

## 非农不及预期，美联储继续暂停加息

### 观点

海外方面：一方面，美国 10 月 ISM 制造业和服务业 PMI 以及近期的高频数据显示美国经济处在降温的轨道上，这可能对需求带来一定的压制；另一方面，经济回落、劳动力降温、通胀预期保持稳定，意味着美联储可能不会继续加息，这又能一定程度上提振市场的风险偏好。因此，短期来看，海外的衰退或再次升温。国内方面：10 月 PMI 数据回落主要是受到季节性因素（工作日天数减少）的拖累，并没有改变中国经济正在复苏的大方向；中央财政增发国债等对基建领域形成较强支撑、“因城施策”持续加码有望推动房地产加快企稳恢复、在内生动能修复和政策助力下居民消费有望持续得到恢复。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数震荡走高，一方面，国内 PMI 指数意外回落消解了部分乐观情绪；另一方面，美国经济不及预期，欧、美、日、英四大央行按兵不动，政策紧缩压力继续得到缓解。

(2) 10 月 PMI 指数回落不改经济复苏的趋势。10 月 PMI 数据回落主要是受到季节性因素（工作日天数减少）的拖累，并没有改变中国经济正在复苏的大方向，这也体现出了国内经济复苏呈现“曲折式前进”的特征。往后看，经济复苏有望延续：一是，三季度专项债发行使用加速、近期各地特殊再融资债券发行、中央财政增发国债等对基建领域形成较强支撑；二是，房地产“因城施策”政策持续加码有望推动行业加快企稳恢复；三是，在内生动能修复和政策的助力下，居民消费有望持续得到恢复。

(3) 美国非农不及预期，美联储暂停加息。1) 10 月美国新增非农 15 万，小时工资环比持平于 0.2%，均低于预期；失业率回升 0.1 个百分点至 3.9%，高于预期。10 月非农数据指向美国劳动力市场降温，失业率超预期上行和薪资增速不及预期释放了美国就业市场再平衡已经取得明显进展。同时，美国 10 月 ISM 制造业和服务业 PMI 以及近期的高频数据显示美国经济处在降温的轨道上；通胀预期也整体保持稳定。由此，我们预计美联储 12 月大概率不再加息。2) 美联储在 11 月 FOMC 会议后宣布继续暂停加息，将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25-5.5%；缩表节奏保持不变。美联储连续两次会议决定按兵不动，符合市场预期。日本央行继续按兵不动，维持政策利率在 -0.1% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0% 不变。对于 YCC 政策有一些调整，将 1.0% 的利率硬约束改为“参考”，并表示将更加灵活，不过，这一操作只是微调，并不及市场此前预期，而且日本央行的表态整体上仍然偏鸽。

宏观·周度报告

2023 年 11 月 5 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 中国 PMI 有所回落，资金面阶段性紧张

### 1、PMI 季节性回落不改经济复苏的趋势

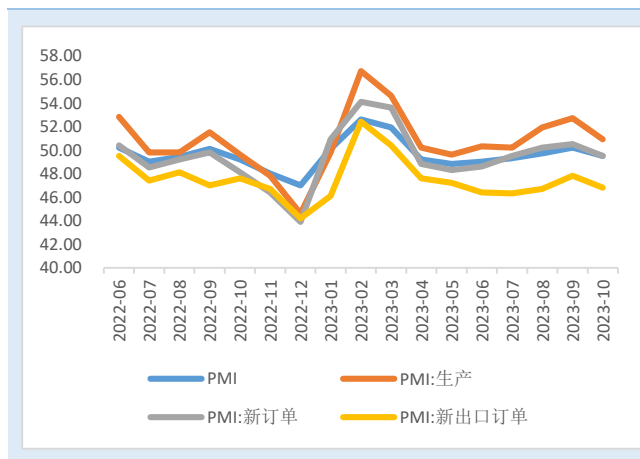
10月制造业 PMI 下滑 0.7 个百分点至 49.5%，结束了 6 月以来上行趋势。在主要分项中，新订单和从业人员指数下滑是 10 月制造业 PMI 重回收缩区间的主因，这可能与国庆长假和节前部分需求提前释放有关。其他分项中，价格指数显著低于近 5 年均值，其中原材料价格在扩张区间，而产成品价格处在收缩区间，企业近期利润承压。

从供给端来看，10 月制造业 PMI 生产指数较前值降 1.8 个百分点至 50.9，上游能源、化工、黑色生产较弱，下游食品加工、汽车等交通工具制造业保持高景气。新订单指数较前值下降 1 个百分点至 49.5，装备制造和消费品下游需求旺盛，但高耗能行业下游需求不足，或与房地产基建投资开工减少有关。此外，新出口订单指数下降 1 个百分点至 46.8%，进口订单指数下降 0.1 个百分点至 47.5%。

10 月非制造业 PMI 指数较前值下降 1.1 个百分点至 50.6%。其中，10 月服务业 PMI 录得 50.1%，较前值降 0.8 个百分点，创年内新低，各构成项全面下滑是服务业 PMI 创年内新低的主因。分行业看，中秋国庆假期影响下，旅游相关服务消费高景气，但资本市场服务、房地产景气低位。10 月建筑业 PMI 录得 53.5%，较前值降 2.7 个百分点，各分项中，仅业务预期一项高于临界点，未来行业不确定性高。投入品价格分项的下滑幅度最大，印证能源、化工和黑色等制造业供需两弱，可能是受建筑业景气下滑影响。

总的来说，10 月 PMI 数据回落主要是受到季节性因素（工作日天数减少）的拖累，并没有改变中国经济正在复苏的大方向，这也体现出了国内经济复苏呈现“曲折式前进”的特征。往后看，经济复苏有望延续：一是，三季度专项债发行使用加速、近期各地特殊再融资债券发行、中央财政增发国债等对基建领域形成较强支撑；二是，房地产“因城施策”政策持续加码有望推动行业加快企稳恢复；三是，在内生动能修复和政策的助力下，居民消费有望持续得到恢复。

图表 1：中国 PMI 指数有所回落



图表 2：主要分项多数回落

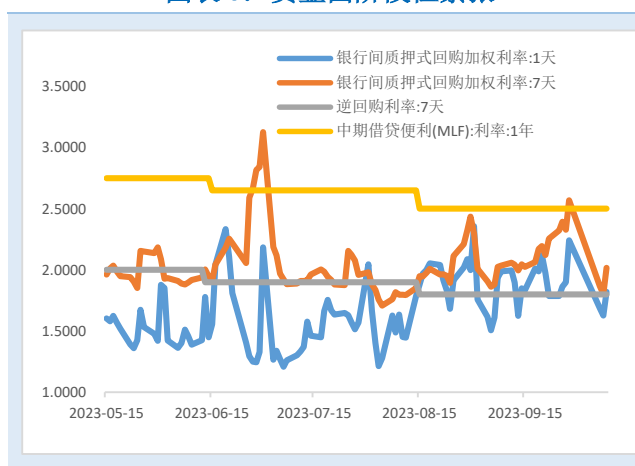


## 2、资金面阶段性紧张

近期市场资金面出现阶段性偏紧的情况，10月31日隔夜回购最高利率甚至达到50%，隔夜平均回购利率为3.455%。

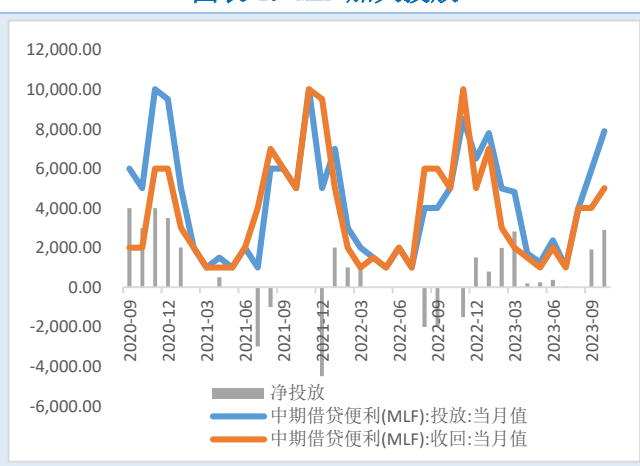
综合来看，资金面出现阶段性紧张主要有三方面原因：其一，政府债券供给的放量对于流动性环境形成冲击；其二，一段时期以来偏紧的流动性环境，使得商业银行负债扩张传统渠道受限；其三，跨月资金对于隔夜回购的追捧，也在部分程度上对利率走高推波助澜。11月开始，随着月末因素消退，以及前期财政发债资金转化为财政支出，加之预计央行将会继续根据市场需求充足投放流动性充分满足市场需求，货币市场利率将回落至央行公开市场操作利率附近。而且年内降准或MLF超额续作的可能性依然存在。

图表 3：资金面阶段性紧张



数据来源：Wind

图表 4：MLF 加大投放



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 中央金融工作会议部署重点工作，证监会发声继续完善制度

中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行。会议分析了金融高质量发展面临的形势，并部署了当前和今后一个时期的金融工作。

11月1日，证监会市场监管一部主任张望军表示，资本市场健康发展事关经济社会发展大局，在金融运行中具有牵一发而动全身的重要作用，从资本市场的角度看，未来要不断发力健全资本市场功能，服务经济高质量发展。

11月2日，中国人民银行党委、国家外汇局党组召开扩大会议。会议强调，重点抓好以下工作任务：一是坚持党中央对金融工作的集中统一领导，二是坚持金融服务实体经济的宗旨，三是坚持统筹发展和安全，四是坚持深化金融改革，五是扩大金融高水平双向开放，六是坚持全面从严治党。

## (2) 新疆自贸区总体方案出炉，新疆经济有望进入快速增长通道

10月31日，国务院印发《中国(新疆)自由贸易试验区总体方案》提出，赋予自贸试验区更大改革自主权，充分发挥新疆“五口通八国、一路连欧亚”的区位优势，深入开展差异化探索，培育壮大新疆特色优势产业。经过三至五年改革探索，努力建成营商环境优良、投资贸易便利、优势产业集聚、要素资源共享、管理协同高效、辐射带动作用突出的高标准高质量自由贸易园区。

### 1.3 海外：美国非农差于预期，美联储继续暂停加息

#### 1、美国非农弱于预期

10月美国新增非农15.0万，低于彭博一致预期的18万人，9月下修3.9万人至29.7万人；小时工资环比持平于0.2%，低于彭博一致预期的0.3%；失业率回升0.1个百分点至3.9%，高于彭博一致预期和前值(3.8%)；劳动参与率下行0.1个百分点至62.7%，不及彭博一致预期。剔除罢工影响，本月新增非农18万人，但市场机构的预测中已经隐含了罢工的影响，即使考虑罢工也不改变非农不及预期的事实。10月非农就业数据超预期回落与ADP就业数据连续两个月低于预期所指示的一致，也与近期ISM制造业PMI以及服务业PMI超预期回落一致。

**(1) 10月非农新增就业全面放缓。**1) 10月商品部门非农就业下降1.1万人，为2021年5月以来第二次出现就业下降，而9月商品部门新增非农就业2.8万人。其中，制造业就业下降3.5万人，主要是来自耐用品相关行业的拖累；建筑业新增就业2.3万。2) 10月服务业新增非农就业11.0万人，较9月下降10.8万人。其中，随着暑期消费高峰消退，休闲酒店业新增就业回落，10月新增就业仅1.9万，远低于9月的7.4万人；除医疗保健业外的其他服务行业新增就业普遍不及9月，运输仓储、信息业、金融活动以及其他服务业就业甚至出现下降。**值得注意的是，10月商品和服务部门就业明显减速与近期美国需求快速回落一致，例如10月ISM制造业和服务业PMI分别回落2.3个百分点和1.6个百分点至46.7和51.8，显著不及预期，表明美国经济放缓压力进一步加大。**

**2) 居民就业意愿和失业率维持高位。**10月劳动参与率较9月下行0.1个百分点至62.7%，但仍高于上半年平均水平。10月劳动力人口比9月减少了20.1万人，其中就业人口减少了34.8万人，失业人口增加了14.6万人。失业人口较9月明显抬升，驱动10月失业率超预期升至3.9%（前值3.8%）。从失业人口的结构来看，暂时性失业、永久性失业人数增加，再进入者减少，指向美国劳动力市场竞争开始加剧，失业率进一步上行。

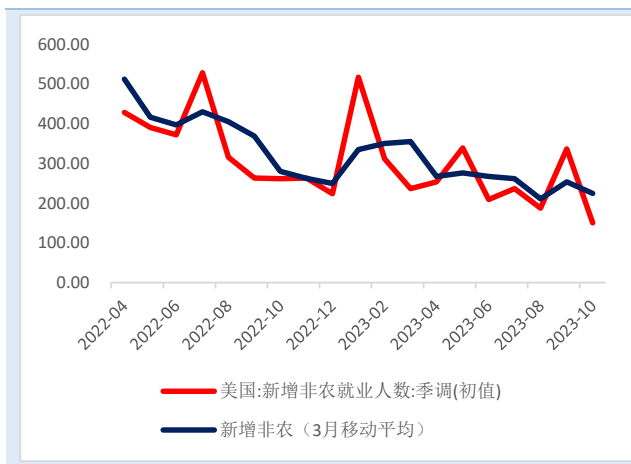
**3) 薪资增速放缓，劳动力市场降温。**10月小时工资环比从9月的0.3%回落至0.2%，3个月季比折年从9月的4.0%大幅回落至3.2%。其中，商品部门的小时工资环比回落0.1个百分点至0.2%，而3个月季比折年增速从4.8%回落至2.8%；服务部门时薪环比回落0.1个百分点至0.2%，3个月季比折年增速从3.8%

回落至 3.3%。这表明在失业率抬升的情形下，工人薪资议价能力减弱，薪资增速处于回落通道中。工资增速显著放缓显示美国就业市场再平衡已经取得明显进展。

4) 市场反应：数据公布后市场加息预期回落，美元和美债收益率下行，美股三大股指普遍上涨；市场隐含的美联储 12 月及以后加息 25bp 的概率从 31% 降至 18%，2024 年底政策利率预期下行 13bp 至 4.40%。

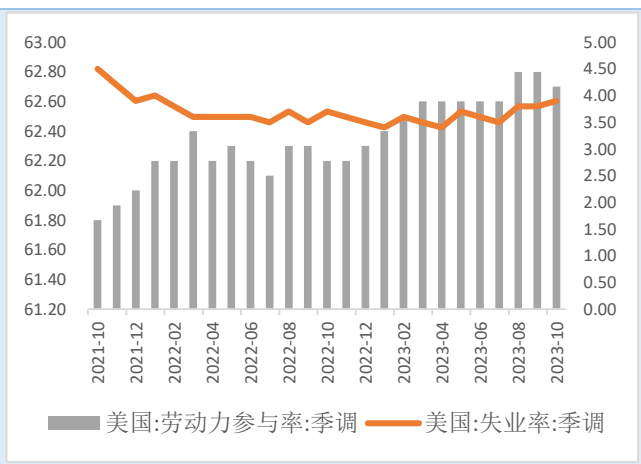
整体来看，10 月非农数据指向美国劳动力市场降温，失业率超预期上行和薪资增速不及预期释放了美国就业市场再平衡已经取得明显进展。同时，美国 10 月 ISM 制造业和服务业 PMI 以及近期的高频数据显示美国经济处在降温的轨道上；通胀预期也整体保持稳定。由此，我们预计美联储 12 月大概率不再加息。

图表 5：非农就业弱于预期



数据来源：Wind

图表 6：失业率继续升高



数据来源：Wind

## 2、美联储继续暂停加息

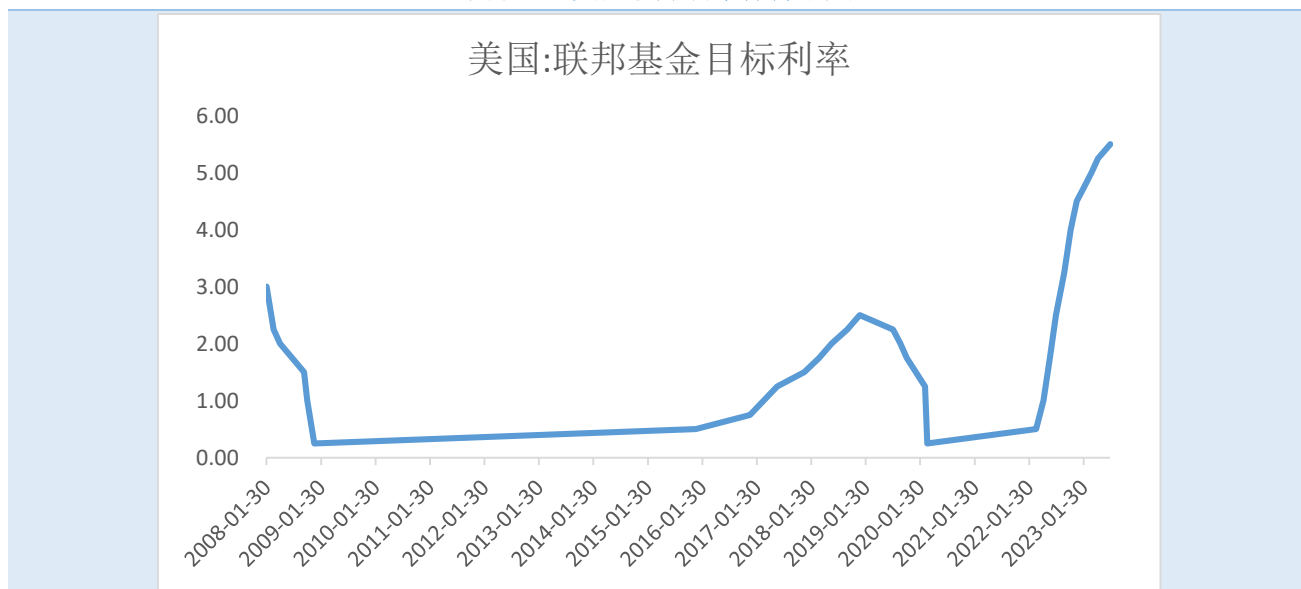
美东时间 11 月 1 日，美联储在 FOMC 会议后宣布继续暂停加息，将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25-5.5%；缩表节奏保持不变。美联储连续两次会议决定按兵不动，符合市场预期。

会议声明部分：1) 与以往决议不同的是，本次决议声明新增指出，美债收益率攀升带来的金融环境收紧可能对经济和通胀有影响，而且，对近几个月的经济增长显得满意。2) 声明继续重申 3 月的说法“美国银行体系健全且有韧性”但强调“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力”。3) 经济方面，相比 9 月的上次会议，本次美联储会后决议声明对经济的评价更高，称最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张。4) 通胀方面，本次声明依然认为“通胀保持高企”并继续重申“坚决承诺将让通胀率回落至 2% 这一目标”。5) 缩表方面，本次会议的声明未公布新的缩表路线，继续重申将按此前公布的计划，继续减持国债、机构债和机构 MBS。

鲍威尔在新闻发布会上表示，长期利率的变动意义重大，但美联储再次加息的可能性仍在考虑之中。密切关注长期国债收益率的上涨，这可能对货币政策产生影响；政策预期似乎不会推动美债收益率。来自较高长期美债收益率、坚挺的美元和较低的股市的金融环境收紧可能对未来的利率环境产生影响。

展望未来，美国 10 月新增非农就业不及预期，失业率上行，薪资增速下行，表明美国劳动力市场正在降温。而从经济数据看，尽管美国经济仍有韧性，但家庭端的压力逐渐显现，后续美联储加息概率偏低，但利率维持在高位的时间可能较长。

图表 7：美国联邦利率保持不变



数据来源：Wind

### 3、日本央行维持利率不变

10 月 31 日，在最新议息会议上，日本央行继续按兵不动，维持政策利率在-0.1%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0%不变。对于日本国债收益率，日本央行植田和男表示，长期收益率上限以 1.0%作为参考，将提高收益率曲线控制计划(YCC)政策灵活性。在前景展望方面，日本央行调高了通胀预期，将 2023 财年核心 CPI 预期中值从 7 月的 2.5%调升至 2.8%，但调降了对 GDP 的预期，将 2024 财年 GDP 预期调整为 1.0%，此前为 1.2%。

整体上看，虽然日本央行在这次议息会议上保持政策利率不变，但对于 YCC 政策有一些调整，将 1.0%的利率硬约束改为“参考”，并表示将更加灵活。不过，这一操作只是微调，并不及市场此前预期，而且日本央行的表态整体上仍然偏鸽。决议公布后，日经 225 指数一度快速走高涨至 0.7%，日元继续承压，美元兑日元汇率再次突破 150，10 年期美债收益率短线下行 4bp。

11 月 2 日，岸田文雄宣布了一项总额约为 17 万亿日元(约合 1130 亿美元)的大规模经济刺激计划，其中 130 万亿日元将由本财年剩余时间至 2024 年 3 月的补充预算提供。该刺激计划的主要目的是缓解通胀对日本普通民众的冲击，核心措施包括约 3.5 万亿日元的个人退税以及超过 1 万亿元元的低收入家庭补助。

目前日本经济仍呈温和复苏态势，通胀指数有所回升，但持续性可能仍然存疑，日本央行后续的操作或受国内经济、物价走势、劳资谈判以及美国货币政策等多方面因素影响。

图表 8：日央行维持利率不变



数据来源：Wind

图表 9：日本十年期国债利率走势



数据来源：Wind

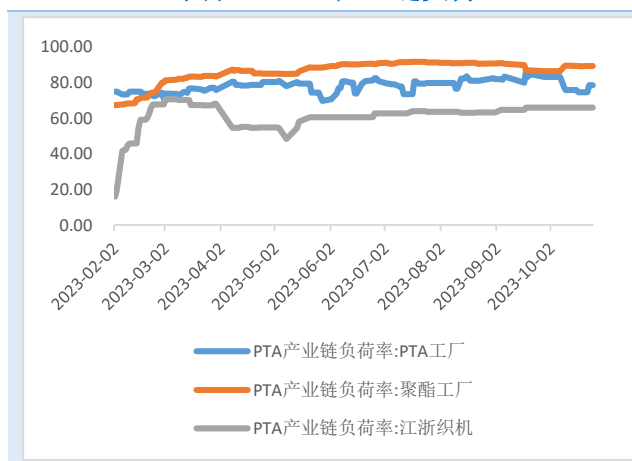
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产稳中有落

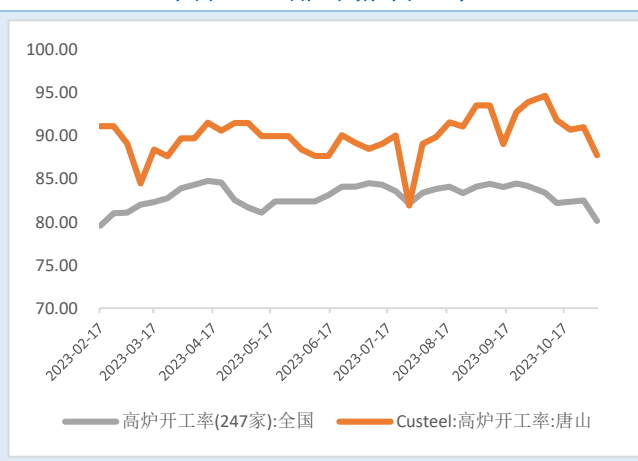
**化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数回落。**需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至 11 月 3 日，涤纶 POY 价格下跌，PTA 价格、聚酯切片价格均较上期出现不同程度回升。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率升至 78.3%，聚酯工厂负荷率小幅升至 89.01%，江浙织机负荷率持稳于 65.8%。

**钢铁：生产小幅回升，需求开始走弱。**全国高炉开工率回落 2.41 个百分点至 80.10%，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 房地产销售周环比回落，乘用车零售量环比上月回落

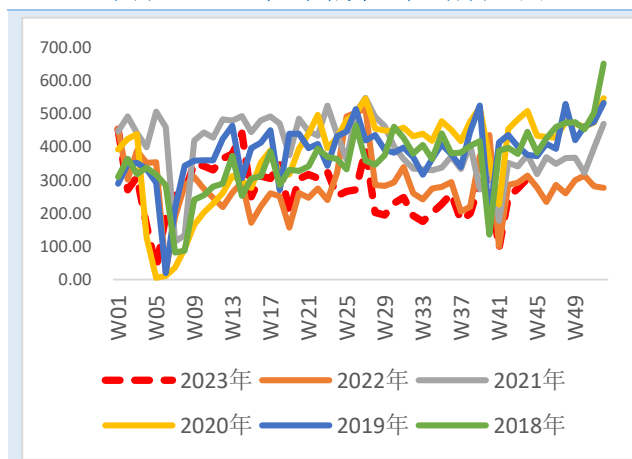
**房地产销售周环比回落。**截至 11 月 2 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积较上周回落 5.61%。10 月同比下降 2.56%，其中，一、二、三线城市 10 月同比分别增长-7.66%、9.80%、-23.17%；10 月，100 个大中城市成交土地占地面积，按均值计，环比增速为 64.68%，一、二、三线城市环比增速分别为-46.38%、66.03%和 72.76%。

**乘用车零售量环比上月回落。**10 月第三周全国乘用车市场日均零售 6.0 万辆，同比去年 10 月同期增长 11%，环比上月同期下降 2%，10 月 1-22 日，乘用车市场零售 121.3 万辆同比去年同期增长 19%，较上月同期增长 8%。

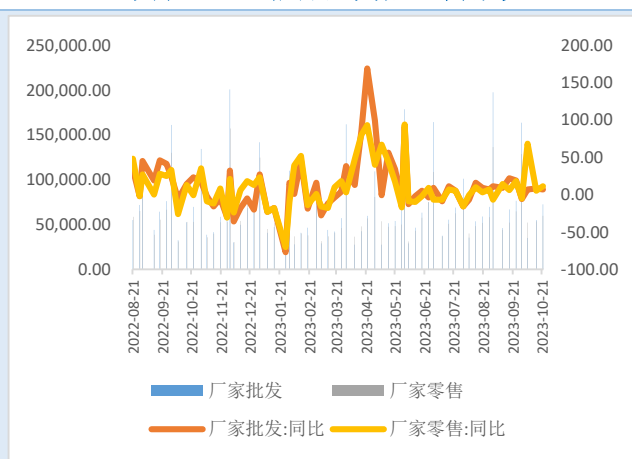
10 月 31 日，中国汽车流通协会发布的调查显示，2023 年 10 月中国汽车经销商库存预警指数为 58.6%，同比下降 0.4 个百分点，环比上升 0.8 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上，汽车流通行业处在不景气区间。



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

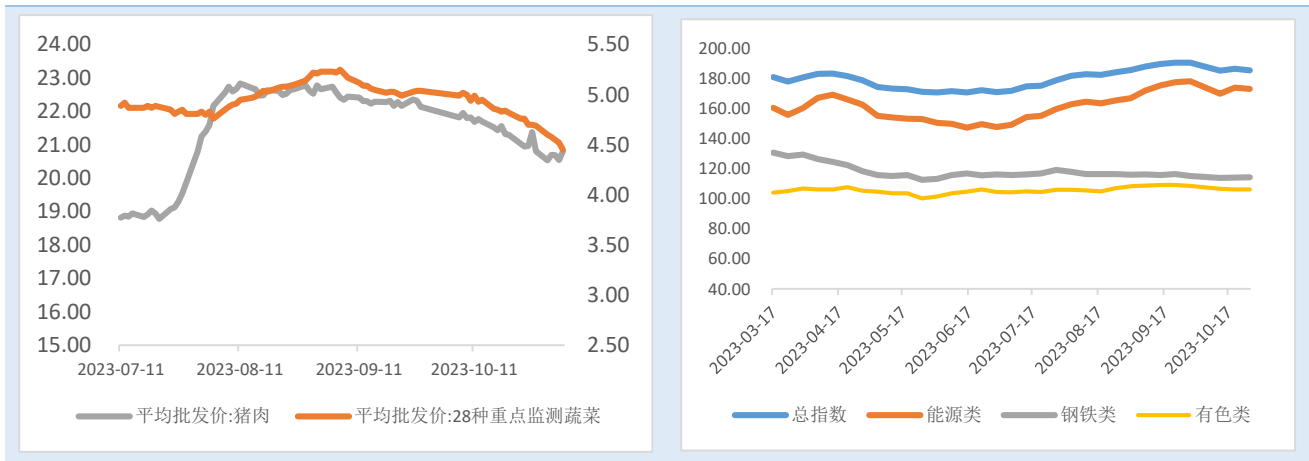
(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 11 月 3 日）蔬菜均价环比下跌 3.85%，猪肉均价环比下跌 1.77%。

(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