

宏观周观点

2022年9月27日

美国加息终值上调，多国货币承压

宏观周观点 20220927

核心内容：

- **美联储上调加息终值，衰退可能加大：**9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩（QT）计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月。经济预测（SEP）中，美国的GDP增速被再次下修，2022年仅0.2%，2023年1.2%。而失业率也有上调，2022年将达到3.8%，未来两年保持4.4%。8月核心CPI意外上行推动了新终点至4.50%-4.75%（4.6%）；同时，2022年末的利率预期中位数上升了100bps至4.25%-4.50%（4.4%）。如此，美联储年内保持高压加息，在2023年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立。
- **日本干预外汇市场，恐难改日元颓势：**美联储9月FOMC会后美元兑日元一度跌至145.76，为1998年7月以来首次。随后，日原则突然升值，汇率高回升至140.89，而日本财务省晚些时间承认在市场中卖出美元（日经测算数据额约250亿美元/3.6万亿日元），对汇率进行了干预，而上一次干预还是在1998年6月。目前来看，YCC使得数量不明的利差交易更易卖空日元套利，仅靠外汇市场干涉是无法稳定日元币值的，即使日元在干预下有所升值，也大概率会在强美元之下远高于近年来110-120的区间。日央行的货币政策受到严重挑战。
- **英国计划大规模减税，英镑重挫：**英央行于9月22日宣布加息50bps至2.25%并于10月开始量化紧缩（QT），但其目前在遏制通胀的战役中“腹背受敌”，因为新首相特拉斯的“涓滴经济学”会进行50年来的最大幅度减税、扩大国防支出。在新财长科沃滕公布了由债务扩张支撑的450亿英镑的减税计划后，市场反应激烈：10年金边债券上行27bps至3.77%，英镑同样遭到抛售，兑美元跌破1.09，为1985年以来最低。
- **市场利率下行，人民币继续贬值：**公开市场投放1000亿，回笼80亿，净投放920亿；国内流动性整体环境宽松，市场利率整体下行，继续低于同期政策利率：DR007本周五依然低于7天逆回购利率44.46bps。人民币汇率短期面临较大贬值压力，国内降息受到限制，降准概率更大。
- **猪菜价格上行：**全国瘦肉型生猪出栏均价9月25日价格24.04元/公斤，比上周上行2.34个百分点。本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比上涨0.72%。
- **大宗商品下跌，库存下行：**9月23日布伦特原油86.15美元/桶，WTI原油78.74美元/桶，分别较上周下行5.69%和7.48%。国内煤炭价格回升，钢厂开工率上行，钢铁价格回升。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	9月27日(周二)	中国8月规模以上工业企业利润率-YTD(%)
	9月30日(周五)	中国9月官方制造业PMI, 中国9月财新制造业PMI
	9月26日(周一)	---
欧洲	9月27日(周二)	---
	9月28日(周三)	德国10月Gfk消费者信心指数, 瑞士9月瑞信/CFA经济预期指数
	9月29日(周四)	欧元区9月经济景气指数, 欧元区9月消费者信心指数终值, 德国9月CPI年率初值(%)
	9月30日(周五)	欧元区9月调和CPI年率-未季调初值(%), 欧元区8月失业率(%), 欧元区9月核心调和CPI年率-未季调初值(%), 德国8月实际零售销售月率(%), 德国9月季调后失业率(%), 英国第二季度生产法GDP年率终值(%), 瑞士8月官方储备资产(亿瑞郎)
	9月26日(周一)	---
美国	9月27日(周二)	美国8月营建许可修正数据, 美国8月耐用品订单月率初值(%), 美国9月谘商会消费者信心指数, 美国8月季调后新屋销售年化总数(万户)
	9月28日(周三)	美国8月批发库存月率初值(%), 美国8月季调后成屋签约销售指数月率(%), 美国当周API和EIA原油、汽油变动
	9月29日(周四)	美国第二季度实际GDP年化季率终值(%), 美国第二季度GDP隐性平减指数季率-季调后终值(%), 美国截至9月24日当周初请和续请失业金人数(万), 美国第二季度核心PCE物价指数年化季率终值(%)
	9月30日(周五)	美国8月PCE和核心PCE物价指数年率(%), 美国8月个人支出月率(%), 美国9月芝加哥PMI, 美国9月密歇根大学消费者信心指数终值
	9月26日(周一)	---
其他	9月30日(周五)	日本8月失业率(%)

目录

一、新的利率终点浮现, 美国衰退可能很大	3
二、日本干预外汇市场, 但恐难改日元颓势	4
三、英国特拉斯政府开启减税计划, 英镑重挫	6
四、市场利率略有下行, 人民币继续贬值	7
五、猪菜价格上行	9
六、大宗商品下跌, 社会库存下行	11
(一) 原油大跌, 煤炭上涨	11
(二) 钢铁价格回升, 社会库存下行	12

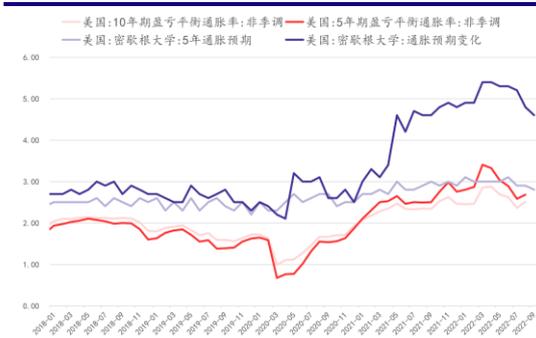
一、新的利率终点浮现，美国衰退可能很大

9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩(QT)计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月。

鲍威尔在发布会中表示家庭、商业和市场调查预测都显示长期通胀预期锚定较好，近期出现了下行趋势，虽然这并不足以让美联储沾沾自喜；当下通胀高位时间越长，高通胀预期就越容易根深蒂固。同时，在被问及衰退概率时，鲍威尔终于承认在持续的紧缩下，“软着陆”可能显著下降，这体现了美联储认为衰退概率已经很大，但在通胀控制面前是可以接受的代价。

经济预测(SEP)中，美国的GDP增速被再次下修，2022年仅0.2%，2023年1.2%。而失业率也有上调，2022年将达到3.8%，未来两年保持4.4%。美联储对失业率预测虽然上调，还是偏乐观的，经济研究则偏向于5%以上的失业率才能导致通胀更快走弱，可以看出目前美联储对就业市场并不担忧。2022年PCE与核心PCE的预期分别为5.4%和4.5%，2023年为2.8%和3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至2023年，另一方面，2023年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。另外，衰退的更快来临可能使我国出口近期面临更大下行压力。

图 1：长期通胀预期较为稳定 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：SEP 对经济展望更悲观 (%)

	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4
6月预测	3.7	3.9	4.1		4
PCE通胀	5.4	2.8	2.3	2	2
6月预测	5.2	2.6	2.2		2
核心PCE通胀	4.5	3.1	2.3	2.1	
6月预测	4.3	2.7	2.3		
预测联邦基金利率路径：					
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6月预测	3.4	3.8	3.4		2.5

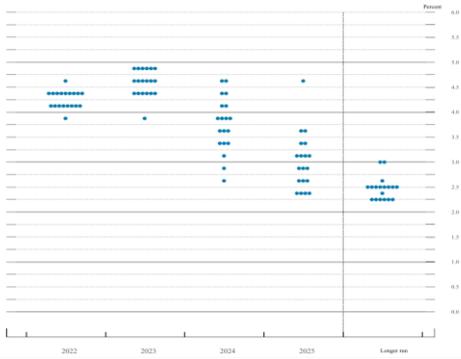
资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

FOMC会议声明和发布会稿件的信息实际上在8月鲍威尔 Jackson Hole 会议后显得有些老生常谈，旨在体现美联储坚定控通胀的导向，更值得关注的还是经济预测(SEP)中给出的加息预期。

6月名义CPI超预期后，SEP将“利率终点”上调至3.75%-4.00%(3.8%)之间，而8月核心CPI意外上行推动了新终点至4.50%-4.75%(4.6%)；同时，2022年末的利率预期中位数上升了100bps至4.25%-4.50%(4.4%)。如此，美联储年内保持高压加息，在2023年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到4.5%左右。而按照年内达到4.4%目标，11月FOMC会议再加息75bps的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。降息则可能至少要等到2023年下半年才会出现，但美联储2024年末的利率中位数仍有3.9%，所以明年下半年及时降息，幅度也将较为有限。

图 3：点阵图出现上调 (%)

图 4：CME 加息预期 (%)



MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/11/2	0.0%	31.5%	68.5%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	29.1%	65.8%	5.1%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	65.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	48.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	46.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.2%	45.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.7%	43.1%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.3%	9.8%	29.0%	37.8%
2023/11/1	0.0%	0.5%	4.1%	16.0%	31.8%	31.8%
2023/12/13	0.3%	2.3%	10.2%	24.2%	31.8%	22.6%

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

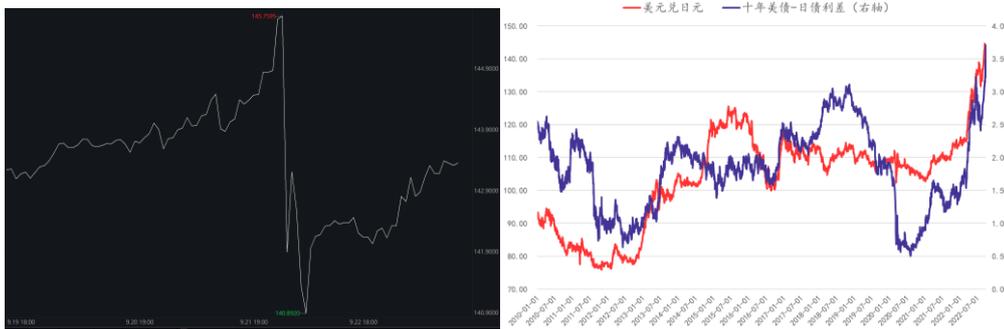
美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度财报盈利预测出现了较大幅度的下调；随着紧缩继续，盈利的萎缩和部分企业的破产会继续发酵，压制美股表现。美债则更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间。而美元将继续保持强势，至少可以持续到明年欧洲安全过冬后的明年春天，那时加息也将达到“利率终点”。

二、日本干预外汇市场，但恐难改日元颓势

9月22日，也即美联储加息次日，日央行公布了货币政策会议最新决定，依然坚持收益率曲线控制（YCC）和超宽松政策，继续以0.25%的收益率无限量购买10年期国债。虽然日央行认为通胀压力和预期可能抬升工资增速，日本经济也处于继续回复中，但是在其他全球主要央行加息周期中逆势而行，强制压低利率的代价是美日利差扩大导致的汇率急跌和资本外流。截至9月23日，10年期美债和日债利差已经扩大至340bps以上，日债由于YCC收益率仅有0.2870%，这也不可避免地冲击了外汇市场。美联储9月FOMC会后美元兑日元一度跌至145.76，为1998年7月以来首次。随后，日原则突然升值，汇率高回升至140.89，而日本财务省晚些时间承认在市场中卖出美元（日经测算数据额约250亿美元/3.6万亿日元），对汇率进行了干预，而上一次干预还是在1998年6月，首相岸田文雄也表示在外汇市场剧烈波动下会采取必要的行动。尽管短暂遏制了贬值趋势，但是美元兑日元很快回升至143.33，目前仍有约70亿美元的日元净卖空头寸，投资者并不认为干预可以挽救日元近期的颓势。

图 5：美元兑日元在日本干预外汇市场后下跌

图 6：美日利差处于相当高位（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

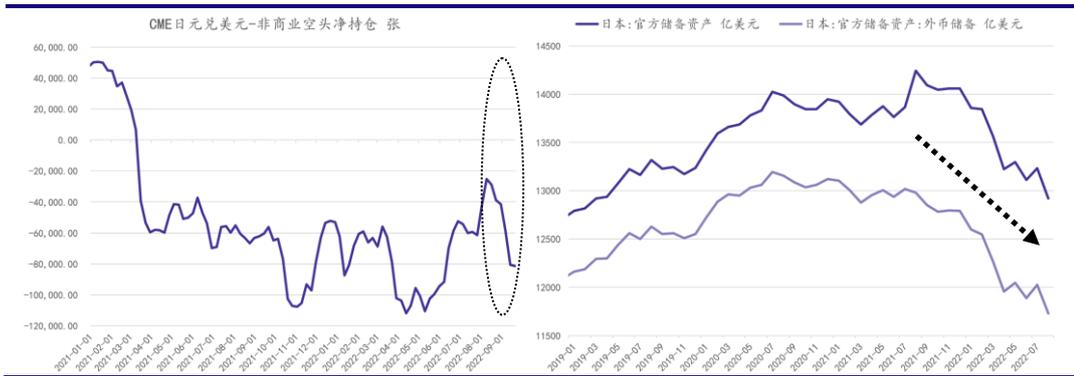
只要日央行不改变 YCC 和负利率, 美日利差就还有扩大的空间, 这就会导致资本净流出, 利率市场和外汇市场的联动在资本流动高度自由的市场不可避免; 按美联储目前给出的加息路径, 美元在美国经济不出现严重问题的情况下至少在 2022 年二季度前保持相当强势。这意味着即使日本干预外汇市场, 在 YCC 和强美元组合下, 美元兑日元即使回落, 也会维持在相当高的水平, 对依赖制造业并需要大量进口的日本经济来形成巨大压力。8 月日本贸易逆差进一步恶化, 达到 2.37 万亿日元, 虽然季调出口同比增速仍有 19.35%, 但进口增速高达 47.40%, 同样不利于日元。《开放经济学评论》中的文章反映了对日元更传统的立场: 日元走强会给政策制定者和制造商带来困扰, 其汇率变动对多达七个工业部门产生重大影响。受益于日元疲软的行业希望其位置在 110 日元 (0.90 美元) 至 115 日元 (0.94 美元) 之间, 而那些因日元疲软而处于不利地位的行业则希望其位置在 105 日元至 110 日元之间。根据 Mizuho 的研究, 日元贬值带给日本企业和劳工的负面效应已经远远大于正面效应。70% 的行业和 60% 的劳工受损于日元贬值。

当前日本外汇储备在外流后仍处于 1.17 万亿美元的较高水平, 约为东京交易所日均交易量的 2.4 倍, 高于 1998 年干预时的 1.4 倍, 看似相对安全; 但需要注意的是 1998 年 6 月日本仅耗资 25 亿美元的成功干预是有美国的配合的¹, 而且最终日元升值还受到了利差交易反向回流日本的影响: 1998 年 6 月, 美国加入日本在市场中购买日元 (且此时美国没有连续加息), 短暂稳定了汇率, 但还是难挡日元的继续下行, 8 月份时日元已经再次贬值至 148 附近。而最终日元在 1998 年 10 月份的升值其实是由于利差交易在亚洲金融危机后反向、大量海外资金回流日本所导致, 并不是外汇干预的成果。目前来看, 日本即难以得到美国配合, YCC 又使得数量不明的利差交易更易卖空日元套利, 仅靠外汇市场干涉是无法稳定日元币值的, 即使日元在干预下有所升值, 也大概率会在强美元之下远高于近年来 110-120 的区间。

日本央行正面临选择: 改变日元贬值趋势和预期的最好方法就是放弃 YCC, 使长端利率再次由市场定价, 但这可能意味着巨大的债务压力和超宽松政策在现实中的尽头。而如果继续坚持 YCC, 那么贬值的日元同样会给日本贸易和经济带来巨大痛苦, 外汇储备也会受到挑战。面对看空日元、毫不退缩的国际投资者, 日央行做出货币政策范式转变的可能性显著上行了。

图 7: 投资者维持今年 6 月以来最大的空头头寸 (张) 图 8: 日本外储连续下行 (亿美元)

¹ History of Japan's intervention in currency markets | Reuters



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、英国特拉斯政府开启减税计划，英镑重挫

英央行于9月22日宣布加息50bps至2.25%并于10月开始量化紧缩(QT)，但其目前在遏制通胀的战役中“腹背受敌”，因为新首相特拉斯意在模仿撒切尔政府的“涓滴经济学”，进行50年来的最大幅度减税、扩大国防支出。在新财长科沃腾公布了由债务扩张支撑的450亿英镑的减税计划后，市场反应激烈：10年金边债券上行27bps至3.77%，英镑同样遭到抛售，兑美元跌破1.09，为1985年以来最低。

特拉斯政府目前的计划包括1500亿英镑的能源补助(约900亿用于控制家庭能源支出，400亿支持能源企业)，支持国防支出每年增加200亿英镑，以及450亿英镑的税收减免(1. 取消将公司税上调至25%，维持在19%不变；2. 取消国民保险税1.25%的增幅；3. 将所得税的基本税率从20%降至19%；4. 将年收入超过15万英镑职工征收的最高税率由45%降低至40%；5. 大幅削减印花税；6. 设立新的“投资区”，放松对创业者的监管；7. 采取措施减少土地使用规划限制；8. 发布游客退税方案；9. 取消酒类税收上调计划；10. 取消银行家奖金上限，并对银行利润征收8%的税)。

简而言之，英国政府在收入减少的同时需要大幅支出，这中间的差额则需发债弥补。英国债务管理办公室将2022-23财年计划发行国债上调624亿至1939亿英镑，这也意味着政府会在通胀居高不下时大幅举债，寄希望于英国经济增速达到2.5%目标，不然财政会面临严重压力。

图 9: 英镑对美元汇率在减税计划公布后迅速下跌

图 10: 英国劳动生产率1979年后显著落后于美法德



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Nicholas Crafts, 中国银河证券研究院整理

特拉斯政府的政策在经济学界广受恶评，已有多位经济学家公开抨击其计划不切实际。首先，涓滴经济学的减税在收入分配不平衡下的效果甚微，也无法改变英国更低的劳动生产率，撒切尔时代削弱工会和加大市场竞争对经济增长实际起到更大作用；其次，在控制通胀时期进行财政扩张的后果在上世纪 70 年代已有前车之鉴，时任财长巴伯 (Barber) 减税后，公众信心出现问题，英国通胀一度暴增至 24%；在强美元背景下，弱英镑会加大输入性通胀压力，且英国不断上升的举债成本也将成为新风险点。另外值得担忧的是，特拉斯政府的外交政策可能在北爱尔兰协定上和欧盟（以及美国）产生冲突，和中国关系也可能恶化。

英镑和日元在各自政府（央行）的政策下都面临极大挑战，两者成为发达经济体中对美元最敏感的货币。英央行未来加息预期已经提高至 75bps，但投资者对其控制通胀的信心已有严重下滑。在全球紧缩周期中实行货币宽松或财政刺激性政策对汇率的冲击依然十分明显，这对汇率已经破 7 的人民币也是一个警示，未来的潜在的降息已经受到严重限制。

四、市场利率略有下行，人民币继续贬值

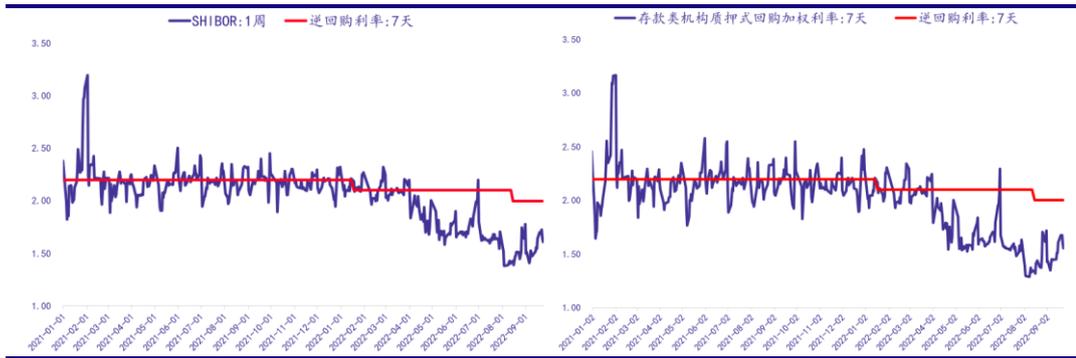
本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放 1000 亿，回笼 80 亿，净投放 920 亿；国内流动性整体环境宽松，市场利率整体下行，继续低于同期政策利率：DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 44.46bps。10 到 12 月 MLF 的到期量较大，累计 2 万亿，央行依然可能缩量续作到期 MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。季末央行重启 14 天逆回购，国庆后到期，主要为了在季末金融机构 MPA 考核时对冲流动性收紧的压力。9 月疫情再次反复，多个重要城市出现全域或局部静默，房地产困境仍然在继续发酵，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

9 月 23 日，SHIBOR 隔夜收于 1.4290%，比上周同期上行 1.9bps，7 天利率收于 1.6080%，比上周下行 5.43bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.5554%，比上周下行 3.50bps。9 月 23 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.8381%、2.2429% 和 2.4646%，分别比上周变化 +2.71bps、+7.55bps、+4.56bps，10 年期国债收益率收于 2.6634%，比上周下行 1.39bps。

债券收益率小幅下行，但货币市场流动性依然非常宽裕。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率仍然保持整体宽松，边际收紧，通胀并不成为问题，债券市场仍然保持多头。由于人民币汇率压力，近期降息可能性较低，在外汇储备流出的背景下，通过降准补充资金缺口的可能性更大。

图 11：SHIBOR 利率 (%)

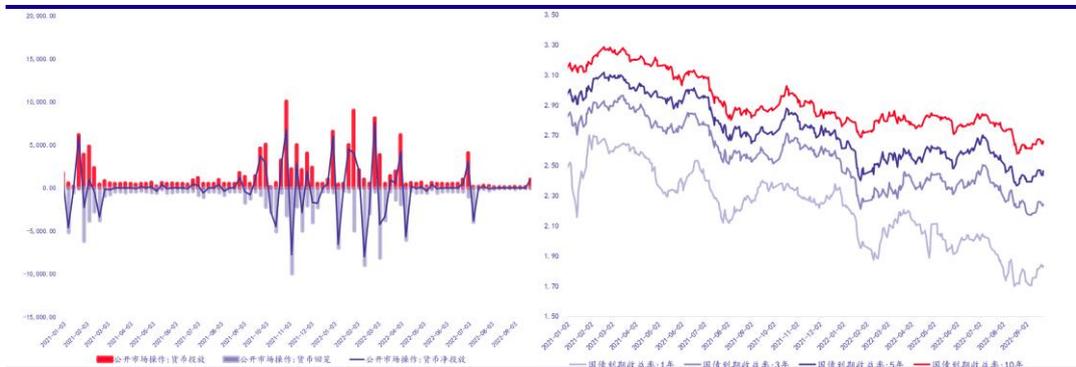
图 12：DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

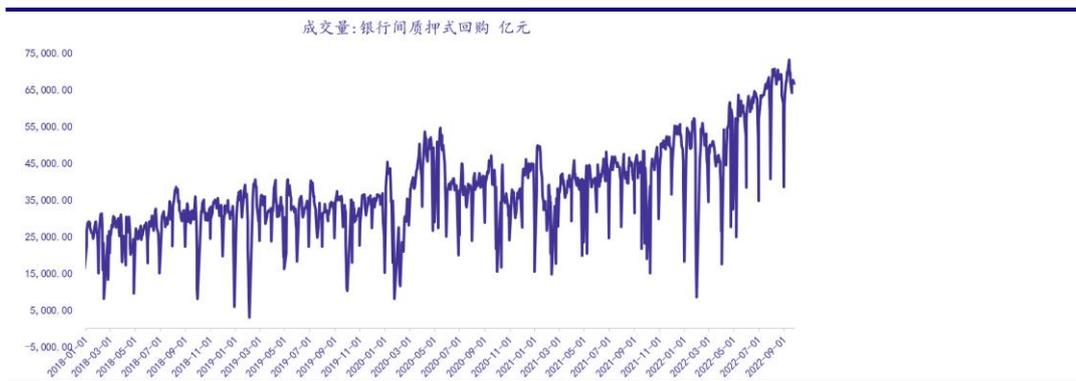
图 13: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 14: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

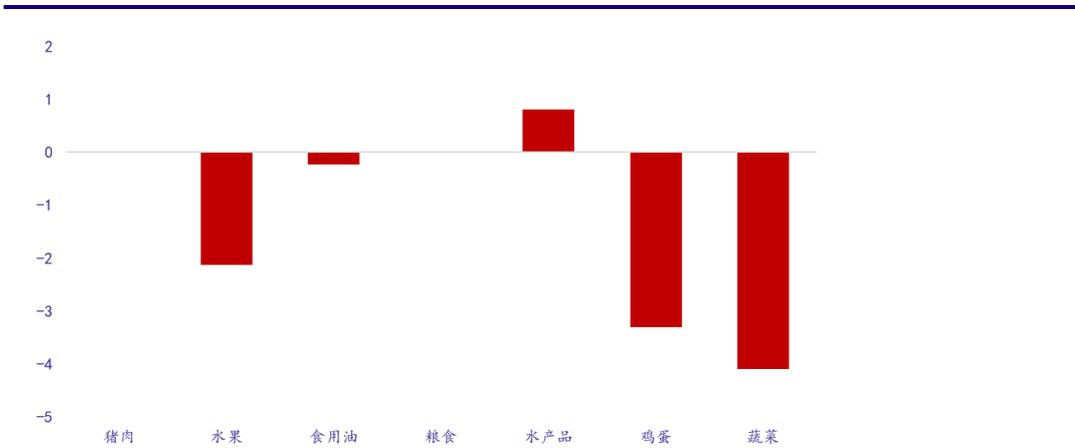
图 15: 银行间质押式回购成交量 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数在美联储 4.6% 的新加息终值公布后达到 114.11, 包括欧元、英镑、日元等主要货币都跟随贬值。虽然欧美金融差在欧央行 9 月 8 日大幅加息后有所收窄, 但欧元区更弱的基本面、货币政策碎片化和能源问题不利于欧元的上行。人民币短期继续面临贬值压力: 央行于 9 月 26 日将远期售汇业务风险准备金率从 0% 上调至 20%, 意在释放稳汇率信号, 通过增加远期换汇成本减轻汇率压力, 但此举信号意义比实际效果更强。欧元继续处于平价以下; 英镑由于特拉斯政府的大规模举债减税计划, 跌至 1.07 附近; 尽管日本财

图 20：商务部统计 9 月 12 日-18 日物价变动 (%)



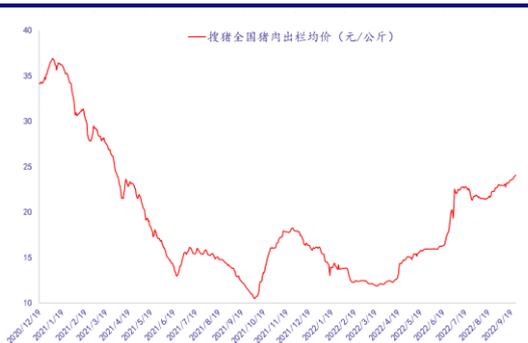
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 21：22 省市猪肉价格 (元/公斤)



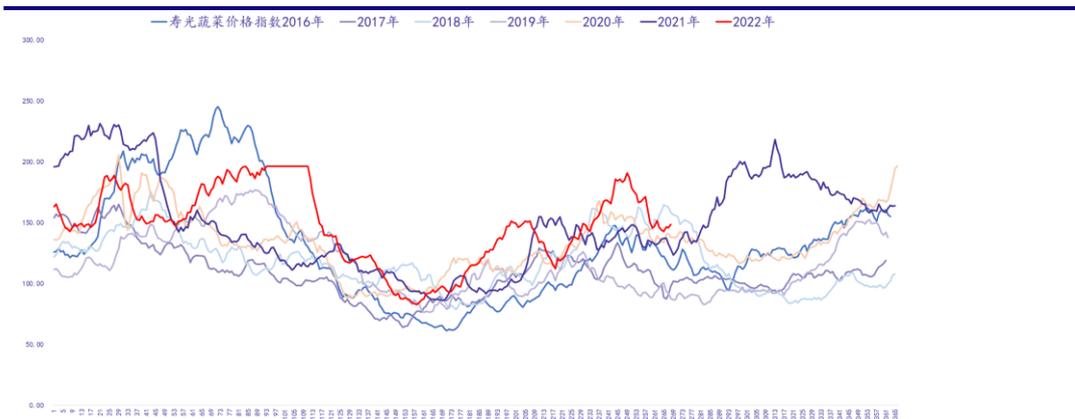
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 23：寿光蔬菜价格指数 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

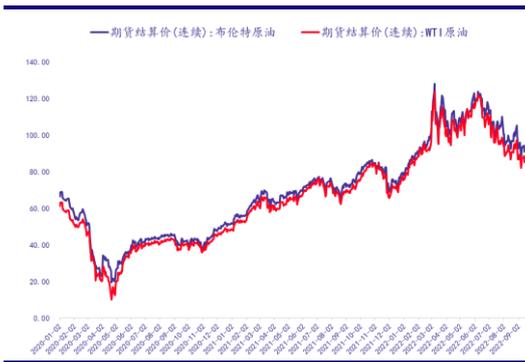
六、大宗商品下跌，社会库存下行

(一) 原油大跌，煤炭上涨

本周国际油价大幅下行。美联储强紧缩意味着全球经济继续放缓，美元施压油价，但OPEC+考虑减产、伊核谈判不顺利以及俄罗斯原油供给减少使得油价处于预期博弈，当下震荡整理，但冬季价格仍可能上行。9月23日布伦特原油86.15美元/桶，WTI原油78.74美元/桶，分别较上周下行5.69%和7.48%。山东地炼9月23日柴油价格下行0.15个百分点至8,639元/吨，汽油价格下行4.37个百分点至8,576元/吨。山东地炼开工率由上周的63.89小幅下降至63.80。

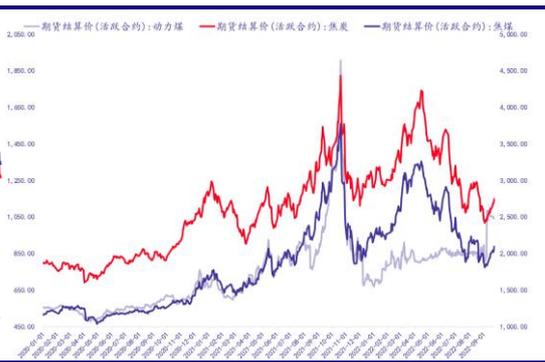
我国港口铁矿石库存上行，由上周的13,719万吨至13,184万吨，减少535万吨。铁矿石期货价格上涨，价格至元721.00元/吨，较上周上行0.77%。澳大利亚铁矿石至中国的周发货量下行7.1万吨至1391.4万吨。

图 24：原油价格（美元/桶）



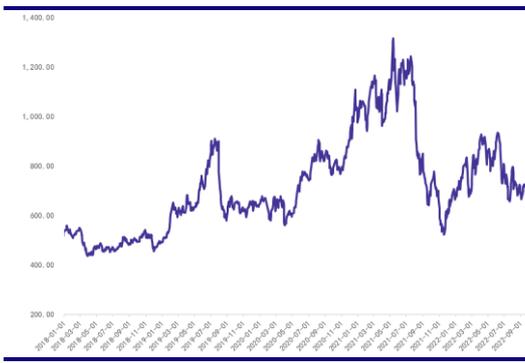
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 25：煤炭期货价格（吨/元）



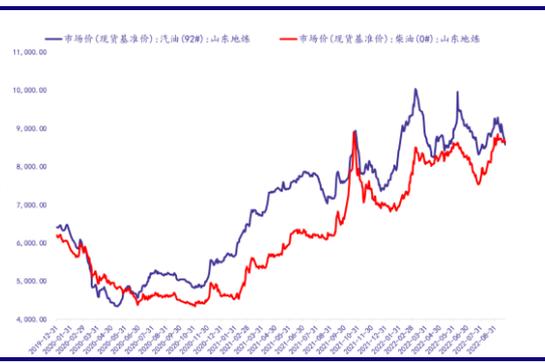
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：铁矿石价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

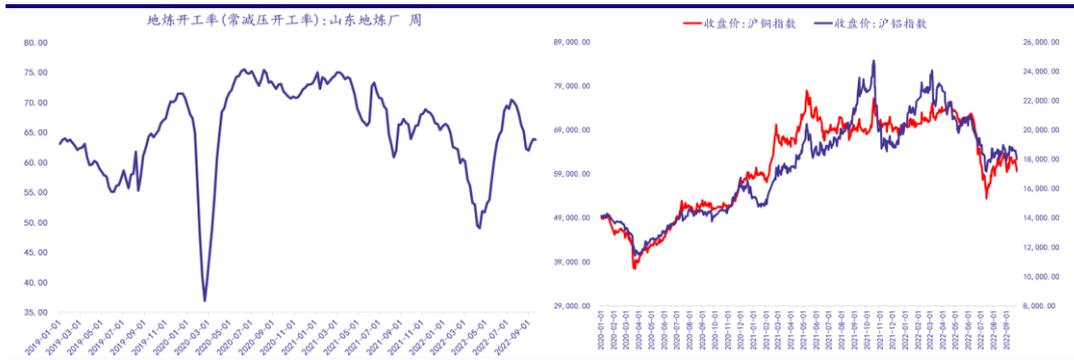
图 27：山东地炼价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28：山东地炼开工率（%）

图 29：沪铜、沪铝收盘价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 钢铁价格回升, 社会库存下行

高炉开工率: 全国高炉开工率 82.81%, 比上周上行 0.4%, 唐山高炉开工率 59.52%, 与上周持平。废钢本周价格 2,880 元/吨, 小幅下行。高炉开工率回升可能因基建落地、保交楼落实和去库存带动, 钢厂开工率上行, 工业生产 9 月开始步出淡季, 但中国经济恢复在疫情反复的干扰下处于观察期, 需求依然偏弱, 海外衰退预期大幅上行。

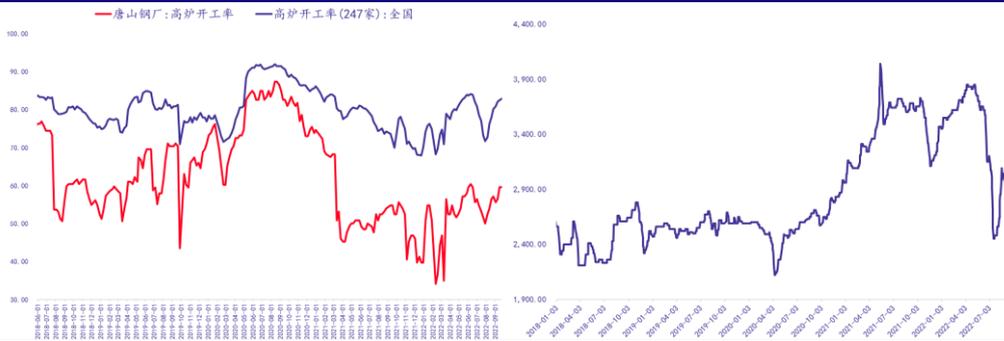
产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周上行。螺纹钢价格 3,766 元/吨, 上行 2.17 个百分点, 热卷价格为 3,819 元/吨, 上行 1.62 个百分点。煤炭价格恢复, 焦煤上行 5.13% 至 2,101 元/吨, 焦炭上行 5.37% 至 2,749 元/吨。动力煤价格回落 1.10% 至 1043 元/吨。动力煤价格在 9 月初因欧洲能源危机预期暴涨后下行, 给也并不存在缺口, 海外订单走弱且内需不足, 未来工业用电需求可能不及去年同期。房地产销售套数本周出现上行, 但价格仍在筑底, 未来可能还将迎来季节性销售低点, 对钢铁和煤炭需求预期不振。

库存: 钢铁社会库存下行, 螺纹钢社会库存下行 10.37 万吨至 485.90 万吨, 热卷下行 1.39 万吨至 240.24 万吨。钢厂螺纹钢库存上行 0.32 万吨至 225.67 万吨, 钢厂线材库存上行 1.34 万吨至 80.49 万吨。社会钢材库存下行, 钢厂开工提升, 钢价回落。低库存下生产有所恢复, 但是仍然受到房地产业低迷和海外周期下行的制约, 中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢, 黑色系主要靠基建托底。热卷库存下行, 但制造业回暖速度仍受到需求限制, 需求恢复的速度还有待确定。汽车销售同比增速回升, 销量高于往年; 轮胎开工率同样小幅上升, 销售回升缓解了关于汽车消费更快下滑的担忧, 对新能源车的优惠政策延续, 但汽车景气度持续时间有待观察。

交通运输方面, 多城市疫情得到有效控制, 地铁客运量和拥堵指数上升, 开始接近历年正常水平。上海集装箱指数继续下行, BDI 指数上升, 我国出口在海外衰退预期上行后可能承压。

图 30: 高炉开工率 (%)

图 31: 废钢价格 (元/吨)

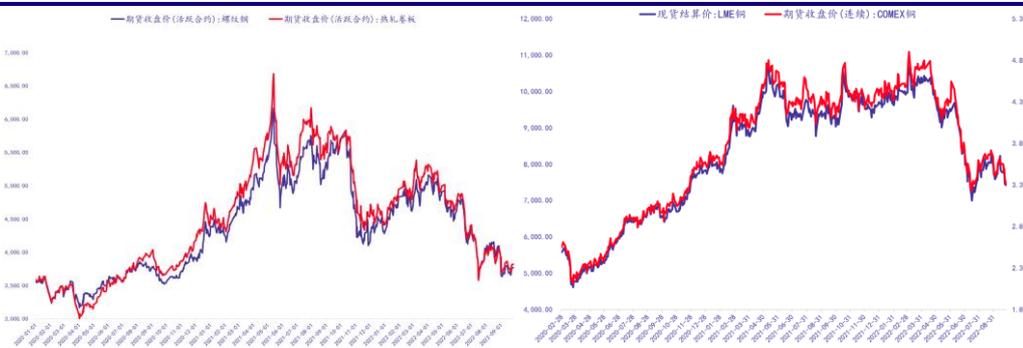


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 33: 铜价格 (元/吨)

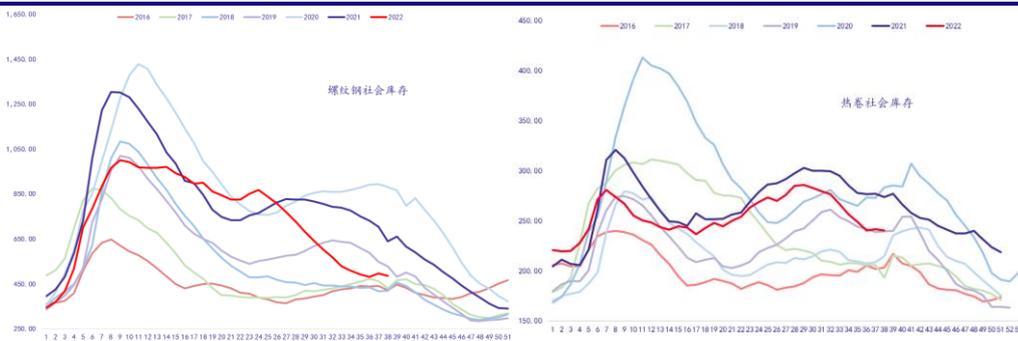


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 35: 热卷社会库存 (万吨)

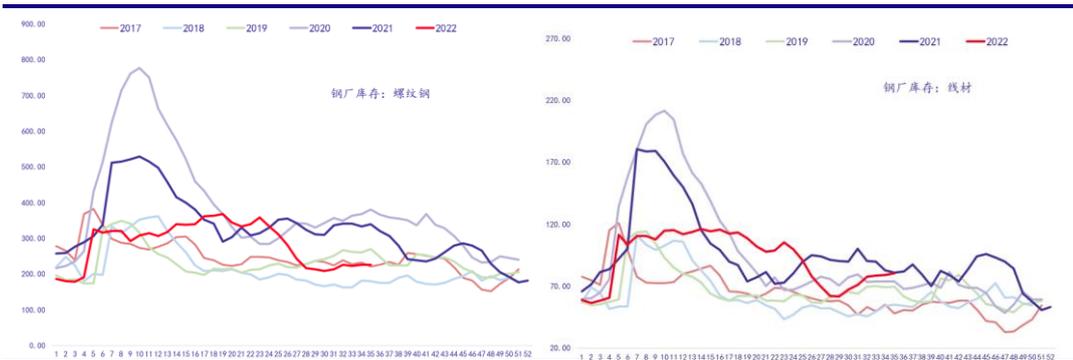


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 37: 钢厂线材库存 (万吨)

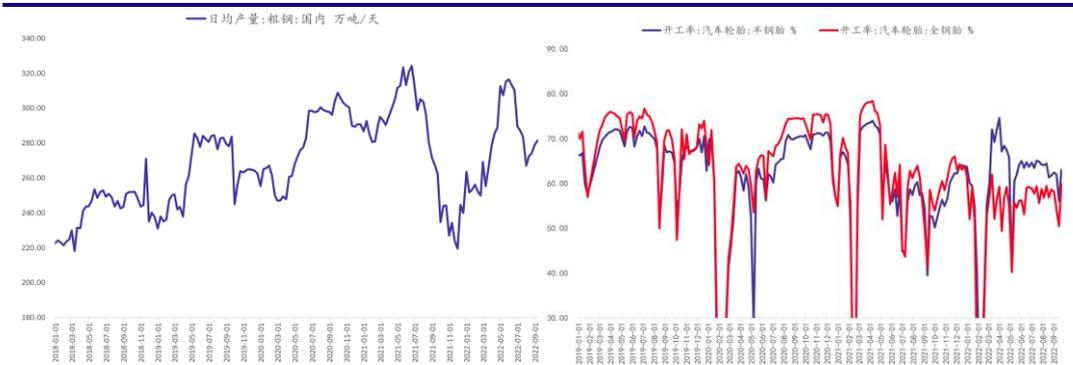


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 粗钢产量(万吨/天)

图 39: 汽车轮胎开工率(%)

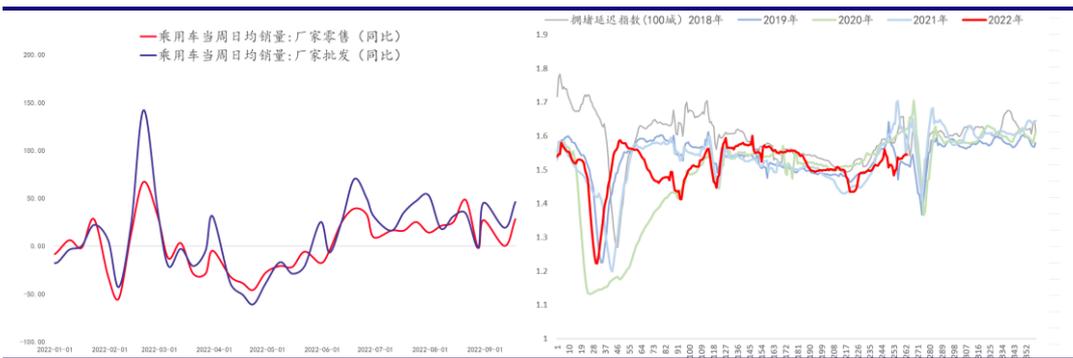


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 乘用车日均销量同比(%)

图 41: 交通拥堵延迟指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

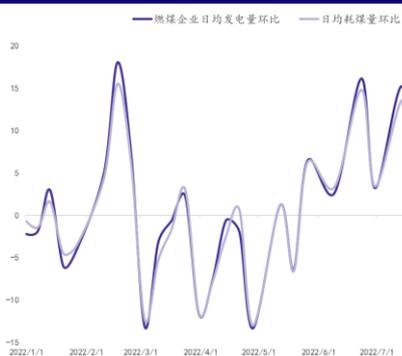
图 42: 全国重要城市地铁客运量(万人次/日)

全国重要城市地铁客流量（万人次/日）-7天移动平均



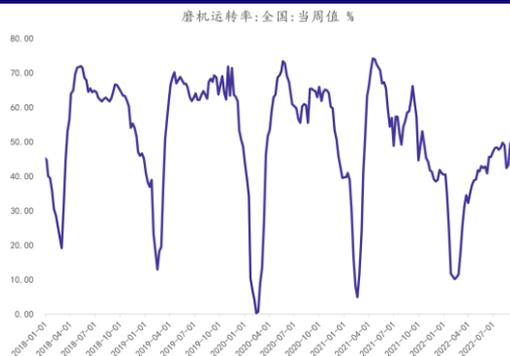
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 中电联煤企日均发电量环比 (%)



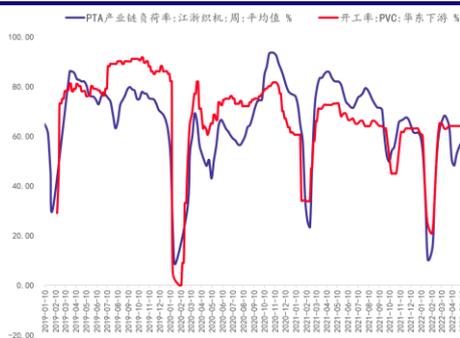
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 全国水泥磨机运转率 (%)



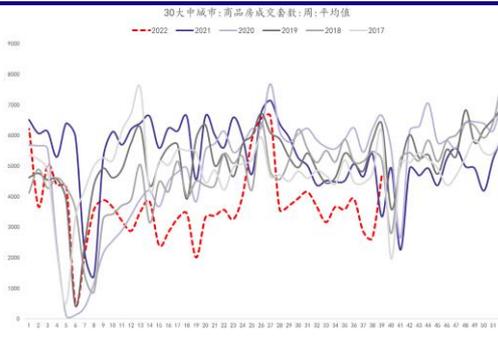
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: PTA 和 PVC 开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

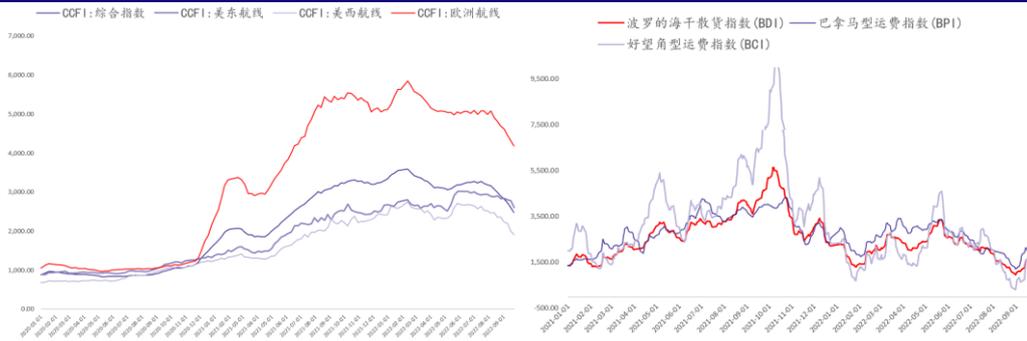
图 46: 30 大中城市商品房成交 (套/日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 47: 上海集装箱出口指数

图 48: BDI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn