

三座大山压力缓解，风险资产集体反弹

观点

1、本周市场风险偏好明显回归，资本市场反应较为激烈，股市和商品集体反弹。往后看，加息、地产和疫情是今年压制市场的三座大山，近期上述三个因素都出现了积极的变化，有助于重新凝聚经济复苏的共识，从目前估值水平以及未来的基本面修复来看，A股都具有较高的配置价值，我们坚定看好A股的长期表现。商品方面，需求不足仍是主要矛盾，短期的反弹或难演绎成反转，不过，未来扩内需政策有望进一步发力，更看好内需定价商品的表现；相反，即使美联储放缓加息，但海外经济衰退的风险依旧较大，外需定价的商品或仍面临需求走弱的压力。

核心逻辑

1) 本周市场风险偏好明显回归，资本市场反应较为激烈，股市和商品集体反弹，主要原因一是，美国通胀超预期回落，美联储放缓加息的预期持续升温，美债利率下行，美元指数大幅回落；二是，国内支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险，改善了经济复苏的预期；三是，国务院发布优化疫情防控的二十条措施，进一步刺激市场情绪回暖。

2) **美国通胀超预期回落，加息预期降温。**美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其核心CPI同比从高点回落，提振了市场信心。受此影响，美联储12月加息50BP的概率上升至80%以上，终端利率（加权平均值）下降至4.87%左右。尽管未来美国通胀下行的方向可能相对确定，但下行的加速仍有赖于美国经济的放缓，而支撑通胀维持高位的关键因素——尤其是劳动力市场的紧张状态，仍需美国经济出现进一步放缓甚至衰退可能才足以缓解，因此，加息的持续时间和终点利率仍存在一定的变数。

3) **国内政策出现积极的变化。**近期国内宏观层面出现两大积极的变化：一是支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险；二是国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，强调精准防控、避免对经济造成强干扰。我们认为当前政策透露出的信号是积极的、有助于推动信用扩张，从而助力经济企稳回升，但短期之内信用扩张不会立竿见影，因为信用扩张的决定性力量——企业和居民预期的改善仍需要时间，这或导致短期内市场走势出现一定

宏观·周度报告

2022年11月13日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 社融低于预期，政策有望进一步加码

2022年10月新增人民币贷款6152亿，前值2.47万亿，市场预期8510亿。新增社会融资规模9079亿，前值3.53万亿，市场预期1.38万亿。M1同比5.8%，前值6.4%。M2同比11.8%，前值12.1%，市场预期11.99%。

1) **信贷低于预期，弱于季节性。**10月新增人民币贷款仅为6152亿，环比9月少增1.85万亿，同比少增2110亿，远低于近五年均值（1.5万亿元），且远低于季节性表现。从结构上来看，票据融资为主要推动，居民中长期贷款为拖累项。具体来看，居民贷款同比少增4827亿，其中居民短期贷款同比少938亿、居民中长期贷款同比少3889亿；企业贷款同比多1525亿，其中票据融资同比多745亿、企业短期贷款同比少1555亿、企业中长期贷款同比多2433亿；非银金融机构贷款同比多557亿。

本月信贷走弱的原因：一是，9月信贷存在一定的冲量行为，透支了10月的信贷需求，银行票据融资冲量迹象显著；二是，疫情的反复给经济带来较大的不确定性，对融资需求存在较大的负面影响；三是，地产销售再度走弱（10月30城商品房成交面积同比跌幅进一步走阔），居民中长期贷款对信贷的拖累重新明显走阔。

2) **信贷和财政滑坡拖累社融低于预期。**10月新增社融规模9079亿元，环比9月少增2.62万亿，比去年同期少增7097亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款同比少增3321亿，委托贷款同比少643亿，信托贷款同比多1000亿，未贴现银行承兑汇票同比少1271亿，企业债券融资同比多64亿，非金融企业境内股票融资同比少58亿，政府债券同比少3376亿。

社融弱于预期的主要原因，一是，财政滑坡使得10月政府债券净融资仅为2791亿，同比少增3376亿，政府债券对社融拖累延续；二是，未贴现银行承兑汇票和人民币贷款双双走弱，成为本月社融主要拖累分项，说明短期经济增长动能再次放缓，实体信贷需求复苏受阻。此外，10月社融存量增速为10.3%，较上月减少0.3个百分点。

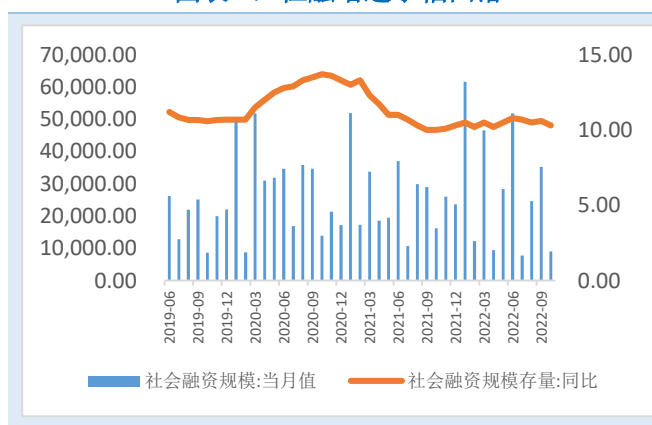
3) **M2和M1价差小幅走阔。**10月M2同比为11.8%，较前值12.1%回落0.3个百分点；M1同比为5.8%，低于前值的6.4%。从结构上看，居民住户和财政性存款同比多增。10月新增人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿；其中，居民住户存款同比多增6997亿，非金融企业存款同比少增5979亿，财政性存款同比增300亿，非银行业金融机构存款同比多减10352亿。主要是受疫情影响，居民部门情绪依旧谨慎，选择更多的储蓄，同时，10月是缴税大月，财政性存款明显增加，此外，企业存款大幅减少可能是由于企业资本开支需求增多。M2-M1剪刀差从9月的5.7%扩大至10月的6.0%。

4) **政策有望进一步加码。**10月信贷、社融双双大幅回落，主因一是季节性因素（9月冲量透支10月需求）、二是疫情的反复打击实体融资需求、三是地产仍在探底，居民端的中长贷依旧疲软。总的来看，

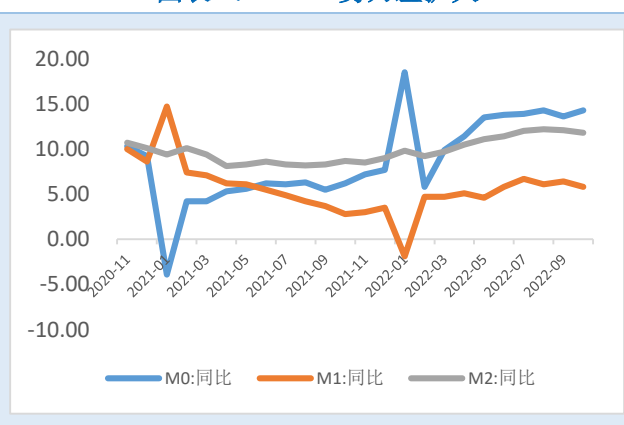
当前经济增长动能有所放缓，实体信贷需求复苏受阻。往后看，当前宽信用修复仍需货币政策发力，且10月PPI已经跌幅负值区间，核心CPI持续低迷，后续货币政策宽松仍然可期。

近期国内宏观层面出现两大积极的变化：一是支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险；二是国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，强调精准防控、避免对经济造成强干扰。我们认为当前政策透露出的信号是积极的、有助于推动信用扩张，从而助力经济企稳回升，但短期之内信用扩张不会立竿见影，因为信用扩张的决定性力量——企业和居民预期的改善仍需要时间，这或导致短期内市场走势出现一定的反复。

图表 1：社融增速小幅回落



图表 2：M2-M1 剪刀差扩大



数据来源：Wind

1.2 国内政策聚焦：

1、国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》

国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控二十条措施。其中提出，密切接触者管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，不再判定密接的密接。风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区外溢人员管理调整为“7天居家隔离”；一般不按行政区域开展全员核酸检测；取消入境航班熔断机制，入境人员管理调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，入境重要人员转运至“闭环泡泡”。另外，加大“一刀切”、层层加码问题整治力度，严禁随意停工停产、随意采取“静默”管理、随意封控。国务院副总理孙春兰强调，二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松、更不是“躺平”。

国务院联防联控机制召开新闻发布会，国家卫健委新闻发言人米锋介绍，二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松防控，更不是放开、“躺平”，而是为了进一步提升防控的科学性、精准性，是为了最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。中疾控传防处研究员王丽萍表示，未来随着病毒的不断变异，对这个疾病的认识不断深入，以及整个国内外疫情形势变化，也不排除再对我国隔离措施进行进一步的优化调整。

2、央行、银保监会引发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》

通知涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等6方面，共16条具体措施。其中，包括贷款可合理展期、保持信托等资管产品融资稳定、贷款集中度过渡期延长等多条措施受到市场广泛关注。

3、《建材行业碳达峰实施方案》出炉

《建材行业碳达峰实施方案》出炉，明确“十四五”期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。加强建材行业二氧化碳排放总量控制，研究将水泥等重点行业纳入全国碳排放权交易市场。

4、国家发改委发布《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》

国家发改委发布《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，从6个方面出台21项具体举措，加大力度支持民间投资发展，包括支持民间投资参与“十四五”规划102项重大工程等重点建设任务、支持民间投资参与科技创新项目建设、引导民营企业参与重大项目供应链建设等。

5、交通运输部印发《客运场站和交通运输工具新冠肺炎疫情疫情防控工作指南（第九版）》

交通运输部印发《客运场站和交通运输工具新冠肺炎疫情疫情防控工作指南（第九版）》。《指南》优化调整了客运场站和交通运输工具疫情防控工作措施，删除了中风险区防控有关内容。调整了开展入境人员、密切接触者转运的高风险岗位从业人员结束闭环作业疫情防控要求。明确客运站经营者应当按照属地联防联控机制要求提供“落地检”场所，便利跨省出行乘客开展“落地检”。

1.3 美国通胀超预期回落

1) 美国通胀超预期回落，放缓加息预期升温

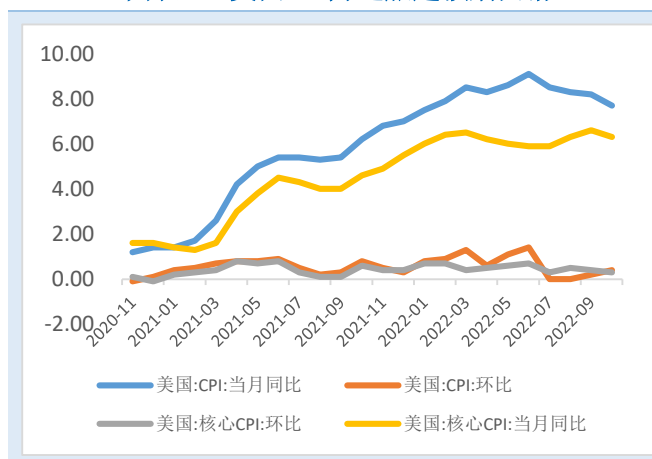
美国劳工部（BLS）11月10日公布数据显示，美国10月CPI同比7.7%，预期7.9%，前值8.2%，已连续第四个月回落；季调环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%，低于今年1-9月平均水平的0.6%。10月核心CPI同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%，是五个月以来首次回落；环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%，低于今年1-9月平均水平的0.5%。

市场反应：数据公布后，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。

1) 美国 10 月 CPI 与核心 CPI 均超预期回落，尤其核心 CPI 同比脱离本轮高点，提振了市场信心。其中，能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是核心 CPI 回落的主因。不过，能源价格和房租粘性仍存在隐患，需要警惕。一方面，10 月能源商品分项环比由前值的-4.7%反弹至 4.4%，同比仍高达 19.3%。随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。另一方面，美国住房租金走势与房价走势通常有滞后 1 年左右的相关性，预计住房租金回落的时间点可能在 2023 年年中。若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。

2) 美国加息预期降温，但终点利率仍存在一定变数。CME 数据显示，截至 11 月 10 日，美联储 12 月加息 50BP 的概率上升至 80%以上，终端利率（加权平均值）下降至 4.87%左右，且市场对 2023 年下半年就降息的押注更加积极。我们认为，尽管未来美国通胀下行的方向可能相对确定，但下行的加速仍有赖于美国经济的放缓，而支撑通胀维持高位的关键因素——尤其是劳动力市场的紧张状态，仍需美国经济出现进一步放缓甚至衰退可能才足以缓解，因此，加息的持续时间和终点利率仍存在一定的变数。总的来看，短期通胀压力的缓解将使得全球资产价格迎来喘息期。但加息的持续时间和终点利率仍存在较大的不确定性，警惕（市场宽松预期太过浓烈）预期反转造成市场动荡。

图表 3：美国 10 月通胀超预期回落



图表 4：美联储加息节奏或放缓



数据来源：WIND

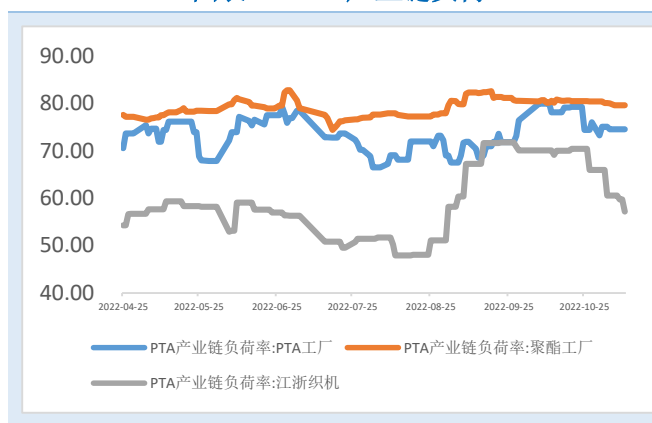
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

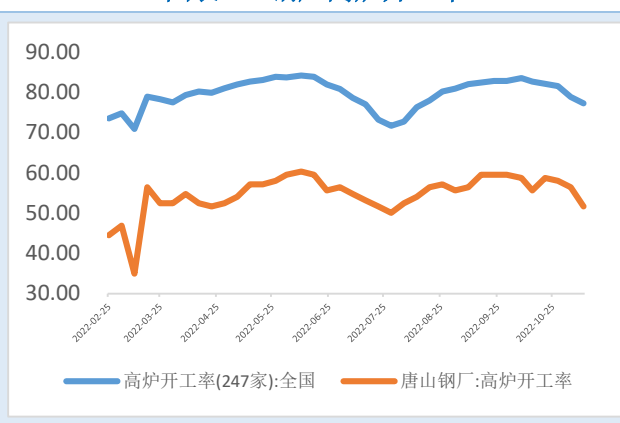
化工：需求逐步走弱，开工率稳中有降。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格小幅下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本持稳，其中，PTA 开工率小幅回落至 74.5%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 79.5%，江浙织机负荷率小幅下行至 57.1%。

钢铁：生产稳中有降，需求有所放缓。钢厂陷入亏损边缘，全国高炉开工率本周继续回落 1.56 个百分点至 77.21%。目前钢厂接近亏损边缘，未来开工率或进一步下降。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，社库小幅去化、厂库小幅去化，表需大幅回落。随着旺季即将结束，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售同比走弱

房地产销售周环比下降。截至 11 月 2 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 2.58%，按均值计，10 月环比下降 20.77%，同比下降 18.03%，一、二、三线城市 10 月同比增速分别为-17.54%、-15.93%和-22.56%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-12.18%，一、二、三线城市环比增速分别为-33.44%、-50.71%和 12.18%。其中，二线城市土地溢价率最高，为 1.31%，其次为三线城市，溢价率为 0.82%。

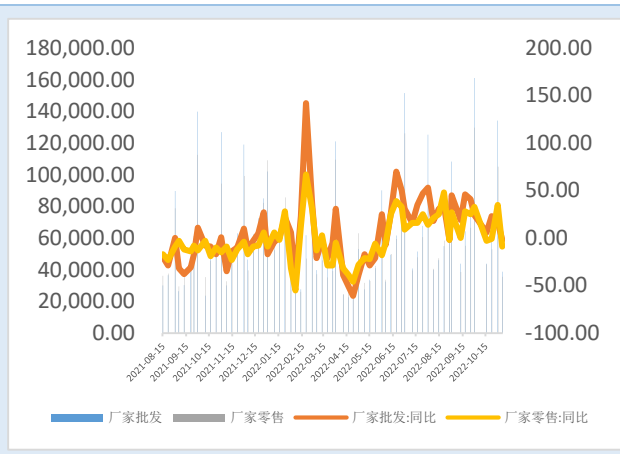
乘用车销售同比走弱。乘联会数据统计显示，11 月 1-6 日全国乘用车厂家批发 23.3 万辆，同比去年下降 2%，较上月同期增长 19%；市场零售 21.4 万辆，同比去年下降 9%，较上月同期增长 15%。今年 11 月第 1 周总体狭义乘用车市场零售达到日均 3.6 万台，同比 2021 年 11 月的第 1 周下降 9%，相对今年 10 月的第 1 周均值增长 15%。

生产端来看，汽车开工率逐步回升，11 月 10 日当周半钢胎开工率升至 58.97%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 10：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

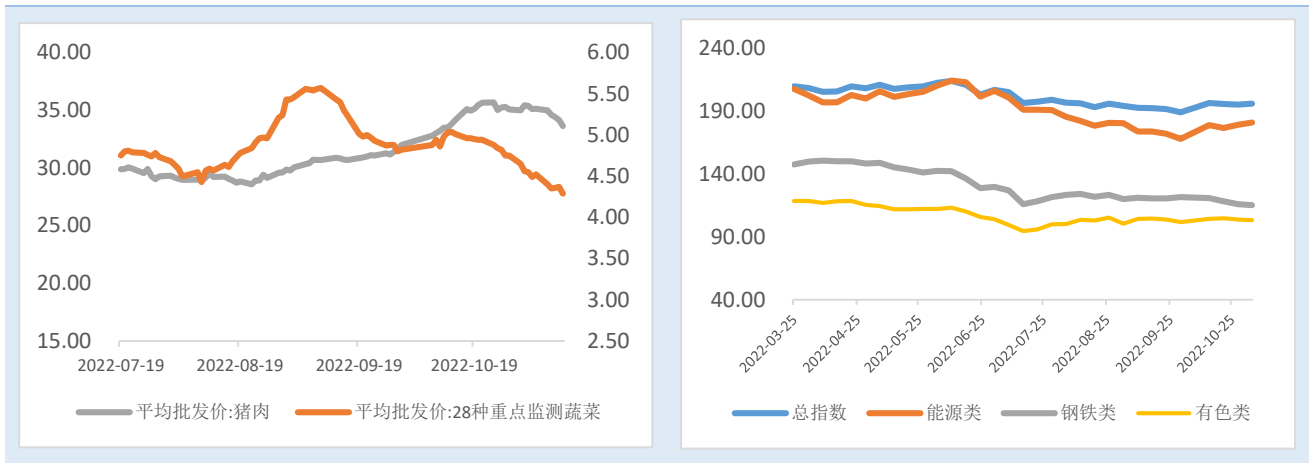
(1) **本周食品价格多数回落。**本周蔬菜均价环比下降 4.39%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌 2.40%。中国 10 月 CPI 同比上涨 2.1%，预期 2.4%，前值 2.8%；10 月 CPI 环比上涨 0.1%，前值为上涨 0.3%。中国 10 月 PPI 同比-1.3%，预期-1.5%，前值 0.9%；10 月 PPI 环比上涨 0.2%，前值为下降 0.1%。

(2) **国内通胀水平温和。**10 月 CPI 同比涨幅下降至 2.1%，主因一是果蔬大量上市，价格回落对冲了猪肉上涨的影响；二是，国际油价同比涨幅回落拖累了交通项相关的 CPI 表现；三是，疫情冲击之下，国内消费需求疲软，核心 CPI 同比持平于 0.6%，服务 CPI 同比更是回落至 0.4%。往后看，国内通胀压力可控，总体水平比较温和，一方面，本轮猪周期高度有限且权重下调，猪价上涨对 CPI 整体的影响有限；另一方面，四季度疫情形势严峻，国内需求面临较大的扰动，这限制了消费品和服务消费的增长。

(3) **PPI 同比增速跌入负区间。**10 月 PPI 环比增速由降转涨，主因一是储煤需求支撑上游采掘业价格，二是基建落地推动非金属矿物制品价格上升，三是假日消费带动生活资料类普遍提价。不过，在高基数影响下，PPI 同比增速由涨转降。往后看，全球经济衰退的风险不断上升，未来全球总需求将进一步回落，同时，供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善，大宗商品的中长期走势仍面临较大的压力。国内来看，内需支撑力度不足、企业信心偏弱、工业库存较高等因素影响下，工业品价格面临较大的压力，同时，四季度仍将面临高基数的影响，PPI 同比增速或继续保持在负区间。

图表 11：食品价格多数回落

图表 12：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎