

3分钟看清国庆全球要闻

国庆假期期间，外盘宽幅震荡。前半周，在英央行宣布启动临时购债等影响下，市场开始对英央行“转向”等进行定价，外盘纷纷反弹；下半周，美国部分数据超预期、美联储官员坚持鹰派论、OPEC+超预期减产等，带动外盘出现调整。

■ 大类资产：国庆假期期间，10Y美债利率、美元指数上行，主要股指略涨

全球股市：主要股指先涨后跌。全周来看，道琼斯工业指数、标普500和纳斯达克指数分别上涨1.99%、1.51%和0.73%。亚欧股指方面，日经225、恒生指数、英国富时100和德国DAX分别上涨4.55%、3.00%、1.41%和1.31%。

全球债市：主要国债利率先下后上。全周来看，10年期美债收益率一度下行26.5bp至3.57%，随后重新上行，截至10月7日，录得3.88%；10年期英、德、日债收益率分别变动7.4bp、7.4bp和-2.5bp至4.24%、2.19%、0.25%。

外汇市场：美元指数先跌后涨。全周来看，美元指数一度在10月4日下至110.18，随后再度上行，全周累计上涨0.54%至112.76。其他货币，欧元、英镑、日元兑美元分别下跌0.68%、0.69%和0.34%，至0.97、1.11和145.24。

大宗商品：原油一路上涨，黄金先涨后跌。全周来看，WTI、Brent原油分别上涨至88.5美元/桶和94.4美元/桶。黄金方面，COMEX黄金一度在10月4日涨至1734.7美元/盎司，随后回吐部分涨幅，全周上涨2.5%至1701.8美元/盎司。

■ 海外事件&数据：欧洲再起“风波”，OPEC+减产，美联储官员坚持鹰派论

英国养老金危机、瑞信破产“风波”等发酵，考虑到未来不确定性比较多，后续演绎仍有待观察。作为较早启动加息的主流央行，英央行意外宣布“无限量”临时购债，市场开始对英央行“转向”等进行定价。不过，英央行临时购债意在维稳英债市场秩序、缓解养老金流动性危机，并非政策转向。此外，瑞信破产“风波”持续发酵，尽管与2008年雷曼危机有诸多不同，相关风险仍有待观察。

经济韧性、通胀压力下，美联储坚持“以我为主”、“鹰派”加息抗通胀。尽管制造业景气出现走弱，但美国服务消费与就业良性循环仍在持续。同时，OPEC+超预期减产等，反映能源供给问题长期化风险显著，或导致能源价格居高不下、抬升通胀风险。就业韧性、通胀粘性未现扭转迹象，再考虑到美联储官员表示外围风险难以掣肘加息进程，加息预期剧烈波动下，外围市场高波动或将持续。

■ 国内事件&数据：旅游走弱、餐饮边际好转，稳地产信号加强、效果待观察

假期出行和消费总体弱于去年同期，旅游收入继续走弱、线下餐饮边际好转。10月1日至7日，全国发送旅客同比下降36.4%、降幅较中秋假期收窄1.3个百分点，国内旅游人次同比下降18.2%、降幅较中秋假期扩大1.5个百分点；旅游收入同比下降26.2%，为2019年同期的44.2%、低于中秋假期的60.6%。10月1日至2日，代表餐饮连锁品牌流水为去年同期的78%，好于中秋假期的61%。

稳地产信号进一步加强，重在激发刚需和改善性住房需求，效果有待观察。9月底以来部委密集出台稳地产措施，主要包括降低房贷利率和出售住房缴纳的个人所得税退还，前者侧重首套房，其中，70大中城中23个城市符合阶段性放宽首套房贷款利率下限要求、2020年销售占全国比重约11.4%，下调首套房公积金贷款利率0.15个百分点；后者侧重改善性需求，一线和部分二线城市或受益。

风险提示：俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

1、大类资产回溯：国庆假期期间，10Y美债利率、美元上行，主要股指略涨	5
2、美国事件&经济数据：居民景气度高企，美联储坚持“鹰派”论	6
2.1、美国制造业 PMI 不及预期，“需求偏弱”下“被动补库”	6
2.2、美国服务业 PMI 继续超预期，相关就业与消费仍处于良性循环	8
2.3、美国 9 月非农仍超预期，供需紧张未实质性改善，薪资通胀继续高企	10
2.4、美国 8 月 PCE、核心 PCE 物价同比双双超预期，显露通胀粘性仍强	11
2.5、美联储官员重申“以我为主”，坚持加息直至实现抗通胀目标	12
3、欧日及新兴市场：欧洲金融再起“风波”，OPEC+超预期减产	13
3.1、英央行宣布“无限量”临时购债，属于应急式维稳并非政策转向	13
3.2、瑞信“破产”风波持续发酵，但相关影响仍需持续关注	14
3.3、断供风险并未解除的背景下，欧盟能源体系的真正考验仍在冬季	14
3.4、OPEC+超预期减产，进一步强化原油“定价权”	15
3.5、欧元区 9 月经济景气指数、德国 9 月 IFO 商业景气指数双双走弱	16
4、国内数据&事件：假期出行和消费总体偏弱，稳地产信号加强	17
4.1、假期出行和消费总体偏弱，旅游收入继续走弱、线下餐饮边际改善	17
4.2、城市商品房成交季节性回落幅度大于过往，二手房成交有所分化	18
4.3、9 月底水泥、沥青等需求持续提升，指向基建和地产等施工改善	19
4.4、制造业 PMI 超预期回升，但出口增长动能或趋于减弱	20
4.5、货币政策委员会例会：总基调不变、注重政策落实，稳地产信号强化	21
4.6、地产政策：稳地产信号加强，重在激发刚需和改善性住房需求	22
4.7、稳经济大盘四季度工作推进会议：推动政策举措全面落地	24
4.8、政策性开发性金融工具：投放提速，向交通水利、市政产业园倾斜	25
4.9、专项债结存限额加快落地：经济大省额度较多、支持项目领域扩大	26
5、风险提示	27

图表目录

图表 1：十一假期前后，美元上涨，欧元、英镑下跌	5
图表 2：十一假期前后，美元指数先下后上	5
图表 3：十一前后，主要 10Y 国债收益率多数上行	5
图表 4：十一假期前后，10Y 美债、德债均上行	5
图表 5：十一假期前后，全球主要股指多数收涨	6
图表 6：十一假期前后，纳斯达克、恒生指数先涨后跌	6
图表 7：十一假期前后，原油价格上涨	6
图表 8：十一假期前后，COMEX 黄金价格先涨后跌	6
图表 9：美国 9 月制造业 PMI 不及预期	7
图表 10：美国 9 月制造业 PMI 环比高于历史同期水平	7

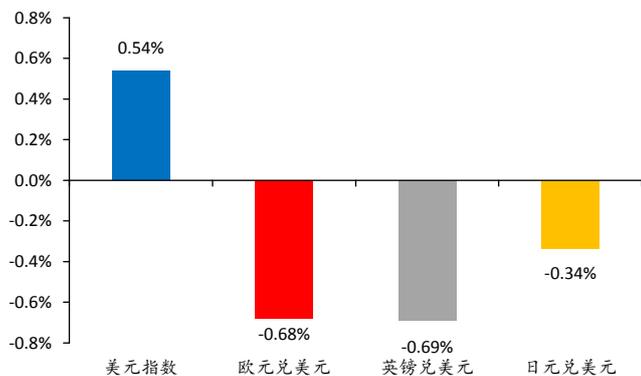
图表 11: 美国制造业 PMI 新订单、产出指数明显回落	7
图表 12: 美国制造业 PMI 主要分项走势	7
图表 13: 美国制造业 PMI 新订单超季节性走弱	8
图表 14: 美国制造业“需求偏弱”下的“被动补库”	8
图表 15: 美国商品消费需求降温已有段时间	8
图表 16: 未来库存行为或将逆转	8
图表 17: 美国 ISM 服务业 PMI 走势	9
图表 18: 美国 ISM 服务业 PMI 分项	9
图表 19: 美国 ISM 服务业 PMI 核心分项走势	9
图表 20: 美国 ISM 服务业 PMI 分项贡献	9
图表 21: 交运、医疗等服务分项消费维持复苏态势	9
图表 22: 食品住宿等服务分项消费维持复苏态势	9
图表 23: 休闲酒店、教育保健等就业缺口较大	10
图表 24: 休闲酒店、教育保健等招工需求依然旺盛	10
图表 25: 9 月, 美国非农新增就业降至 26.3 万人	10
图表 26: 9 月, 美国劳动力参与率及失业率下降	10
图表 27: 美国时薪同比回落, 但依然高达 5%	11
图表 28: 美国服务业就业进一步“挑大梁”	11
图表 29: 美国职位空缺数依然高企	11
图表 30: 美国就业供需矛盾未实质性改善	11
图表 31: 美国 8 月 PCE、核心 PCE 同比走势	12
图表 32: 美国 8 月 PCE、核心 PCE 环比走势	12
图表 33: 美联储官员均表示坚持加息直至实现抗通胀目标	12
图表 34: 10 月 4 日后, 美联储加息预期再度升温	13
图表 35: 10 月 4 日后, 美联储降息预期降温	13
图表 36: 英国基准利率走势	14
图表 37: 10Y、30Y 英国国债利率走势	14
图表 38: 瑞信股价与 5 年期 CDS 报价	14
图表 39: 2008 年雷曼与 2022 年瑞信对比	14
图表 40: 欧盟 2022 年天然气进口量有所下滑	15
图表 41: 近期欧盟从俄罗斯天然气进口量下滑明显	15
图表 42: 欧盟近期开始加大从挪威的天然气进口量	15
图表 43: 欧盟 2022 年开始进口更多的 LNG	15
图表 44: OPEC+ 减产计划	16
图表 45: OPEC 原油产量与油价走势	16
图表 46: 美国原油产量与油价走势	16
图表 47: 欧元区 9 月经济景气指数下滑	17
图表 48: 德国 9 月 IFO 商业景气指数不及预期	17
图表 49: 全国旅客发送同比降幅有所收窄	17

图表 50: 海口美兰机场航班进出港总量同比降幅收窄.....	17
图表 51: 国内旅游出行人次和收入走弱.....	18
图表 52: 黄山景区接待游客数量已达去年同期水平.....	18
图表 53: 国庆假期某连锁餐饮歇业率回落、流水恢复.....	18
图表 54: 国庆票房及观影人次明显弱于过往.....	18
图表 55: 30 大中城市商品房成交显著回落.....	19
图表 56: 一线城市商品房成交回落最为明显.....	19
图表 57: 9 月底二手房成交显著高于去年同期.....	19
图表 58: 9 月, 苏州、扬州等城市二手房成交较好.....	19
图表 59: 钢材社会库存总量延续去化.....	20
图表 60: 近期, 水泥出货率快速提升.....	20
图表 61: 近期, 沥青开工率延续提升.....	20
图表 62: 近期, 全国玻璃库存明显去化.....	20
图表 63: 多指标回升, 新出口订单、原材料库存回落.....	21
图表 64: 新订单上升、而新出口订单大幅回落.....	21
图表 65: 服务业拖累非制造业 PMI 回落.....	21
图表 66: 建筑业 PMI 回升, 活动预期处于高位.....	21
图表 67: 2022 年二季度和三季度货币政策委员会例会内容比较.....	22
图表 68: 9 月底, 部委层面稳地产措施密集发布.....	23
图表 69: 9 月地方出台稳地产措施有所增多.....	23
图表 70: 符合阶段性放宽房贷利率下限城市地产销售.....	23
图表 71: LPR、公积金贷款利率依次下调.....	23
图表 72: 支持居民换购住房有关个人所得税政策示意.....	24
图表 73: 一线城市和部分二线城市二手房成交较多.....	24
图表 74: 按揭利率已降至低位, 但地产销售依然低迷.....	24
图表 75: 未来房价预期下降占比创新高.....	24
图表 76: 近期稳增长政策重点强调“形成实物工作量”.....	25
图表 77: 政策性、开发性金融工具投放速度较快.....	26
图表 78: 部分地区披露四季度专项债发行计划.....	26
图表 79: 地方新增专项债发行额度支持领域扩大.....	26

1、大类资产回溯：国庆假期期间，10Y 美债利率、美元指数上行，主要股指略涨

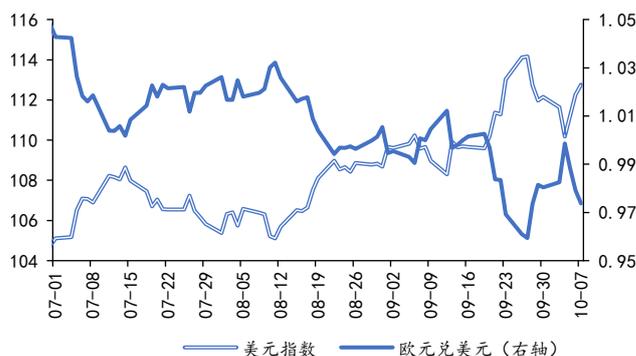
十一假期前后（9月30日-10月7日），美元先下后上，欧元、英镑、日元兑美元均下跌。美元指数一度在10月4日下至110.18，随后重新上行，全周累计上涨0.54%至112.76；欧元、英镑、日元兑美元分别下跌0.68%、0.69%和0.34%，兑美元汇率分别录得0.97、1.11和145.24。

图表 1：十一假期前后，美元上涨，欧元、英镑下跌



来源：Wind、国金证券研究所

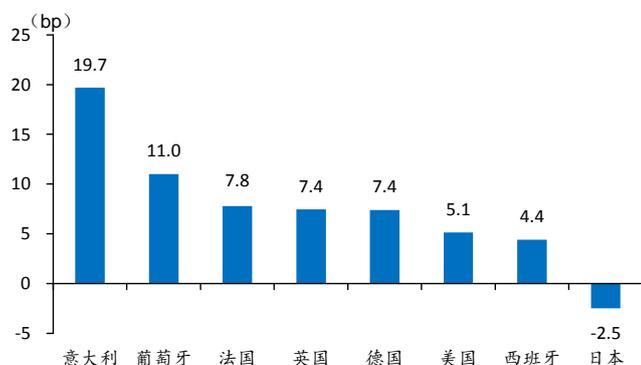
图表 2：十一假期前后，美元指数先下后上



来源：Wind、国金证券研究所

十一假期前后（9月30日-10月7日），主要发达国家的长期国债收益率多数上行。10Y美债收益率在10月4日一度下行26.5bp至3.57%，随后重新上行，截至10月7日，10Y美债收益率全周上行5.1bp至3.88%。其他债市方面，10Y英国、德国和法国国债收益率分别上行7.4bp、7.4bp和7.8bp至4.24%、2.19%和2.80%。仅日债收益率小幅下行2.5bp至0.25%。

图表 3：十一前后，主要10Y国债收益率多数上行



来源：Wind、国金证券研究所

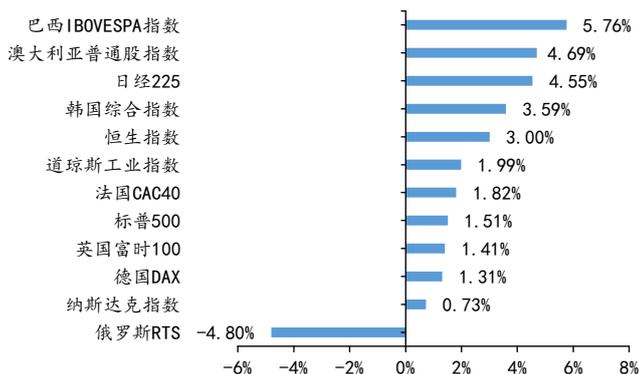
图表 4：十一假期前后，10Y美债、德债均上行



来源：Wind、国金证券研究所

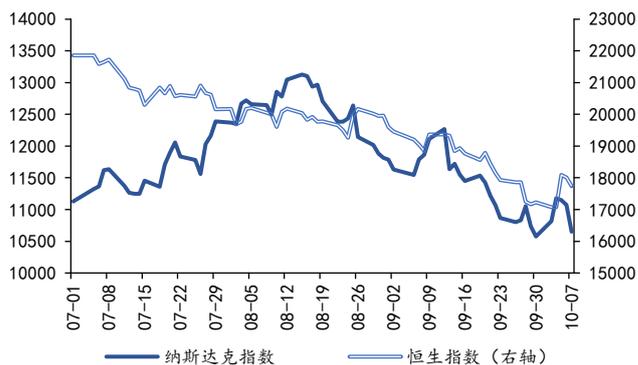
十一假期前后（9月30日-10月7日），全球主要股指先涨后跌。美股方面，前3个交易日，道琼斯工业指数、标普500和纳斯达克指数一度分别上涨5.39%、5.51%、5.42%，随后连跌两日，全周分别收涨1.99%、1.51%和0.73%。亚洲方面，日经225上涨4.55%，恒生指数上涨3.00%。欧洲方面，英国富时100、德国DAX和法国CAC40分别上涨1.41%、1.31%和1.82%。

图表 5: 十一假期前后, 全球主要股指多数收涨



来源: Wind、国金证券研究所

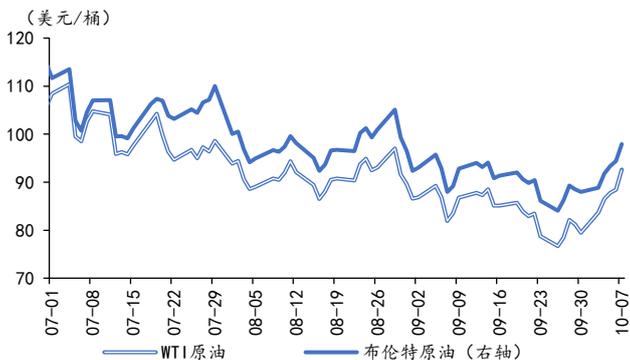
图表 6: 十一假期前后, 纳斯达克、恒生指数先涨后跌



来源: Wind、国金证券研究所

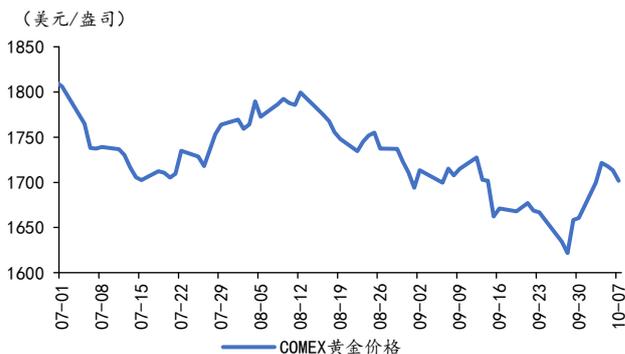
十一假期前后(9月30日-10月7日), 油价一路上行, 金价先涨后跌。原油方面, WTI、Brent 原油分别上涨 16.54%和 11.32%至 92.64 和 97.92 美元/桶。黄金方面, COMEX 黄金一度在 10 月 4 日涨至 1734.7 美元/盎司, 随后回吐部分涨幅, 全周上涨 2.49%至 1701.8 美元/盎司。

图表 7: 十一假期前后, 原油价格上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 十一假期前后, COMEX 黄金价格先涨后跌



来源: Wind、国金证券研究所

2、美国事件&经济数据: 居民景气度高企, 美联储坚持“鹰派”论

国庆假期前后, 尽管制造业景气出现走弱, 但美国服务消费与就业良性循环仍在持续, 会使得美联储最看重的居民景气度指标继续高企; 再考虑到美联储官员表示外围风险难以掣肘加息进程, 终点利率水平及持续性或仍被低估。

2.1、美国制造业 PMI 不及预期, “需求偏弱”下“被动补库”

要闻: 10 月 3 日, 美国公布 9 月 ISM 制造业 PMI 数据。9 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.9%, 创 2020 年 5 月以来新低, 低于预期 52.9%。

来源: ISM、Wind

简评:

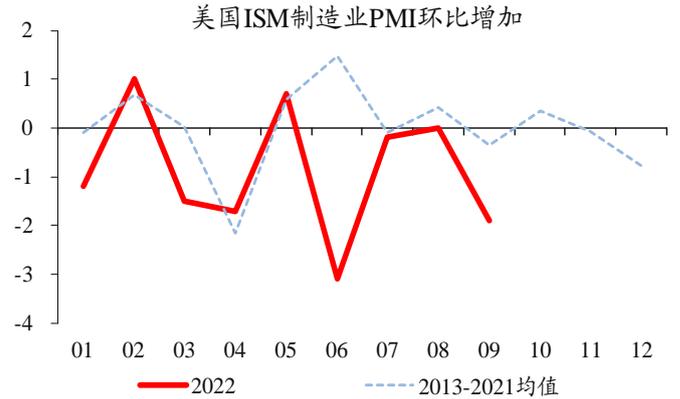
美国 9 月 ISM 制造业 PMI 数据不及预期, 回落幅度超过季节性。9 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.9%, 较 8 月回落 1.9 个百分点, 创 2020 年 5 月以来新低, 低于市场平均预期的 52.9%。从环比走势来看, 9 月制造业 PMI 存在季节性回落规律, 但 1.9 个百分点的环比降幅远超历史同期, 表明制造业景气正在加速下滑, 未来走势仍有待跟踪。

图表 9: 美国 9 月制造业 PMI 不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

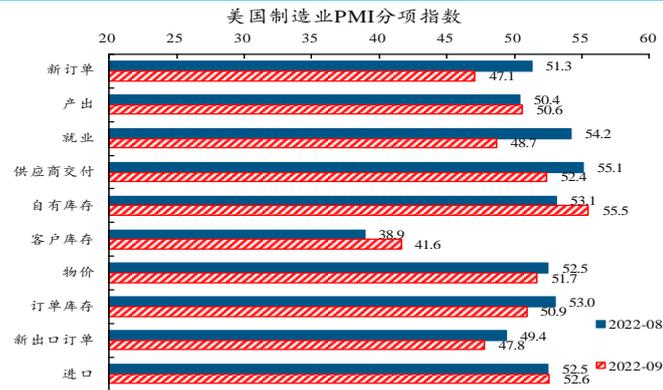
图表 10: 美国 9 月制造业 PMI 环比高于历史同期水平



来源: Wind、国金证券研究所

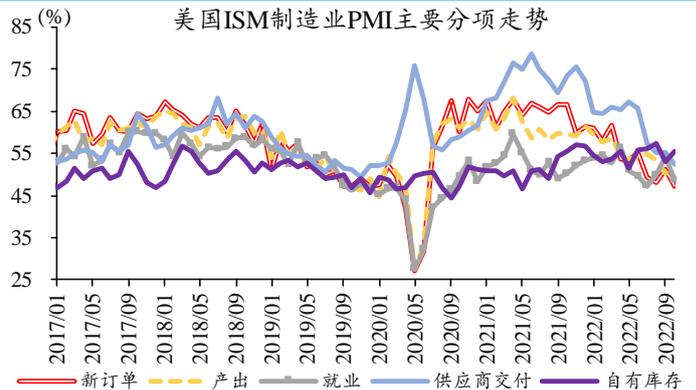
最核心的 5 个分项指标中,除了库存指数维持高位,其余均延续回落或低位运行。新订单指数 47.1%,环比下降接近 5 个百分点,降幅远超季节性;产出指数 50.6%,较前值略有上升 0.2 个百分点;就业指数 48.7%,较前值大幅下降 5.5 个百分点;供应商交付指数 52.4%,较前值下降 2.7 个百分点。但是,库存指数高达 55.5%,较前值上升 2.4 个百分点,且连续多月维持高位。

图表 11: 美国制造业 PMI 新订单、产出指数明显回落



来源: ISM、国金证券研究所

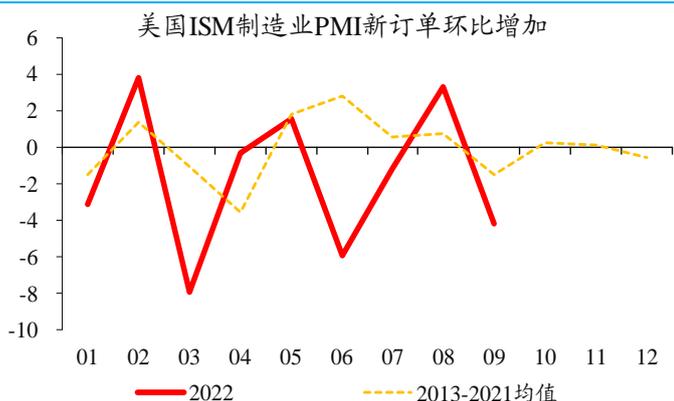
图表 12: 美国制造业 PMI 主要分项走势



来源: Wind、国金证券研究所

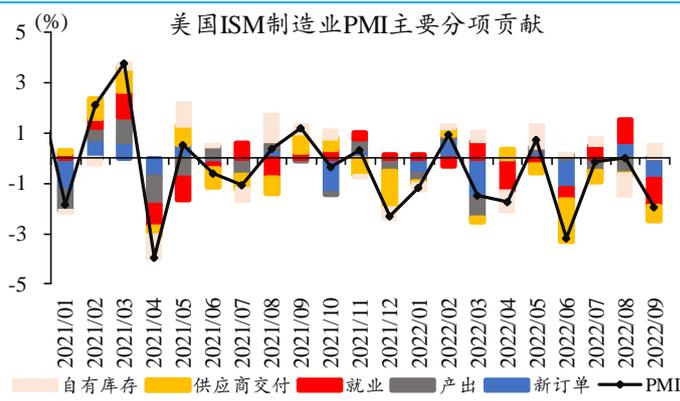
整体来看,美国制造业或将延续“需求偏弱”下的“被动补库”,对经济的拖累或将进一步显现。历史经验显示,历史经验显示新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右;新订单指数自高位持续回落约 1 年,近期已经累计 3 个月(近 4 个月以来)跌破 50% 的荣枯线。考虑到美国私人库存水平整体处于历史高位,生产好于需求的“被动补库”持续性或较差,未来库存行为逆转或成为制造业景气下滑的“加速器”。

图表 13: 美国制造业 PMI 新订单超季节性走弱



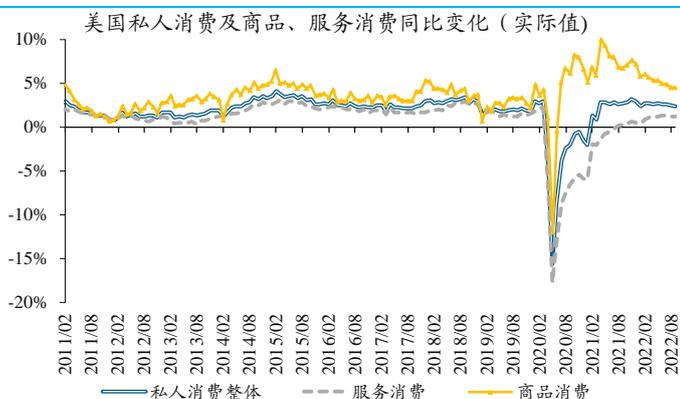
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国制造业“需求偏弱”下的“被动补库”



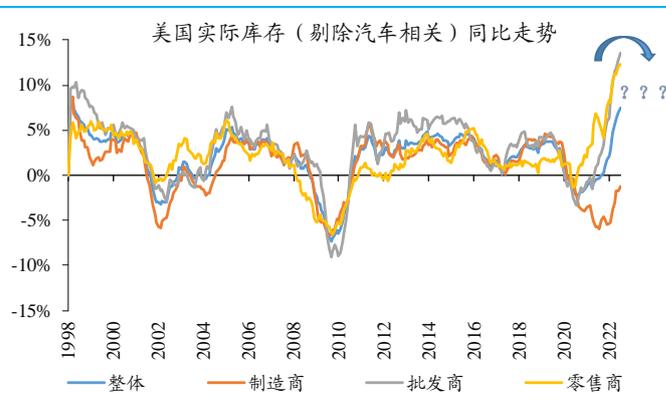
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 美国商品消费需求降温已有段时间



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 未来库存行为或将逆转



来源: Wind、国金证券研究所

2.2、美国服务业 PMI 继续超预期，相关就业与消费仍处于良性循环

要闻: 10月5日, 美国公布9月ISM服务业PMI数据。9月ISM非制造业指数降至56.7%, 高于市场普遍预期的56%。

来源: ISM、Wind

简评:

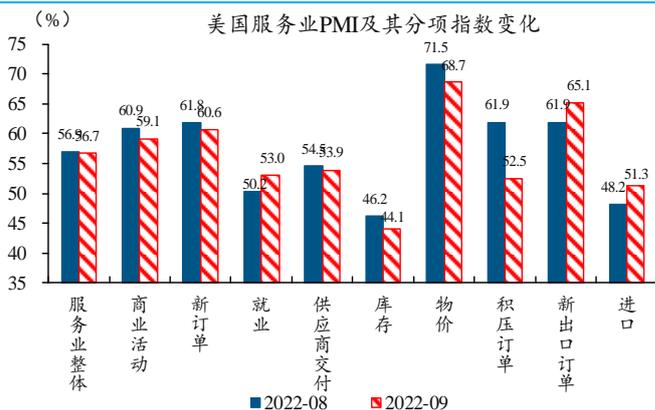
美国9月ISM服务业PMI继续超预期, 其中就业指数表现突出。9月ISM非制造业指数降至56.7%, 高于市场普遍预期的56%。主要分项中, 商业活动指数、新订单指数分别下滑至59.1%、60.6%, 但双双维持高位; 供应商交付指数录得53.9%, 比8月54.5低0.6个百分点; 就业指数则增加2.8个百分点至53%, 是服务业PMI超预期的主要支撑。

图表 17: 美国 ISM 服务业 PMI 走势



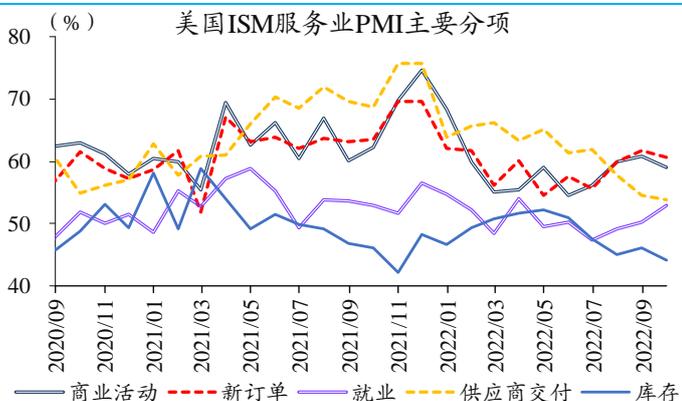
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 美国 ISM 服务业 PMI 分项



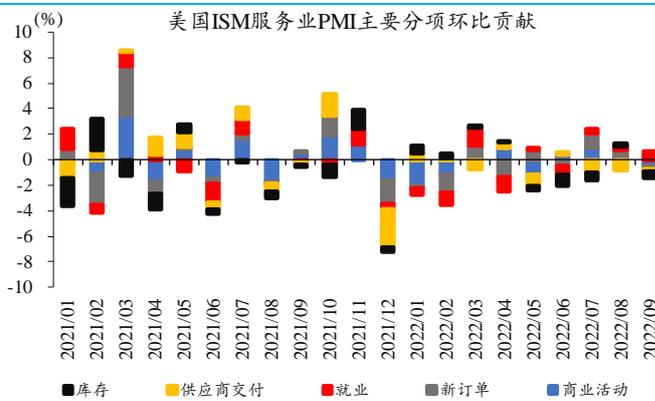
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 美国 ISM 服务业 PMI 核心分项走势



来源: Wind、国金证券研究所

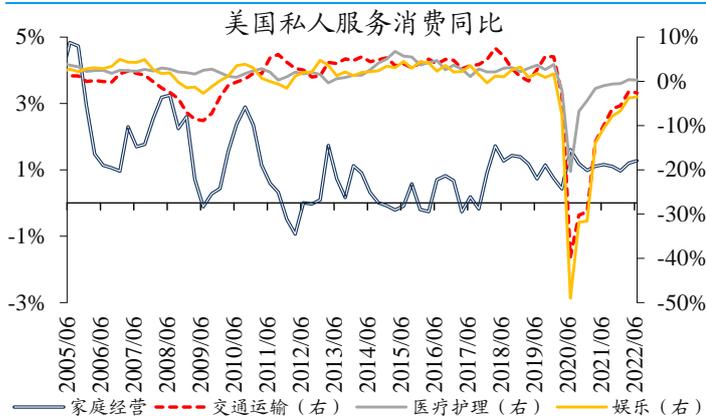
图表 20: 美国 ISM 服务业 PMI 分项贡献



来源: Wind、国金证券研究所

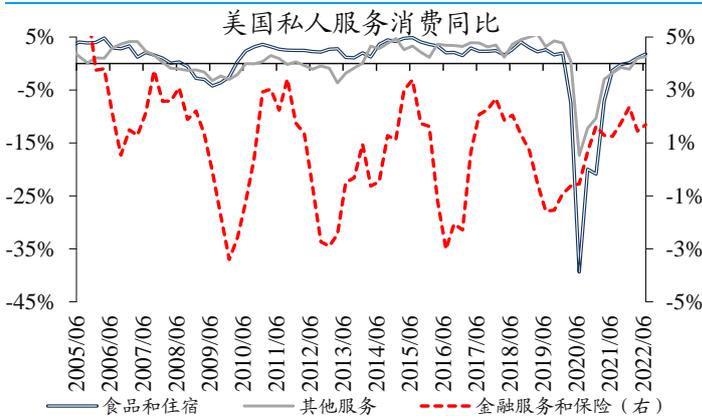
观点重申: 美国服务消费与就业良性循环仍在持续。展望未来, 美国消费结构再平衡的趋势仍有望延续。疫后服务消费的修复仍在延续, 考虑到劳动力供给受到的中长期制约, 就业供需矛盾或将持续, 使得薪资通胀压力难以出现有效缓解。考虑到就业韧性及通胀粘性均未看到扭转迹象, 加息预期的剧烈波动下, 外围市场高波动或将持续。

图表 21: 交运、医疗等服务分项消费维持复苏态势



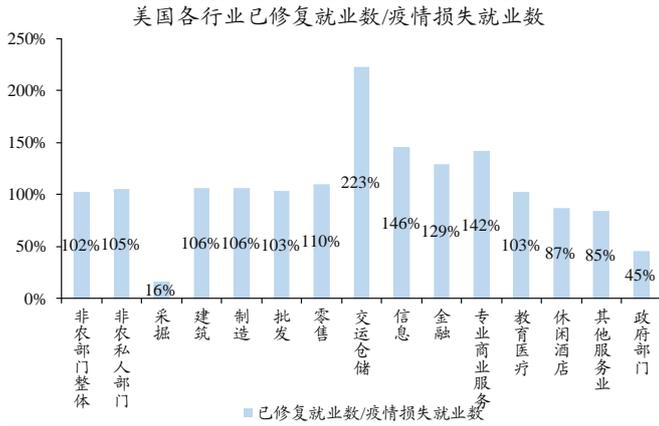
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 食品住宿等服务分项消费维持复苏态势



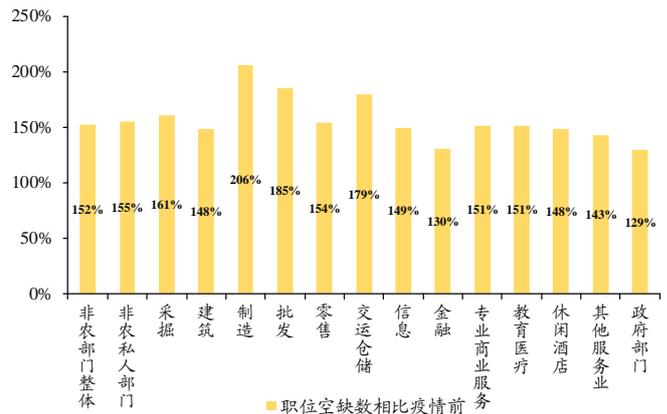
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 休闲酒店、教育保健等就业缺口较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 休闲酒店、教育保健等招工需求依然旺盛



来源: Wind、国金证券研究所

2.3、美国 9 月非农仍超预期，供需紧张未实质性改善，薪资通胀继续高企

要闻: 10 月 7 日，美国公布 9 月非农数据。其中，美国 9 月非农新增就业 26.3 万人，低于前值的 31.5 万人，但好于预期的 25.5 万人。

来源: BLS、Wind

简评:

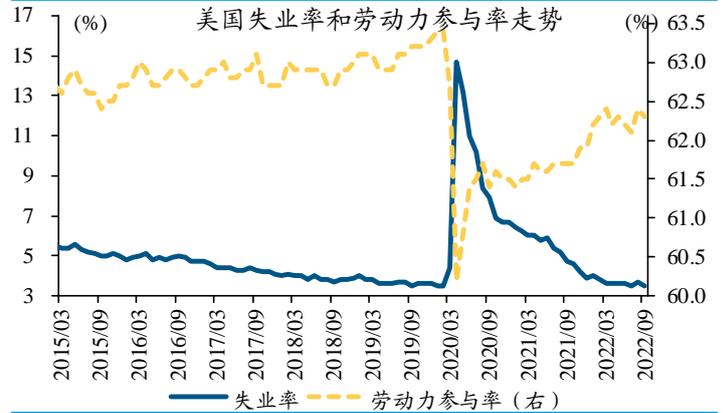
美国就业市场仍强，服务业就业进一步“挑大梁”。具体来看，美国 9 月非农新增就业 26.3 万人，为 2021 年 4 月以来的最小增幅，但好于预期的 25.5 万人。劳动力参与率降至 62.3%，失业率降至 3.5%。同时，9 月时薪同比 5%，每周工时维持 34.6 小时，共同指向供需矛盾犹在，在岗劳动力强度较大。分行业来看，制造业就业新增 2.2 万人，服务业就业新增 24.4 万人。进一步来看，作为“主力军”的教育保健业、休闲酒店业分别新增就业 9、8.3 万人。

图表 25: 9 月，美国非农新增就业降至 26.3 万人



来源: BLS、国金证券研究所

图表 26: 9 月，美国劳动力参与率及失业率下降



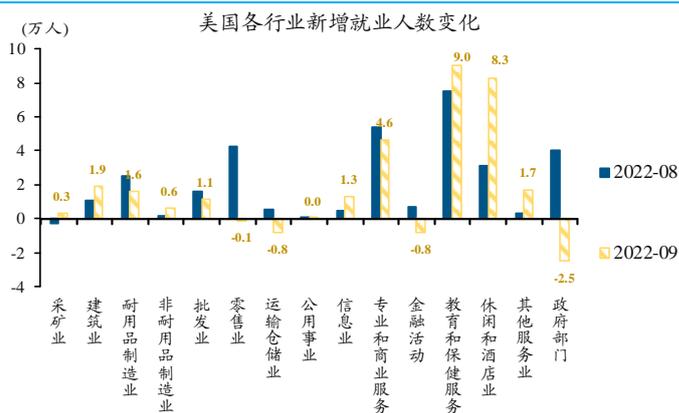
来源: BLS、国金证券研究所

图表 27: 美国时薪同比回落, 但依然高达 5%



来源: Wind、国金证券研究所

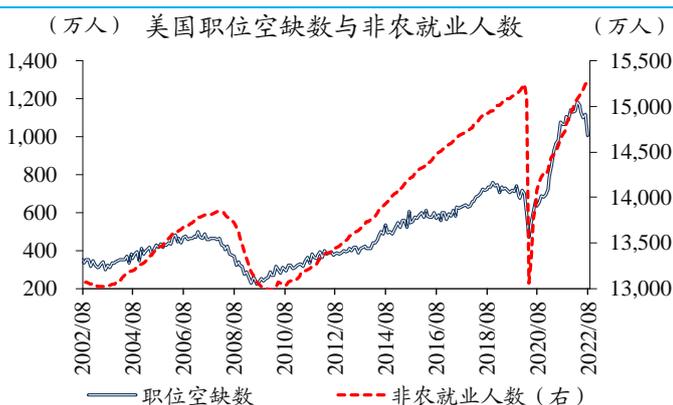
图表 28: 美国服务业就业进一步“挑大梁”



来源: Wind、国金证券研究所

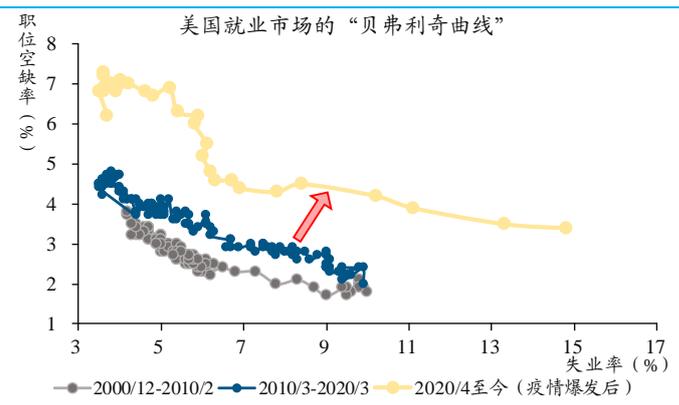
观点重申: 就业供需矛盾未实质性改善, 薪资通胀继续高企, 使得美联储高强度加息仍是必要选择, 加剧外围波动。尽管就业供给有所放量, 但旺盛的需求推动薪资通胀压力依然高企, 使得紧缩担忧继续升温。9 月非农就业、服务业 PMI 等数据均显示, 美国居民端指标依然强劲, 可以继续承受货币紧缩。同时, 通胀目标优先的背景下, 美联储对经济放缓的容忍度明显提升, 重申将持续加息直至实现通胀目标。对于市场而言, 宏观环境的不确定性依然高企, 或预示外围不稳定性或将延续。

图表 29: 美国职位空缺数依然高企



来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 美国就业供需矛盾未实质性改善



来源: Wind、国金证券研究所

2.4、美国 8 月 PCE、核心 PCE 物价同比双双超预期, 显露通胀粘性仍强

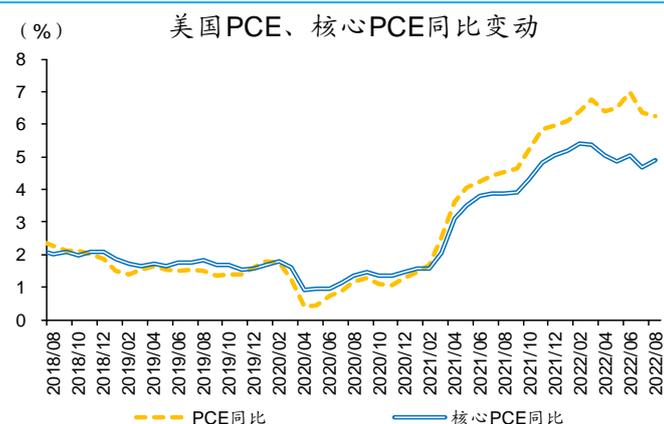
要闻: 9 月 30 日, 美国公布 8 月 PCE 数据。其中, 8 月 PCE 物价同比 6.2%, 高于预期的 6%; 8 月核心 PCE 物价同比 4.9%, 高于预期的 4.7%。

来源: Wind

简评:

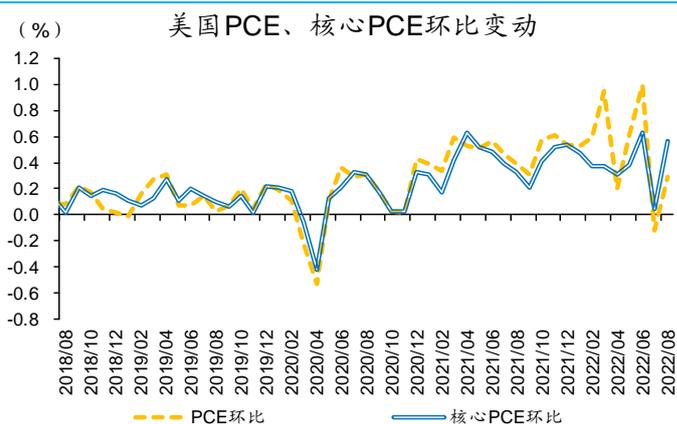
美国 8 月 PCE 物价同比 6.2%, 高于市场预期的 6%, 前值上修至 6.4%; 8 月 PCE 物价环比 0.3%, 高于预期的 0.1%。8 月核心 PCE 物价同比 4.9%, 高于预期的 4.7%; 8 月核心 PCE 物价环比 0.6%, 高于预期的 0.5%, 仍接近历史高位。观点重申: 本轮通胀形成机理与过往大为不同, 流动性过于宽松导致起势较急、供给端主导决定落势较慢。欧美货币政策转紧慢了一拍, 重回宽松大概率也将慢一拍, 进而导致全球“硬着陆”风险明显上升。

图表 31: 美国 8 月 PCE、核心 PCE 同比走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 美国 8 月 PCE、核心 PCE 环比走势



来源: Wind、国金证券研究所

2.5、美联储官员重申“以我为主”，坚持加息直至实现抗通胀目标

要闻: 10月4日以来, 面对英国养老金、瑞信“破产”风波等, 美联储官员重申以国内抗通胀目标为导向, 坚持加息直至“大功告成”。

简评:

纽约联储主席(常任理事)威廉姆斯表示, 美联储政策还没达到限制经济增长的程度, 距离 4.6% 的终点利率“仍有一段路要走”。另一个核心官员沃勒(常任理事)称, “解决其他国家的问题不是美联储的工作”, 并认为“明年年初还会加息”。受此影响, 市场对终点利率水平的预测由 10月4日的低点 4.3% 左右回升至 4.6% 附近, 对 2023 年的降息预期也从 35bp 回落至 25bp 附近。

图表 33: 美联储官员均表示坚持加息直至实现抗通胀目标

姓名	职位	投票状态	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	常任	美联储对抗通胀的承诺是“无条件的”, 预计随着时间推移会进一步加息; 美国经济非常强劲, 复苏形势良好	加密货币的动荡尚未导致更广泛的金融动荡, 但未来可能未必如此
Lael Brainard	副主席	常任	很难看到暂停加息的理由; 量化紧缩可能相当于额外加息 2-3 次	美联储的紧缩政策应该避免过早退出, 需要在一段时间内保持限制性
John C. Williams	纽约联储主席	常任	衰退不是我的基本预期, 美国经济强劲, 有一条降低通货膨胀的道路; 美联储今年需要大幅加息, 联邦基金利率年底达到 3.5%-4% 是合理的	美联储政策还没有达到限制经济增长的程度; 点阵图显示 2023 年利率中值为 4.6%, 美联储仍有一段路要走 (10月4日)
Michael S. Barr	理事	常任	高通胀很可能是暂时的, 未来会议上讨论缩减 QE 至关重要	基于调查的通胀预期比基于市场的通胀预期更重要; 美联储在通胀问题上的观点可能是错误的
Lisa D. Cook	理事	常任	-	恢复价格稳定可能需要持续加息, 然后在一段时间内实行限制性利率政策 (10月6日)
Michelle Bowman	理事	常任	-	支持在 7 月会议上加息 75 个基点, 认为 7 月之后进行数次 50 个基点的加息是合适的
Philip N. Jefferson	理事	常任	-	-
Chris Waller	理事	常任	支持在 7 月加息 75 个基点, 在 9 月加息 50 个基点; 经济相当强劲, 如果能在 9 个月到一年的时间里将增长率降下来, 那就足以在不引发衰退的情况下让通胀回落	9 月就业报告可能不会改变美联储应该 100% 专注于降低通胀的观点; 解决其他国家的问题不是美联储的工作; 预计明年年初还会加息 (10月7日)
Susan M. Collins	波士顿联储主席	2022 年	-	对经济来说, 这是一个非常具有挑战性的时期; 通胀太高, 解决通胀是当务之急
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022 年	希望今年将利率提高到 3.75%-4%, 我更喜欢提前加息; 通胀率需要一段时间才能降至 2%, 不会像市场预期的那样迅速	通货膨胀率将在 2023 年开始下降, 但速度如何还不确定, 美联储不得不在一段时间内保持较高的政策利率
Loretta Mester	克利夫兰联储主席	2022 年	通胀太高且未见顶; CPI 数据并不显示美联储加息幅度将小于 6 月份紧缩政策必须是经过深思熟虑且在计划之中的	要消除高通胀还需要一段时间, 预计明年不会降息 (10月7日)
Esther L. George	堪萨斯联储主席	2022 年	在 8 月前将主要利率提高到 2% 左右; 冲突和封锁造成的进一步生产中断可能会加剧通货膨胀, 需要采取更强有力的行动	毫无疑问, 美联储会将利率提升在 4% 以上; 现在说 9 月预期还为时过早, 有更多关键数据即将出炉
Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	2023 年	预计美联储利率在今年底前达到 3.9%, 到 2023 年底之前达到 4.4%; 明年年初降息的想“不现实”	改变我们的政策立场的门槛非常高 (10月6日)
Patrick Harker	费城联储主席	2023 年	我们需要迅速达到中性利率, 即 2.5%; 7 月加息 75 个基点有助于我们到达中性利率; GDP 可能会出现几个季度的负增长	我们需要采取限制性政策立场; 9 月 FOMC 会议上尚未决定加息 50 个基点还是 75 个基点; 鉴于就业市场强劲, 我不觉得会发生经济衰退
Lorie Logan	达拉斯联储主席	2023 年	-	-
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	2023 年	如果通胀没有改善, 加息 50 个基点是 9 月会议的合理评估; 加息 75 个基点也是可以的; 我怀疑是否需要加息 100 个基点	在今年年底或明年 3 月, 美联储的政策利率在 4.5%-4.75% 之间是一个很好的目标 (10月6日)

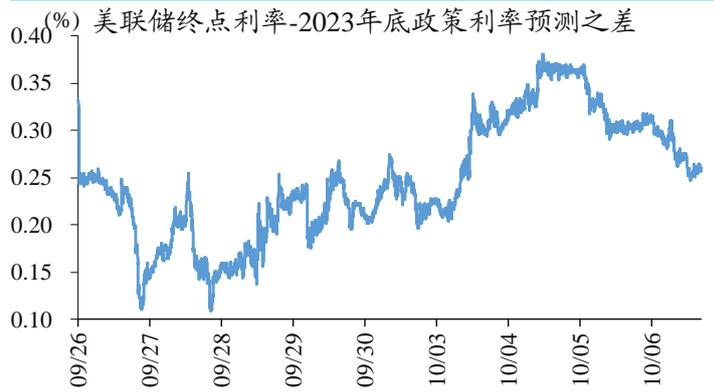
来源: Fed、国金证券研究所

图表 34: 10 月 4 日后, 美联储加息预期再度升温



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 35: 10 月 4 日后, 美联储降息预期降温



来源: Bloomberg、国金证券研究所

3、欧日及新兴市场：欧洲金融再起“风波”，OPEC+超预期减产

国庆假期期间，英国养老金危机、瑞信破产“风波”等持续发酵，考虑到未来不确定性比较多，后续演绎仍有待观察。OPEC+超预期减产等，反映能源供给问题的长期化风险显著，或导致能源价格居高不下、抬升通胀风险。

3.1、英央行宣布“无限量”临时购债，属于应急式维稳并非政策转向

要闻：9 月 28 日，英国央行发布声明称，将“以任何必要的规模”临时购买英国长期国债直至 10 月 14 日，以恢复英国债券市场秩序。

来源: BBC、BOE

简评:

9 月 23 日，英国政府宣布了自 1972 年以来最激进的初步减税草案，包括取消将公司税税率上调至 25% 的计划、取消 45% 的个人所得税最高税率大幅削减印花税等，减税规模合计约 450 亿英镑。为筹款支持其刺激计划，英国本财年计划发行 1939 亿英镑的国债，比原计划多出 600 亿英镑。再考虑到英央行已经将基准利率连续上调 7 次、共计 215bp 至 2.25%，且即将启动缩表，英国国债供需情况恶化，减税草案推升中长期通胀预期，10Y、30Y 英债收益率分别在 3 个交易日内快速上行 90bp、120bp。

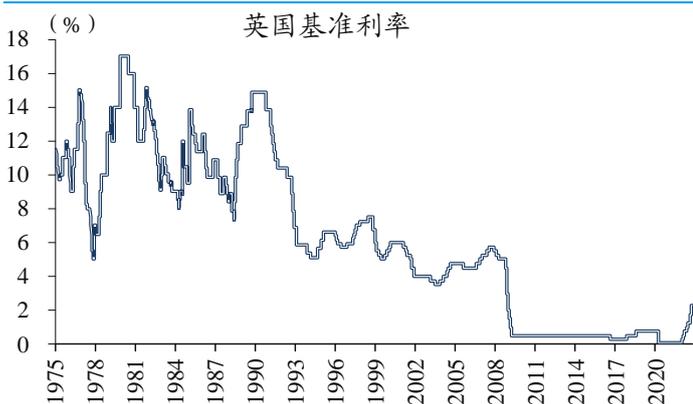
英央行宣布“无限量”临时购债意在平抑英债波动、缓解养老金¹流动性危机，并非政策转向。英债利率的快速上行，使得负债驱动型投资策略² (LDI) 的养老金蒙受巨亏，被迫抛售英债补充追缴保证金³，进而陷入“死亡螺旋”。对于英央行而言，临时购债抑制英债利率飙升的势头，属于应急式维稳，并非从紧缩转向宽松。英央行原定于 10 月初启动的缩表计划，暂且将推迟至 10 月 31 日，每年减持 800 亿英镑的目标“未受影响和不变”，但后续演绎仍需关注。

¹ 英国养老金以 DB 计划为主，DB 又称“最终薪金养老金计划” (Final Salary Schemes)，养老金的管理者承诺在员工退休时支付一笔固定的钱，所以客户退休后能拿到多少只取决于客户现在支付多少，与管理者的投资表现无关。

² 英国养老金通过利率互换策略对负债端进行了高杠杆对冲，以匹配资产端对名义利率和通胀的敏感度。

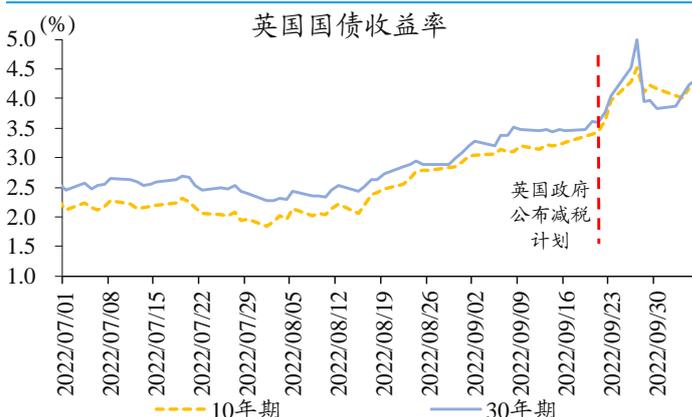
³ 在一个规模 10 亿的英国养老金中，利率互换策略里 1bp 的利率上行产生的损失约为 200 万。

图表 36: 英国基准利率走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 10Y、30Y 英国国债利率走势



来源: Wind、国金证券研究所

3.2、瑞信“破产”风波持续发酵，但相关影响仍需持续关注

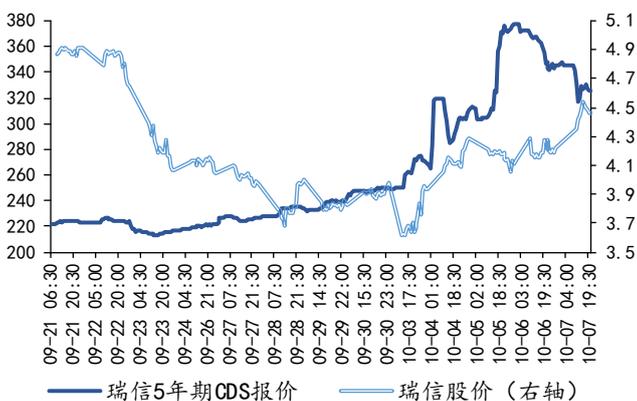
要闻: 9 月中旬以来, 瑞信“破产”风波持续发酵, 股价从 5 美元附近一度跌至 3.6 美元, 衡量违约风险的 5 年期 CDS 报价最高逼近 380bp。

来源: Bloomberg

简评:

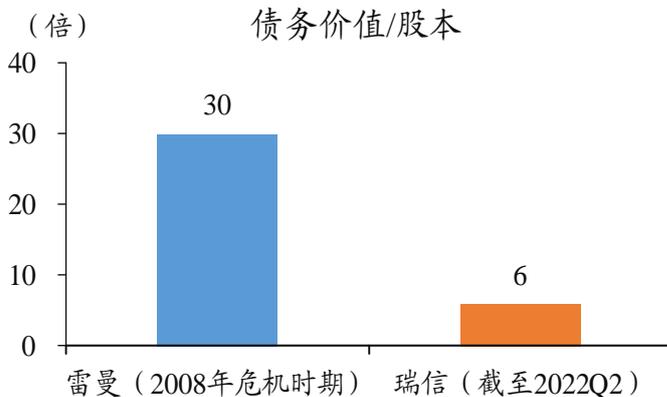
瑞信破产“风波”持续发酵, 尽管与 2008 年雷曼危机有诸多不同, 但相关风险仍有待观察。不同点体现为: 1、雷曼背后是美国次贷危机, 瑞信更多是公司的经营问题 (例如受 2021 年 Archegos 爆仓连累等亏损); 2、雷曼破产前夕的政策应对相对滞后; 当前金融监管体系更为严格, 政策当局兜底的经验也远超 2008 年; 3、雷曼破产前夕的债务价值/股本高达 30 倍, 瑞信最新债务价值/股本仅为 6 倍。也存在一些不利影响, 能源危机、地缘冲突等, 让经济问题的演绎更为复杂, 后续可关注 10 月 27 日瑞信财报公布的“自救”计划等。

图表 38: 瑞信股价与 5 年期 CDS 报价



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 39: 2008 年雷曼与 2022 年瑞信对比



来源: Economists、国金证券研究所

3.3、断供风险并未解除的背景下，欧盟能源体系的真正考验仍在冬季

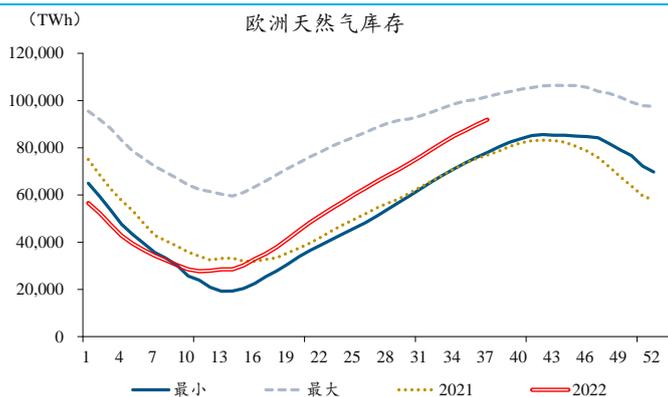
要闻: 9 月 26 日至 29 日, 北溪 1 号和 2 号天然气管道先后出现两处泄漏。

来源: BBC, Bruegel

简评:

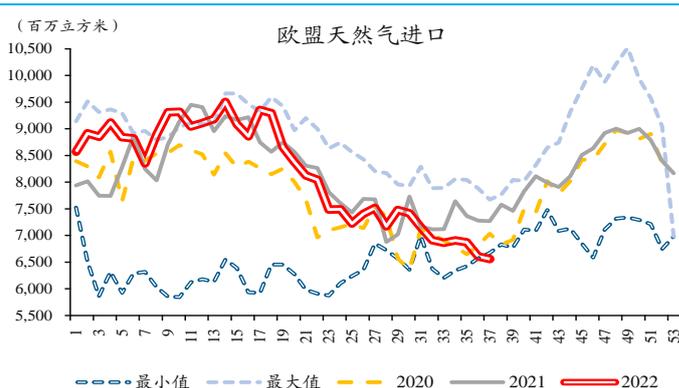
8 月底, 欧盟宣布提前 1 个月实现囤气目标, 最新天然气库存利用率进一步升至 90%, 远超 2021 年同期; 但是, 进口数据显示, 1-9 月, 欧盟整体进口量相较 2021 年无明显变化, 从美国等进口的 LNG 更多是填补俄气造成的缺口, 累库主要依靠压缩需求大约 15%。

图表 40: 欧盟 2022 年天然气进口量有所下滑



来源: Bruegel、国金证券研究所

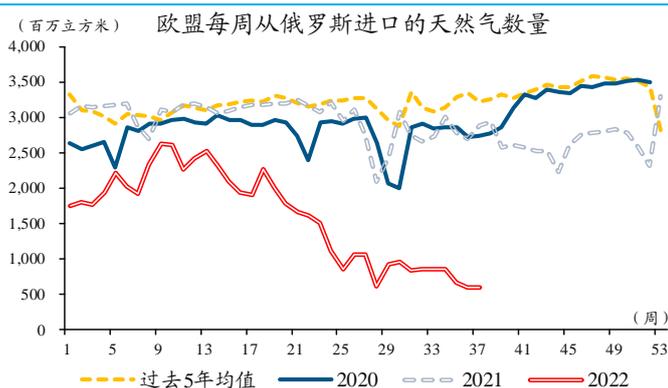
图表 41: 近期欧盟从俄罗斯天然气进口量下滑明显



来源: Bruegel、国金证券研究所

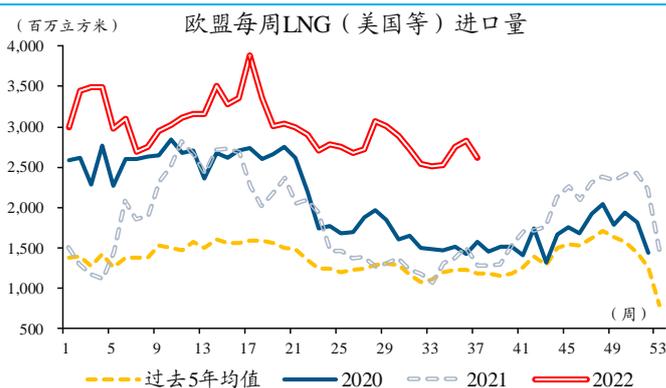
俄气断供风险抬升、美国 LNG 难见增量等背景下，欧洲能源体系的真正考验或将在冬季需求高峰期。往后来看，俄气断供风险趋于上行。无论是生产或出口，美国 LNG 的实际增量空间都相对有限，叠加全球 LNG 运力趋于饱和、增量有限，欧洲天然气供给风险远未消失。对于欧洲而言，提前实现囤气目标并不意味着能源危机的解除，更大的考验或出现在欧洲供暖季（详情参见《欧洲能源之殇系列二—美国 LNG 能否救欧洲？》）。

图表 42: 欧盟近期开始加大从挪威的天然气进口量



来源: Bruegel、国金证券研究所

图表 43: 欧盟 2022 年开始进口更多的 LNG



来源: Bruegel、国金证券研究所

3.4、OPEC+超预期减产，进一步强化原油“定价权”

要闻: 2022 年 11 月起，OPEC+从 8 月的产量水平下调 200 万桶/日。

来源: OPEC

简评:

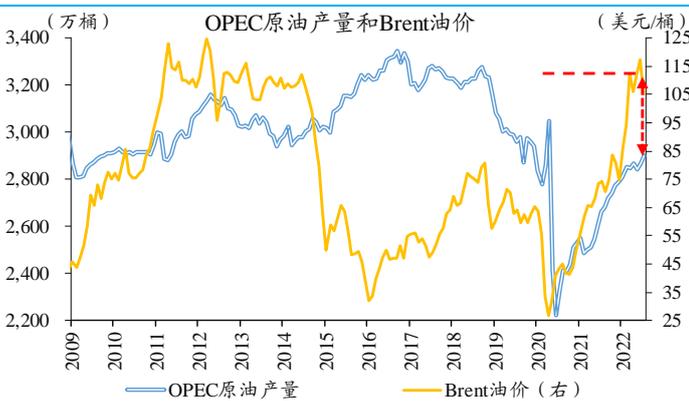
OPEC+自 11 月起超预期减产 200 万桶/日，进一步强化原油“定价权”。同时，OPEC+将部长级联合监督委员会月度会议的频率，调整为每两个月一次，并将补偿期延长至 2023 年 3 月 31 日。往后看，美国页岩油增产不利的背景下，OPEC+作为原油市场的“头号玩家”，石油财政主导下高油价诉求较强，控制产量或将是常态。再考虑到衰退交易下原油需求预期基本“Price in”，原油重回供给驱动，价格或将维持高位。

图表 44: OPEC+减产计划

成员国	2022年8月目标产量	调整产量	2022年11-12月目标产量	
OPEC	阿尔及利亚	105.5	-4.8	100.7
	安哥拉	152.5	-7	145.5
	刚果	32.5	-1.5	31
	赤道几内亚	12.7	-0.6	12.1
	加蓬	18.6	-0.9	17.7
	伊拉克	465.1	-22	443.1
	科威特	281.1	-13.5	267.6
	尼日利亚	182.6	-8.4	174.2
	沙特阿拉伯	1100.4	-52.6	1047.8
	阿联酋	317.9	-16	301.9
OPEC 合计	2668.9	-127.3	2541.6	
非 OPEC	阿塞拜疆	71.7	-3.3	68.4
	巴林	20.5	-0.9	19.6
	文莱	10.2	-0.5	9.7
	哈萨克斯坦	170.6	-7.8	162.8
	马来西亚	59.4	-2.7	56.7
	墨西哥	175.3	0	175.3
	阿曼	88.1	-4	84.1
	俄罗斯	1100.4	-52.6	1047.8
	苏丹	7.5	-0.3	7.2
	南苏丹	13	-0.6	12.4
非 OPEC 合计	1716.7	-72.7	1644	
OPEC+	4385.6	-200	4185.6	

来源: OPEC、国金证券研究所

图表 45: OPEC 原油产量与油价走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 46: 美国原油产量与油价走势



来源: Wind、国金证券研究所

3.5、欧元区 9 月经济景气指数、德国 9 月 IFO 商业景气指数双双走弱

要闻: 国庆假期期间, 欧元区、德国相继公布 9 月经济景气指数、9 月 IFO 商业景气指数, 其中欧元区 9 月经济景气指数 (ESI) 下滑至 93.7%; 德国 9 月 IFO 商业景气指数 84.3%, 低于市场预期的 86%、前值的 88.5%。

来源: 欧盟官网、德国统计局

图表 47: 欧元区 9 月经济景气指数下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 德国 9 月 IFO 商业景气指数不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

4、国内数据&事件: 假期出行和消费总体偏弱, 稳地产信号加强

假期出行和消费总体弱于去年同期, 旅游收入继续走弱、线下餐饮边际好转; 稳地产信号进一步加强, 重在激发刚需和改善性住房需求, 效果待观察。

4.1、假期出行和消费总体偏弱, 旅游收入继续走弱、线下餐饮边际改善

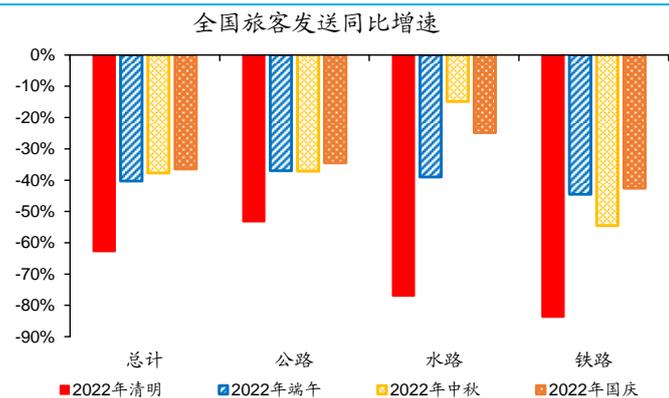
要闻: 10 月 1 日至 7 日, 全国预计发送旅客 2.56 亿人次, 较去年同期下降 36.4%; 全国电影票房收入 13.8 亿元, 较去年同期下滑 64.6%。

数据来源: 交通运输部、灯塔电影

简评:

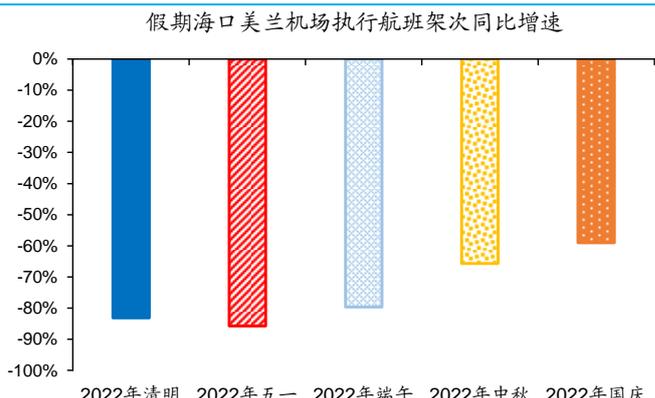
国庆假期出行人次同比下降、但相对好于中秋, 部分地区长途出行有所好转。10 月 1 日至 7 日, 全国预计发送旅客 2.56 亿人次、同比下降 36.4%, 同比降幅较中秋假期收窄 1.3 个百分点; 其中铁路预计发送旅客 4808 万人次, 同比下降 42.6%、降幅较中秋假期收窄 11.9 个百分点, 公路预计发送旅客同比下降 34.5%、降幅较中秋收窄 2.6 个百分点。10 月 1 日至 6 日, 海口美兰机场执行航班同比下降 59%、好于中秋假期的-65.7%和端午假期的-79.7%。

图表 49: 全国旅客发送同比降幅有所收窄



来源: 交通运输部、国金证券研究所

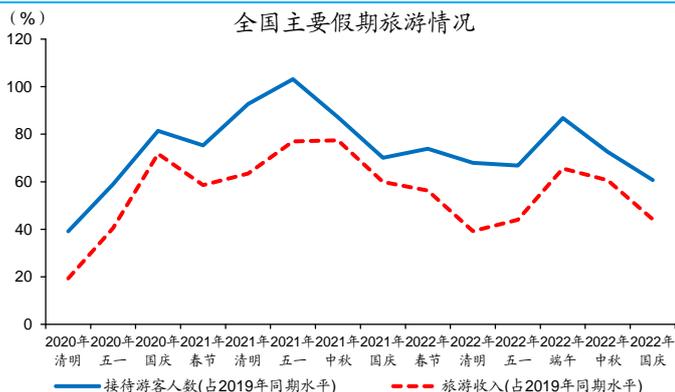
图表 50: 海口美兰机场航班进出港总量同比降幅收窄



来源: 航班管家、国金证券研究所

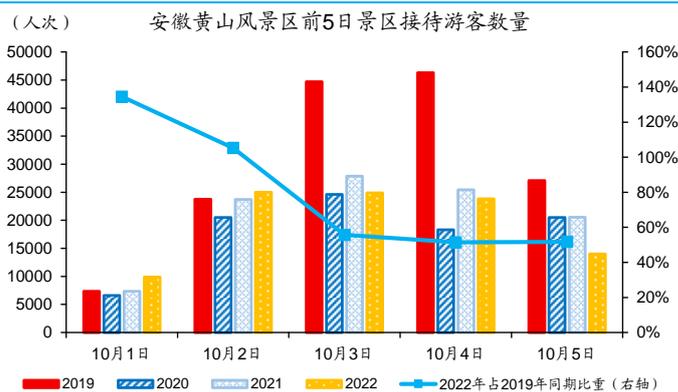
国内旅游出行人次和收入同比回落、弱于中秋假期表现, 但部分热门景点人流较大。10 月 1 日至 7 日, 国内旅游人次 4.2 亿、同比下降 18.2%、同比降幅较中秋扩大 1.5 个百分点, 恢复至 2019 年同期的 60.7%、低于中秋的 72.6%; 实现旅游收入 2872 亿元、同比下降 26.2%、同比降幅较中秋扩大 3.4 个百分点, 恢复至 2019 年同期的 44.2%、低于中秋的 60.6%。但热门景点旅行情况表现相对较好, 比如黄山景区 2 日至 4 日平均日接待游客数为 2.46 万人, 已接近景区日接待游客最大承载量 2.5 万人。

图表 51: 国内旅游出行人次和收入走弱



来源: 文旅部、国金证券研究所

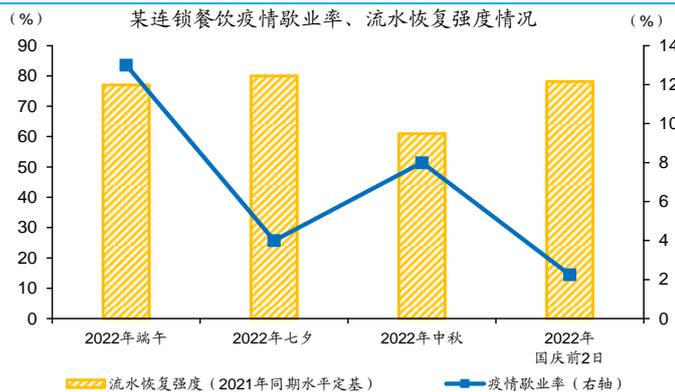
图表 52: 黄山景区接待游客数量已达去年同期水平



来源: 黄山风景区管理委员会、国金证券研究所

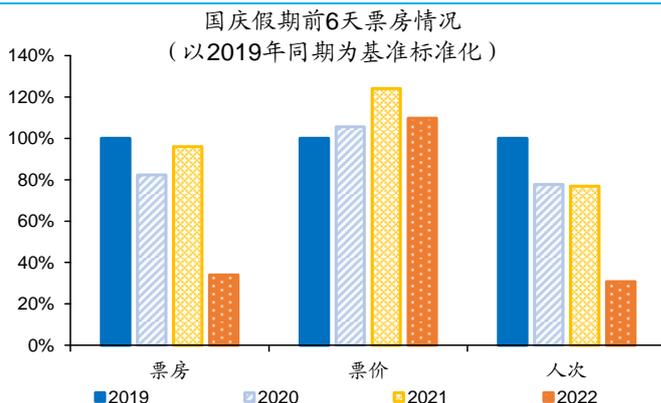
代表餐饮连锁流水边际改善、总体仍低于去年同期，电影院线票房、人次较去年同期明显回落。10月1日至2日，代表餐饮连锁品牌流水为去年同期78%，好于中秋假期的61%。10月1日至6日，全国电影院线票房13.8亿元，较去年同期下降64.6%，总出票次3326万次、较去年同期下降59.9%；国庆档院线票房表现不佳或受排片减少和影片实际票房减少两方面影响，其中，1日至3日，国庆主旋律片《万里归途》票房5.96亿元，票房明显低于2021年同期《长津湖》和2019年同期《我和我的祖国》的15.28亿元、13.65亿元。

图表 53: 国庆假期某连锁餐饮歇业率回落、流水恢复



来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 54: 国庆票房及观影人次明显弱于过往



来源: 灯塔电影、国金证券研究所

4.2、城市商品房成交季节性回落幅度大于过往，二手房成交有所分化

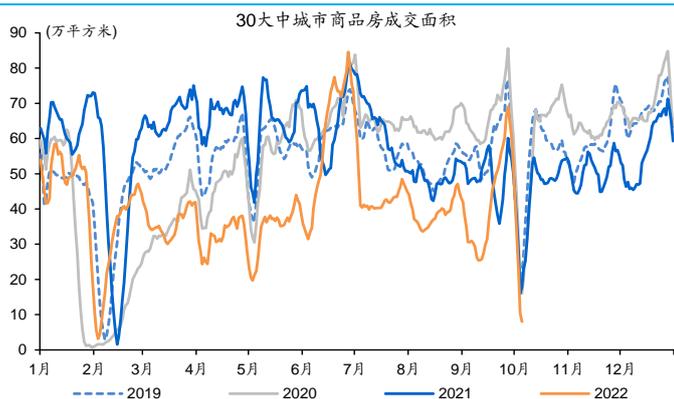
要闻: 10月1日至5日，30大中城市商品房成交面积52.3万平方米、同比回落40.9%。上周(9月25日至10月1日)，全国代表城市二手房成交面积179万平方米、同比增长53.4%。

数据来源: Wind

简评:

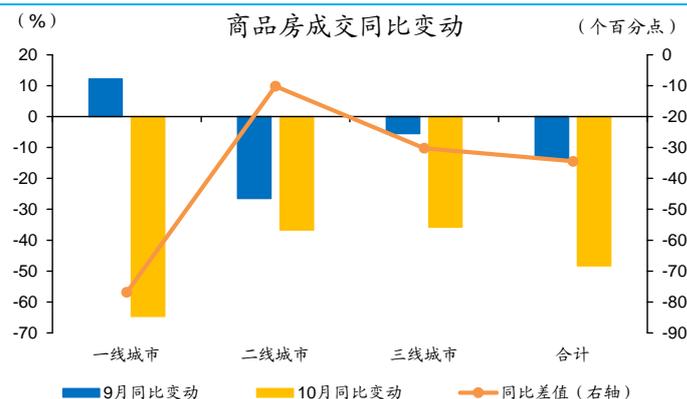
国庆假期全国商品房季节性回落幅度大于过往，各城市二手房成交有所分化。10月1日至5日，30大中城市商品房成交较上周回落86.7%、同比下降40.9%，商品房成交远低于过往国庆同期水平、或指向地产销售依然低迷；其中一线城市回落幅度最大、同比减少63.8%，二线、三线城市分别回落15.9%、29.2%。9月25日至10月1日当周，全国代表城市二手房成交有所好转、同比增长53.4%，但不同城市间增幅分化较大，其中二线城市增幅较大、同比增长72%，一线、三线城市分别同比增长26%、5%。

图表 55: 30 大中城市商品房成交显著回落



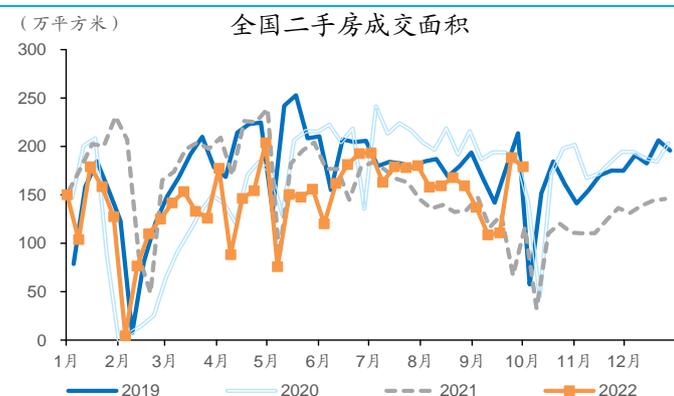
来源: Wind、国金证券研究所

图表 56: 一线城市商品房成交回落最为明显



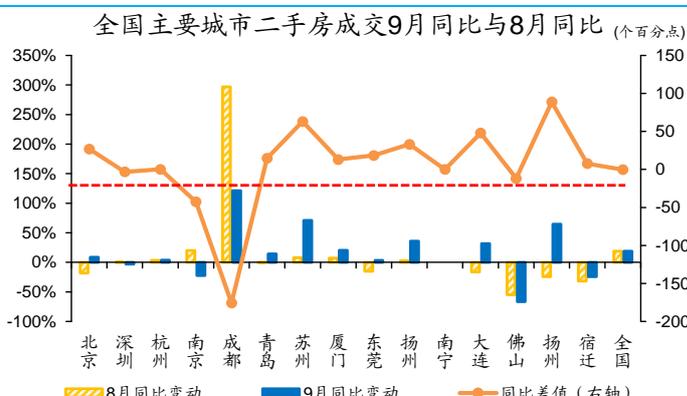
来源: Wind、国金证券研究所

图表 57: 9 月底二手房成交显著高于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 58: 9 月, 苏州、扬州等城市二手房成交较好



来源: Wind、国金证券研究所

4.3、9 月底水泥、沥青等需求持续提升, 指向基建和地产等施工改善

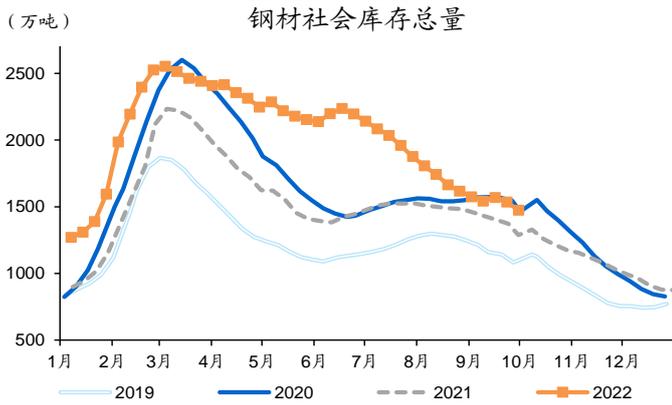
要闻: 9 月 25 日至 10 月 1 日, 高炉开工率为 82.1%、周环比持平、明显高于 2019、2021 年的同期水平; 水泥出货率为 72%、周环比提升 2.6 个百分点, 沥青开工率为 47.9%、周环比提升 1.3 个百分点。

数据来源: Wind

简评:

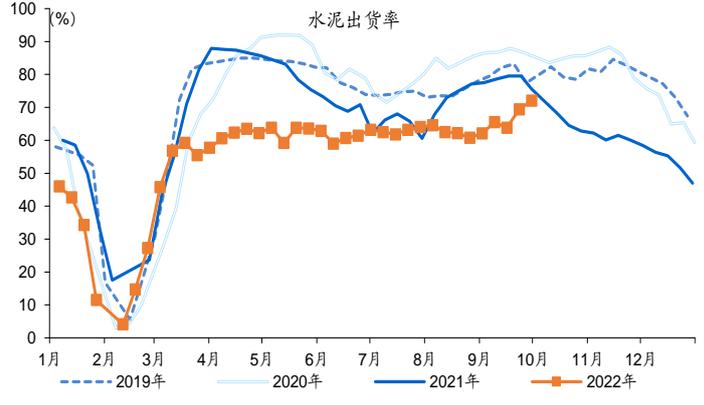
9 月底数据显示, 钢铁库存持续去化, 指向稳增长落地的水泥、沥青需求持续提升。9 月 25 日至 10 月 1 日当周, 高炉开工率逆季节性持续提升、较前周的 82.1%持平、已超过 2019、2021 年的同期水平; 钢材社会库存总量延续回落、较前一周回落 4%, 开工维持高位、库存持续去化指向钢材需求延续恢复。与此同时, 水泥出货率延续提升、较前一周提升 2.6 个百分点至 72%, 沥青开工率持续上行、较前一周提升 1.3 个百分点至 47.9%, 水泥、沥青的需求恢复或指向稳增长落地效果持续显现; 9 月中旬以来, 玻璃库存持续去化, 近两周下降 8%、指向基建、地产施工有所改善。

图表 59: 钢材社会库存总量延续去化



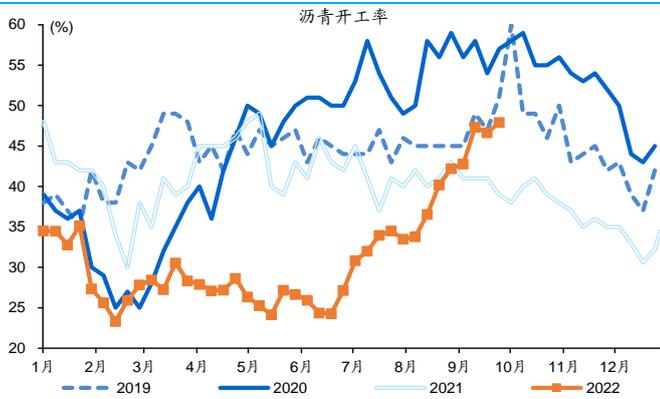
来源: Wind、国金证券研究所

图表 60: 近期, 水泥出货率快速提升



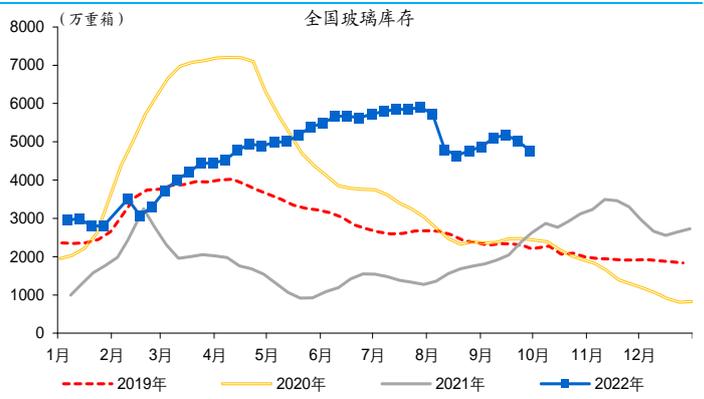
来源: Wind、国金证券研究所

图表 61: 近期, 沥青开工率延续提升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 62: 近期, 全国玻璃库存明显去化



来源: Wind、国金证券研究所

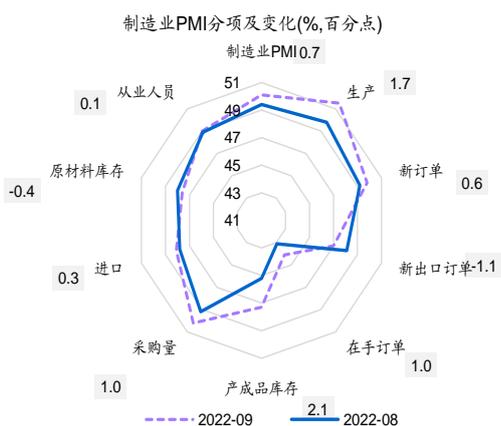
4.4、制造业 PMI 超预期回升, 但出口增长动能或趋于减弱

要闻: 9月30日, 国家统计局公布9月PMI指数, 制造业PMI指数录得50.1%、较上月回升0.7个百分点。

数据来源: Wind、国家统计局

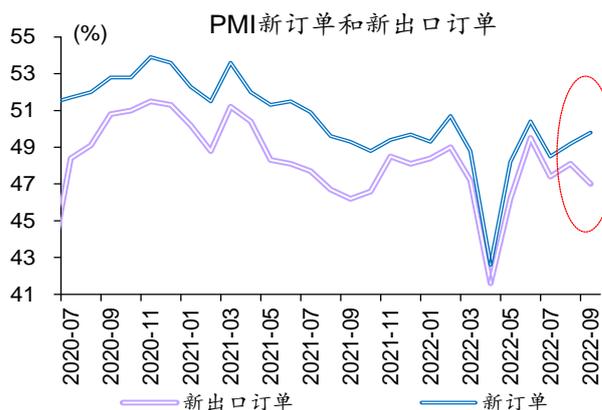
简评: 制造业PMI回到临界值上方, 经济转向内需驱动的特征更加凸显。9月, 制造业PMI录得50.1%、好于市场预期的49.7%和前值的49.4%; 多数分项指标改善, 生产回升1.7个百分点至51.5%, 新订单回升0.6个百分点至49.8%。9月, 产、需改善, 一方面缘于高温、缺电等影响消退, 另一方面也体现稳增长效果的加快显现和疫后修复; 新订单增加的同时, 新出口订单回落1.1个百分点至47%, 为年内除4月和5月疫情期间外最低, 或指向外需走弱对出口拉动趋于减弱, 与高频指示类似。

图表 63: 多指标回升, 新出口订单、原材料库存回落



来源: Wind、国金证券研究所

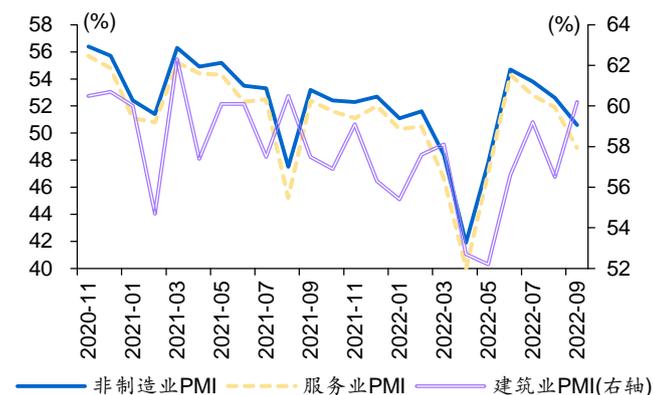
图表 64: 新订单上升, 而新出口订单大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

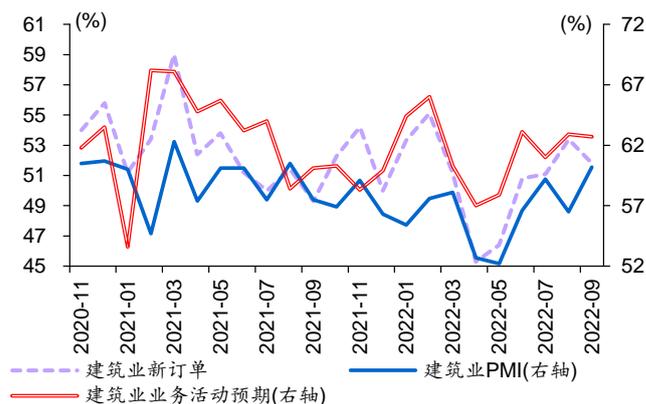
疫情反复下, 服务业拖累非制造业 PMI 回落, 但稳增长“加力”效果继续显现。9月, 非制造业 PMI 录得 50.6%、较上月回落 2 个百分点, 其中, 服务业 PMI 较上月回落 3 个百分点至 48.9%, 而建筑业 PMI 较上月回升 3.7 个百分点至 60.2%、创 2021 年 4 月以来新高。建筑业新订单和活动预期虽小幅回落, 仍处于高位; 与高频指标透露的信息类似, 稳增长“加力”措施的落地在持续加快, 沥青开工率持续回升、钢材成交量 8 月以来也明显放量。

图表 65: 服务业拖累非制造业 PMI 回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 66: 建筑业 PMI 回升, 活动预期处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

4.5、货币政策委员会例会: 总基调不变、注重政策落实, 稳地产信号强化

要闻: 9月29日, 央行货币政策委员会召开2022年第三季度例会。

数据来源: 中国人民银行

简评:

货币政策委员会例会, 对海内外经济形势研判总体仍偏谨慎, “稳字当头”、强化逆周期和跨周期调节的政策基调延续。相较于二季度, 三季度例会继续强调全球经济增长放缓、高位通胀运行, 地缘政治冲突持续; 对国内的经济形势研判边际略乐观, 由原先的“任务仍然艰巨”转变为“国内经济总体延续恢复发展态势”, 但仍然面临“三重压力”。总体形势研判偏谨慎下, 例会维持货币政策基调不变, 强调强化跨周期和逆周期调节、着力稳就业和稳物价。

会议并未透露新的增量工具, 强调政策落实, 聚焦基建、制造业等领域。相较于二季度例会, 本次在提及用好政策性开发性金融工具时, 直接指出重点发力领域是基础设施建设, 并创设再贷款等结构性货币政策工具, 支持制造业等重点领域设备更新改造等。同时, 优化大宗消费品和社会服务领域金融服务, 加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度等。

稳地产信号进一步强化，激发购房需求和推动“保交楼”。延续二季度货币政策执行报告表态，三季度例会继续强调“用好政策工具箱”、“支持刚性和改善性住房需求”，明确表示降低个人消费信贷成本、或包括房贷利率的下降推动；同时，要求推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，稳地产信号明显加强，与9月底部委稳地产措施密集发布相印证。

图表 67：2022 年二季度和三季度货币政策委员会例会内容比较

	2022Q2	2022Q3
经济金融形势	今年以来...有效实施宏观政策，最大程度稳住经济社会发展基本盘。稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，努力服务实体经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率稳中有降，人民币汇率预期平稳，双向浮动弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。	今年以来...有效实施宏观政策，最大程度稳住经济社会发展基本盘。稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期， 切实 服务实体经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率稳中有降，人民币汇率预期 总体平稳 ，双向浮动、弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。
政策基调	会议指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但 任务仍然艰巨 ，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求，统筹抓好 稳就业和稳物价 ，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节...	会议指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行， 地缘政治冲突持续 ，外部环境更趋复杂严峻， 国内经济总体延续恢复发展态势 ，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要全面落实“ 疫情要防住、经济要稳住、发展要安全 ”的要求，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节...
货币政策	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能...为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘...保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性...在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业...引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本...完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管， 着力稳定银行负债成本 ，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性... 把握好内部均衡和外部均衡的平衡 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定...引导金融机构增加制造业中长期贷款，着力稳定产业链供应链...以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能...为实体经济提供更有有力支持， 着力稳就业和稳物价 ，稳定宏观经济大盘...保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性... 用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设 。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。结构性货币政策工具要继续做好“加法”， 强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款 ...引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本...完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系， 发挥存款利率市场化调整机制重要作用 ，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本 和个人消费信贷成本 。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性...保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定...引导金融机构增加制造业中长期贷款，着力稳定产业链供应链...以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 优化大宗商品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。
地产/平台经济政策	维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环...	因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持 ，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。 推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管。
其他	坚持以经济建设为中心，坚持“两个毫不动摇”，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。坚持以深化供给侧结构性改革为主线，实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，进一步加强部门间政策协调，推动稳住经济一揽子政策尽快落地，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展，迎接党的二十大胜利召开。	坚持以经济建设为中心，坚持“两个毫不动摇”，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。坚持以深化供给侧结构性改革为主线，实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，进一步加强部门间政策协调， 落实好稳经济一揽子政策和接续政策，加力巩固经济恢复发展基础，把握好内部均衡和外部均衡的平衡 ，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。

来源：中国人民银行、国金证券研究所

4.6、地产政策：稳地产信号加强，重在激发刚需和改善性住房需求

要闻：9月29日，人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限；9月30日，人民银行公告，下调首套个人住房公积金贷款利率；9月30日，财政部发布支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告。

数据来源：中国人民银行、财政部

简评：

稳地产信号进一步加强，重在激发刚需和改善性住房需求。9月底，央行、银保监会、财政部等陆续发布三项措施，包括：6-8月房价同环比均负增长的城市可在2022年底前放宽首套房贷款利率下限；央行下调首套房公积金贷款利率0.15个百分点；财政部支持居民换购住房有关个人所得税退税的政策。地方层面，9月房地产政策放松城市数量和频次有所增多，其中宁波、济南等城

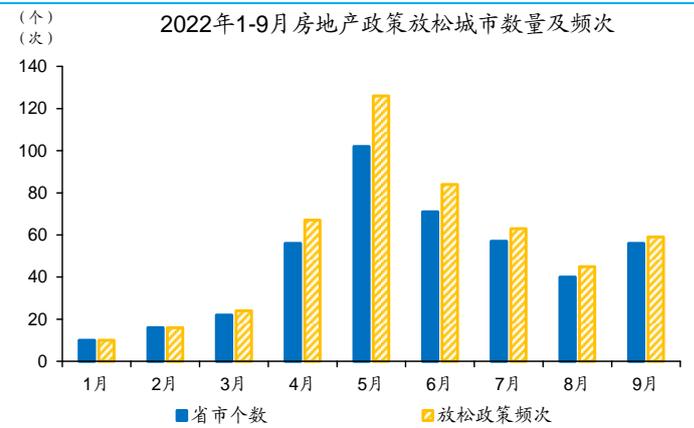
市加大需求政策放松力度；最近一周（9月24日至10月1日），浙江金华、杭州出台政策加大购房补贴力度，湖北下调土地增值税预征率。

图表 68：9月底，部委层面稳地产措施密集发布

时间	部门或职务	具体内容
9月2日	银保监会副主席	完善大型企业债务监测风险监测和处置，保障房地产融资平稳有序，支持地方保交楼稳民生，促进房地产市场平稳健康发展
9月5日	央行副行长	央行将保障房地产合理融资需求，合理支持刚性和改善性住房需求
9月12日	央行	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳妥实施房地产金融审慎管理制度
9月14日	住建部	房地产一头连着民生，一头连着发展，坚持房住不炒是做好房地产工作的根本遵循，要健全住房市场和保障两个体系，努力实现三稳目标，完善人房地钱四个要素联动机制
9月23日	银保监会	当前房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，将坚持“房住不炒”定位，围绕“三稳”目标，持续完善房地产金融管理长效机制，合理满足房地产市场融资需求，稳妥处置恒大等部分头部房企风险
9月29日	央行、银保监会	阶段性调整差别化住房信贷政策。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
9月30日	财政部、税务总局	发布关于支持居民换购住房有关个人所得税政策，对出售自有住房并在现住房出售1年内内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠
9月30日	央行	下调首套个人住房公积金贷款利率。自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下（含5年）和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%

来源：中国人民银行、财政部、国金证券研究所

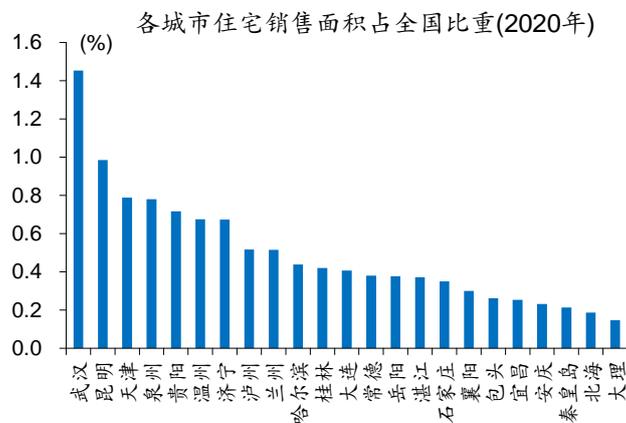
图表 69：9月地方出台稳地产措施有所增多



来源：CRIC、国金证券研究所

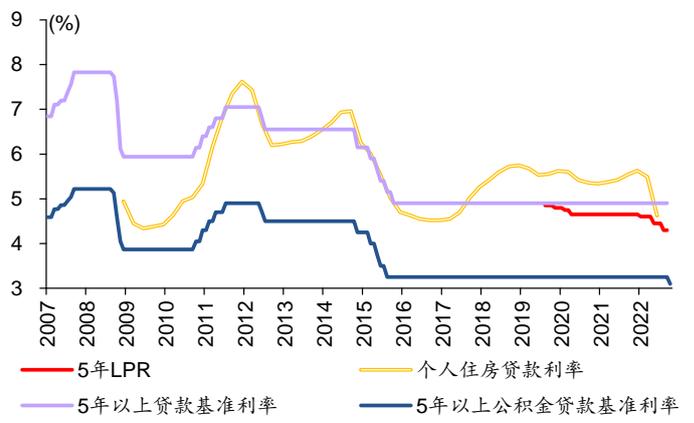
阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、时隔7年首降首套房公积金贷款利率，均重在激发刚需。对于6-8月房价同环比均负增长的城市可在2022年底前放宽首套房贷款利率下限的措施，70大中城中23个城市符合要求、2020年销售占全国比重约11.4%，规模相对有限、且只有一个季度的有效期，信号作用更强。同时，央行自2015年以来的首次下调首套房公积金贷款利率15BP，政策效果有待观察；在此之前，5年LPR今年已下调35BP，叠加各地政策放松，推动个人住房贷款利率较去年底下降超100BP。

图表 70：符合阶段性放宽房贷利率下限城市地产销售



来源：Wind、国金证券研究所

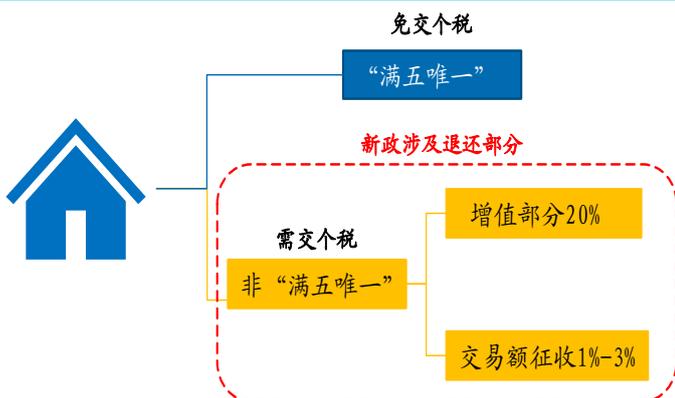
图表 71：LPR、公积金贷款利率依次下调



来源：Wind、国金证券研究所

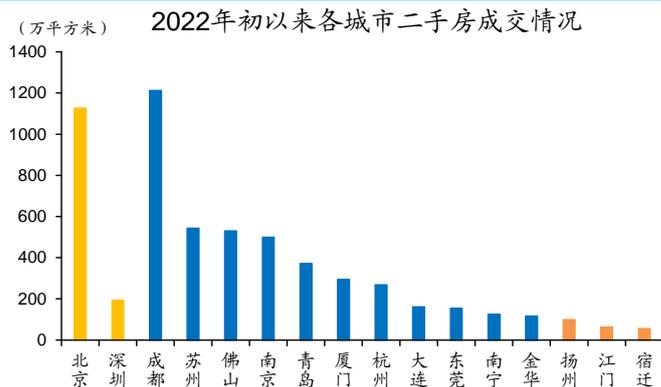
居民换购住房个人所得税优惠政策，重在支持二手房交易的改善性需求，一线和部分二线城市或相对受益。按照现行二手房交易规则，若房屋不满足“满五唯一”，出售自有住房需要缴纳个人所得税，纳税额按照房屋交易总额乘以核定征收率（例如，上海1%，不同城市有所不同），或按照两次交易增值部分的20%征收。9月30日财政部出台的政策，在2023年底之前出售自有住房后1年内重新购买住房、出售住房缴纳的个人所得税予以退还。考虑到一线城市和部分二线城市二手房成交较多、成交总额较大，本次换购住房个人所得税退税政策，或对一线城市和部分二线城市二手房影响更为明显。

图表 72: 支持居民换购住房有关个人所得税政策示意⁴



来源: 国金证券研究所

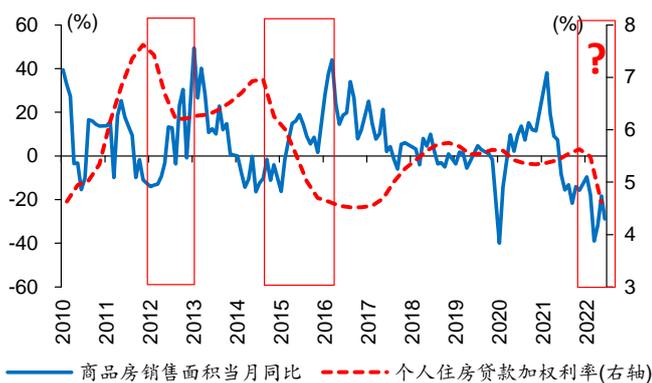
图表 73: 一线城市和部分二线城市二手房成交较多



来源: Wind、国金证券研究所

多措并举的组合效力下, 稳地产政策效果仍需进一步跟踪。不同于传统周期, 当前个人住房贷款利率已降至历史低位, 但地产销售依然低迷, 与居民收入、房价预期以及对项目“烂尾”担忧等紧密相关。央行调查数据显示, 二季度预期未来房价下跌的占比已创新高至 16%。(详情参见《房屋“断贷”的几个要点》)

图表 74: 按揭利率已降至低位, 但地产销售依然低迷



来源: Wind、国金证券研究所

图表 75: 未来房价预期下降占比创新高



来源: Wind、国金证券研究所

4.7、稳经济大盘四季度工作推进会议: 推动政策举措全面落地

要闻: 9月28日, 中共中央政治局常委、国务院总理李克强主持召开会议, 对稳经济大盘四季度工作再部署、推进再落实。

来源: 新华社

简评: 会议强调四季度经济在全年份量最重, 要推动政策举措全面落地、充分显效, 确保经济运行在合理区间。当前, 项目资金及落地堵点已通过使用专项债结存限额、新增金融工具等方式基本解决; 政策重点在于推动措施“全面落地、充分显效”。8月底以来, 政策多次强调要形成更多实物工作量; 四季度工作推进会议延续这一思路, 强调“实物工作量”与“现实需求”。

会议重点部署政策性开发性金融工具及设备更新改造专项再贷款两项重要政策工具。一是用好政策性开发性金融工具, 加快资金使用和基础设施项目建设, 在四季度形成更多实物工作量; 二是用好专项再贷款、财政贴息等政策, 加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造, 尽早形成现实需求。

⁴ 不同城市缴税方式存在差异, 示意图并不代表各地真实情况。

图表 76: 近期稳增长政策重点强调“形成实物工作量”

时间	会议/事件	具体内容
2022/7/28	中央政治局会议	用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
2022/8/24	国务院常务会议	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...核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。
2022/8/31	国务院常务会议	用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具基础上,根据实际需要扩大规模,对符合条件成熟项目满足资金需求,避免出现项目等资金情况;将上半年开工项目新增纳入支持范围,对之前符合条件但因额度限制未投放项目自动纳入支持,以在三季度形成更多实物工作量
2022/9/7	国务院常务会议	要继续用好专项债补短板。会议决定,依法盘活地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额,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。各地要在 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。
2022/9/19	国家发改委新闻发布会	①加快推动第一批 3000 亿元政策性开发性金融工具尽早形成实物工作量。 ②着力用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具,做好项目筛选和推荐,加快资金投放,督促地方抓住施工窗口期,推动项目尽快开工建设。
2022/9/26	国家发改委新闻发布会	①下一步将适度超前推进重大工程建设。用好中长期贷款、地方政府专项债、政策性开发性金融工具等,加大对新型基础设施建设的支持力度。 ②持续实施中西部地区中小城市基础网络完善工程,支持 5G、人工智能等新技术融入民生设施,促进新型基础设施提质升级。
2022/9/28	国务院召开稳经济大盘四季度工作推进会议	①用好政策性开发性金融工具,根据地方项目需求合理确定额度投放,加快资金使用和基础设施项目建设,在四季度形成更多实物工作量。 ②用好专项再贷款、财政贴息等政策,加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造,尽早形成现实需求。

来源: 政府网站、国家发改委、国金证券研究所

4.8. 政策性开发性金融工具: 投放提速, 向交通水利、市政产业园倾斜

要闻: 9 月 28 日, 进银基础设施基金完成 500 亿元资金投放任务, 共支持了 106 个重大项目。

来源: 新华社

简评: 政策性、开发性金融工具投放再提速, 向交通水利、经济大省倾斜。政策性开发性金融首批 3000 亿元已于 8 月 26 日投放完毕; 第二批金融工具也于 9 月 28 日基本投完; 交通水利、市政和产业园等是其重点支持领域; 农发行第二批 1000 亿基础设施投资基金中, 投向市政及产业园、交通水利资金占比分别为 43%、36%; 进出口银行 500 亿元基础设施投资基金中, 约 66%投向交通项目、12%投向能源水利项目。

“准财政”资金, 或成为新一轮稳增长“加力”的重要来源。随着第二批金融工具的加速落地, 项目资本金堵点进一步打通, 将推动项目加速落地、形成实物工作量。同时, 政策性、开发性金融工具可根据实际需要扩大规模, 不排除后续加力可能。高质量项目基础上, 政策性银行贷款和商业银行贷款配合金融工具共同发力, 或对后续稳增长形成重要支撑。(详情参见《“财政”稳增长, 驱动切换》)

图表 77: 政策性、开发性金融工具投放速度较快

类型	部门	时间	进度	投向
第一批 3000 亿元金融工具	农发行	8 月 20 日	农发基础设施基金投放已达 900 亿元	主要投向交通水利能源等网络型基础设施、产业升级基础设施、城市基础设施、农业农村基础设施、国家安全基础设施等五大基础设施建设重点领域。
	国开行	8 月 26 日	国开基础设施投资基金已投放 2100 亿元	重点投向中央财经委员会第十一次会议明确的五大基础设施重点领域, 重大科技创新、职业教育等领域, 以及其他可由地方政府专项债券投资的项目, 取得阶段性重要进展
第二批 3000 亿元金融工具	农发行	9 月 16 日	农发基础设施基金第二期投放完成 1000 亿元	①支持水利项目 99 个、金额 150.11 亿元、占比 15%; 交通基础设施项目 59 个、金额 210.13 亿元; 市政和产业园区基础设施项目 414 个、金额 433.87 亿元。 ②支持经济大省勇挑大梁。重点支持广东、江苏、山东、浙江、河南和四川六个经济大省, 投资项目 412 个、金额 676.37 亿元。
	国开行	9 月 20 日	国开基础设施投资基金新增额度已投放 1500 亿元	国开基础设施投资基金根据地方实际需求增加额度, 优先支持“十四五”规划内、前期工作成熟、三季度能够尽快开工的基础设施重点领域项目, 向主要经济大省倾斜, 并进一步拓宽支持领域。
	进出口银行	9 月 28 日	进银基础设施基金投放完成 500 亿元	向港口、铁路、公路等领域投放 332 亿元, 占比 66.4%; 向能源及水利基础设施领域投放 62 亿元, 占比 12.4%; 向集成电路领域投放 53 亿元, 占比 10.6%。

来源: 农发行、国开行、进出口银行、国金证券研究所

4.9、专项债结存限额加快落地: 经济大省额度较多、支持项目领域扩大

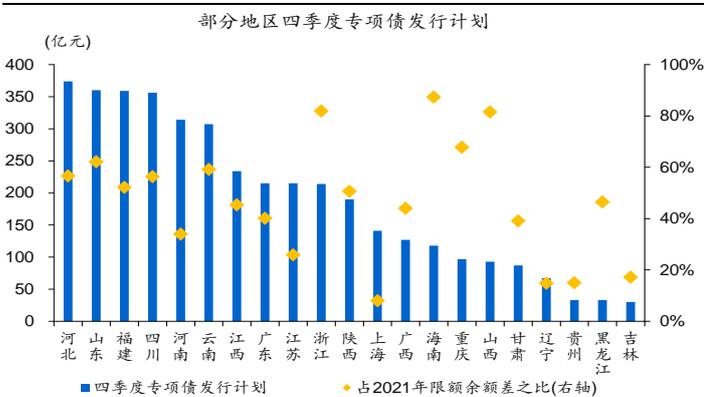
要闻: 近日, 财政部在今年已下达福建省新增政府债务限额 1640 亿元的基础上, 再次增加福建省专项债券发行额度 359 亿元, 用于支持促投资、补短板项目建设。

来源: 福建省人民政府

简评: 近日, 21 个省市披露其新增专项债发行额度或四季度发行计划; 数据显示, 专项债结存限额集中在经济大省, 而债务压力较大地区额度较低。河北、山东、福建、四川、河南经济大省核准使用的专项债结存限额均超 300 亿元, 合计规模占总额度的三分之一以上; 同时, 河北、山东等 10 省核准使用的专项债结存限额占 2021 年剩余限额的比例超 50%。而债务压力较大的辽宁、贵州和吉林核准使用的专项债结存限额较低、且占 2021 年剩余限额的比例低于 20%, 未使用的剩余限额可能用于地方发行再融资券、债务置换等。

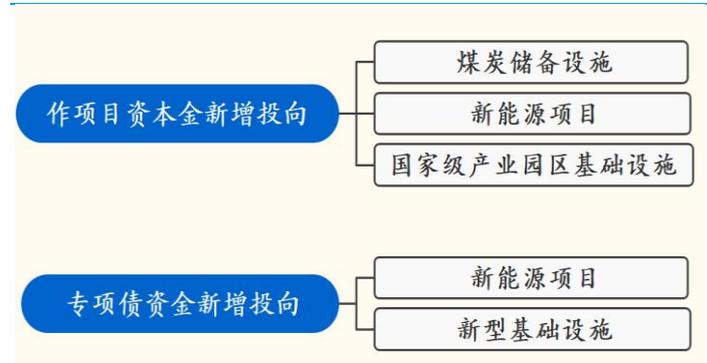
核准使用的专项债结存限额支持范围扩大。在铁路、收费公路、干线机场等 10 个领域基础上, 专项债资金可用作项目资本金领域, 增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施领域; 在交通、能源、农林水利、市政和产业园区基础设施等 9 领域基础上, 专项债资金可投向领域, 增加新能源项目和新型基础设施领域。

图表 78: 部分地区披露四季度专项债发行计划



来源: 中国债券信息网、各地政府网站、国金证券研究所

图表 79: 地方新增专项债发行额度支持领域扩大



来源: 福建省政府网站、国金证券研究所

5、风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402