0%。1) 当前欧美央行虽暂停加息，但由于通胀水平仍高，短期内难以降息，经济或继续承压，海外整体商品需求回暖或仍需时日，我国出口或难有亮眼表现。不过，从季节性与基数角度看，考虑到四季度欧美即将进入节假日，零售商可能已经开启部分补库存，历史数据显示11-12月出口环比具备较大季节性回升可能，且同期出口基数已有所回落，出口同比增速或将有所回升。2) 随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策落地见效，内需或将继续在波动中回升。

(3) **美债标售表现平平，日本央行重申超宽松。**1) 当地时间11月8日，美国财政部公布，完成400亿美元规模的十年期美国国债标售，中标利率4.519%，这一利率较上月同期美债标售的前次回落9.1个基点。目前看，供需不匹配是导致近期美债收益率变化的一大因素，但相比于需求疲软，供给端对市场流动性的干扰可能会成为美债市场的另一个风险点。2) 日本央行行长植田和男表示，日本央行决心保持超宽松政策，直到近期成本推动型通胀转变为更多受强劲国内需求和薪资上涨推动的物价上涨。央行不一定需要等到经通胀调整后的工资增速转为正值后才能结束超宽松货币政策。进口价格上涨的传导效应必须消散，同时工资和通胀需要同步上升，日本央行才会考虑退出超宽松政策。

宏观·周度报告

2023年11月12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 出口增速超季节性回落

1、出口增速超季节性回落，进口同比显著回升

以美元计，中国 10 月出口同比下降 6.4%，前值为同比下降 6.2%；10 月进口同比上升 3.0%，前值为同比下降 6.3%；10 月贸易顺差 565.3 亿美元，前值为 778.3 亿美元。

(1) 出口降幅略有扩大，外需回暖缺乏支撑。在 9 月出口超季节性增长后，10 月出现超季节性的回落，两年复合同比增速为-3.3%，低于 9 月的-0.4%，主因一方面，可能是前期出口高增长对当前有所透支；另一方面，可能侧面反映了外需回暖缺乏持续性支撑，欧美高利率下商品消费承压，外需仍处于下滑区间，10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 48.8%，较前值有所回落，连续 14 个月处在 50%荣枯线以下。展望未来，当前欧美央行虽暂停加息，但由于通胀水平仍高，短期内难以降息，经济或继续承压，海外整体商品需求回暖或仍需时日，我国出口或难有亮眼表现。不过，从季节性 & 基数角度看，考虑到四季度欧美即将进入节假日，零售商可能已经开启部分补库存，历史数据显示 11-12 月出口环比具备较大季节性回升可能，且同期出口基数已有所回落，出口同比增速或将有所回升。

(2) 进口同比增速显著回升。10 月进口同比由负转正，进口环比有所回落但好于季节性，排除基数效应，两年复合同比增 0.8%，高于 9 月的-3.4%，反映当前我国内需边际有所改善。展望未来，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，房地产、地方政府化债等增量政策落地见效，内需或将继续在波动中回升。

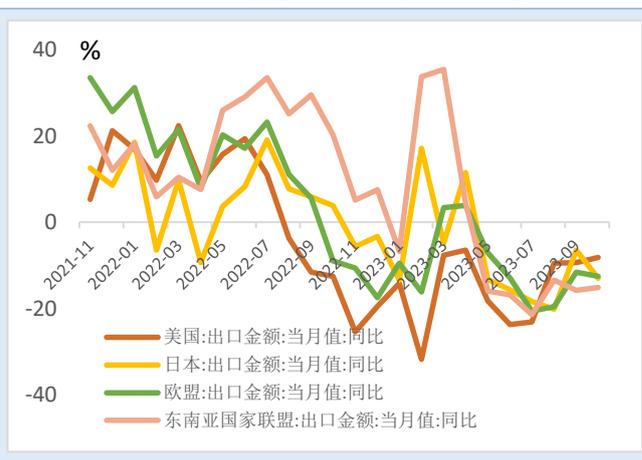
图表 1：中国外贸表现



数据来源：Wind

数据来源：Wind

图表 2：对主要经济体的出口增速



数据来源：Wind

数据来源：Wind

2、三大部门重磅发声，关注货币政策、中长期资金入市及金融高水平开放等要点

11月8日，中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席易会满在 2023 金融街论坛年会上做主题演讲。

在潘功胜演讲中有五个重点：（1）今年全年 5.0%的预期目标有望顺利实现；（2）货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系；（3）利率上继续以我为主实施好利率调控，保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配；（4）将为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持；（5）必要时央行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。后续货币政策基调有望延续宽松，降准降息仍具可能性，而且央行在“三大工程”建设和地方政府化债方面可能会有支持政策出台。

易会满的演讲中我们提炼三个要点：（1）证监会将坚持注册制基本架构不动摇，动态评估优化定价、减持、再融资等制度安排；（2）推动中长期资金入市各项配套政策落地，加快培育境内“聪明资金”；（3）加强资本市场监管。培育“聪明资金”或通过三个途径，一是进一步解决中长期资金入市痛点和堵点，二是引导机构在市场低点敢于逆周期投资、销售布局，三是推动各类专业机构投资者全面建立三年以上的长周期考核机制等。

李云泽在演讲中，一方面强调了中国资产和财富管理行业将进入发展“黄金期”，另一方面重申推进金融高水平开放。推进金融高水平开放的路径包括：完善准入前国民待遇加负面清单管理模式、放宽外资机构市场准入要求、增强金融制度和政策的透明度、稳定性和可预期性等。

1.2 国内政策跟踪

（1）碳达峰试点将开启建设，绿色低碳相关领域有望快速发展

11月6日，国家发展改革委印发《国家碳达峰试点建设方案》，首批在 15 个省区开展碳达峰试点建设，共计 35 个名额。试点城市建设主体原则上为地级及以上城市，试点园区建设主体为省级及以上园区。鼓励金融机构支持碳达峰试点城市和园区建设，综合运用绿色信贷、绿色债券、绿色基金等金融工具，按市场化方式加大对相关绿色低碳项目的支持力度。《方案》提出到 2025 年以及 2030 年的主要目标，并且重点部署了 5 方面试点建设内容包括确定试点任务、实施重点工程、强化科技创新、完善政策机制和开展全民行动。

（2）央行持续提升房贷利率市场化程度，更好支持刚性和改善性住房需求

11月6日，中国人民银行网站发布专栏文章《持续深化利率市场化改革》表示，继续有序拓宽房贷利率自主定价空间。文章提出了持续深化利率市场化改革的三个发力重点：一是健全市场化利率形成调控和传导机制，疏通资金进入实体经济的渠道，促进优化金融资源配置。二是推动存贷款利率进一步市场化，坚持用改革的办法，引导融资成本持续下降。持续释放 LPR 改革效能，督促 LPR 报价行继续健全报价机制、

提高报价质量，增强 LPR 对实际贷款利率定价的指导性，巩固企业融资和居民信贷成本下降的成效。三是持续提升房贷利率市场化程度，更好支持刚性和改善性住房需求。发挥新发放首套房贷利率政策动态调整机制作用，支持城市政府因城施策用好政策工具箱，理顺增量和存量房贷利率关系。

(3) 2022 年区域经济金融运行呈现八大特点

11 月 9 日，中国人民银行发布《中国区域金融运行报告(2023)》，2022 年，区域经济金融运行主要呈现以下特点：一是区域发展平衡性协调性增强，空间发展格局不断优化；二是内需规模扩大，外需稳定增长；三是产业结构进一步优化，经济发展新动能加快成长；四是民生支出保障有力，就业局势保持总体稳定；五是货币信贷合理增长，信贷结构持续优化；六是利率市场化改革持续深化，融资成本持续下降；七是金融风险整体收敛，银行业金融机构整体经营稳健；八是金融对外开放稳步推进，跨境投融资便利化取得新进展。从各区域金融运行情况来看，东部地区社会融资规模合理增长，2022 年，东部地区社会融资规模增量为 17.4 万亿元，占全国增量比重为 60.3%，较上年下降 2.0 个百分点；中部地区社会融资规模保持增长，社会融资规模增量 5.5 万亿元，同比多增 4347 亿元占全部社会融资规模增量比重较上年下降 1.8 个百分点；西部地区社会融资规模稳步增长增量为 5.4 万亿元；东北地区社会融资规模平稳增长，增量为 4941 亿元，同比多增 1346 亿元。

1.3 海外：美债标售表现平平，日本央行重申超宽松

1、欧美经济表现各异

(1) 美国：9 月贸易赤字小幅增加，进口需求仍然坚挺

当地时间 11 月 7 日，美国商务部公布的贸易数据显示，美国 9 月贸易逆差环比扩大 4.9%至 615 亿美元（进口 3226.6 亿远大于出口额的 2611.1 亿美元），高于经济学家预期的 598 亿美元，而美国对中国贸易逆差则小幅增加。美国贸易逆差的增长主要因为美国消费者对外国商品的需求依然坚挺，尤其是消费品及电脑零部件等资本品进口有所增加；但美国贸易逆差仍然接近三年来低位，今年可能创下自 2020 年以来最小增幅。未来的整体贸易前景仍不明朗，取决于消费者需求以及美国和全球经济增长走势，从当前数据看，美国商业活动疲软且雇主招聘速度放缓，10 月密歇根大学消费者信心意外大幅回落，创 2022 年 6 月份以来最大单月降幅，部分负面信息显现，或对四季度至明年美国贸易产生负面拉动。

(2) 德国：9 月工业产出继续走低，德国经济仍有下行风险

当地时间 11 月 7 日，德国联邦统计局公布数据显示，德国 9 月工业产出同比下降 3.7%，预估为下降 2.7%，前值由-2.0%修正至-1.9%；9 月季调后工业产出环比下降 1.4%，预估为下降 0.1%，前值由-0.2%修正至-0.1%，工业产出指数连续四个月下降。除能源和建筑外的工业产出环比下降 1.7%，资本品产出环比下降 0.2%，中间产品产出环比下降 1.9%，消费品产出环比下降 4.9%。

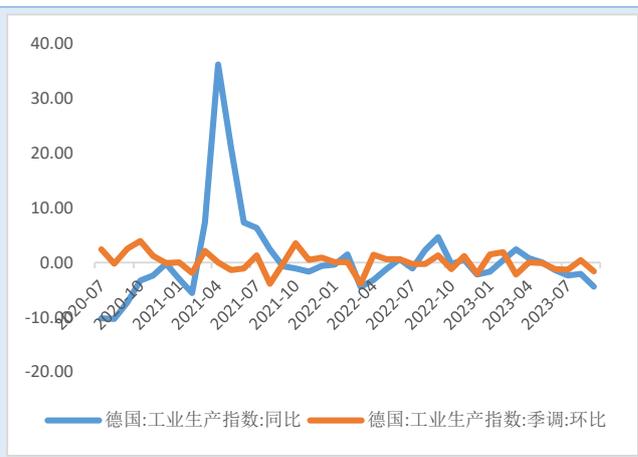
据德国伊弗经济研究所（Ifo）数据，经季节调整后，德国 10 月商业景气指数从上月终值 85.8 点升至 86.9 点，结束了连续 5 个月的环比下降态势，德国经济或开始出现一些积极迹象。但在利率高企、外部需求萎缩等因素影响下，德国经济仍具有下行风险。

图表 3：GDP 环比拉动率



数据来源：Wind

图表 4：德国：工业产出



数据来源：Wind

2、美国国债标售表现平平

当地时间 11 月 8 日，美国财政部公布，完成 400 亿美元规模的十年期美国国债标售，得标利率 4.519%。这一利率较上月同期美债标售的前次回落 9.1 个基点。上月的中标利率为 4.610%，创 2007 年来新高，本次明显回落，仍创 2007 年来次高。另外同日，美国抵押贷款银行家协会（MBA）周三公布的数据显示，美国 30 年期按揭贷款平均利率上周创出一年多来的最大跌幅，合约利率从 7.86% 下跌 25 个基点至 7.61%，为 9 月底以来的最低水平。

1) 本次十年期美债的预发行利率为 4.511%，得标利率高于预发行利率的所谓尾部为 0.8 个基点，这是十年期美债连续第九次标售出现尾部、或者得标利率持平预发行利率的情形。尾部越大，就意味着，财政部被迫所出售给竞标者的出价越低。因此，从尾部看，本次美债标售表现平平。

2) 30 年期按揭贷款利率的大跌，适度缓解了陷入困境的美国房地产市场，推动购房申请创下 6 月初以来的最大增幅。美国按揭贷款利率的回落，大体追随美国国债收益率飙升的趋势。目前看，供需不匹配是导致近期美债收益率变化的一大因素，但相比于需求疲软，对市场流动性的干扰可能会成为另一只美债市场“黑天鹅”。

图表 5：美国十年期国债利率走势



数据来源: Wind

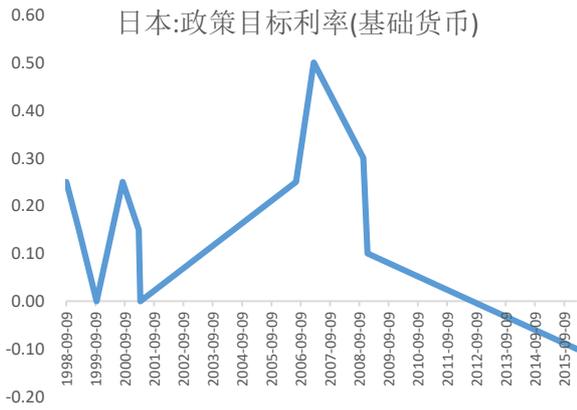
3、日本央行重申保持超宽松政策

当地时间 11 月 8 日，日本央行行长植田和男表示，日本央行决心保持超宽松政策，直到近期成本推动型通胀转变为更多受强劲国内需求和薪资上涨推动的物价上涨。央行不一定需要等到经通胀调整后的工资增速转为正值后才能结束超宽松货币政策。进口价格上涨的传导效应必须消散，同时工资和通胀需要同步上升，日本央行才会考虑退出超宽松政策。汇率波动是日本央行在维持其 YCC 政策时要仔细审视的副作用之一。

10 月，日本央行在季度经济预测中大幅提升了 2023-2024 财年的经济增速预测值；2023 财年实际 GDP 增速预测中值上调 0.7 个百分点至 2.0%，2024 财年预测中值上调 0.2 个百分点至 1.2%。现阶段由于国内经济活动的正常化和成本上涨利润增长已扩散到企业的固定投资中，企业部门对于未来的预期较好，因此一些企业开始更多地转向提高工资和价格，尤其是非制造业。目前日本央行仍面临的问题一个是工资上涨能否持续，另一个是企业是否会更多地提高售价。考虑到日本目前的经济情况，市场正预计明年日本央行取消负利率的概率上升。

图表 6: 日央行维持利率不变

图表 7: 日本十年期国债利率走势



数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

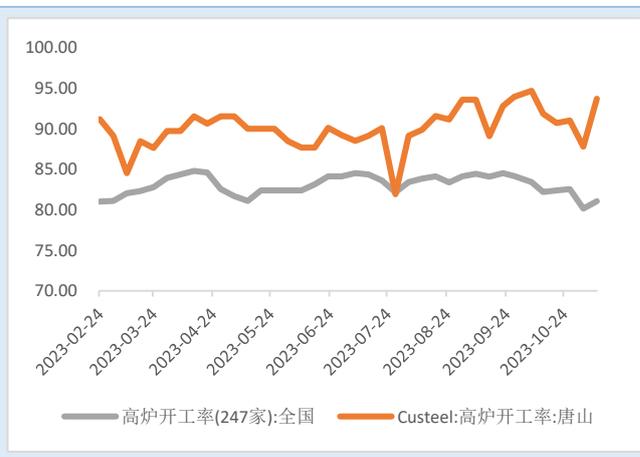
化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数回落。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至11月10日，涤纶POY价格上涨，PTA价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率降至75.77%，聚酯工厂负荷率小幅降至87.2%，江浙织机负荷率升至75.8%。

钢铁：生产小幅回升，需求开始走弱。全国高炉开工率回升0.93个百分点至81.03%，旺季接近尾声，需求开始走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回落，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

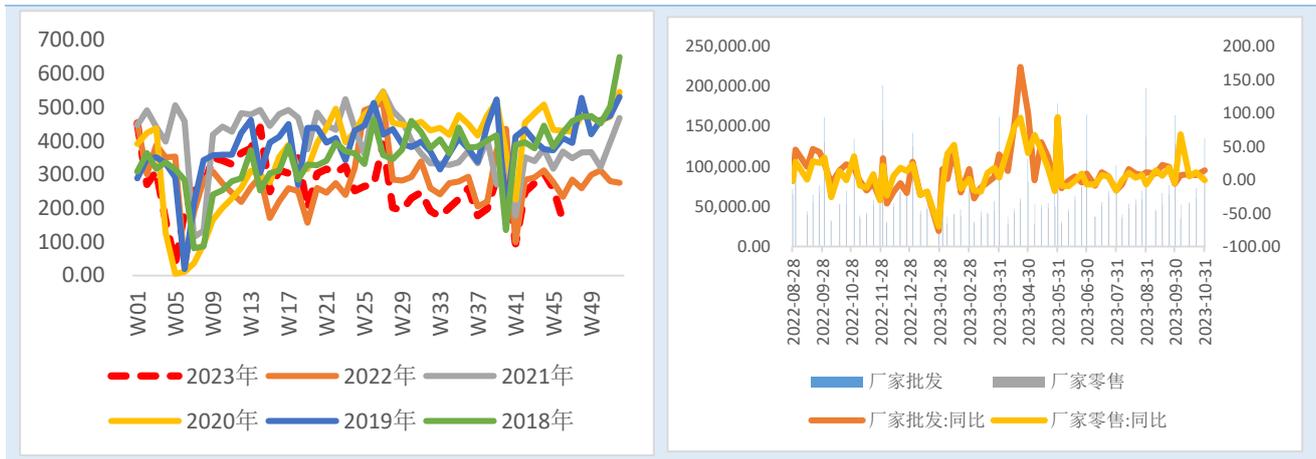
2.2 房地产销售周环比下降，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比下降。截至11月9日，本周30个大中城市商品房成交面积较上周回落44.5%。按均值计，11月同比下降28.43%，其中，一、二、三线城市11月同比分别增长-33.46%、-17.39%、-47.09%；11月，100个大中城市成交土地占地面积，按均值计，环比增速为-22.35%，一、二、三线城市环比增速分别为-46.57%、7.68%和-31.60%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，1-10月，国内乘用车累计零售量为1726.7万辆，同比增长3.2%。其中，10月，国内乘用车市场零售量为203.3万辆，同比增长10.2%，环比增长0.7%。今年10月，国内车市零售环比走强，形成“银九金十”的较强走势。对于11月国内车市走向，乘联会方面预测，随着车市的逐步走强，车企期待努力完成年度目标的信心增强，11月车市同比会暴增20%以上。

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 11 月 3 日）蔬菜均价环比下跌 1.19%，猪肉均价环比下跌 0.87%。

(2) 食品价格走弱拖累 CPI 同比增速再度转负。10 月 CPI 同比增速再度回落至-0.2%，食品供给充足，价格维持弱势成为最大的拖累，其中，国庆节后需求回落，供给端产能去化缓慢，叠加部分地区受疫情影响中小散户恐慌性出栏增多，导致 10 月猪肉价格延续回落态势，对食品价格形成较大拖累。值得注意的是，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速回落 0.2 个百分点，表明当前内需恢复依旧较为缓慢。

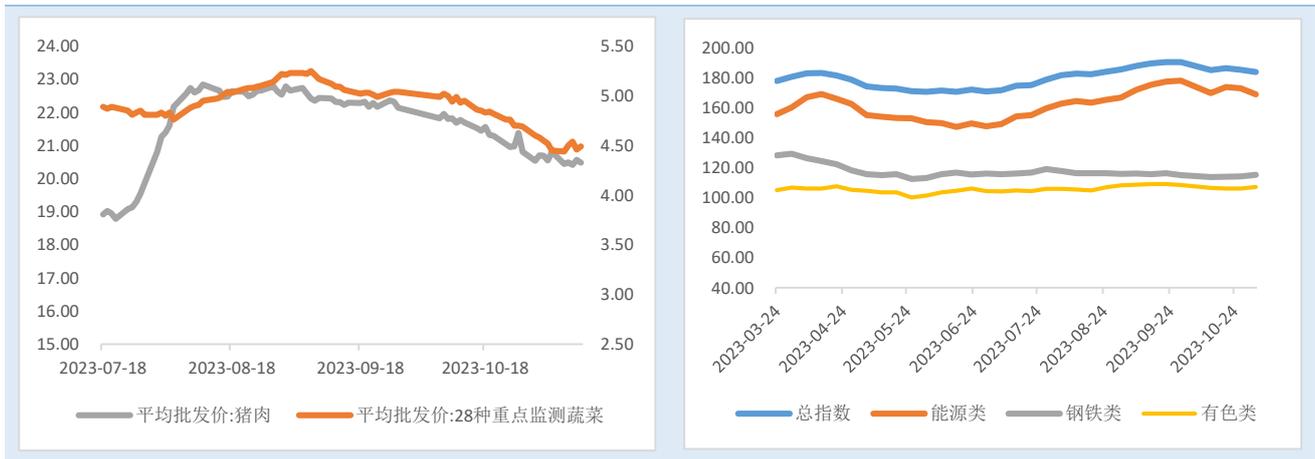
展望未来，随着稳增长政策不断发力，尤其是增发一万亿国债将有效带动基建投资，宏观经济或在波折中继续恢复，CPI 环比有望回正，同比也将在低基数的支持下恢复正增长。不过，值得关注的是，房地产领域的风险并未解除，需要更多强有力的政策推动房地产行业尽快企稳，才能更好恢复信心、提振内需。

(3) PPI 降幅有望继续收窄。PPI 同比降幅在连续三个月收窄后，10 月转为小幅扩大，主要原因：一是，受上年同期对比基数走高影响，翘尾影响约为-0.4 个百分点，上月为-0.2 个百分点；二是，国内需求恢复偏慢，尤其是下游工业企业需求出现了反复，这点主要是受房地产和出口的拖累；三是，前期产油国减产、美国经济软着陆等抬升国际大宗商品价格的趋势已基本结束，外部通胀压力也趋于下行。

展望未来，随着国内经济的恢复，工业企业需求回暖趋势将继续保持，预计国内 PPI 同比降幅将继续收窄，但考虑基数效应和外部传导两大因素将继续减弱，PPI 同比降幅收窄的斜率或有所放缓。

图表 12: 食品价格多数下跌

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