

主要结论

中国经济持续弱修复：据我国8月的经济数据显示，工业生产尚处复苏阶段，行业分化特征明显；出口与消费同比改善，但后续动能较弱；基建与制造业投资稳健增长，房地产投资仍不理想。另外，8月数据的小幅回暖一定程度上是低基数效应的影响，9月经济数据或将有所回落。整体来看，尽管目前地缘政治充满高度不确定性、全国省份及社区疫情外溢风险仍存，我国已进入弱修复通道，消费、投资、生产等恢复均在预期内运行。同时，自2022年3月以来，人民币兑美元汇率呈现贬值态势，上周在岸与离岸人民币汇率均跌破7。短期来看，由于国内经济处于弱复苏，中美货币政策和利率持续背离，预期人民币兑美元汇率仍将处于高位，我国产品出口型、原材料进口型以及高美元负债行业将受到人民币汇率贬值的相关影响。

美联储四季度延续鹰派：美国8月消费者价格指数（CPI）同比增长8.3%，预估为8.1%，同比涨幅仍处历史高位；环比增长0.1%，较7月提升0.1个百分点，数据提示美国通胀形势仍未好转。美联储发布9月议息会议声明，上调联邦基金目标利率75BP至3.00%—3.25%区间，并按照5月FOMC提出的自9月起减持600亿美元/月美债与350亿美元/月MBS的节奏开始提速缩表。会议继续下调经济预期，并上调通胀预期。鲍威尔表示仍将坚决致力于降低通货膨胀，目前通胀预期似乎得到了良好的控制。由于美国目前工业生产以及消费情况均好于市场预期。美国8月工业生产数据虽环比增速有小幅回落，但同比跌幅较上月有所回升，依然保持在正向增长区间；同时，8月零售销售的实际增速稳步提升，作为美国个人消费支出增速的前瞻性指标，意味着美国消费将进入相对稳健的增长通道。整体来看，美国从供给端到需求端仍然具有一定韧性。我们认为即使美国近期“鹰”派情绪较浓，但进入实质性衰退的风险并不大，当通胀在明年接近目标水平后，货币政策也将迎来转变。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、中国：四季度继续弱修复，汇率贬值影响扩大

据我国8月的经济数据显示，工业生产尚处复苏阶段，行业分化特征明显；出口与消费同比改善，但后续动能较弱；基建与制造业投资稳健增长，房地产投资仍不理想。另外，8月数据的小幅回暖一定程度上是低基数效应的影响，9月经济数据或将有所回落。整体来看，8月数据尽管目前地缘政治充满高度不确定性、全国省份及社区疫情外溢风险仍存，我国已进入弱修复通道，消费、投资、生产等恢复均在预期内运行。

（一）工业生产边际改善

据国家统计局数据显示，我国8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，超出市场预期0.3个百分点，高于前值0.4个百分点。同时，8月制造业采购经理指数PMI为49.4%，较上月上升0.4个百分点，制造业景气水平有所回升。8月工业生产与PMI边际改善特征基本符合，呈现处我国生产方面的弱复苏格局正在形成。

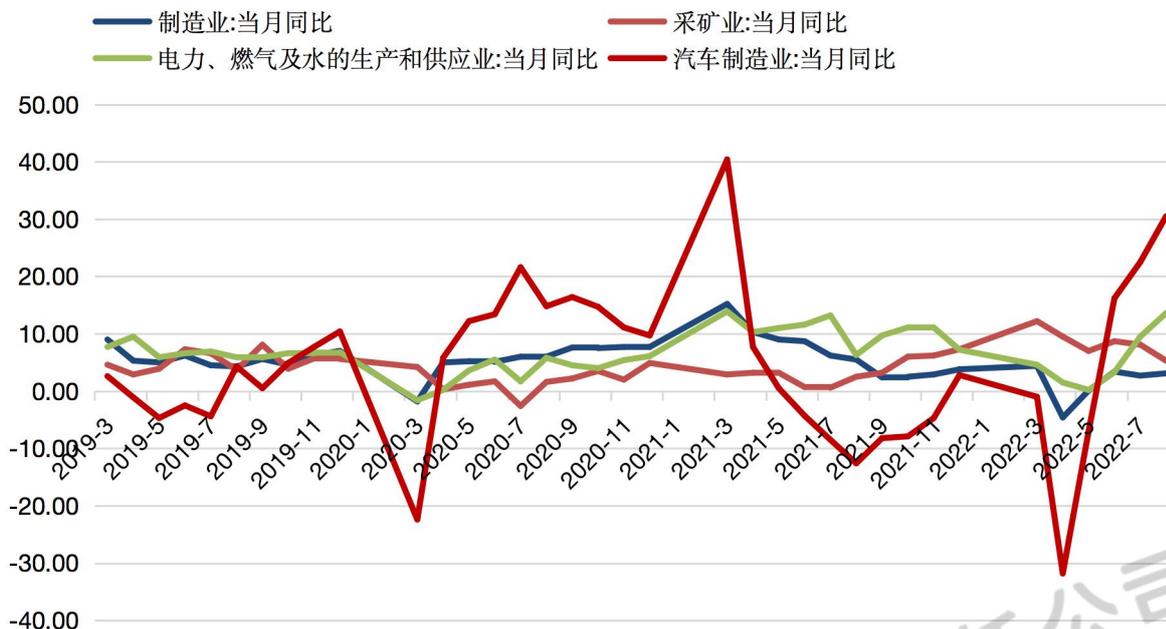
图：8月工业增加值同比与环比



数据来源：Wind，国信期货

从三大门类来看，采矿业同比增长5.3%，部分受基数效应影响而边际走弱，较上月低2.8个百分点，但实际仍然较强；制造业增加值在经济弱复苏的格局下，增长稳定，当月同比增长3.1%，较上月高出0.4个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长13.6%，原因在于罕见高温推升需求激增，较上月高出4.1个百分点，行业景气度较高。

图：工业增加值行业分项当月同比



数据来源：Wind，国信期货

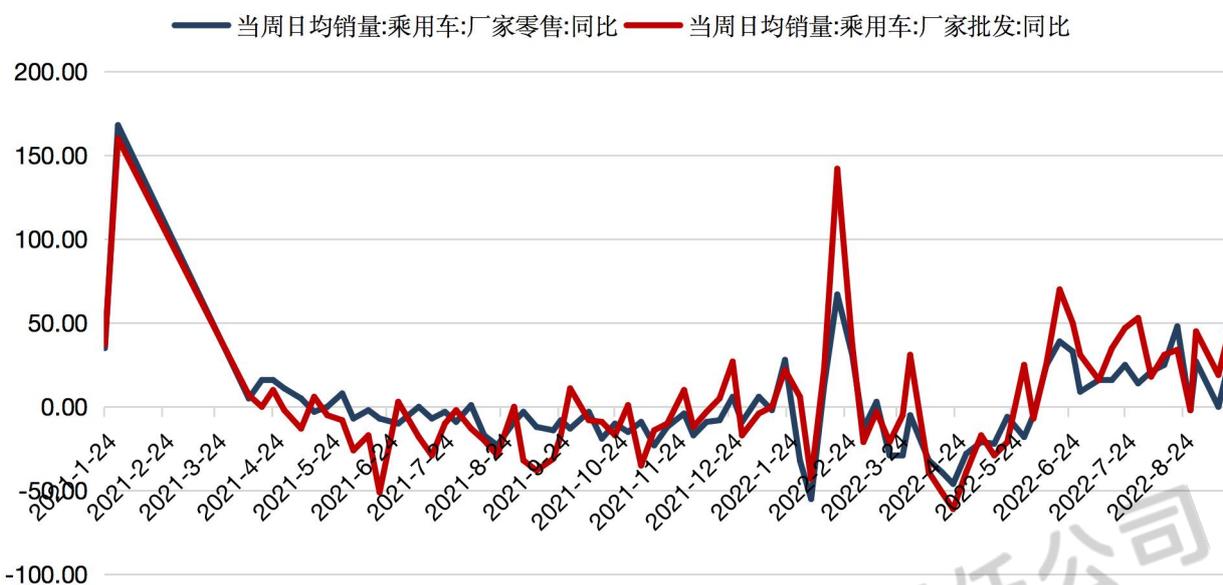
从细分行业来看，行业装备制造业增长较快，同比增长9.5%，较上月增长1.1个百分点；在销售政策的刺激下，汽车制造业增长十分显著，同比增速达30.5%，较上月提高8个百分点；生产相关的通用设备和专用设备行业边际改善，但幅度有限；高技术制造业在去年高基数效应的影响下，同比增速为4.6%，边际下行1.3个百分点，同时三年复合同比与上月基本持平；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速为5.5%，边际下降1.8个百分点；在目前出口边际走弱的情况下，本年度出口改善的消费类制造业、农副食品、食品制造以及酒、饮料和精制茶业增加值的同比增长率均有所下行；高能耗行业方面，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业的增加值分别同比增长1.3%和3.6%，较上月提升3以及1.3个百分点，而非金属矿物质和化学原料及化学制品行业同比有所走弱。

(二) 消费改善实质偏弱

由于去年的低基数效应、国内经济大省的疫情缓解以及消费政策的刺激下，8月份我国社会消费品零售总额同比增长5.4%，超出市场预期1.2个百分点，较前值高出2.7个百分点；然而，社零消费环比季调后下降0.05%，基本与上月持平，并从三年复合同比来看，8月同比增长2.8%，较上月下降0.5个百分点。其中，除汽车以外的消费增长4.3%，同比改善2.4个百分点，不及整体的改善幅度，意味着汽车消费的支撑作用显著，其他消费增长并不十分有力。

从各个分项来看，餐饮消费同比增长8.4%，较上月增加9.9个百分点；商品零售当月同比增长5.1%，较上月增加1.9个百分点，但两者三年复合同比均呈现下降趋势。其中，必需品相关消费如粮油食品、饮料、烟酒、服装鞋帽的消费同比继续显著改善，部分原因在于低基数效应影响，从三年的复合同比来看，均有1个百分点左右的下行，文化办公类产品同比虽然下滑显著，但是三年复合同比有3.1个百分点的上行。可选消费方面，金银珠宝继续保持较高增速，同比增长7.2%，较上月下行14.9个百分点。

图：8月乘用车销售情况



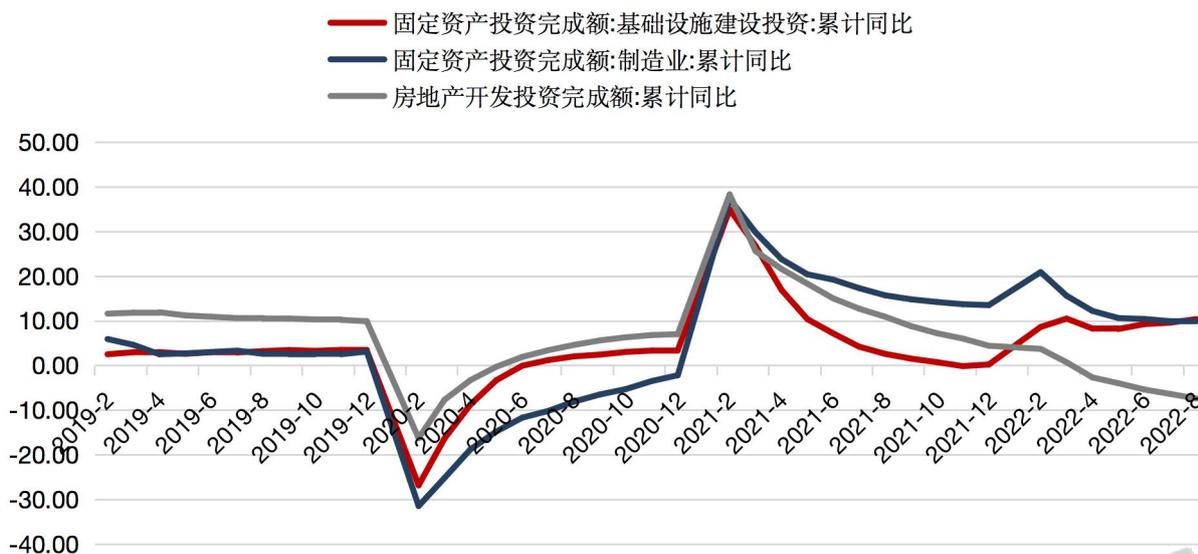
数据来源：Wind，国信期货

目前国内疫情处于多点散发态势，其中多数为旅游城市，加之中秋节和国庆节相邻较近，中秋消费将一定程度上影响国庆期间消费，疫情的不确定性和双节间隙较近两点因素可能造成国庆期间消费不及预期。根据高频数据来看，9月前两周乘用车市场零售46.2万辆，同比增长0%，较上月同期下降11%；全国乘用车厂商批发52.6万辆，同比增长19%，较上月同期增长0%。由于国庆假期，部分地区倡导如无必要就地过节，人员流动的减缓可能对汽车销售数据存在扰动。

（三）固定资产投资改善明显，房地产市场依然低迷

据统计，8月固定资产投资同比增长6.4%，较上月增加2.8个百分点，修复情况良好。从三大分项来看，基建的快速提升与制造业投资的稳健增长为我国整体投资提供支撑，8月同比增速分别为14.2%和10.6%，较上月分别提升5.1个和3.0个百分点。然而，房地产投资仍处于底部阶段，尚未出现明显回暖迹象，当月同比下降13.8%，跌幅较上月扩大1.2个百分点。我们认为在目前稳增长政策陆续落地的情况下，基建与制造业投资将继续支撑年内固定投资的提升，对稳定经济大盘有到关键作用。

图：固定资产投资三大门类同比增速

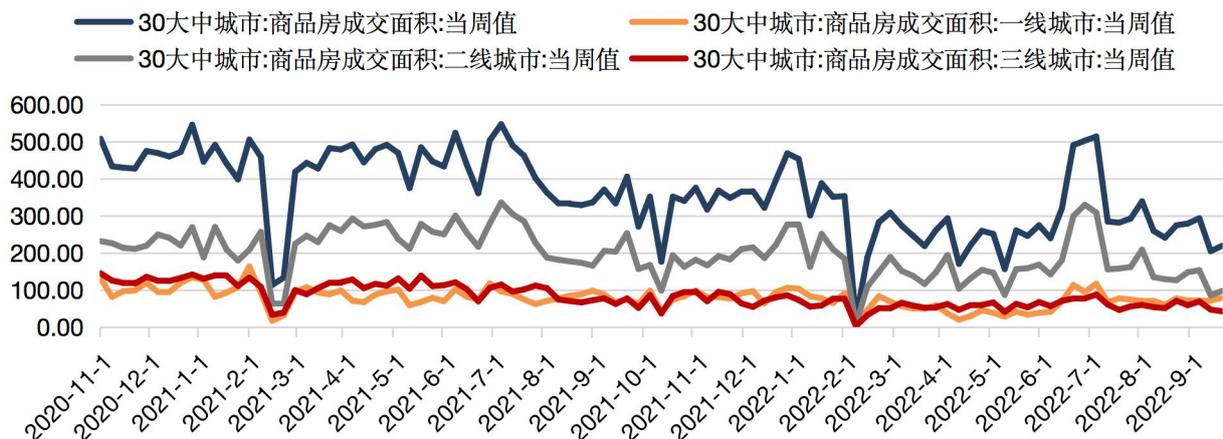


数据来源：Wind，国信期货

基础设施建设方面，8月增速大于14%，其中，交通道路投资有显著边际改善，铁路和道路运输累计同比增速分别为-2.4%与1.3%，分别修复2.6个与1.5个百分点；水利和公共设施管理业持续较快增速，累计同比增速分别为15.0%与13.1%，较上月分别提升0.5个和1.4个百分点。**制造业方面**，在稳增长与出口韧性的支持下，总体呈现稳健增长的态势，8月同比增速达到10.6%，但全球紧缩进程加速正使得海外需求陷入萎缩，四季度出口将大幅承压。从具体分项来看，农副食品、食品制造以及纺织业投资累计同比增速分别为15.8%、17.0%与7.6%，分别较上月提升0.6个、0.3个与0.8个百分点。另外，装备制造业投资整体更具韧性。其中，与生产相关的专用设备和通用设备同比增速分别为15.0%与16.9%，较上月下滑1.3个与0.6个百分点。在刺激提振下，汽车投资8月同比增长12.9%，较上月改善3个百分点。

房地产投资方面，1-8月累计同比下降7.4%，降幅较上月下降1个百分点；8月当月房地产开发投资同比下降13.8%，降幅较7月扩大1.5个百分点；当月环比增长1.7%，显著低于2017年以来最低季节性环比；三年平均增速为-1.1%，降幅较7月扩大0.8个百分点。总体来看，地产负增长局面并未得到明显改善，投资持续低于季节性表现，年内或难以企稳。

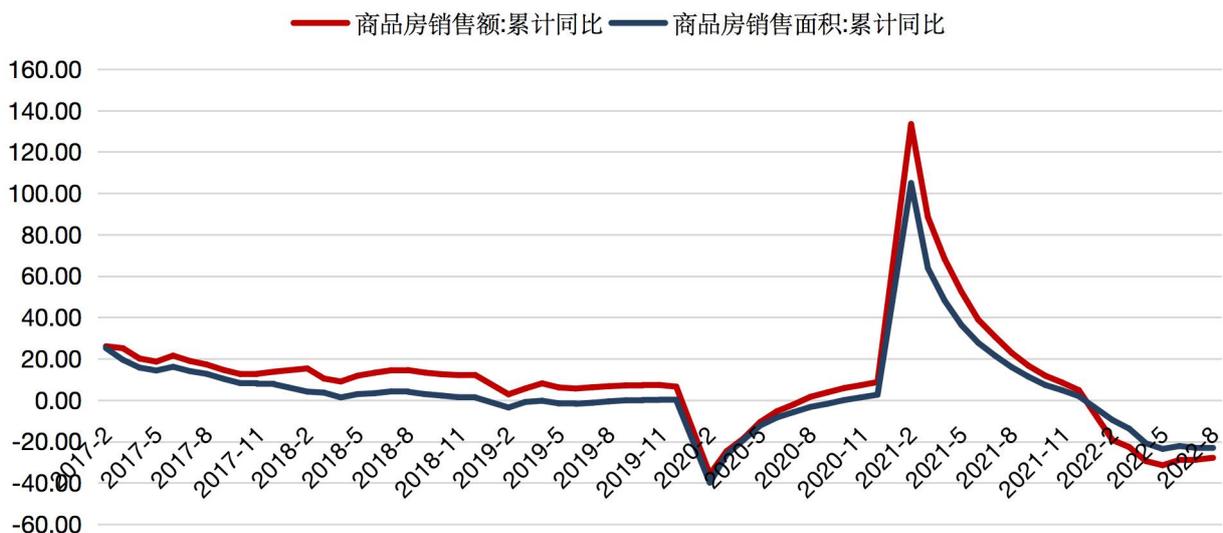
图：地产销售环节之前的指标全线下跌



数据来源：Wind，国信期货

从分项来看，土地购置面积累计同比继续大幅下滑 49.7%，已连续 7 个月呈现 40% 以上的滑落，当前尚未企稳。从施工过程来看，8 月的总施工面积累计同比下滑 4.5%，较上月多降 0.8 个百分点。8 月当月新开工面积与施工面积增速仍在底部徘徊，但保交楼政策推动下的竣工增速大幅好转。上述三者同比增速分别为 -45.7%、-47.8%、-2.5%，三年平均增速则分别为 -22.6%、-20.7%、4.1%。销售有所改善但未见明显起色。1-8 月商品房销售额累计同比下滑 27.9%，较上月回升 0.9 个百分点。8 月当月商品房销售额同比下滑 22.6%；三年平均增速为 -6.2%，虽然较 7 月有所改善但整体仍在近几个月的低位。从高频数据看，9 月前 18 天 30 大中城市商品房成交面积同比增速再度下探至 -42%，其中一线城市增速为 -0.5%，接近 2021 年同期水平，二线城市增速为 -59.8%，原因在于部分地区疫情因素影响，三线城市增速为 -28.7%。销售端的低迷同时影响房地产企业的资金来源端，其中 1-8 月到位资金累计同比增速为 -25.0%，虽比 7 月回升 0.8 个百分点，但国内贷款与房企自筹项三年平均增速均有所下滑，提示房企资金端存在明显拖累。

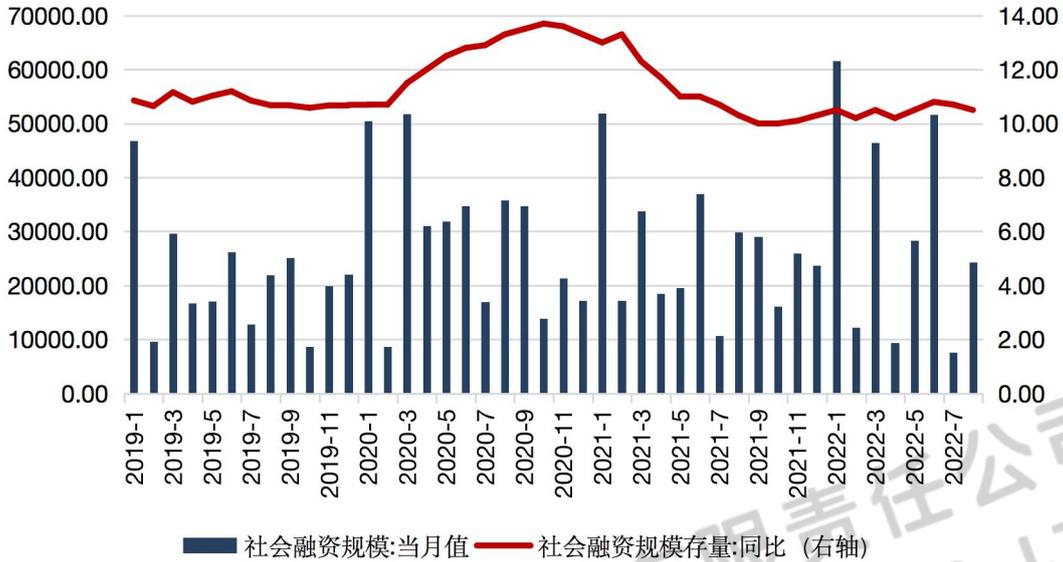
图：商品房销售面积与销售额持续低位



数据来源：Wind，国信期货

(四) 实体经济信用修复慢于货币扩张

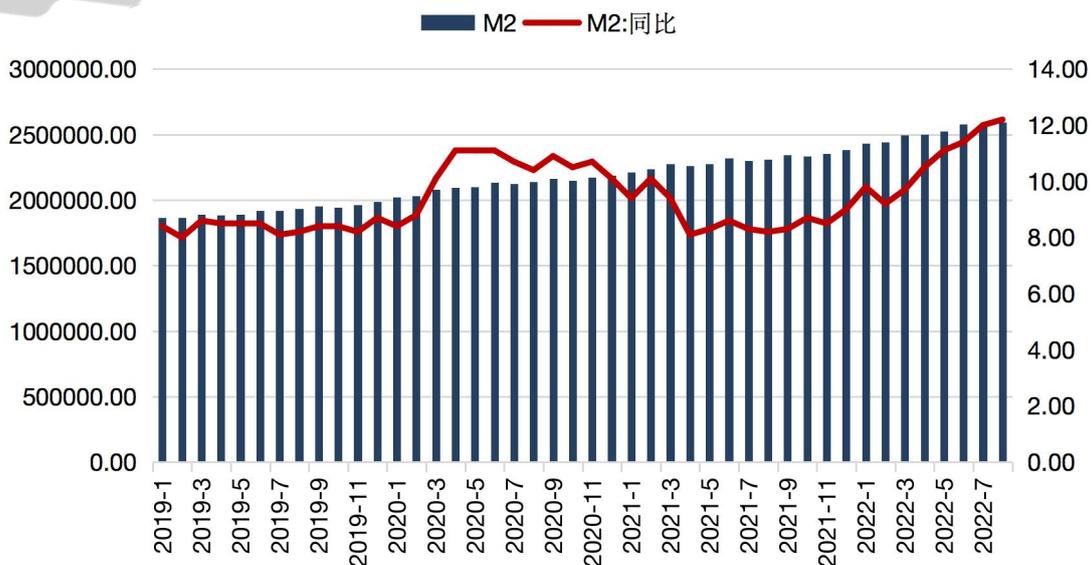
图：社融规模与社融存量同比 (2019.1-2022.7)



数据来源：Wind，国信期货

据央行数据显示，8月社会融资规模增量为2.43万亿元，比上年同期少5571亿元，总体来看新增社融超出市场预期，社融总体呈现弱修复状态。另外，截至8月末广义货币M2余额为259.51万亿元，同比增长12.2%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和4个百分点。

图：M2与M2同比增速 (2019.1-2022.7)



数据来源：Wind，国信期货

从同比来看，虽然8月新增社融较去年8月低5600亿元左右，但主要由政府债券和企业债券的减少所影响。从更具预测意义的长期信贷指标来看，居民新增中长期贷款同比少增幅度较7月有所缩窄，企业新增中长期贷款从7月的同比少增近1500亿元变为同比多增2100亿元左右，提示在目前持续的宽货币和宽信用政策下，实体经济的内在融资需求在稳步修复，对未来经济的企稳奠定了良好基础。

目前，最值得关注的问题是，实体经济信用修复的速度持续慢于经济系统货币扩张的速度。8月M2同比较社融存量同比高出1.7个百分点，是M2增速连续第五个月高于社融增速。M2中不仅包含央行投入的基础货币，也包含经济系统通过贷款派生出的次级货币，因此M2增速可看作是经济系统中货币量的增速。社融增速可看作货币从整个金融系统向实体经济流入的速度。当M2增速持续高于社融增速，则代表着货币创造的速度高于货币向实体经济的流速，表明大量货币仍然留在金融系统内空转，并未形成实体经济的有效信用扩张。下一阶段宏观政策的主要目标在于促进货币从供给端向信用端扩张，推动宽货币政策向实体经济宽信用的有效扩张。

(五) 人民币汇率贬值影响或将扩大

自2022年3月以来，人民币兑美元汇率呈现贬值态势，上周在岸与离岸人民币汇率均跌破7。短期来看，由于国内经济处于弱复苏，中美货币政策和利率持续背离，预期人民币兑美元汇率仍将处于高位，我们从产品出口型、原材料进口型以及高美元负债方面梳理了人民币汇率贬值对各行业业绩的影响。

图：人民币汇率变动情况（2016—至今）



数据来源：Wind，国信期货

对于产品出口型行业来说，海外营收占比越大的行业受汇率影响越大，其中家用电器、电子的海外收入占比领先，均超过了30%，另外基础化工、电力设备、轻工制造、汽车、有色金属、机械设备、纺织服饰的海外收入占比也较高，均超过了10%，人民币贬值将利好上述出口型行业的盈利表现。结合汇兑损益角度，汇兑损益绝对值占净利润这一比值越大说明行业的利润水平受汇率影响越大，其中汽车、机械设备、轻工制造、纺织服饰、家用电器行业的汇兑损益与人民币汇率呈现明显负相关性，即人民币贬值期间行业

受益。

对于**原材料进口型行业**来说，人民币贬值会提升折算成人民币价格的原材料成本，进而对企业盈利产生负面影响。综合各行业近五年汇兑损益与人民币汇率变动的相关性来看，交通运输、钢铁、煤炭、农林牧渔与汇率的正相关性更强，主要集中在上游行业中，即人民币贬值期间行业利润会受损。

对于**高外币负债行业**来说，人民币贬值会对外币负债高的行业造成负面影响，由于外币负债在折算成人民币时会产生汇兑损失，还本付息需要支付更多的人民币，这对企业的盈利和偿付能力都会产生一定的不利影响。截至今年8月底，中资海外债中房地产行业的存量债券余额较大，达到1816.6亿美元。根据A股上市企业2022年半年报数据，从资产负债率方面来看，美元借款占总资产比重较高的行业包括电子、石油石化、有色金属、农林牧渔，另外短期偿债压力较大的行业为电子、石油石化、交通运输、有色金属等，其短期美元借款金额较高。

综合来看，人民币贬值将利好劳动密集型产业，如家用电器、电子、汽车、电力设备、纺织服饰等出口型行业的盈利表现，由于其海外收入占比较高，汇率变化与上述行业的盈利负相关性较强（即人民币贬值会增厚利润）。相反，汇率的贬值会对原材料进口型行业造成不利影响，主要是加大了成本端压力，交通运输、钢铁、煤炭、农林牧渔等行业受到负面影响较大。同时，高外币负债行业的盈利和偿付能力方面也会受到负面影响，人民币贬值使负债企业还本付息时需要支付更多的人民币，目前房地产、石油石化、有色金属、农林牧渔行业的外币负债偿债压力较大。

二、美国：美联储四季度延续鹰派，经济状况堪忧

（一）美国通胀继续超预期

北京时间9月13日20:30，据美国劳工部公布数据显示，美国8月消费者价格指数（CPI）同比增长8.3%，预估为8.1%，同比涨幅仍处历史高位；环比增长0.1%，较7月提升0.1个百分点，数据提示美国通胀形势仍未好转。

图：美国CPI与核心CPI变化（2016.1-至今）



数据来源：Wind，国信期货

具体而言，食品与住房对8月CPI的贡献最大，能源价格的推升作用已逐步减弱。其中，食品分项延续上升趋势，环比上升0.8%，同比上升11.4%，创下1979年5月以来的最大涨幅；住房分项环比上升0.7%，同比上升6.2%，涨幅均较7月有所扩大。此外，能源分项同比上升23.8%，较7月收窄9.1个百分点，环比实现连续两个月下行。其中，8月汽油价格环比下降10.6%，同比涨幅收窄18.4个百分点，燃料油价格环比下降5.9%，同比涨幅收窄6.8个百分点。

值得提醒的是，此次CPI数据虽延续回落趋势并仅超预期0.2个百分点，但市场反应却异常强烈，原因在于8月住宅分项对CPI贡献较大，加之住宅价格具有相对刚性，意味着通胀回落的步伐可能放缓；同时，市场对于8月通胀回落具有明显的预期倾向，但此次超预期数据增加了9月22日美联储加息75BP的确定性，并刺激了美联储后续较长时间内加息预期的向上修正，因此市场恐慌情绪再现。截至当日收盘，美股道指跌幅近4%，纳斯达克指数跌幅达5.16%，标普500指数失守4000点关口，跌幅达4.32%。

（二）美联储9月会议继续加息75BP

北京时间9月22日凌晨，美联储发布9月议息会议声明，上调联邦基金目标利率75BP至3.00%—3.25%区间，并按照5月FOMC提出的自9月起减持600亿美元/月美债与350亿美元/月MBS的节奏开始提速缩表。

会议继续下调经济预期，并上调通胀预期。其中，预测显示2022年实际GDP增速中位数将由1.7%下调至0.2%，失业率预期由3.7%小幅上调至3.8%，并表示目前很难实现经济软着陆，未来经济是否衰退以及其幅度仍取决于通胀以及劳动力市场的情况，房地产市场价格具有调整的必要性。另外，预测显示今年PCE增速中值将由5.2%提升至5.4%，核心PCE增速中值由4.3%提升至4.5%。鲍威尔表示仍将坚决致力于降低通货膨胀，目前通胀预期似乎得到了良好的控制。

美联储议息会议声明认为通胀依然居高不下，这一描述与7月会议时一致。美国8月CPI同比增速为8.3%，高于市场预期，而且从结构性来看，通胀刚性较高的房租、服务和商品仍在上涨，其中房租同比上涨至6.2%，服务同比上涨至3.5%，商品同比上涨至7.1%。我们认为当前美国就业市场仍然处于过热状态，四季度初期通胀回落的概率比较小。

同时，2022年9月点阵图显示，超过半数委员认为2022年政策利率应至少达到4.25—4.50%，提示本年度另外两次会议或将分别加息75BP与50BP；约2/3的委员认为2023年政策利率将至少达到4.5%以上，提示明年至少还有1—2次25BP幅度的加息；委员们对于2024年及以后的政策利率分歧较明显，或意味着美联储对于通胀水平的回落速度难以判断。

图：2022年9月点阵图



数据来源：Wind，国信期货

另外，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上发表比8月底杰克逊霍尔央行年会上更加激进的观点。其表示“根据FOMC点阵图，美联储2022年还将有100BP至125BP的加息，美联储寻求采取具有有效限制性的政策利率，当前利率的限制性作用是历史上最低的。加息幅度将取决于未来数据。”同时，鲍威尔还表示“美国没有自满的余地，尽管在某个时候放慢加息步伐是合适的，但美联储将减持下去，直到工作完成。”我认为当前美联储正处于最鹰派时期。

(三) 美国衰退风险几何?

据近期公布数据提示，美国目前工业生产以及消费情况均好于市场预期。美国8月工业生产数据虽环比增速有小幅回落，但同比跌幅较上月有所回升，依然保持在正向增长区间。其中，从供给端来看，美国经济主要受本土产能、劳动力市场和国际供应链三方面因素的影响。在需求呈现回落的态势下，今年以来，本土产能持续回升，国际供应链压力持续回落，劳动力市场表现强劲，支撑供给端持续修复。另外，国内产能逐步释放。自去年年末起，美国总产能利用率已经超过疫情前水平并仍在持续回升。制造业中，电子设备及部件和半导体产业受疫情影响较小，但汽车、航空等运输设备受疫情冲击较大。产能利用率虽逐步

修复，但仍低于疫情前水平。同时，8月零售销售的实际增速稳步提升，作为美国个人消费支出增速的前瞻性指标，意味着美国消费将进入相对稳健的增长通道。

整体来看，美国从供给端到需求端仍然具有一定韧性。我们认为即使美国近期“鹰”派情绪较浓，但进入实质性衰退的风险并不大，当通胀在明年接近目标水平后，货币政策也将迎来转变。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.