

# 海外流动性乐观预期或短期趋止，国内经济数据对市场预期影响可控 ——大宗商品宏观&中观周度观察20221120

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com



中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

- **美联储近期发言鹰派，打压转向预期。**布拉德表示，即使在相对鸽派的假设下，当前仍然无法认定利率对于降低通胀具有足够的限制性，未来限制性利率的区间下限位于5%，而在鹰派的假设下利率将超过7%，预计终端利率最低在5%-5.25%。卡什卡利表示，“CPI和PPI数据显示通胀见顶回落”，“但我们仍需坚持直到我们确定通胀回落”，“单月通胀数据没有办法说服我们”。波士顿联储主席柯林斯表示，“**12月加息75bp的可能性仍然存在**”，“我当前没有看到劳动力市场放缓的迹象”，“联储需要避免做的太少而抬升通胀预期”，“仍有更多的路需要走”。当前市场计价12月加息54.3bp，较前期有所升温。从加息预期期限来看，市场对于联储计价的终端的水平与时间重回5%以上与明年年中，彻底逆转了先前10月通胀数据回落超预期所带来的降温。
- **美国10月地产继续承压。成屋销售方面**，10月美国成屋销售继续回落，小幅好于预期，折年数443万套（预期439万套），环比回落5.9%，或主要因10月30FRM抬升至7%使地产需求承压，11月利率有所波动向下或将带来短期地产需求向好。**新屋开工方面**，10月新屋开工折年1425千套（预期1410千套），环比回落4.2%。从地区来看，除南部以外各大地区新屋开工环比回落；从住宅类型来看，单户与多户住宅均有所回落。**营建许可方面**，单户住宅营建许可10月继续回落，5单元以上住宅上行动能进一步趋缓。
- **美国工业生产上升动能趋缓。**美国10月工业总体产出指数环比下降0.11%，全部工业利用率由80.06%降至79.88%；制造业产出指数环比上升0.15%，利用率由79.46%上升至79.51%，制造业生产前值小幅下修。采矿业生产环比下降0.4%，公用事业环比下降1.5%。从工业生产细分来看，地产相关商品例如，木制品、家具相关产品工业生产进一步下行，佐证美国房地产转冷，而机械与汽车及零部件工业生产呈现韧性。**经济下行预期或打开美国工业生产下行通道。**美国工业生产上行趋势受前值修正而收敛，从美国10月工业生产数据初值来看，当前美国工业生产上升动能放缓，产能利用率或将逐步见顶。在新订单弱勢的背景下，美国工业生产或将逐步打开下行通道。
- **美国10月零售环比增长超预期，或支撑联储加息。**美国10月零售环比上升1.3%创数月以来增速新高，超出预期1%，前置0.0%。表征个人消费支出的调整零售环比上升0.7%，好于预期0.3%。细分当中，加油站上升明显，或同时受到油价上涨因素；另外，机动车、家具、建材园林与无店铺零售均有所环比上升。高频零售数据显示，打折与大型商场周度销售同比增速自8月以来共同下行。

- **社融：宽信用动能恢复，社融持续向好。**本次社融表现弱势主要是由于（1）受季末信贷冲量后的“透支”影响，9月同比多增7931亿；（2）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（3）地产销售偏弱。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅收窄。**财政收入端的改善得益于（1）非税收入在高基数因素下依然保持了两位数的较高增长；（2）税收收入则同时受到去年10月的低基数、9月部分经济分项走强、国内消费税四季度增速季节性走高等多方面因素影响。财政支出端的恶化主要是因为下半年政策性开发性金融工具助力基建扩张，基建类支出暂无维持高增的必要性。
- **地产：投资再度扩大，到位资金严峻。**近期针对地产融资以及资金来源连续出台多项宽松，包括“第二支箭”、楼市金融十六条以及优化预售资金监管等。其中楼市金融十六条对房企融资显著提升信心。从该政策的细则来看，“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”等条例均纷纷指向对从前房地产的投资主力——民企提供实质的资金支持，进一步提高对保交楼以及信用违约问题缓解的预期。
- **制造业：增速明显下滑，工业利润承压。**10月制造业增速下行可能和PPI价格的走低，以及区域疫情升温对企业预期的影响有关。货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑，此外由于当前房地产景气度下行，房地产对制造业信贷“挤出效应”的减弱，让金融更有力去支持制造业。
- **十月经济数据偏弱，多项政策使得经济数据对市场预期影响可控。**本周公布10月经济数据，房地产投资当月同比跌幅超过16%，相比9月跌幅再度扩大。从细分项来看，受疫情影响10月商品房销售同比增速拐点向下；受房企资金到位持续受限影响，新开工虽同比跌幅收窄，但跌幅仍然是超过30%，竣工受保交楼资金到位情况受限，同比跌幅也持续扩大。综合近期地产多项融资支持政策来看，地产后期融资或有所宽松，支撑投资端边际修复，同时也对冲偏弱的经济数据对市场预期的冲击。

## ■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量有所下滑

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**9月初的高温天气消减叠加资金到位情况好转导致螺纹表需持续回升，近期房地产和基建的需求疲弱使得螺纹表观消费量持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存转为去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求拐头向上，库存持续去库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**近期实物工作量有所回落。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，10月份挖掘机销售明显走强，初步确认见底拐点。

## ■ 制造业景气度跟踪：11月以来汽车销量增速进一步下跌，空调排产显著修复，内贸集装箱吞吐量同比显著回升

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着“金九银十”接近尾声，钢铁、冶炼、水泥等行业企业将迎来错峰生产，工业用电面临回落。
- **汽车：**由于近期各地疫情反弹，经销商闭店的比例在上升，市场展厅流量和订单情况出现较大影响，年底汽车消费需求释放出现一定风险和不确定。
- **家电：**根据空调排产数据，11月空调产量同比基本持平，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复。随着8-9月调低生产计划降低库存压力之后，预计10月空调产量有所恢复。
- **出口：**10月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比有所回落，而外贸同比回升幅度较小，结合韩国11月前10日出口数据跌幅显著收窄，反映当前外需下滑可控。

## ■ 总结：

- **进入10月，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销11月份的数据进一步下滑，11月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面结合邻国出口跌幅收窄或预示国外需求下降压力或可控。综合整体中观需求的角度来看，经济整体进度持续处于缓慢修复状态。**

## 第一部分 大宗商品海外宏观分析

**海外总览**                      **衰退预期犹存，联储再度放鹰**

---

**美国宏观&中观**            **地产再度转冷，消费呈现韧性**

---

**欧洲经济**                    **GDP边际放缓，通胀再创新高**

---

# 一、海外总览：衰退预期犹存，联储再度放鹰

- **衰退预期犹存，联储再度放鹰。**美联储多为官员发言鹰派，核心表达在于单月通胀并不足以说服联储转向，预计限制性区间至少在5%以上，市场加息预期升温。美国10月地产数据显示，在利率抬升之下，美国地产需求进一步转冷；10月新屋开工、营建许可再度环比回落，单户住宅与多户住宅建设均有所转冷。而11月末美国30年固定贷款抵押利率有所波动向下，或将带来短期向好的美国地产数据。美国10月工业产出初值环比下跌，产能利用率回落。由于前值有所修正，美国工业生产上升动能再度展现疲态，核心在于新订单的转冷使其难以有所表现，或将使得后续美国工业生产打开下行通道。美国10月零售增长超出预期，主要贡献来自于加油站与机动车，或显示美国居民消费支出仍有缓冲并支持联储加息。

全球制造业PMI

| 制造业PMI | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2022-01 | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球     | 49.4    | 49.8    | 50.3    | 51.1    | 52.2    | 52.3    | 52.3    | 52.9    | 53.7    | 53.2    | 54.3    | 54.2    | 54.3    |
| 美国     | 50.2    | 50.9    | 52.8    | 52.8    | 53      | 56.1    | 55.4    | 57.1    | 58.6    | 57.6    | 58.8    | 61.1    | 60.8    |
| 欧元区    | 46.4    | 48.4    | 49.6    | 49.8    | 52.1    | 54.6    | 55.5    | 56.5    | 58.2    | 58.7    | 58      | 58.4    | 58.3    |
| 德国     | 45.1    | 47.8    | 49.1    | 49.3    | 52      | 54.8    | 54.6    | 56.9    | 58.4    | 59.8    | 57.4    | 57.4    | 57.8    |
| 法国     | 47.2    | 47.7    | 50.6    | 49.5    | 51.4    | 54.6    | 55.7    | 54.7    | 57.2    | 55.5    | 55.6    | 55.9    | 53.6    |
| 意大利    | 46.5    | 48.3    | 48      | 48.5    | 50.9    | 51.9    | 54.5    | 55.8    | 58.3    | 58.3    | 62      | 62.8    | 61.1    |
| 爱尔兰    | 51.4    | 51.5    | 51.1    | 51.8    | 53.1    | 56.4    | 59.1    | 59.4    | 57.8    | 59.4    | 58.3    | 59.9    | 62.1    |
| 希腊     | 48.1    | 49.7    | 48.8    | 49.1    | 51.1    | 53.8    | 54.8    | 54.6    | 57.8    | 57.9    | 59      | 58.8    | 58.9    |
| 西班牙    | 44.7    | 49      | 49.9    | 48.7    | 52.6    | 53.8    | 53.3    | 54.2    | 56.9    | 56.2    | 56.2    | 57.1    | 57.4    |
| 澳大利亚   | 51.4    | 51.5    | 51.1    | 51.8    | 53.1    | 56.4    | 59.1    | 59.4    | 57.8    | 59.4    | 58.3    | 59.9    | 62.1    |
| 英国     | 48.1    | 49.7    | 48.8    | 49.1    | 51.1    | 53.8    | 54.8    | 54.6    | 57.8    | 57.9    | 59      | 58.8    | 58.9    |
| 日本     | 44.7    | 49      | 49.9    | 48.7    | 52.6    | 53.8    | 53.3    | 54.2    | 56.9    | 56.2    | 56.2    | 57.1    | 57.4    |
| 中国     | 49.6    | 50.2    | 49.3    | 52.5    | 54      | 52.4    | 58.5    | 55.7    | 53.2    | 48.4    | 48.4    | 54.8    | 50.4    |
| 印度     | 46.2    | 48.4    | 47.3    | 52.1    | 52.8    | 54.6    | 55.8    | 55.2    | 58      | 57.3    | 57.9    | 58.1    | 57.8    |
| 巴西     | 50.7    | 50.8    | 51.5    | 52.1    | 52.7    | 53.3    | 53.5    | 54.1    | 52.7    | 55.4    | 54.3    | 54.5    | 53.2    |
| 俄罗斯    | 49.2    | 50.1    | 49.4    | 49      | 50.2    | 49.6    | 47.4    | 49.5    | 50.2    | 50.1    | 50.3    | 50.1    | 49.2    |
| 南非     | 55.3    | 55.1    | 56.2    | 56.4    | 53.9    | 54.6    | 54.7    | 54      | 54.9    | 54      | 55.5    | 57.6    | 55.9    |
| 越南     | 50.8    | 51.1    | 51.9    | 54      | 54.1    | 54.2    | 51.8    | 52.3    | 49.6    | 47.8    | 49.8    | 49.8    | 51.7    |

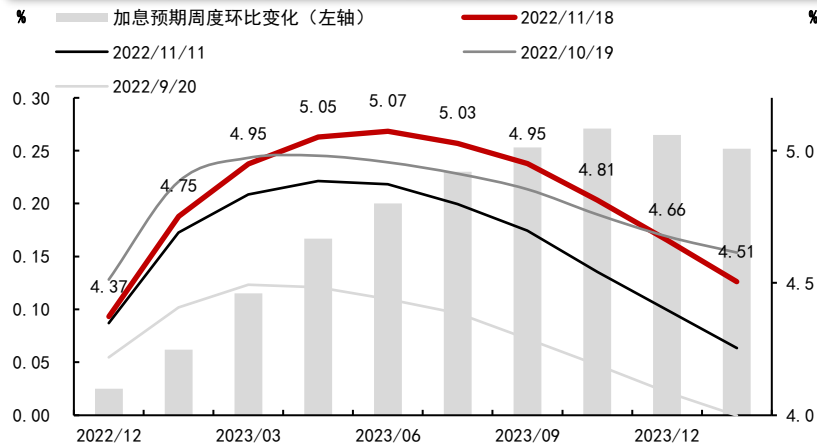
## 二、美联储加息预期观测： 美联储鹰派发言升温加息预期

- **美联储近期发言鹰派，打压转向预期。**布拉德表示，即使在相对鸽派的假设下，当前仍然无法认定利率对于降低通胀具有足够的限制性，未来限制性利率的区间下限位于5%，而在鹰派的假设下利率将超过7%，预计终端利率最低在5%-5.25%。卡什卡利表示，“CPI和PPI数据显示通胀见顶回落”，“但我们仍需坚持直到我们确定通胀回落”，“单月通胀数据没有办法说服我们”。波士顿联储主席柯林斯表示，“**12月加息75bp的可能性仍然存在**”，“我当前没有看到劳动力市场放缓的迹象”，“联储需要避免做的太少而抬升通胀预期”，“仍有更多的路需要走”。
- 当前市场计价12月加息54.3bp，较前期有所升温。从加息预期期限来看，市场对于联储计价的终端的水平与时间重回5%以上与明年年中，彻底逆转了先前10月通胀数据回落超预期所带来的降温。

市场预计12月加息约54.3bp



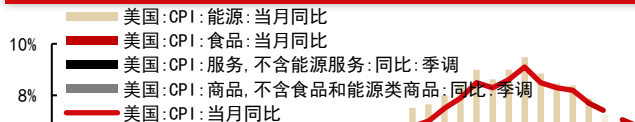
利率终端水平回升，加息预期整体升温



## 二、美国通胀：美国10月CPI同比增速回落超预期

- **美国10月CPI同比增速7.7%，核心CPI同比增速6.3%，回落超出预期。**  
细分项中，核心商品CPI10月环比回落，同比增速大幅下降；能源同比增速因基数效应10月回落；食品同比增速小幅回落；而核心服务同比继续上升，但边际放缓。核心服务细分中，业主等价租金环比增速边际放缓，医疗保健服务环比回落，运输服务环比边际放缓，休闲服务仍受支撑。
- **预计后续CPI将进一步回落，或将于明年年底回落至约4%。**商品项目中，随着弱宏观拖累商品需求，后续核心商品同比贡献或将进一步回落；尽管能源存在供需博弈，但同比贡献再创新高难度较大；服务项目中，预计业主等价租金或将于明年下半年出现拐点，整体CPI将进一步回落。

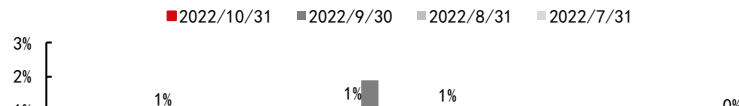
### 预计后续CPI将进一步回落



### 预计OER或将于明年放缓并于下半年出现拐点



### 二手车超预期降温，业主等价租金边际缓解



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_49007](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49007)

