

日本货币政策变化加剧全球金融风险，疫情扩散拖累经济修复

——大宗商品宏观&中观周度观察20221225

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

- **日本央行扩大了10年期国债收益率的目标波动范围，从-0.25%~0.25%扩至-0.5%~0.5%。**日本央行公布货币政策决定后，美元兑日元贬值。在欧美持续加息提升金融脆弱性的背景下，日本央行改变货币政策无疑将进一步降低美债的流动性供给，提升未来全球衰退概率，此时将倒逼美国进一步降低未来收紧货币的空间，因此美债利率上涨，日元出现升值。
- **市场计价偏“鸽”联储。**联储最新预测显示，2023年利率中位数为5.1%。上周六，戴利表示“当利率达到峰值，我们需要考虑维持利率的时长”，“11个月是不错的起点”。而市场则预计联储行动大概率更为温和：2023年3月加息至4.75%-5%并维持，预计11月将转而降息，维持时长约7-8个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。
- **个人消费支出环比持平，PCE指数再度降温。**11月PCE物价指数同比回落至5.5%（前值6.1%），核心PCE指数同比降至4.7%（前值5.0%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。11月个人消费支出环比基本持平，细分项目中，商品支出环比回落，服务支出维持增长。长期来看，商品与服务支出趋势背离，或继续带动PCE指数中商品与服务细分走势分化；整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，而阻碍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。
- **美国进入去库周期。**11月耐用品新增订单环比回落2.09%，除运输外新订单环比上升0.2%，显示11月耐用品新订单回落主要带动来自于运输设备。而除去国防与运输耐用品新订单环比回落0.43%，制造业耐用品新订单上升已显颓势，与PMI一致。从库存周期来看，耐用品新订单、库存同比增速11月继续下行，美国制造业已进入去库周期，后续订单或跟随制造业新订单PMI。另外，美国批发商与零售商状况近似，显示本轮补库周期已基本结束，后续各大销售环节去库、地产转冷或将拖累美国GDP表现。

- **社融：社融持续偏弱，回暖仍需时间。** 11月新增社融19900亿元，同比少增6083亿元，低于市场预期。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情多点散发环境下消费服务业走弱影响；（2）地产销售偏弱。
- **财政：收入持续向好，支出跌幅收窄。** 公共财政收入增速上升主要是因为税收统计的滞后效应和去年的低基数。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：投资创年内新低，到位资金进一步恶化。** 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，当前来看整体推进节奏仍然较慢。
- **制造业：增速仍有韧性，工业利润承压。** 11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。
- **疫情扩散拖累经济修复。** 随着疫情放开之后，前期约束的运输半径得以宽松，防疫放开的初期物流等运输情况均快速拉升，但随着疫情逐渐扩散，感染病例增多之后运输效率也出现下滑。此外需求侧也表现出疲弱的状态，不管是30城商品房销售数据还是线下消费均出现明显减少，预计在疫情感染人数达峰之前，疫情对经济的拖累依然持续。

■ 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：**考虑到当前防疫政策优化后，社会面阳性病例增多，下游项目赶工进度明显受影响，使得本周螺纹表观消费再度下滑，预计春节前下游需求仍持续疲弱。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始去库，近期表观消费量有所反弹，PVC近期需求回升，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，随着近期疫情管控优化，11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，12月空调产量同比小幅下降，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口：**11月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比有所回升，但考虑到韩国12月出口数据跌幅有所缩小，反映当前外需压力有望缓解。

■ 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有所减少，当前外需压力缓解。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况偏弱。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 加息步伐放缓，仍待通胀缓解

美国宏观&中观 市场联储分歧，地产继续转冷

欧洲经济 ECB加息放缓，收缩边际收敛

疫情跟踪 全球疫情好转

一、海外总览：加息步伐放缓，仍待通胀缓解

- **加息步伐放缓，仍待通胀缓解。**联储地方官员发言鹰派，戴利表示维持利率峰值11个月是“不错的起点”，而市场预计联储行动或更为温和：2023年3月加息至4.75%-5%，维持近大半年至11月，预计在11月将转而降息。美国11月PCE同比增速符合预期，商品与服务通胀分化，对应商品与服务个人消费支出走势分化。美国NAHB住房指数创疫情以来新低，单户住宅开工建设进一步转冷，多户住宅维持韧性。而单、多户住宅营建许可大幅下滑或预示美国地产仍将继续转冷，且多户住宅发展韧性无法予以逆转。11月美国耐用品新订单环比回落，从库存周期来看，耐用品新订单、库存同比增速11月继续下行，美国制造业已进入去库周期，后续订单或跟随制造业新订单PMI。另外，美国批发商与零售商状况近似，显示本轮补库周期已基本结束，后续各大销售环节去库、地产转冷或将拖累美国GDP表现。

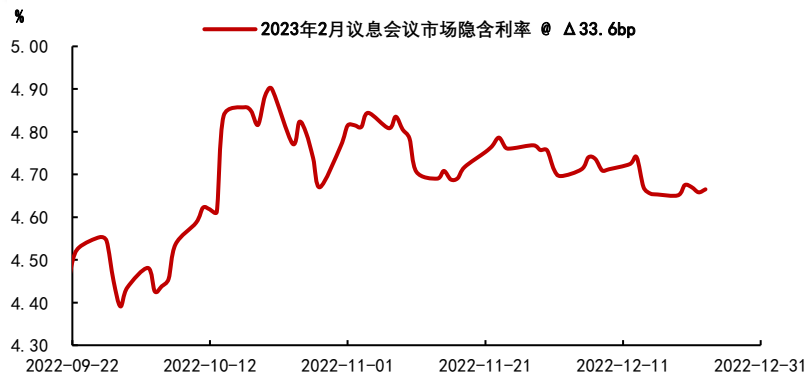
全球制造业PMI

制造业PMI	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
全球	未公布	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3
美国	未公布	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8
欧元区	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
德国	47.4	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4
法国	48.9	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6
意大利	未公布	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62
爱尔兰	未公布	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
希腊	未公布	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
西班牙	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
澳大利亚	未公布	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8	59.4	58.3
英国	未公布	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8	57.9	59
日本	未公布	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9	56.2	56.2
中国	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4
印度	44.7	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9
巴西	未公布	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3
俄罗斯	未公布	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3
南非	未公布	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5
越南	未公布	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8

二、美联储加息预期观测：市场计价偏“鸽”联储

- **市场计价偏“鸽”联储。**联储最新预测显示，2023年利率中位数为5.1%。上周六，戴利表示“当利率达到峰值，我们需要考虑维持利率的时长”，“11个月是不错的起点”。而市场则预计联储行动大概率更为温和：2023年3月加息至4.75%-5%并维持，预计11月将转而降息，维持时长约7-8个月。市场计价核心逻辑或在于，当前需求端指标与通胀同步放缓，显示联储行动成功是以需求走弱作为代价，而加息经济成本居高不下也将持续挑战联储的鹰派态度。目前，市场预计明年2月加息25bp预期较为稳定。

市场预计明年2月联储大概率加息25bp

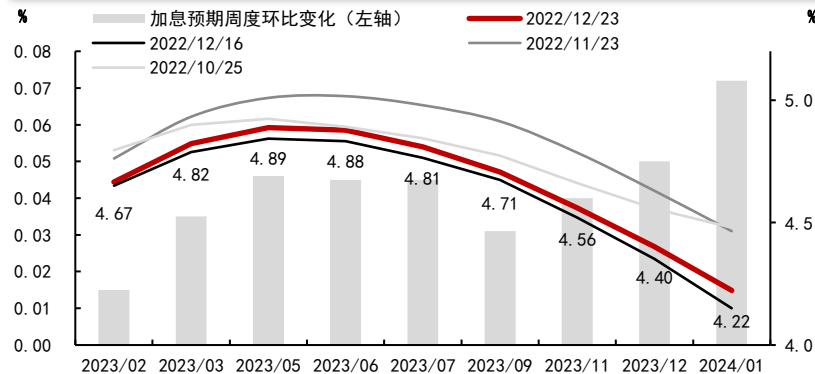


市场预计联储行动大概率更为温和

市场计价利率区间概率（2022-12-23）

会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-02					69%	31%		
2023-03					24%	56%	20%	
2023-05					19%	49%	28%	5%
2023-06				0%	19%	48%	28%	5%
2023-07			0%	6%	27%	43%	21%	3%
2023-09			2%	15%	34%	34%	14%	2%
2023-11		1%	9%	25%	34%	23%	8%	1%
2023-12	1%	7%	20%	31%	26%	12%	3%	0%

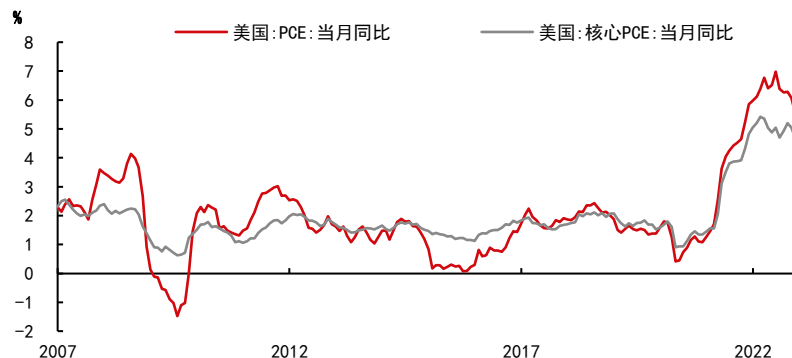
加息预期曲线较上周小幅上移



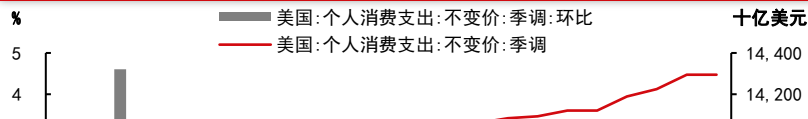
二、美国个人消费支出：支出环比持平，PCE指数再度降温

- **支出环比持平，PCE指数再度降温。**11月PCE物价指数同比回落至5.5%（前值6.1%），核心PCE指数同比降至4.7%（前值5.0%），符合市场预期。尽管PCE进一步降温，但仍远离联储通胀目标。11月个人消费支出环比基本持平，细分项目中，商品支出环比回落，服务支出维持增长。长期来看，商品与服务支出趋势背离，或继续带动PCE指数中商品与服务细分走势分化；整体支出上升动能趋缓或将带动物价进一步放缓，而阻碍或在于薪资升温对PCE服务细分和PCE整体的支撑。

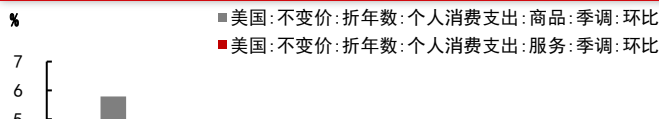
11月PCE物价指数增速基本符合预期



11月个人消费支出环比基本持平



商品与服务支出背离



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_50619

