

国内弱修复，海外近衰退

——2022 年四季度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

四季度稳增长落地生效将推动我国基建投资小幅改善，国内疫情的缓解推动消费边际修复，而我国房地产仍偏弱，出口趋于回落。综合来看，我国经济继续弱修复。预计四季度我国 PPI 同比由正转负，CPI 同比小幅回落。由于长期新冠（后遗症）对美国劳动力供应的持续抑制以及住房租金涨幅扩大，预计美国核心通胀压力仍大；由于高通胀和加息对经济的抑制，预计四季度美国 GDP 同比由正转负。



摘要：

一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复。四季度商品房销售可能难有明显改善。虽然保交房的政策会对房屋施工和竣工略有支撑，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降的滞后传导效应，预计四季度房地产投资仍偏弱。考虑到稳增长政策持续发力，四季度基建投资有望小幅改善。最近国常会推出支持部分领域设备更新改造的政策，但考虑到去年同期基数较高，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。消费主要受疫情影响。考虑到防疫经验的累积，四季度国内疫情有望边际缓解，但未必能得到较为彻底的控制；消费有望边际修复，但受疫情的抑制仍会比较显著。四季度海外经济增长会进一步放缓，我国出口趋于回落。综合来看，我国经济继续弱修复。

二、预计四季度我国 PPI 同比转负，CPI 同比小幅回落。四季度国内经济弱修复，海外经济增长放缓，预计大宗商品价格总体震荡，PPI 环比大体持平，PPI 同比继续回落，其中 10 月份由正转负。四季度疫情抑制消费使得我国非食品价格偏弱，食品价格上涨也会有所放缓。预计四季度 CPI 同比会小幅回落，并且低于 3% 的水平。

三、四季度稳增长仍是我国宏观政策基调，宽信用与宽财政落地生效。近期国务院持续推出稳经济措施，包括新增 3000 亿元政策性开发性金融工具、新增 2000 亿元专项再贷款额度、用好 5000 多亿专项债结存限额、缓税 4400 亿元等。这些措施部分已经落地，部分将在四季度逐步落地生效，这将支持经济企稳修复。

四、四季度美国核心通胀压力仍大，GDP 同比大概率由正转负。由于长期新冠（后遗症）使得大量劳动力退出劳动力市场，截至 8 月份美国非劳动力人口仍比疫情前高 439 万，劳动参与率仍比疫情前低 1.0 个百分点。从目前的趋势来看，美国劳动力供应因为新冠的流行受到持续的抑制。四季度美国服务业将继续修复，服务业就业需求继续增长。综合供需来看，四季度美国劳动力供需紧张的局面难以缓解。再加上四季度美国住房租金同比涨幅大概率扩大，美国核心通胀压力仍大。美联储在 11 月与 12 月会议上大概率分别加息 75、50BP，年底加息至 4.25%-4.5% 的水平，不排除加息预期进一步抬升。年初以来高通胀已经使得美国非耐用品实际消费趋于减少；四季度美国通胀仍高，消费继续受到抑制。随着四季度美国利率水平大幅抬高，耐用品消费大概率也会趋于减少。再考虑到全球经济增长的放缓不利于美国跨国公司的经营和美国的出口，预计四季度美国 GDP 进一步回落。今年一、二季度美国 GDP 环比已经回落，随着三、四季度美国 GDP 环比进一步回落，四季度美国 GDP 同比大概率由正转负。

风险因素：国内疫情反复、海外经济下滑低于预期

宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要:	1
一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复.....	4
(一) 四季度基建投资有望进一步改善, 带动固定资产投资增速小幅回升.....	5
(二) 四季度国内疫情有望缓解, 消费有望边际修复.....	8
(三) 四季度海外经济增长将进一步放缓, 我国出口增速趋于回落.....	9
二、预计四季度我国 PPI 同比转负, CPI 小幅回落.....	10
(一) 四季度大宗商品价格总体震荡, 基数效应推动 PPI 同比由正转负.....	10
(二) 四季度非食品价格偏弱并且食品价格上涨放缓, 预计 CPI 同比小幅回落.....	11
三、四季度稳增长仍是我国宏观政策基调, 宽信用与宽财政落地生效.....	12
四、四季度美国核心通胀压力仍大, GDP 同比大概率由正转负.....	13
(一) 四季度美国劳动力供需仍然紧张, 住房租金涨幅扩大, 核心通胀压力仍大.....	13
(二) 四季度美联储继续加息 125BP 至 4.4% 的水平, 不排除加息预期进一步抬升.....	17
(三) 四季度美国 GDP 同比大概率由正转负, 高通胀和加息进一步抑制美国经济.....	17
免责声明.....	20

图目录

图表 1: 2022 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化.....	4
图表 2: 固定资产投资当月同比(2021 年为两年平均增速).....	5
图表 3: 固定资产投资累计同比(2021 年为两年平均增速).....	5
图表 4: 房地产相关指标当月同比(2021 年为两年平均增速).....	6
图表 5: 房屋施工及竣工面积累积同比(剔除基数效应).....	6
图表 6: 房贷利率.....	6
图表 7: 70 个大中城市新建住宅价格环比(%).....	6
图表 8: 基建投资同比增速(2021 年为两年平均增速).....	7
图表 9: 新增专项债发行进度.....	7
图表 10: 制造业投资同比增速(2021 年为两年平均增速).....	7
图表 11: 制造业利润同比增速(2021 年为两年平均增速).....	7
图表 12: 社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应).....	8
图表 13: 居民收入增速与消费增速.....	8
图表 14: 限额以上消费品零售总额的当月同比增速.....	8
图表 15: 出口金额与数量当月同比(2021 年为两年平均增速).....	9
图表 16: 全球制造业 PMI 与我国出口增速.....	9
图表 17: 人民币汇率.....	9
图表 18: 出口运价.....	9
图表 19: 我国 PPI 同比与环比(%).....	10
图表 20: 中信期货商品指数.....	10
图表 21: 我国 PPI 同比与 CRB 现货指数同比.....	10
图表 22: 2022 年 8 月我国 PPI 主要分项的当月同比(%).....	10

图表 23: 我国 CPI 及其分项的同比增速.....	11
图表 24: 2022 年 8 月 CPI 非食品主要分项的同比增速.....	11
图表 25: 2022 年 8 月 CPI 食品主要分项的同比增速.....	11
图表 26: 生猪存栏量与生猪价格.....	11
图表 27: 中期借贷便利利率及余额.....	12
图表 28: 人民币汇率与美元指数.....	12
图表 29: 近期我国推出的稳增长政策.....	13
图表 30: 美国 CPI 同比及核心 CPI 同比.....	14
图表 31: 8 月份美国 CPI 主要分项季调环比.....	14
图表 32: 美国非农职位空缺数及平均时薪环比涨幅.....	15
图表 33: 美国失业率与劳动参与率(%).....	15
图表 34: 美国劳动力与非劳动力人口数量(千人).....	15
图表 35: 美国就业人数与劳动年龄人口数量(千人).....	15
图表 36: 美国不同部门的新增非农就业人数(千人).....	15
图表 37: 美国居民收入与支出相对于疫情前的变化.....	15
图表 38: 美国 CPI 住房租金同比及环比.....	16
图表 39: 美国 CPI 住房租金同比与平均时薪同比.....	16
图表 40: 美国出租房空置率.....	16
图表 41: 美国房屋空置单元数量及其占全部房屋的比例.....	16
图表 42: 美联储对联邦基金利率的预测.....	17
图表 43: 美联储对 PCE 与核心 PCE 同比的预测.....	17
图表 44: 美国个人消费支出不变价折年数(十亿美元).....	18
图表 45: 美国消费支出同比增速与消费者信心指数.....	18
图表 46: 美国抵押贷款利率.....	19
图表 47: 美国新屋销售与成屋销售.....	19
图表 48: 美国 GDP 不变价(十亿美元).....	19
图表 49: 美联储对 GDP 增速的预测.....	19

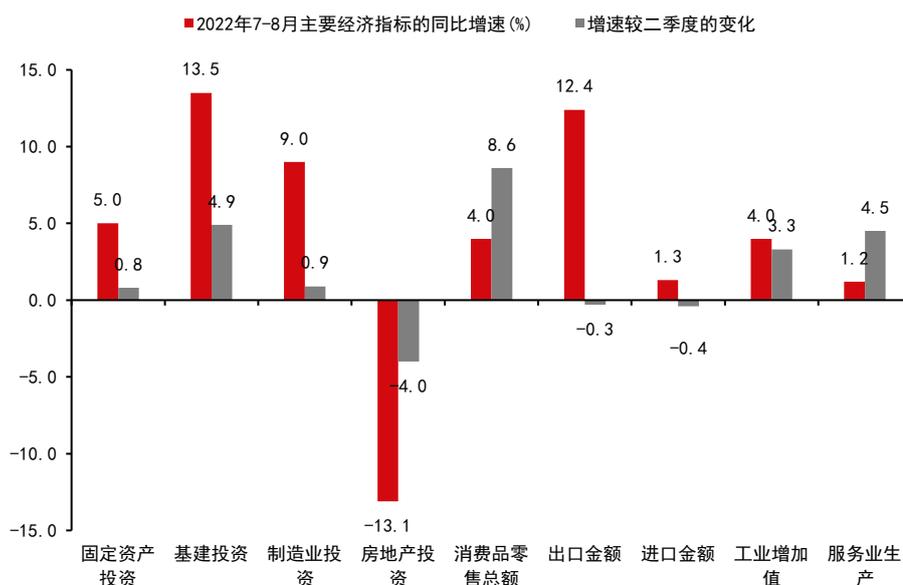
三季度国内疫情有所反复，出口开始走弱，房地产仍然偏弱，国内经济仍面临较大压力。但是稳经济措施发力大体对冲了经济下行压力，我国经济总体弱修复。海外方面，为了遏制高通胀，美联储继续大幅加息，海外经济增长有所放缓。展望四季度，稳经济措施继续发力，国内疫情有望缓解，但出口仍趋于回落，房地产也维持弱势，预计国内经济仍是弱修复格局。海外方面，美国抗通胀任重道远，高通胀和加息将进一步抑制美国经济。

一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复

今年三季度我国疫情较二季度显著缓解，稳经济措施继续发力，我国经济因此有所修复。从需求端来看，由于稳经济措施继续发力以及去年同期基数偏低，7-8月份基建投资同比增速较二季度提高4.9个百分点至13.5%；制造业投资同比增速大体稳定，提高0.9个百分点至9.0%；房地产投资进一步走弱，同比降幅扩大4.0个百分点至-13.1%；由于疫情的缓解，我国消费明显修复，7-8月份社消消费品零售总额同比增长4.0%，增速较二季度提高8.6个百分点；由于海外经济增长放缓，我国出口开始走弱，8月份出口金额较7月环比减少5.4%。从供应端来看，由于疫情的缓解，工业生产与服务业生产同比增速分别回升3.3、4.5个百分点至4.0%、1.2%。总的来讲，疫情的缓解以及稳增长发力使得我国经济明显修复；不过，我国消费与服务业仍明显受到疫情抑制，经济也显著低于潜在水平。

展望四季度，我国疫情会有所缓解，稳经济措施继续发力，但房地产仍偏弱，出口继续走弱，预计我国经济总体是弱修复格局。

图表1：2022年7-8月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

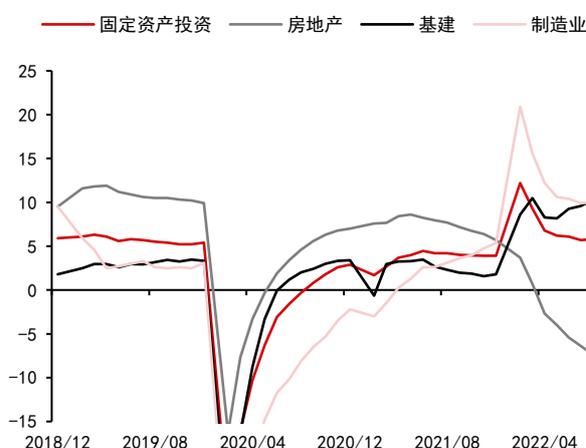
(一) 四季度基建投资有望进一步改善，带动固定资产投资增速小幅回升

由于基建投资表现较好，今年 7-8 月份我国固定资产投资同比增速较二季度提高 0.8 个百分点至 5.0%。从固定资产投资三大分项来看，今年 7-8 月份基建、制造业、房地产投资分别同比增长 13.5%、9.0%、-13.1%，增速较二季度分别变化 4.9、0.9、-4.0 个百分点。基建投资增速的较好表现对冲了房地产投资的下滑，整体固定资产投资同比增速小幅提高 0.8 个百分点。

展望四季度，尽管房地产投资仍将偏弱，但稳增长政策的发力将推动基建投资进一步改善，制造业投资增速大体稳定，预计固定资产投资同比增速小幅提高。

图表2：固定资产投资当月同比(2021 年为两年平均增速)

图表3：固定资产投资累计同比(2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

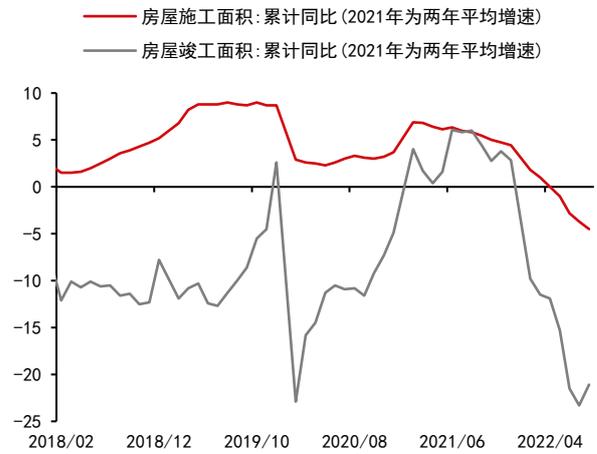
房地产方面，四季度商品房销售可能难有明显改善。虽然保交房的政策会对房屋施工和竣工略有支撑，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降的滞后传导效应，预计四季度房地产投资仍偏弱。由于楼市政策的放松、疫情的缓解、开发商年中促销冲量，今年 6 月份我国商品房销售暂时回升。但是今年 7、8 月份我国商品房销售面积再次回落，同比降幅高达 25%。7 月份以来国内疫情有所反复，这对居民收入预期构成抑制，也对商品房销售构成一定的抑制。这可能持续到四季度。今年二季度我国房贷利率降幅高达 90BP，这并未带动三季度商品房销售显著改善。目前我国房贷利率已经较低，未来下调空间有限，可能难以通过继续下调房贷利率来推动商品房销售显著改善。在这样的背景下，四季度商品房销售可能难有明显改善。8 月中旬，多部门出台措施通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。这一措施能够有效解决烂尾楼资金不足的关键问题，推动相关楼盘重启并加快施工与竣工，也有利于提振居民购房信心。但烂尾楼并非当前房地产偏弱的主要原因，因此该政策难以改善房地产偏弱的格局。今年 8 月份我国房屋新开工和购置土地面积分别同比减少 45.7%、56.6%，降幅仍然很大。房屋新开工面积大幅下降会对房地产投资有滞后传导效应，预计继续抑制四季度房地产投资表现。综合来看，预计四季度房地产投资仍然偏弱。

图表4： 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5： 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)



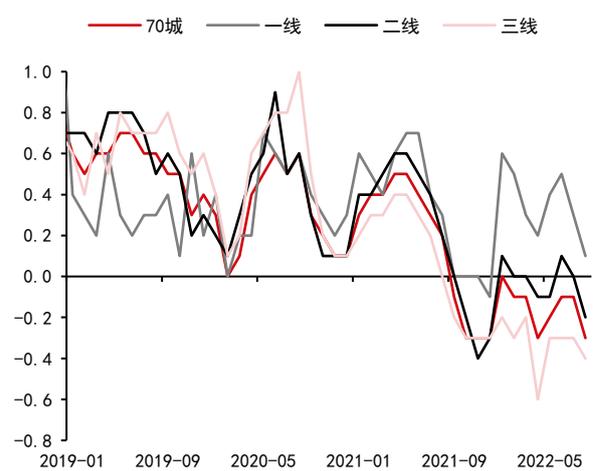
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 70 个大中城市新建住宅价格环比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

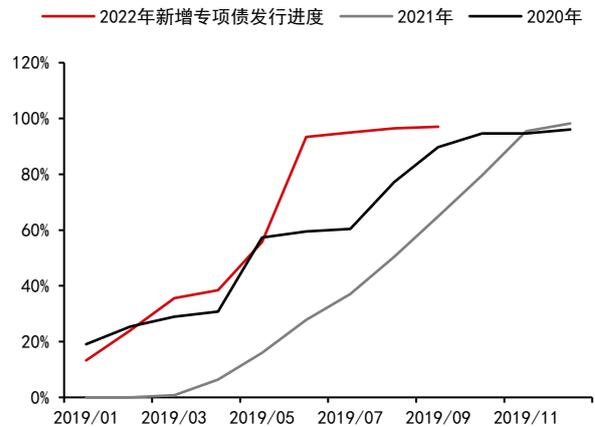
基建方面，考虑到稳增长政策持续发力，四季度基建投资有望小幅改善。1-8 月份我国基建投资同比增长 10.4%，增速明显高于固定资产投资增速，起到了显著的稳增长作用。其中，7-8 月份基建投资同比增长 13.5%，增速较二季度提高 4.9 个百分点。虽然 7-8 月份基建投资增速较高有去年同期基数较低的原因，但稳增长政策的持续发力也有效地带动了基建投资的改善。8 月 24 号国常会再推出 19 项稳经济政策，其中扩大基建投资仍是重要抓手。一是在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度；二是依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕。三是核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。9 月份至今，新增专项债发行规模仍然很小，预计 5000 多亿专项债结存限额主要在 10 月份发行。这些措施的落地将继续支持基建投资的增长。再考虑到去年四季度基建投资基数较低，今年四季度基建投资同比增速有望小幅提高。

图表8：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

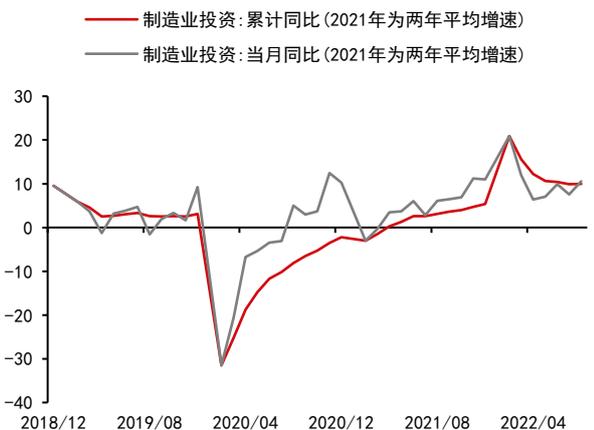
图表9：新增专项债发行进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

制造业方面，最近国常会推出支持部分领域设备更新改造的政策，但考虑到去年同期基数较高，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。今年7-8月份制造业投资同比增长9.0%，增速比二季度高0.9个百分点，比上半年低0.9个百分点。疫情的缓解使得三季度制造业投资相对于二季度有所改善，但高基数效应使得三季度制造业投资同比增速相对于上半年有所回落。尽管6月中旬以来大宗商品价格显著回落，制造业的原材料成本有所下降，但海外需求趋于走弱，预计四季度制造业利润难有改善。最近国常会确定2000亿专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。按1倍杠杆率推算，2000亿再贷款最多拉动4000亿设备更新改造，推动四季度制造业投资增速提高5.4个百分点。不过，去年四季度制造业投资的基数较高，这对今年四季度制造业投资同比增速构成显著抑制。综合来看，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。

图表10：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：制造业利润同比增速(2021年为两年平均增速)



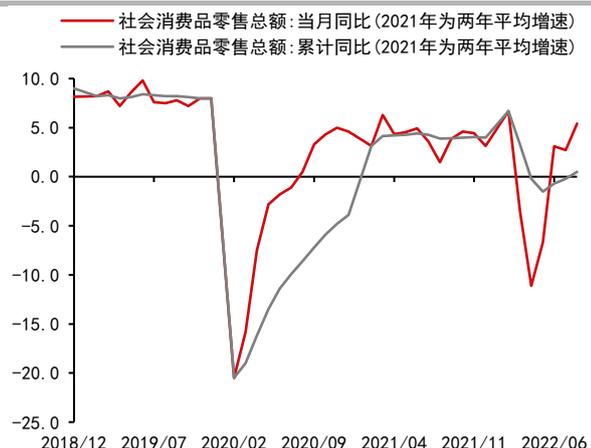
资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 四季度国内疫情有望缓解，消费有望边际修复

三季度国内疫情的反复使得消费仍受到显著抑制，促消费政策对汽车消费的拉动较为显著，房地产偏弱抑制家具、装修消费。8月份社费消费品零售总额同比增长5.4%，增速较7月显著提高，但这并非因为消费改善，而是因为去年8月消费基数异常低。剔除基数效应，今年7-8月份消费同比增速处于2.7%左右的较低水平，消费受疫情的抑制较为显著。此外，偏弱的房地产对相关消费构成显著的抑制，8月份家具和装修材料零售额分别同比下降6.3%、7.8%。不过，促进消费政策拉动汽车消费较快增长，8月份汽车零售额同比增速高达15.9%。

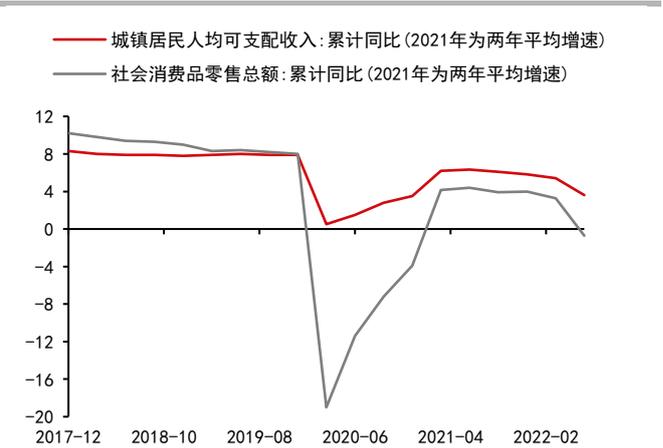
四季度国内疫情有望缓解，消费有望边际修复。考虑到防疫经验的累积，四季度国内疫情有望边际缓解；但考虑到奥密克戎毒株传染性较强，秋冬季节又是新冠疫情高发期，疫情未必能得到较为彻底的控制。综合来看，四季度疫情会略有缓解，但仍不容忽视；消费有望边际修复，但受疫情的抑制仍会比较显著。

图表12：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



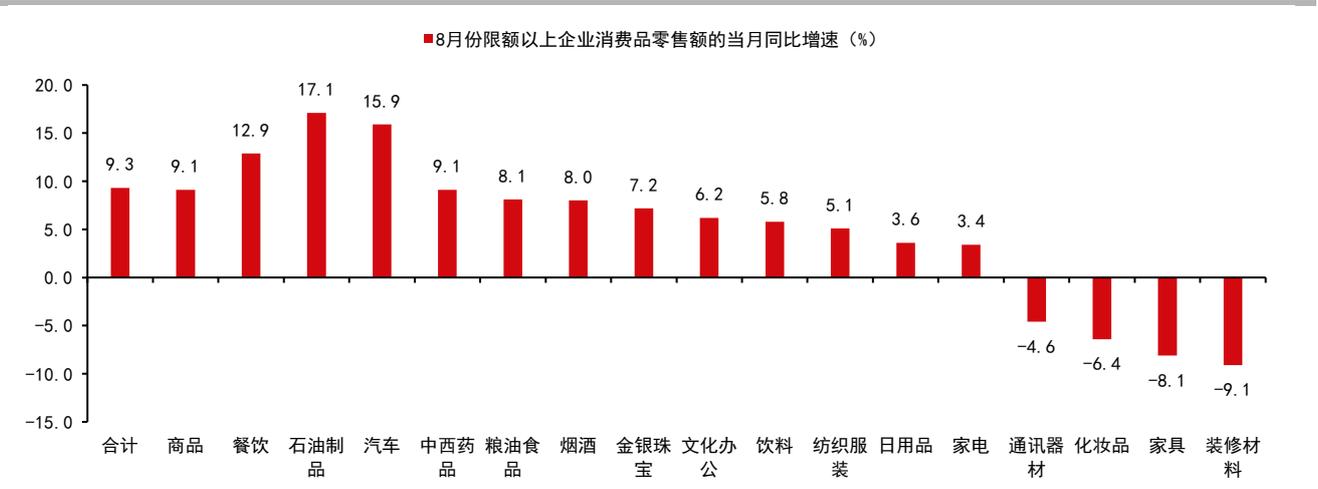
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：限额以上消费品零售总额的当月同比增速



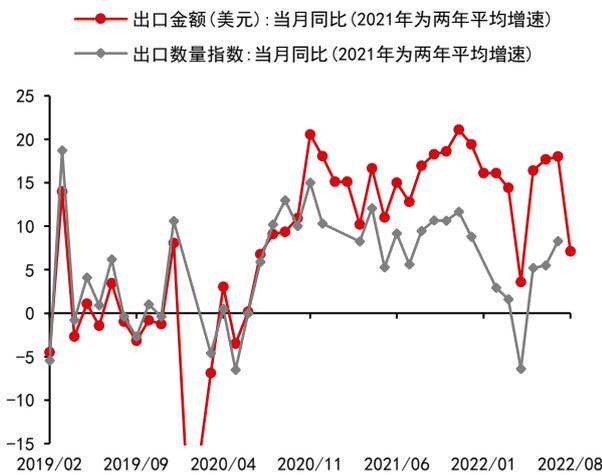
资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 四季度海外经济增长将进一步放缓，我国出口增速趋于回落

由于海外经济增长的放缓，8月份我国出口已经开始走弱。8月出口金额较7月环比减少5.4%，明显低于过去15年环比增速的中位数0.5%，反映海外经济增长放缓已经开始导致我国出口走弱。

四季度海外经济增长会进一步放缓，我国出口仍趋于回落。近期人民币的快速贬值部分缓解出口下行压力，但不改变出口下行趋势。下半年高通胀和加息对海外经济的抑制会继续体现，海外经济增长会进一步放缓。8月中下旬以来人民币兑美元快速贬值5%左右，这会在一定程度上缓解中国对美出口下行压力。由于非美货币普遍贬值，人民币汇率指数大体保持稳定，从这个角度来讲，人民币汇率贬值不改变出口下行趋势。预计四季度我国出口增速趋于回落。

图表15：出口金额与数量当月同比(2021年为两年平均增速)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表16：全球制造业 PMI 与我国出口增速



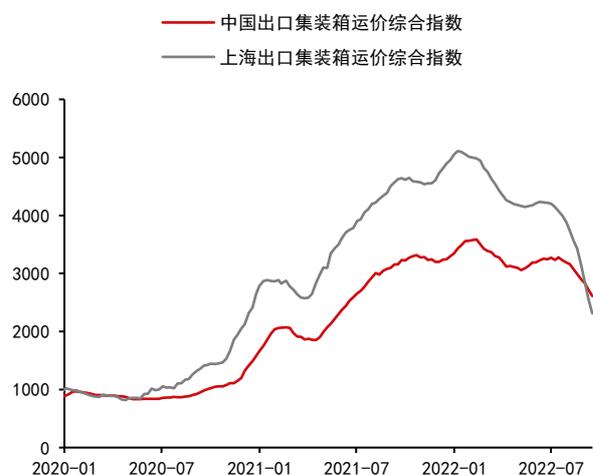
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表17：人民币汇率



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表18：出口运价



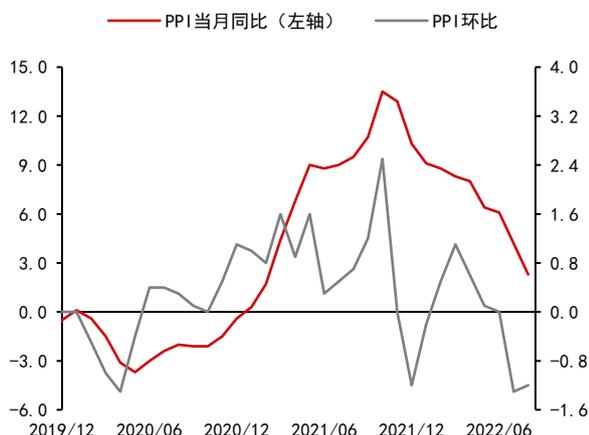
资料来源: Wind 中信 期货研究所

二、预计四季度我国 PPI 同比转负，CPI 小幅回落

(一) 四季度大宗商品价格总体震荡，基数效应推动 PPI 同比由正转负

四季度国内经济弱修复，海外经济增长放缓，预计大宗商品价格总体震荡。基数效应会使得我国 PPI 同比由正转负。6 月份以来国际大宗商品价格普遍回落，这已经往下游传导。今年 6-8 月份我国生产资料加工工业 PPI 连续 3 个月环比回落，8 月份生活资料 PPI 环比也开始回落。8 月份以来大宗商品价格总体震荡。四季度国内经济总体弱修复，而海外经济增长进一步放缓，预计大宗商品价格维持震荡格局。我国 PPI 同步或者滞后大宗商品价格 1-2 个月，预计四季度 PPI 环比大体持平。由于去年同期 PPI 基数较高，四季度 PPI 同比还会继续回落，其中 10 月份 PPI 同比大概率首次转负。

图表19：我国 PPI 同比与环比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：中信期货商品指数



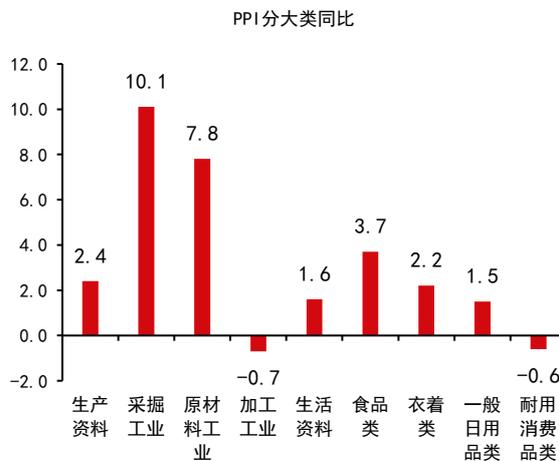
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：我国 PPI 同比与 CRB 现货指数同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：2022 年 8 月我国 PPI 主要分项的当月同比 (%)

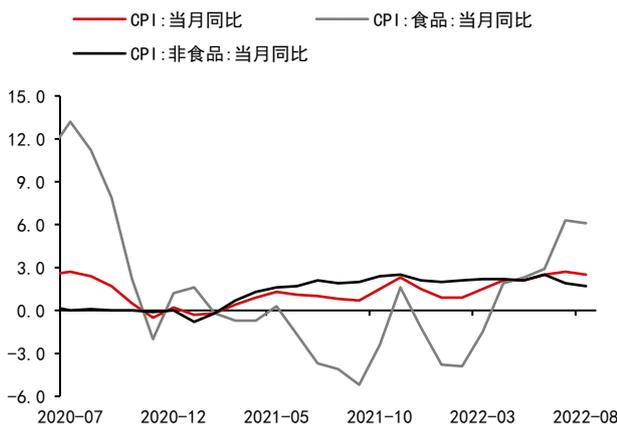


资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 四季度非食品价格偏弱并且食品价格上涨放缓，预计 CPI 同比小幅回落

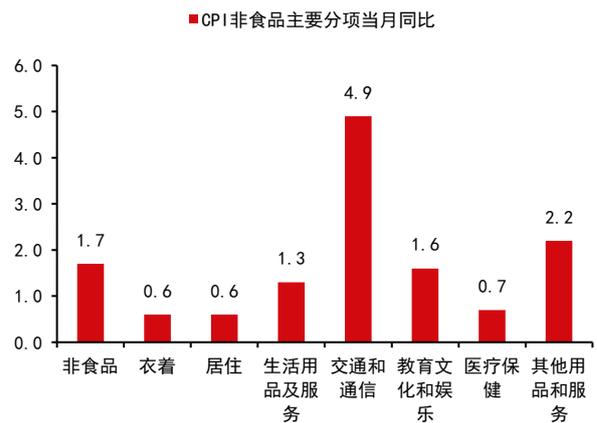
四季度疫情抑制消费使得我国非食品价格偏弱，食品价格上涨也会有所放缓，预计我国 CPI 同比小幅回落。今年 7-8 月份我国 CPI 食品同比高达 6.2%，但 CPI 同比仍低于 3%，直接原因是非食品价格表现偏弱，根本原因是疫情对消费的抑制较为显著。由于四季度疫情对消费的抑制仍然显著，预计 CPI 非食品价格仍然偏弱。由于 8 月份天气干旱影响，9 月份以来菜篮子产品价格偏强，预计 9 月份 CPI 食品同比进一步抬升，并带动 CPI 同比回升。但这是暂时的。由于前期国际及国内大宗商品价格回落的滞后传导效应，8 月份我国 CPI 粮食和食用油价格上涨明显放缓，预计四季度我国 CPI 食品同比上涨会有所放缓。二季度我国生猪存栏再次回升，而且比 2018 年的均衡水平高 30%左右。在 7 月份猪肉价格显著回升之后，养猪利润恢复正常。在养猪利润良好的情况下，四季度猪肉供应有望小幅增加，供应总体充足，因此四季度猪肉价格难以继续上涨。综合来看，在 9 月份 CPI 同比回升之后，四季度 CPI 同比会小幅回落，并且低于 3%的水平。

图表23：我国 CPI 及其分项的同比增速



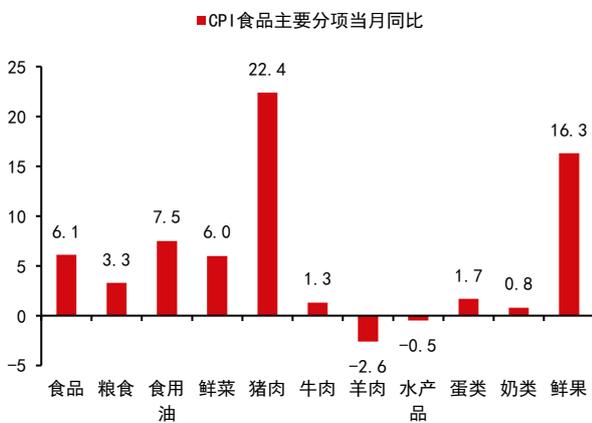
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：2022 年 8 月 CPI 非食品主要分项的同比增速



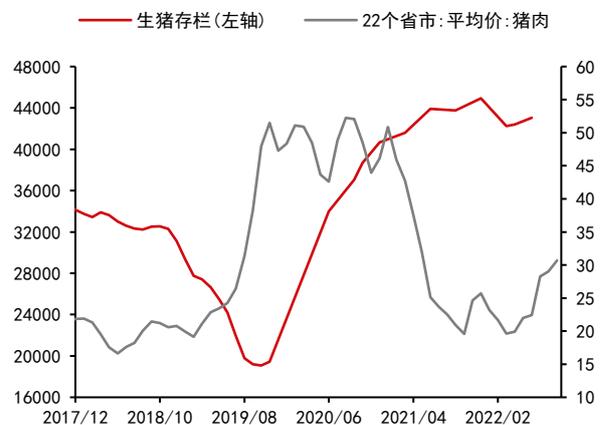
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：2022 年 8 月 CPI 食品主要分项的同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：生猪存栏量与生猪价格



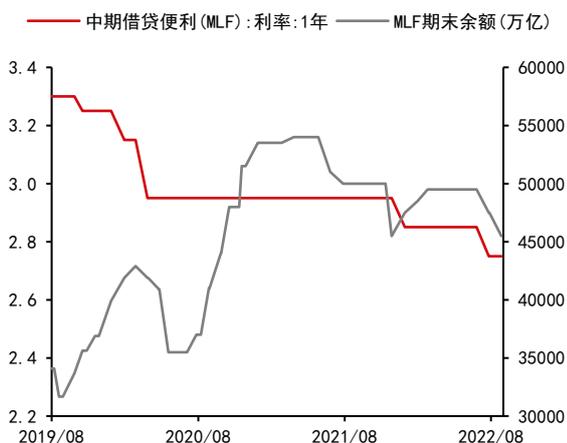
资料来源：Wind 中信期货研究所

三、四季度稳增长仍是我国宏观政策基调，宽信用与宽财政落地生效

在人民币存在贬值压力的背景下，四季度央行降息概率不大，可能通过引导房贷利率下调的方式促进信用投放。8月中旬以来随着美元的走强，人民币快速走弱，我国出口的走弱也给人民币带来贬值的压力。四季度美联储将继续快速加息，预计美元仍趋于走强，人民币仍面临贬值的压力。此外，四季度我国出口也趋于走弱，这也会给人民币带来贬值的压力。在我国经济仍明显偏弱的背景下，9月15号央行并未继续下调MLF利率，这与人民币贬值对我国货币宽松的制约有关。考虑到四季度人民币仍然存在贬值压力，预计央行降息的概率不大。8月24号，国常会确定再增加3000亿元以上的政策性开发性金融工具。9月14号，国常会确定专项再贷款额度2000亿元，与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。这些政策均是从宽信用的角度支持经济增长。预计四季度货币政策仍以宽信用为主，比如引导房贷利率进一步下调，支持房贷投放平稳增长。

图表27：中期借贷便利利率及余额

图表28：人民币汇率与美元指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

四季度我国继续实施积极的财政政策，支持经济企稳修复。由于国内经济增长动能偏弱，8月份以来国务院持续推出稳经济措施，积极的财政政策在稳经济方面发挥了关键作用。一是减税缓税。8月19号国务院决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，促进大宗消费；9月8号国务院部署阶段性支持企业创新的减税政策，激励企业增加投入提升创新能力；9月14号国常会决定进一步延长制造业缓税补缴期限，涉及缓税4400亿元，加力助企纾困。二是增加专项债发行规模。国务院决定依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。三是增加财政补贴，比如对部分领域设备更新改造给予财政贴息配套支持。这些措施部分已经落地，部分将在四季度逐步落地生效。在国内经济仍然偏弱的背景下，预计四季度我国继续实施积极的财政政策，支持经济企稳修复。

图表29：近期我国推出的稳增长政策

时间	来源	主要内容
8月19号	国常会	依法盘活地方专项债限额空间； 决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，促进大宗消费； 部署加大困难群众基本生活保障力度的举措，兜牢民生底线；确定支持养老托育服务业纾困措施。
8月24号	国常会	在落实好稳经济一揽子政策同时， 再实施19项接续政策： 一是在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。 二是核准开工一批条件成熟的基础设施等项目…… 四是支持中央发电企业等发行2000亿元能源保供特别债……
9月8号	国常会	决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持； 部署阶段性支持企业创新的减税政策，激励企业增加投入提升创新能力； 盘活地方2019年以来结存的5000多亿专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜。各地在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。
9月14号	国常会	决定 进一步延长制造业缓税补缴期限，涉及缓税4400亿元，加力助企纾困； 确定专项再贷款额度2000亿元，与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造； 部署进一步稳外贸稳外资的举措；确定优化电子电器行业管理的措施；决定核准福建漳州二期和广东廉江一期核电项目。
9月22号	国常会	要求狠抓政策落实推动经济回稳向上； 确定深入推进“一件事一次办”改革举措，为企业和群众增便利； 确定强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困的政策，支撑经济平稳运行。

资料来源：中信期货研究所

四、四季度美国核心通胀压力仍大，GDP 同比大概率由正转负

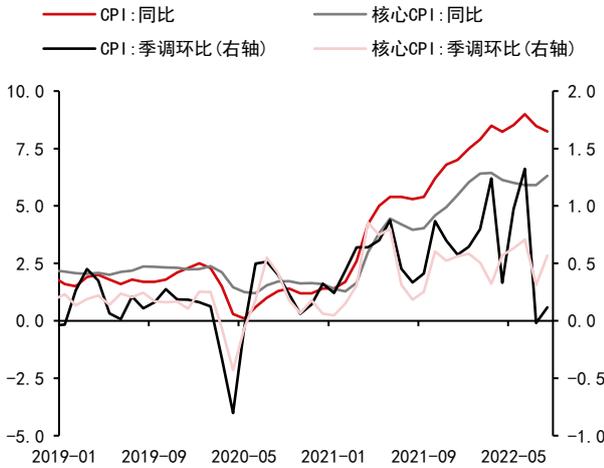
三季度美国 CPI 同比已经触顶回落，但是核心通胀压力仍然较大，美联储 7 月与 9 月会议上继续大幅加息 75BP。美联储大幅加息使得市场对美国经济衰退的担忧加大，市场一度憧憬明年下半年美联储重启降息。不过，由于美联储强调要坚持紧缩政策直到实现抗通胀目标，而且美国 8 月份核心通胀超预期，9 月 13 号以来美联储加息预期进一步抬升。

展望四季度，我们预计美国核心通胀压力仍然较大，美联储在 11 月与 12 月会议上大概率分别加息 75、50BP，年底加息至 4.25%-4.5%的水平。四季度美国通胀与利率水平均较高，经济增长进一步放缓，GDP 同比大概率由正转负。

（一）四季度美国劳动力供需仍然紧张，住房租金涨幅扩大，核心通胀压力仍大

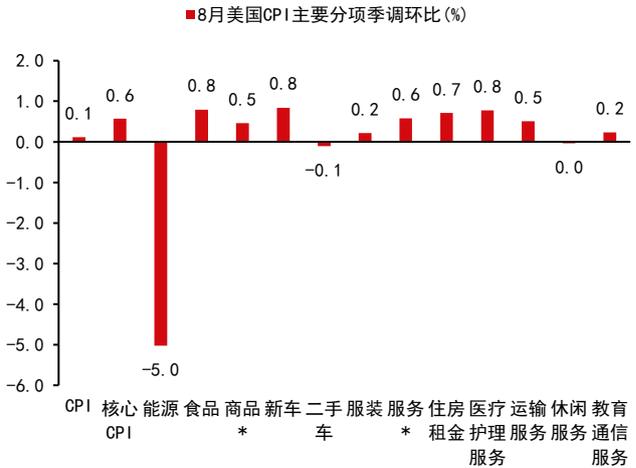
三季度美国 CPI 同比拐点已经出现，但核心通胀压力仍大。美国 8 月 CPI 同比上涨 8.2%，连续 2 个月回落，CPI 同比拐点已经出现。但是，美国核心通胀压力仍大。8 月核心 CPI 环比上涨 0.6%，显著高于预期值 0.3%；同比上涨 6.3%，较 7 月提高 0.4 个百分点。美国核心通胀压力较大的主要原因是美国劳动力市场紧张状况没有缓解，住房租金加快上涨。

图表30: 美国 CPI 同比及核心 CPI 同比



资料来源: Wind 中信期货研究所

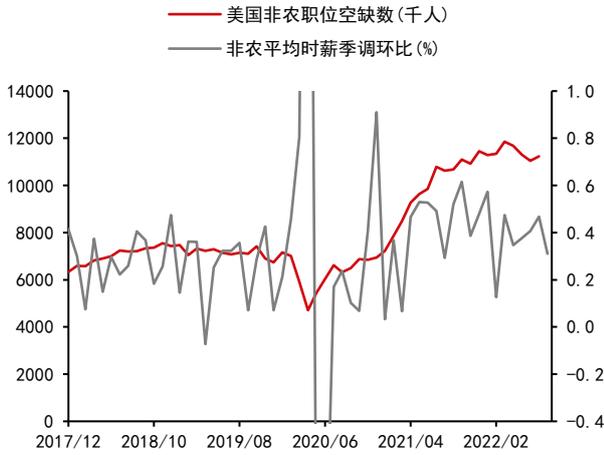
图表31: 8 月份美国 CPI 主要分项季调环比



资料来源: Wind 中信期货研究所

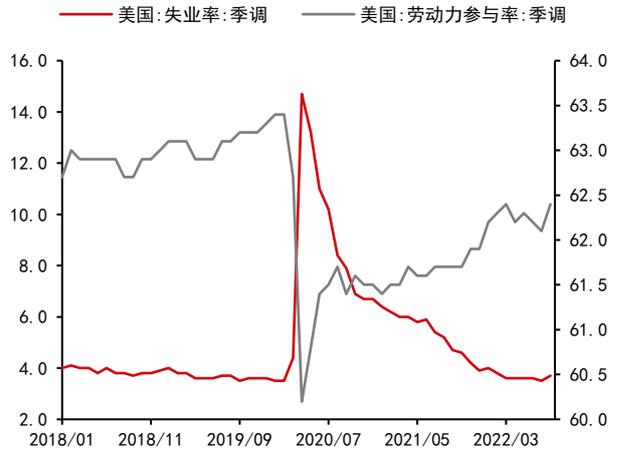
四季度美国劳动力供应难以显著增加，而劳动力需求仍将保持增长，预计劳动力市场维持紧张局面，这会给美国带来持续的通胀压力。截至 7 月份美国非农职位空缺数仍高达 1124 万，仍比疫情前高 60%左右，也没有表现出缓解趋势。从劳动力供应来看，下半年劳动力供应难以显著增加。8 月份美国失业率已经降至 3.7%的历史低位，失业人口作为潜在的劳动力供应已经降至历史低位，难以提供更多的劳动力。今年以来，在劳动力供需极其紧张的背景下，美国劳动参与率并未趋势性提高，仍比疫情前低 1.0 个百分点。这是因为长期新冠使得大量劳动力退出劳动力市场。截至今年 8 月份，美国非劳动力人口比疫情前多了 439 万，并没有因为疫苗的广泛接种而趋势性减少。虽然多数长期新冠患者会在 3 个月到 2 年时间内康复，但是接种疫苗以及曾经感染过新冠的人再次感染新冠仍可能出现长期新冠症状，因此新冠的持续流行会使得长期新冠患者不断出现，从而使得长期新冠患者存量维持在一定水平。美国去年就已经实现群体免疫，但今年以来美国非劳动力人口数量并未趋势性减少，反映长期新冠患者数量并未因为群体免疫而减少。从目前的趋势来看，未来美国长期新冠患者数量以及非劳动力数量也未必会减少。这意味着美国劳动力供应因为新冠的流行会受到持续的抑制。再考虑到美国失业率已经降至历史低位、总人口以及劳动年龄人口数量增长相对缓慢，预计四季度美国劳动力供应难以显著增加。从劳动力需求来看，四季度美国服务业将继续修复，服务业就业需求继续增长。今年 7 月份美国名义个人服务消费相对于疫情前(2020 年 2 月)增长 9.7%，显著低于个人总收入 14.7%的增幅，美国服务消费仍有修复性增长空间。美国非农就业以服务业就业为主，占比高达 80%以上。服务消费的修复会使得服务业就业需求保持增长。综合劳动力供需情况来看，四季度美国劳动力供需紧张的局面不会缓解，这会给美国带来持续的工资上涨压力，进而给美国通胀带来持续的上升压力。

图表32: 美国非农职位空缺数及平均时薪环比涨幅



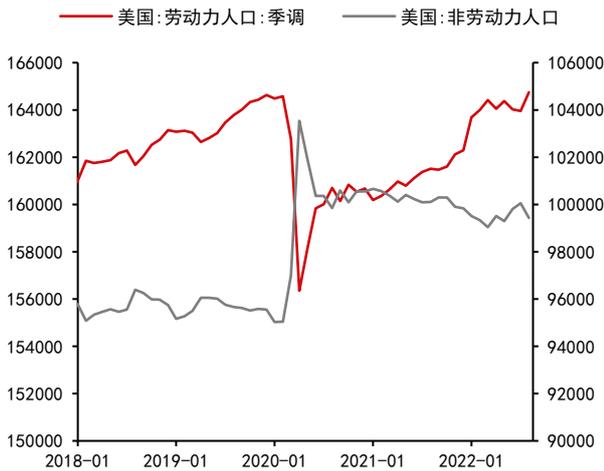
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表33: 美国失业率和劳动参与率 (%)



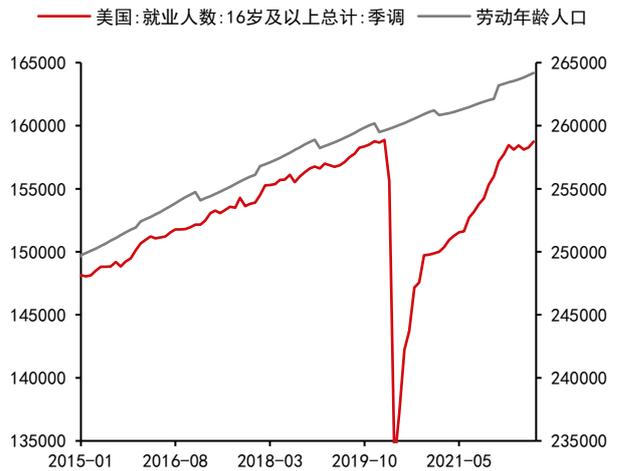
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表34: 美国劳动力与非劳动力人口数量 (千人)



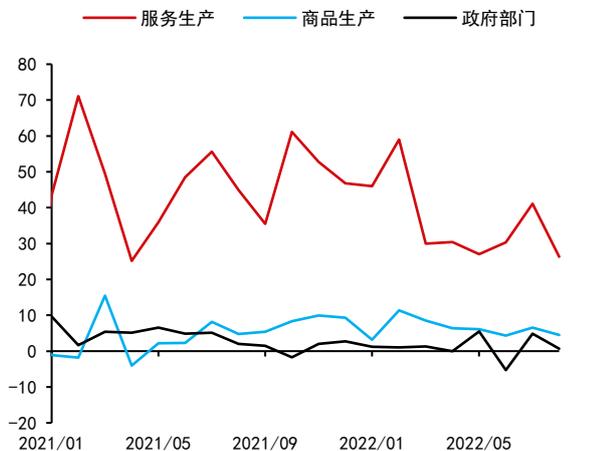
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表35: 美国就业人数与劳动年龄人口数量 (千人)



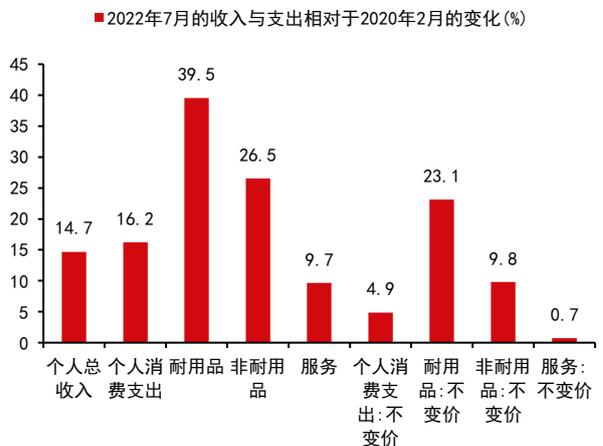
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表36: 美国不同部门的新增非农就业人数 (千人)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表37: 美国居民收入与支出相对于疫情前的变化

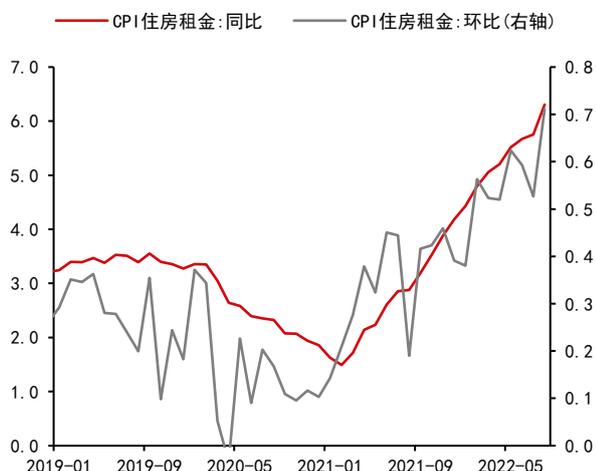


资料来源: Wind 中信期货研究所

美国住房租金占 CPI 的权重高达 1/3 左右。预计四季度美国住房租金同比涨幅进一步扩大，这会加大四季度的通胀上升压力。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。8 月份美国住房租金同比涨幅进一步扩大 0.5 个百分点至 6.3%；住房租金环比上涨 0.7%，涨幅也再创新高。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 10%，涨幅仍显著低于个人总收入 14.7% 的增幅，存在补涨空间。短期来看，目前租房市场供需仍偏紧，美国出租房屋空置率以及全部存量房屋空置率均处于低位水平，这可能使得租金价格继续快速上涨。我们预计四季度美国住房租金同比涨幅会进一步扩大。

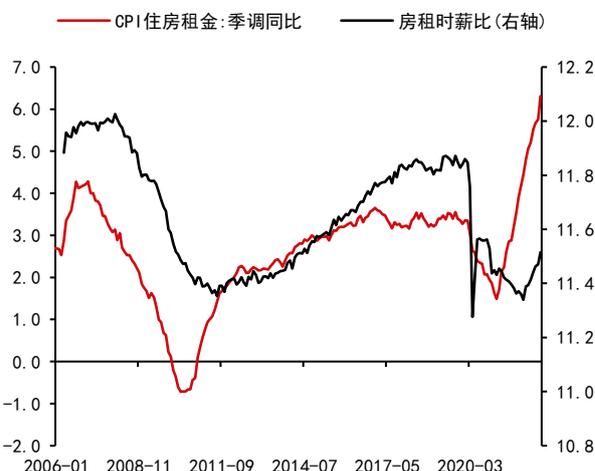
考虑到四季度美国劳动力供需仍然紧张，住房租金同比涨幅进一步扩大，预计美国核心通胀压力仍大，不排除核心 CPI 同比进一步上升。

图表38：美国 CPI 住房租金同比及环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表39：美国 CPI 住房租金同比与平均时薪同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表40：美国出租房空置率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表41：美国房屋空置单元数量及其占全部房屋的比例



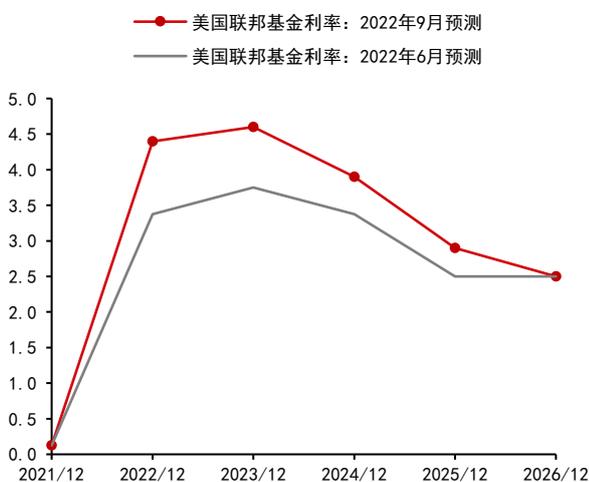
资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 四季度美联储继续加息 125BP 至 4.4%的水平，不排除加息预期进一步抬升

预计四季度美联储继续加息 125BP 至 4.4%的水平。根据美联储 9 月议息会议，美联储预期四季度加息至 4.4%的水平。这意味着美联储在 11 月与 12 月会议上大概率分别加息 75、50BP，年底加息至 4.25%-4.5%的水平。美联储预计 2023、2024 年四季度联邦基金利率分别为 4.6%、3.9%，这意味着明年 2 月会议上美联储大概率再加息 25BP，而降息要等到 2024 年下半年。

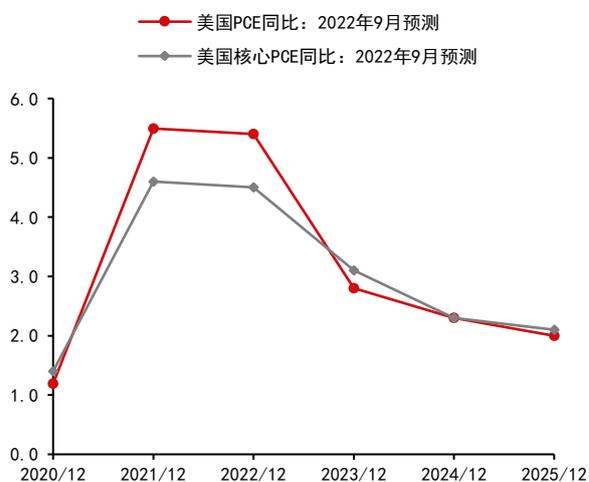
考虑到美国核心通胀压力难以缓解，不排除加息预期进一步抬升。尽管美国三季度 CPI 同比已经开始回落，但相对于 6 月 15 号美联储对今年与明年四季度基准利率的预测，美联储 9 月 21 号对基准利率的预测抬高了 100BP。这有两个原因。一是美国核心通胀压力仍大，8 月核心通胀超预期。二是美联储主席鲍威尔在 8 月 26 号全球央行年会上强调要坚持紧缩政策直到实现抗通胀目标，不宜过早地放松政策。美联储愈来愈担心高通胀的持续会使得美国长期通胀预期抬升。一旦长期通胀预期显著抬升，控制高通胀的经济成本将显著增加。因此，美联储希望尽快将通胀拉回到 2%的长期均衡水平。根据我们前面的分析，四季度美国核心通胀压力仍大，不排除核心 CPI 同比进一步上升。因此，未来美联储加息预期仍有进一步抬升的可能。

图表42：美联储对联邦基金利率的预测



资料来源：美联储 中信期货研究所

图表43：美联储对 PCE 与核心 PCE 同比的预测



资料来源：美联储 中信期货研究所

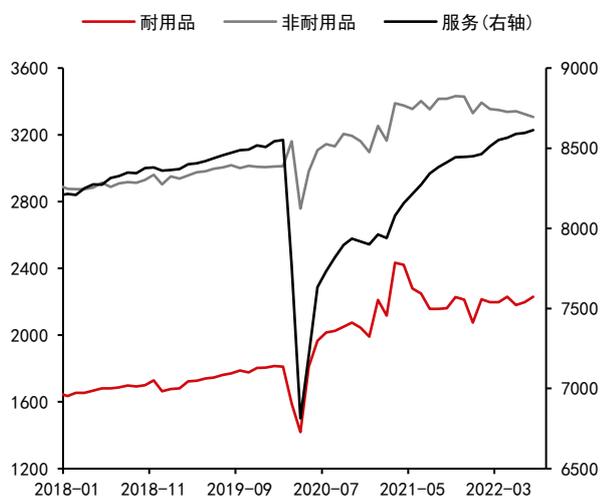
(三) 四季度美国 GDP 同比大概率由正转负，高通胀和加息进一步抑制美国经济

随着高通胀的持续和利率水平的大幅提高，预计高通胀和加息将进一步抑制美国经济。尽管美国 CPI 同比已经开始回落，但预计四季度仍高达 7%以上，这仍高于美国 5%左右的个人总收入增速。也就是说，美国居民的实际收入同比是减少的，这会继续抑制居民消费。今年年初以来美国非耐用品实际消费支出已经趋于减少，高通胀对非耐用品消费的抑制已经体现出来。年初以来美国耐用品实际消

费支出也并未进一步增长。随着美国利率提高到较高水平，预计四季度耐用品消费大概率会减少。截至9月份，美国密歇根大学消费者信心指数仍处于60以下的历史低位水平。从历史经验来看，这也意味着美国消费趋于走弱。截至9月22号，美国30年期抵押贷款固定利率已经高达6.3%，较此前的低位水平累计上升370BP，为2008年金融危机以来的最高水平。由于房贷利率的大幅回升，美国新屋销售与成屋销售持续大幅回落，已经低于疫情前水平。综合以上分析，我们预计四季度高通胀和加息将进一步抑制美国经济。

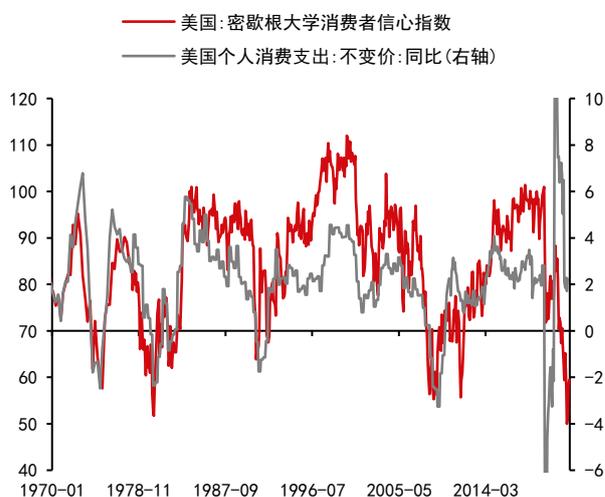
我们预计四季度美国GDP同比大概率由正转负。今年一、二季度美国GDP环比均略有回落。虽然今年一季度GDP相对于去年四季度回落的重要原因是补库因素导致去年四季度GDP异常高，但今年二季度GDP相对于一季度GDP继续回落印证美国经济增长动能趋于放缓。我们预计三季度与四季度美国GDP环比会进一步回落。一方面，随着利率水平的大幅抬高和高通胀的持续，高通胀和加息对美国经济尤其是商品消费的抑制程度会进一步加大。另一方面，全球经济增长的放缓也不利于美国跨国公司的经营和美国的出口。由于美国GDP将逐季回落，今年四季度美国GDP将低于去年四季度，这意味着今年四季度美国GDP同比将由正转负。美联储在9月21号会议上大幅下调今年四季度GDP同比增速预测至0.2%（6月预测为1.7%）。我们认为美联储对经济的预期仍偏乐观。

图表44：美国个人消费支出不变价折年数（十亿美元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表45：美国消费支出同比增速与消费者信心指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表46: 美国抵押贷款利率



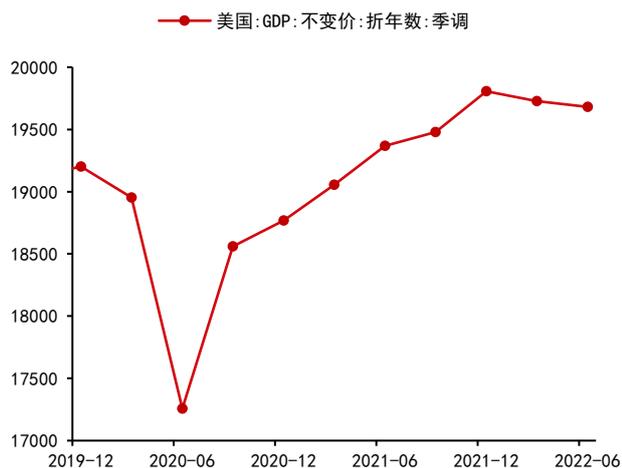
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表47: 美国新屋销售与成屋销售



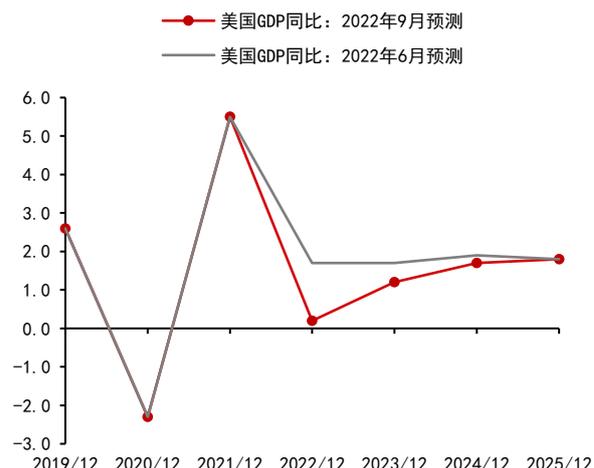
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表48: 美国 GDP 不变价 (十亿美元)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表49: 美联储对 GDP 增速的预测



资料来源: 美联储 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>