

10月中国出口及社融、美国通胀数据陆续公布，这三个宏观数据非常关键。

➤ 8月下旬以来国内资本市场交易两条主线。

第一主线是海外紧缩交易以及美元指数偏强，全球美元流动性收紧，非美国货币和风险资产承压。

第二条主线是国内增长动能偏软，市场焦灼等待稳内需政策信号。

内外环境共振下，9-10月中国股债汇都有不同程度走弱。最近连续发布三个10月关键数据，上述两条交易逻辑开始变化，颇具拐点意义。

➤ 第一，美国通胀同比回落，预示四季度紧缩交易情绪有所减缓。

2022年四季度是紧缩交易短暂的“喘息期”，海外风险资产可迎来阶段性反弹。

➤ 第二，社融同比再度回落，显示10月居民部门仍在缩表。

今年以来中国金融数据呈现出典型的三个特征。政府债券和企业中长贷扩张，居民信贷低位徘徊，居民信贷收缩然而存款高增。

金融数据非常好的概括了今年内需表现。居民储蓄配置中选择更多的现金存款而非购置地产，居民部门缩表然而政府多次加杠杆。

10月社融同比再度回落，背后还是老故事——政府加杠杆，居民降杠杆。引人关注的是10月居民信贷，疲弱到几乎没有体现“金九银十”的季节性特征。当月居民信贷同比收缩近5000亿元，缩幅仅次于今年4月华东疫情时期。

再结合迟迟不见起色的核心通胀（10月同比0.6%），10月内需表现非常清晰，那就是地产尚在磨底，居民持续缩表，消费仍受疫情压制。

➤ 第三，中国出口同比跌入负值，确认全球经贸周期下行。

2020年以来出口对中国资本市场意义非凡。在地产和消费历史新低的背景下，高景气出口成为中国经济非常重要的增长驱动力。不仅如此，高景气出口还确保了人民币汇率的稳定，抵抗海外美元流动性收紧对国内资本市场的直接冲击。

8月中国出口动能开始展现颓势，10月出口快速走弱，同比增速滑至负值。将中国出口结构、韩国越南出口、全球制造业PMI等指标放在一起理解，我们能够确认一点，当下全球经贸周期处于下行阶段。

全球经贸周期下行对中国资本市场的意义。第一，人民币汇率更加脆弱，海外流动性更易冲击中国资本市场；第二，出口引擎降温，稳定内需的迫切性提高。

这也是为何我们高度关注四季度出口走势，并在四季度宏观及资产配置展望《关键变化或将到来》中提到，四季度最值得关注的是出口同比下台阶。

➤ 所幸的是，极致“增长压力组合”下市场终于迎来明确的稳内需政策方向。

出口降温叠加国内居民缩表，这一组合内外动能均下行的“增长压力组合”，人民币汇率贬值，人民币计价资产下跌。遇到美联储超预期收紧，美元指数超预期走强，股债汇将同时走弱，这也是今年9月和10月资本市场的演绎逻辑。

10月出口同比降至负值，居民信贷大幅收缩，增长压力组合走入极致状态。而正在这种极致状态下，市场迎来了“优化防控二十条”，民企融资“第二支箭”扩容，稳内需的政策方向开始明朗，之前对中国经济增长的担忧迅速降温。

加上四季度海外也阶段性迎来美元流动性喘息窗口，最终中国股票市场及人民币汇率迎来反弹。这是8月下旬至今资产定价线索的方向拐点。

➤ 接下来需要跟踪后续细节政策及数据兑现情况

政策方向已经明确，这一点没有太大争议，预计未来相关政策陆续面世。然而本轮地产及疫情面临的问题错综复杂，后续细节政策落地效果需要数据反复验证，这一过程可能并非一帆风顺。

风险提示：美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 美国10月CPI数据点评：海外风险资产“反转”了吗？-2022/11/11
2. 民营企业债券融资工具点评-民企融资“第二支箭”意在地产-2022/11/10
3. 宏观专题研究：美国中期选举的政策博弈及影响-2022/11/09
4. 10月出口数据点评：“消失”的圣诞订单和全球经贸周期下行-2022/11/07
5. 全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产强势-2022/11/06

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026