

美国非农好预期，衰退交易面临修正

观点

展望后市：三个驱动因素左右了商品市场的走势。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。近期重要会议相继召开，稳增长将会是主旋律，黑色系短期或受政策乐观预期的驱动；二是，以海外因素驱动为主的商品，围绕着欧美经济走弱与央行何时降息之间波动。考虑到11月非农数据好于预期，表明经济仍存在韧性，市场对于美国经济衰退的定价行为或将逐渐消退。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) 本周大宗商品指数探底回升，一是，国内政策乐观预期带动黑色系商品结束调整，强势反弹；二是，海外衰退交易持续升温，铜、油等高位回升，拖累商品指数。

(2) 财新PMI小幅回升，出口增速好于预期。1) 11月财新中国制造业和服务业PMI均较前值有所回升，走势与统计局的PMI走势相反，这主要是因为调查样本上有差异。展望未来，11月下旬，化解房地产金融风险的工作继续推进，叠加万亿国债实物工作量逐步释放，或带动经济活动进一步活跃，景气度有望逐步回升。2) 11月中国出口同比增长0.5%，结束连续6个月的负增长；进口同比增长-0.6%，较上月回落。展望后市，海外进入消费旺季，将推动外需的季节性回暖，同时考虑到基数下行，这也意味着短期出口同比增速可能继续回升。一系列财政、货币、产业政策积极发力维稳，工业稳增长、增发国债提升赤字等政策已经落地，内需有望逐步得到改善，预计后续进口仍将保持修复态势。

(3) 美国非农数据好于预期。首先，从11月的非农就业数据来看，新增就业人数超过市场预期，且失业率再度下行，薪资增速下行速度放缓，表明美国经济短期仍有较强的韧性。不过，从劳动力市场的供需来看，寻找工作的劳动力增多而就业岗位减少，意味着劳动力市场降温的趋势并未完全逆转，或继续呈现波动式下降的过程。其次，对于美联储而言，当前数据虽然超预期，但是整体幅度并不大，预计对美联储在12月份的FOMC会议上的决策影响较小，我们仍倾向于认为本轮加息已经结束，但美联储出于谨慎考虑不会主动承认加息的结束以保留灵活性，首次降息则需要等到2024年年中。对于市场而言，前期的“衰退交易”面临修正，市场对于美国经济衰退的定价行为或将逐渐消退，同时对于美联储快速降息的乐观预期也将面临修正。

宏观·周度报告

2023年12月10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



国贸期货研究院

行为或将逐渐消退，同时对于美联储快速降息的乐观预期也将面临修正。

一、宏观和政策跟踪

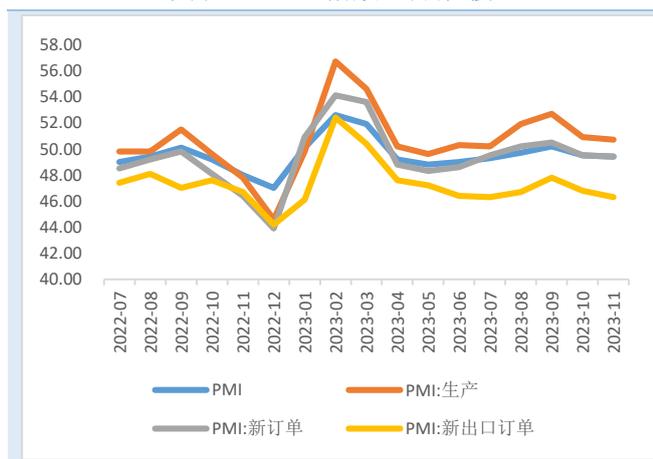
1.1 财新 PMI 小幅回升，出口增速好于预期

1、财新 PMI 与统计局 PMI 走势相反

12月5日，11月财新中国通用服务业经营活动指数录得51.5%，较10月回升1.1个百分点，为近三个月来最高。此前公布的11月财新中国制造业PMI上升1.2个百分点至50.7%，重回扩张区间。两大行业PMI同时反弹，带动当月财新中国综合PMI从10月的50%升至51.6%，均创近三个月来新高。

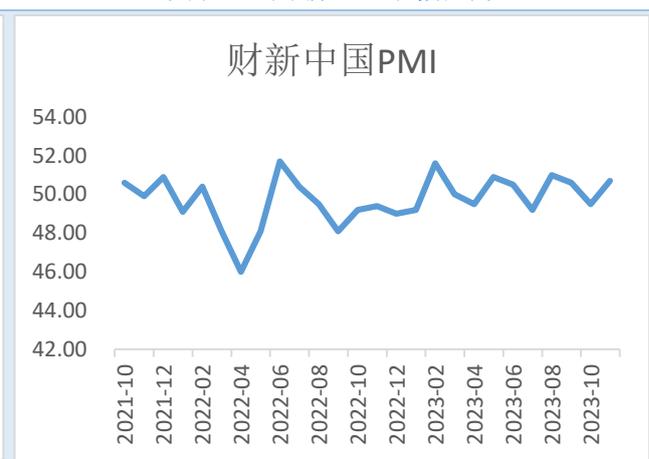
从数据上来看，11月财新中国制造业和服务业PMI的走势与统计局的PMI走势相反。在此之前，国家统计局公布的数据显示，11月制造业、服务业PMI分别回落0.1个、0.8个百分点至49.4%、49.3%，服务业PMI为年内首次落入收缩区间。财新PMI和统计局PMI的走势背离主要是因为调查样本上有差异，经济学家普遍认为官方PMI主要是对全国范围内的国有企业进行抽样调查，而财新PMI调查侧重于沿海地区的中小企业。展望未来，11月下旬，化解房地产金融风险的工作继续推进，叠加万亿国债实物工作量逐步释放，或带动经济活动进一步活跃，景气度有望逐步回升。

图表 1: PMI 指数边际放缓



数据来源: Wind

图表 2: 财新 PMI 小幅回升



数据来源: Wind

2、出口回升，进口回落

海关总署的数据显示，按美元计价，2023年11月中国出口同比增长0.5%，结束连续6个月的负增长；进口同比增长-0.6%，较上月回落；贸易顺差684亿美元，同比增长4%。

1) 出口增速如期转正。11月中国出口同比增速为0.5%（美元计价），如期回到正增长水平，季节性调整后出口环比增长0.6%，环比增长的主要原因一方面受到外需边际回升的支撑，11月摩根大通全球制造业PMI为49.3%，环比回升0.5个百分点；另一方面也与上月的一些阶段性因素的扰动（比如10月工作日偏少）过去有关。

展望后市，海外进入消费旺季，将推动外需的季节性回暖，同时考虑到基数下行，这也意味着短期出口同比增速可能继续回升。长期来看，海外经济下行压力仍大，外需回升缺乏持续性，同时脱钩断链对出口带来长期的影响。不过，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本；另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势。

2) 进口增速再度回落。11月以美元计价的中国进口增速为-0.6%，弱于10月的3.0%。11月以美元计价进口规模季节性调整后环比下降3.0%，其中，原油可能是11月进口的主要拖累，高新技术与机电产品的进口也略有下行。

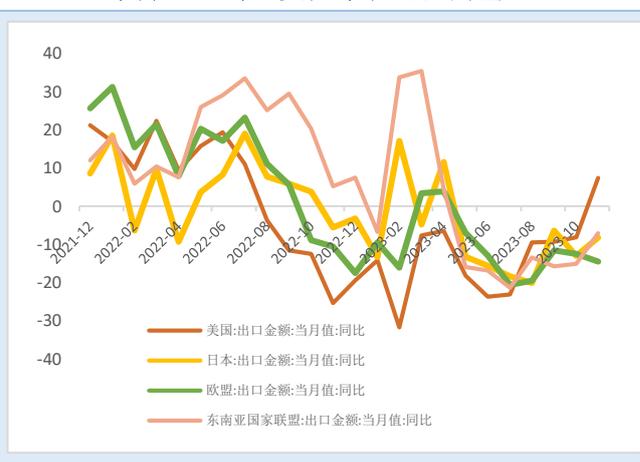
展望后市，7月24日政治局会议后，一系列财政、货币、产业政策积极发力维稳，工业稳增长、增发国债提升赤字等政策已经落地，内需有望逐步得到改善，预计后续进口仍将保持修复态势。

图表 3：出口增速好于预期



数据来源：Wind

图表 4：对主要国家和地区的出口



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 易会满提出“一条主线”“三个突出”，四个举措支持实体经济高质量发展

12月4日，新华社记者专访了证监会党委书记、主席易会满，回答了证监会如何贯彻落实中央金融工作会议的相关部署、如何更好支持实体经济高质量发展、如何促进资本市场的平稳健康运行等问题。

1) 如何落实中央金融工作会议的相关部署方面，易会满提出把握“一条主线”，就是强化政治引领，做到“三个突出”，一是突出主责主业、二是突出改革深化、三是突出自我革命。

2) 如何支持实体经济高质量发展方面，易会满提出下一步将采取的四个举措，一是推动股票发行注册制走深走实，二是健全多层次资本市场体系，三是大力提高上市公司质量，四是推进资本市场高水平制度型对外开放。

3) 如何促进资本市场平稳健康运行方面, 易会满指出下一步将着力提升监管适应性、针对性, 为资本市场改革发展创造更加有利的环境, 一是全力维护资本市场稳定运行, 二是落实监管主责主业, 三是坚决消除监管真空, 四是加强监管能力建设。

(2) 社保基金投资管理办法修订, 稳定市场信心的又一举措

12月6日, 财政部联合人力资源社会保障部对《全国社会保障基金投资管理暂行办法》进行了修订, 起草了《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》, 并向社会公开征求意见。

1) 在投资范围方面, 征求意见稿将此前专项批复进行整合, 并适当优化调整投资范围, 其中, 股票指数投资、ETF投资此前虽然并没有被明确指出为社保基金的投资标的, 但是已经涵盖在证券投资基金中, 征求意见稿是首次明确将股票指数和ETF纳入投资范围中。

2) 在投资监管比例方面, 征求意见稿提出股票类、股权类资产最大投资比例分别可达40%和30%, 此前社保基金投资的要求是“证券投资基金、股票投资的比例不得高于40%”, 征求意见稿进一步提高了全国社保基金投资灵活性, 释放出对权益市场支持的信心。

3) 在费率调整方面, 征求意见稿还适度下调管理费率、托管费率上限, 其中, 股票类产品管理年费率不高于0.8%, 债券类产品管理年费率不高于0.3%, 货币现金类产品管理年费率不高于0.1%, 股权投资基金管理年费率不高于1.5%, 托管人提取的托管年费率不高于0.05%, 之前是委托资产管理手续费的年费率不高于净值的1.5%, 托管费年费率不高于净值的0.25%, 费率的调整有望增厚中长期投资的收益。

(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和转移, 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) 推进上海自贸试验区高水平制度型开放, 扩大金融和电信服务领域开放

12月7日消息, 国务院日前印发《全面对接国际高标准经贸规则推进中国(上海)自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》。稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放, 在上海自贸试验区规划范围内, 率先构建与高标准经贸规则相衔接的制度体系和监管模式, 打造国家制度型开放示范区, 为全面深化改革和扩大开放探索新路径、积累新经验。

《总体方案》聚焦 7 个方面，提出 80 条措施，一是加快服务贸易扩大开放，聚焦金融和电信服务两个领域的高水平开放：二是提升货物贸易自由化便利化水平，包括特定货物进口、商用密码产品管理、通关便利化和海关监管执法：三是率先实施高标准数字贸易规则，涉及数据跨境流动、数字技术应用、数据开放共享和治理等：四是加强知识产权保护，包括商标与地理标志、专利、行政监管和司法保护：五是推进政府采购领域改革，包括采购程序、管理、监督：六是推动相关“边境后”管理制度改革，七是加强风险防控体系建设。

1.3 海外：美国非农数据好于预期，日本通胀超预期放缓

1、美国非农数据好于预期

美国 11 月新增非农就业 19.9 万人，高于预期值 18 万人和前值 15 万人，9 月新增非农就业由 29.4 万人小幅下修至 26.2 万人，10 月未修正。失业率 3.7%，好于预期值和前值 3.9%，是 7 月以来首次下降。劳动参与率 62.8%，高于预期值和前值 62.7%。平均时薪环比 0.4%，高于预期值 0.3%和前值 0.2%。平均每周工时 34.4 小时，略高于预期值和前值 34.3 小时。

1) **非农就业人数高于预期。**11 月新增非农就业 19.9 万人，较 10 月上升 4.9 万，且高于市场预期，指向当前美国就业市场降温是一个波折的过程。结构上看，私人部门新增就业有较大升幅，其中制造业、信息业新增就业上升较多，或与美国汽车行业工人罢工结束有关。

2) **劳动参与率回升，失业率回落。**11 月美国劳动参与率录得 62.8%，失业率为 3.7%，分别较 10 月上升 0.1 个百分点、下降 0.2 个百分点。劳动参与率提升推动失业率下行，显示当前美国劳动力市场的参与积极性有所提升，但考虑到节假日等因素，其趋势还有待观察。

3) **薪资同比增速继续下降，但环比增速走强。**11 月美国非农平均时薪同比上升 4.0%，环比上升 0.4%，分别较 10 月份下降 0.1、上升 0.2 个百分点。不过，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速大概率将继续承压，但由于失业率处于低位，下行的斜率可能将会进一步放缓。

4) **劳动力需求出现较大幅下降。**从 10 月份的 LOJTS 数据来看，目前职位空缺数为 873.3 万人，较 10 月下降 61.7 万人，职位空缺率下降 0.4 个百分点至 5.3%，整体降幅较大。目前每个求职者对应约 1.4 个工作岗位。10 月美国总劳动力缺口较 9 月下降 76 万至 222.7 万，逼近 200 万关口，当前美国劳动力市场的供需紧张程度有较大幅度缓解。

5) **加息预期变化。**非农公布前，市场预期美联储不再加息，2024 年 3 月降息的概率高达 70%，2024 全年降息 125bp 的概率达 100%；非农公布后，市场仍预期不再加息，但 2024 年 3 月降息的概率降至不足 50%，2024 全年降息幅度预期也降至 100bp。

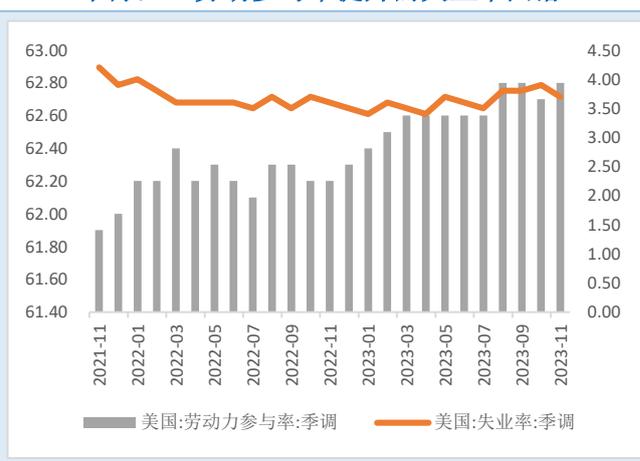
首先，从 11 月的非农就业数据来看，新增就业人数超过市场预期，且失业率再度下行，薪资增速下行速度放缓，表明美国经济短期仍有较强的韧性。不过，从劳动力市场的供需来看，寻找工作的劳动力增多而就业岗位减少，意味着劳动力市场降温的趋势并未完全逆转，或继续呈现波动式下降的过程。其次，对于美联储而言，当前数据虽然超预期，但是整体幅度并不大，预计对美联储在 12 月份的 FOMC 会议上的决策影响较小，我们仍倾向于认为本轮加息已经结束，但美联储出于谨慎考虑不会主动承认加息的结束以保留灵活性，首次降息则需要等到 2024 年年中。对于市场而言，前期的“衰退交易”面临修正，市场对于美国经济衰退的定价行为或将逐渐消退，同时对于美联储快速降息的乐观预期也将面临修正。此外，如果未来的通胀数据超预期，那么则市场可能会进一步调整。

图表 5：非农新增就业人数超预期



数据来源：Wind

图表 6：劳动参与率提升而失业率回落



数据来源：Wind

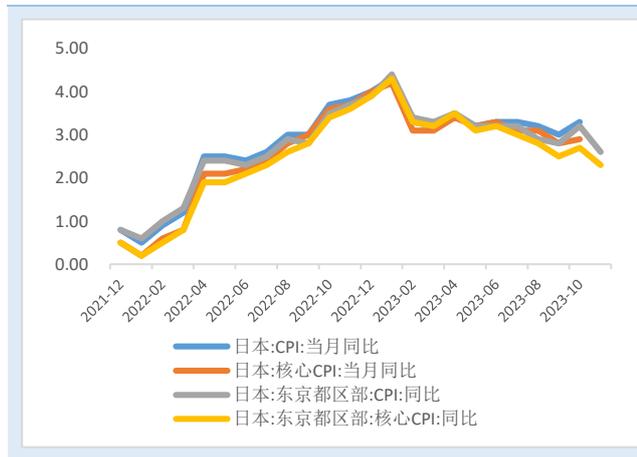
2、11 月东京 CPI 超预期放缓，结束负利率可能仍具挑战性

当地时间 12 月 5 日，日本总务省统计局发布数据显示，日本东京地区 11 月 CPI 同比上涨 2.6%，季调后环比下降 0.2%，剔除生鲜食品后的东京 11 月核心 CPI 同比上涨 2.3%，剔除生鲜食品及能源后的东京 11 月核心 CPI 同比上涨 3.6%，均低于市场预期水平。日本东京 CPI 降至一年多来的最低水平，主要原因是电力和天然气价格下降，同比下降 13.3%，但食品、教育娱乐、家具和家居用品、交通通信等价格同比增长较多，同比增速分别录得 8.7%、7.3%、6.6%和 4.0%。东京 CPI 通常是全国 CPI 的领先指标，意味着 11 月日本全国的价格增长也有所放缓。

这些数据支持了日本央行行长植田和男的观点，即在前一个月出现意外加速上涨后，物价正在降温。通胀放缓可能会促使央行等待其他迹象，以表明其工资增长伴随的通胀目标将会实现。然而，排除销售税上调的影响，服务价格上涨 2.3%，为 1994 年初以来的最快涨幅，价格上涨可能仍在成本推动的势头之外蔓延。数据公布后日元兑美元汇率一度走软，但很快回吐了涨幅，并没有影响市场对日本银行货币政策转变的猜测。

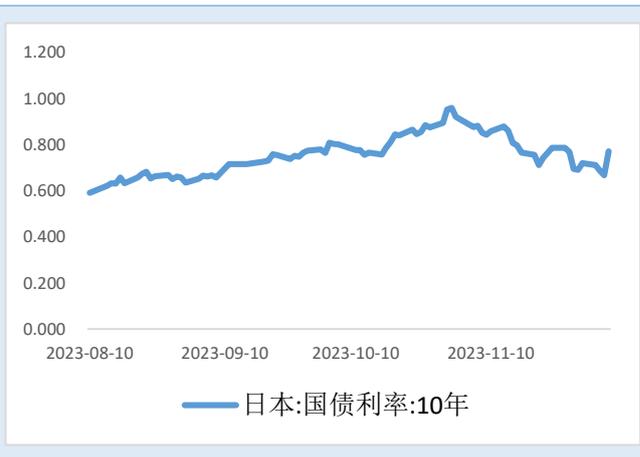
12月7日，日本央行行长植田和男表示，如果加息的话，有多种选项可以用于调整政策利率，其中包括，提高金融机构在日本央行的准备金利率，或恢复隔夜拆借利率政策。这番表态，被市场认为是，日本央行收紧货币政策的明确信号。但植田和男也表示，是否将利率保持在零或上调至0.1%，以及结束负利率政策后短期利率将以何种速度上调，将取决于届时的经济和金融发展情况。在当前通胀走弱、海外经济放缓背景下，日本央行结束负利率可能仍具挑战性，后续需观察日本经济、物价等方面的变化。

图表 7：日本通胀超预期放缓



数据来源：Wind

图表 8：日本利率走势



数据来源：Wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

化工：生产负荷基本持平，产品价格多数回落。需求方面，进入传统淡季，聚酯产业链产品价格多数回落，截至12月08日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均出现小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率持平于82.8%，聚酯工厂负荷率持平于87.5%，江浙织机负荷率持平于76.0%。

钢铁：生产小幅回落，需求开始走弱。全国高炉开工率回落2.15个百分点至78.73%；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，各个环节库存持续累积。

图表8：PTA产业链负荷



图表9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

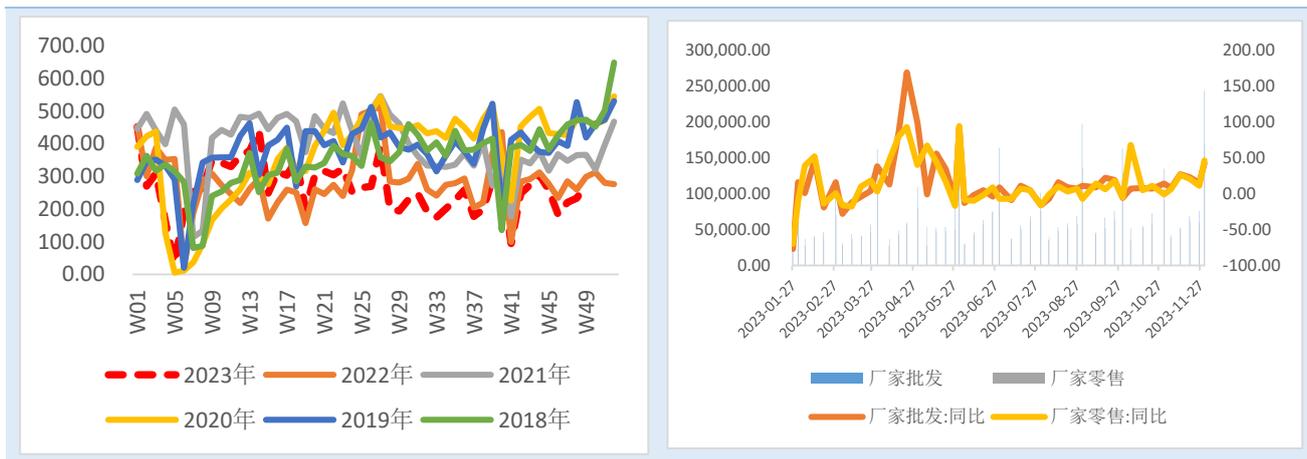
2.2 房地产销售周环比回落，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比回落。截至12月7日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比回落28.47%，按均值计，月同比下降32.16%，其中，一、二、三线城市12月同比分别增长-29.48%、-33.81%、-30.31%；12月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降36.04%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，11月第五周全国乘用车市场日均零售16.8万辆，同比去年11月同期增长46%，环比上月同期增长84%。11月1-30日，乘用车市场零售206.2万辆，同比增长25%，环比增长1%；今年以来累计零售1.932.8万辆，同比增长5%。

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

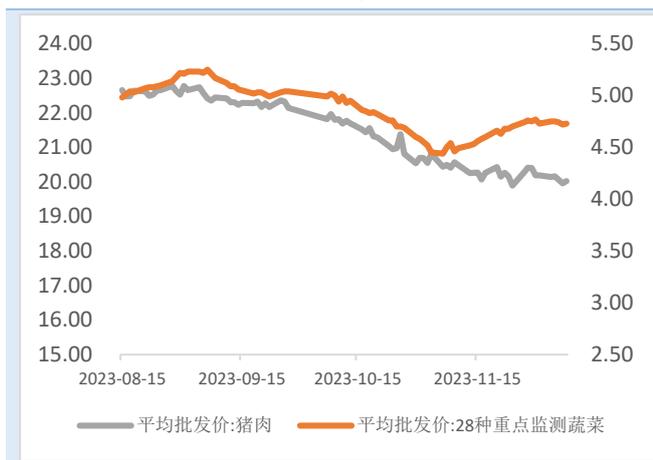


数据来源: Wind

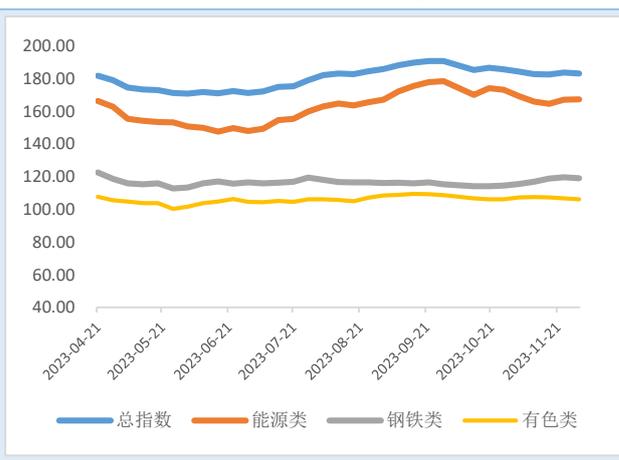
三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 12 月 8 日）蔬菜均价环比下跌 0.25%，猪肉均价环比下跌 1.10%。

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