

外部风险 牵制内部改善力度

■ 观点逻辑

- 国内宏观内生周期仍偏向“弱复苏”，但复苏强度预期较弱。分项中，基建>消费>外需>地产。边际变量中，内部关注疫情和地产政策变化及效果，边际预期差向好概率略高；外部关注美国通胀和美联储紧缩强度的基准预期变化。
- 国内政策边际导向由宽松趋向中性，内外约束因素偏强，尤其是中美利差历史性深度倒挂，将限制政策自主性空间。内部通胀可控带来的政策自主性，若可有效驱动地产四季度筑底企稳，人民币贬值和资本外流压力也将随之缓解。
- 外部风险聚焦欧美硬着陆风险，关键变量是美国高通胀降速预期差。基数效应下，四季度美国通胀降势有望加速；若实际美国通胀降速不及预期，美联储年内 125BP 的基准加息幅度有再调升风险。关于衰退风险，目前软着陆预期仍占主导，但硬着陆概率上升，四季度将是衰退强度基准预期变化的观察期。
- 四季度，宏观驱动“内强外弱”，外部风险牵制内部预期改善力度，市场总体弱势格局难改。边际上，若内部地产预期差向上&美国通胀预期差向下，股指存阶段性超跌修复动能。商品方面，总需求预期边际向下，供应冲击不可控性仍强，综合指数运行中枢或下移，但结构趋向分化。

■ 风险提示

地产信心再度恶化、地缘博弈失控、美国紧缩再加速、美元流动性危机、欧美硬着陆中断国内弱复苏进程

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观三季报

2022年10月13日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tw@zcfutures.com
上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼(200120)



一、核心变量：滞胀转向衰退路径受阻

三季度，国内疫后修复强度与外部“美联储看跌期权”预期，均被证伪，国内年度GDP增速预期向下修正；同期，为稳定地产软着陆预期，中国央行超预期降息，是SDR（特别提款权）篮子货币（美元、欧元、人民币、英镑、日元）中唯一降息国家。外部风险聚焦在美国高通胀的强粘性，美联储已明确表态将“不惜代价”降通胀，并大幅调升本轮加息终点至4.6%，美国经济“硬着陆”概率显著增加。

市场表现上，国债>文华商品>股指>汇率。受益于中国央行的货币政策自主性，中国国债期货价格明显上涨，中美10年期国债收益率倒挂最高至129BP，创历史之最；风险资产-股商汇全线下行，受供应矛盾支撑，商品相对偏强，文华商品指数跌破去年12月低点后，暂时企稳弱势震荡，结构上贵金属>有色>农产品>工业品；全球股市下跌，恒生指数、中国创业板指数跌幅居首，而上证50、沪深300均已跌破4月疫情悲观时最低点。

汇率表现最弱，非美货币相对美元全线贬值，日元逼近98年亚洲金融危机时低点，欧元兑美元跌破平价，为2002年来首次，英镑兑美元最低至1.07，逼近85年历史最低点，人民币破7但仍是美元之外的第二强势货币，兑欧元和英镑均小幅升值。

图 1：商品指数涨跌幅 (%)

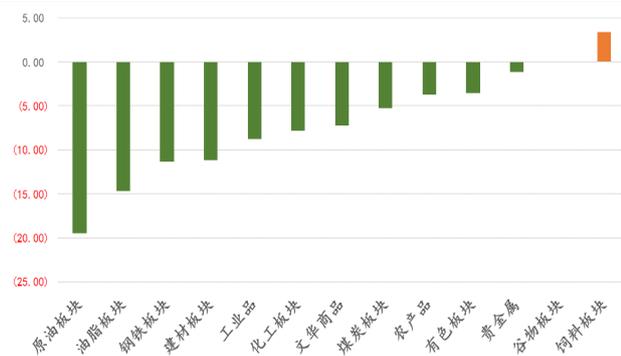


图 2：主要国家股指涨跌幅 (%)



图 3：全球 10 债收益率变化基点 (BP)

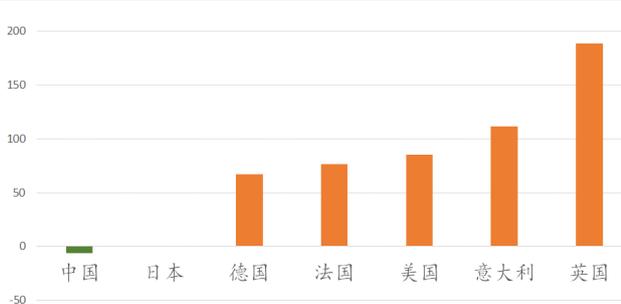
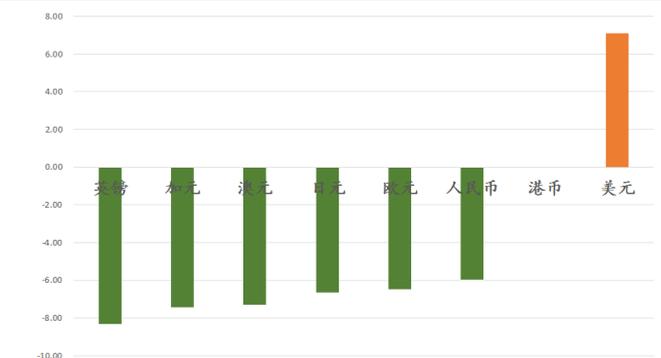


图 4：主要国家兑美元汇率变化率 (%)



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

二、弱复苏方向不变 关注强度预期差

三季度,国内经济的弱复苏方向被确认,但强度不及预期,下半年 GDP 增速预期随之下修,乐观预估区间在 [3.5%, 4%], 其中四季度 GDP 增速目前预估值高于三季度,市场预测均值在 4.5% 左右。年度 GDP 增速预期同步调降,目前国内主流机构预期均值约 3.5%,显著低于 5.5% 左右的年度目标增速,但略高于 IMF (3.3%) 和世界银行 (2.8%) 的预测值。

四季度, GDP 分项拉动中,预计基建>制造业>消费>出口>地产,本轮弱复苏周期仍缺乏内生性增长动力,政策发力及显效仍是关键。边际上,基建正向驱动不变,将受益于已发行完毕的 3.45 万亿专项债,以及新增 5000 亿专项债限额的盘活规模;消费修复方向不变,但力度依然有限,同时将面临秋冬季疫情反复风险;而经济驱动的边际变量,将聚焦出口和地产,预计极差的地产预期将在政策合力驱动下略有改善,强韧性的出口增速将趋向下行,向下速度取决于欧美本轮衰退强度。

内外核心变量中,地产的内部可控性较强,外部风险可控性较差,取决于欧美通胀回落速度,若慢于预期将带来紧缩基准的再度强化,进而增加欧美经济硬着陆风险;若快于预期,则将利于悲观情绪的阶段性修复。相对而言,欧美软着陆是对国内经济预期的更优选项,软着陆虽会压制国内弱复苏强度,但不会改变弱复苏方向;但若欧美硬着陆,则会带来外需降速过快及恐慌情绪传导,有可能中断国内经济弱复苏方向。

图 5: 中国与美国制造业 PMI

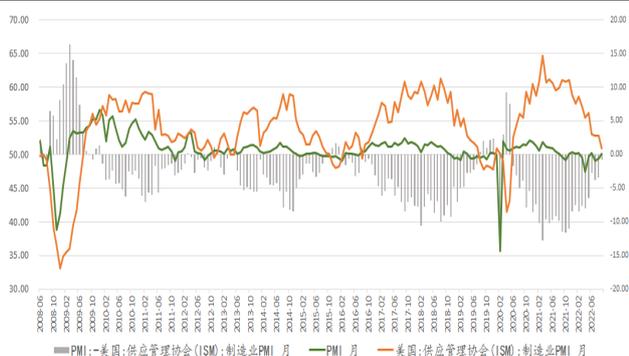


图 6: 制造业 PMI 季节性特征

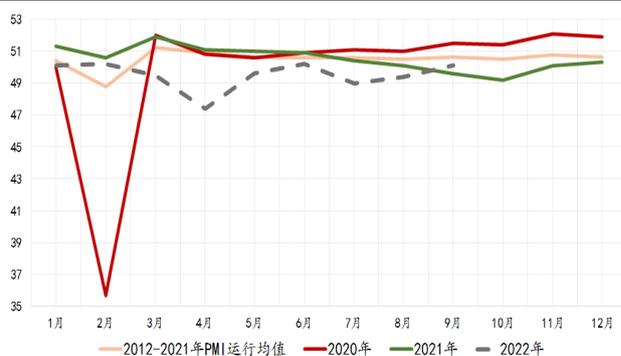


图 7: GDP 增速预测及历史预期差

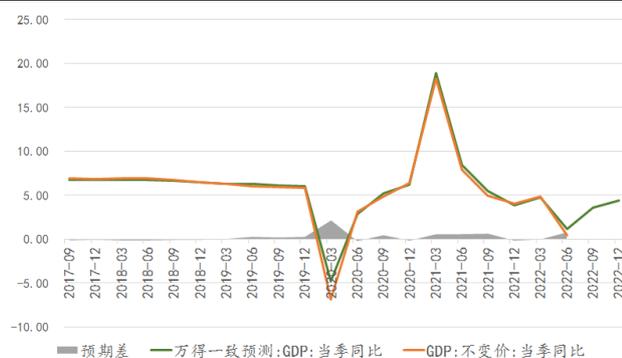


图 8: GDP 分项预测与历史预期差



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

2.1 疫情反复概率高 消费基准预期弱

四季度，消费仍将是 GDP 正向拉动，耐用品（汽车）和接触型（餐饮旅游等）消费的预期差，是决定消费修复高度的边际观察变量。

比较看，汽车预期受政策激励稳定性高，9月狭义乘用车销量同比增速高达21.5%；消费预期差将主要来自疫情变化对接触型消费的抑制，据文旅部显示，2022年国庆长假，全国国内旅游收入2872.1亿元，同比减少26.2%，仅恢复至19年同期的44.2%；考虑到秋冬季疫情反复概率高，接触型消费的修复信心较弱，预计四季度消费增速难超预期。

防疫政策方面，四季度“动态清零”政策和高频核酸检测仍将持续，纠正“过度防疫”利于改善边际消费信心，但防疫政策的全面放开，仍需等待新冠药物和老年人疫苗接种率达到安全状态。据人民日报报道，截至9月28日，我国60岁以上老年人完成全程接种人数占老年人口的比例为86.26%，还有相当部分老年人尚未完成全程接种和加强免疫接种，加上相当数量的儿童和有禁忌症无法接种疫苗的人群，疫苗接种率尚未形成足以抵抗重症和死亡的屏障。

图9：全国当日新增新冠确诊+无症状病例

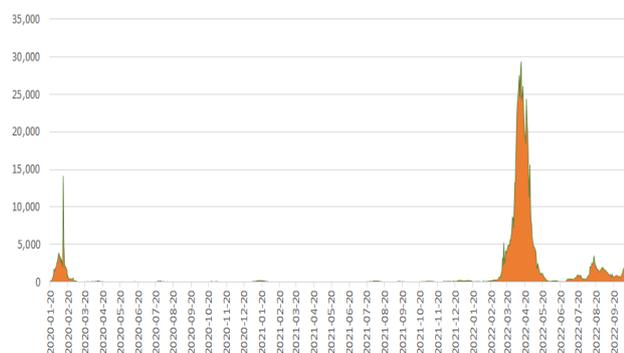
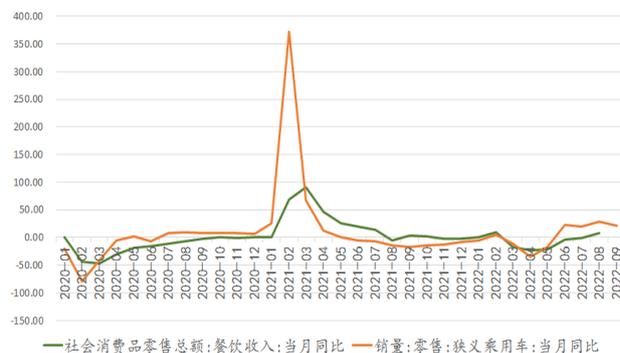


图10：汽车和餐饮销售增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 政策合力改善地产悲观预期

地产是当前国内经济弱复苏的主拖累项，1-8月房地产相关数据全线深度负增长，新开工增速低至-37.2%，销售低至-23%。

自去年底开始，房地产相关政策开启新一轮放松历程，但与此前地产放松周期不同，房住不炒基调之下，本轮政策导向以因城施策的结构化放松为主，总量政策放松力度弱，5年期LPR利率仅累计调降20BP。而地方政策中则已“应出尽出”，包括但不限于调升公积金贷款额度、发放购房补贴、放松限购限售、部分城市聚力“保交楼”等政策。不过，前期地产政策的结构化放松效果有限，并未带来地产悲观预期的显著改善。

9月底，地产迎来新一轮全国层面的放松政策，包括阶段性（至年底）调降部分城市的首套房贷利率、阶段性（至明年年底）减免房屋转让个税、调降首套个人住房公积金贷款利率15BP三项政策。四季度，将再度进入新一轮地产放松政策效果的观察期，若地产销售、竣工等数据的负增长程度持续改善，将稳定地产信心和软着陆预期。

图 11: 房屋新开工与销售增速



图 12: 房地产开发资金来源

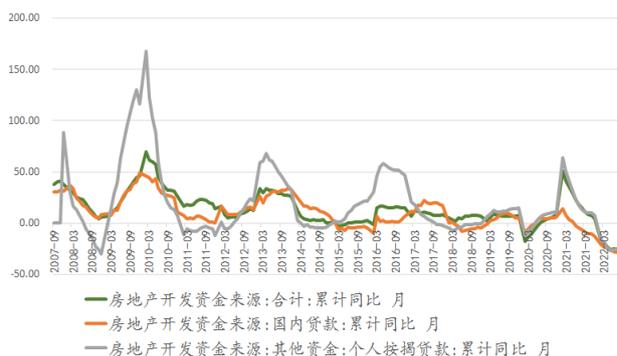


图 13: 土地购置费与地方财政收入

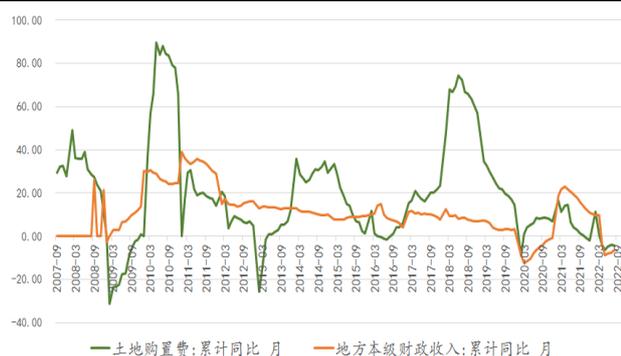


图 14: 百城房价指数

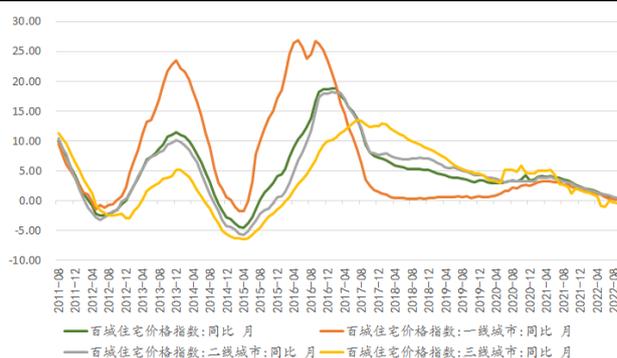


图 15: 居民杠杆率

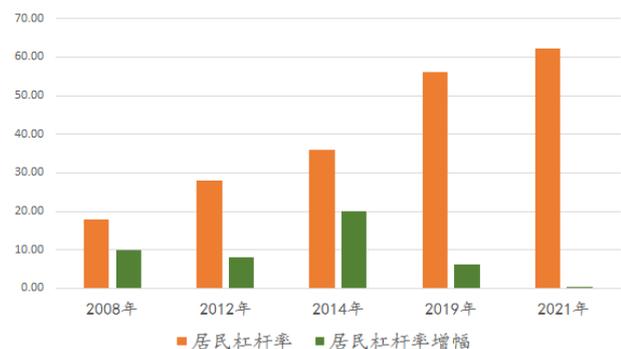
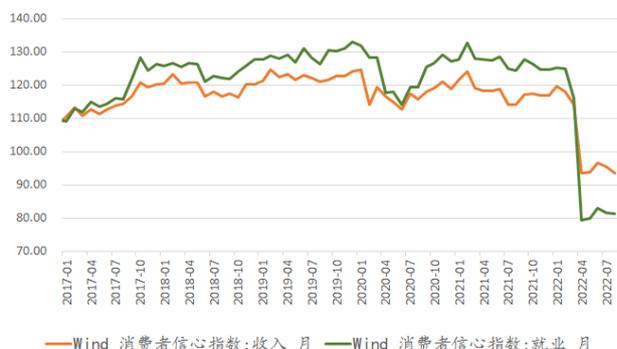


图 16: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

2.3 欧美衰退风险高 出口向弱

四季度, 出口对 GDP 的拉动将趋弱, 向弱程度取决于欧美衰退强度。9 月全球制造业 PMI 指数跌破 50%, 为 20 年 7 月来首次, 其中欧元区已连续三个月低于 50%, 美国和日本景气度增速加快逼近 50%, 中国则延续边际弱回升态势至 50.1%。

四季度, 欧美处在滞胀周期向衰退周期转换的观察和确认阶段, 预计在高通胀和高利率夹击下, 四季度较高概率转向衰退, 市场分歧集中在衰退深度的不确定性。目前美联储预测 22 年美国 GDP 增长仅为 0.2%, 若以此为基准, 美国三四季度 GDP 同比增速将为负增长, 进入衰退区间; 而此前美国 GDP 环比增速已连续两个季度负增长。

图 17: 中国新出口订单与全球制造业 PMI

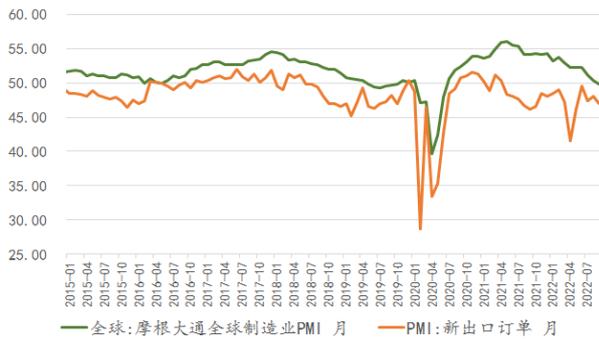


图 18: 美国消费者信心



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

三、约束条件升级 政策趋向中性

三季度, 国内货币政策仍以偏松为主, 再次调降 5 年期 LPR 利率 15BP, 独立于美联储强势加息周期, 货币政策导向以国内目标为主。

政策效果看, 宽信用效果总体低于预期, 但边际已现改善迹象。9 月社融和贷款增量高达 3.5 万亿和 2.47 万亿, 均创历史同期新高, 同时企(事)业中长期贷款占比维持 55% 高位; 增速方面, M2 增速 12.1%, 明显高于年度名义 GDP 目标增速; 社融增速 10.6%, 略高于名义 GDP 增速目标。

政策代价看, 主要是人民币贬值和外储净流出压力。截至 9 月 30 日, 美元兑人民币中间价贬值幅度约 6% 至 7.1, 自 15 年 811 汇改之后, 第三次跌破 7, 并触发官方汇率维稳措施, 远期售汇外汇风险准备金率上调至 20%。外汇储备净流出规模也在加速, 今年 1-9 月官方外汇储备净流出约 2200 亿美元, 流出强度达到 15 年汇灾期间净流出规模的 80%。

四季度, 考虑到年内人民币兑美元贬值幅度已接近 12%, 逼近 7.2-7.4 的临界区域, 可控范围内的贬值弹性已显著收窄, 叠加猪价回升压力的内部潜在通胀制约, 预计国内货币政策再宽松空间已有限; 若地产软着陆预期稳定, 四季度再降准降息概率偏低, 重点关注前期政策积累的宽信用效果预期差。

图 19: 社融增量

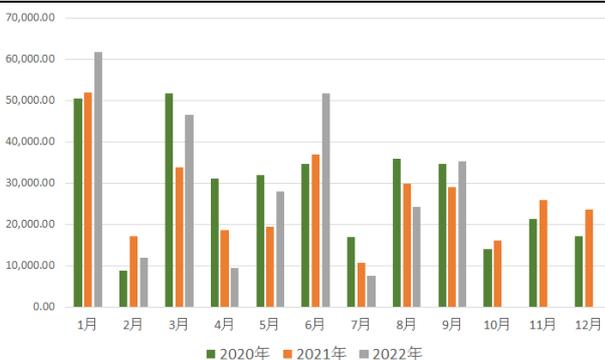


图 20: M1-M2 与社融-M2



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

图 21：公开市场净投放



图 22：银行间拆借利率



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.1 外部约束：美联储紧缩强度显著上修

年内至今，美联储紧缩强度屡次上修，分别在 6/7/9 月三次加息 75BP，当前美国基准利率目标区间已升至 [3%, 3.25%]，11-12 月两次会议的基准加息幅度为 125BP，若基准预期兑现，截至年底，美国基准利率目标区间将升至 [4.25%, 4.5%]，远高于 15-18 年加息周期的 2.5%，逼近 06-07 年加息周期的高点 5.25%。

四季度，美联储紧缩强度预期的再调整，取决于美国通胀预期差。目前为止，美国 CPI 增速持续显著慢于市场预期，9 月 CPI 和核心 CPI 增速分别高达 8.2% 和 6.6%，均显著偏离 2% 的政策目标，其中核心 CPI 增速升至近四十年来新高。通胀分项中，能源和交通运输为价格上行主驱动，但租金等惰性通胀已成为新的通胀源头。考虑到俄乌局势已近失控、OPEC+ 超预期达成减产协议和伊朗核协议谈判仍无实质性进展，冬季能源供应矛盾仍突出，美国高通胀粘性仍有超预期风险。总体上，预计到年底兑现加息 125BP 的概率较高，但若 10-11 月美国通胀数据持续超预期，12 月加息幅度有调升至 75BP 的风险。

图 23：中美国债利差



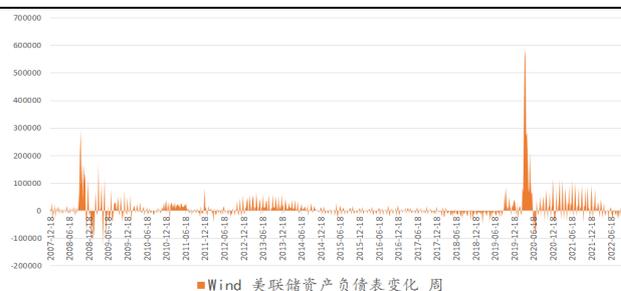
图 24：中国外汇储备与汇率



图 25：美国住房贷款利率



图 26：美联储资产负债表规模变化



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.2 内部约束：猪价升势强劲 调控压力加剧

俄乌战争推动全球能源和粮食价格居高不下，促使欧美及印度等新兴国家通胀预期失控，倒逼各国政策强势紧缩。中国能够独立于全球高通胀&强加息浪潮之下，得益于前期国内猪周期与油周期的错位，以及煤炭等能源的自主可控性。

四季度国内通胀的边际变量聚焦猪油共振风险，其中油价的内部可控性较差，与外部地缘博弈及美联储紧缩节奏直接相关，高位运行大概率事件。内部变量观察猪价升速，三季度国内猪价涨幅逾 30%，上升斜率与 19 年相当，考虑到当前生猪存栏量和能繁母猪仍处在下降初期，猪价短期升势尚可，中期上涨压力仍未充分释放；但猪价涨势过快也将面临政策的逆周期调控压力，生猪产能逆周期调控机制将启动，目前为止，官方已投放五批次中央猪肉储备。

综合看，四季度 CPI-PPI 差值将继续扩大，通胀压力仍在消费端。常态情形下，受高基数影响，CPI 运行中枢大概率较三季度温和下移，其中 11 月为通胀低点；若俄乌局势升级程度及连带的欧美俄/中东等地缘博弈超预期，猪油周期存在共振风险，届时国内 CPI 存在超预期上升风险。相比汇率压力，国内通胀约束仍可控，持续超过 3%是关注内部政策转向的临界点。

图 27: CPI-PPI

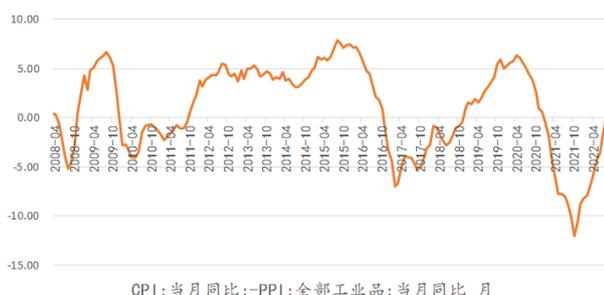


图 28: CPI:猪肉与交通用燃料

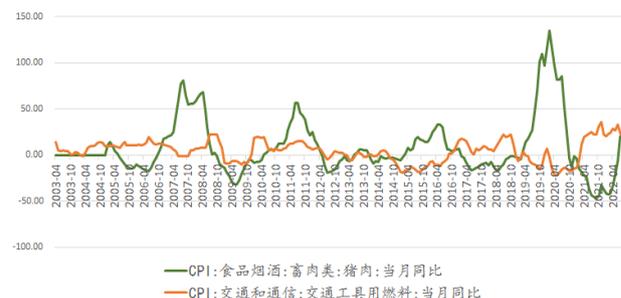
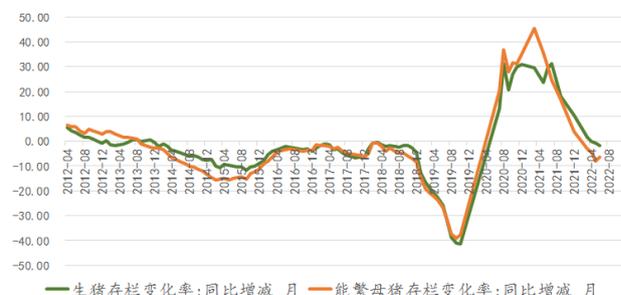


图 29: 猪肉市场价格



图 30: 生猪与能繁母猪存栏变化率



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

四、外部变量：地缘升级 & 衰退深度

4.1 俄乌冲突再升级 通胀高粘性难消

自 4 月开始，世界能源和非能源价格走势背离，非能源价格见顶回落，目前已回到去年底水平，但能源价格则持续冲高，逼近 2008 年 6-7 月历史高点。目前俄乌战争继续升级，北溪管道/克里米亚大桥被炸、俄罗斯连续空袭乌克兰多城、G7 邀请乌克兰参加紧急会议等事件，

令战争强度和不可控性显著增加，能源供应矛盾再升温，高通胀粘性仍有超预期风险。

地缘博弈风向，是影响能源供应预期的核心变量。俄乌之外，OPEC+、伊朗、美国的能源供应预期变化也是关注焦点。在 OPEC+意外减产 200 万桶/天之后，伊朗核协议的谈判进展成为边际观察变量，虽然美伊谈判在俄乌战争开启后屡次放出积极信号，但并无实质性进展，伊朗方面需要美国提供不会再违反协议的有力保证，因其涉及两党博弈，事实性重启伊朗核协议难度高。

图 31：全球能源和非能源价格指数



图 32：卢布汇率



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

4.2 硬着陆风险仍处观察期

1-9 月，美国 CPI 均值高达 8.3%，远高于 07-08 年高通胀期间的年度均值 3.3%，仅次于 1974 年 11%和 1975 年 9.2%的年度通胀均值。而在 2009-2021 年期间，美国通胀年度均值仅为 1.8%，与之相比，本轮美国通胀形势已然失控，更接近 1970 年代的大滞胀时期，供应矛盾极为突出，且更趋复杂化和难以调和，当前供应不可控因素聚焦地缘博弈和异常气候。

供应矛盾可控性差，仅依靠美联储单向加速紧缩压通胀，将强化经济硬着陆风险。新世纪以来，美联储共进行了三轮紧缩周期，分别为 04-06 年、15-18 年、22 年至今，前两轮紧缩周期中的通胀增速均值分别为 3.4%和 1.9%，远低于今年至今的均值 8.3%；失控的通胀，带来了激进的加息进程，年内加息终点的基准预期是 [4.25%, 4.5%]，已超过 08 年雷曼危机前的加息幅度，以及债务层面所能承受的合理利率临界点（截至 2021 年全球债务总额已接近 GDP 的 3.5 倍，约 2008 年债务总额的 3.6 倍）。

若后期通胀仍未形成明确可靠的下降趋势，加息终点将有继续上调风险，目前最激进的市场预测区间高达 [5%, 6%]。加息幅度越高越快，硬着陆风险越强，但现阶段看，相比硬着陆，软着陆预期仍占主导，市场并未就硬着陆达成共识，四季度仍将处在衰退强度基准预期变化的观察期。

图 33：美债利差

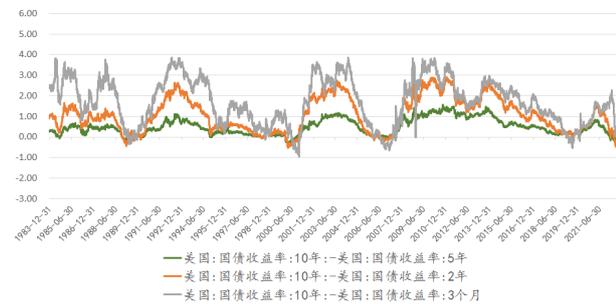


图 34：美国基准利率与 CPI



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

五、宏观驱动：弱势难改 存阶段修复可能

四季度，中美宏观周期延续错位状态，国内弱复苏方向不变，美国硬着陆风险在加剧。边际观察变量，聚焦于中国地产和欧美经济会否实现“软着陆”，内部关注经济修复斜率和地产政策效果的预期差，预计向好概率略高；外部关注美国通胀降速及美联储加息终点预期差，预计向弱概率略高。

资产表现方面，外部动荡升级牵制下，国内市场弱势状态难逆转，但弱复苏基调利于托底市场情绪，风险资产上下有界。边际上，考虑到当前万得全 A 指数估值已近 4 月低点，若边际弱复苏预期差偏强，同时外部风险可控，股指将存在阶段性修复反弹驱动。商品方面，总需求预期向下，但供应冲击不可控性强，综合指数运行中枢或下移，但结构趋向分化。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866666 传真：021-68865555 全国客服：400 888 0958 网站：<http://www.zcqh.com>

浙江分公司

杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司

南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室
电话：025-58836800

中原分公司

河南省郑州市郑东新区金水东路 80 号 3 号楼 11 层 1108 室
电话：0371-60979630

成都分公司

成都市高新区天府大道中段 500 号东方希望天祥广场 A 座 2703 室
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部

中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-68866819

上海襄阳南路营业部

上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-68866659

北京海淀营业部

北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部

深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部

天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

重庆营业部

重庆市江北区庆云路 6 号(国金中心 T5) 510 单元
电话：023-67634197

沈阳营业部

沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部

武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部

西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部

杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

扬州营业部

地址：扬州市广陵区运河西路 588-119 号壹位商业广场
电话 0514-87866997

济南营业部

山东省济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196200

无锡营业部

江苏省无锡市梁溪区运河东路 555 号时代国际 A 座 1808
电话：0510-81665833

郑州营业部

河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716 室
电话：0371-65611075

山西分公司

山西太原市综改示范区太原学府园区晋阳街 159 号 1 幢 10 层 1003 室
电话：0351-7091383

长沙营业部

湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室
电话：0731-82787001

南昌营业部

江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部

合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306、1307 室
电话：0551-62651811

唐山营业部

唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804 室
电话：0315-2210860

日照营业部

山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼
电话：0633-2297817

赤峰营业部

内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010
电话：0476-5951109

厦门营业部

福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号(皇达大厦) 7 楼 F 单元
电话：0592-5630235

常州营业部

常州市天宁区竹林西路 19 号天宁时代广场 A 座 1706 室
电话：0519-85515185

南通营业部

江苏南通市崇川区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-81183555

宁波营业部

浙江省宁波市慈溪市新城大道北路 1698 号承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

特别声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。