疫情短期扰动加大，日本央行吓坏市场

宏观·周度报告

2022 年 12 月 25 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

观点

1、本周商品指数偏弱震荡，预期交易降温，内强外弱的交易格局暂告段落，黑色系商品高位回落，而供应担忧下的能源类商品则低位反弹。国内来看，随着一系列重要会议的落地，市场预期有所降温，转而关注疫情大规模扩散的现实冲击，弱现实对商品仍有压制，内需的真正启动可能需要等到春节后感染高峰的回落才能见到。国外来看，欧美央行的鹰派立场加剧了未来经济进一步下行的压力，海外衰退或难以避免，即使未来暂停加息，经济衰退下的真实需求走弱仍将长期对商品带来压制。预计商品短期内或难有趋势性机会，建议以波动操作为主。

核心逻辑

1）本周商品指数偏弱震荡，预期交易降温，“内强外弱”的局势暂时打破，其中，黑色系商品高位回落，而能源类商品则低位反弹，基本金属和农产品维持区间震荡。

2）美国 11 月 PCE 继续下降，日本央行“吓坏市场”。1）10 月、11 月 CPI 与 PCE 连续下降，反映了美联储累计加息的效果逐步显现——美国地产周期下行，耐用品减速明显。往后看，在看到通胀出现更为持续的下降趋势之前，美联储可能会维持当前的偏鹰立场，加息终值可能超过 5%，但加息幅度可能放缓，预计明年一季度还将有两次 25BP 的加息。2）日本央行公布利率决议，出人意料地宣布扩大 10 年期国债收益率的目标波动区间，从-0.25%至 0.25%扩大至-0.5%至 0.5%，尽管会后日本央行解释这并非是政策转向，但还是吓坏了市场。不过，预计明年 4 月现任行长卸任之前日本央行可能继续维持原有政策，而黑田东彦结束任期后，若日央行转向紧缩，可能引发全球债券抛售，尤其是美债，届时金融市场风险可能增大。

3）疫情短期扰动加大。随着防疫政策的调整，全国多地疫情快速蔓延，对经济活动产生了一定的扰动。一方面，人流状况明显走弱，主要城市地铁客运量和拥堵指数有所回落，我国执行国内航班架次数也有下行。另一方面，感染激增导致缺勤现象严重，12 月中旬以来，全国邮政快递日揽收量持续回落，货运流量指数也有走低。短期来看，疫情扩散对于人员出行和生产经营活动造成一定的拖累。不过，随着后续新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道。

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

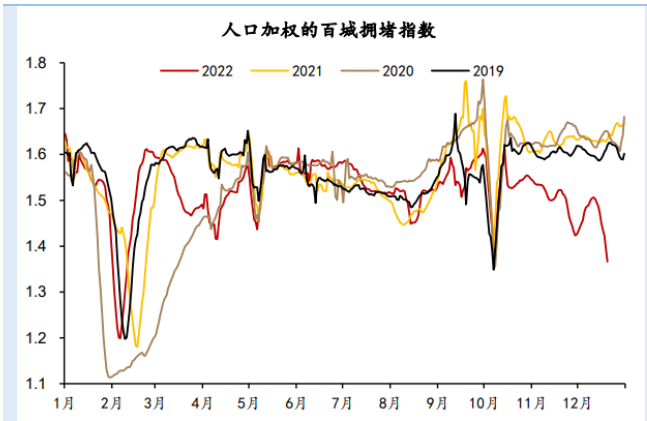
一、 宏观和政策跟踪

1.1 疫情短期扰动加大

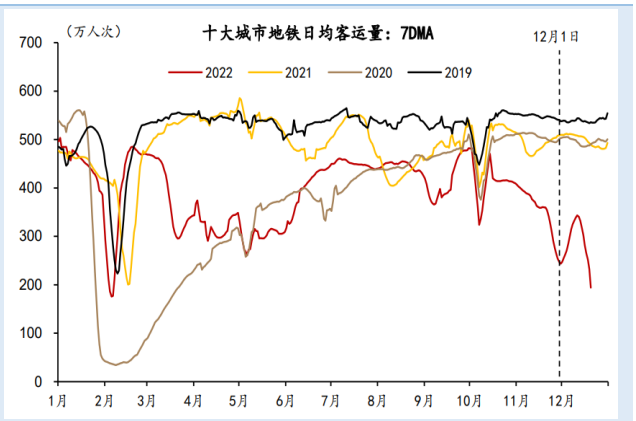
随着防疫政策的调整，全国多地疫情快速蔓延，对经济活动产生了一定的扰动。一方面，人流状况明显走弱，主要城市地铁客运量和拥堵指数有所回落，我国执行国内航班架次数也有下行。另一方面，感染激增导致缺勤现象严重，12 月中旬以来，全国邮政快递日揽收量持续回落，货运流量指数也有走低。短期来看，疫情扩散对于人员出行和生产经营活动造成一定的拖累。不过，随着后续新增感染触顶回落，经济活动料将重新回归修复的轨道。以此前疫情较为严重的石家庄等地为例，近日地铁客运量和拥堵指数均已重回升势。

从百度的疫情搜索指数来看，12 月 21 日有超六成的城市达峰（64.9%），12 月 24 日预计有 9 成的城市达峰（90.7%），据此判断，元旦假期前后各地有望迎来人员流动的拐点。不过，需要警惕的是，1 月 7 日春运开启后，大量的人口流动可能带来第二轮疫情高峰，将对春节期间的消费和节后返工造成拖累。

图表 1：人口加权的百城拥堵指数

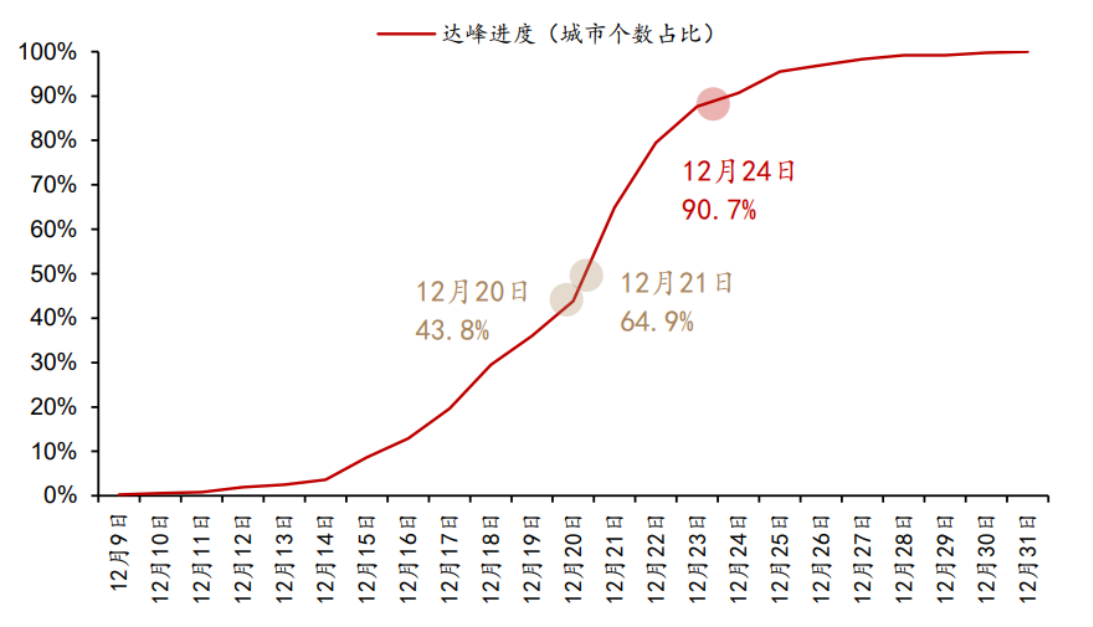


图表 2：10 大城市地铁日均客运量



数据来源：Wind

图表 3：疫情搜索指数的达峰城市比例



数据来源：百度指数

1.2 国内政策跟踪

1、中央召开农村工作会议

中央农村工作会议 12 月 23 日至 24 日在北京举行。国家领导人强调，锚定建设农业强国目标，切实抓好农业农村工作。要实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，抓紧制定实施方案。**要稳慎推进农村宅基地制度改革试点，深化农村集体经营性建设用地入市试点，完善土地增值收益分配机制。**要破除妨碍城乡要素平等交换、双向流动的制度壁垒，促进发展要素、各类服务更多下乡，率先在县域内破除城乡二元结构。要瞄准“农村基本具备现代生活条件”的目标，组织实施好乡村建设行动，特别是要加快防疫、养老、教育、医疗等方面的公共服务设施建设。

2、国常会部署抓好稳经济一揽子政策措施

国务院常务会议部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间。会议要求，**对落实稳经济一揽子政策措施抓好填平补齐，确保全面落地；推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业提振信心、更好发展。支持平台经济健康持续发展。落实支持刚性和改善性住房需求和相关 16 条金融政策。**

国务院常务会议指出，元旦春节临近，要继续抓好生活品保供稳价。尽快解决有的地方物流“最后一公里”不畅问题。压实“米袋子”省长负责制、“菜篮子”市长负责制，确保双节生活品供应充足和物价平稳。切实保障群众防疫物资、用药需求，并加强国际合作，合理进口急需品。

3、央行要求加大稳健货币政策实施力度

央行要求，加大稳健货币政策实施力度，保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降。优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

1.3 美国 11 月 PCE 回落，日本央行吓坏市场

（1）美国 11 月 PCE 回落

12 月 23 日，美国商务部数据显示，美国 11 月 PCE 物价指数同比增长 5.5%，与市场预期持平，低于前值 6%（上修至 6.3%），为连续第五个月放缓；11 月 PCE 环比 0.1%，与预期持平，大幅低于 10 月的 0.4%。11 月核心 PCE 同比增速 4.7%，较 10 月下降 0.3 个百分点，与预期的 4.7%一致；11 月核心 PCE 环比 0.2%，低于 10 月的环比 0.3%，与预期的 0.2%持平。

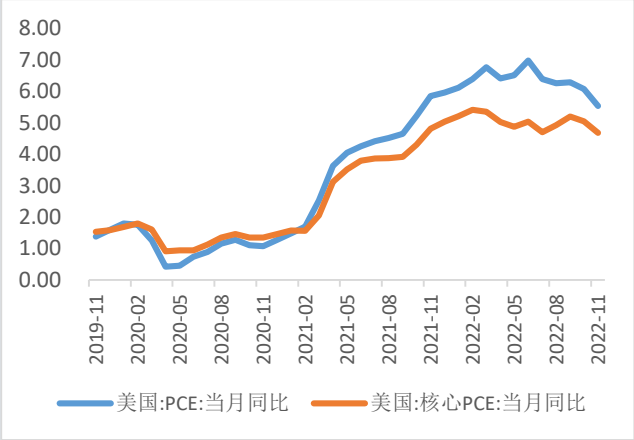
从细分项来看，交通服务、餐饮酒店等服务业环比增速明显下滑，机动车等耐用品价格环比增速放缓，反映粘性通胀的租金环比增速仍然坚挺，与 11 月 CPI 的细分项情况大致吻合。PCE 数据公布后，10 年期美债利率上升至 3.74%，美元指数降至 104 左右。

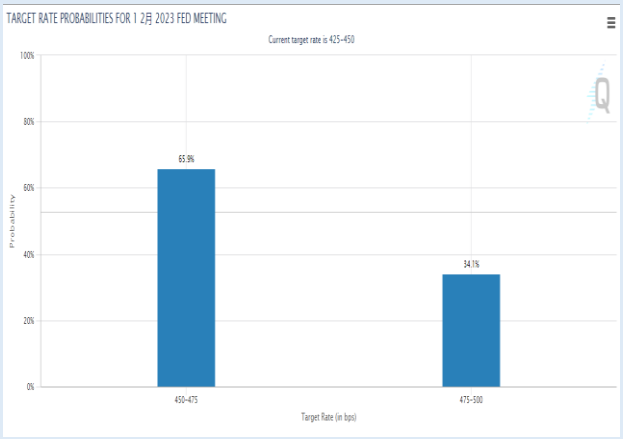
与此同时，一方面，美国耐用品减速明显。美国 11 月耐用品订单月率录得-2.1%，为 2022 年 2 月以来最大降幅，大幅低于预期的-0.6%，前值为 1.10%。美国 11 月个人支出月率录得 0.1%，预期为 0.2%，前值修正为 0.9%。

另一方面，美国房地产周期持续下行。从供给端来看，美国 11 月新屋开工总数年化 142.7 万户，连续 3 个月下滑，但好于预期 140 万户，前值上修为 143.4 万户。11 月营建许可总数 134.2 万户，创 2020 年 6 月以来新低，远不及预期的 148.5 万户，前值下修为 151.2 万户。从需求端来看，美国 11 月成屋销售总数年化 409 万户，低于预期 420 万户和前值 443 万户，成屋销售总数年化环比跌 7.7%，环比降幅超预期扩大，同比下降 35.4%。美国房地产市场继续下行，主要是由于按揭贷款利率飙升，叠加通胀高企，居民负担能力逐渐下降。

10 月、11 月 CPI 与 PCE 连续下降，反映了美联储累计加息的效果逐步显现——美国地产周期下行，耐用品减速明显。往后看，在看到通胀出现更为持续的下降趋势之前，美联储可能会维持当前的偏鹰立场，加息终值可能超过 5%，但加息幅度可能放缓，预计明年一季度还将有两次 25BP 的加息。

图表 4：美国 PCE 持续回落　　图表 5：2 月加息 25BP 的概率达到 65.9%





数据来源：WIND、CME

（2）日本央行“吓坏”市场

12 月 20 日，日本央行公布利率决议，将政策利率维持在-0.1%不变，符合市场预期；此外还表示将增加每月债券购买规模，从目前计划的 7.3 万亿日元增加到 9 万亿日元（约 675 亿美元），日本 10 年期国债收益率目标也维持在 0%左右。不过，值得注意的是，随着购债量的增加，日本央行出人意料地扩大了 10 年期国债收益率的目标波动区间，从-0.25%至 0.25%扩大至-0.5%至 0.5%，作为解决长期货币宽松成本的微调措施的一部分。

今年以来，美联储大幅加息，而日本央行维持超宽松政策，美日价差扩大使得日元对美元年内一度跌至 20 多年低位，日元贬值的同时也助推了日本国内通胀水平，日本东京 11 月 CPI 同比上涨 3.8%，较前值继续快速攀升，居民生活成本压力增大。本次会议日本央行宣布调整 YCC 区间显然超出市场预期，消息公布后，市场纷纷猜测日本宽松货币政策将要转向，日元升值、日本股市、债市暴跌。但在下午的记者发布会上，日本央行行长黑田东彦表示。现在讨论退出宽松政策为时过早，并称今天日本央行的决定不是加息，也不意味着退出收益率曲线控制。**考虑到明年 4 月一直坚持宽松货币政策的黑田东彦将结束任期，因此，明年 4 月之前日本央行可能继续维持原有政策，而黑田东彦结束任期后，若日央行转向紧缩，可能引发全球债券抛售，尤其是美债，届时金融市场风险可能增大。**

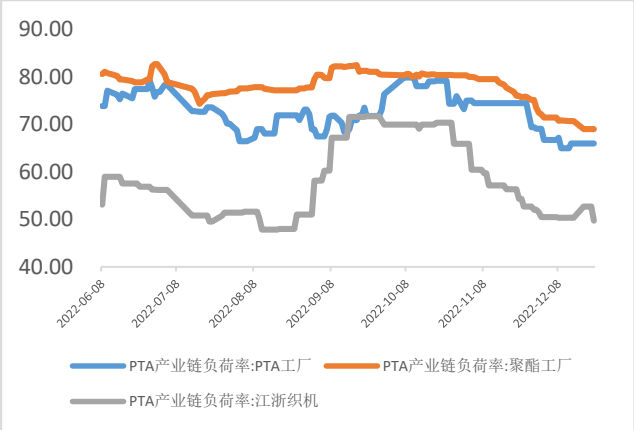
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

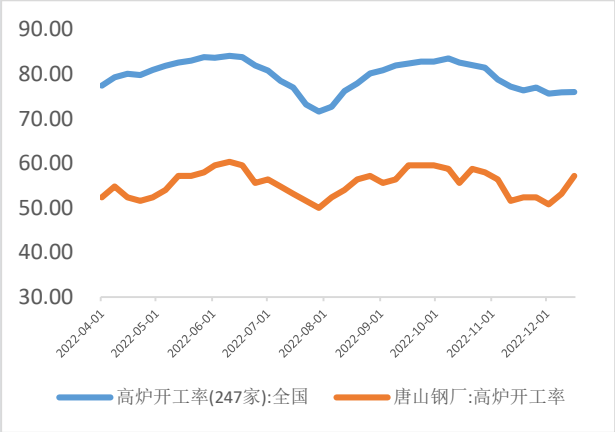
化工：需求依旧偏弱，开工率基本平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格上涨，涤纶 POY 大幅上涨，PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率持稳于 66.02%，聚酯工厂负荷率稳中有落至 69.02%，江浙织机负荷率小幅升至 52.71%。

钢铁：生产稳中有升，需求持续放缓。全国高炉开工率本周小幅回升 0.08 个百分点至 75.97%。目前钢厂仍旧处于亏损边缘，开工率或保持偏低水平。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，社库、厂库双双累积，表需持续走弱。进入传统的消费淡季，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 6：PTA 产业链负荷



图表 7：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售增速回升

房地产销售周环比下降。截至 12 月 21 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 9.95%，按均值计，12 月环比上升 5.69%，同比下降 31%，一、二、三线城市 12 月同比增速分别为-31.61%、-38.96%和-4.18%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-41.04%，一、二、三线城市

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_50648