

二零二二年十月十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 中国9月全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅2.8%，工业生产者出厂价格指数（PPI）上升0.9%，显示在输入性通胀风险增大的情况下，中国国内价格水平仍维持在合理区间。
- 猪肉、新鲜蔬菜水果价格进一步走高是推动CPI上涨的主要因素之一，而能源价格维持高位继续推高交通工具燃料价格，为CPI上涨贡献力量。不过，随着调控猪肉价格的政策出台，猪肉价格涨幅或将控制在合理区间内；同时考虑到国际油价已开始下行，能源价格对价格指数的推动作用或将平稳下降。
- 石油及大宗商品价格回软正帮助减轻工业生产所面临的价格压力。与此同时，海外需求和国内需求双重减少，以及房地产投资疲弱均带动相关生产资料需求量下降，同时有色金属、水泥等建材价格回落，带动PPI增速放缓。
- 中国人民银行继续秉持以我为主的货币政策，在尊重中国经济基本面的基础上实行有限度的经济刺激政策，坚决落实“不搞大水漫灌”的基本策略。利率+央行引导→LPR→贷款利率的新框架下，市场利率和中期借贷利率的向下来，给企业融资和居民中长期贷款带来便利，保证信贷结构持续朝着“总量稳、结构优”的方向优化，有效刺激国内需求释放。展望未来，央行仍有一定空间在必要时进行货币总量操作，利用降准降息及专项贷款等措施，推动市场平稳发展。

林樵基
研究部主管
banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

张梓源
分析师
ryan.zhang@cebi.com.hk
(852) 2916-9629

中国9月价格指数维持在合理区间

中国通胀水平维持在合理区间。虽然9月份全球能源和大宗商品价格有所下降，但全球通胀仍维持在高位，加上全球主要央行仍在加紧收紧货币政策以减轻通胀压力，给经济发展带来较多不确定性因素。在外围环境动荡之际，中国公布9月全国居民消费价格指数（CPI），同比涨幅达2.8%，工业生产者出厂价格指数（PPI）则上升0.9%，显示在输入性通胀风险增大的情况下，中国国内价格水平仍维持在合理区间。展望未来，考虑到海外经济环境复杂多变、国内疫情反复，中国经济下行压力正逐渐增大，对工业生产和消费活动的正常开展构成阻碍。我们认为，中国的政策制定者会不遗余力地恢复经济活动的正常化发展，从而帮助稳定物价水平。维持适当的消费品和服务供需关系及强化供应链弹性都将使消费物价水平和工业通胀在2022年余下时间稳定在合理水平，推动中国经济稳健增长。

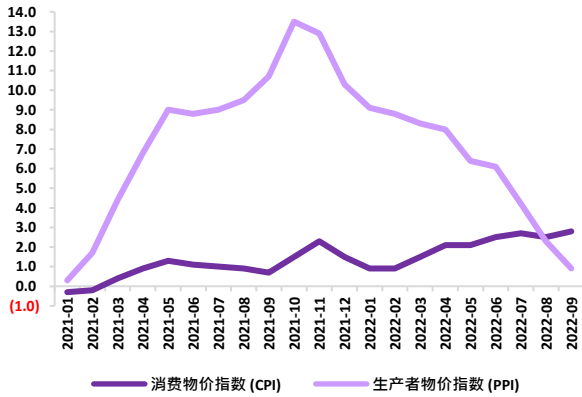
9月CPI同比涨幅升至2.8%，低于市场预期的2.9%，但高于8月的2.5%。今年1-9月平均，CPI同比上涨2%，高于2021年全年的上涨0.9%。猪肉、新鲜蔬菜水果价格进一步走高是推动CPI上涨的主要因素之一。当月食品价格增长6.3%，其中猪肉价格的涨幅为36%，较8月上升13.6个百分点。但我们相信，随着国家调控猪肉价格的政策手段开始实施，生猪出栏逐步恢复正常，猪肉价格涨幅将控制在合理区间内。此外，能源价格维持高位继续推动交通工具用燃料价格在9月增长19%，但已较8月下降0.9个百分点。考虑到国际油价开始下行，能源价格对国内价格指数的推动作用或将平稳下降。

9月PPI上升0.9%，低于市场预期的1%和8月的2.3%。今年1-9月平均，PPI同比增速达5.9%，低于2021年全年的8.1%。9月PPI的同比增幅继续回落，反映石油及大宗商品价格回软正帮助减弱工业生产所面临的价格压力。与此同时，海外需求和国内需求双重减少和房地产投资疲弱导致相关生产资料需求量下降，同时有色金属、水泥等建材价格回落，带动PPI增速放缓。总体而言，能源价格持续上涨仍在推高工业通胀水平，9月“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“燃气生产和供应业”的价格分别同比上涨31.1%、17.2和16.4%。

信贷增长更重视“总量稳、结构优”。货币政策方面，中国人民银行继续秉持以我为主的货币政策，在尊重中国经济基本面的基础上实行有限度的经济刺激政策，坚决落实“不搞大水漫灌”的基本策略。我们看到，自从央行推出“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的新框架后，市场利率的调控变得愈发自然。目前FDR007利率维持在1.55%，MLF维持在2.75%，带动1年期及5年期LPR维

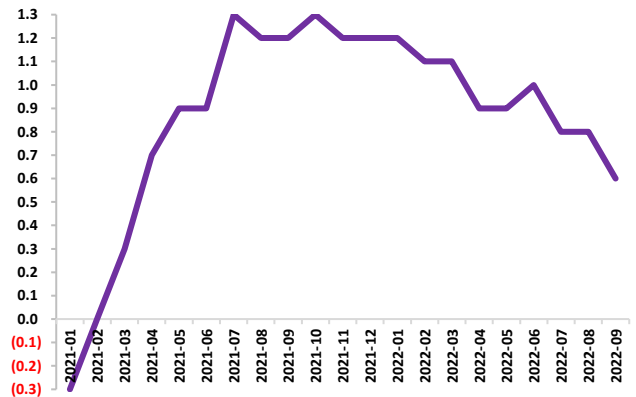
持在 3.65%和 4.3%，显示在 FDR007 持续在低位的同时配合调节 MLF 利率，引导市场利率和中期借贷利率向下，给企业融资和居民中长期贷款带来便利，保证信贷结构持续朝着“总量稳、结构优”的方向优化。与此同时，央行亦重视市场货币供需均衡，比如 8 月在降息的同时收回 2000 亿元人民币流动性资金，并持续进行公开市场操作，确保银行间市场资金总量处于合理区间。此外，央行还在积极关注结构性通胀和输入性通胀风险，尽可能地确保货币政策不会引发通胀上升。展望未来，外部经济形势仍然严峻，国内经济恢复基础并不牢固，虽然美元强势导致人民币汇率承压，但考虑到目前人民币仍是国际货币中的强势货币，人行仍有一定空间在必要时进行货币总量操作，利用降息降准及专项贷款等措施，推动市场平稳发展。

图.1: 中国消费物价指数及生产者物价指数(同比%)



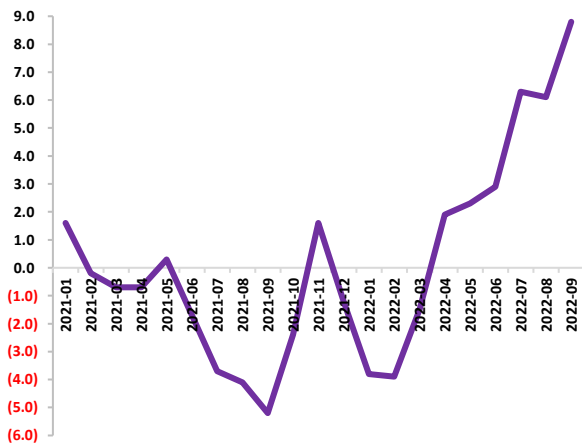
来源: 彭博

图.2: 中国核心消费物价指数(同比%)



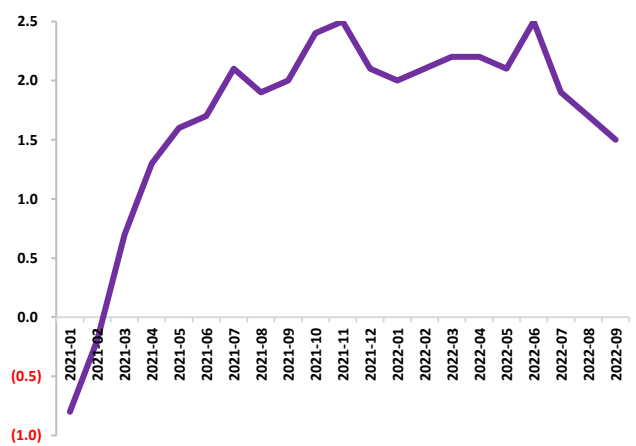
来源: 彭博

图.3: 食品消费物价指数(同比%)



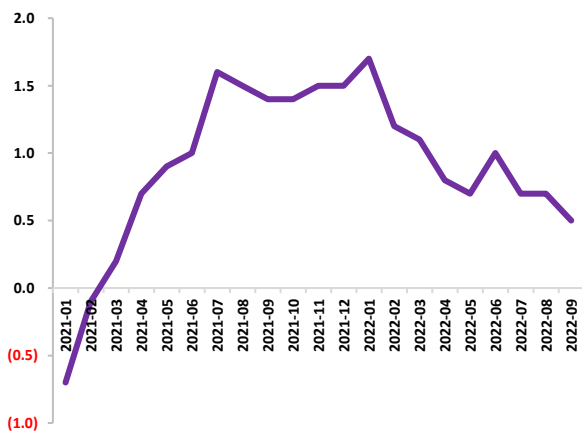
来源: 彭博

图.4: 非食品消费物价指数(同比%)



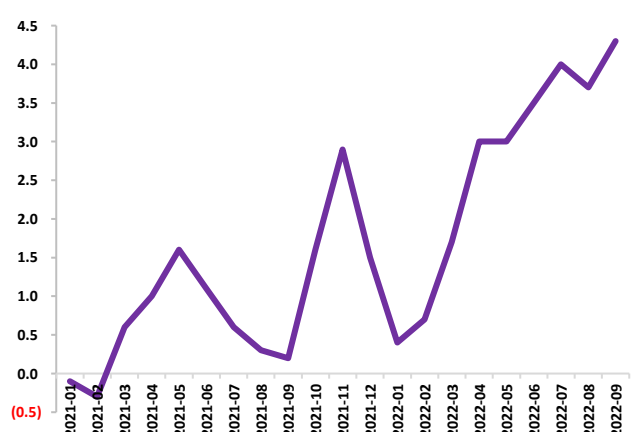
来源: 彭博

图.5: 服务消费物价指数(同比%)



来源: 彭博

图.6: 消费品物价指数(同比%)



来源: 彭博

中国经济数据

| | 1Q2021 | 2Q2021 | 3Q2021 | 4Q2021 | 2021 | 1Q2022 | 2Q2022 | 3Q2022 |
|------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 实际国民生产总值 (同比%) | 18.3 | 7.9 | 4.9 | 4.0 | 8.1 | 4.8 | 0.4 | - |
| 制造业 PMI (%) | 51.3 | 51.0 | 50.0 | 49.9 | 50.3 | 49.9 | 49.1 | 49.5 |
| 非制造业 PMI (%) | 53.4 | 54.5 | 51.3 | 52.5 | 52.7 | 50.4 | 48.1 | 52.3 |
| 出口(人民币/同比%) | 38.7 | 19.9 | 14.4 | 17.8 | 21.2 | 13.4 | 13.3 | - |
| 进口(人民币/同比%) | 19.3 | 32.4 | 15.7 | 18.7 | 21.5 | 7.6 | 1.9 | - |
| 贸易余额 (人民币/十亿) | 709.3 | 866.8 | 1180.9 | 1608.4 | 4372.1 | 1029.7 | 1478.2 | - |
| 出口增长 (美元/同比%) | 48.8 | 30.6 | 24.2 | 22.9 | 29.9 | 15.8 | 13.0 | - |
| 进口增长 (美元/同比%) | 29.4 | 44.2 | 25.4 | 23.7 | 30.0 | 9.8 | 1.7 | - |
| 贸易余额 (美元/十亿) | 108.6 | 134.0 | 183.0 | 250.2 | 676.9 | 162.9 | 227.8 | - |
| 消费物价指数 (同比%) | 0.0 | 1.1 | 0.8 | 1.8 | 0.9 | 1.1 | 2.2 | 2.7 |
| 生产者物价指数 (同比%) | 2.1 | 8.2 | 9.7 | 12.2 | 8.1 | 8.7 | 6.8 | 2.5 |
| 固定资产投资(年初至今/同比%) | 25.6 | 12.6 | 7.3 | 4.9 | 4.9 | 9.3 | 4.2 | - |
| 房地产投资 (年初至今/同比%) | 25.6 | 15.0 | 8.8 | 4.4 | 4.4 | 0.7 | (9.0) | - |
| 工业增加值 (同比%) | 24.6 | 9.0 | 4.9 | 3.9 | 9.6 | 6.5 | 0.6 | - |
| 零售额 (同比%) | 33.9 | 13.9 | 5.0 | 3.5 | 12.5 | 3.3 | (4.6) | - |
| 新增贷款 (人民币/十亿) | 7667.9 | 5084.5 | 3961.4 | 3231.2 | 19945.1 | 8338.9 | 5340.1 | - |
| 广义货币供应量 (同比%) | 9.4 | 8.6 | 8.3 | 9.0 | 9.0 | 9.7 | 11.4 | - |
| 总社会融资 (人民币/十亿) | 10288.9 | 7510.9 | 6967.1 | 6584.1 | 31351.0 | 12031.0 | 8946.9 | - |

| | 9/21 | 10/21 | 11/21 | 12/21 | 1/22 | 2/22 | 3/22 | 4/22 | 5/22 | 6/22 | 7/22 | 8/22 | 9/22 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|------|
| 实际国民生产总值(同比%) | 4.9 | - | - | 4.0 | - | - | 4.8 | - | - | 0.4 | - | - | - |
| 制造业 PMI (%) | 49.6 | 49.2 | 50.1 | 50.3 | 50.1 | 50.2 | 49.5 | 47.4 | 49.6 | 50.2 | 49.0 | 49.4 | 50.1 |
| 非制造业 PMI (%) | 53.2 | 52.4 | 52.3 | 52.7 | 51.1 | 51.6 | 48.4 | 41.9 | 47.8 | 54.7 | 53.8 | 52.6 | 50.6 |
| 出口(人民币/同比%) | 19.7 | 20.1 | 16.3 | 17.3 | 20.8 | 3.9 | 12.7 | 1.6 | 14.8 | 21.8 | 23.9 | 11.8 | - |
| 进口(人民币/同比%) | 9.7 | 14.3 | 25.6 | 16.0 | 17.9 | 9.4 | (1.1) | (1.9) | 2.2 | 4.8 | 7.4 | 4.6 | - |
| 贸易余额 (人民币/十亿) | 441.6 | 547.8 | 460.6 | 600.1 | 537.3 | 178.8 | 287.6 | 317.7 | 494.8 | 646.5 | 682.7 | 535.9 | - |
| 出口增长 (美元/同比%) | 28.0 | 26.9 | 21.7 | 20.9 | 24.0 | 6.1 | 14.4 | 3.6 | 16.4 | 17.7 | 18.0 | 7.1 | - |
| 进口增长 (美元/同比%) | 17.2 | 20.4 | 31.4 | 19.5 | 20.9 | 11.5 | 0.5 | 0.1 | 4.0 | 1.0 | 2.3 | 0.3 | - |
| 贸易余额 (美元/十亿) | 68.1 | 84.8 | 71.7 | 93.7 | 82.7 | 28.1 | 45.3 | 50.0 | 77.5 | 97.4 | 101.3 | 79.4 | - |
| 消费物价指数 (同比%) | 0.7 | 1.5 | 2.3 | 1.5 | 0.9 | 0.9 | 1.5 | 2.1 | 2.1 | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.8 |
| 生产者物价指数 (同比%) | 10.7 | 13.5 | 12.9 | 10.3 | 9.1 | 8.8 | 8.3 | 8.0 | 6.4 | 6.1 | 4.2 | 2.3 | 0.9 |
| 固定资产投资 (年初至今/同比%) | 7.3 | 6.1 | 5.2 | 4.9 | - | 12.2 | 9.3 | 6.8 | 6.2 | 6.1 | 5.7 | 5.8 | - |
| 房地产投资 (年初至今/同比%) | 8.8 | 7.2 | 6.0 | 4.4 | - | 3.7 | 0.7 | (2.7) | (4.0) | (5.4) | (6.4) | (7.4) | - |
| 工业增加值 (同比%) | 3.1 | 3.5 | 3.8 | 4.3 | - | 7.5 | 5.0 | (2.9) | 0.7 | 3.9 | 3.8 | 4.2 | - |
| 零售额 (同比%) | 4.4 | 4.9 | 3.9 | 1.7 | - | 6.7 | (3.5) | (11.1) | (6.7) | 3.1 | 2.7 | 5.4 | - |
| 新增贷款 (人民币/十亿) | 1663.0 | 826.2 | 1273.2 | 1131.8 | 3980.0 | 1233.6 | 3125.4 | 645.4 | 1888.4 | 2806.3 | 679.0 | 1254.2 | - |
| 广义货币供应量 (同比%) | 8.3 | 8.7 | 8.5 | 9.0 | 9.8 | 9.2 | 9.7 | 10.5 | 11.1 | 11.4 | 12.0 | 12.2 | - |
| 总社会融资 (人民币/十亿) | 2902.6 | 1617.6 | 2598.3 | 2368.3 | 6162.3 | 1221.2 | 4647.5 | 943.0 | 2833.8 | 5170.7 | 762.0 | 2432.2 | - |
| 全国城镇调查失业率(%) | 4.9 | 4.9 | 5.0 | 5.1 | 5.3 | 5.5 | 5.8 | 6.1 | 5.9 | 5.5 | 5.4 | 5.3 | - |
| 31个大城市 城镇调查失业率 (%) | 5.3 | 5.0 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | - | 6.0 | 6.7 | 6.9 | 5.8 | 5.6 | 5.4 | - |

世界经济/金融指标

| 全球股指 | | | |
|----------------|-----------|-------|----------|
| 指数 | 收市价格 | 市盈率 | 一周变动 (%) |
| 美国 | | | |
| 道琼斯工业平均指数 | 30,038.72 | 16.61 | 0.37 |
| 标准普尔 500 指数 | 3,669.91 | 18.00 | (1.99) |
| 纳斯达克综合指数 | 10,649.15 | 34.16 | (3.83) |
| 欧洲 | | | |
| 富时 100 指数 | 6,850.27 | 13.30 | (2.10) |
| 德国 DAX 30 指数 | 12,355.58 | 12.05 | (0.92) |
| 法国 CAC 40 指数 | 5,879.19 | 12.39 | (0.96) |
| 斯托克 600 价格指数 | 389.15 | 13.56 | (1.82) |
| 亚洲 | | | |
| 香港恒生指数 | 16,389.11 | 6.19 | (9.01) |
| 恒生中国企业指数 | 5,560.80 | 5.34 | (10.10) |
| 上海深圳沪深 300 指数 | 3,752.67 | 13.74 | (1.95) |
| 上海证券交易所综合指数 | 3,016.36 | 13.21 | (0.82) |
| 深证综合指数 | 1,934.28 | 34.72 | (0.15) |
| 日经 225 指数 | 26,237.42 | 26.42 | (3.26) |
| 韩国 KOSPI 指数 | 2,162.87 | 9.16 | (2.36) |
| 台湾证交所加权股价指数 | 12,810.73 | 9.09 | (7.18) |
| 标普/澳证 200 指数 | 6,642.61 | 13.64 | (2.57) |
| MSCI 指数 | | | |
| MSCI 世界指数 | 2,411.69 | 15.59 | (2.69) |
| MSCI ACWI 指数 | 558.71 | 14.58 | (3.08) |
| MSCI 新兴市场指数 | 854.53 | 9.52 | (6.15) |
| MSCI 美国指数 | 3,489.24 | 18.45 | (2.23) |
| MSCI 英国指数 | 1,974.24 | 13.24 | (2.08) |
| MSCI 法国指数 | 167.78 | 14.05 | (1.13) |
| MSCI 德国指数 | 121.98 | 11.51 | (1.55) |
| MSCI 中国指数 | 53.79 | 9.41 | (9.32) |
| MSCI 香港指数 | 11,314.32 | 16.78 | (6.11) |
| MSCI 日本指数 | 1,130.28 | 14.39 | (3.12) |

*所有市场根据 2022/10/13 收市价。

| 货币市场 | | |
|-----------------------|---------|----------|
| | 收益率 (%) | 一周变动 (%) |
| 联邦基金目标利率 | 3.25 | 0.00 |
| 美国最佳利率 | 6.25 | 0.00 |
| 联储贴现率 | 3.25 | 0.00 |
| 欧洲央行最低再融资利率 1 周 | 1.25 | 0.00 |
| 日本央行政策利率 | (0.10) | 0.00 |
| 美国综合国债 1 个月收益率 | 2.8902 | 0.1323 |
| 美国综合国债 1 年收益率 | 4.4282 | 0.2484 |
| 美国综合国债 5 年收益率 | 4.2004 | 0.1332 |
| 美国综合国债 10 年收益率 | 3.9435 | 0.1199 |
| 美国综合国债 30 年收益率 | 3.9164 | 0.1326 |
| 伦敦银行同业拆放利率- 1 个月 | 3.3387 | 0.1406 |
| 伦敦银行同业拆放利率- 3 个月 | 4.0109 | 0.2269 |
| 日本综合国债 1 年收益率 | (0.129) | 0.013 |
| 日本综合国债 10 年收益率 | 0.250 | (0.004) |
| 德国综合国债 1 年收益率 | 1.854 | 0.141 |
| 德国综合国债 10 年收益率 | 2.287 | 0.202 |
| 中国贷款市场报价利率(1 年期) | 3.65 | 0.00 |
| 中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年 | 1.768 | (0.084) |
| 中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年 | 2.491 | (0.054) |
| 中国国债收益率 CFIF 报价 - 10 | 2.729 | 0.013 |
| 上海银行同业拆放利率- 隔夜 | 1.182 | (0.470) |
| 上海银行同业拆放利率- 1 个月 | 1.619 | (0.079) |
| 香港基本利率(贴现率) | 3.50 | 0.00 |
| 香港银行同业拆放利率- 隔夜 | 1.7163 | 0.5841 |
| 香港银行同业拆放利率- 一个月 | 2.4713 | (0.0124) |
| 离岸人民币拆放利率-隔夜 | 1.0214 | (0.0459) |
| 离岸人民币拆放利率-1 个月 | 2.1173 | (0.5959) |
| 公司债(穆迪) | | |
| Aaa | 5.11 | 0.34 |
| Baa | 6.18 | 0.29 |

| 全球商品 | | | |
|----------------|--------|----------|----------|
| | 价格 | | 一周变动 (%) |
| 能源 | | | |
| NYMEX 轻质低硫原油期货 | 美元/桶 | 89.11 | 0.75 |
| ICE 布伦特原油期货 | 美元/桶 | 94.57 | 0.16 |
| 天然气期货 | 美元/百万英 | 6.74 | (3.31) |
| 基本金属 | | | |
| LME 原铝现货(\$) | 美元/吨 | 2,359.15 | 0.69 |
| 铜期货 | 美元/磅 | 344.05 | (0.16) |
| LME 钢筋期货 | 美元/吨 | 685.00 | (0.72) |
| LME 铅现货(\$) | 美元/吨 | 2,092.00 | 0.52 |
| 贵金属 | | | |
| 现货金 | 美元/盎司 | 1,674.15 | (2.28) |
| 黄金期货 | 美元/盎司 | 1,677.00 | (2.55) |
| 现货银 | 美元/盎司 | 19.17 | (6.68) |
| 现货铂 | 美元/盎司 | 887.78 | (4.02) |
| 农产品 | | | |
| 玉米期货 | 美元/蒲式耳 | 697.75 | 3.29 |
| 小麦期货(CBT) | 美元/蒲式耳 | 892.25 | 1.51 |
| 11 号糖(全球) | 美元/磅 | 18.81 | 1.90 |
| 大豆期货 | 美元/蒲式耳 | 1,395.75 | 2.78 |

数据来源: 彭博

| 外汇市场 | | |
|-------------|----------|----------|
| | 现货价格 | 一周变动 (%) |
| 美元指数 | 112.36 | 0.09 |
| 欧元/美元 | 0.9725 | (1.63) |
| 英镑/美元 | 1.1153 | (0.90) |
| 澳大利亚元/美元 | 0.6277 | (2.82) |
| 美元/加拿大元 | 1.3807 | 0.95 |
| 美元/日元 | 146.81 | 1.43 |
| 美元/瑞士法郎 | 0.9987 | 1.55 |
| 人民币中间价指数 | 7.1101 | (0.00) |
| 美元/人民币 | 7.1695 | 0.63 |
| 美元/人民币-交割远期 | 7.0438 | 1.02 |
| 美元/中国境外即期汇率 | 7.1925 | 1.83 |
| 美元/港币 | 7.8495 | (0.01) |
| 人民币/港币 | 1.0949 | (0.74) |
| 中国境外即期汇率/港币 | 1.0914 | (1.80) |
| 美元/韩元 | 1,431.10 | 1.45 |
| 美元/新台币 | 31.90 | 1.05 |
| 美元/新加坡元 | 1.4336 | 0.60 |
| 美元/印度卢比 | 82.35 | 0.56 |

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)和张梓源(香港证监会中央编号:BSD301)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600