

美联储坚定加息，中国经济环比弱回升

宏观经济 2022 年 8 月动态报告

核心内容：

- **美联储坚定加息，非美货币大幅贬值** 美联储在 9 月份的会议中明确通胀仍然是美联储的主要目标。美联储目标是通胀明确下行，这就意味着美联储急促加息的步伐会持续至年末。由于美元的强势，非美货币全部处于贬值状态。日元和英镑贬值幅度最快，总体来说，发达国家货币贬值幅度要超过新兴市场国家。主要是因为新兴市场国家的货币收缩的更快，巴西等国加息甚至早于美联储加息。日央行现阶段仍然在进行利率曲线控制，也就是仍然在进行货币宽松，使得日美债券利差走高，日元大幅贬值。
- **全球衰退已经在日程上** 美联储坚定的加息会使得美国经济衰退速度加快。也即是说，美联储明确现阶段货币政策会使得经济衰退，但是未来控制通胀只能放任经济衰退。预计 2023 年衰退交易会贯穿全年。
- **人民币大幅贬值：是内外原因的结合** 8 月份开始人民币贬值速度再次加快，美元兑人民币在 9 月末突破 7.2 元。人民币贬值有内外两方面原因：(1) 外部的美元升值给人民币带来压力；(2) 8 月份降息以及成都再次封控，投资者对中国经济的未来担忧加剧。9 月 27 日，央行召开全国外汇市场自律机制电视会议，对于汇率快速下滑给与关注。
- **中国经济弱回升** 中国经济处于弱回升的状态。8 月份经济低位回升，表现较为平稳，社会消费、工业生产增速超过市场预期，经济显示出了底部回升的态势，但其延续性和回升速度仍然充满争议。新冠疫情长期影响持续，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。
- **封控仍然冲击中国经济** 8 月份成都及深圳等地封控措施再次加强，中国经济再次经受考验。同时高频数据也显示全国经济仍然在低位运行，房地产销量仍然没有根本改变。另外一个方面，除了疫情封控，全球经济下滑也会在未来影响我国出口。上海出口集装箱指数快速下滑，BDI 指数也在 8 月末下滑至了低点，这意味着海运的疲软，也预示了全球贸易的萎缩。
- **央行边际收紧流动性** 8 月份开始央行有意收紧过分宽松的货币市场资金，短期货币市场资金利率抬升 8 月和 9 月的 MLF 操作均减量操作，货币市场利率随之小幅上行。另外一个方面，人民币快速贬值带来了国内流动性收紧的预期加强。对于央行来说，在汇率的压制下，短期利率再次下调的空间已经消失。如果未来资金外流出现，那么存款准备金率下调更容易实现。

主要风险：疫情封控再次加码的风险、汇率持续下滑的风险

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

目录

一、美联储坚定加息 中国经济微弱回升	3
(一) 美联储坚定加息	3
(二) 非美货币大幅贬值	4
(三) 人民币大幅贬值：是内外原因的结合	4
(四) 封控仍然冲击中国经济	5
(五) 央行边际收紧流动性	5
二、国际经济观察	6
(一) 美国：经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向	6
(二) 欧元区：欧央行鹰派加息，TPI 保障货币政策传导	15
(三) 日本：日央行继续维持宽松	19
三、国内经济：先行指标回落，经济持续回升受到质疑	21
(一) 制造业 PMI 弱修复	21
(二) 生产：防控减弱，制造业继续恢复	22
(三) 需求端：消费回升，但房地产仍然不振	24
1、消费：基数水平助力消费同比快速上行	24
2、投资：制造业投资平稳，房地产下滑，基建支撑整体投资	25
(四) 通胀：结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策	28
1、CPI：CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷	28
2、PPI：PPI 回落速度加快	30
四、金融：社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难	31
(一) 社会融资底部回升	31
(二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难	33
五、国内外主要风险	34

一、美联储坚定加息 中国经济微弱回升

全球经济恢复基本结束，美国经济表现较好，但其回落的预期更强。欧洲摆脱了俄乌战争的影响，德国经济恢复较好，欧洲的通胀使得欧央行态度更为强硬。新兴市场国家表现仍然分化，韩国、越南、印度等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。

全球央行在美联储的带领下加息进程持续，美联储仍然坚持需要等待通胀和就业有所好转才能改变。美联储坚定的加息使得美元指数大幅上行，10年期美债收益率到达了历史高点。鉴于美元强势，其余市场货币均出现下行，资本市场大幅回落。对于流动性紧缩和需求减弱的情况下，大宗商品价格快速回落，原油、黄金、铜、铝等价格走低，显示金融条件和经济增长的双重回落预期。

中国经济处于弱回升的状态。8月份经济低位回升，表现较为平稳，社会消费、工业生产增速超过市场预期，经济显示出了底部回升的态势，但其延续性和回升速度仍然充满争议。新冠疫情长期影响持续，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。

现阶段来看，经济回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行9月初国务院吹风会议强调货币政策不会大水漫灌，8月和9月MLF均缩量续作，央行缓慢从市场回收资金。8月份央行下调了LPR利率，短时间再次调整利率的可能性较弱。

人民币在9月份加速贬值，这里有美元升值的因素，也是我国经济前景不明朗导致。人民币的快速贬值加速了预期恶化，需要央行给与认真的对待。

(一) 美联储坚定加息

美联储在9月份的会议中明确通胀仍然是美联储的主要目标。尽管美国通胀预期在下行，但是CPI仍然处于高位。尤其是美国居民信贷持续上行意味着短期内PCE下行速度不会很快。加上房屋和房租均有粘性，通胀下行速度可能偏缓。而美联储目标是通胀明确下行，这就意味着美联储急促加息的步伐会持续至年末。

图 1: 信贷仍然支持消费 (%)

图 2: 美国通胀预期 (%)



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

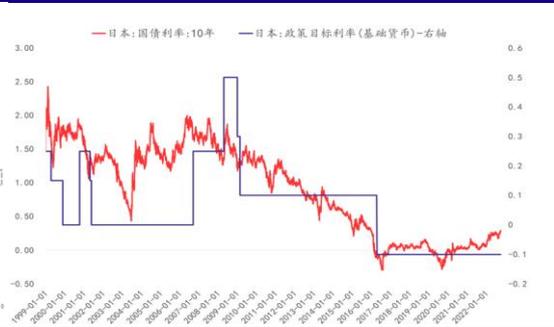
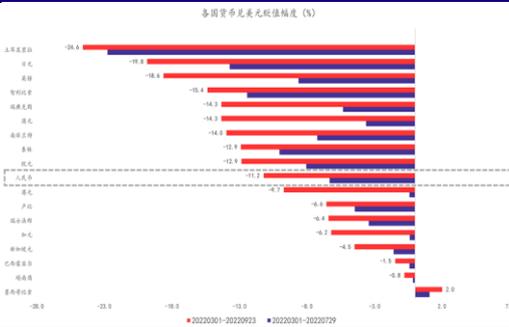
美联储坚定的加息会使得美国经济衰退速度加快。也即是说,美联储明确现阶段货币政策会使得经济衰退,但是未来控制通胀只能放任经济衰退。预计 2023 年衰退交易会贯穿全年。

(二) 非美货币大幅贬值

由于美元的强势,非美货币全部处于贬值状态。日元和英镑贬值幅度最快,总体来说,发达国家货币贬值幅度要超过新兴市场国家。主要是因为新兴市场国家的货币收缩的更快,巴西等国加息甚至早于美联储加息。日央行现阶段仍然在进行利率曲线控制,也就是仍然在进行货币宽松,使得日美债券利差走高,日元大幅贬值。

图 3: 3 月以来各国货币贬值幅度 (%)

图 4: 日本的利率曲线控制 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

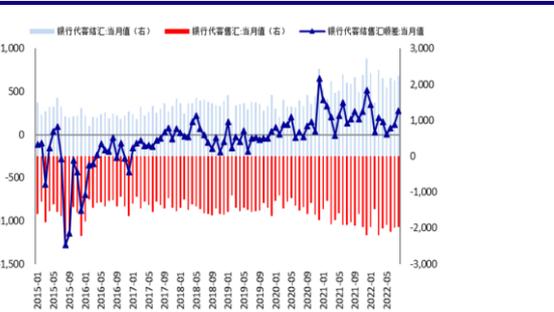
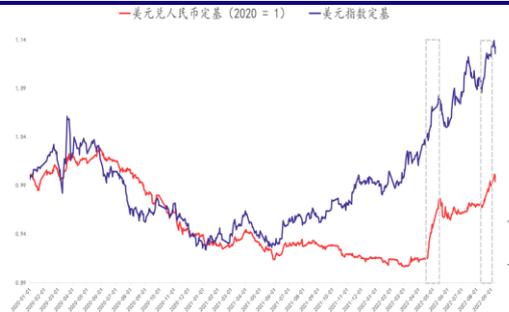
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 人民币大幅贬值: 是内外原因的结合

8 月份开始人民币贬值速度再次加快,美元兑人民币在 9 月末突破 7.2 元。人民币贬值有内外两方面原因: (1) 外部的美元升值给人民币带来压力; (2) 8 月份降息以及成都再次封控,投资者对中国经济的未来担忧加剧。但是另外一个方面,大规模的资本流出并不明显,银行代客理财仍然保持顺差。9 月 27 日,央行召开全国外汇市场自律机制电视会议,对于汇率快速下滑给与关注。

图 5: 人民币持续贬值

图 6: 银行代客理财 (亿元)



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

(四) 封控仍然冲击中国经济

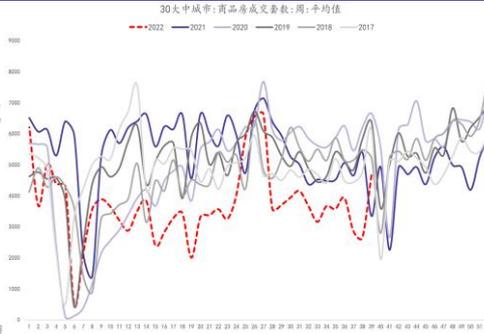
8月份成都及深圳等地封控措施再次加强，中国经济再次经受考验。同时高频数据也显示全国经济仍然在低位运行，房地产销量仍然没有根本改变。

图 7: 全国主要城市地铁客运量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

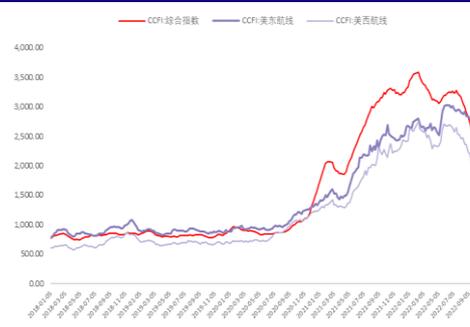
图 8: 30大中城市商品房成交套数(万)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

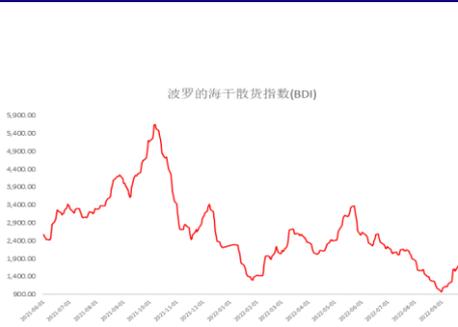
另外一个方面，除了疫情封控，全球经济下滑也会在未来影响我国出口。上海出口集装箱指数快速下滑，BDI 指数也在 8 月末下滑至了低点，这意味着海运的疲软，也预示了全球贸易的萎缩。

图 9: 上海出口集装箱指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 波罗的海干散货指数(BDI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

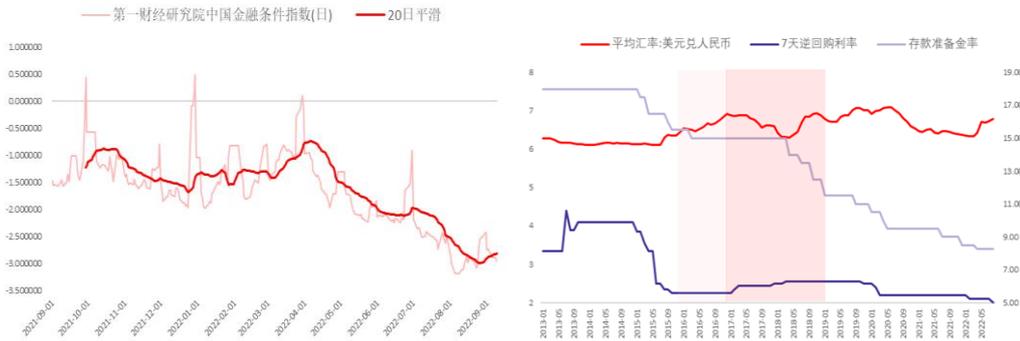
(五) 央行边际收紧流动性

8月份开始央行有意收紧过分宽松的货币市场资金，短期货币市场资金利率抬升。由于资金在金融机构和实体经济之间传递并不顺畅，货币市场资金处于“极度”充裕的状态，央行着意回收资金。8月和9月的MLF操作均减量操作，货币市场利率随之小幅上行。另外一个方面，人民币快速贬值带来了国内流动性收紧的预期加强。

对于央行来说，在汇率的压制下，短期利率再次下调的空间已经消失。如果未来资金外流出现，那么存款准备金率下调更容易实现。

图 11: 金融条件指数上行

图 12: 央行的货币三角



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、国际经济观察

(一) 美国: 经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向

美国经济已经开始滑向衰退, 不仅二季度经济负增长, PMI、房地产、消费和投资相关指标都出现回落, 这是着手打击总需求控通胀的美联储希望看到的。通胀目前仍然处于绝对高位, 可能正在进行磨顶, 但通胀交易已经被衰退交易所取代。市场将经济的坏消息视为迫使美联储更早转向放松金融条件的好消息, 但是通胀的粘性可能导致其回落到 2% 的中长期目标需要继续的紧缩。尽管其他经济指标普遍下行, 劳动市场依然较强, 一方面是就业数据滞后于经济, 另一方面美国由于婴儿潮一代开始退休等因素在劳动供给上可能出现变化。同时非农人均生产力的下降可能导致更多需求, 供需不平衡将使工资增速在短期继续, 侧面加大通胀压力。优秀的就业数据也阻止 NBER 将连续两个季度的 GDP 负增长判断为衰退, 这给美联储保持紧缩力度提供了支撑。目前市场在押注美联储政策转向的时间点, 但美国经济的进一步下滑路径明确, 难以避免。

美国二季度 GDP 初值-0.9%:

美国二季度 GDP 实际环比折年初值录得-0.9%, 一季度为-1.6%, 已经连续两个季度负增长, 进入“技术性衰退”¹。不过在衰退阴霾下, 市场情绪依然良好, 而究其原因, 瑞士信贷分析师的观点²可能较有代表性: “今天的 (GDP) 报告明确显示了经济活动的实质性走弱并增加了美联储转鸽的可能… 目前, 坏消息就是股票的好消息”。

与一季度受严重贸易逆差和库存下降而负增长的一季度数据不同, 二季度 GDP 初值反映出了总需求开始走弱, 美联储的紧缩和衰退预期已经迅速作用于经济。当然, 后期的核算可能对初值做出调整, 但初值表现出的趋势仍值得关注。从分项来看, 占比最大的个人消费支出环比依然维持 1.0% 的增长, 对 GDP 有 0.7 个百分点的正向贡献, 但已经显著小于今年一季度 1.24%

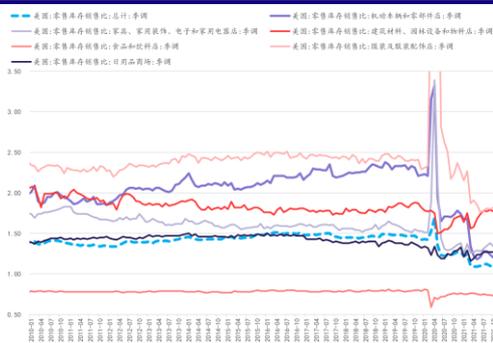
¹ 一般连续两个季度的负增长较易被 NBER 定义为衰退, 但是最终决定权仍在 NBER

² Asian shares mostly higher after rally on Wall Street | AP News

和 2021 年四季度的 1.76% 的拉动。商品消费出现明显萎缩，耐用品和非耐用品环比下滑 2.6% 和 5.5%。服务成为消费的压舱石，环比增速加快至 4.1%，独自拉动 GDP 上行 1.78%，

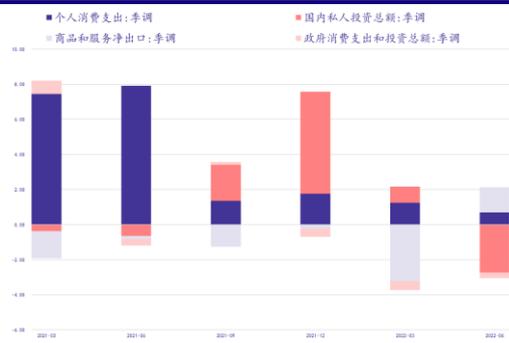
国内私人投资总额环比下降 13.5%，是负增长的主要因素，其中固定资产投资下滑 3.9%。由于美联储迅猛的加息导致房贷利率上行，住宅和建筑相关投资大幅缩水，分别下行 14% 和 11.7%。设备投资方面也不乐观，由于制造业 PMI 新订单近期的明显转弱，设备投资从一季度的 14.1% 的高增长下行至 -2.7%。库存方面，尽管两个季度的私人库存都是负增长，但原因截然不同：一季度库存的下行主要因为消费十分强劲导致，这也能从高进口额中得到印证，而二季度库存下行则是因为衰退预期和高通胀削弱了居民消费能力，商场库销比上升尤为显著，企业补库存动力弱化。

图 13: 美国零售部门库销比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: GDP 各项环比拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国二季度出口走强而进口大幅放缓，净出口带动 GDP 增长 1.4%，和一季度形成镜像。进口中商品增速由前值 20.1% 下滑至 -0.1%，而服务进口继续加快，反而继续拖累 GDP。随着商品定价逐渐由衰退交易的逻辑主导，叠加高内外需求走弱，出口在三季度可能还有一定支撑，但也处于下行通道。

政府支出继续萎缩，经济刺激型法案在通胀期难以在国会得到支持。不过，随着经济放缓，拜登政府似乎又有动作：国会在 7 月末不仅通过了 2800 亿美元的政策包支持半导体行业，同时“收税再支出” (tax-and-spend) 法案也有望通过，这将给拜登政府带来 3690 亿美元用于应对气候变化和增大绿色项目。如果第二个法案也顺利通过，那么政府支出有望在未来小幅托举下滑的美国经济，但改变不了经济向下的动能。

图 15: 美国二季度 GDP 数据

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率			环比拉动		
		Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21
GDP	100	19.68	19.73	19.81	-0.9	-1.6	6.9			
个人消费支出	70.71	13.92	13.88	13.82	1	1.8	2.5	0.7	1.24	1.76
商品	27.78	5.47	5.53	5.53	-4.4	-0.3	1.1	0.08	-0.07	0.28
耐用品	11.12	2.19	2.20	2.17	-2.6	5.9	2.5	-0.22	0.49	0.22
非耐用品	16.86	3.32	3.37	3.40	-5.5	-3.7	0.4	-0.85	-0.56	0.06
服务	43.66	8.59	8.51	8.45	4.1	3	3.3	1.78	1.31	1.48
国内私人投资总额	19.36	3.81	3.95	3.90	-13.5	5	36.7	-2.73	0.93	5.82
固定资产投资	18.48	3.64	3.67	3.61	-3.9	7.4	2.7	-0.72	1.28	0.5
非住宅投资	15.12	2.97	2.98	2.91	-0.1	10	2.9	-0.01	1.26	0.4
建筑	2.18	0.43	0.44	0.44	-11.7	-0.9	-8.3	-0.32	-0.02	-0.22
设备	6.87	1.35	1.36	1.32	-2.7	14.1	2.8	-0.16	0.73	0.17
知识产权	6.26	1.23	1.21	1.17	9.2	11.2	8.9	0.47	0.56	0.45
住宅	3.42	0.67	0.70	0.70	-14	0.4	2.2	-0.71	0.02	0.1
私人库存变动	0.41	0.08	0.19	0.19				-2.01	-0.35	5.32
出口	9.26	2.46	2.36	2.39	18	-4.8	22.4	1.92	-0.55	2.24
商品出口	3.39	1.82	1.76	1.79	15.6	-7.6	23.4	1.19	-0.63	1.64
服务出口	20.00	0.67	0.63	0.63	24.2	2.4	19.9	0.72	0.08	0.59
进口	17.35	3.94	3.91	3.74	3.1	18.9	17.9	-0.49	-2.69	-2.46
商品进口	2.78	3.41	3.41	3.26	-0.1	20.2	18.9	0.01	-2.4	-2.16
服务进口	16.86	0.55	0.52	0.51	21.1	12.1	13.1	-0.5	-0.29	-0.31
政府	6.56	3.32	3.33	3.36	-1.9	-2.9	-2.6	-0.33	-0.51	-0.46
联邦政府	10.29	1.29	1.30	1.32	-3.2	-6.8	-4.3	-0.2	-0.46	-0.29
州和地方政府	3.90	2.03	2.03	2.03	-1.2	-0.5	-1.6	-0.13	-0.05	-0.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储动态:

7月27日美联储FOMC会议在6月CPI超预期后继续加息75bps, 联邦目标基金利率达到2.25%-2.50%的中性水平。由于联邦基金利率已经达美联储认定的中性, 未来三次议息会议只需要两次50bps和一次25bps的加息即可达到美联储6月预测的中位数3.4%, 并追上市场预期范围; 因此, 在通胀不继续上扬的情况下, 美联储无需拿出更鹰派的姿态追赶市场, 货币政策预期最紧的时刻可能将要过去。鲍威尔在新闻发布会中表示随着货币政策的收紧, “未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”这样的鸽派发言也让市场对加息放缓和2023可能的降息充满期待。

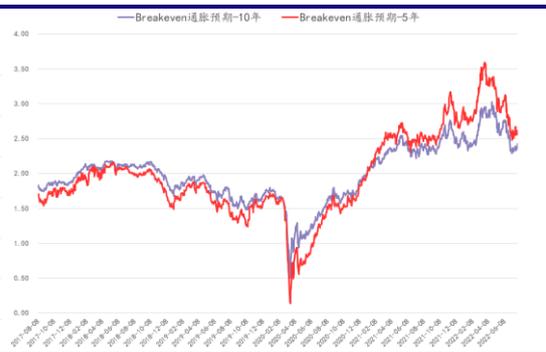
在未来的紧缩路径上, 美联储采取了灵活的模糊: 首先, 自己在6月被前瞻性指引绊住手脚以及中性利率达成的情况下, 美联储决定抛弃前瞻性指引, 转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次, 由于6、7月份的通胀数据都大超预期, 鲍威尔声称9月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息, 我们的理解是9月的基准情形为50bps, 但如果通胀又出现意外上行, 75bps就会延续。总体上, 由于通胀的高企和劳动市场较好的抗紧缩能力, 加息仍将持续, 只是力度和频率可能放缓, 美联储已经把利息路径推给了数据, 故而在通胀出现实质性向2%的目标下降前不宜过早期待金融条件从收紧转向。

图 16: 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 17: 美债 Breakeven 通胀预期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

缩表方面，美联储宣称仍将按原计划进行，目前维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。但是从实际执行状况来看，美联储在收紧流动性方面依然相当谨慎：截至 7 月 20 日，美联储总资产仅减少了 182.82 亿美元，其中国债减少 383.66 亿美元，MBS 增加 188.15 亿美元，这一方面可能因为缩表初期的磨合使节奏偏慢，另一方面也可能体现了美联储对紧缩下银行流动性的担忧。

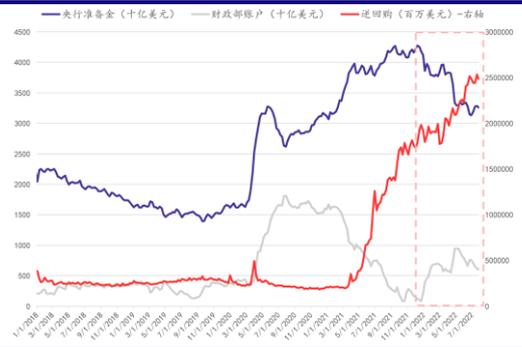
一般来说，当缩表进行时，理想的路径是货币市场基金由“地板利率”提供者逆回购（RRP）中撤出，然后将流动性借给银行来购买缩表所释放的国债和 MBS。这种情况下，货币市场基金提供的流动性将直接转化为国债，并不影响银行在美联储的准备金规模，也就不会影响银行体系货币派生。但是目前来看，RRP 规模依然在不断上升，反而是银行在美联储准备金规模在下降。根据美联储 6 月纪要中的解释，减少的国债供应、高流动性水平和政策利率不确定性导致了短期投资需求的上升，这使隔夜逆回购（ON RRP）的使用显著上行，也就是说货币市场基金并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中。这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，相比 2021 年末的峰值已将下降了 9950 亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的美联储想看到的，但是缩表出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力，抬升有效联邦基金利率。因此，美联储近期对缩表操作相对谨慎。

图 18：美联储计划缩表路径（万亿美元）



资料来源：Fed，中国银河证券研究院整理

图 19：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美联储本次声明的最大变化就是对经济环境的表述。6 月会议时美联储认为“整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和”。而本月直接改为“近期的支出和生产指标已经弱化；消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓，房地产业活动由于房贷利率上行走弱，二季度商业固定投资也已经下行”。唯一坚挺的重要数据来自滞后的劳动市场：失业率依然处于 3.6% 的绝对低位，新增非农就业 5 月份下滑后在 6 月回升，服务类就业表现依然良好，新增失业金申领人数 7 月依然处于低位。从美联储关注的角度来看，高通胀和低失业依然支持持续紧缩。

虽然近期经济指标的下滑似乎导致美股开始押注美联储货币政策转向的提前，但是经济下滑事实上是美联储想看到的。在新闻发布会上被路透社问及加息是更倾向于过度还是不足时，鲍威尔虽然没有直接回答，但表示如果现在不控制住通胀未来的麻烦将更大，暗示了美联储加息“矫枉过正”的姿态。近期美国 PMI 初值、房地产、消费的回落是金融条件收紧的正常结果，是打击总需求以压低通胀的必要条件，并不足以促使美联储货币政策的转向。鲍威尔的发布会稿中两次

提及总需求依然强劲，同时表示控制通胀可能伴随着“低于正常趋势的经济增长”(below-trend economic growth)，这都体现了美联储鹰派紧缩的态度并未转变。而关于放缓加息节奏的表述也实属正常，毕竟美联储已经达到自己认定的中性利率，通胀也可能处于见顶期，美联储总不可能一直保持每次 75bps 这种超常节奏，但这并不意味着通胀从 9.1% 向 2% 靠拢前美联储会轻易放松金融条件。

图 20: 美国 PMI 初值继续下滑 (%)

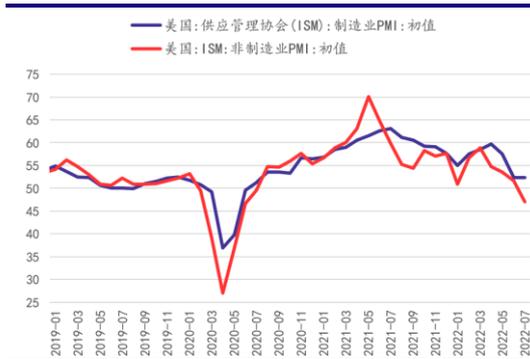


图 21: 美国耐用品消费下行 (%)

	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
零售总计	8.94	8.30	8.25	7.39	17.97	13.44	16.05	19.92	15.00
机动车辆及零部件	-0.02	-4.19	-1.15	-1.09	17.79	12.84	8.72	16.06	8.37
机动车	-1.06	-5.53	-1.69	-1.65	17.72	12.43	7.73	15.74	7.96
零件和轮胎	/	13.96	5.98	6.03	18.56	17.71	22.02	19.80	13.31
家具和家装&电子和家电	-0.63	-0.56	-0.10	-0.57	6.70	-0.78	9.28	13.58	13.02
家具和家装	4.82	2.18	2.06	1.06	7.76	-0.09	7.50	16.92	10.88
电子和家用电器	8.72	-4.92	-2.62	-3.55	4.98	-1.83	11.53	9.10	16.44
建筑材料和机械设备	6.67	8.06	-0.82	3.41	14.50	9.33	12.02	15.14	5.96
建筑材料	/	8.59	0.15	4.90	15.99	10.68	11.54	15.00	5.76
食品饮料	7.51	6.73	9.18	7.58	7.86	7.08	9.45	7.69	7.74
酒类、葡萄酒、啤酒	/	-1.68	1.15	-1.20	2.99	-1.83	5.75	5.04	1.00
超市和杂货店	/	7.65	9.93	8.62	8.09	7.79	9.54	7.21	8.14
加油站	49.92	46.29	37.95	39.97	37.43	32.72	42.29	32.87	44.19
服饰	0.19	3.71	12.07	8.49	27.37	17.73	25.68	37.41	23.28
服装	/	5.70	12.21	9.19	25.90	18.56	23.42	34.28	19.95
鞋履	/	-4.55	-1.87	-6.17	19.95	-2.03	15.45	24.77	11.87
箱包	/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
体育用品、书和音乐、业余爱好品	2.37	1.49	-0.60	-0.17	14.16	0.80	16.30	23.11	15.46
日用品商场	2.07	1.10	1.85	-1.64	6.60	4.12	11.55	11.10	11.67
百货公司 (不包括租赁部门)	-0.78	-1.47	6.73	-2.01	13.97	6.84	17.83	17.14	15.48
其他日用品商场	/	1.61	0.95	-1.46	5.31	3.87	10.08	9.89	10.97
杂货店 (含 零食、文具、礼品店)	15.12	25.15	18.67	18.81	28.39	21.50	21.34	30.76	26.97
无店铺零售	9.64	8.37	7.83	5.05	14.76	14.66	9.62	16.71	11.14
电子购物和网购	/	7.34	7.59	3.19	14.43	13.66	9.25	16.14	11.66
邮购和目录	/	48.16	39.99	37.61	25.02	37.08	22.10	48.59	28.42
餐饮服务	13.74	17.02	21.45	22.54	35.55	25.25	44.92	38.68	32.33

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

制造业与非制造业 PMI:

2022 年 7 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 52.8，比上月的 53.0 下滑 0.2%，已经低于三年均值 55.2；6 月非制造业 PMI 为 55.3（7 月初值仅为 47），比上月的 55.9 下滑 0.6%，景气度低于三年均值 57.5。由于美联储紧缩、美国劳动市场过热、居民超额储蓄逐渐耗尽和俄乌冲突持续等问题，美国制造业与非制造业 PMI 继续下滑。整体上，两个指数都已经回落到三年均值以下，紧缩迅速开始见效。当前通胀依然高位，利率快速攀升，在美联储打击总需求控制物价的策略下，PMI 大概率继续下滑。

分项来看，制造业 7 月新订单指数下滑 1.2 至 48，连续 2 个月萎缩，需求端在美联储紧缩后迅速疲弱，主要大类中只有计算机和电子设备新订单有一定增长，新订单下行的主要原因包括经济预期变差、原料价格高位和更长的订单至交货时间。在 18 个制造行业中有 7 个新订单下降，包括木制品、家具和相关制品、金属制品、塑料和橡胶制品、一般制造业、化学产品和机械。

6 月产出指数为 53.5，环比下降 1.4，连续 26 个月扩张。木制品、纺织、一般制造业、金属制品、电子电器和食品饮料烟草 6 个类别产出降低。虽然原材料价格下行，供给限制减少，但工人的高流动率使工厂难以达到最佳产出水平。另外，产出大幅高于新订单，库存依然上行，叠加紧缩对经济的限制，产出也可能很快受到制约而下行。

订单库存指数下行 1.9 至 51.3，低于 3 年均值，但保持了 25 月的扩张，企业继续消化积压的订单。由于新订单继续放缓而生产仍在扩张区间，其下月下降的可能更大。自有库存指数为 57.3，环比上行 1.3 个百分点，高于三年均值。库存和新订单差距为 9.3，比上个月扩大，客户库存上升 4.3 至 39.5，虽然是低位，但是消费放缓会导致客户并不乐于补库存，生产可能并没有利用低客户库存扩张的机会。

就业方面，制造业就业指数为 49.9，比上月上行 2.6，已经是第三个月低于临界点。由于就业数据一般滞后于经济，美国劳动力市场的供不应求和失业率极低并未改变，劳动

参与率未恢复到疫情前水平，年龄偏大的劳动人员积极性下降，婴儿潮一代正步入集中退休阶段，同时员工流失率较高。因此，就业指数接连下滑，也不利于生产扩张。

供应商交付指数大幅下行 2.1 至 55.2，交付时间继续改善，供应链的压力减弱，有利于解决供给段瓶颈，帮助缓解物价。物价指数从上月的 78.5 大幅下行至 60.0，价格压力缓解但依然处于绝对高位。俄乌冲突导致的能源价格上涨是最主要因素，7 月原油煤炭、金属和木材三个行业报告原材料价格下行，但仍有 12 个行业报告涨价，整体价格压力仍在。

整体来看，当前美国制造业活动表现尚可，但供大于求的疲态加剧。虽然制造业 PMI 仍然处于扩张期间，但是订单大幅放缓，原材料价格居高不下，劳动市场供不应求且美联储为控制通胀的加息缩表力度很大，这些都对制造业构成直接的压力。美国二季度 GDP 中设备投资出现负增长，制造业在总需求受到打击时将会继续走弱。

非制造业 6 月表现好于制造业（但是 7 月非制造业初值显示了大幅萎缩），但就业再次走弱。6 月商业活动指数上行 1.6 至 56.1，新订单下降 2.0 至 55.6，库存下行 3.5 至 47.5，就业下降 0.7 至 50.2。一方面劳动力市场已经相当紧凑，很难继续扩张，另一方面劳动参与率可能由于婴儿潮一代退休而下降。非制造业 PMI 物价回落 2.0 至 80.1，成本压力依然很大。库存小幅下行，而新订单代表的需求虽然下降但仍在扩张期。美国消费者信心在猛烈加息后处于绝对低点，在商品消费已经下滑的情况下，美联储压制的重点就是服务价格的上行，非制造业未来也会面临较快的下行。

图 22: ISM 制造业 PMI (%)

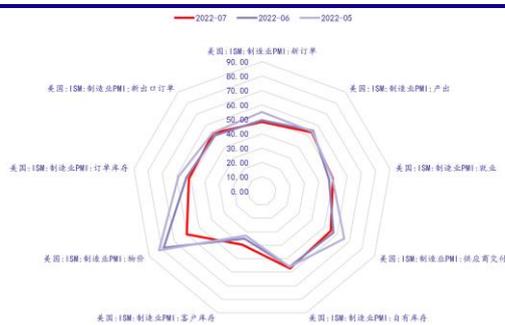
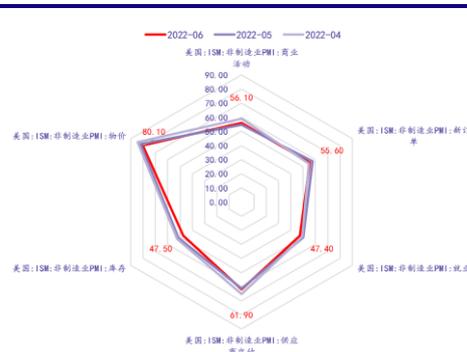


图 23: ISM 非制造业 PMI (%)



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

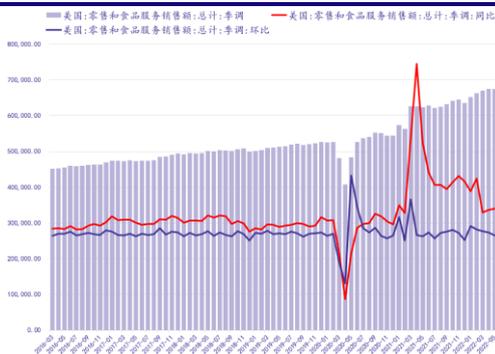
零售和消费者信心:

美国商务部公布数据显示，美国 6 月零售销售同比增速为 8.4%，高于长期平均零售增速 5.5%，但正在向均值靠拢；零售环比增速 1.0%，高于前值-0.13%。未季调的主要零售类别中，机动车 (-1.06%)、电子和家电 (-8.73%)、百货公司 (-0.78%) 都出现了同比负增长，服饰几乎没有增长，建筑物料和园林设备、杂货店、餐饮等虽然同比增速依然不低但继续下滑，增速继续加快的主要还是食品饮料、加油站 (49.92%) 和网络购物。商品消费已经开始明显走弱，美联储的紧缩，能源食品挤出其他消费和通胀对实际工资的侵蚀都在导致消费走弱。服务消费由于疫情影响减退后的反弹仍有一定韧性，但在金融条件持续收紧的背景下增速也将继续放缓。美联储当前打击总需求的目的是在商品销售上快速见效，美国家庭在疫情前积累的超额储蓄基本耗尽，通胀大概率处于磨顶阶段；不过需要注意的是 2022 年二季度名义

工资增速依然不低，且美国家庭资产净值仍处于高位，同时核心通胀部分粘性较大，美联储可能还是需要保持紧缩力度才能有效防止家庭加杠杆消费。不过目前市场正在押注美国衰退快速到来导致美联储向鸽派倾斜，CME 联邦利率期货预期显示 2023 年市场期待美联储降息。

美国咨商会 (Conference Board) 消费者信心指数显示，7 月美国消费者信心指数从前值 98.4 下滑至 95.7，连续三个月下降，处于 2017 年以来的低位。密歇根大学的消费者信心指数 7 月份录得 51.5，比上月上升 1.5，依然处于本世纪以来的最低点。由于美联储 6、7 月迅猛的加息，通胀预期下行，12 个月内的预期下滑 0.1% 至 5.2%，5 年预期下滑 0.2% 至 2.9%，低于美联储预测的联邦基金利率中位数。紧缩下总需求收紧是主旋律，消费处于下滑通道的确定性较强。

图 24: 美国零售额环比下滑 (%)



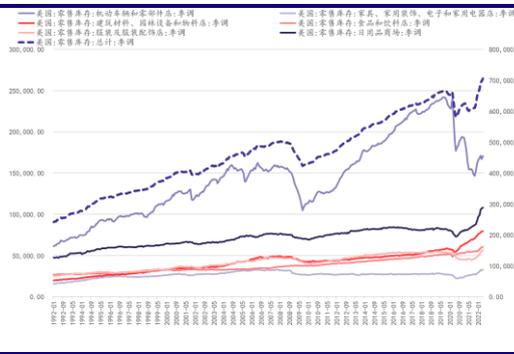
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 商场和建材库存偏高 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 咨商会消费者信心指数 (%)



资料来源: Conference Board, 中国银河证券研究院整理

劳动市场:

美国劳工数据局 (BLS) 8 月 5 日公布了 7 月非农就业相关数据。7 月新增非农就业 52.8 万人，为 25 万人的市场预期两倍，失业率下滑至 3.5% 的低点，非农时薪同比增速 5.21%，环比增速 0.47% 且比前两个月加快，劳动参与率下滑 0.1% 至 62.1%。总体上，非农就业数据反映了劳动市场出乎意料的韧性，供需依然严重不平衡，工资仍在上涨，美联储还需保持紧缩防止工资-物价螺旋加大通胀。

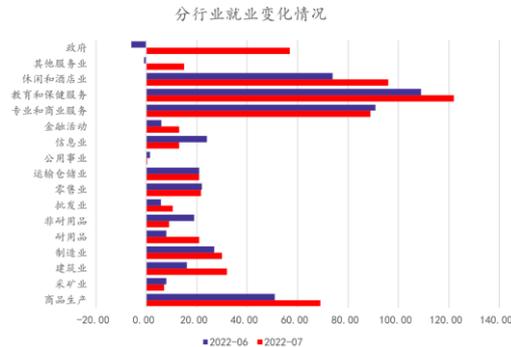
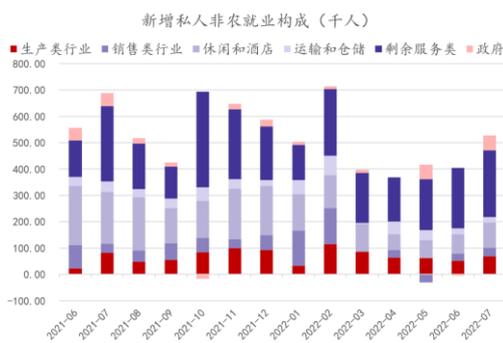
从结构上来看，服务业仍是新增就业的集中区，教育和保健服务以及专业和商业服务多雇佣了 21.1 万人，休闲和酒店业雇佣了 9.6 万人；改善明显的还有政府雇员、其他服务业、金融业和批发业，零售业新增人员则保持了增幅。服务业的整体改善反映服务消费韧性很强，

核心通胀粘性大。同时，生产类就业出现反弹，虽然非耐用品制造人员继续萎缩，耐用品却比6月多增1.3万人，相关消费可能回暖。建筑业也出现反弹，新增3.2万人，比上月多增1.6万人，虽然数据显示地产投资和新房销售都在下滑，但结构性人员短缺还是会推升工资。

私人部门非农工资同比增速保持高位，环比的上行还有所加快。从细项的环比增速看，只有运输和仓储业和耐用品的薪资出现萎缩，而休闲和酒店业环比上涨了1.00%，结合大幅上行的新增就业人数可以看出其供需缺口仍然较大，岗位的空缺还会给薪资提供上行动力。其他工资增速较快的还有信息业、采矿业、教育及保健服务和批发业。整体上，7月的工资增速大概率依然慢于通胀增速，不利于消费，但需求的短期韧性结合较大的劳动市场供需缺口（6月份约为479万人）迫使服务业雇主继续提高工资，这会通过工资-物价螺旋反映在通胀上。

图 28：美国新增非农就业人数（千人）

图 29：各行业新增就业人数变化（千人）



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

房地产业：

美国6月份新屋销售环比录得-8.1%，上半年仅有5月是正增长，在房贷利率快速大涨后，房屋销售明显开始放缓。库存方面，截至6月底，市场上有46.4万套新房待售，高于5月份时的44.5万套。按照目前的销售速度，需要大约9.4个月的时间才能消耗完新房的供应，比上个月的8.32个月上升，今年年初，这个数字仅为5.62个月。新屋去库存放缓，而库销比处于次贷危机以来高位。新屋的库存销售比远高于同期成屋的2.95个月，不过成屋库销比也继续小幅上行。

房价仍在攀升中，Zillow社会房价统计录得19.8%的同比增速，还未显著放缓，但高价格和高房贷利率开始影响居民负担房产的能力。虽然从6月的高点回落，30年期固定房贷利率在7月28日仍然高达5.3%，15年期也高达4.58%，进一步提高了购房成本。面对放缓的经济和实际收入与更高的借贷成本，对房屋的需求将下降。需求的逐渐放缓持续在房地产投资中体现，美国二季度住房投资环比增速下行14%，同比增速下行约1个百分点至8.9，未来很可能继续回落。库存显示新房供给依然充足，在需求回落的情况下，将带动房价从高位回落，但需要注意的是价格的回落通常滞后于需求，因此房价短期仍可能保持高位，而居住成本通胀将至少持续至明年年中。

图 30：美国新建住房和成屋销售

图 31：美国新屋开工（千套）



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

通货膨胀:

美国劳工数据局 (BLS) 公布的 6 月消费者价格指数 (CPI) 刷新自 1981 年以来的记录, 同比增速从 5 月的 8.6% 上升至 9.1%, 剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 5.9%, 比 6 月的 6.0% 继续回落。环比方面, CPI 增速为 1.4%, 核心 CPI 增速为 0.7%, 均比上个月的 1.1% 和 0.6% 加快。从构成来看, 之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行, 能源商品、能源服务、食品价格和居住成本都出现了上涨; 环比方面服务和商品相关项目背后的动能依然有所加强, 美国的通胀也从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导。

美国经济分析局 (BEA) 7 月末公布的数据显示, 6 月 PCE 通胀同比增速 +6.76%, 环比 +0.95%; 核心 PCE 通胀同比增速 +4.79%, 环比 +0.59%。有 6 月 CPI 数据在前, PCE 通胀数据的新高点并不使市场意外, 核心通胀的同比环比均继续加快, 通胀粘性依然较强, 能源食品和居住不受美联储控制。不过市场的注意力更多集中在美联储对经济下滑的表述和未来加息放缓的预期, 随着二季度 GDP 负增长, 通胀即使在短期保持高位可能也难以引发美联储再度超预期加息的担忧。但需要注意的是单从控制通胀角度来看, 美联储虽然宣称达到了通胀显著上行前认定的中性利率区间 (2%-2.5%), 但中性利率一般会随着通胀上行而抬升, 美联储如果想将通胀从 9.1% 的水平压回 2%, 那么紧缩的持续时间可能比当前市场预期的更长。

图 32: 6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

图 33: 5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

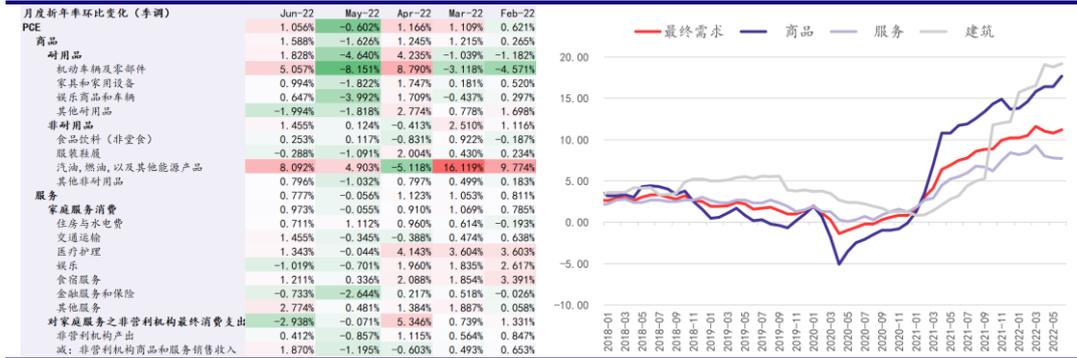
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

6 月, 美国生产者价格指数 (PPI) 的同比涨幅为 11.2%, 核心 PPI 同比涨 8.3%, 略高于预期的 10.7% 和 8.1%。数据显示商品价格指数同比增速 17.7%, 服务价格指数同比上涨 7.7%, 而能源和运输成本仍是最主要的驱动因素, 运输仓储价格同比增速仍有 22.9%。商品方面, 同比

增速最快的是农产品的 23.4%以及燃料和动力相关产品的 69.0,木材和皮革加工相关价格继续回落。服务方面,增速最明显的还是住宿、运输和仓储类项目,批发零售指数保持高位,房地产服务价格增速回落至 5.5%。建筑指数同比增速 17.8%,依然处于高位。俄乌冲突的持续对能源和食品成本仍有一定支撑,但大宗商品相关的衰退交易在 7 月份尤其明显,同时美联储专注于打击总需求,在经济放缓、衰退交易的背景下 PPI 有望开始回落,但可能并不利于企业盈利,这和紧缩的目的也是相符的

图 34: 个人消费支出折年率环比变化 (%)

图 35: PPI 同比增速 (%)



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: 美国经济数据概览

	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21
生产														
实际GDP (环比)	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62
个人消费支出 (环比)	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84
国内私人投资 (环比)	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69	8.69
政府支出 (环比)	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88
制造业 (同比增长)	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02	7.02
消费														
PCE (环比)	6.76	6.32	6.27	6.64	6.27	6.00	5.78	5.65	5.06	4.44	4.24	4.16	4.03	3.97
零售总额 (环比)	8.42	8.18	7.82	7.07	17.71	13.75	16.84	18.55	16.52	14.32	15.68	15.77	19.55	28.95
个人储蓄存款总额 (环比)	-44.87	-46.04	-59.24	-83.32	-55.40	-72.42	-34.33	-38.18	-42.54	-41.60	-30.91	-42.83	-50.27	-58.18
人均可支配收入 (环比)	-3.47	-3.58	-6.44	-21.12	-2.65	-10.94	0.12	0.50	-0.78	-1.28	0.93	-2.70	-2.94	-4.16
消费价格指数 (环比)	50.00	58.40	65.20	59.40	62.80	67.20	70.60	67.40	71.70	72.80	70.30	81.20	85.50	82.90
工业														
工业增加值 (环比)	4.71	5.35	6.24	4.51	6.47	2.86	3.65	4.41	4.01	3.20	3.44	4.92	8.87	20.45
产能利用率	80.05	80.33	80.42	79.94	79.49	78.94	78.74	78.95	78.58	77.46	78.23	78.24	77.66	77.26
新增订单 (环比)	8.98	9.76	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12	15.49	21.11	
新建住房销售套数 (环比)	-17.37	-13.24	-25.34	-19.78	2.86	-8.78	-3.67	-11.16	-32.97	-26.14	-33.78	-27.90	-22.56	4.82
房屋销售套数 (环比)	-14.24	-8.61	-6.04	-4.80	-3.89	-2.41	-8.42	-3.95	-8.02	-4.04	0.34	2.20	25.16	47.63
开工新建私人住宅 (环比)	-6.31	-0.87	19.93	0.29	24.27	4.00	7.09	10.71	2.16	6.71	14.53	4.17	31.13	52.13
Case-Shiller 房价指数-20城	20.50	21.22	21.18	20.28	18.98	18.47	18.26	18.47	19.11	19.66	20.02	19.22	17.26	
通胀														
GPI (环比)	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40	5.40	5.00
核心CPI (环比)	5.90	6.00	6.20	6.50	6.40	6.00	5.50	4.90	4.60	4.00	4.00	4.30	4.50	3.80
PCE (环比)	6.76	6.32	6.27	6.64	6.27	6.00	5.78	5.65	5.06	4.44	4.24	4.16	4.03	3.97
核心PCE (环比)	4.79	4.67	4.91	5.22	5.31	5.13	4.89	4.69	4.19	3.70	3.60	3.60	3.59	3.46
PPI 最终需求 (环比)	11.20	10.80	11.00	11.60	10.50	10.20	10.20	9.90	8.90	8.80	8.60	7.80	7.50	6.90
核心PPI 最终需求 (环比)	8.30	8.50	8.80	9.60	8.90	8.70	8.00	7.00	7.00	7.00	7.10	6.40	5.80	5.30
10年折现率预期	2.62	2.69	2.88	2.85	2.46	2.45	2.62	2.53	2.34	2.35	2.33	2.34	2.47	
5年折现率预期	2.69	3.03	3.32	3.41	2.67	2.80	2.75	2.98	2.75	2.90	2.99	2.90	2.46	2.65
期货利率预期	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.10	2.90	3.00	2.90	3.00	2.90	2.80	2.80	3.00
期货利率12个月通胀预期	5.30	5.30	5.40	5.40	4.90	4.90	4.80	4.80	4.60	4.60	4.40	4.70	4.20	4.60
劳动力														
新增非农就业人数 (万人)	37.2	38.4	36.8	39.8	71.4	50.4	58.8	64.7	67.7	42.4	51.7	68.9	55.7	44.7
非农职位空缺 (环比)	6.9	7.2	7.3	7.0	7.0	7.1	6.8	7.0	6.8	6.7	6.9	6.3	6.2	
失业率	3.6	3.6	3.6	3.8	4	3.9	4.2	4.6	4.7	5.2	5.4	5.9	5.8	
劳动参与率	62.2	62.4	62.3	62.2	61.9	61.9	61.7	61.7	61.7	61.6	61.6	61.7	61.5	
非农平均时薪 (环比)	5.11	5.34	5.50	5.62	5.19	5.45	4.98	5.33	5.35	4.78	4.34	4.28	3.95	7.19
ECI 领先指标	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69
非农产出增速	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30	7.30
PMI														
ISM 制造业PMI	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9	59.5	60.6	61.2
ISM 非制造业PMI	55.3	55.9	57.1	58.3	56.6	59.9	62.3	69.1	66.7	61.9	61.7	64.1	60.1	64
有效联邦基金利率-月均 (%)	1.21	0.77	0.33	0.2	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.1	0.08	0.06
准备金率-10R-月均 (%)	1.28	0.84	0.4	0.27	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
隔夜逆回购利率-月均 (%)	1.16	0.73	0.30	0.17	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.02	0.00
利率500基点预期	3999	4040	4391	4391	4436	4574	4467	4467	4461	4444	4454	4364	4238	4168
市场														
CRB 综合VIX指数-月均	28.23	29.45	24.37	26.97	25.75	23.18	21.55	18.51	17.87	19.82	17.47	17.60	16.96	19.76
114.29 原油现货-月均 (美元/桶)	114.29	109.47	101.61	108.15	91.61	82.98	71.77	78.62	81.20	71.42	67.70	72.60	71.34	65.23
2年美债收益率-月均 (%)	2.9981	2.6167	2.5380	1.9096	1.4353	0.9805	0.6800	0.5080	0.3925	0.2410	0.2173	0.2195	0.2027	0.1550
10年美债收益率-月均 (%)	3.1433	2.8981	2.7475	2.1278	1.9342	1.7640	1.4650	1.5595	1.5825	1.3748	1.2832	1.3186	1.5191	1.6210

资料来源: Wind, BEA, BLS, Fred, 中国银河证券研究院整理

(二) 欧元区: 欧央行鹰派加息, TPI 保障货币政策传导

7月21日, 欧央行超预期加息 50bps 期以对抗通胀。7月27日起, 自 2011 年 7 月后从未上调过的主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率将分别升至 0.50%、0.75%和

0%；同时，欧央行的“传导保护工具”（Transmission Protection Instrument, TPI）雏形初现，致力于防止欧洲债市碎片化导致南欧国家出现债务危机。

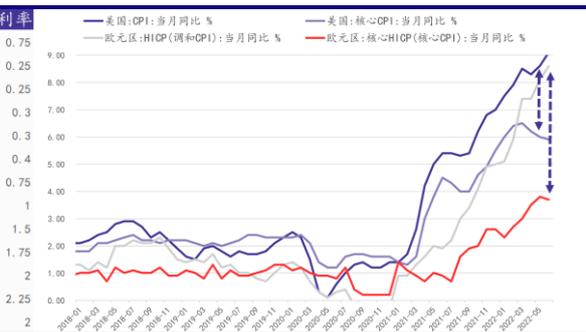
在新闻发布会上，欧央行表示脱离负利率、加快货币正常化的步伐给委员按“逐次会议”的方式根据数据决定紧缩力度留出空间，暗示将中期通胀目标控制在2%以内需要政策灵活性³。除了加息之外，资产购买计划（APP）和疫情紧急购买计划（PEPP）的到期本金都将进行再投资，APP的再投资根据实际需要不设时限，而PEPP将至少持续到2024年底；PEPP再投资也强调了灵活性，准备作为TPI前的第一道防线，通过购买债务风险较高国家的债券以稳定市场信心。

图 37：欧央行 2011 年来首次加息

日期	存款便利利率	主要再融资利率	边际贷款便利利率
2022/7/27	0	0.5	0.75
2019/9/18	-0.50	0	0.25
2016/3/16	-0.40	0	0.25
2015/12/9	-0.30	0.05	0.3
2014/9/10	-0.20	0.05	0.3
2014/6/11	-0.10	0.15	0.4
2013/11/13	0	0.25	0.75
2013/5/8	0	0.5	1
2012/7/11	0	0.75	1.25
2011/12/14	0.25	1	1.5
2011/11/9	0.5	1.25	1.5
2011/7/12	0.75	1.5	1.5
2011/4/13	0.5	1.25	1.5

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

图 38：欧元区核心通胀明显“更冷”（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本次会议后公布的货币政策“传导保护工具”TPI在个别成员国出现债务危机的情况下将成为欧央行工具箱中OMT之外的第二张底牌。根据欧央行的说法⁴，TPI的启用目的是应对扰乱货币政策传导的“无理由、无秩序”的市场行为，进而实现欧央行稳定中期物价的目标。对满足要求的、金融条件因不限于基本面的原因而恶化的国家，TPI将通过在二级市场购买证券解决传导不畅的风险，购买量取决于风险程度且当前不设上限。

对比OMT，TPI的覆盖更加宽泛且给予了欧央行极大的自主决定权。在范围上，OMT的目标集中于1-3年的短债，而TPI可在1-10年间视情况选择，还可购买私人部门证券，两者均没有规模限制。在资格和启动要求上，欧央行使用OMT需要目标国先获得欧洲（金融）稳定基金援助并在财政支出和国内税率方面受到限制，这意味着其不能直接决定救助目标；而对TPI的救助对象选择基本取决于欧央行的主观判断，因此灵活性明显更强。从目前公布的信息来看，TPI如果“火力全开”，甚至比OMT在欧债市场有更大的权能。

TPI的宽泛性可能是由于在欧债危机中OMT相对模糊的条件有效稳定了市场信心并吓退了抛售者，但是宽泛也可能带来更多的不确定。对于OMT的申请者，其面临的财政要求和监控是较为严苛的，且购债支持只是短期，长期仍然要依赖改革带来经济增长脱困，所以道德上更易被德国和财政节省的北欧成员国接受。反观TPI，其详细规则的缺乏性既可以说灵活，也可以说给了欧央行过多的自由裁量权，有通过长债购买区别化对待各国长期金融条件的嫌疑，不排除引起其他央行的反感和阻挠导致相关资产在预期的博弈中出现更多震荡。当然，TPI和OMT这两块压舱石对整个欧债市场的信心稳定作用是不可否认的。

图 39：TPI 和 OMT 要点对比

³ [Monetary policy decisions \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20220727/monetarypolicydecisions/html/index.en.html)

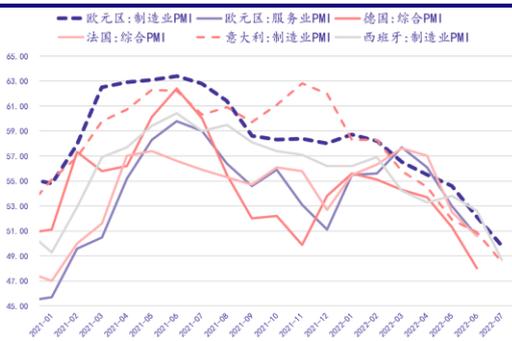
⁴ [The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20220727/transmissionprotectioninstrument/html/index.en.html)

	OMT	TPI
购买范围	**集中于短债，特别是1-3年期国债 **规模无限制	**集中于1-10年债券，覆盖长期，不排除私人部门证券 **规模无限制
资格要求和启动条件	**成员国必须能够进入国际债券市场（或者即将取得资格），满足欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金（EFSF/ESM在）一级市场的购债条件 **在目标国得到EFSF/ESM援助（并接受在支出和税收等方面的限制）后，欧央行才会启动OMT购债计划	**遵守债务框架，不在“超额赤字流程”中 **不存在严重的宏观经济失衡，不在欧盟的“超额失衡流程”中 **财政可持续性，即公共债务要可持续 **有效可持续的宏观政策 **当欧央行判断相关指标和成员国符合其全面评估时即可启用
债权待遇	与私人债权人或其他债权人相同	与私人债权人或其他债权人相同
流动性影响	完全冲销购债产生流动性，以防止引发价格不稳定	尚未明确冲销方式，将处理相关购买行为产生的超额流动性， 保证欧元区系统资产负债表和货币政策不受持续的影响

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

7月欧元区经济增长继续放缓，Markit综合PMI终值为49.4，前值为52。制造业从6月的52.1回落至49.8，是2021年2月以来；服务业从6月的53.0回落至50.6。德国综合PMI收缩3.3至48.0，法国PMI下滑1.9至50.6。意大利和西班牙的制造PMI回落幅度均较大。本月制造业PMI下滑的最主要原因还是代表需求新订单大幅减少，其中德国和法国的制造业下行速度很快。随着需求下滑，制造业积压订单数量明显减少，工厂的产能可能过剩。价格方面，大宗商品在7月份的调整以及制造业主动减少购买缓解了购进价格的压力，但也反映了企业对未来不乐观，经营预期达到欧债危机以来的低点。服务业表现优于制造业，依然处于景气区间，但疫情后需求的增长势头已经耗尽，欧洲工资增速不及美国，支撑消费的因素更弱。随着欧央行继续紧缩以打压通胀，供需均衡点的下移将导致经济的继续下行。

图 40：欧元区国家 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 41：欧元区消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

欧元区 27 国 2022 年 7 月调和 CPI 达到 9.6%，继续上行，核心 CPI 为 5.8%，而上月为 5.5%，涨幅明显。能源价格同比暴涨了 41.8%，仍然是推动欧元区通胀率上升的主因，食品饮料同比增速持续加快。非核心部分中，服饰增速放缓，娱乐文化、交通、住宿和餐饮的价格增速都在继续加快并超过了欧洲央行设定的 2% 的标准，房租价格增速仍低于 2%，但也在缓慢上行。

德国 7 月份的调和 CPI 高达 8.5%，环比上行 0.8%；调和核心 CPI 为 3.2%，环比上行 0.5%。法国通胀为 6.8%，环比上行 0.3%；核心 CPI 为 3.9%，环比上行 0.4%。由于俄乌冲突的影响，能源和食品价格迅速上升，德国比法国更依赖能源进口，因此尽管核心通胀增速有所放缓，整体通胀增速明显快于法国，法国发达的农业基础也使其食品价格涨幅更低。

二季度经济增速方面，德国同比增长 1.5%，环比没有任何增长，恶化速度快于市场预期。法国和意大利环比依然录得正增长，其中对外部能源依赖度极高的意大利环比依然上行 1%，远超预期，工业和服务业表现良好。欧洲此前的主要压力来自高通胀和俄乌冲突导致的能源危机，但 7 月后欧央行对金融条件的快速收紧将形成第三重压力，同时意大利和法国政治局面相对恶化，多种因素都在预示经济向衰退走去。

图 42: 欧元区零售销售 (%)

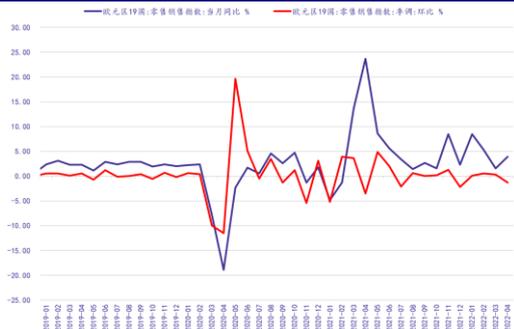
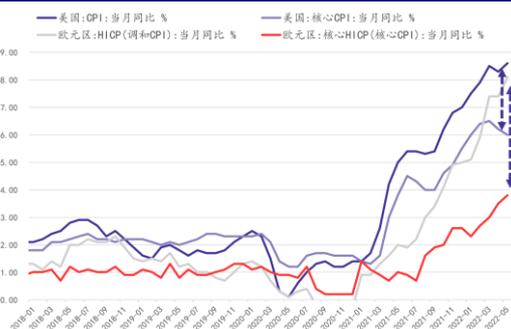


图 43: 欧元区核心 CPI 增速更低 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

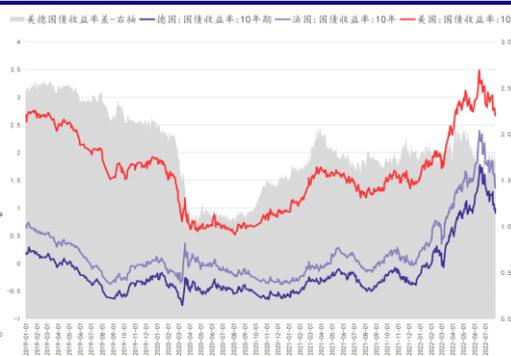
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲债券收益率在衰退预期继续上升后走弱,美国 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率之差在 7 月份变化不大, 南欧国家债券收益率在欧央行宣布用 PEPP 再购买和 TPI 托底后收益率下行。欧元兑美元由于市场对美联储因美国经济下滑而更早转向的原因上行。当前欧元区的主要矛盾之一在于欧央行是否能够在多国经济基本面对紧缩形成制约时坚定加息控制通胀。

图 44: 南欧国债收益率 (%)



图 45: 德债和法债收益率 (%)



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 46: 欧元区经济数据概览

	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21
实际GDP (同比)	4	/	/	5.4	/	/	4.8	/	/	3.9	/	/	/
实际GDP (环比)	0.7	/	/	0.5	/	/	0.4	/	/	2.3	/	/	/
最终消费支出 (同比)	/	/	/	6.1	/	/	4.8	/	/	2.8	/	/	/
资本形成总额 (同比)	/	/	/	4.3	/	/	5.5	/	/	6.0	/	/	/
政府最终消费支出 (同比)	/	/	/	2.1	/	/	2.4	/	/	2.7	/	/	/
出口 (同比)	/	/	/	8.4	/	/	8.3	/	/	10.3	/	/	/
进口 (同比)	/	/	/	9.4	/	/	9.1	/	/	10.1	/	/	/
欧元区19国:零售销售指数 (同比)	-23.8	-21.3	-22.1	-21.7	-9.6	-9.6	-9.3	-8.1	-5.2	-3.8	-5.1	-3.6	-2
欧元区19国:消费者信心指数	/	1.6	-2.5	-1.1	1.6	-1.3	1.8	-1.3	0.1	4	5.4	8.3	11.1
制造业PMI	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4	62.8	63.4
服务业PMI	53	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1	55.9	54.6	56.4	59	59.8	58.3
每小时劳工成本指数	/	/	/	114	/	/	112.6	/	/	112	/	/	111.2
就业人数 (同比)	/	/	/	2.9	/	/	2.1	/	/	2.2	/	/	2
失业率 (%)	6.6	6.6	6.6	6.7	6.8	6.9	7	7.1	7.3	7.3	7.5	7.6	7.9
调和CPI (同比)	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4	3	2.2	1.9
核心调和CPI (同比)	3.7	3.8	3.5	3	2.7	2.3	2.6	2.6	2	1.9	1.6	0.7	0.9

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 日本：日央行继续维持宽松

日本央行7月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在负0.1%的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在0%左右。央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债。

日本央行发布的声明称，日本经济复苏仍在持续，疫情和供给侧影响正在减退，但大宗商品价格仍使经济承压。消费，尤其是包括餐饮旅行在内的服务类消费，在继续上行，但价格上涨和消费习惯导致居民不会立即减少储蓄、加大支出；由于日本经济增长预期有所上行，企业的商业固定资产投资计划稳固，同时良性的工资通胀有望形成。海外方面，欧美的经济下行和美国可能滑入衰退、俄乌冲突和中国防疫都被作为外部风险点提及。

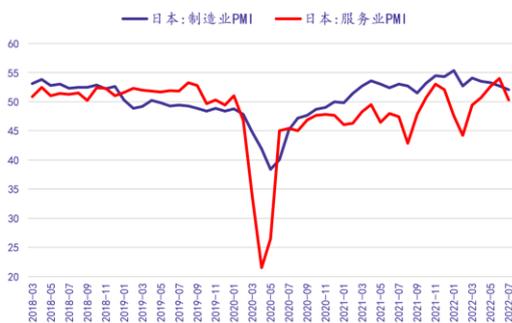
物价方面，日本央行认为近期CPI在2%左右主要是因为能源食品和耐用品价格，但是能源对CPI的正向贡献不会长时间持续。新增表述主要是关于通胀预期的抬升：日央行认为预期通胀上行可能导致公司薪酬和定价的变化，有望打破日企对低通胀的固定思维并让工资和消费进入正向循环。

关于货币政策的决定，日本央行认为日本产出缺口已经存在超过两年，在高大宗商品价格导致日本收入外流时，通过宽松的货币政策持续支持工资增长是合适的。通胀稳定超过2%的还没有达成，QQE仍将继续。同时，日央行密切关注日债市场并控制利率的上行压力。

虽然前首相安倍晋三在7月初遇刺身亡，但安倍经济学在货币政策上的影响没有发生改变，黑田东彦依然坚持收益率曲线控制且短期内不会转向。日元兑美元在7月上旬仍然在贬值，但美联储利率决议公布后市场开始提前预期货币政策转向导致美元指数从高位下滑，日元相对升值，但整体仍然处于低位。贬值的日元不仅利于日本出口，在欧央行超预期加息后更是让日本的借贷成本显得额外便宜，这可能会导致外汇利差交易重新青睐日元，加之近期国际政治摩擦导致避险情绪上升，日元未来有升值机会。

日本7月份制造业PMI为52.1，上月为52.7，仍然处于近几年的高位；7月服务业PMI为50.3，前值54.0，虽然还在扩张区间但下滑幅度较大，也印证了日央行对健康物价增速难以维持的担忧。整体来看，日本的制造业和服务业都处于景气期间，经济短期内还将继续增长，但从疫情中恢复的消费动能难以为继，同时海外周期向下未来也不利于外需。消费者信心指数正在下滑，工资增速弱于通胀，央行所期待的良性工资-物价循环达成难度较大。

图 47：日本 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48：日本消费者信心指数

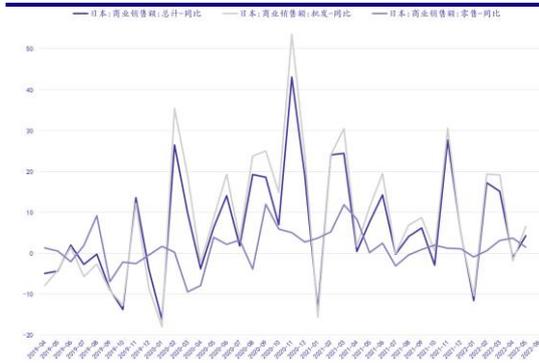


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

日本销售数据良好，6月商业销售额总计同比增长4.24%，环比增长0.64%，批发贡献了主要增幅；零售方面，6月同比增速为1.47%，上个月为3.70%。虽然商业活动整体表现不错，

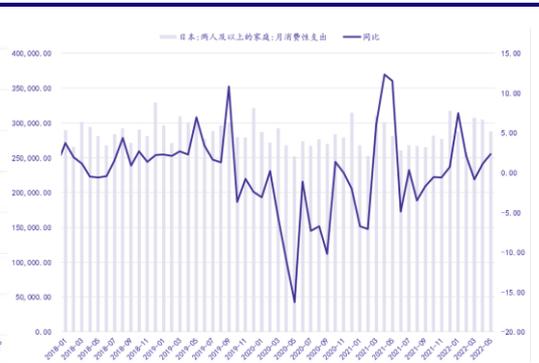
但零售体现居民消费增速离日央行期望的正向循环还是有差距。日本两人以上家庭月消费性支出5月同比增长1.15%，但环比减少。消费性支出的总量在疫情前后一直相对稳定，这也反映了日本居民消费结构和习惯都比较固定，需求端很难拉动物价上行。如果日央行坚持在需求带动通胀稳定在2%以上之前进行收益率曲线控制，那么QQE可能会持续较长时间。

图 49：日本商业销售增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 50：日本两人以上家庭月消费支出



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

工业方面，日本6月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长-3.05%，上个月为-3.12%，而产能利用率指数下滑至80.7，低明显于2021年以来的均值和历史趋势，压力较大。结构上，半导体和平板显示器制造设备的生产指数同比增长依然比较可观；通用机械、日常机械设备、信息和通信电子设备等同比负增长。虽然出口在短期可以提供支撑，但日元从谷底升值和海外经济下行将使工业产出压力加大。

出口方面，日本6月份对中国、美国和欧盟出口增速分别为7.43%，15.68%和22.15%，均比5月份上行。对中国出口由于中国经济开始向上恢复而摆脱了4、5月份的同比负增长；尽管欧美的总需求都在放缓，但此前几个月日元的大幅贬值导致其出口更有竞争力，且汇兑收益也会增加。分项来看，对美国和欧盟出口中同比增速最快的依然集中在化学制品、制成品和机械，运输设备同比增速在高基数背景下依然转正，美国汽车和运输工具库存低于正常水平使相关出口仍有空间。

图 51：采矿业和制造业指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 52：日本出口金额增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 53：日本经济数据概览



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21
实际GDP (同比)	/	/	/	0.44	/	/	0.40
实际GDP (环比)	/	/	/	-2.14	/	/	4.83
CPI (同比)	2.40	2.50	2.50	1.20	0.90	0.50	0.80
核心CPI (同比)	2.20	2.10	2.10	0.80	0.60	0.20	0.50
产能利用率指数 (同比)	/	-6.71	-6.63	-4.43	0.77	-2.87	3.73
工业生产指数: 制造和采矿业 (同比)	-3.05	-3.12	-4.87	-1.65	0.54	-0.79	2.25
家庭月消费性支出 (同比)	/	-0.50	-1.70	-2.30	1.10	6.90	-0.20
商业销售总额总计 (同比)	6.20	8.60	5.70	5.40	6.00	6.90	6.20
失业率	2.70	2.80	2.70	2.60	2.60	2.70	2.50
所有行业总现金收入 (同比)	/	1.14	1.35	2.05	1.20	1.13	-0.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、国内经济：先行指标回落，经济持续回升受到质疑

(一) 制造业 PMI 弱修复

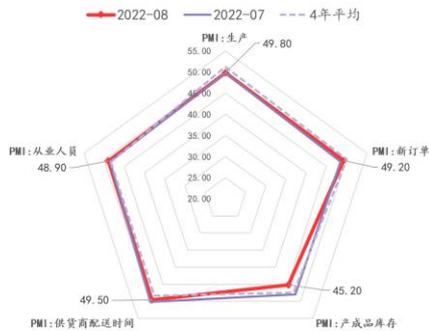
8 月份制造业 PMI 仍然处于荣枯线以下，需求从低位小幅回升，生产暂无改善，库存整体仍在去化。PMI 的边际上行主要与低基数下的环比修复、大宗价格企稳和政策支持下基建项目的持续落地相关，而外需的韧性叠加人民币汇率贬值对需求也有拉动。7 月大宗调整后，去库存明显的上游行业的原材料库存和出厂价格均有所上行。整体上，8 月份制造业仍然面临疫情反复和高温的影响，需求弱势但出现了修复，9 月 PMI 可能继续小幅改善。

8 月份制造业生产保持 49.8 (+0.0)，新出口订单上行至 48.1 (+0.7)，产成品库存下行至 45.2 (-2.8)。8 月份订单上行幅度高于生产 (+0.7)，内需在基建支持下出现改善，但仍然偏弱。虽然海外处于紧缩周期，但消费显现出相当韧性，外需表现不差，8 月出口订单 48.1 (+0.7) 也对需求回升做出贡献；美联储和欧央行保持紧缩的态度相当明确，外需未来仍然承压，但美国耐用品消费近期的反弹暗示着外需短期还有粘性。本月炎热的天气导致四川生产因电力问题受到掣肘、累计新增感染比 6、7 月份大幅上升都对产需形成压制，也反映经济恢复基础不牢；考虑到生产淡季将要过去，产成品库存偏低，在基建托底内需的同时，节日订单和海外消费韧性对外需短期有支撑，9 月产需有望继续改善。

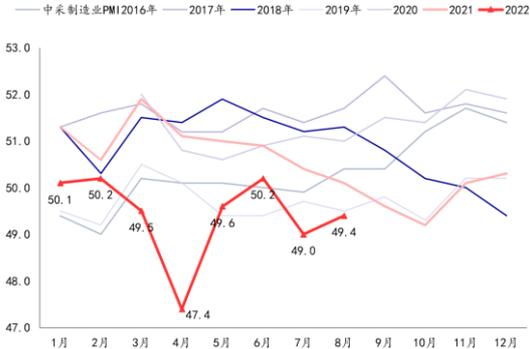
8 月份生产环比没有变化，仍然低于景气区间和均值，但在新订单和出口订单双双上升以及产成品库存低位之下，未来供给扩张还有空间。7 月份工业增加值环比增速放缓、工业利润出现降幅，反映出产需受到疫情、生产淡季、高温和地产疲弱的影响，而这些因素在 8 月没有明显改善，继续限制生产和内需恢复。在 7 月大宗商品价格大跌和房地产拖累带动上游减产去库存后，8 月上游生产在价格回升和上月低基数的背景下环比出现从底部的改善，也侧面显示了基建发力的效果。包括高炉开工率和钢铁价格在内的高频数据都有上行，印证了黑色系的恢复，而基建拉动也使非金属矿物制品业生产上升。除了上游生产的整体改善，设备类表现同样较好，其中受内外需提振的通用设备扩张明显，受益于外需的计算机通信和电器机械也有进步，汽车稍有下滑但仍处于扩张区间。

图 54：中采制造业 PMI 变化 (%)

图 55：PMI 季节性表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



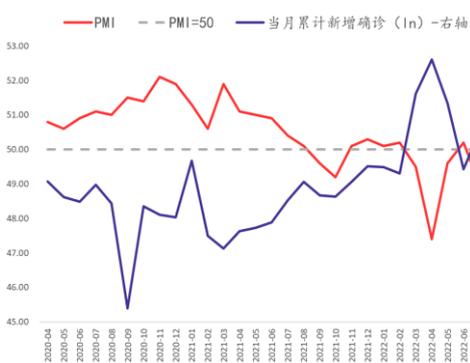
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合来看，8月PMI的弱恢复主要受到基建托底、外需上行、大宗商品价格企稳的支持，但高温的季节性影响、疫情的压制和房地产业的疲弱对需求的压制依然十分明显。在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9月PMI很可能继续边际修复，但疫情还是严重的限制性因素。

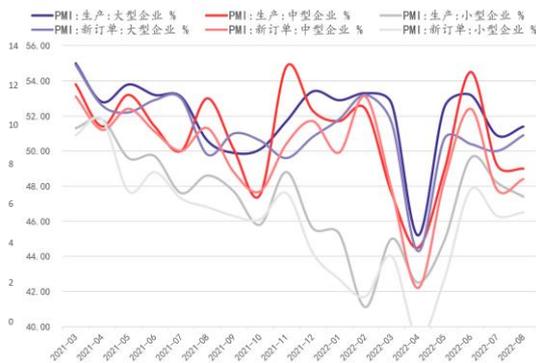
内需方面，19条稳经济政策的补充带动专项债和政策性银行信贷额度支持基建，对房地产的继续下滑形成对冲，导致设备、黑色系和非金属制品的明显恢复，也缓解了就业压力。疫情对运输的扰动仍在干扰制造业的产需改善，而消费性服务业也持续受到打击，需求的边际改善正在弱化；防疫进一步精准化和科学化对经济改善有重要意义。海外紧缩确定性较高，虽然短期美欧消费仍支撑外需，但未来的下行恐难以避免，因此对内需的提振对经济的持续修复更加重要。尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期，我国对当下经济问题在中长期的应对以及结构调整还有待明确。

图 56: 疫情对PMI拖累依然明显 (%)

图 57: 大中小企业景气度变化 (%)



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) 生产：防控减弱，制造业继续恢复

8月份制造业生产小幅回升，工业增加值同比有所恢复，环比继续下滑。疫情防控、需求订单下滑以及库存上行使得企业生产偏谨慎。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化，国内需求恢复速度仍然偏缓；第二、房地产受到压制，开工不足直接影响工业生产增速；第三、出口快速走低，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。8月份开始

基数水平下降，利好本年度同比增速，预计3季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4季度可能平稳。

8月份规模以上工业增加值同比增长4.2%，比7月份上行0.4个百分点，市场预期3.8%，环比回升0.32%。工业增加值同比小幅回升，环比下行，同比小幅回升，8月份回升可能随着低基数延续下去。8月份采矿业增速回落，制造业增长再次小幅上行，水电燃气生产增速大幅上行。

我国工业生产小幅回升，8月份疫情防控对生产的影响属于平稳，高温天气带动了公用事业增长：（1）采矿业生产大幅下滑，原材料价格大幅走低。采矿业生产增速录得5.3%，比7月份下行2.8个百分点；其中煤炭洗选业生产增速5.8%，比上月下行5.2个百分点；（2）受到天气的影响公用事业生产继续大幅走高；（3）主要行业生产稍有回升；16个制造业行业8个行业生产上行，8个行业生产下降。8月份汽车生产依旧继续上行，从7月份的22.5%上行至8月份的30.5%。汽车行业受到稳增长措施支持较多，汽车行业生产快速走高。（4）产业链相关行业生产有起伏。出口行业生产表现分化，计算机制造生产回落1.8个百分点，电气机械生产回升2.3个百分点，通用设备生产回升1.2个百分点。；（5）8月受到前期低库存和企业备货的影响，黑色产业链稍有回升，黑色金属冶炼和有色金属冶炼生产上行。

工业生产在8月份小幅回升，这种回升可能延续至9月份，随后稳定。首先，8月份生产环比下降，同比上行，基数效应带来了8月份生产的走高。2021年这种低基数延续至9月份，即使4季度基数水平也偏低。其次，8月份的补库存需要后续订单增加才能持续，这种情况刚好与现阶段订单情况相反，企业在补库后可能仍然谨慎。再次，房地产仍然下滑，基建的上行暂时不足以弥补房地产的下滑。最后，出口行业在下滑，并且可能下半年下滑速度加快。

预期走弱已经成为现实，工业生产恢复缓慢。房地产、汽车、出口是工业生产的保障，现阶段看汽车生产持续性待观察，出口产业回落，房地产仍然在底部运行，工业生产走高难度加大。海外“衰退”时间不确定，工业生产仍然承压。

生产恢复至正常水平是3季度的主题，稳增长的措施效果在3季度显现，9月份如果生产继续疲软，那么需要更多的稳增长措施支持经济。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，下半年货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 58：工业增加值同比增速回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

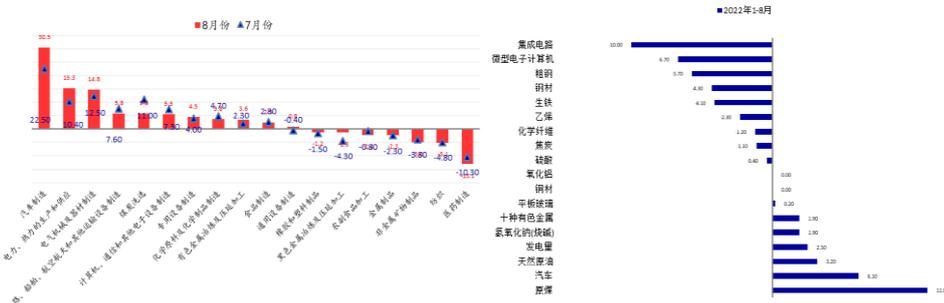
图 59：工业增加值环比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 60：主要行业生产当月同比增速（%）

图 61：主要工业品生产累计同比增速（%）



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) 需求端：消费回升，但房地产仍然不振

需求端回升持续，但速度偏缓。疫情封控持续，居民消费回升速度缓慢回升，但回升属于弱势。8月份对汽车的消费刺激短期释放，其持续的时间处于观察中。8月份投资仍然下滑，房地产投资负增长，基建投资有所回升。出口下滑超出预期，下半年出口不及预期可能性增大。

1、消费：基数水平助力消费同比快速上行

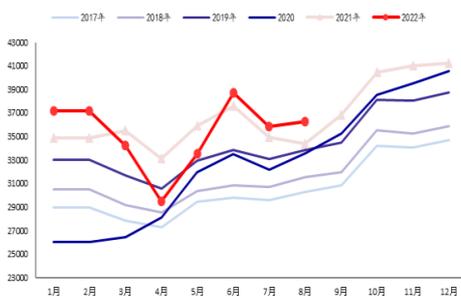
社会零售品消费总额同比增速上行速度超市场预期，基数占据一部分因素，9月份后消费能否维持此增速仍然需要观察。去除汽车的消费增速仍然不振，汽车消费的持续性也是后续消费能否保持一定增速的关键。新冠防控对社会零售消费影响持续存在，社会零售消费始终受到影响。8月份服装、珠宝、日用品、通讯器材、房地产相关的家具和装潢等消费比7月份下滑。随着去年9月份基数走高，预计消费增速均衡水平在4%左右，全年消费增速预计在1%左右。

8月份社会零售总额 36,258 亿元，增长速度为 5.4%，市场预期 3.5%。2022 年 8 月份社会消费零售增速上行，零售消费增速进入较为正常区间。1-8 社会零售总额 282,560 亿元，同比增长 0.5%。

8 月份除汽车消费外，社会零售消费增速 4.3%。1-8 月份除汽车消费外，社会零售消费增速 0.7%，比 1-7 月份上行 0.5 个百分点。1-8 月份社会消费零售上行主要两个逻辑：(1) 汽车刺激起作用，稳增长措施的效果；(2) 物价上行带动了商品销售额的上行；(3) 消费缓慢适应封控节奏，缓慢自然回升。而上升比较快的因素也有 2021 年 8 月的低基数影响。9 月份开始低基数效应消失，消费仍然受到考验。

图 62：2022 年 8 月消费回落 (%)

图 63：消费额实际同比增长回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

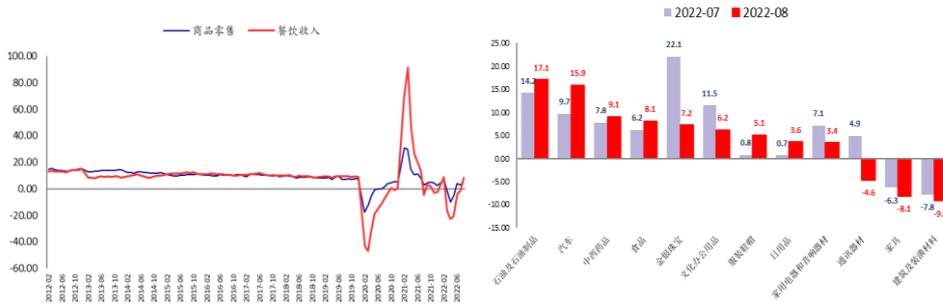
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

8 月份商品零售小幅上行，餐饮收入快速回升。新冠疫情控制仍然对餐饮消费压力仍然较强，但餐饮处于修复的状态。8 月份餐饮消费增速 8.4%，商品消费 5.1%。

8 月份各行业消费增速分化：（1）石油及石油制品和汽车消费占据首位。石油价格上行影响继续；石油和石油制品消费增速 17.1%，比上月增长 2.9 个百分点。汽车消费继续强势，汽车消费刺激效果需要持续观察。8 月份汽车消费增速录得 15.9%，比 7 月份上行 6.2 个百分点；（2）居民食品和药品消费增速回升，增速仍然属于正常水平。（3）消费升级产品分化，金银珠宝消费回落，通讯器材消费回落，房地产相关的家具和建筑装潢材料消费仍然负增长。

图 64：商品和餐饮零售销售增速（%）

图 65：2022 年 8 月份商品消费情况（%）



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

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-8 月份社会消费零售总额仅有微弱增长。8 月份消费增速回升，但基数原因较大，消费回升的持续性受到质疑。商品消费和餐饮消费继续上行，汽车消费强劲仍然需要观察。8 月份汽车消费单月达到 3975 亿元，占限额商品消费额的 33.9%，消费上行幅度较快。

预计 4 季度消费增速恢复至 3.5-4.0%，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至 4.0% 左右。根据 2022 年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在 1.0% 左右。

2、投资：制造业投资平稳，房地产下滑，基建支撑整体投资

2022 年 1-8 月固定资产投资回落暂缓，其中制造业投资增速小幅回升，基建投资大幅上行，房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI 显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投资，2022 年地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资上行。房地产投资继续下滑，房地产销售仍然下滑，房地产新开工走低，房地产行业的出清需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能 4 季度止跌。

2022 年 1-8 月份，固定资产投资额 367,106 亿元，同比增长 5.8%，高于市场预期。民间固定资产投资 203,148 亿元，同比增长 2.3%。从环比看，8 月份固定资产投资增长 0.36%。8 月份固定资产投资增速稍有停滞，房地产投资继续走低，基建投资上行。

制造业投资平稳，8 月份单月制造业投资额 2.29 万亿，增速 7.5%，制造业投资继续回落。基建投资回升，8 月份基建投资增加额 1.43 万亿，单月基建投资增速录得 14.2%，基建投资增速持续上行。房地产投资继续下滑，8 月投资额 1.13 万亿，当月投资增速-13.8%，比 7 月份的 -12.3% 下滑速度加快。

1-8 月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的 42.8%，比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落，占总投资额的 24.6%。基建投资占总投资额的 27.8%，基建下半年会保持平稳。

图 66: 固定资产投资增速 (%)

图 67: 三大产业单月投资增速 (%)



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

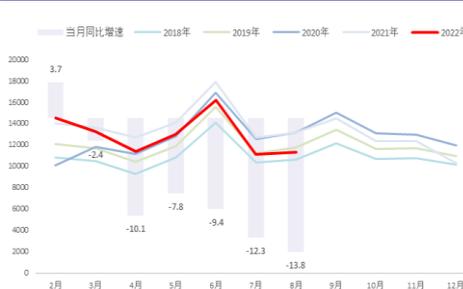
房地产继续回落，拐点仍然需要等待

2022 年 1-8 月房地产总体投资增速继续负增长。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从 1-8 月份的房地产资金情况来看，房地产到位资金仍然较为紧张，但是随着商品房销售回升，定金和预付款回升。8 月份我国居民长期信贷仍然较弱，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。8 月份商品房销售面积和销售继续回落，新屋开工继续下行，竣工快速回升。现阶段房地产仍然没有到达拐点。

2022 年 1-8 月份房地产投资额 90,809 亿元，比去年同期下降了 7.4%。房地产单月投资负增长，8 月商品房销售仍然回落，房地产投资继续下滑。房地产行业仍然处于风险出清中，房地产放松针对需求端，也有近期资金对于停工项目的推动。整体金融系统对于房地产供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 68: 100 大中城市土地成交 (%)

图 69: 房地产单月开发投资面积 (万平方米)



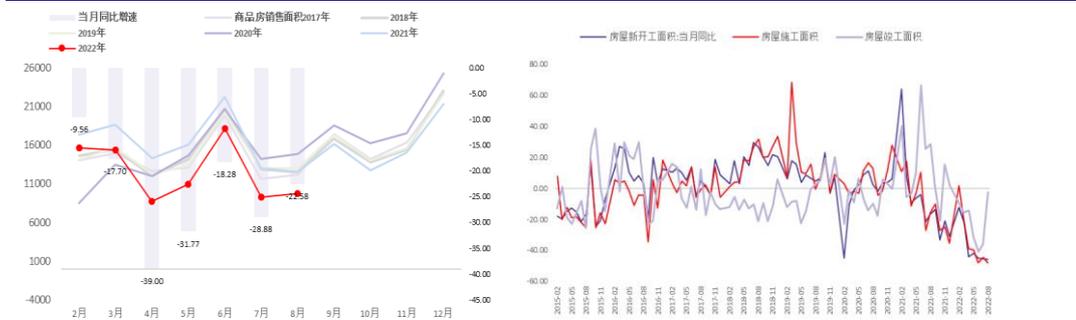
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工、施工和竣工 1-8 月份仍然负增长，人员和物流阻断稍有缓解，但新开工、施工仍然下滑，竣工回升幅度较大。8 月份，新增房地产新开工面积 0.89 亿平方米，比去年同期的 1.65 亿平方米下滑 45.6%；竣工面积 4,833 万平方米，下滑 2.5%；施工面积比去年同期回落 47.8%至 9,454 万平方米。房地产新开工仍然负增长，开发商更需要资金予以支持。新开工和施工 8 月份单月仍然下滑，高温天气和疫情压制生产。从土地流转来看，8 月份 100 大中城市土地成交面积增速下行 13.5%，比上月上行 3.7 个百分点，房地产开发商拿地稍有回升，但房地产一级市场情况仍然不乐观。

从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。8月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-22.6%和-19.9%，商品房销售仍然处于负增长，消费者对未来的预期悲观，整体房地产销售因为疫情防控 and 收入减少的原因处于低迷状态。

图 70: 商品房单月销售面积跌幅收窄 (%) 图 71: 房屋竣工面积回升 (%)



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

房地产行业到位资金情况稍有改善,主要是房地产销售好转后个人按揭贷款和定金预付款上行。2022年1-8月份房地产到位资金增速-25.0%,其中来自国内贷款的资金增速为-27.4%,来自定金及预收款资金增长-35.8%,来自个人按揭贷款资金增长-24.4%。8月份定金预付款占到位资金的32.5%,比例有所回升。开发商自筹资金难度加大,8月份自筹资金增速再次下降。应付账款额度仍然较大,开发商资金较为紧绷。

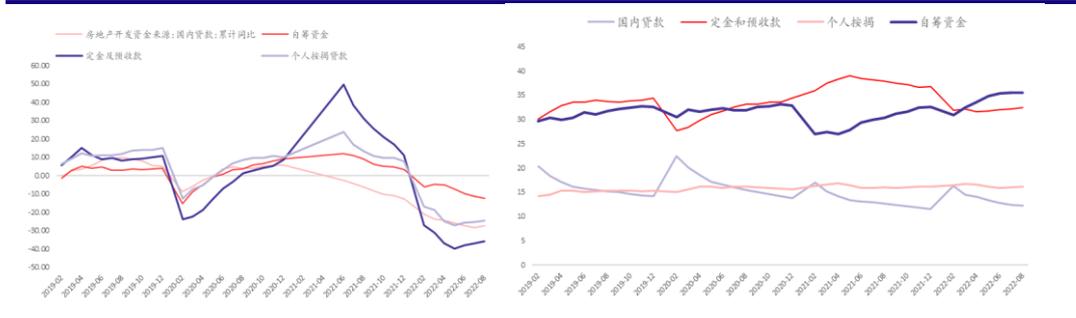
房地产行业压力仍然较大,政策在2022年继续放松,中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性,房地产商的红线限制仍然存在,房地产自身的金融监管限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击,使得物流和人员流动困难,房地产销售处于困境,更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧,起作用也需要时间。

8月份房地产投资完成额负增长,商品房销售仍然好转有限,开发商拿地稍有回升,但新房开工下滑持续,仍然处于较弱的位置,房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

2021年房地产投资完成额预计达到14.7万亿左右,2022年预计房地产投资完成额14万亿,投资增速负增长。

图 72: 房地产到位资金增速 (%)

图 73: 房地产资金来源占比 (%)



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

基础设施投资上行

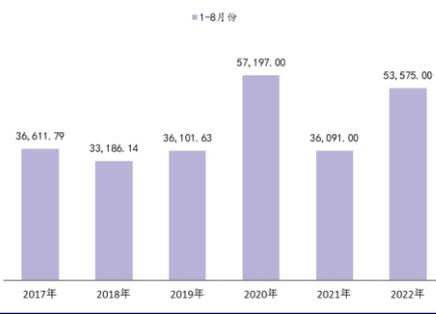
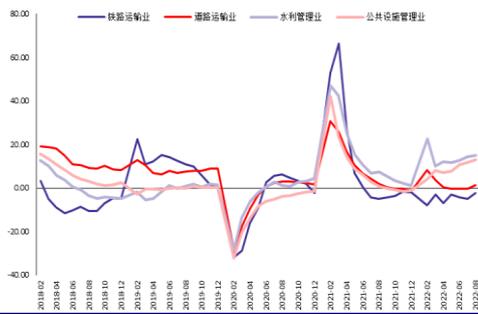
基础设施投资速度小幅回升,1-8月份投资增速达到8.3%。基础设施投资额增长缓步上行,地方政府专项债下发完毕,3季度基础设施投资稳定金星。

2022 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策，要求财政资金下放提前，财政至今下放速度加快、力度要加强。1-8 月份政府债券净融资额达到 5.35 万亿，速度较快。

鉴于地方政府投资动作加快，公共设施、水利管理建设动作加快，这两项投资在 3 季度持续。下半年基建投资预计稳定在 8% 左右。

图 74：基础设施投资各行业增速 (%)

图 75：政府债券融资进度 (亿)



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

制造业投资暂时平稳

制造业投资高位下行，由于 PPI 未来逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响，制造业投资下半年可能缓慢回落。1-8 月份制造业投资增速 10%，比 1-7 月份上行 0.1 个百分点。1-8 月份电气机械及器材制造业、通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。8 月份投资回落的行业超过投资上行的行业，制造业投资可能高峰已过。

图 76：企业利润持续回落 (%)

图 77：制造业各行业累计投资增速 (%)



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

(四) 通胀：结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策

1、CPI：CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速 (CPI) 环比走低，核心 CPI 平稳，8 月份 CPI 同比下行。8 月份 CPI 同比增速 2.5%，比 7 月份下行 0.2 个百分点。8 月份 CPI 环比下行；其中食品价格环比上行 0.5%，非食品价格下行 0.3%。核心 CPI 同比增速 0.8%，环比保持平稳。

图 78：CPI 同比持平 (%)

图 79：食品和非食品价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

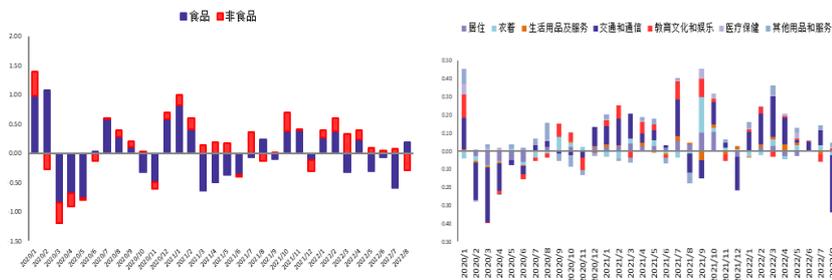
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.6%，比上个月上行。通胀环比下行，食品价格继续走高，非食品价格回落。8 月通胀环比下行主要是由于非食品价格带来的：(1) 非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 4.7%，旅游价格下行 0.1%，家用器具价格下行 0.5%。非食品价格主要受到能源价格下行影响；(2) 食品方面，食品涨价幅度趋缓，蔬菜价格 8 月份上行 2.0%，蔬菜平均价格超出正常水平；8 月份猪肉价格上行 0.4%，猪肉价格大幅上行暂缓；其他食品方面，鸡蛋、食用油价格继续走高，仅有水果价格下行；

从食品价格来看，猪肉需求上升幅度较弱，猪肉供给受阻，继续带动猪肉价格上行，但现阶段猪肉价格供给需求趋向平衡。8 月份猪肉价格继续震荡走高，但上行幅度减缓。仍然需要注意，猪肉的消费旺季即将到来，猪肉价格在 4 季度仍然上行。蔬菜价格受到物流缓解和天气炎热影响继续回升，天气因素仍然主导市场价格变化。

从非食品价格来看，除车用燃料和旅游价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格下行，车用燃料价格随之走低。

图 80: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

8 月份 CPI 环比上行，非食品价格带动了 CPI 回落。8 月份蔬菜、猪肉、粮油、鸡蛋价格小幅上行，仅水果价格下行。8 月份蔬菜价格上行速度减缓，8 月份猪肉价格仍然上行，上行幅度减弱。8 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求的预期走弱使得原油价格处于回落状态。8 月份核心 CPI 环比平稳，终端需求仍然较为疲软。

9 月份翘尾水平小幅回落，达到 2.5%。食品价格方面，9 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 9 月蔬菜价格回落。非食品价格方面，燃料价格预计震荡，旅游价格上涨幅度减弱。9 月份预计 CPI 环比仍然小幅上行。

全年通胀预期仍然可控，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4% 左右：(1) 新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；(2) 猪肉供

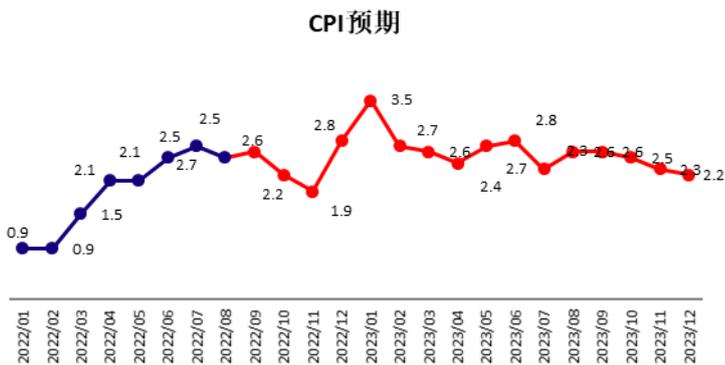
给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行，猪肉价格回升；(3) 蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：(1) 全球衰退正在上演，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能继续回落；(2) 全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计3、4季度可能达到2.4%左右，全年CPI预计在2.2%左右，预计2023年上半年通胀水平会惯性上行至2.9%左右。

央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先，通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的，属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行，但除个别月份，CPI水平很难超过3%。参考2019年4季度CPI上行至5%，央行货币政策也仅是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 81：2022-2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、PPI：PPI 回落速度加快

工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小，生产资料环比下行。8 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 2.3%，环比下行 1.2%。2022 年翘尾水平预计 4.5% 左右，翘尾水平逐步走低。上游能源价格回落，PPI 环比下行，7 月份 PPI 环比走低后，8 月份再次大幅下行。2022 年 PPI 水平预计在 4.6% 左右。

8 月份 PPI 环比大幅回落，大宗商品价格均处于回落状态：(1) 国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响，价格继续下挫；布伦特和 WTI 原油期货价格月份分别下行 7.0% 和 8.4%；石油和天然气开采业价格下跌 7.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 4.8%，化学原料和化学制品价格下跌 3.7%；(2) 煤炭期货价格稍显平稳，但出厂价格大幅下行。煤炭开采和洗选业价格下行 4.3%。8 月份焦煤期货价格下行 0.3%，焦炭价格上行 1.5%，动力煤价格平稳。

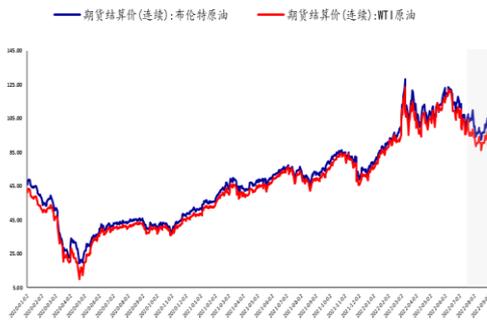
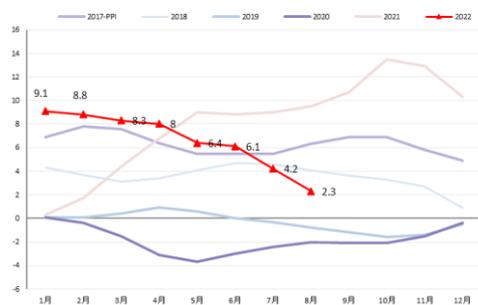
下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属采矿业下降 6.8%，黑色金属冶炼和压延加工和有色金属延压业价格分别下降 4.1%和 2.0%；(3) 下游需求疲软，相关出厂产品价格均下滑。医药制造业价格下滑 0.3%，纺织下滑 0.9%，造纸下滑 0.4%，食品制造业和农副食品加工价格分别下行 0.2%。

下半年 PPI 基数水平继续下滑，PPI 同比持续走低：(1) 能源价格高位回落会带动 PPI 下滑；(2) 下游开工虽然稍有好转，但是速度较慢，黑色系产品价格仍然不振；(3) 物流阻塞好转，反映大宗商品运输为主的 BDI 下行，预示着未来 PPI 环比仍然下滑。

预计 9 月份 PPI 环比小幅波动，9 月份 PPI 水平在 1.1%左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 4.6%左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 2.6%和 0.4%。

图 82：8 月份 PPI 同比回落 (%)

图 83：原油期货价格 (美元/桶)

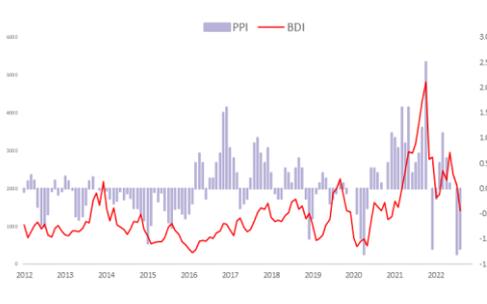


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 84：焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 85：物流指数回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

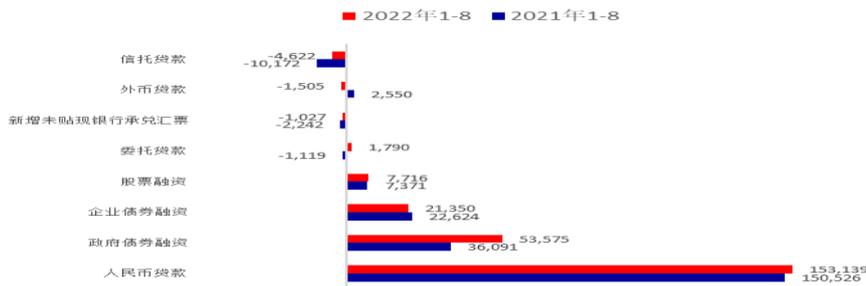
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、金融：社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难

(一) 社会融资底部回升

2022 年 8 月份社会融资规模 2.43 万亿，预期 2.02 万亿，同比减少 0.55 万亿。8 月份新增贷款 1.25 亿，预期 1.48 万亿，同比增加 300 亿元。1-8 月份社融增速继续回落，影子银行增速稍有上行，政府债券低位平稳。

图 86：1-8 月份社会融资总量 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1-8月份社融同比增长的主要原因在于人民币贷款、政府债券、企业债券融资和股票融资的上行,同时信托贷款的下降减弱。1-8月份社会融资总额 24.1 万亿,比去年同期上行 10.9%,新增信贷 15.3 万亿,同比上行 1.7%。1-8月份政府债券融资达到 5.35 万亿,同比增长 48%;企业债券融资 2.13 万亿。

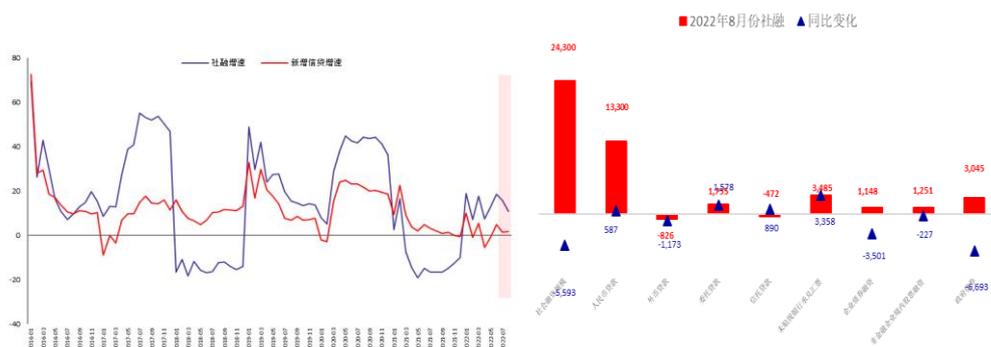
8月份社融总体数量环比上行,贷款比7月份大幅回升,委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。说明对比7月份情况来看,实体经济有所恢复,融资需求上行,主要原因在于:(1)贷款冲量渐趋结束,8月份贷款恢复正常水平;(2)政策层面稳增长措施继续进行,新增政策性银行金融债等支持房地产的资金;(3)房地产商出现小幅的恢复,或者实体经济在政策扶持下小幅恢复。表现为委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。

8月份的政府证券的发行拖累了社会融资的上升。政府信贷是发行节奏变化带来了同比的变化,总体来看,1-8月份的政府债券融资仍然大幅增长。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的效果,我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。但要注意到,8月份社融总量回升下,信贷结构仍然稍显扭曲,居民中长期贷款仍然没有起色,企业的短贷连续两个月回落

图 87: 社融增速上行 (%)

图 88: 社融各部门变化 (亿元)



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

8月份虽然新增贷款规模上行,但经济仍然弱势。贷款总体水平与去年同期相当,但下游需求仍然弱势,这种弱势主要表现在:(1)居民长期贷款在各地方政府鼓励房地产消费的情况保持在较低的水平上;(2)企业和居民收入下降后,对未来收入增长缺乏足够的信心,从而使得负债消费动力匮乏;(3)房地产信贷限制虽然在改善,但速度较慢,房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行,预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持，2022 年全年新增社融约 34.5 万亿，即社融存量同比增速约在 10.9% 左右，那么新增社融全年增速约在 11.0% 左右。

图 89：企业债融资持续弱势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 90：影子银行贷款增速稍有上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难

2021 年 8 月份经济从底部回升，政策层面的稳增长政策仍然在持续发力。货币宽松政策已经在持续进行，8 月 15 日央行下调了 1 年期 LPR 利率 5bps，5 年期 LPR 利率 15bps，着力引导长期资金利率下行。而随着我国外汇储备下行以及汇率贬值，未来降准可期。

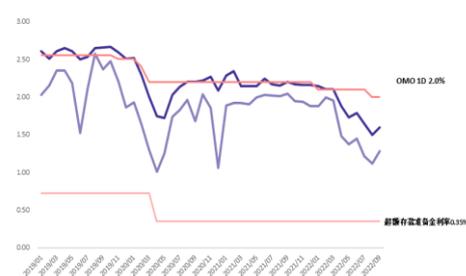
我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 4 季度。鉴于美国现阶段处于加息周期，3 季度的货币政策仍然带有考量，政策的持续推进需要时间，但是可以看到经济的低迷，超预期的政策才能奏效。

现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于新冠疫情仍处于不确定的状态，同时高频数据并没有快速好转，后续预计宽松政策持续。

8 月份市场资金宽松，但是流动性在边际收紧。货币市场利率比 7 月份上行，企业的金融环境稍有转变，同业存单利率稍有回升，信用利差回升，信用市场上企业的资金成本上行。

由于经济仍然处于慢速回升过程中，未来增长压力较大，央行会持续保持货币市场宽松以支持经济增长。但是鉴于汇率的压力，现阶段仍然以财政政策为主。

图 91：SHIBOR 利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 92：银行间质押回购利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、国内外主要风险

经济运行的风险不可能被完全预测到，但是我们试图总结现阶段可见的但并未被解决，或者有可能发生的，对未来经济运行或者政策调整会产生影响的事件。或者该事件会对全球经济造成冲击，而这种冲击也会反馈回国内。

疫情封控持续的风险

中国封控持续和再次严格，带来物流和生产的停滞。

汇率不受控制的风险

由于美元指数处于高位，人民币汇率快速走低。人民币汇率的走低会带来资金的外流，使得货币市场利率上行。

图表目录

图 1: 信贷仍然支持消费 (%)	3
图 2: 美国通胀预期 (%)	3
图 3: 3 月以来各国货币贬值幅度 (%)	4
图 4: 日本的利率曲线控制 (%)	4
图 5: 人民币持续贬值	4
图 6: 银行代客理财 (亿元)	4
图 7: 全国主要城市地铁客运量	5
图 8: 30 大中城市商品房成交套数 (万)	5
图 9: 上海出口集装箱指数	5
图 10: 30 大中城市商品房成交套数 (万)	5
图 11: 金融条件指数上行	5
图 12: 央行的货币三角	5
图 13: 美国零售部门库销比 (%)	7
图 14: GDP 各项环比拉动 (%)	7
图 15: 美国二季度 GDP 数据	7
图 16: 长期通胀预期较为稳定 (%)	8
图 17: 美债 Breakeven 通胀预期 (%)	8
图 18: 美联储计划缩表路径 (万亿美元)	9
图 19: 银行在美联储准备金持续下滑 (%)	9
图 20: 美国 PMI 初值继续下滑 (%)	10
图 21: 美国耐用品消费下行 (%)	10
图 22: ISM 制造业 PMI (%)	11
图 23: ISM 非制造业 PMI (%)	11
图 24: 美国零售额环比下滑 (%)	12
图 25: 密歇根大学消费者信心指数 (%)	12
图 26: 商场和建材库存偏高 (%)	12
图 27: 咨商会消费者信心指数 (%)	12
图 28: 美国新增非农就业人数 (千人)	13
图 29: 各行业新增就业人数变化 (千人)	13
图 30: 美国新建住房和成屋销售	13
图 31: 美国新屋开工 (千套)	13
图 32: 6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)	14
图 33: 5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)	14
图 34: 个人消费支出折年率环比变化 (%)	15
图 35: PPI 同比增速 (%)	15
图 36: 美国经济数据概览	15
图 37: 欧央行 2011 年来首次加息	16
图 38: 欧元区核心通胀明显“更冷” (%)	16
图 39: TPI 和 OMT 要点对比	16

图 40: 欧元区国家 PMI (%)	17
图 41: 欧元区消费者信心指数 (%)	17
图 42: 欧元区零售销售 (%)	18
图 43: 欧元区核心 CPI 增速更低 (%)	18
图 44: 南欧国债收益率 (%)	18
图 45: 德债和法债收益率 (%)	18
图 46: 欧元区经济数据概览	18
图 47: 日本 PMI (%)	19
图 48: 日本消费者信心指数	19
图 49: 日本商业销售增速 (%)	20
图 50: 日本两人以上家庭月消费支出	20
图 51: 采矿业和制造业指数	20
图 52: 日本出口金额增速 (%)	20
图 53: 日本经济数据概览	20
图 54: 中采制造业 PMI 变化 (%)	21
图 55: PMI 季节性表现 (%)	21
图 56: 疫情对 PMI 拖累依然明显 (%)	22
图 57: 大中小企业景气度变化 (%)	22
图 58: 工业增加值同比增速回升 (%)	23
图 59: 工业增加值环比增速 (%)	23
图 60: 主要行业生产当月同比增速 (%)	23
图 61: 主要工业品生产累计同比增速 (%)	23
图 62: 2022 年 8 月消费额回落 (%)	24
图 63: 消费额实际同比增长回升 (%)	24
图 64: 商品和餐饮零售销售增速 (%)	25
图 65: 2022 年 8 月份商品消费情况 (%)	25
图 66: 固定资产投资增速 (%)	26
图 67: 三大产业单月投资增速 (%)	26
图 68: 100 大中城市土地成交 (%)	26
图 69: 房地产单月开发投资面积 (万平方米)	26
图 70: 商品房单月销售面积跌幅收窄 (%)	27
图 71: 房屋竣工面积回升 (%)	27
图 72: 房地产到位资金增速 (%)	27
图 73: 房地产资金来源占比 (%)	27
图 74: 基础设施投资各行业增速 (%)	28
图 75: 政府债券融资进度 (亿)	28
图 76: 企业利润持续回落 (%)	28
图 77: 制造业各行业累计投资增速 (%)	28
图 78: CPI 同比持平 (%)	28
图 79: 食品和非食品价格变化 (%)	28
图 80: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)	29
图 81: 2022-2023 年 CPI 预测 (%)	30

图 82: 8 月份 PPI 同比回落 (%)	31
图 83: 原油期货价格 (美元/桶)	31
图 84: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	31
图 85: 物流指数回落 (%)	31
图 86: 1-8 月份社会融资总量 (亿)	31
图 87: 社融增速上行 (%)	32
图 88: 社融各部门变化 (亿元)	32
图 89: 企业债融资持续弱势 (%)	33
图 90: 影子银行贷款增速稍有上行 (%)	33
图 91: SHIBOR 利率 (%)	33
图 92: 银行间质押回购利率 (%)	33

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，主要从事数据预测工作。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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，银河证券可发出其它与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