

商品指数震荡走低，品种延续分化走势

观点

展望后市：由于国内外宏观预期存在差异、不同板块间的基本面存在差异，不同板块之间的商品或继续分化的走势。根据不同的驱动因素，大体上可以分为三个板块：一是，以国内经济、政策驱动因素为主的黑色系商品，在经济弱现实、政策强预期与监管调控高压之间反复波动；二是，以海外因素驱动为主的品种，如铜等基本金属，围绕着欧美经济是否软着陆与欧美央行何时降息之间波动；三是，地缘政治因素影响最大的商品，如原油等能化品种，不仅受 OPEC+产量政策的影响，还受到俄乌冲突、巴以局势的干扰。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数震荡走低，一是，国内 PMI 连续处于荣枯线下方，叠加监管持续高压，黑色系商品调整压力加大；二是，美国通胀持续降温，降息预期偏乐观，基本金属和黄金价格偏强；三是，OPEC+减产达成新的减产协议，油价波动加大。

(2) **PMI 继续下滑，稳增长或继续发力。**1) 制造业 PMI 指数连续两个月回落到荣枯线下方，供需两端的景气度同步回落，凸显经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，总需求恢复缺乏持续性，对经济的影响较大。往后看，房地产和出口仍是当前经济发展最大的拖累项，经济恢复仍充满曲折，预计逆周期调节政策将继续加码发力。一是，万亿国债打开了中央加杠杆的空间，明年财政政策继续发力值得期待；二是，货币政策将更加注重做好跨周期和逆周期调节，近期在金融机构座谈会后，“宽信用”和地产融资支持政策料将加码。2) 货币政策执行报告再提化债。10月以来，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大，截至11月30日，据 Wind 数据不完全统计，全国共有 27 个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，计划发行规模 13709 亿元，已发行规模 13657 亿元。

(3) **美国核心 PCE 符合预期。**10月 PCE 通胀与此前公布的 CPI 所反映的信息基本一致，表明随着美国经济增长出现放缓，通胀延续回落的态势。展望未来，随着美国财政刺激退坡、居民超额储蓄率下降，高利率的负面影响持续显现，美国经济将进一步降温，通胀也将持续下行。而在经济动能减弱、通胀持续回落、就业需求下降的背景下，美联储基本结束了本轮加息，同时也为明年的降息打开了空间，预计二季度美联储将沟通降息时点，三季度开始降息周期。但若经济下行的速度超预期，降息的时点或提前。

宏观·周度报告

2023年12月03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 PMI 继续下滑，稳增长或继续发力

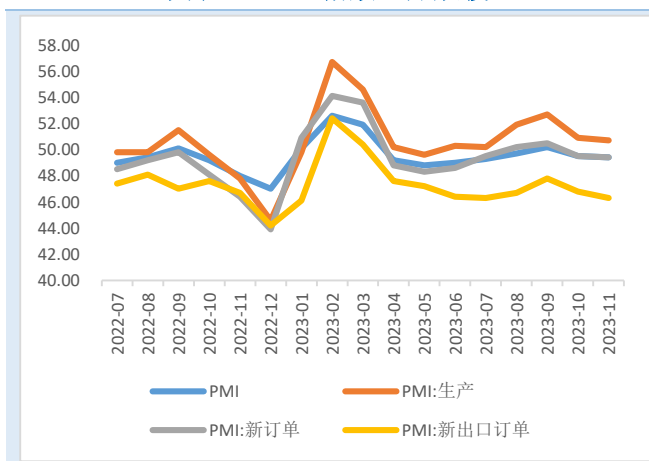
1、PMI 继续下滑

事件：中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.7，前值 49.5。中国 11 月官方非制造业 PMI 为 50.2，预期 50.9，前值 50.6。

11 月官方制造业 PMI 指数为 49.4%，较前值回落 0.1 个百分点，连续三个月下行，低于预期的 49.7%。从具体分项来看，生产指数小幅回落，但保持在临界点上方；需求端表现依旧偏弱，新订单、出口订单、进口订单均回落并持续处于荣枯线下方，总需求不足仍然是当前经济运行面临的主要问题。其他分项上，原材料、产成品库存继续下滑，原材料价格指数回落而出厂价格小幅上涨。

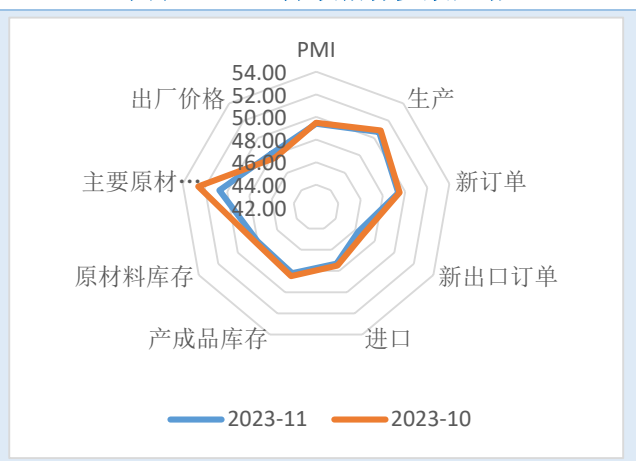
总的来看，制造业 PMI 指数连续两个月回落到荣枯线下方，供需两端的景气度同步回落，凸显经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，总需求恢复缺乏持续性，对经济的影响较大。往后看，房地产和出口仍是当前经济发展最大的拖累项，经济恢复仍充满曲折，预计逆周期调节政策将继续加码发力。一是，万亿国债打开了中央加杠杆的空间，明年财政政策继续发力值得期待；二是，货币政策将更加注重做好跨周期和逆周期调节，近期在金融机构座谈会后，“宽信用”和地产融资支持政策料将加码。

图表 1：PMI 指数边际放缓



数据来源：Wind

图表 2：PMI 分项指标多数回落



数据来源：Wind

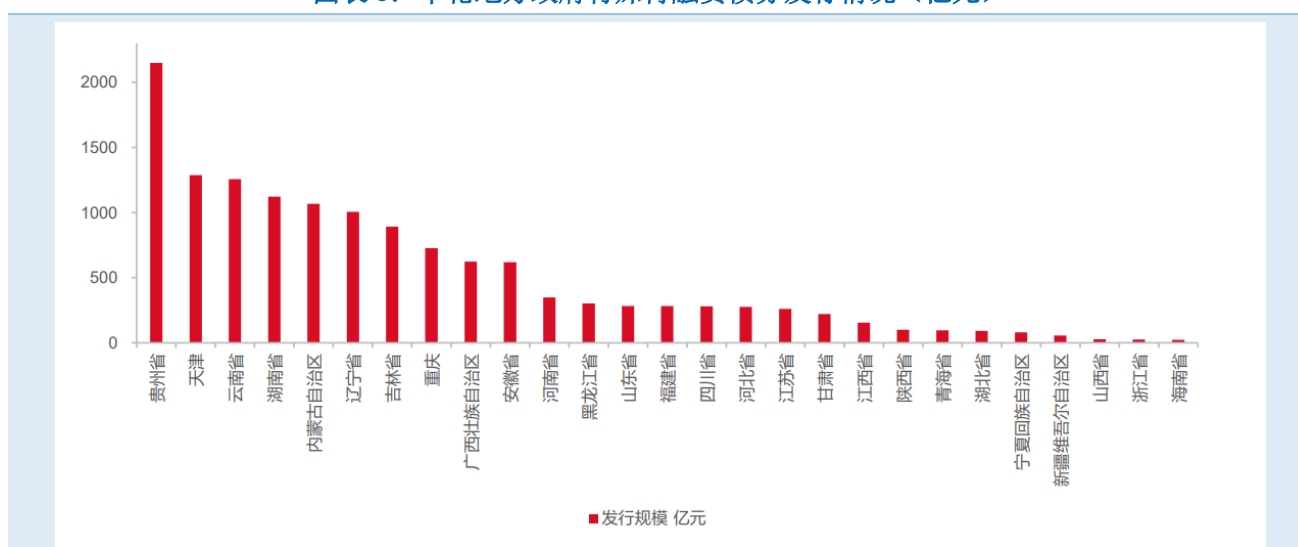
2、地方政府

货币政策执行报告再提化债。央行三季度货币政策执行报告中提到，下一步，切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，压实地方政府主体责任，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量。

地方财政压力仍然较大。由于房地产市场景气度的下行，房企拿地意愿仍然较低，虽然 10 月全国住宅类用地成交总价当月同比回正，但从累计同比来看，前 10 月在低基数下仍有 2 成以上的跌幅。作为地方财政收入主要来源之一的国有土地使用权出让收入前 10 月累计同比-20.5%，受此拖累，地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%。

化债力度继续加大。10 月以来，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大。11 月 28 日，浙江省披露拟发行特殊再融资债券文件，合计发行规模为 52 亿元。截至 11 月 30 日，据 Wind 数据不完全统计，全国共有 27 个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，计划发行规模 13709 亿元，已发行规模 13657 亿元。累计发行规模超千亿的地区分别为贵州、天津、云南、湖南、内蒙古及辽宁，其中贵州省发行规模达 2149 亿元。本次特殊再融资债券发行加权票面利率为 2.9023%，加权发行期限为 8.58 年。

图表 3：本轮地方政府特殊再融资债券发行情况（亿元）



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 央行发布 2023 年第三季度中国货币政策执行报告

报告指出，稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济的稳定性，促进经济金融良性循环，保持物价水平合理稳定。持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，维护好存贷款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，立足长远、发轫当前，坚决对市

场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

（2）央行等八部门支持民营经济 25 条举措发布

央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的 25 条具体举措。《通知》强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。银行业金融机构要加大首贷、信用贷支持力度，积极开展产业链供应链金融服务，主动做好民营企业资金接续服务，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷，同时抓好促发展和防风险。优化民营企业债务融资工具注册机制，充分发挥民营企业债券融资支持工具作用，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者积极科学配置民营企业债券，加大对民营企业债券投资力度。支持民营企业上市融资和并购重组，发挥区域性股权市场、股权投资基金对民营企业的支持服务作用，扩大优质民营企业股权融资规模。加大外汇便利化政策和服务供给，通过提升经常项目收支便利化水平、完善跨境投融资便利化政策、优化跨境金融外汇特色服务，支持民营企业“走出去”“引进来”。

（3）中共中央政治局会议审议《关于进一步推动长江经济带高质量发展若干政策措施的意见》《中国共产党领导外事工作条例》

会议强调，推动长江经济带高质量发展，根本上依赖于长江流域高质量的生态环境。要坚持把科技创新作为主动力，积极开辟发展新领域新赛道，加强区域创新链融合，大力推动产业链供应链现代化。要统筹抓好沿江产业布局 and 转移，更好联通国内国际两个市场、用好两种资源，提升国内大循环内生动力和可靠性，增强对国际循环的吸引力、推动力。要坚持省际共商、生态共治、全域共建、发展共享，提升区域交通一体化水平，深化要素市场化改革，促进区域协调发展。

（4）上交所组织召开了沪市房企座谈会

会议旨在进一步支持和推动沪市房企通过融资和并购重组等方式，提升质量，化解风险，落实关于支持保障性住房规划建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”的相关政策安排。下一步，上交所将与各方加强协同，一视同仁支持不同所有制房地产企业的合理融资和并购需求，同时，服务房企利用好资本市场工具，积极探索“三大工程”等项目落地实施的具体路径，促进房地产行业健康稳定发展。

1.3 海外：美国核心 PCE 符合预期

1、美国 10 月核心 PCE 通胀符合预期，实际个人消费支出略高于预期

10月美国；PCE价格环比从0.4%回落至0%，略低于彭博一致预期（0.1%），同比从3.4%下行至3.0%。核心PCE价格环比回落0.1个百分点至0.2%，符合彭博一致预期，同比为3.5%。同期公布的10月实际个人消费支出环比回落0.1个百分点至0.2%，高于预期的0.1%。

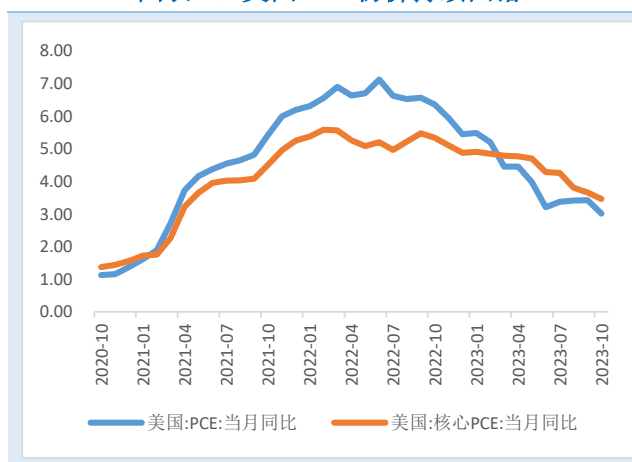
从分项来看，1) 能源价格回落拖累表观通胀，食品分项环比小幅回落。受WTI油价下跌影响，10月PCE能源通胀环比大幅回落4.3个百分点至-2.6%。此外，高频指标汽油零售价格11月环比回落8.2%，指示能源分项将继续下行。食品分项环比为0.2%，较9月的0.3%小幅下行。

2) 10月PCE核心商品价格环比小幅回升0.1个百分点至0.0%。耐用品中，新车(-0.1%)和娱乐商品(-0.4%)环比回落，二手车(-0.8%)、家具(-0.2%)、其他耐用品(0.2%)环比回升；非耐用品环比回升0.5pct至0.3%，服装(0.0%)和其他耐用品(0.5%)均明显改善。

3) 10月核心服务价格环比下行0.3个百分点至0.2%。其中，住房分项小幅回落0.1个百分点至0.4%。9月意外上行的等价租金出现回落，与CPI相关分项的表现一致；美联储关注的剔除住房的其他核心服务环比回落0.3个百分点至0.1%，主要来自与暑期出行消费相关的交通服务(0.8%)、娱乐服务(0.2%)、餐饮住宿(0.0%)的下行，背后或因暑期消费需求的降温。

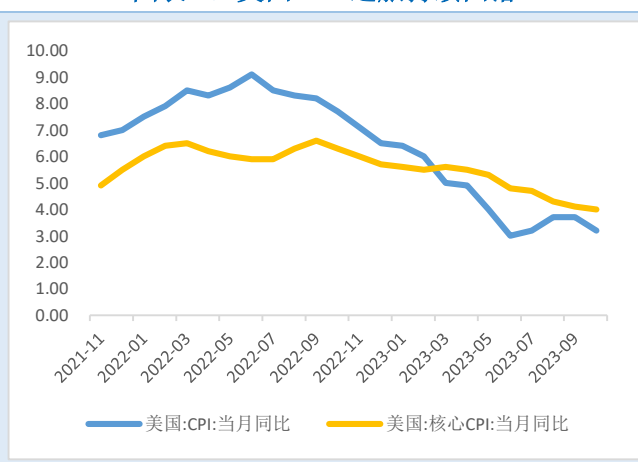
总体而言，10月PCE通胀与此前公布的CPI所反映的信息基本一致，表明随着美国经济增长出现放缓，通胀延续回落的态势。展望未来，随着美国财政刺激退坡、居民超额储蓄率下降，高利率的负面影响持续显现，美国经济将进一步降温，通胀将持续下行。而在经济动能减弱、通胀持续回落、就业需求下降的背景下，美联储基本结束了本轮加息，同时也为明年的降息打开了空间，预计二季度美联储将沟通降息时点，三季度开始降息周期。但若经济下行的速度超预期，降息的时点或提前。

图表4：美国PCE物价持续回落



数据来源：Wind

图表5：美国CPI通胀持续回落



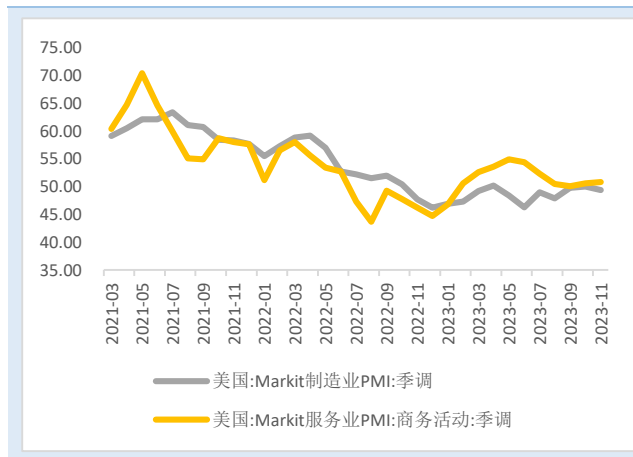
数据来源：Wind

2、美国制造业 PMI 持续低迷

1) 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值 49.4，预期 49.5，前值 49.4。从具体的分项来看，产出几乎没有增长，主因是新工作的流入再次下降，这暗示着商品生产部门对第四季度 GDP 的贡献微乎其微。不过，有迹象表明库存周期开始转向，中间产品生产商现在报告的订单数量略有增长。此外，就业下降可能会导致消费者支出减弱，但也会降低工资议价能力。工资压力下降，再加上原材料投入成本通胀明显降温，有助于在未来几个月进一步降低通胀。

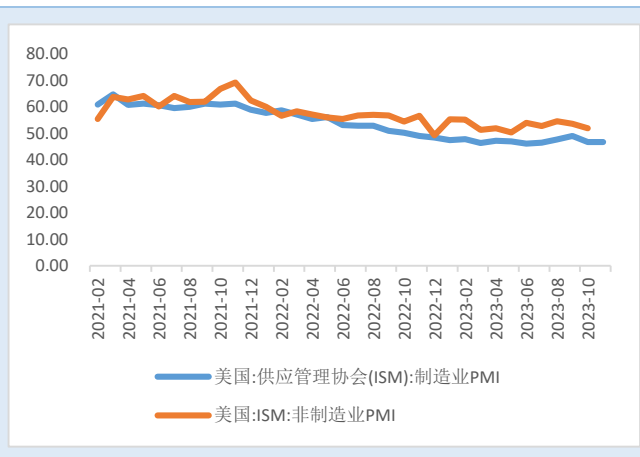
2) 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 46.7，预期 47.6，前值 46.7。美国 11 月制造业依然低迷，同时显示工厂就业人数下降。美国供应管理协会 (ISM) 表示，上月制造业 PMI 维持在 46.7 不变。这是 PMI 连续第 13 个月低于 50，这表明制造业处于收缩状态。这是自 2000 年 8 月至 2002 年 1 月期间以来持续时间最长的一次。尽管由于利率上升抑制需求，预计第四季经济活动将大幅放缓，但多数经济学家预计明年不会出现衰退。

图表 6：美国 Markit 制造业 PMI 指数



数据来源：Wind

图表 7：美国 ISM 制造业 PMI 指数



数据来源：Wind

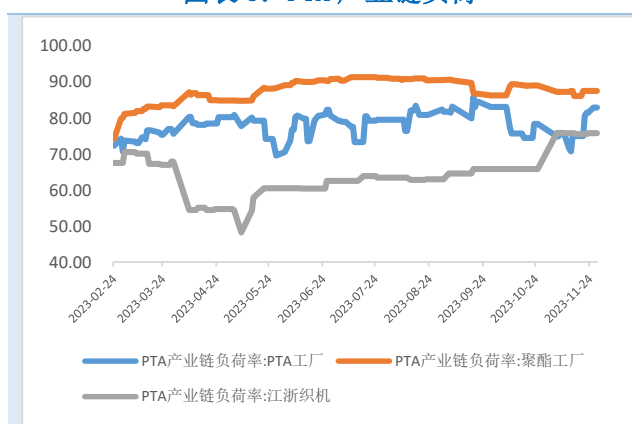
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

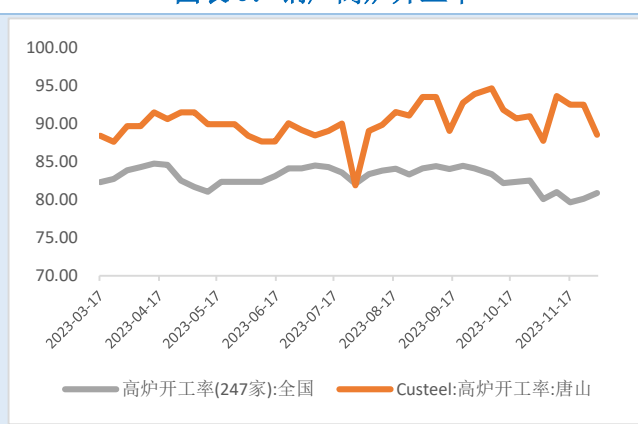
化工：生产负荷稳中有升，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至12月01日，涤纶POY价格小幅上涨，PTA价格、聚酯切片价格则小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率升至82.87%，聚酯工厂负荷率持平于87.5%，江浙织机负荷率持平于75.8%。

钢铁：生产小幅上升，需求开始走弱。全国高炉开工率回升0.74个百分点至80.88%；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，各个环节库存开始累积。

图表8：PTA产业链负荷



图表9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

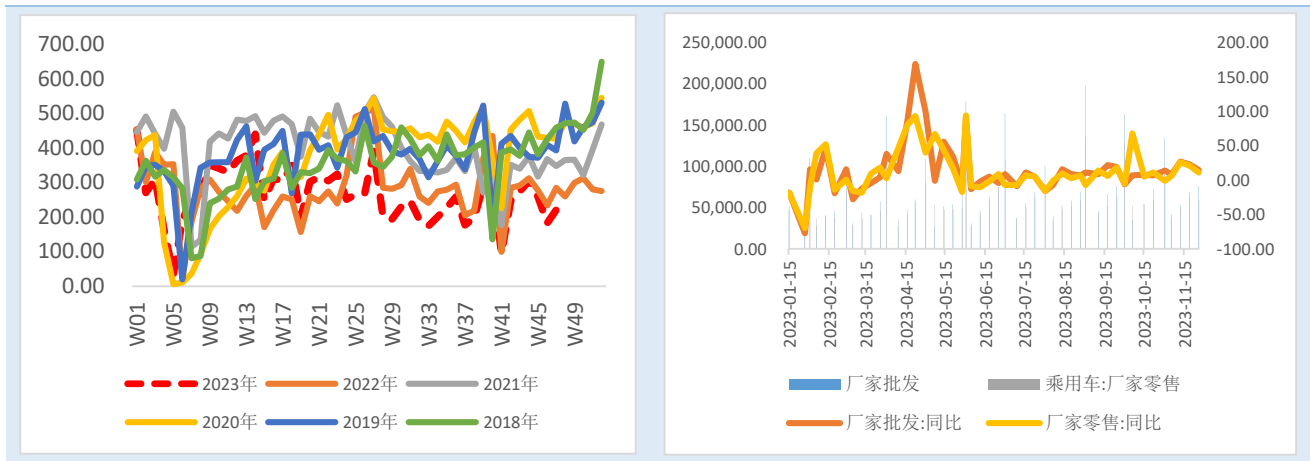
2.2 房地产销售月同比下降，乘用车零售量同比增长

房地产销售月同比下降。截至11月30日，本月30个大中城市商品房成交面积同比下降15.22%，其中，一、二、三线城市11月同比分别增长-17.19%、-7.44%、-29.96%；11月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降5.70%，较前值收窄34.8个百分点。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，今年11月1-26日，乘用车市场零售138.9万辆，同比增长17%；今年以来累计零售1865.6万辆，同比增长4%。全国乘用车厂商批发159.6万辆，同比增长19%，环比下降9%；今年以来累计批发2186.7万辆，同比增长8%。

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) 本周食品价格多数上涨。本周（截至 12 月 1 日）蔬菜均价环比上涨 1.71%，猪肉均价环比上涨 0.56%。

(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。

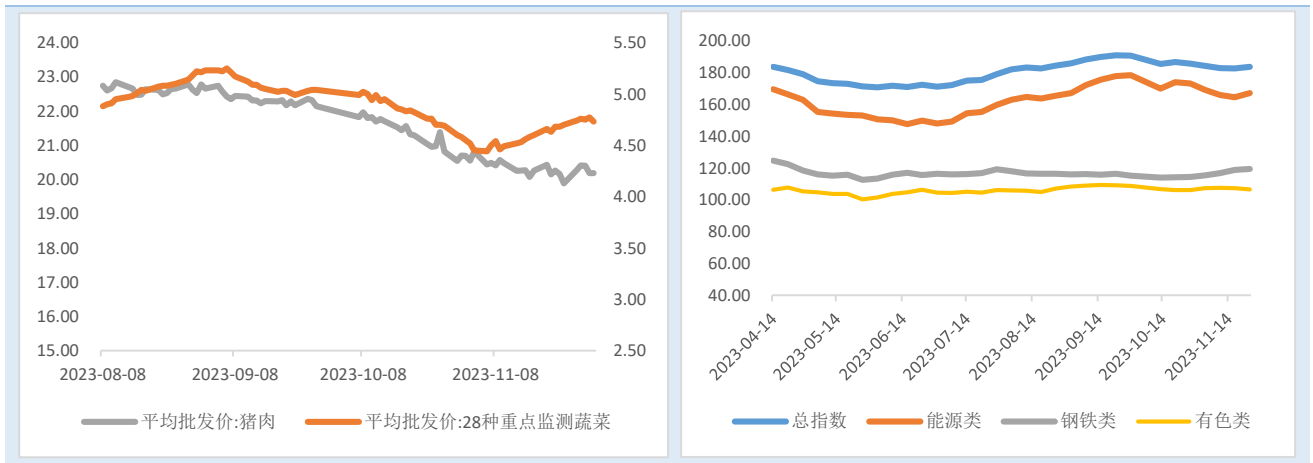
展望未来，随着稳增长政策不断发力，尤其是增发一万亿国债将有效带动基建投资，宏观经济或在波折中继续恢复，CPI 环比有望回正，同比也将在低基数的支持下恢复正增长。不过，值得关注的是，房地产领域的风险并未解除，需要更多强有力的政策推动房地产行业尽快企稳，才能更好恢复信心、提振内需。

(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