

大宗商品继续分化走势

观点

展望后市：商品市场或继续分化走势：一是，国内稳增长政策预期持续乐观，尤其是基建的增长和房地产市场的改善预期，这直接利多黑色系商品，但受监管层的强有力影响，短期出现调整的风险明显加大；二是，尽管海外经济存在韧性，通胀持续回落，美联储加息基本结束，但高利率对经济的抑制仍未完全反映出来，需求的改善仍需时间；三是，在需求走弱的同时，OPEC+的产量政策存在不确定性，OPEC 与非 OPEC 的产量也出现了分化，这导致国际油价短期的波动加大，从而影响大宗商品的走势。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数震荡走低，一方面，监管层对部分商品的监管升级，导致前期涨幅较大的黑色系商品面临调整压力；另一方面，OPEC+内部对产量政策出现分歧，导致国际油价大幅下跌拖累大宗商品走势。

(2) 11月 LPR 维持不变，政策加力支持房企融资。1) 11月 1年期和五年期 LPR 利率均维持不变。LPR 利率一般由 MLF 利率与银行加点形成，由于本月 MLF 利率保持稳定，本月 LPR 利率维持不变基本符合预期。实际上，利率维持不变的主要原因：一方面是因为银行净息差压力较大，另一方面则是由于汇率承压运行。不过，随着存款利率的持续下调以及人民币汇率的企稳，利率下行的空间或再度打开，预计今年 12 月或者明年一季度依然有降息的可能性。2) 近期，监管层面持续为房企融资提供支持政策。11月 17日，央行、金融监管总局、证监会三部门召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作，提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”。

(3) 美联储 11 月会议纪要中性偏鹰，OPEC+推迟会议时间。1) 美联储公布 11 月货币政策会议纪要，纪要显示美联储决策者认为，利率将在一段时间内保持限制性，在是否进一步加息的问题上应谨慎行事，保留进一步加息的可能性，但并未在会议纪要中给出降息的暗示。总体来看纪要基调中性偏鹰。2) OPEC 表示，原定于 11 月 26 日举行的 OPEC+ 会谈将推迟四天到 11 月 30 日。对于 OPEC+ 推迟会议的原因：有媒体报道称，可能是沙特等与非洲产油国之间有分歧，与会代表们透露，安哥拉和尼日利亚对话语权更大的大产油国压低其配额的做法感到不满，各方需要更多时间进行谈判。

宏观·周度报告

2023 年 11 月 26 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

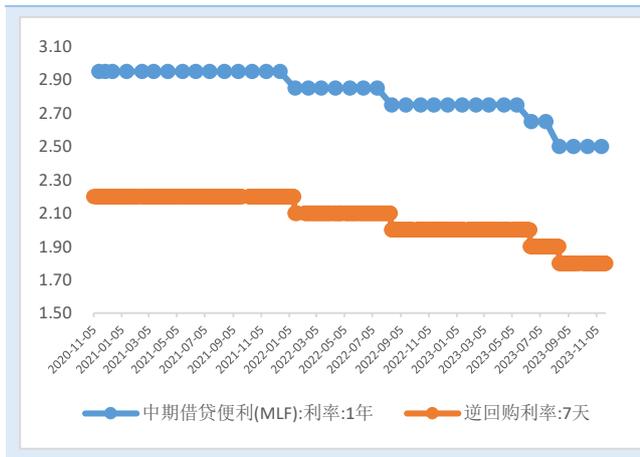
1.1 11月LPR维持不变，政策加力支持房企融资

1、11月LPR维持不变

11月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率，11月1年期LPR利率为3.45%，持平于前值3.45%，5年期LPR利率为4.2%，持平于前值4.2%。今年以来，LPR利率总共两次下调，第一次是6月份，1年期和5年期以上LPR利率均下调10个基点；第二次是8月份，1年期LPR利率下调10个基点，5年期以上LPR利率保持不变。

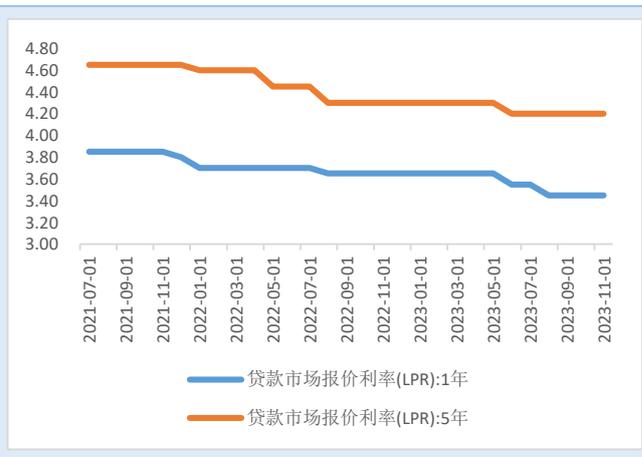
本月LPR利率维持不变基本符合预期，未来仍有下行的空间。11月15日央行11月超额续作了14500亿元MLF，利率维持在2.5%不变。LPR利率一般由MLF利率与银行加点形成，由于本月MLF利率保持稳定，因此本月LPR利率维持不变基本符合预期。实际上，利率维持不变的主要原因：一方面是因为银行净息差压力较大，另一方面则是由于汇率承压运行。不过，随着存款利率的持续下调以及人民币汇率的企稳，利率下行的空间或再度打开。此外，由于当前经济仍在波折式复苏，海外经济在高利率下预计将走弱，稳增长仍然具有迫切性，预计今年12月或者明年一季度依然有降息的可能性。

图表 1：逆回购和 MLF 利率维持不变



数据来源：Wind

图表 2：LPR 利率维持不变



数据来源：Wind

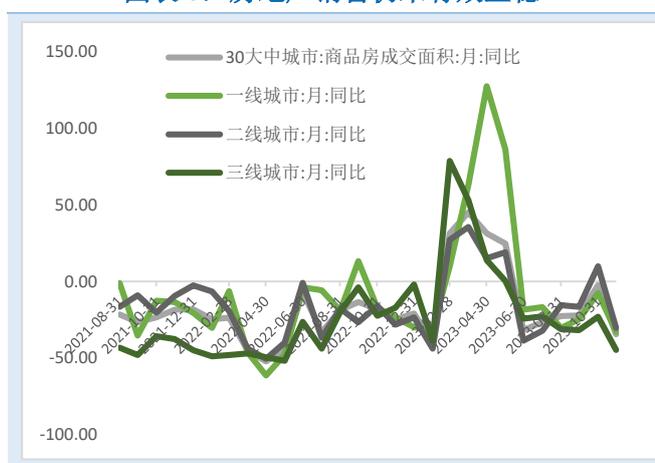
2、政策加力支持房地产融资

11月21日，据媒体报道，监管机构正在起草一份中资房地产商“白名单”可能涵盖50家规模房企，国有和民营房企会被列入其中。还提出了“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。还提出将修改开发贷、经营性物业贷、个人住房贷款办法等。此外，11月20日，融创中国发布公告称，公司境外债务各项重组条件已获满足，并于当日正式生效。

近期，监管层面持续为房企融资提供支持政策。11月17日，央行、金融监管总局、证监会三部门召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作，提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”。

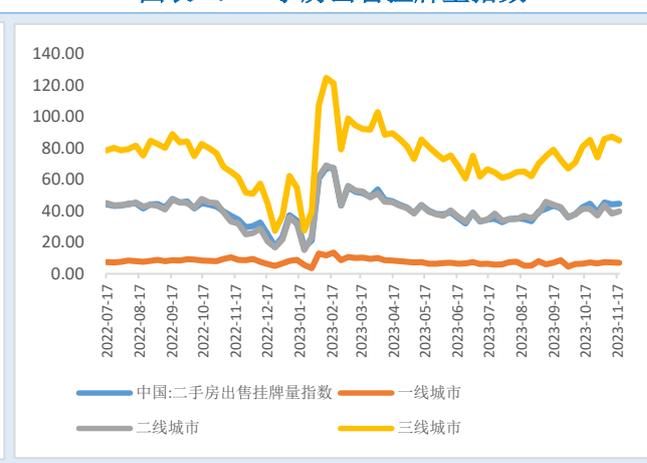
目前来看，房地产市场仍未有效企稳，政策的持续加码或助力行业回稳向上。截至11月21日，11月30大中城市商品房成交面积同比下降45.7%，环比下降40.4%，地产销售状况低迷，房企经营性现金流仍然偏紧，亟需改善融资性现金流。此次融创中国完成境内外债务重组所有流程，将为其他房企化解债务危机提供样本，有助于提振市场信心，后续央行化解房地产金融风险的工作仍有望继续推进。另外，11月23日起，深圳二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的普通住房70%、非普通住房80%统一调整为40%，降低了居民购买二套住房的购房资金门槛，地产政策继续优化，有望助力房地产市场回稳向上。

图表3：房地产销售仍未有效企稳



数据来源：Wind

图表4：二手房出售挂牌量指数



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 中央金融委员会会议审议推动金融高质量发展相关重点任务分工方案

11月20日，李强主持召开中央金融委员会会议，深入学习贯彻习近平总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神，审议推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。

会议审议通过了推动金融高质量发展相关重点任务分工方案，并强调，要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，抓紧研究出台具体政策和工作举措。要全面加强金融监管，压紧压实金融风险处置责任，加强部门协同和上下联动，在持续加大存量风险化解力度的同时，强化源头管控，深化相关领域改革，完善风险防范、预警和处置机制，共同把防范化解风险任务抓实抓好。会议重申了中央金融工作会议的主要内容，重点支持领域更加明确。

(2) 四部门召开科技金融工作交流推进会，更多金融资源将用于科技创新

11月20日，中国人民银行、科技部、国家金融监管总局、中国证监会联合召开科技金融工作交流推进会。会议以视频形式召开。国家开发银行、工商银行、中信银行、兴业银行、中国人寿保险（集团）公司、中金资本等金融机构交流了工作经验。

会议指出，大力支持实施创新驱动发展战略，把更多金融资源用于促进科技创新。要聚焦科技创新的重点领域和金融服务的短板弱项，深化金融供给侧结构性改革，推动完善包括信贷、债券、股票、保险、创业投资、融资担保在内全方位、多层次的科技金融服务体系，不断提高金融支持科技创新的能力、强度和水平，为加快实现高水平科技自立自强贡献金融力量。

1.3 海外：美联储会议纪要中性偏鹰，OPEC+内部或现分歧

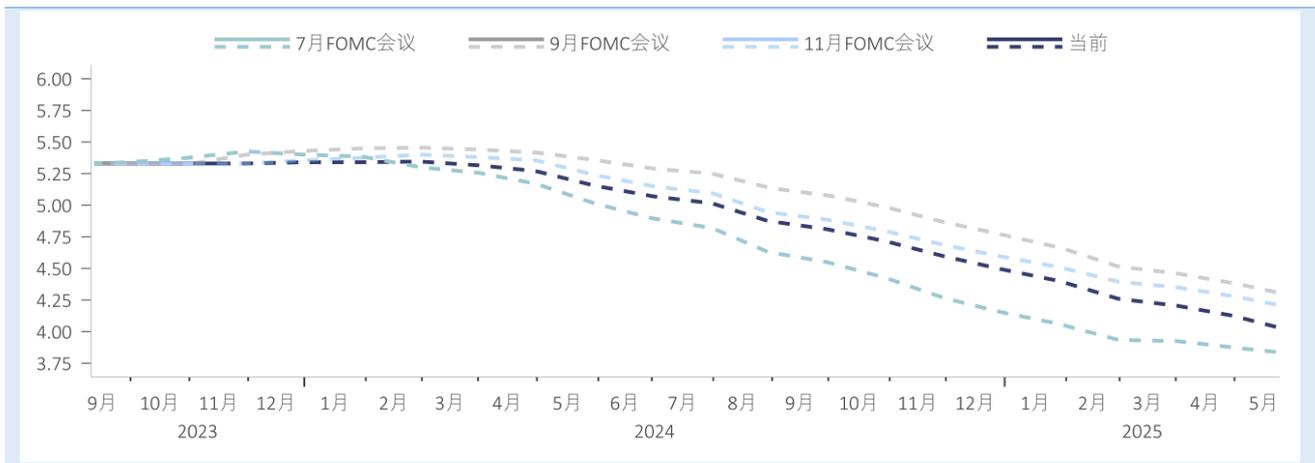
1、美联储11月会议纪要基调中性偏鹰

当地时间11月21日，美联储公布11月货币政策会议纪要，纪要显示美联储决策者认为，利率将在一段时间内保持限制性，在是否进一步加息的问题上应谨慎行事，保留进一步加息的可能性，但并未在会议纪要中给出降息的暗示。总体来看纪要基调中性偏鹰，纪要公布后美股下跌，美债收益率在纪要发布后刷新日高，但随后转跌，美油收跌，美元转涨，黄金上涨，但市场对于联储明年5月降息时点的预期不变。

具体来看：1) 对抗通胀方面，与会者指出，若收到的信息暗示，FOMC实现通胀目标的进展不够，将适合进一步收紧货币政策。美国10月CPI同比下滑至3.2%，PPI同比也回落至1.3%，数据均表明通胀继续放缓，引发市场乐观情绪，但CPI和核心CPI距离目标2.0%，尚有距离后续通胀下降的持续性仍待观察；2) 经济活动上，纪要显示多名与会者评论称，即便经济活动仍有韧性，劳动力市场继续强劲，经济活动仍存在下行风险，金融和信贷环境收紧对总需求银行、企业和家庭负债表的影响可能超过预期，商业地产继续疲软，以及全球油市可能受干扰。预计，四季度美国的GDP增长将较三季度明显放缓，但下半年的增速会较上半年略有加快，因为汽车业工人罢工，今年四季度的经济产出将暂时抑制，而明年一季度会因产出回升而得到提振。3) 此前，鲍威尔在11月政策会议后的新闻发布会上表示，长期收益率上行使得金融条件收紧，但金融条件收紧的可持续性仍有待观察。

综合来看，考虑到美国经济仍有降温的风险，且通胀持续回落，初步预计明年二季度左右联储开启降息，但是近期美债收益率下行以及美股上涨使得金融条件放松，亦有可能对联储后续货币政策表述形成一定干扰。

图表5：相较于11月会议，当前市场对于降息时点的预期进一步提前



数据来源: Macrobond

2、美国经济短期存韧性，但下行风险仍然较大

(1) 美国：10月成屋销售五连降，房价创新高同比涨幅扩大。

当地时间11月21日，根据美国全国房地产经纪人协会(NAR)的数据，美国10月成屋销售总数不及预期，连续第五个月下降，至年化379万户，也低于预期的390万户，创2010年以来新低。10月成屋销售环比跌4.1%，预期跌1.5%，9月前值跌2%。10月成屋销售同比下跌14.6%。但同时房价方面，10月份售出房屋的中位价为39.18万美元，比去年10月份上涨3.4%，是1999年有记录以来最高的10月房价。美国全国所有地区的房价均上涨。房价的同比涨幅已连续四个月扩大。

(2) 美国：10月耐用品订单环比大跌5.4%，首次申请失业救济人数超预期回落。

当地时间11月22日，美国商务部公布的数据显示，美国10月耐用品订单环比初值下跌5.4%，不及预期的下跌3.2%，9月前值从4.6%大幅下修至4.0%，10月耐用品订单同比增长4.0%。受运输设备领域一一非国防飞机订单、汽车业订单的负面拖累，在9月份获得三年来最大涨幅之后，美国10月的耐用品订单环比大幅下滑，且显著不及预期。

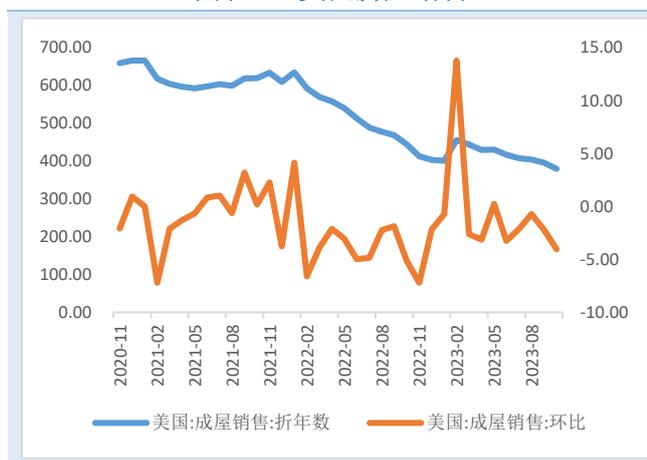
此外，同日美国劳工部公布，上周首次申请失业救济人数较此前一周环比减少2.4万，降至20.9万，创五个月最大降幅，持续申请人数两个月来首度下降。临近年底节日前后，申请失业救济的人数通常波动较大，虽然最近的数据下滑，但申请救济人数的总趋势还是在上升美国劳动力市场仍在降温中。

(3) 美国：消费者长期通胀预期创2011年以来新高，消费者信心处于相对低位。

当地时间11月22日，美国11月密歇根大学1年通胀预期终值4.5%，预期4.4%，初值4.4%；5年通胀预期终值3.2%，预期3.1%，初值3.2%。美国11月密歇根大学消费者信心指数终值61.3，预期61.0，初值60.4。其中，现况指数终值68.3，初值65.7；预期指数终值56.8，初值56.9。

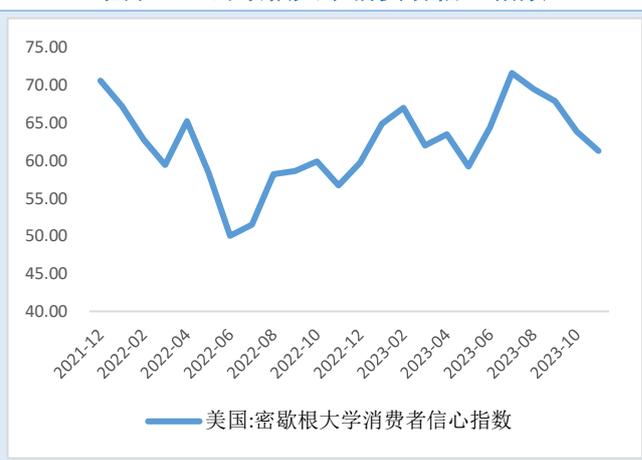
美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值较初值回升，主要由于对财务状况的看法更加乐观，但仍位于六个月低位。数据还显示，人们对美国经济前景的短期和长期看法较 10 月份出现恶化；对耐用品的购买状况评估较 11 月早些时候有所改善，这可能是由于假日购物季商品的一些折扣。但通胀方面，消费者看来担心，未来几个月和几年，通胀疲软的趋势可能逆转。数据公布后，美国 10 年期国债收益率短线拉升约 4 个基点，刷新日高至 4.4275%，日内当前涨 3.5 个基点。

图表 6：美国房屋销售



数据来源：Wind

图表 7：密歇根大学消费者信心指数



数据来源：Wind

3、OPEC+会谈推迟至下周，内部或存分歧

当地时间 11 月 22 日，OPEC 表示，原定于 11 月 26 日举行的 OPEC+ 会谈将推迟四天到 11 月 30 日。消息公布后，WTI 原油、布伦特原油持续走低，盘中一度重挫约 5.0%。但此后，油价逐渐攀升，持续收复失地。对于 OPEC+ 推迟会议的原因：有媒体报道称，可能是沙特等与非洲产油国之间有分歧，与会代表们透露，安哥拉和尼日利亚对话语权更大的大产油国压低其配额的做法感到不满，各方需要更多时间进行谈判。

近期国际油价持续下跌，一方面是因为海外经济受紧缩货币政策滞后效应影响，需求端有所走弱，EIA 数据显示 11 月 17 日当周美国 EIA 原油库存增加 870 万桶，大幅高于分析师预期的 51.02 万桶，而且美国 10 月 CPI 和 PPI 数据均走弱，显示需求正在放缓；另一方面，在供给端方面，非核心 OPEC 成员国产量远强于预期，部分抵消了 OPEC 核心成员国的减产，例如，美国、加拿大、巴西和圭亚那的产量都在快速增长。FRED 数据显示，2024 年沙特阿拉伯盈亏平衡财政石油价格为 79.7 美元/桶，目前油价已经接近这一水位，可能导致沙特延长或者增大减产幅度，但 OPEC+ 内部的分歧也不容忽视。往后看，预计短期油价走势震荡偏弱，但 2024 年随着美欧加息结束，且经济大概率软着陆下，原油价格可能会有所回升。

图表 8：布伦特油价走势

图表 9：WTI 油价走势



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，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至 11 月 24 日，涤纶 POY 价格小幅上涨，PTA 价格、聚酯切片价格则小幅下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率升至 81.5%，聚酯工厂负荷率小幅升至 87.5%，江浙织机负荷率持平于 75.8%。

钢铁：生产小幅上升，需求开始走弱。全国高炉开工率回升 0.49 个百分点至 80.14%；进入传统的需求淡季，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，库存去化速度放缓。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

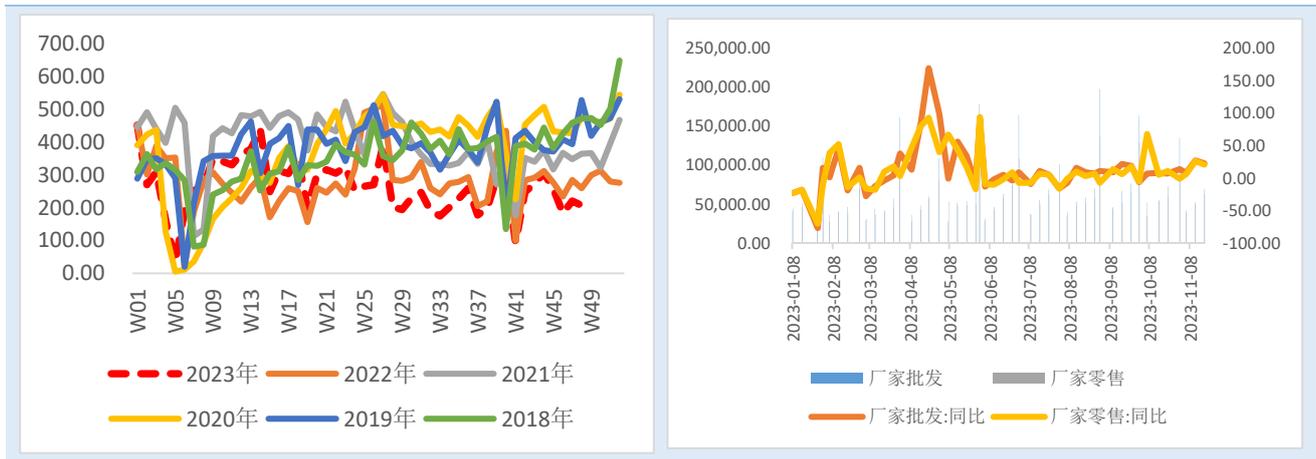
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比回升。截至 11 月 23 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积较上周回升 8.63%。按均值计，11 月同比下降 21.64%，其中，一、二、三线城市 11 月同比分别增长-20.72%、-15.77%、-35.19%；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-25.40%，一、二、三线城市环比增速分别为-35.40%、-27.76%和-24.10%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，11 月第三周全国乘用车市场日均零售 6.2 万辆，同比去年 11 月增长 21.0%，环比上月同期增长 9.0%。11 月 1-19 日，乘用车市场零售 97.4 万辆，同比去年同期增长 19.0%，较上月同期下降 6.0%，今年以来累计零售 1824.1 万辆，同比增长 4.0%。

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) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至 11 月 24 日）蔬菜均价环比上涨 2.46%，猪肉均价环比下跌 0.22%。

(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。

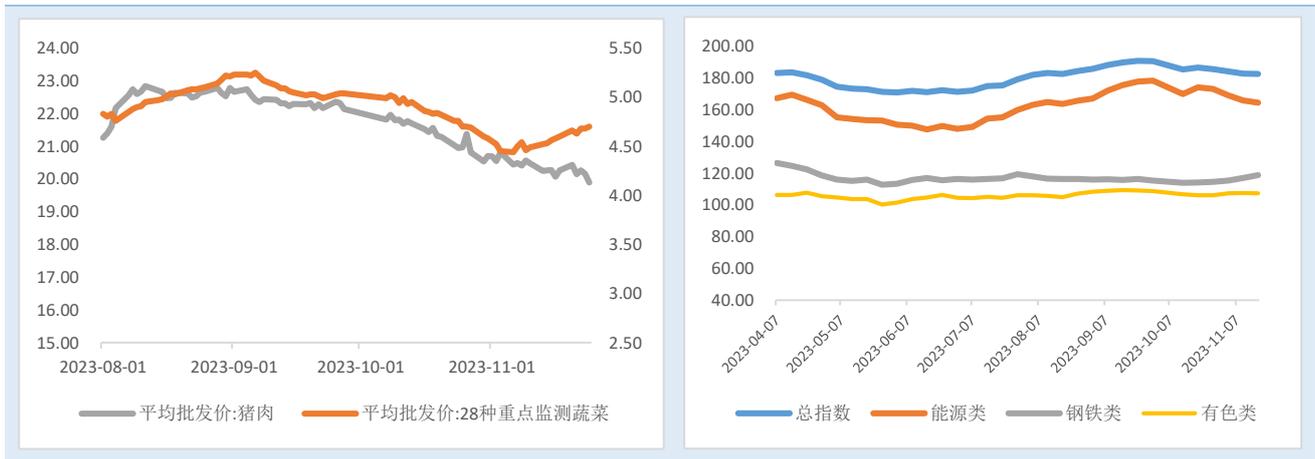
展望未来，随着稳增长政策不断发力，尤其是增发一万亿国债将有效带动基建投资，宏观经济或在波折中继续恢复，CPI 环比有望回正，同比也将在低基数的支持下恢复正增长。不过，值得关注的是，房地产领域的风险并未解除，需要更多强有力的政策推动房地产行业尽快企稳，才能更好恢复信心、提振内需。

(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