

中国经济压力减弱，美联储收紧濒临尾声

宏观经济 2022 年 9 月动态报告

核心内容：

- **发达经济体经济濒临回落，新兴市场再平衡** 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。欧洲受到能源价格走高的困扰，工业生产持续下滑，欧洲的通胀使得欧央行态度较为强硬，更加打击经济增长。新兴市场国家表现仍然分化，东南亚、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。
- **美联储通胀有所回落，加息预期减弱** 11 月份美联储仍然坚持加息预期需要观察通胀和就业，其中通胀短期更为重要。而 10 月份的通胀下行带来了美联储加息预期的减弱。10 月份通胀中房屋的价格并未下行，房屋的先行指标全部走弱，预期未来 2 个月房屋价格走低会拉低 CPI，美国 CPI 继续下滑趋势明显。美联储的紧缩处于收尾阶段。欧央行的收紧可能会在美联储之后，但鉴于欧洲的经济情况，欧央行的收紧可能不如美联储坚决。
- **美元拐点已至，全球紧缩对于全球汇市、股市以及大宗商品的压制减弱** 美联储坚定的加息模式使得美元处于强势低位，而这种情况可能马上就要逆转。美元强势对于其他市场货币以及资本市场的压制可能会有所减缓。大宗商品面临流动性紧缩和需求减弱的双重压力，这种情况有所好转，大宗商品市场未来仍然需要持续观察流动性和下游需求的变化。
- **中国经济处于弱回升状态再起波澜** 9 月份经济低位徘徊，社会消费回落，出口继续下行，工业生产增速稍显平稳，投资保持平稳。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幅放松。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 4.1% 左右运行，全年经济增速在 3.2% 左右。
- **中国经济回升的高度仍然需要观察，央行处于艰难的平衡** 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。对此中央层面一方面减少疫情封控对经济的影响，另一方面对房地产行业实施救助，阻断房地产行业的不断下滑。央行在 11 月份的货币操作尤其得到市场关注，在下游经济疲弱，人民币汇率已经稳定的情况下，央行很可能维持超宽松的货币市场氛围。
- **中国经济压力减弱** 人民币汇率 11 月份初重新回升，这里有美元未来预期变化的因素，也是对我国经济前景有所改变的体现。压在我国经济增长头顶的疫情封控、房地产监管均到达了变化时期，未来中国经济缓慢上行的可能性变大。

主要风险：新毒株再暴发的风险、通胀风险

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、中国经济回升小幅反复 全球持续金融紧缩	3
(一) 美联储加息进程进入尾声	3
(二) 非美货币贬值告一段落	4
(三) 疫情封控出现拐点	4
(四) 政策层需解决消费的弱势	5
二、国际经济观察	5
(一) 美国：美联储鹰姿不改，经济数据继续下滑	5
(二) 欧元区：通胀迫使欧央行继续紧缩，但立场可能软化	19
(三) 日本：日央行继续维持宽松，经济承压	22
三、国内经济：先行指标回落，经济持续回升受到质疑	25
(一) 制造业 PMI 边际上行 经济弱势修复	25
(二) GDP：防控减弱，制造业继续恢复	27
(三) 生产：生产秋季高峰到来，黑色和出口推动生产上行	29
(四) 需求端：消费回落，房地产下跌速度减缓	30
1、消费：逐步面临压力	30
2、投资：制造业高位平稳支持投资，房地产下滑速度减缓	31
(五) 通胀：核心 CPI 仍然低迷	35
1、CPI：基数拉低通胀	35
2、PPI：PPI 受基数影响继续下滑，下游出厂价格上行	37
四、金融：社融总量继续回升 宽松持续	38
(一) 社会融资回落	38
(二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难	40
五、国内外主要风险	40

一、中国经济回升小幅反复 全球持续金融紧缩

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。欧洲受到能源价格走高的困扰，工业生产持续下滑，欧洲的通胀使得欧央行态度较为强硬，更加打击经济增长。新兴市场国家表现仍然分化，东南亚、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，美联储仍然在观察通胀和就业的变化，而这种变化已经出现苗头。美联储坚定的加息模式使得美元处于强势低位，而这种情况可能马上就要逆转。美元强势对于其他市场货币以及资本市场的压制可能会有所减缓。大宗商品面临流动性紧缩和需求减弱的双重压力，这种情况有所好转，大宗商品市场未来仍然需要持续观察流动性和下游需求的变化。

中国经济处于弱回升状态再起波澜。9月份经济低位徘徊，社会消费回落，出口继续下行，工业生产增速稍显平稳，投资保持平稳。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幅放松。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 4.1% 左右运行，全年经济增速在 3.2% 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。对此中央层面一方面减少疫情封控对经济的影响，另一方面对房地产行业实施救助，阻断房地产行业的不断下滑。央行在 11 月份的货币操作尤其得到市场关注，在下游经济疲弱，人民币汇率已经稳定的情况下，央行很可能维持超宽松的货币市场氛围。

人民币汇率 11 月份初重新回升，这里有美元未来预期变化的因素，也是对我国经济前景有所改变的体现。压在我国经济增长头顶的疫情封控、房地产监管均到达了变化时期，未来中国经济缓慢上行的可能性变大。

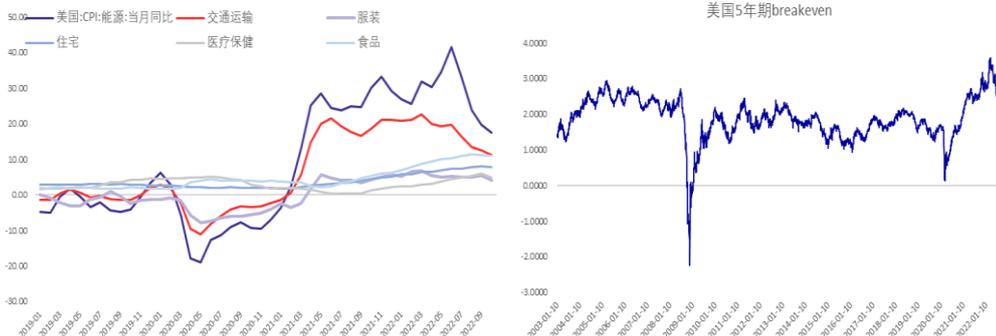
（一）美联储加息进程进入尾声

美国 10 月份 CPI 和核心 CPI 均超预期下行。其中医疗价格和二手车价格下行较大，并且有粘性房租价格没有回落，这意味着未来几个月会在 CPI 中看到房屋价格的下行。美国通胀回落较为明显，持续下滑已经成为定局。通胀作为美联储观察的主要指标已经下滑，美联储继续加码加息进程的预期大幅减弱，美联储 12 月份和明年 2 月份可能保持着 50bps 和 25bps 的加息频率，美联储加息进程走入尾声。

美联储加息进程进入尾声意味着美元持续走高的动力消失。如果欧洲在美国加息放缓后仍然保持货币政策的强势，那么美元指数会加速回落。

图 1: CPI 分项变化 (%)

图 2: 美国 5 年期通胀预期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

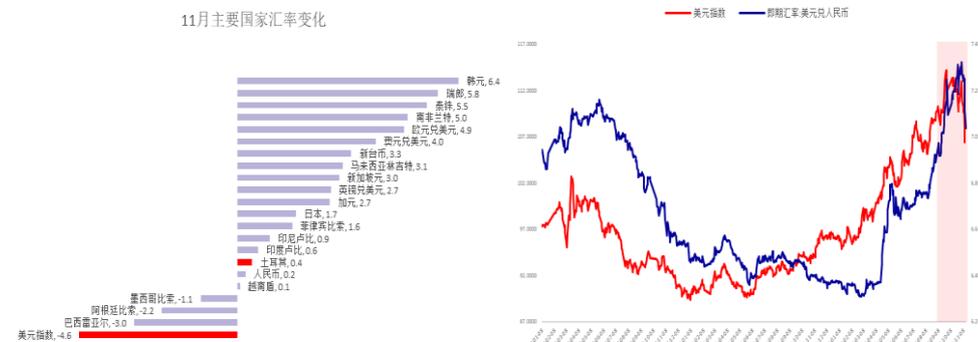
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 非美货币贬值告一段落

2022年由于美元的强势,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。美联储加息预期稳定后,非美货币的贬值压力减弱。11月份前10天美元指数下滑了4.6%,韩元上行6.4%,主要国家汇率对美元均出现上行。人民币对美元汇率在11月10-14日期间快速上行2.7%,这不仅是强势美元压制的减轻,同时也是中美地缘政治关系缓和以及中国国内疫情封控变化的反应。

图3: 11月前10天主要国家汇率变化(%)

图4: 人民币汇率变化(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

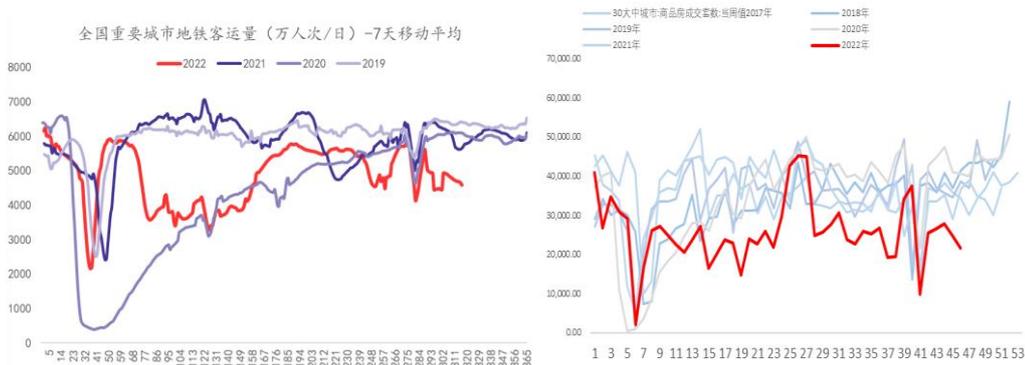
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 疫情封控出现拐点

中国经济短期运行仍然较为弱势,并且没有好转趋势。在经济弱势和财政收入锐减的情况下,疫情封控出现转折。11月10日,进一步优化防控工作的二十条措施发布。强调“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”,更改了7月会议中“保证影响经济社会发展的重要功能有序运作,该保的要坚决保住”。会议增加了大力推进疫苗、药物研发,提高疫苗、药物有效性和针对性,做好重点人群疫苗接种等工作,筑建疫情防控屏障,纠正‘层层加码’,‘一刀切’等做法”。

图5: 全国主要城市地铁客流量

图6: 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

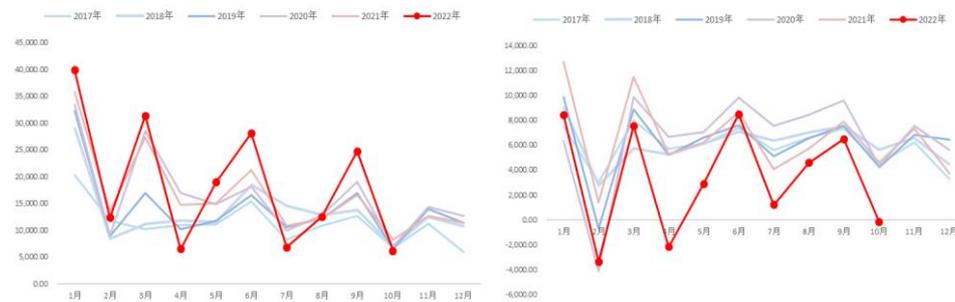
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 政策层需解决消费的弱势

消费端的弱势更为明显, 10月居民新增贷款为负数, 政策层面需要更强大的消费支持。政策层面对于企业的支持已经见效, 每月新增贷款仍然较高, 1-10月份的新增贷款正增长, 这源于政策层面对于企业的支持, 央行的各种融资便利工具、再贷款工具给与企业直接的金融资金。而对于消费者的支持力度相对较弱, 居民短贷和中长期贷款持续走弱, 居民零售消费持续弱势, 这需要政策层面从现阶段的支持企业、防控风险转移到支持实体、保护消费者来。

图 7: 每月新增贷款 (亿)

图 8: 每月居民新增贷款 (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

二、国际经济观察

(一) 美国: 美联储鹰姿不改, 经济数据继续下滑

美国经济依然处于回落之中, 但消费部门的韧性还在推升通胀, 迫使美联储将利率终值的预期引导至 5% 附近。在 9 月核心 CPI 高达 6.6% 的背景下, 美联储虽然一致清楚货币政策对经济打击的滞后性, 但仍会维持鹰派以确保通胀回落; 从此前的态度来看, 美联储认为“矫枉过正”仍优于加息不足下的通胀反复。从经济结构来看, 打击总需求的重点是受劳动市场短缺推动的服务消费, 阻止这一循环首先需要火热的劳动市场回落, 薪资停止上行。通胀仍然受到名义工资上行、美国家庭低负债率以及消费信贷的推动, 因此通胀下行需要这三个变量明确转向。

美国个人消费支出在利率走高后依然较强，商品消费回落但服务坚挺。投资方面，房地产相关开发受到利率的迅速打击，但工业和科技相关的设备和知识产权投资由于美国内需尚可而保持增长，库存则由于未来消费下行的预期而出现持续去化。美国出口的改善可能受益于能源出口，欧洲储气时对 LNG 的刚性需求在四季度未必能持续。美国政府的开支再次扩张，对经济正向影响偏弱，但却有推升通胀的风险。劳动市场依然处于极度紧凑的状态，失业率维持在 3.5% 的低位，劳动参与率几乎没有改善，职位空缺巨大，工资也仍然维持了 5% 左右的高增速。名义工资-物价的螺旋没有解除，因此美联储希望看到失业率的连续上行，在通胀确定性回落前，对反应滞后的劳动市场走弱暂时不会制约美联储加息。

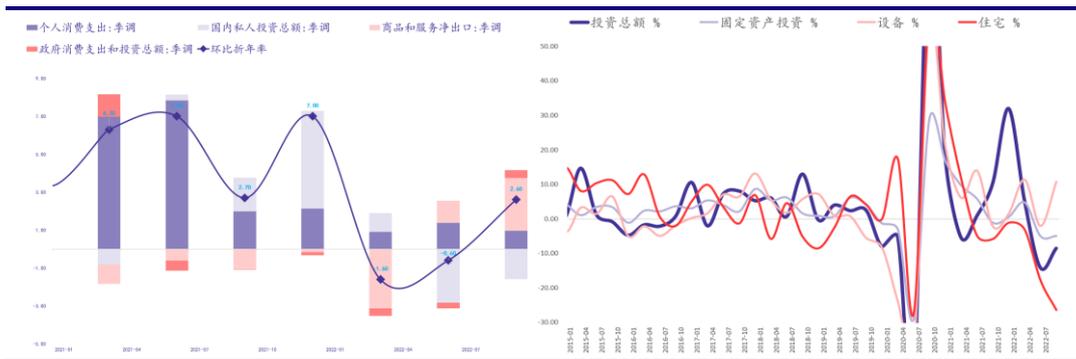
我们认为美股向下的调整没有结束，除了通胀超预期造成的潜在利率风险外，美股的信用和流动性风险更值得关注。虽然美国三季度消费类公司财报表现尚可，但猛烈加息最终会重创消费（科技已经遭到冲击），因此美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价，美股尚不会迎来反转。在财政部不干预国债市场的情况下，收益率预计还有上探风险。短债利率跟随市场预期，因此有靠近 5% 的可能。长债的定价因素虽然更加复杂，但按照短债收益率+风险溢价的模式也会上行，有望突破 4.3% 的前高。结合财政部干预美债市场以及美国更快衰退的可能，美债仍展现出一定配置价值，但从规避风险角度考虑，在 2023 年一季度末加息接近顶部后配置更加安全。美元将继续保持强势：当前欧央行虽然跟随紧缩，但面临货币政策传导碎片化和能源危机等风险，日央行还在坚持 YCC，其他美元指数一揽子货币也难有强力表现。因此，美元的强势至少可以保持到明年欧洲安全过冬后的明年春天。在美联储加息见顶后，美元虽然大概率边际下行，但其强势在缩表继续之下还可能保持一段时间，大幅回落恐要等待降息预期的形成。从历史规律看，美联储大滞胀以来降息时，联邦基金利率的上限通常高于 CPI，这一预期的达成恐怕至少要等到 2023 年下半年。

美国三季度 GDP:

10 月 27 日，美国三季度 GDP 初值公布，环比折年率为 2.6%，高于 2.4% 的市场预期，同比折年增速为 1.77%；而第一和第二季度修正后的环比折年率分别为 -1.6% 和 -0.6%。仅从数字上来看，结合表现强劲的劳动市场，美国在三季度摆脱了“技术性衰退”，但增长主要依靠服务消费和净出口带动，设备与知识产权类投资和政府支出也有一定贡献，在利率继续上行的环境下难言乐观。将 2022 年初定基为 1，前三季度美国 GDP 增长约 0.088%，在高利率持续打击以房地产为首的总投资、美联储致力于遏制推升通胀的消费的情况下，美国在 2023 年下半年滑入衰退的概率依然较高，近期指标性的 3 月与 10 年期国债收益率也已倒挂。

图 9：三季度 GDP 主要靠出口与消费支撑 (%)

图 10：住宅投资大幅下滑，带动投资负增长 (%)



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

美国一季度 GDP 受严重贸易逆差和库存下降而负增长, 并不反映经济低迷; 二季度开始加息后, GDP 中总需求的弱化更加明显; 而三季度在利率快速上行的情况下依然反映了投资消费的继续走弱¹。

从分项来看, 占比最大的个人消费支出环比折年率(以下简称环比²)依然维持 1.4% 的增长, 对 GDP 有 0.97 个百分点的正向贡献, 低于二季度 1.38% 的拉动率。商品消费继续萎缩, 但负增长斜率放缓, 耐用品和非耐用品环比下滑 0.8% 和 1.4%, 二季度为 -2.8% 和 -2.5%。耐用品中汽车与零部件环比负增长, 主要由于二手车销量放缓以及车贷利率上行, 娱乐商品和家居相关产品仍维持小幅正增长。非耐用品中食品饮料与能源产品负增长, 服饰类有一定韧性。整体上, 商品类下行趋势保持, 部分的韧性还在加剧通胀, 但总体影响偏弱。

服务成为消费的压舱石, 环比增速从二季度的 2.0% 下行至 1.4%, 独自拉动 GDP 上行 1.24%, 是出口之后最重要的增长因素。疫情影响弱化后, 服务消费在劳动市场供不应求的格局下仍保持较高增速, 医疗、娱乐和交通运输服务都保持了较高的环比增速, 居住成本大概率因房价而处于高位。通胀的粘性目前集中在服务区域: (1) 劳动市场供给仍不足, 时薪上行还在推升工资-物价螺旋; (2) 居民资产负债表充实, 负债偏低, 仍有动力加杠杆; (3) 尽管利率上行, 从经验来看信贷反应滞后, 短期还将支持服务消费。需要注意消费的韧性与通胀是一体的, 如果美联储要压低通胀至 2%, 消费在四季度和 2023 年需要大幅萎缩, 因此美国陷入衰退概率仍然较大。

图 11: 商品零售放缓速度较快 (%)

图 12: 消费不振下库存高位, 企业开始主动去库存 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

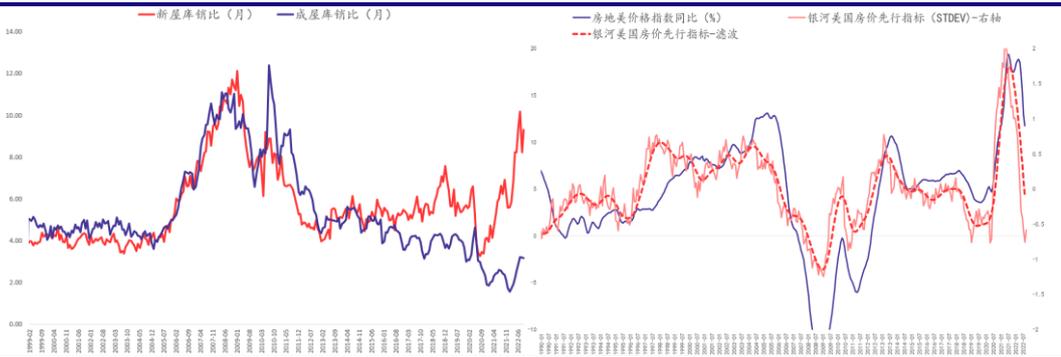
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

¹ 目前三季度 GDP 是初值, 后期有调整可能, 但其趋势很有参考性。
² 环比折年率不等同于环比, 简称仅为简洁。环比折年率 = $[(1 + \text{环比增速})^4 - 1] * 100\%$

国内私人投资总额环比下降-8.5%，拉动 GDP 下行 1.59 个百分点；其中，固定资产投资下滑 4.9%，非住宅类投资上行 3.7%，反映出住宅投资继续迅速下跌，工业投资有所加速。美联储猛烈紧缩下，美国 30 年房贷利率 10 月末高达 7.08%，货币供应收缩，新房库销比处于历史高位，因此地产市场仍会继续萎缩，房价也终将下行。虽然 PMI 处于下滑，但美国的工业投资（设备和知识产权类）仍然较好，内需和出口还有一定支撑。私人库存则进一步由第二季度的 1101 亿美元下降至 619 亿美元，进口数据的下行和零售库销比从高位走弱也印证了批发零售额下滑后的主动去库存继续。

图 13：新屋库销比处于历史高位（%）

图 14：先行指标预示房价大幅下行（%）



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

进出口方面，美国三季度出口走强而进口持续放缓，出口环比增长 14.4%，进口下行 6.9%，净出口拉动 GDP 增长 2.77 个百分点。美国贸易由于欧洲陷入能源危机以及内需走弱，商品类呈现出出口强、进口弱的特点。商品出口中工业产品，特别是石油及相关制品和其他非耐用品的表现较好，美国仍在从欧洲对能源的刚性需求中获利。进口方面，由于高利率开始打击需求，商品和服务都明显走弱。出口在短期仍受到能源类一定的支撑，但同样处于下行通道。

政府支出由萎缩转为增长，联邦政府支出环比增长 3.7%，其中最主要的贡献由扩张的国防军事支出。美国 2022 年 3 月通过的军事预算约 7220 亿美元³，比 2021 年增加 170 亿，其中 136 亿用于在俄乌冲突中援助乌克兰。同时，拜登政府的“通胀削减法案”在未来几年预计有接近 3700 亿美元的支出，“芯片与科学法案”也将在 2022 年投入约 240 亿美元，未来政府支出可能扩张或保持高位。

图 15：美国三季度 GDP 初值（%）

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22
GDP	100	20.02	19.90	19.92	2.6	-0.6	-1.6			
个人消费支出	70.67	14.15	14.10	14.03	1.4	2	1.3	0.97	1.38	0.91
商品	27.54	5.51	5.53	5.57	-1.2	-2.6	-0.1	0.28	-0.61	-0.02
耐用品	11.26	2.25	2.26	2.28	-0.8	-2.8	7.6	-0.07	-0.24	0.64
非耐用品	16.49	3.30	3.31	3.33	-1.4	-2.5	-4.4	-0.2	-0.37	-0.66
服务	43.80	8.77	8.71	8.61	2.8	4.6	2.1	1.24	1.99	0.93
国内私人投资总额	18.31	3.67	3.75	3.89	-8.5	-14.1	5.4	-1.59	-2.83	0.98
固定资产投资	17.67	3.54	3.58	3.63	-4.9	-5	4.8	-0.89	-0.92	0.83
非住宅投资	14.70	2.94	2.92	2.92	3.7	0.1	7.9	0.49	0.01	0.98
建筑	2.11	0.42	0.44	0.46	-5.3	-12.7	-4.3	-0.41	-0.34	-0.11
设备	6.45	1.29	1.26	1.27	10.8	-2	11.4	0.54	-0.11	0.55
知识产权	6.33	1.27	1.25	1.22	6.9	8.9	10.8	0.36	0.46	0.54
住宅	3.10	0.62	0.67	0.70	-6.4	-17.8	-3.1	-1.37	-0.93	-0.15
私人库存变动	0.31	0.06	0.11	0.21				-0.7	-1.91	0.15
出口	9.48	2.60	2.52	2.44	14.4	13.8	-4.6	1.63	1.51	-0.53
商品出口	3.62	1.90	1.82	1.76	17.2	15.5	-7.2	1.34	1.18	-0.58
服务出口	19.37	0.72	0.71	0.69	8.3	9.9	1.6	0.29	0.33	0.06
进口	16.64	3.88	3.95	3.93	-6.9	2.2	18.4	1.14	-0.35	-2.6
商品进口	2.81	3.33	3.41	3.41	-8.7	-0.4	20.4	1.2	0.05	-2.38
服务进口	16.98	0.56	0.56	0.54	2.3	16.6	9.1	-0.06	-0.41	-0.22
政府	6.76	3.40	3.38	3.39	2.4	-1.6	-2.3	0.42	-0.29	-0.4
联邦政府	10.22	1.35	1.34	1.35	3.7	-3.4	-5.3	0.23	-0.22	-0.36
州和地方政府	3.86	2.05	2.04	2.04	1.7	-0.6	-0.4	0.19	-0.06	-0.04

³ U.S. Defense Budget 2022: How much does the United States spend on its Defense budget? (executivegov.com)

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储动态:

11月2日,美联储FOMC会议在9月核心CPI超预期后继续加息75bps,联邦目标基金利率达到3.75%-4.00%。量化紧缩(QT)计划继续执行,QT上限950亿为美元/月,流动性继续快速收紧。结合新闻发布会上鲍威尔的态度,预计美联储将在12月考虑放缓加息幅度,但是2023年加息的频次可能增加,利率终点也会在5%以上。目前市场预期的加息路径是12月50bps,2023年2月50bps,3月25bps,但最终还是要取决于通胀的下行斜率。由于能源冬季的紧张、劳动市场超预期的韧性和居住成本的统计滞后,年内通胀显著走低的可能性不大,预计明年一季度后才会基数影响下较快下行。在此之前,美联储的鹰派立场不太容易发生变化,失业率的上行是通胀走弱的先决条件,短期不会对紧缩形成掣肘。资产方面,由于加息可能“更高更长”,美股在信用风险和流动性风险充分体现前仍有下行空间;美国短债可能向5%靠拢,长债有望达到4.3%以上;即使加息停止,美元也可能在缩表下维持一段时间的强势。会议重点内容如下:

1、通胀韧性凸显,“软着陆”渐行渐远,美联储愈发关注货币政策效果的滞后

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述仅有细微变化,主要包括(1)经济放缓更加明显;(2)通胀数据超预期;(3)劳动参与率较年初仅有微弱改善;(4)美联储更加关注货币政策对通胀和经济滞后的效果。第四点可以被理解为一个边际鸽派的信号,也即在通胀不连续超预期下,5%左右的利率终值可能已经够高,只是见效还需时间。

美国经济更快放缓:在金融环境紧缩下,房贷和其他利率的寻上行导致房地产相关的商业固定资产投资快速下行,制造业投资同样边际放缓;消费虽然放缓,但仍然受到名义工资上行、低负债和信贷的支撑,在前三季度维持正增长;出口的改善可能依赖能源品出口。总体上,投资已经对高利率做出反应,服务消费是货币政策打击的重点。

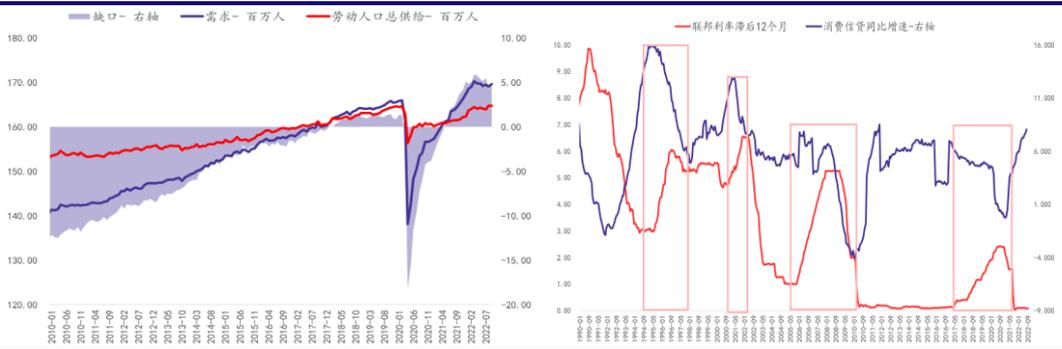
通胀方面,8、9月份的CPI和PCE价格指数连续超预期,核心支出粘性凸显,9月核心CPI更是创下6.6%的新高,是推动美联储考虑更高加息终值的最重要原因。通胀在年内仍会面临较大压力。(1)随着冬季到来,能源部分难以继续下滑,有反弹可能;(2)尽管商品下滑快,服务部分有名义工资接近5%的增速以及劳动力短缺的支撑,运输和医疗服务冬季显著走弱概率较低;(3)居住部分由于统计滞后(8-14个月),整体的上行将持续至2023年二季度。因此,通胀整体的更快下行可能要等到2023年一季度末非核心部分进入负增长。

就业方面,职位空缺率和失业率之比位于1.8的高位,粗略估算的劳动供给缺口仍接近500万人。美国PMI数据显示制造业和服务业下滑偏慢,因此需求年内还难以大幅下行。同时,供给再劳动参与率没有显著改善的情况下难以增加,这种格局下ECI反映的工资增速还在5%附近。诚然,就业对利率和经济的反应都是滞后的,但目前核心通胀走弱的先决条件就是失业率走高与工资增速下跌。失业率在上行至4.4%以上后就有望引起美联储重视,但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径,关键还是通胀。

最后,美联储强调了对货币政策在通胀和经济方面的滞后影响,这是新增的表述。近期部分委员已经表示了对过度加息的担忧,这表明尽管利率终值比9月SEP中4.6%的还要再提高,但5%在没有新因素推升通胀之下可能就是顶部,只是这种高利率对通胀和经济的打击还需要更长时间反映在数据上。

图 16: 劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题

图 17: 信贷仍在支持消费(%)

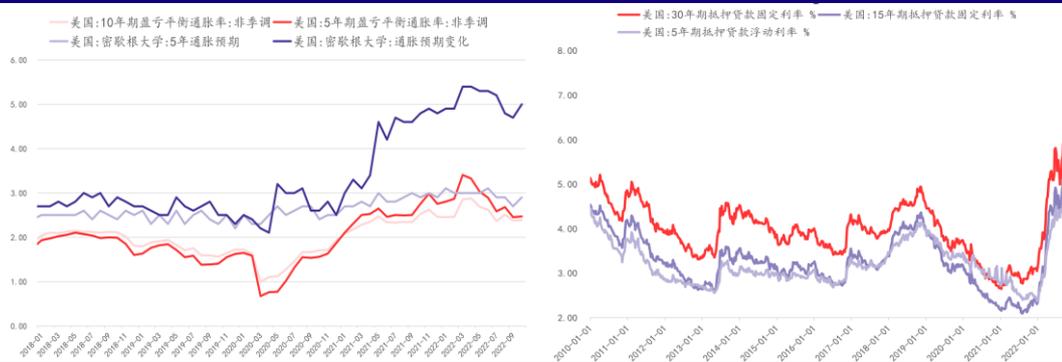


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 长期通胀预期较为稳定 (%)

图 19: 高利率率先打击房地产部门 (%)



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

2、12 月份加息放缓，2023 年利率终点上调

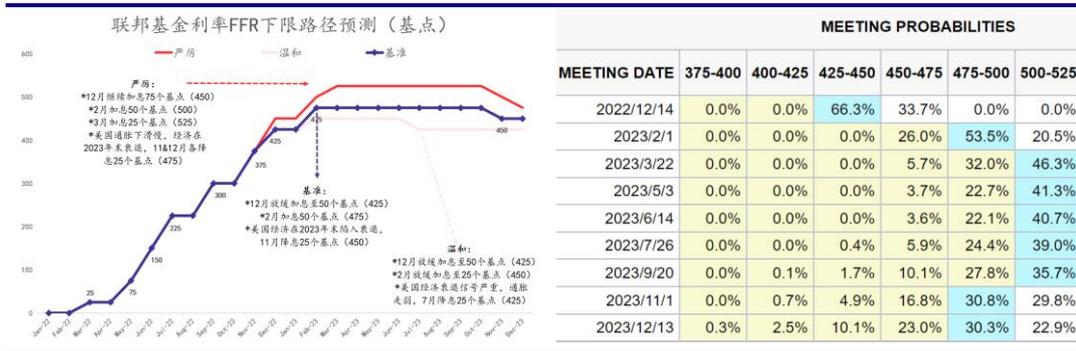
本次会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12月将加息50bps。而利率终值可能比9月会议经济预测中的4.6%更高意味着2022年2月可能进一步加息50bps而非25bps。结合美联储对货币政策滞后效果的强调，我们暂对联邦基金利率的路径做出三种假设。

- (1) 基准情况：通胀粘性保持但不再超预期，美联储将在12月放缓加息至50bps，达到4.25%-4.75%，2023年2月加息50bps，达到4.75%到5.00%，略高于4.6%的早先预期并保持一段时间不降息，直至通胀回落（或严重金融风险爆发）。
- (2) 严厉情况：通胀由于冬季能源问题和工资粘性超预期，美联储在12月继续加息75bps，达到4.50%-4.75%，2023年2、3月份分别加息50bps和25bps，达到5.25%到5.50%，并保持一段时间不降息。
- (3) 温和情况：通胀粘性年内维持，2023年较快下行，美联储在12月加息50bps，4.25%-4.50%，2023年2月加息放缓至25bps，达到4.50%到4.75%，同时美国上半年陷入严重衰退，7月可能降息。

我们认为基准假设目前实现的概率最大，但要警惕严厉情况，温和情况发生的可能性较低。同时，美联储在12月加息前还有两份通胀和就业数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化。

图 20: 联邦基金利率路径展望 (%)

图 21: CME 加息预期上行 (%)



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

3、量化紧缩 (QT) 基本按照计划进行，银行间流动性收紧，财政部可能回购国债做缓冲

美联储自 9 月份以来将计划的量化紧缩规模从 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 提高至 600 亿和 350 亿。我们曾经计算国美联储 6-8 月缩表的规模，发现美联储在技术条件允许的情况下严格按计划推动 QT。从估算的 10 月份执行情况来看，美联储缩减大约 840 亿美元，包括 600 亿美元的国债和 240 亿美元左右的 MBS。MBS 执行少于 350 亿的原因是当月到期量和延迟入账数目少于目标，在不主动出售 MBS 的情况下技术上无法达到，并非美联储主动放缓了缩表。

通胀仍存超预期的风险以及利率终值上行的预期依然不支持货币市场基金 (MMF) 将流动性从美联储逆回购账户中撤出去承接利率过往发行的收益率并无吸引力的债券 (特别是长债)，银行在继续消耗存款准备金，债市流动性下降。相比 2021 年 12 月末的峰值，银行存款准备金到 2022 年 10 月底已经下降约 1.23 万亿美元，尽管准备金总量依然充足，但快速的下行会进一步加重银行间市场的流动性压力，也不利于国债市场的稳定。

美国财政部针对国债市场的问题正在考虑以发行新债券的方式回购部分老债券，尽管这会加大财政的付息压力。如果财政部能在债券上“以新换旧、以短换长”，那么新发债券更高的收益率就可能吸引货币市场基金将资金转出逆回购 (RRP) 而购买新发国债，减轻银行间压力并改善国债市场的流动性。在这种情况下，虽然没有新的基础货币投放，市场流动性会改善，收益率曲线也可能出现一定下行。当然，财政部的赤字上限是受国会管理的，在利率如此之高的时刻发行新债券置换旧债券会重加大财政压力，因此财长耶伦的计划是否能获得支持以及具体的操作方式还有待明确。

图 22: 美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 23: 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

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 1：美联储 FOMC 会议重点：

	2022-08 Jackson Hole 发言	2022-09 FOMC会议重点	2022-11 FOMC会议重点
经济和就业状况	1. 美国经济正在放缓，经济数据的信号并不统一，但经济还有较强的动力， 劳动力市场供不应求导致严重不平衡 。 2. 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间， 就业市场的情况将出现缓和 ， 家庭和企业将经历一些痛苦 ；但是，如果美联储在恢复价格稳定这一任务上失败，那么将会引发更大的痛苦	1. 美国经济从2021年的高点放缓， 近期指标指向了支出和生产的温和增长 ；消费支出从去年的高速增长放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境； 房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资 ，更低的海外增长限制了出口。 2. 劳动力市场十分紧张 ， 失业率 达到50年低点， 职位空缺是历史高位 ， 新增就业仍有活力 ， 失业率处于低位 ； 劳动市场依然严重的供不应求 ，好消息是 劳动参与率出现了上行 ， 供需情况将随着时间改善 。 3. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响。 4. 软着陆的可能减少 ，因为货币政策或有更强的限制性，或在限制性区域保持更长时间。 5. 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间 ， 就业市场的情况将出现缓和 。	1. 美国经济相较2021年显著放缓 ， 近期指标指向了支出和生产的温和增长 ；消费支出从去年的高速增长放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境； 房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资 。 2. 劳动力市场十分紧张 ， 失业率 达到50年低点， 职位空缺是历史高位 ， 新增就业仍有活力 ， 失业率处于低位 ； 劳动市场依然严重的供不应求 ； 劳动参与率相比年初没有明显变化 。 3. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响。 4. 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间 ， 就业市场的情况将出现缓和 。
通胀	1. 通胀是由于供需不平衡导致的。 2. 7月的通胀数据有所放缓是好的信号，但不足以成为通胀将会确定性回落的证据。 3. 美联储的政策工具主要作用于需求端	1. 通胀处于高位，主要反映了疫情导致的 供需不平衡 ， 高食品和能源价格以及更广泛的价格压力 。 2. 尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，导致 能源和食品价格上涨 。 3. 长期通胀预期控制较好	1. 通胀处于高位， 近期的通胀数据超出了预期 ，主要反映了疫情导致的 供需不平衡 ， 高食品和能源价格以及更广泛的价格压力 。 2. 尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，导致 能源和食品价格上涨 。 3. 长期通胀预期控制较好
货币政策	1. 美联储的首要目标就是控制通胀回到2%的中长期目标， 保证价格稳定 。 2. 当前2.25%-2.50%的联邦基金利率是长期中性目标，但美联储的加息不会因为达到中性利率目标就暂停或停止。 3. 9月FOMC加息依然取决于各种经济数据， 当加息达到足够的限制程度时会考虑放缓加息节奏 。 4. 预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平。 5. 美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成	1. 联邦基金利率增加75bps至3.00%-3.25%（全体票委同意） 2. FOMC预测的2022年底利率中位数是4.4%；对未来三年利率的预测中位数为4.6%、3.9%和2.9% 3. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化 4. 随着货币政策持续收紧， 未来放缓加息节奏是合适的 。 5. 量化紧缩按照之前公布的计划进行，9月开始每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS 6. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化	1. 联邦基金利率增加75bps至3.75%-4.00%（全体票委同意） 2. 近期数据显示利率的终值可能比9月SEP预测的要更高 3. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化 4. 在考虑未来加息时，货币政策对经济、通胀和金融市场滞后的影响也将被纳入考虑的范围 5. 和前两次会议强调的一样，随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏是合适的 6. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 7. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

制造业与非制造业 PMI：

2022年10月份美国ISM制造业PMI为50.2，比上月回落0.7，继续低于三年均值55.3；9月非制造业PMI为56.7（10月初值46.6），比8月的56.9下行0.2，景气度低于三年均值57.6。非制造业PMI初值近几个月易与实际状况产生偏离，从CPI和服务消费支出的粘性来看，美国非制造业PMI虽然处于下行趋势，但短期斜率并不陡峭。美联储的强力紧缩对经济的效果滞后，制造业和服务业虽然有所下行，但都处于扩张期间，美国经济动力较强，短期通胀和劳动市场还有支撑。数据支持短期紧缩力度的保持。

10月制造业的产需双双改善，生产扩张，新订单回暖，就业上升，下行主要来自于配送时间的缩短和库存的下行。分项来看，制造业10月新订单指数上行2.1至49.2，仍处于萎缩区间，主要大类中只有原油和煤炭产品的新订单温和上行；产品价格的下行与客户库存的低位有利于订单改善，但制造业生产前置时间较长拖累了订单恢复。在18个制造行业中有3个新订单增加，包括服装和皮革品、原油和煤炭产品、塑料和橡胶制品；有12个行业的新订单出现下滑。

10月生产指数为52.3，环比下降1.7，连续29个月处于扩张区间。塑料橡胶制品、电脑和电子产品、交通设备、基本金属、机械和金属制品表现居前。原材料价格下行、劳动力紧张程度缓解，供给限制继续减少，库存小幅下行，在新订单上行之下11月产出可能会继续扩张，但是企业对中期的需求表示担忧。产出减少的行业有纺织、家具相关产品、木制品、纸制品、原油煤炭产品、电子设备器具和零件、食品饮料烟草和化工产品。

订单库存指数下行5.6至45.3，低于3年均值，结束了了27月的扩张；10月新订单仍处于萎缩和生产的上行消化了订单库存。在需求预期较差之下，订单库存虽然下月可能环比回升，但大概率继续处于萎缩区间。自有库存指数为52.5，环比下行3.0个百分点，高于三年均值。库存和新订单差距为3.3，比上个月缩小；客户库存保持41.6不变，已经连续73月处

于 ISM 认为的“过低”水平，整体仍有利于未来生产的扩张，但美联储对总需求的打击可能会导致客户并不热衷于大量补库，新订单偏弱，限制生产扩张。

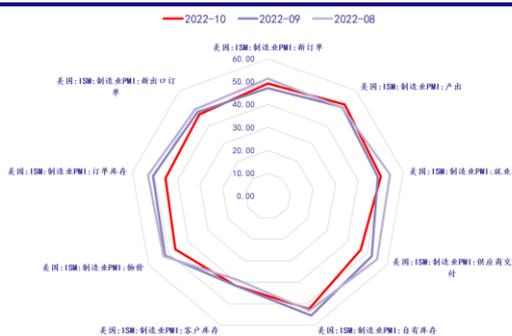
就业方面，制造业就业指数为 50.0，比上月上行 1.3，重返景气区间。制造业雇佣压力和离职率缓和，一些公司开始停止招聘。制造业就业景气程度虽然弱于服务业，但在劳动参与率偏低、生产扩张的状态下也并没有显著弱化，就业对加息的反应天然滞后。就业指数的强劲还是反映了美国经济的旺盛程度高于预期，如要控制通胀，紧缩还须保持。

供应商交付指数下行 5.6 至 46.8，交付时间加快，供应链的压力减弱，供给端对商品价格的压力已经较弱。物价指数从上月的 51.7 大幅下行至 46.6，价格压力缓解并低于近年均值。物价放缓来自三方面，第一是美国能源价格压力减弱，第二是金属类价格在经济下行预期下持续走低，第三是化工类需求较差。18 个行业中 10 个报告价格下行，5 个报告涨价，PPI 商品部份压力预计减弱。

PMI 带来的信息变化不大，制造业整体正在缓慢下行，产需在美国经济的韧性之下边际改善，通胀粘性短期将会保持，支持 2022 年内严厉的加息。就业状况由于滞后于利率仍然较好，工资-物价螺旋的风险没有解除。三季度企业设备和知识产权相关投资环比折年率不低，制造业投资尚未收到明显打击，但未来下行概率很大。

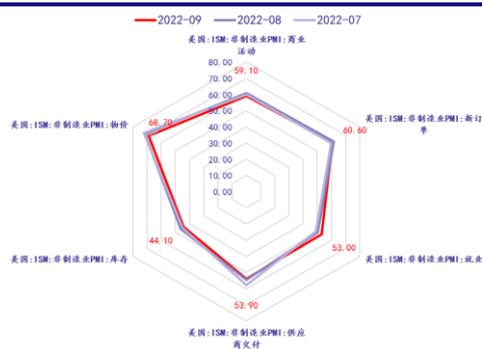
非制造业 9 月表现好于制造业，扩张边际放缓但景气度依然很高，和消费服务的增长互相印证。9 月商业活动指数上行 1.8 至 59.1，处于三年均值附近，新订单下行 1.2 至 60.6，库存下行 2.1 至 44.1，就业上升 2.8 至 52.0。新出口订单和进口都出现了上行。服务业是新增非农就业和工资增速保持高位的原因，PMI 显示出短期就业市场的供不应求将继续保持。9 月 JOLTS 的职位空缺率再度上行，劳动参与率没有恢复，因此工资增速在四季度仍可能接近 5%，不利于服务类通胀的缓和。非制造业 PMI 物价回落 2.8 至 68.7，成本压力放缓。库存小幅下行，新订单依然旺盛。总体上，非制造业作为美联储打击的重点，在劳动市场紧凑下展现出强韧性，虽然整体下行的趋势不改，短期仍会处于扩张区间。

图 24: ISM 制造业 PMI (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 25: ISM 非制造业 PMI (%)



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 9 月季调后零售销售同比增速从前值 9.44% 放缓至 8.23%, 仍明显高于长期平均零售增速 5.59%; 零售环比增速 0%, 低于前值 0.42%, 在高利率与通胀环境下开始放缓。

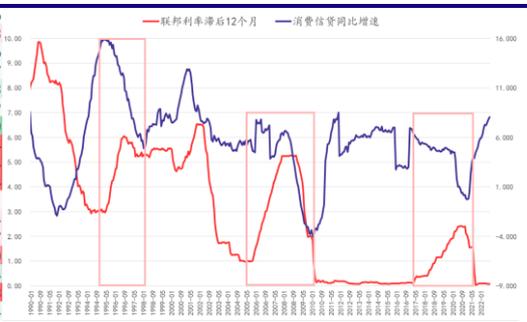
主要零售类别中，机动车(-0.4%)、家居家装(-0.73)、电子家电(-0.77)、加油站(-1.4%)、休闲娱乐用品(-0.66)和杂货店(-2.52)都出现了环比负增长;食品饮料、保健和个人护理、服饰、日用品商场和网上销售继续上行。能源由于原油价格企稳，环比下行幅度收窄，商品类消费下滑较快，但日用品商场和网络销售已然显现韧性。同时，粘性较大的服务消费在零售中体现较少。

9月零售增速仍处于高位，和高通胀保持韧性的态势相符，维持商品增速下行、服务类高粘性的特点。结合美国三季度消费类上市公司的财报，可以看出居民消费尚没有显著放缓。消费韧性依然主要来自于三方面：(1)名义工资增速还在上行，工资-物价螺旋没有停止；(2)美国家庭净值在房产支撑下较高，负债处于低位；(3)信贷增速没有显著放缓，低负债的居民在美联储加息初期仍可以借贷消费。尽管美联储的加息进程取决于通胀和劳动数据的变化，偏强的消费数据并没有给美联储提供显著放缓加息或转向的理由，12月预计至少加息50bps。

图 26: 零售环比动能放缓 (%)

环比	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
零售总计	0.00	0.42	-0.44	1.03
机动车及零部件	-0.40	2.83	-2.01	0.56
机动车	-0.64	3.02	-2.24	0.67
家具和家装	-0.73	0.86	0.12	-1.23
电子和家用电器	-0.77	-0.44	-0.32	-0.49
建筑物料和园林设备	-0.36	1.37	1.11	-0.30
食品饮料店	0.39	0.26	-0.04	1.14
杂货店	0.37	0.11	-0.05	1.24
保健和个人护理	0.48	0.44	0.64	1.34
加油站	-1.40	-5.20	-2.21	2.71
服装及服装配饰店	0.46	0.86	-0.44	0.74
运动商品、书和音乐、业余爱好品	-0.66	0.64	0.03	0.87
日用品商场	0.74	0.39	-0.39	2.30
百货公司 (不包括租赁部门)	1.30	0.98	-0.12	-1.74
杂货店 (含 办公、文具、礼品店)	-2.52	0.18	-1.32	3.83
无店铺商贩	0.53	-0.25	1.66	0.34

图 27: 消费信贷增速依然不低 (%)



资料来源: Fred, 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

美国咨商会 (Conference Board) 消费者信心指数显示，10月美国消费者信心指数从前值107.8 下滑至 102.5，结束了两个月的连续上升，继续处于 2017 年以来的低位。密歇根大学的消费者信心指数 10 月份录得 59.9，比 8 月上升 1.3，连续四个月回升。CPI 和 PCE 价格指数反应的粘性再次抬高消费者通胀预期，10 月份 12 月内通胀预期上行 0.3%至 5.0%，5 年通胀预期上行 0.2%至 2.9%。通胀和消费者预期的回升意味着美联储在年内将保持相对高压的紧缩态势，继续前置加息。紧缩对总需求的打击正在显现，但韧性较好的服务消费和劳动市场的火热程度暂未受到明显影响

图 28: 美国零售额环比下滑 (%)

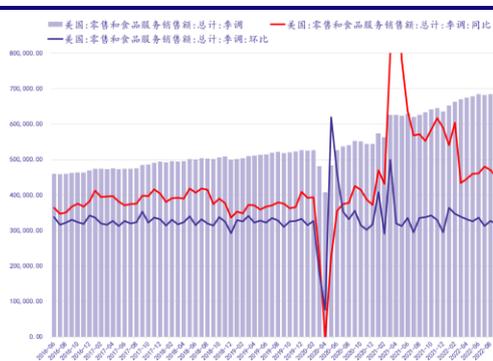
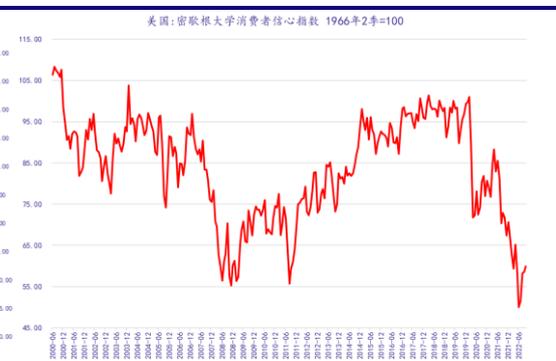


图 29: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 市场和建材库存偏高 (%)

图 31: 咨商会消费者信心指数 (%)



劳动市场:

美国劳工数据局 (BLS) 10 月 7 日公布了 9 月非农就业相关数据。9 月新增非农就业 26.3 万人, 略高于 25 万人的市场预期, 私人部门非农就业 28.8 万人, 比 8 月份的 27.5 万人增多; 失业率重新回落 0.2 至 3.5%, 私人非农时薪同比增速 4.98%, 环比增速 0.31%, 稍有放缓; 劳动参与率下行 0.1 至 62.3%, 劳动人口减少 5.7 万人, 供需保持紧张。

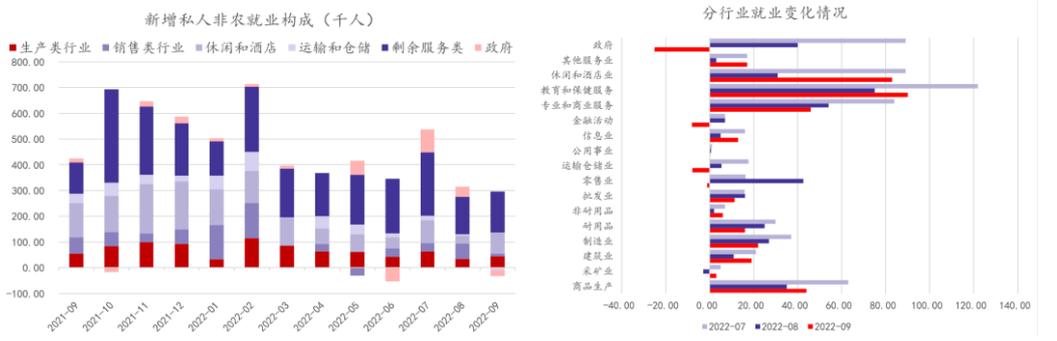
不仅就业旺盛, 离职数量也居高不下, 劳动供给最紧张的服务类行业离职较多, 既能扩大职位空缺, 又不利于工资增速的放缓。虽然美联储的加息已经打击了投资和部分商品消费, 职位空缺数量从 3 月份 1185 万的高点下行至 8 月的 1000 万左右, 但劳动供给和需求的缺口仍在 400 万以上。整体来看, 劳动市场的表现强于预期, 供需不平衡的格局稍有缓和, 但较大的供需缺口短期仍然可以支撑工资的上行。11 月份美联储加息 75bps 的可能性不小, 虽然劳动市场对利率的反应滞后, 但当前缓解通胀更需要劳工供不应求和薪资连续上行的局面尽快结束, 所以继续紧缩仍有必要。

从结构上看, 服务类是 9 月新增就业的主要来源: 比起上个月, 教育和保健服务多增了 1.5 万人, 休闲和酒店业多增 5.2 万人; 下滑比较明显的则有零售业、运输仓储业和金融业。政府雇员净减少 2.5 万人, 与此前两个月有较大差距, 除去政府部门变动的私人部门非农就业依然继续增加。建筑业和制造业的新增就业人数则保持稳定, 在制造业需求走弱的情况下, 未来可能率先进入负增长。

从工资增速来看, 虽然略有放缓, 但主要行业类别环比都继续上行, 其中较快的有公用事业、金融、信息和运输仓储, 非服务业中建筑时薪增长最多。新增就业较多的教育和医疗服务以及休闲和酒店业的时薪涨幅不大。亚特兰大联储统计的 8 月工资同比增速没有继续上行, 但处于历史高位; 其中“改换工作者”的工资增速高于整体增速 1.7%, 反映出就业者仍有动力离职并追求工资更高的岗位。三季度雇佣成本指数 (ECI) 环比增速边际放缓, 同比增速仍在 5% 以上, 工资上行压力未有显著缓解。

图 32: 新增私人非农就业构成 (千人)

图 33: 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

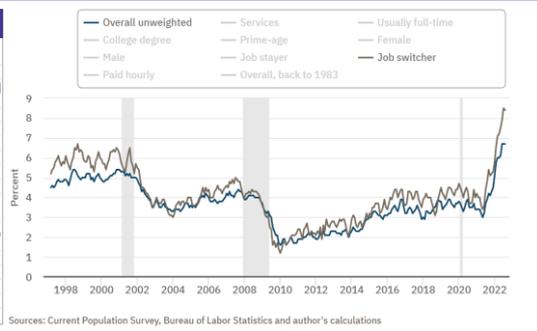
疫情带来的“大辞职”、婴儿潮一代步入密集退休阶段和非农产出增速的下滑都不利于就业市场通过涨薪以外的市场方式缓和；美联储对婴儿潮退休和劳动生产率的下行都无能为力，也即美国的长期劳动供给可能进入持续的、更加紧张的状态，这将对长期利率的抬升做出贡献。需要注意到虽然劳动市场对加息的反应滞后、失业率的大幅上升一般和衰退同时出现，但美联储目前可能并不会担心过度打击滞后的劳动市场。这是因为美联储当下的最高目标就是压制通胀，而就业市场的火热和高工资增速正是通胀背后的重要动力；如果希望通胀显著走低，那么就业市场必须出现下滑。

图 34: 非农就业和时薪情况 (千人)

图 35: 亚特兰大联储-工资增速追踪 (千人)

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调 (美元)			新增非农辞职 (千人)			时薪变化
	2022-09	2022-08	2022-07	2022-09	2022-08	2022-07	2022-09	2022-08	2022-07	
非农总计	263.0	315.0	537.0				-868.0	478.0	97.0	
非农和私人合计	288.0	275.0	448.0	32.5	32.4	32.3	-798.0	399.0	228.0	
商品生产	44.0	35.0	63.0	32.7	32.6	32.5				
采矿业	3.0	-3.0	5.0	36.6	36.6	36.7	-3.0	1.0	-1.0	
建筑业	19.0	11.0	21.0	35.0	34.9	34.8	-83.0	-6.0	78.0	
制造业	22.0	27.0	37.0	31.1	31.0	31.0	-108.0	55.0	-48.0	
耐用消费品	16.0	25.0	30.0	32.7	32.6	32.5	-66.0	35.0	-17.0	
非耐用消费品	6.0	2.0	7.0	28.5	28.4	28.4	-42.0	20.0	-23.0	
服务生产	244.0	240.0	385.0	32.4	32.3	32.2				
批发业	11.3	16.1	15.8	27.9	27.8	27.7	-12.0	22.0	-24.0	
零售业	-1.1	42.6	16.3	35.4	35.3	35.2	-154.0	127.0	7.0	
运输仓储业	-7.9	5.4	17.6	23.0	23.0	23.0				
公用事业	0.2	0.6	1.1	28.4	28.2	28.1				
信息业	13.0	5.0	16.0	47.9	47.2	47.5	-19.0	20.0	-9.0	
金融业	-8.0	7.0	7.0	47.5	47.2	46.4	-31.0	13.0	33.0	
专业和商务服务业	46.0	54.0	84.0	42.2	41.8	41.7	4.0	-119.0	93.0	
教育和保健服务	90.0	75.0	122.0	38.9	38.9	38.9	-101.0	58.0	-52.0	
休闲和酒店业	83.0	31.0	89.0	32.0	32.0	31.9	-242.0	170.0	117.0	
其他服务业	17.0	3.0	17.0	20.3	20.3	20.2	-18.0	30.0	6.0	
政府	-25.0	40.0	89.0							

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



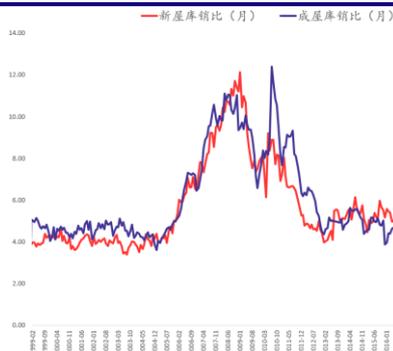
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房地产业:

美国 9 月份新屋销售环比录得-10.93%，同比-17.62%，在 8 月销售边际改善后重回下行轨道。房贷利率 10 月创新高，房屋销售连续下行。库存方面，截至 9 月底，市场上有 46.8 万套新房待售，高于 8 月份时的 46.5 万套。按照目前的销售速度，需要大约 9.3 个月的时间才能消耗完新房的供应，比上月的 8.2 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，而库销比仍然处于次贷危机以来最高位，未来将对房价形成压力。销售的下行迅速带动房地产投资下行，住房投资的大幅下滑是带动美国三季度固定资产投资负增长的主要因素。新屋开工 9 月小幅回升，整体保持下行趋势，开工与销售之比回落但还在高位，整体供给比较充足。成屋 9 月的库存销售比为 3.18 个月，处于低位，销售压力集中在新房供应上。

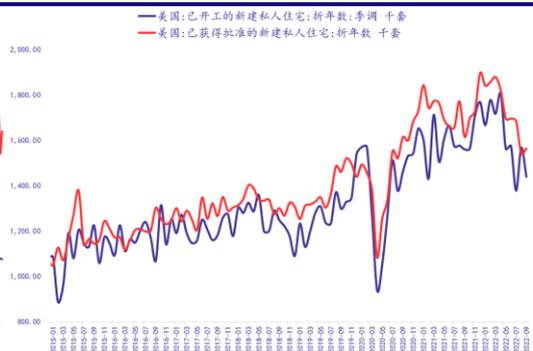
房价增速放缓，Zillow 社会房价统计 9 月录得 14.86% 的同比增速，环比 0.01%，比前几个月明显下降，房价环比增长的拐点可能将要到来，高价格和高房贷利率冲击居民负担房产的能力。随着联邦基金利率上行，房贷再创新高，30 年期固定房贷利率在 10 月底达到 7.08%，15 年期也高达 6.36%，购房成本持续上升。面对继续放缓的经济、更高的借贷成本和上行的库存，对房屋的需求下降。房价走弱对 CPI 和 PCE 租金部分的传导会更快体现出来，但是对自有房屋等价租金存在更长的滞后，预计居住成本通胀在明年二季度才会有明显缓和。库存显示新房供给依然处于历史高位，库销比、货币供应和房贷利率都支持房价从高位快速回落。

图 36: 美国新建住房和成屋销售



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 美国新屋开工 (千套)



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 9 月消费者价格指数 (CPI) 略微下行，高于市场预期：同比增速从 8 月的 8.3% 回落至 8.2%，但高于市场预期的 8.1%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.6%，比 8 月上行 0.3%，创下新高。环比方面，CPI 增速为 0.2%，再度上行，而核心 CPI 增速为 0.4%。名义与核心通胀开始分化，通胀整体缓慢下行，但核心通胀增速没有明显弱化，紧缩按现有路径保持的确定性较高，这种分化可能延续至 2023 年。

从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的依然是在 OPEC+ 减产前因衰退预期下行的能源商品，食品、能源服务、居住成本、教育、医疗服务和运输的贡献都出现上行，服饰也因为低基数出现同比上涨，同比增速放缓的有通讯、新车、二手车、医疗用品和家具与家用产品。环比方面，负增长的有能源商品 (-4.7%)、二手车、服装和医疗用品，食品、能源服务、新车、居住成本、医疗和运输服务的上行动力仍在。

整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是 9 月 CPI 增速略微放缓的主要因素。商品增速体现出消费在供需不平衡缓解下仍有韧性，可能依然受到名义工资和信贷支持；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过 2% 的长期通胀目标，也高于能源商品和服务之和，成为新的通胀最大拉动项。

作为美国中期选举前的最后一份 CPI 数据，刷新记录的核心通胀增速依然指向对总需求的猛烈打击。结合 9 月 FOMC 纪要中美联储矫枉过正的态度，如果不意外出现流动性危机，市场基本可以放弃美联储在年内显著放缓加息幅度的幻想。在 OPEC+ 大幅减产和冬季到来的背景下，能源此前的环比负增长不可持续，商品和服务消费都有极强的韧性。名义工资因劳动市场供不应求而上行、消费信贷也未走弱、房价还在高位，这些都是支撑核心通胀的因素，所以在这些指标明显弱化前，通胀粘性将延续。

图 38：9 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院整理

图 39：9 月 PCE 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BEA, 中国银河证券研究院整理

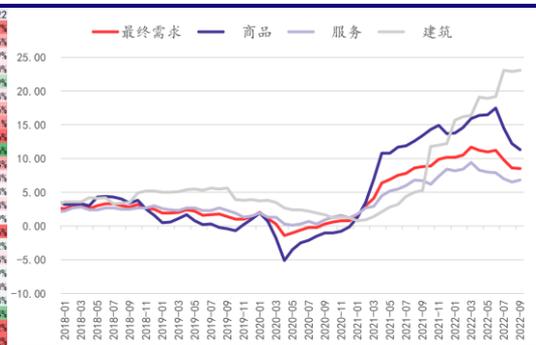
9 月，美国生产者价格指数 (PPI) 的同比涨幅为 8.5%，核心 PPI 同比涨 7.3%，在油价的快速下行停止后放缓幅度较小。商品价格指数同比增速 11.3%，服务价格指数同比上涨 6.8%，同样呈现商品走弱、服务韧性更强的格局；能源和运输仓储价格同比增速仍分别高达 24.2% 和 17.8%。商品方面，同比增速最快的是农产品的 24.5% 以及燃料和动力相关产品的 36.1% (上月为 38.4%)，金属制品增速转负，皮革加工相关价格继续负增长，原材料和设备类增速保持。服务方面，增长最明显的还是住宿和运输类项目，批发零售指数保持高位，仓储增速放缓。建筑指数同比增速 20.6%，仍处于相当高位。俄乌冲突的持续和 OPEC+ 减产对能源和食品成本仍有一定支撑，大宗商品整体处于预期博弈中的震荡。随着冬季到来和粮食问题反复，PPI 的粘性有望在短期保持，下行幅度可能较小。但随着各国央行的猛烈紧缩打击总需求，PPI 在 2023 年一季度以后的继续回落确定性较高。

图 40：个人消费支出折年率环比变化 (%)

月度折年率环比变化 (季调)	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22
PCE	0.646%	0.531%	-0.200%	1.197%
商品	0.306%	-0.474%	-0.704%	1.855%
耐用用品	0.505%	-0.099%	0.287%	1.149%
机动车辆及零部件	0.965%	0.122%	-1.264%	1.710%
家具和家用设备	0.173%	0.320%	0.823%	0.319%
娱乐药品和车辆	0.318%	-0.779%	1.628%	1.084%
其他耐用用品	0.405%	0.124%	0.192%	1.425%
非耐用用品	0.191%	-0.691%	-1.269%	2.261%
食品饮料 (非堂食)	0.329%	0.368%	0.416%	1.706%
服装鞋帽	0.750%	0.808%	0.535%	0.376%
汽油、燃油, 以及其他能源产品	-1.694%	-7.944%	-10.970%	9.314%
其他非耐用用品	0.485%	0.417%	0.481%	0.883%
服务	0.821%	1.059%	0.067%	0.868%
家庭服务消费	0.791%	1.015%	-0.002%	0.868%
住房与水电费	0.989%	0.820%	0.839%	0.819%
交通运输	0.430%	0.276%	0.406%	1.068%
医疗护理	2.912%	2.062%	-0.428%	1.502%
娱乐	0.237%	0.567%	-0.143%	0.894%
食宿服务	1.056%	2.015%	-0.546%	0.769%
金融服务和保险	-0.698%	1.594%	-1.129%	-0.030%
其他服务	1.556%	1.216%	-0.780%	1.368%
对家庭服务之非营利机构最终消费支出	1.430%	1.930%	1.474%	0.544%
非营利机构支出	0.587%	0.751%	0.857%	0.913%
减: 非营利机构商品和服务销售收入	0.238%	0.272%	0.608%	1.062%

资料来源：BEA, 中国银河证券研究院整理

图 41：PPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42：美国经济数据概览

	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21
生产														
实际GDP (同比)	1.77	/	/	1.80	/	/	3.68	/	/	5.53	/	/	4.95	/
实际GDP (环比)	2.60	/	/	-0.80	/	/	-1.60	/	/	6.90	/	/	2.30	/
个人消费支出 (同比)	1.88	/	/	1.84	/	/	4.51	/	/	6.89	/	/	7.11	/
国内私人投资 (同比)	2.26	/	/	8.69	/	/	11.57	/	/	9.58	/	/	7.08	/
政府支出 (同比)	-0.62	/	/	-1.64	/	/	-1.67	/	/	0.09	/	/	0.63	/
净出口 (同比增长-亿美元)	156.57	/	/	70.02	/	/	-194.56	/	/	-33.60	/	/	-72.02	/
个人消费支出-现价 (同比)	8.24	8.36	8.55	9.26	9.28	8.93	9.19	13.48	12.01	13.39	13.71	12.63	11.55	12.49
实际GDP (环比)	9.54	10.03	9.78	8.70	7.82	7.07	12.71	13.75	16.84	18.95	16.52	14.52	15.72	
个人消费支出 (环比)	-59.29	-63.76	-63.77	-66.95	-64.93	-71.67	-87.86	-65.80	-78.07	-42.89	-43.37	-45.98	-44.40	-35.37
人均支配收入-现价 (同比)	3.18	1.65	1.47	2.24	1.65	-1.38	-16.29	2.74	-6.06	5.60	5.99	4.25	3.19	4.93
密歇根消费者信心指数 (同比)	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	65.20	59.40	62.80	67.20	70.60	67.40	71.70	72.80	70.30
工业总产值 (同比)	5.44	3.93	3.52	4.21	4.85	5.94	4.56	6.45	2.06	3.05	4.41	4.01	3.20	3.44
产能利用率	80.34	80.14	80.30	79.84	80.04	80.23	79.82	79.41	78.94	78.74	78.98	78.58	77.45	78.23
新增订单 (同比)	/	6.56	7.65	9.50	9.19	9.76	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54
新建住宅销售套数 (同比)	-17.62	-1.31	-25.21	-20.03	-14.05	-23.49	-19.75	2.86	-8.78	-3.67	-11.16	-32.97	-26.14	-33.78
房屋销售套数 (同比)	-23.79	-20.20	-20.07	-14.41	-8.61	-6.04	-4.80	-3.89	-2.41	-8.42	-3.95	-8.02	-4.04	0.34
开工新建私人住宅 (同比)	-7.70	-0.63	-12.46	-5.35	-2.68	19.93	0.29	24.27	4.00	7.09	10.71	2.16	6.71	14.53
Case-Shiller房价指数-20城 (同比)	/	13.08	16.01	18.65	20.54	21.30	21.24	20.31	19.00	18.48	18.27	18.47	19.10	19.66
GPI (同比)	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30
核心CPI (同比)	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.20	6.50	6.40	6.00	5.50	4.90	4.60	4.00	4.00
PCE (同比)	6.24	6.22	6.26	6.28	6.52	6.41	6.77	6.99	5.97	5.85	5.22	4.65	4.52	
核心PCE (同比)	5.15	4.89	4.67	5.04	4.88	5.03	5.36	5.42	5.21	5.04	4.82	4.31	3.92	3.88
PPI最终需求 (同比)	8.50	8.60	9.80	11.20	11.00	11.70	10.50	10.20	10.20	9.90	8.90	8.80	8.60	
核心PPI最终需求 (同比)	7.30	7.20	7.70	8.50	8.70	9.00	9.70	8.90	8.70	8.70	8.00	7.00	7.00	7.10
10年期breakeven通胀预期	2.38	2.51	2.36	2.62	2.69	2.88	2.85	2.46	2.45	2.46	2.62	2.53	2.34	2.35
5年期breakeven通胀预期	2.45	2.68	2.58	2.89	3.03	3.32	3.44	2.87	2.80	2.75	2.98	2.75	2.50	2.49
密歇根5年期通胀预期	2.70	2.90	2.90	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.90	3.00	2.90	3.00	2.90
密歇根12个月通胀预期	4.70	4.80	5.20	5.30	5.30	5.40	5.40	4.90	4.90	4.80	4.90	4.80	4.60	4.60
新增非农就业人数 (万人)	26.3	31.5	53.7	29.3	38.6	36.8	39.8	71.4	50.4	58.8	64.7	67.7	42.4	51.7
非农职位空缺 (同比)	/	6.2	6.8	6.8	6.9	7.2	7.3	7.0	7.0	7.1	6.8	7.0	6.8	6.7
失业率	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.8	4	3.9	4.2	4.6	4.7	5.2
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	61.5
非农平均时薪 (同比)	4.95	5.20	5.22	5.21	5.34	5.50	5.82	5.19	5.45	4.88	5.33	5.35	4.75	4.44
EDJ通胀成本指数	5.27	/	/	5.29	/	/	4.98	/	/	4.90	/	/	4.59	/
非农产出增速 (同比)	/	/	/	-2.40	/	/	-0.59	/	/	1.89	/	/	-0.36	/
PMI														
ISM制造业PMI	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9
ISM非制造业PMI	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9	57.1	58.3	56.5	59.9	62.3	69.1	66.7	61.9	61.7
有效联邦基金利率-月均 (%)	2.56	2.33	1.68	1.21	0.77	0.33	0.2	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09
储备利率-10R-月均 (%)	2.63	2.4	1.75	1.28	0.84	0.4	0.27	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
隔夜逆回购利率-月均 (%)	2.55	2.30	1.63	1.16	0.73	0.30	0.17	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
标普500指数-月均	3851	4159	3912	3899	4040	4391	4391	4436	4574	4675	4667	4461	4446	4454
GDPE标普VIX指数-月均	27.34	22.17	25.00	28.23	29.45	24.37	26.97	25.75	23.18	21.55	18.50	17.87	19.82	17.47
标普1原油现货-月均 (美元/桶)	84.03	91.49	99.80	114.29	109.47	101.61	108.15	91.61	82.98	71.77	78.62	81.20	71.42	67.70
2年期国债收益率-月均 (%)	3.8567	3.2500	3.0360	2.9981	2.6167	2.5380	1.9096	1.4353	0.9805	0.6800	0.5080	0.3925	0.2410	0.2173
10年期国债收益率-月均 (%)	3.5190	2.8978	2.8960	3.1453	2.8981	2.7475	2.1278	1.9342	1.7640	1.4650	1.5595	1.5825	1.3748	1.2882

资料来源: Wind、BEA、BLS、Fred、中国银河证券研究院整理

(二) 欧元区: 通胀迫使欧央行继续紧缩, 但立场可能软化

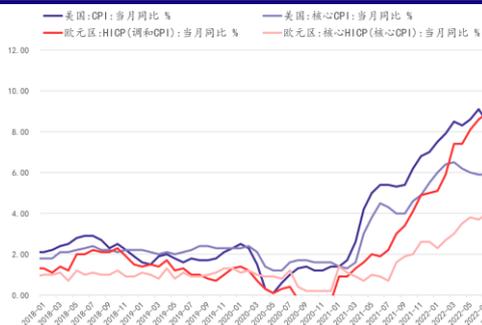
欧洲央行决定再次加息 75bps, 从 11 月 2 日起欧洲的主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 2.00%、1.50% 和 2.25%。同时, 欧央行对长期定向再融资工具(TLTRO III) 做出调整, 不仅将其利率上调 50bps 至与政策利率持平, 并允许银行提前偿付 TLTRO。(TLTRO III 从 2019 年 9 月开始转为季度投放, 面向银行为主的信用机构, 期限为 3 年, 2020 年 6 月至 2022 年 6 月期间的利率可以比存款便利利率平均值低 50bps⁴)。第三, 欧央行的“最低准备金”将上调至与存款便利利率一致 (1.50%, 增加 100bps)。最后, 欧央行行长拉加德在答记者问中表示, 将会在 12 月的货币政策会议中给出关于通过资产购买计划 (APP) 缩表的具体准则⁵。

欧央行的加息幅度符合市场预期, 在通胀仍在 10% 附近居高不下时, 下次货币政策会议将继续加息, 幅度预计在 50-75bps 之间。欧央行 12 月份有放缓加息幅度的可能: 第一, 主要再融资利率将在下一次加息后接近理论上的中性水平, 欧央行也认为货币正常化已经取得“实质性” (substantial) 成果, 能源通胀部分亦不是可以通过加息解决的问题。第二, 行长拉加德表示已经注意到经济滑向衰退的压力, 10 月份的货币政策声明关于未来加息路径的决定因素, 在通胀的基础上增加了“经济状况”, 这是 9 月份所没有的。第三, 包括法国马克龙和意大利梅罗妮在内的部分领导人对欧央行“摧毁需求”的行为表示了担忧, 放缓加息的政治压力可能上升。第四, 南欧国家国债收益率继续大幅上行, 意大利和希腊明显承压, 货币政策碎片化和债务危机的风险不支持欧央行连续保持 75bps 的加息。综上, 欧元在美联储加息见顶前仍会维持弱势; 同时, 有英国养老金危机在前, 还需密切关注南欧国家国债收益率和债务风险, 并警惕债务危机从欧元区外溢的可能。

⁴ Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) (europa.eu)

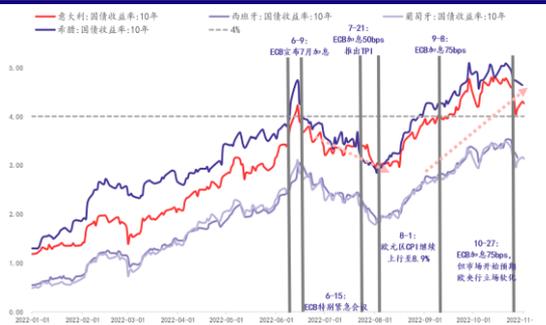
⁵ PRESS CONFERENCE (europa.eu)

图 43: 欧央行 2011 年来首次加息



资料来源: ECB, 中国银河证券研究院整理

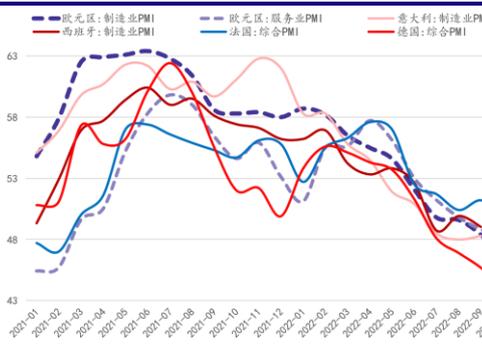
图 44: 欧元区核心通胀更低, 但增速尚未走弱 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

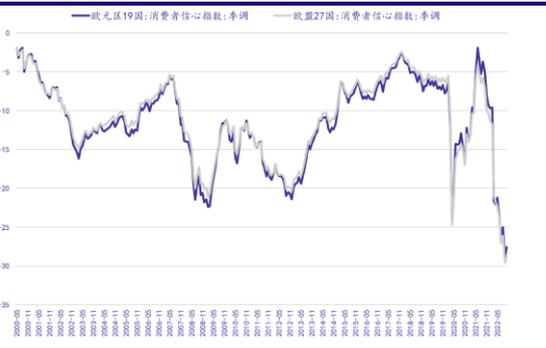
10月欧元区经济增长预计继续放缓, Markit 综合 PMI 为 47.1, 前值为 48.1, 低于过去 5 年同月均值 52.8。制造业从 9 月的 48.4 回落至 46.6, 是 2020 年 6 月以来最低值, 受能源危机的影响明显; 服务业从 9 月的 48.8 回落至 48.2。德国综合 PMI 收缩 1.6 至 44.1, 法国 PMI 下滑 1.2 至 50.0, 但法国制造业仍处于景气区间。意大利和西班牙的制造业 PMI 依然处于临界值下。本月制造业 PMI 下滑的最主要原因还是供需继续下行, 高能源通胀之下欧洲制造业受到冲击, 高能耗产业的产出大幅下跌, 德国更是“重灾区”。化工和中间品收到了严重打击, 增长基本被限制在工业服务、科技和生物制药这三类行业。需求下行后生产和采购承压, 企业开始去库存。物价和物流压力有所缓解, 但不足以影响供需双弱的局面。欧洲的储气量已经达到高位, 天然气价格阶段性下跌, 如果 2022 年冬日偏暖, 那么各国平稳过冬的压力不大, 但是制造业持续受严重的能源限制。欧元区服务业表现略优于制造业, 但也已经连续三个月萎缩。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, 供需均衡点的下移叠加能源危机会导致经济的继续下行。

图 45: 欧元区国家 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: 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 10 月调和 CPI 达到 10.7%, 环比增速继续加快。以天然气为首的能源仍是通胀快速上升的主因, 并带动交通成本的上行; 食品饮料 9 月的同比增速高达 15.4%, 也即欧元区的通胀更多集中在非核心部分。服务类中仅住宿餐饮增速在 9% 以上, 文娱等增速在 5% 左右, 居住成本虽然上行缓慢但达到 2% 以上。对于连续加息的欧央行来说, 能源食品部分的问题存在于供给侧, 并不是高利率可以解决的, 而制造业已经受到了利率和能源的双重打击, 因此在利率达到 2% 后的加息需要考虑经济的承受能力, 避免因过度加息陷入深度衰退或在债务问题严重的南欧引发危机。

德国 10 月份的调和 CPI 继续走高至 11.6%，环比上行 1.1%；调和核心 CPI 为 5.1%，环比上行 0.6%。法国通胀上行至 7.1%，环比上行 1.3%；核心 CPI 为 4.1%，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，但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。德国的能源通胀意味着对外依赖更高的意大利正面临同样的痛苦，制造业遭受的打击尤为巨大。

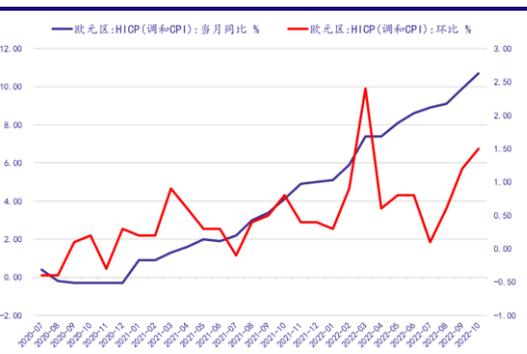
欧元区三季度 GDP 同比增长 2.1%，环比 0.2%，尚未陷入负增长，但 PMI 的产出趋势暗示四季度负增长的概率较大。IMF 对欧元区经济增长的展望再度下调，2022 年产出增速从 3.1% 调整为 2.8%，2023 年由 2.3% 下降至 0.5%；其中，对外能源依赖严重的德国和意大利将经历负增长。尽管前几个月的储气缓和了能源压力，在欧洲在 2023 年北溪彻底断供的情况下依旧直面能源短缺，冬天的寒冷程度也还尚未可知。整体来看，欧洲经济仍面临俄乌冲突导致的能源粮食危机、高通胀和高利率这三重压力，滞胀进一步加深。近期到期债务较多且由右翼联合政府执掌的意大利仍是值得关注的风险点，欧洲在 2023 年陷入衰退的概率继续上升。

图 47: 欧元区零售销售 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

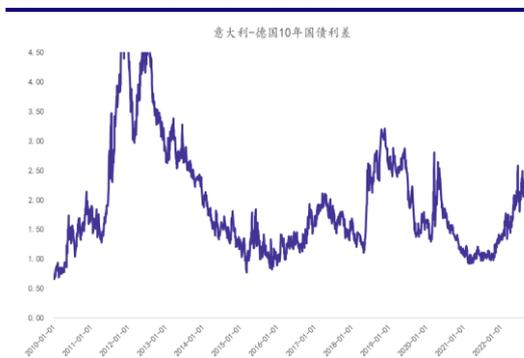
图 48: 欧元区 CPI 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲债券收益率在通胀走高、和连续两次 75bps 的加息后上行，意大利-德国十年债利差继续走高，碎片化风险提升。目前希腊和意大利国债收益率已经稳定处于 4% 以上，尽管在欧央行 10 月货币政策会议释放出一定鸽派讯息后回落，上行势头没有改变，这对 2022-24 年有超 9000 亿欧元债务到期的意大利财政是重大风险。欧洲陷入能源危机又使得强美元下欧元疲弱，金融差缩小也不能在美联储停止加息前挽救欧元退市，输入性通胀继续存在。因此，欧元区货币政策碎片化的风险也是制约欧央行继续加息 75bps 的因素。

图 49: 意大利与德国 10 年国债利差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50: 德债和法债收益率 (%)

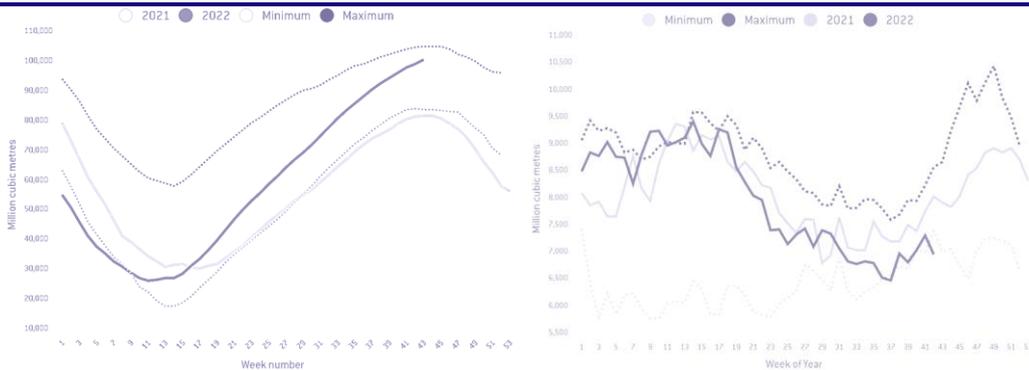


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲能源方面：天然气价格自6-8月由于欧盟各国都在竭力完成11月前储备达到储气能力80%以上的目标而出现暴涨。随后，因欧洲主要国家储气能力接近上限在9至10月连续回落，荷兰TTF价格从339欧元/MWh的高点回落至11月初的120欧元/MWh，但依旧远超出历史正常水平。欧洲各国在完成储气后，冬季供暖预计不会受过大影响，但高能耗制造业会受到持续的冲击。同时，不能忽视欧洲在2023年面临的天然气压力：2022年北溪管道在前五个月正常供气，2021年从俄罗斯月均进口接近30亿立方米，这一巨大缺口仅靠液化气进口是难以满足的。能源问题仍是影响欧洲通胀和货币政策的核心因素。

图 51：欧洲储气总水平接近上限（百万立方米）

图 52：欧洲和英国天然气进口量（百万立方米）



资料来源：Bruegel，中国银河证券研究院整理

资料来源：Bruegel，中国银河证券研究院整理

图 53：欧元区经济数据概览

	Oct-22	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21
实际GDP（同比）		2.1			4.3			5.5			4.8			
实际GDP（环比）		0.2			0.8			0.6			0.5			
最终消费支出（同比）					4.2			6.3			4.9			
资本形成总额（同比）					4.5			3.9			5.4			
政府最终消费支出（同比）					1.3			2.9			2.6			
出口（同比）					8.1			9.0			8.4			
进口（同比）					8.6			10.0			9.3			
欧元区19国:零售销售指数（同比）		-2	-1.2	-3	0.7	4.4	1.8	5.1	8.5	2.3	8.5	1.7	2.7	1.4
欧元区19国:消费者信心指数	-28.8	-25	-27	-23.8	-21.2	-22.1	-21.7	-9.6	-9.7	-9.3	-8.1	-5.2	-3.7	-5.3
欧元区19国:工业生产指数（同比）			2.5	-2.5	2.1	1.6	-2.5	-1	1.6	-1.3	1.9	-1.3	0.1	4
制造业PMI	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4
服务业PMI	48.8	49.8	51.2	53	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1	55.9	54.6	56.4	59
每小时劳工成本指数					115.3			115.1			113.3			112.5
失业人数（同比）					2.7			3.1			2.4			2.5
失业率（%）			6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	7	7.1	7.3	7.4
调和CPI（同比）	10.7	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4
核心调和CPI（同比）	5	4.8	4.3	4	3.7	3.8	3.5	3	2.7	2.3	2.6	2.6	2	1.9

资料来源：Bruegel，中国银河证券研究院整理

（三）日本：日央行继续维持宽松，经济承压

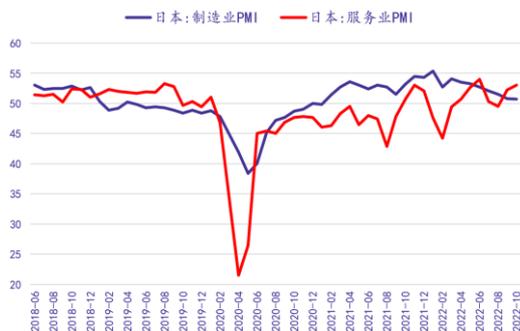
日本央行10月货币政策会议则依然坚持收益率曲线控制并拒绝加息，将短期利率维持在负0.1%的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在0%左右。央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债。日央行认为虽然工资和核心通胀有所上行，但仍没有形成工资带动消费上行的正向循环，YCC压低长端利率对经济进行刺激仍有必要。11月初公布的9月份纪要显示，虽然日央行的宽松政策造成汇率波动（贬值），但日央行的职责并不是汇率稳定，而是维持物价稳定以及实施以YCC为基础的QQE宽松。日央行和财务省的政策沟通似乎并不到位，在日本面临高进口成本压力，净出口转负的情况下，财务省已经在9、10月份进行了大约680亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对YCC的执念而继续加大。目前日本国债市场

流动性已严重恶化，出现过连续多日没有任何交易的情况，这也不利于其经济和金融稳定。从财务省和政府目前的表态来看，如果金融市场不出现严重危机，黑田东彦在 2023 年 3 月卸任前仍可以坚守住 YCC，及时其卸任后，日本也将整体保持宽松政策。但是，新的日央行领导人在货币政策上边际转向以缓解日元和日本进口压力的概率是存在的。

因此，日元将在利差下继续承受贬值压力：首先，美联储加息见顶前，日央行如果在黑田东彦领导下继续坚持 YCC，那么大概率在巨大利差下继续贬值。其次，贸易差额对日本汇率的影响虽然偏长期且存在滞后，但目前也由于日元弱势而陷入严重逆差，出口在全球衰退预期下的小幅增长远不及高进口价格的影响，不利于日元企稳。最后，日元的避险属性在巨大的看空力量和利差面前有所弱化，利差交易也支持投资者通过卖空日元进行套利。在这些因素下，财务省的外汇干预是无法扭转日元弱势的。不过，如果美联储加息见顶后，日央行在新任行长领导下进行货币政策的边际转向，那么日元反转的机会值得关注。

日本 10 月份制造业 PMI 为 50.7，上月为 50.8，仍然处于扩张区间；10 月服务业 PMI 为 53.0，前值 52.2，连续两个月改善。日本制造业在弱日元、高进口价格和外需开始下行的冲击下出现一定边缘走弱，不过表现仍然较好。服务业和消费数据均出现了一定改善，这可能是日央行坚持 YCC、希望形成良性工资-物价循环并使核心通胀上行的重要动力；不过对比历史绝对值来看，消费总量并没有明显上行。10 月消费者信心指数下滑至 29.9，为 2020 年 8 月后的最低点，并未改善，未来消费的上行存疑。工资方面，日本 8 月各行业总收入同比增速为 1.60%，比上月的 1.51% 有所加快，但仍然慢于通胀增速，形成工资-物价循环的难度较大。

图 54：日本 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 55：日本消费者信心指数



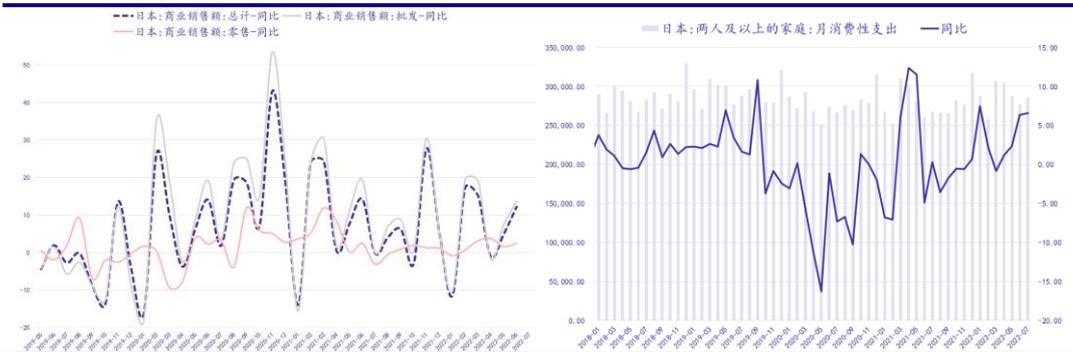
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

日本销售数据良好，9 月商业销售额总计同比增长 5.94%，环比增长 0.62%，批发贡献了主要增幅；零售方面，9 月同比增速为 4.48%，上个月为 4.07%，有所加快。日本两人以上家庭月消费性支出 8 月同比增长 8.75%，环比增长 1.63%，是今年第三次正向的环比增速。商业活动整体较好，零售温和上行，但日本稳定的零售消费增速还是反映了消费者习惯并没有改变，平稳仍是消费增速的常态。

从 CPI 增速来看，日本 9 月同比增长 3.0%，核心增速 3.1%，能源、食品、电力和天然气依旧是增长最快的项目。商品方面，服装温和上行，家具和家用器具增速加快；服务类整体增速更慢，房价、房租和教育价格几乎没有变化，医疗护理的同比和环比都出现负增长。涨价几乎都集中在能源品和食品中，所以消费支出的环比改善可能是被动性的，服务类支出实际并没有起色。

图 56：日本商业销售增速 (%)

图 57：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

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

工业方面,日本8月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长9.78%,上个月为5.78%,较高的增速受到去年同期低基数的影响;8月产能利用率指数走低至88.8,继续低于2021年以来的均值和历史趋势。工业生产的结构上,9月主要类别都出现了改善,只有钢铁持平。上升最明显的还是半导体和平板显示器制造设备,通用机械、日常工业机械、运输设备和电子通信设备都有上行,处于疫情后的正常水平。由于美国消费数据仍然较强,日元贬值严重,高端工业出口方面还有支撑,短期托举日本制造业,但进口成本增大了工业的压力。另外,中国经济复苏的疲弱以及美欧确定性较高的增速放缓甚至衰退都不利于日本制造业的外需,内需的平淡意味着未来工业的压力将继续加大,库存也在继续上行。

出口方面,日本9月份对中国、美国和欧盟出口同比增速(日元计价)分别为3.10%,14.82%和16.51%,环比也均出现改善。对中国的出口在6月大幅反弹后由于中国经济复苏偏缓而弱势运行,但中国仍是其最大出口对象;对美国和欧盟出口维持较高增速。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、机械和运输设备;其中,运输设备同比增速由于低基数大幅改善,美国较低水平的新车库存和车辆需求支撑日本的汽车出口。需要注意以美元计价的日本出口虽然10月同比增长28.94%,但是进口更是高达45.97%,贸易差额继续处于负值,这也增加了日元中期贬值的压力。

图 58: 采矿业和制造业指数

图 59: 日本出口金额增速 (%)



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 60: 日本经济数据概览

	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21
实际GDP (同比)		/	/	/	1.55	/	/	0.65	/	/	0.52	/	/	1.20
实际GDP (环比)		/	/	/	-2.18	/	/	-2.13	/	/	4.67	/	/	1.15
CPI (同比)		3.00	3.00	2.60	2.40	2.50	2.50	1.20	0.90	0.50	0.60	0.60	0.10	0.20
核心CPI (同比)		3.00	2.80	2.40	2.20	2.10	2.10	0.80	0.60	0.20	0.50	0.50	0.10	0.10
产能利用率指数 (同比)		/	5.84	-1.93	-4.40	-6.71	-6.63	-4.43	0.77	-2.87	3.73	6.70	-5.67	-6.08
工业生产指数: 制造和采矿业 (同比)		9.78	5.78	-2.00	-2.76	-3.12	-4.67	-1.65	0.54	-0.79	2.25	4.83	-4.33	-2.52
家庭月消费性支出 (同比)		/	5.10	3.40	3.50	-0.50	-1.70	-2.30	1.10	6.90	-0.20	-1.30	-0.60	-1.90
商业销售总额总计 (同比)		7.10	8.20	4.90	6.90	8.60	5.70	5.40	6.00	6.90	6.20	9.40	5.20	6.20
失业率		2.70	2.60	2.50	2.70	2.80	2.70	2.60	2.60	2.70	2.50	2.70	2.70	2.80
所有行业总收入 (同比)		/	1.70	1.32	2.02	1.14	1.35	2.05	1.20	1.13	-0.37	0.82	0.27	0.23

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 边际上行 经济弱势修复

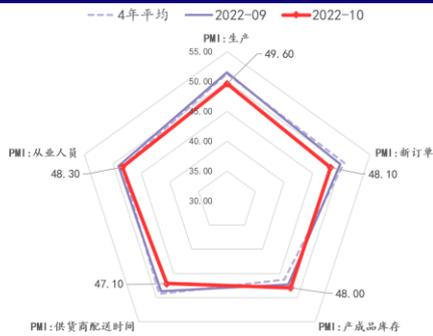
10 月份制造业 PMI 再次回到荣枯线以下, 回落幅度大于往年, 生产和需求双双回落, 库存小幅上行。PMI 走弱的原因除了上月基数因素外, 主要受节假日以及疫情“多点散发”导致封控的影响, 需求在本就偏弱的情况下受到压制, 带动生产进一步下滑。虽然政策在基建和保交楼方面对需求形成支撑, 经济整体还处于修复中, 但疫情的扰动在拖累开工的基础上持续冲击预期。库存偏高的情况下, 企业对需求改善程度缺乏信心, 采购弱化。总体上, 10 月制造业在疫情冲击和弱预期下走低, 经济恢复再次放缓, 与 7 月有相似之处; 从规律来看, 10 月的低基数使 11 月 PMI 环比改善的可能性增大, 受压制的生产也有概率回补。随着天气转冷, 疫情对经济恢复斜率的打击将持续, 对四季度增长预期不易过高; 在私人部门信心不足时, 稳增长政策还应发力。

10 月份制造业生产下行至 49.6 (-1.9), 新订单下行至 48.1 (-1.7), 新出口订单 47.6 (+0.6), 产成品库上升至 48.0 (+0.7)。9 月份生产幅度高于全国新订单 (+1.5), 节日、重要会议和疫情散发压制了内需和预期。10 月份仍属于国外假期备货季, 美国 PCE 数据反映部分耐用品消费短期韧性仍在, 因此外需略有改善, 但依旧处于下滑通道。

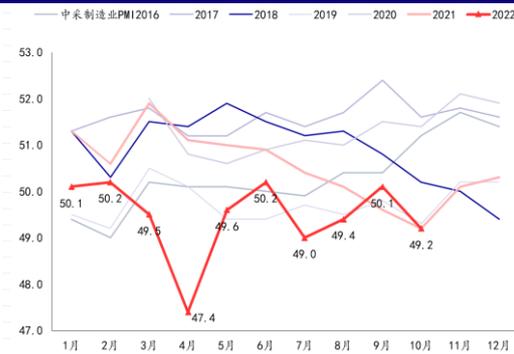
10 月份生产环比下行, 从景气区间跌落, 明显低于均值; 内需不振, 外需在 9 月下行后边际改善, 但不足以提供支撑。库存偏高, 企业预期较差, 对下月生产的恢复形成限制。9 月工业企业利润反映出生产改善和价格下行; 10 月 PMI 打破了生产改善的格局, 但价格在企业信心不足的情况下可能继续走低。PPI-CPI 的收窄使上游向下游回吐利润。大宗商品价格仍在震荡, 黑色和石油加工及炼焦产量下滑, 和高频数据反映出的相关产业低位运行符合。设备类整体略有回落; 除服装以外的消费品生产尚可, 计算机和汽车略有下滑, 医药继续大幅改善。

图 61: 中采制造业 PMI 变化 (%)

图 62: 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

新订单指数下行，出口回升。全国订单指数下行1.7至48.1，仍低于近年均值2.3，出口订单回升0.6至47.6，低于均值0.6。内需主要受到疫情和地产不振的影响；外需则因消费韧性和海外的能源问题有一定回暖，但下滑趋势不改。10月内需中景气度居前的有医药制造、非金属矿物制品、农副食品加工和有色金属，石油和炼焦业以及化纤塑料橡胶制品类较差。外需方面，农副食品加工、非金属矿物制品、医药制造和计算机通信电子订单较多，汽车和专用设备小幅改善。

10月配送时间指标下滑1.6至47.1，继续低于均值，其作为逆向指标的下行对PMI约有0.24个百分点的抬升，体现部分受配送放缓影响较大的行业实际产需情况更弱。疫情导致的封控对物流的阻力延续，导致配送时间延长，进而拖累需求、生产以及产成品库存去化，这一压力短期将继续存在。

产成品和原材料库存上升。10月产成品库存上升0.7至48.0，原材料指数上行0.1至47.7。9月库存在生产旺季、基建支撑和外需尚未显著走低的情况下回升，但10月份生产受限情况下的上行更多反映了需求不足和物流疲弱。产成品库存环比上行较多的有汽车、金属制品和医药制造，石油加工类仍在去库存。虽然此前大宗调整叠加经济偏弱造成的去库存有缓和，但企业预期和内外需的不振尚不能扭转去库存的格局，生产难以持续大幅改善，库存的变化还是取决于政策引导下国内消费、投资的恢复情况。

10月份购进价格和出厂价格回升，但明显低于往年同期均值；购进价格53.3(+2.0)，出厂价格48.7(+1.6)。价格上行幅度低于同期的原因还是需求和预期不足导致企业避免大幅增加采购，生产旺季下购进价格的短期景气可以保持，但大宗商品价格在衰退预期下还有下行空间，出厂价格不易维持，工业利润近期承压。

图 63: 各行业生产 (%)

图 64: 各行业新订单 (%)



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，10月PMI的再度下行仍是源于内需和企业信心不足。疫情从产需两端压制制造业和服务业恢复，对物流的扰动阻止企业去库存进程，地产不振和全球经济下行预期加大对原材料和中间品的压力，外需虽然短期边际改善但长期下行压力不减。11月在10月低基数以及部分受限产需的回补、消费和地产政策的持续支持下有望回升，但幅度取决于疫情和防控的发展。

9月提到的四类不确定性，包括疫情和防控政策、外需韧性持续的时间、房地产开始企稳的概率以及基建保持高增速的时间，对经济的影响依然存在。10月库存和原材料采购的量价状况反映出企业在诸多不确定性面前缺乏向好预期，内需的改善和企业情绪的转好还需要政策继续支持，货币和财政仍应作为，改善比黄金更重要的私人部门信心。在去年基数偏高、外需走弱、疫情扰动在冬季可能加大的背景下，对四季度的经济增速不宜期待过高，弱恢复的格局大概率持续。

(二) GDP：防控减弱，制造业继续恢复

3季度从整体来说经济温和回升，投资保持平稳、消费快速恢复、出口继续上行，工业生产快速走高，3季度已经从2季度较为严格的全国封控中恢复过来。从9月份的情况来看，工业生产仍然上行，投资保持平稳、消费再次下滑、出口小幅回落。总体来看，3季度整体经济恢复，但结构性的压力仍然比较大。

从供给层面来看，9月份生产秋高峰到来，9月份工业生产走高，环比增速也在平均增速之上。PMI显示订单回升速度有限，产成品库存上行。9月份的生产受到了黑色产业链和出口的双重支撑。黑色产业链中，钢铁、有色、煤炭等生产量上升较快，在基建平稳以及房地产下滑速度放缓的情况下，黑色产业链的景气度可能仍能维持。出口方面未来仍然有压力，虽然秋高峰表现较好，但出口订单减少给未来带来压力。上海出口集装箱指数快速下滑，我国出口景气度也逐步走低，未来工业要承受一定的压力。鉴于去年出口基数较低，工业生产在4季度仍然能维持较好的增速。

从需求方面来看，9月份社会零售总额再次回落。这是受到了疫情封控的影响，在疫情没有缓解之前，社会零售消费难言好转。固定资产投资方面，制造业投资平稳，基建投资高位回落，房地产投资下滑速度减缓。政策层面已经在支持企业设备更新和基建投资，预计两者仍然能保持增速。房地产虽然仍然弱势，但房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额弱势恢复。房地产风险仍然在资金链条上，现阶段房地产开发商资金较为紧张。

现阶段来看，经济应该仍然是弱势回升的态势，但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。央行短期内降息较为困难，货币大规模支持经济的可能性较小。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。

3季度GDP增速恢复，但仍然没有恢复到疫情前的水平，疫情仍然影响经济，9月份成都的大规模封控影响经济运行。2022年3季度GDP增长307,627亿元，实际同比增长3.9%，名义增长6.1%。

表 1: 2022 年经济运行数据

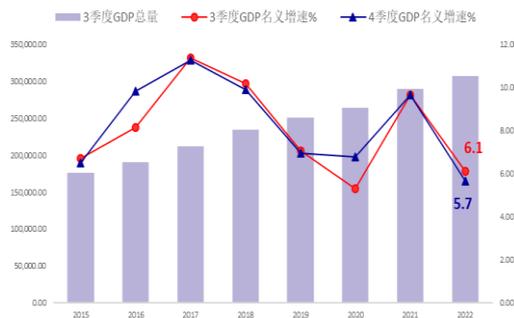
%	GDP	工业增加值	社会消费品零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
2022E	3.5	4.5	0.7	5.8	9.8	-8.5	8.0	10.0	2.1	4.5
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	8.1	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.0	10.4	-5.4	7.1	12.9	2.2	6.8
2022Q3	3.9	4.8	3.5	5.9	10.1	-8.0	8.6	10.2	2.7	2.5
2022Q4E	4.5	5.5	2.5	5.8	9.8	-8.5	8.0	8.9	2.5	-0.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3 季度, 规模以上工业增加值增长 4.8%, 房地产投资下行 8.0%, 基建投资增长 8.6%, 制造业投资增长了 10.1%, 全社会消费总额上行 3.5%, 出口总额增长了 10.2%。从数据中可以看到, 房地产投资和消费仍然较弱, 基建投资回升, 制造业投资相对平稳, 出口仍然保持高速增长。4 季度来看, 房地产投资低位震荡, 消费低迷, 基建投资和制造业投资平稳, 工业增加值增速上行。

图 65: 3 季度 GDP 实际增长 (%)

图 66: 3 季度 GDP 名义增长率 (%)



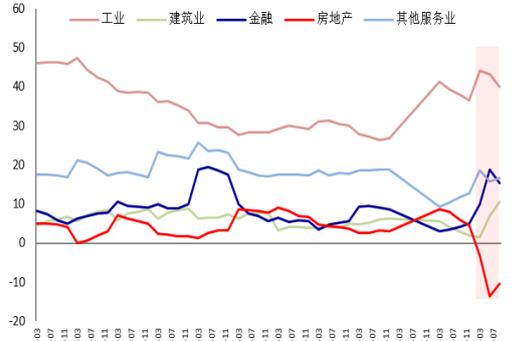
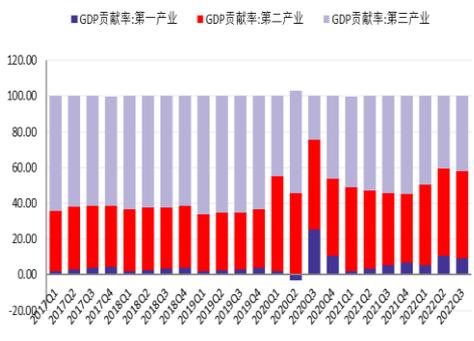
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从各部门对 GDP 的贡献来看, 第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计, 工业生产仍然保持在较好的位置上, 主要是出口拉动, 而房地产较为低迷, 疫情下交通、旅游、餐饮等较弱, 带来了第三产业的低迷

图 67: 三产对 GDP 的贡献 (%)

图 68: 各行业对经济贡献 (%)



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) 生产：生产秋季高峰到来，黑色和出口推动生产上行

9月份制造业生产快速，工业增加值同比继续恢复，环比上升幅度较大。9月开启了秋高峰的生产，黑色产业链和出口支撑了工业生产。财政和货币政策持续支持下基建保持稳定，房地产下跌速度减弱，黑色产业链表现较好。9月份出口产业链也出现回升，计算机整机的生产快速上行。但出口仍然长期承压：第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二、房地产受到压制，开工不足影响工业生产增速；第三、出口逐步走低，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。9月份开始基数水平较低，利好4季度同比增速，预计4季度工业生产在5%-6%左右。

9月份规模以上工业增加值同比增长6.3%，比8月份上行2.1个百分点，市场预期4.5%，环比回升0.84%。工业增加值同比快速上行，环比回升幅度较大。9月份采矿业增速回升，制造业增长继续上行，水电燃气生产增速回落。

我国工业生产回升，9月份疫情防控对生产的影响属于平稳：(1)采矿业生产回升，冬季到来带来煤炭行业的开工。采矿业生产增速录得7.2%，比8月份上行1.9个百分点；其中煤炭洗选业生产增速7.7%，比上月上行1.9个百分点；(2)天气影响消退，公用事业生产回落；(3)主要行业生产回升；16个制造业行业仅有汽车1个行业9月生产回落，其他15个行业生产上行。9月份汽车生产虽然回落，但仍然处于较高的位置，从8月份的30.5%回落至9月份的23.7%。汽车行业受到稳增长措施支持较多，汽车行业生产处于高位。(4)产业链相关行业生产有起伏。出口行业生产表现分化，计算机制造生产回升5.1个百分点，电气机械生产回升1.0个百分点，通用设备生产回升1.5个百分点；(5)9月受到低库存已经基建建设加速等影响，黑色金属冶炼上行11.9个百分点至10.6%，有色金属冶炼生产上行4.2个百分点至7.8%。

工业生产在9月份小幅回升，生产增速可能在下个月小幅回落。首先，9月份生产环比大幅上行，这有秋季开工的因素，4季度生产环比速度减弱。同时基数效应4季度小幅上行，可能小幅拉低生产增速。其次，9月份的补库存需要后续的订单增加才能持续，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，房地产恢复速度有限，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，贡献可能低于上半年。

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。海外“衰退”时间不确定，工业生产仍然承压。

3季度生产恢复至正常水平，稳增长的措施效果在3季度显现，4季度生产保持在5%-6%左右。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 69：工业增加值同比增速回升 (%)

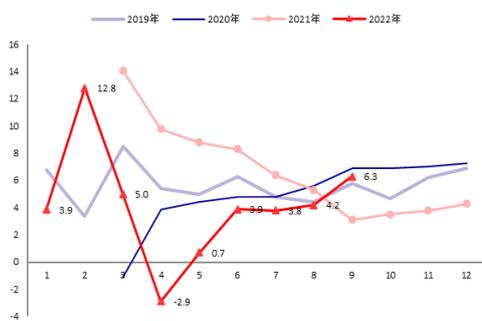
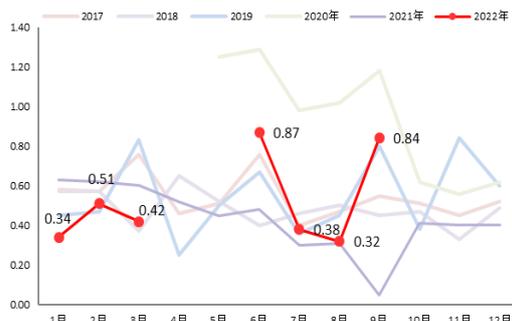
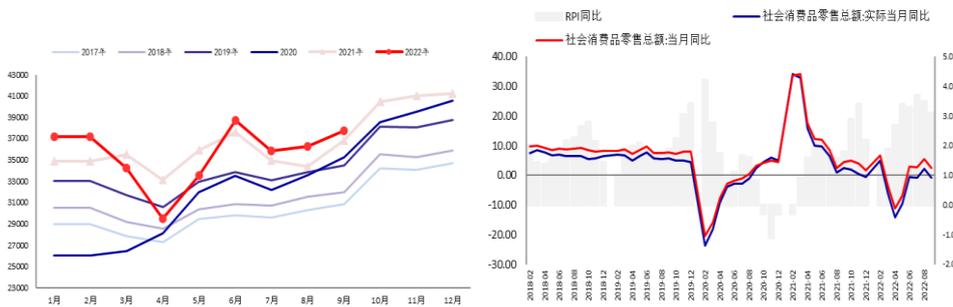


图 70：工业增加值环比增速 (%)





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

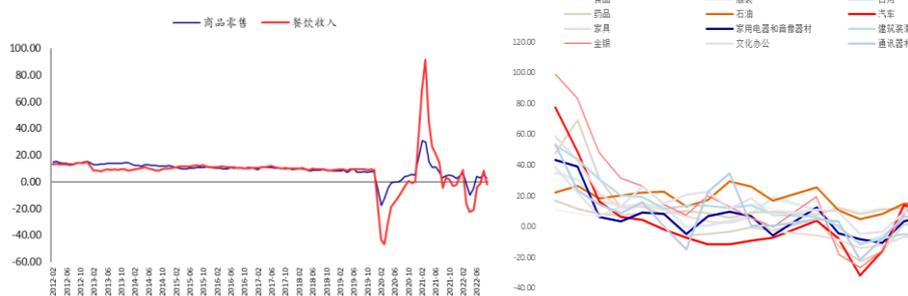
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

9 月份商品零售小幅回落, 餐饮收入快速下行。新冠疫情控制对餐饮消费压力较强, 商品销售也同样受到影响。9 月份餐饮消费增速-1.7%, 商品消费 3.0%。

9 月份各行业消费增速分化: (1) 汽车和石油制品消费仍然处于首位。汽车消费增速稍有下行, 但仍然较为强势, 汽车消费刺激效果在逐步耗尽。9 月份汽车消费增速录得 14.2%, 比 8 月份下行 1.7 个百分点。石油价格稍有下行, 石油和石油制品消费增速 10.2%, 比上月下行 6.9 个百分点; (2) 居民食品和药品消费增速小幅, 增速仍然属于正常水平。(3) 消费升级产品分化, 金银珠宝和服装鞋帽消费回落, 通讯器材消费回升, 房地产相关的家具和建筑装潢材料消费仍然负增长。

图 75: 商品和餐饮零售销售增速 (%)

图 76: 2022 年 9 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, 1-9 月份社会消费零售总额仅有微弱增长。9 月份消费增速再次回落, 4 季度消费并不乐观。商品消费回落, 餐饮消费再次负增长, 汽车消费强劲稍有褪色。9 月份汽车消费单月达到 4213 亿元, 仍然属于较快的增长。

十一期间消费并不理想, 预计 4 季度消费增速回落至 2.5% 左右, 全年消费增速预计 0.7% 左右。

2、投资：制造业高位平稳支持投资，房地产下滑速度减缓

2022 年 1-9 月固定资产投资缓慢回升, 其中制造业投资增速高位平稳, 基建投资高位下滑, 房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位, 10 月份央行新增设备更新类便利工具, 鼓励工业企业设备更新, 预计制造业投资未来 1 个季度均会维持高位。基建投资受益于政府投资, 4 季度预计 2023 年度财政资金提前发放, 基建投资仍然能维持高位。房地产投资继续下滑, 但下滑速度减缓。房地产销售下滑速度减缓, 房地产新开工和施工小幅回升, 房地

产开放商拿地有小幅恢复。9月-10月对于房地产行业的支持政策继续出台，房地产行业仍然处于出清过程，房地产商资金仍然紧张，房地产行业陷入低谷。但房地产行业再次大幅下行并未出现，整体行业在底部震荡，预计2023年基数影响下房地产行业止跌。

2022年1-9月份，固定资产投资额421,412亿元，同比增长5.9%，略低于市场预期。民间固定资产投资232,043亿元，同比增长2.0%。从环比看，9月份固定资产投资增长0.53%。9月份固定资产投资增速继续小幅回升，房地产投资跌幅稍有减缓，基建投资高位回落，制造业投资上行。

制造业投资处于高位，9月份单月制造业投资额2.84万亿，增速10.6%，制造业投资与上月基本持平。基建投资稍有回落，9月份基建投资增加额1.65万亿，单月基建投资增速录得10.5%，基建投资增速持续上行。房地产投资下滑速度减缓，9月投资额1.27万亿，当月投资增速-12.1%，比8月份的-13.8%下滑速度减缓。

1-9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44.0%，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28.2%，基建下半年会保持平稳。

图 77：固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 78：三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

1、房地产继续回落，拐点仍然需要等待

2022年1-9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3季度的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，2022年对房地产商资金打击最重要的仍然是定金、预付款和个人按揭贷款的下降，9月份我国商品房销售稍有回升，但仍然没有恢复至往年水平。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。9月份房地产开工低位回升，并没有太多改善。

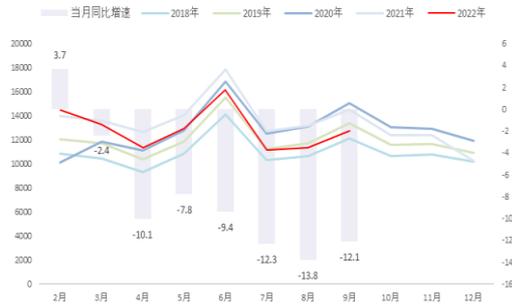
2022年1-9月份房地产投资额103,559亿元，比去年同期下降了8.0%。房地产单月投资负增长，9月商品房销售低位回升，房地产投资继续下滑。房地产行业仍然处于风险出清中，房地产放松针对需求端，也有政策资金对于停工项目的推动，整体房地产弱势中稍有回稳。金融系统对于房地产供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 79：100大中城市土地成交 (%)

图 80：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



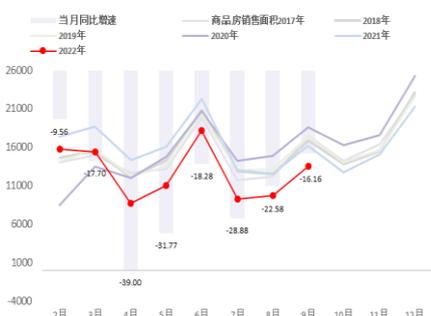
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看,新屋开工、施工和竣工1-9月份仍然负增长,新开工、施工稍有回升,竣工回升小幅下滑。9月份,新增房地产新开工面积0.97亿平方米,比去年同期的1.74亿平方米下滑45.1%;竣工面积4,017万平方米,下滑5.9%;施工面积比去年同期回落43.3%至1.02亿平方米。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9月份单月稍有回升。从土地流转来看,9月份100大中城市土地成交面积增速下行10.3%,比上月上行2.9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。

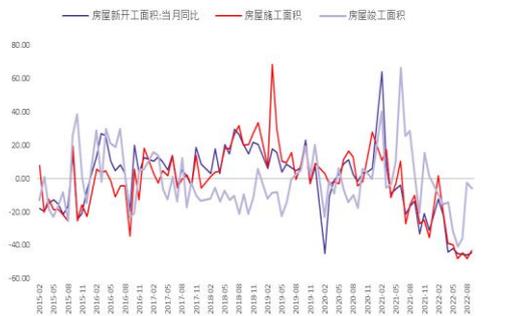
从销售端来看,商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。9月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-16.2%和-14.2%,商品房销售仍然处于负增长,消费者对未来的悲观预期没有扭转,整体房地产销售因为疫情防控和收入减少的原因处于低迷状态。

图 81: 商品房单月销售面积跌幅收窄 (%)

图 82: 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1-9月份房地产到位资金增速-24.5%,其中来自国内贷款的资金增速为-27.2%,来自定金及预收款资金增长-34.1%,来自个人按揭贷款资金增长-23.7%。9月份定金预付款占到位资金的32.7%,比例继续上行。开发商自筹资金难度加大,9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9、10月份继续放松,央行对于公积金贷款放松、财政部对商品房改善性需求减税、证监会允许少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。但是房地产商的红三条限制仍然存在,房地产自身的金融监管限制仍然存在,房地产政策的全局性的变化并没有出现。疫情防控的冲击仍然存在,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,见效较为缓慢而且需要时间。

9月份房地产投资完成额负增长,商品房销售好转有限,开发商拿地稍有回升,新房开工下滑止步,仍然处于较弱的位置。对房地产的放松政策仍然本着因城施策、小步慢走的态势。

2022年预计房地产投资完成额14万亿左右，房地产开发面积在12亿平方米，投资增速负增长。

图 83: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 84: 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

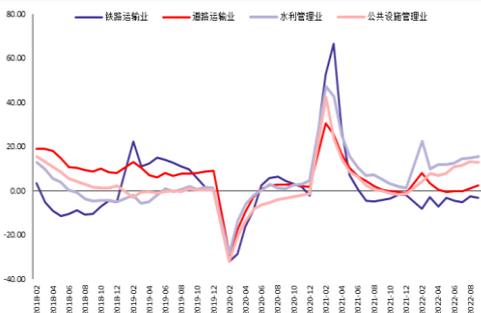
2、基础设施投资上行

基础设施投资速度小幅回落,1-9月份投资增速达到8.6%。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步推进。预计进入11月份,2023年额度可以提前下发,基建投资增速可以保持。

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。1-9月份政府债券净融资额达到5.9万亿,速度较快。

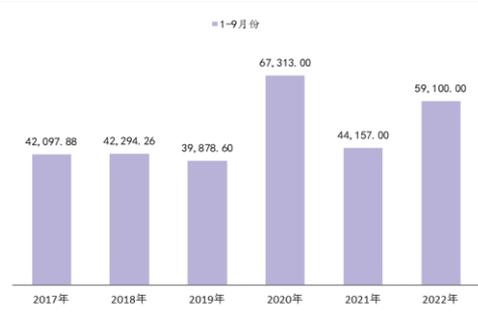
鉴于地方政府投资动作加快,公共设施、水利管理建设动作加快,这两项投资在4季度持续。下半年基建投资预计稳定在8%左右。

图 85: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 86: 政府债券融资进度 (亿)



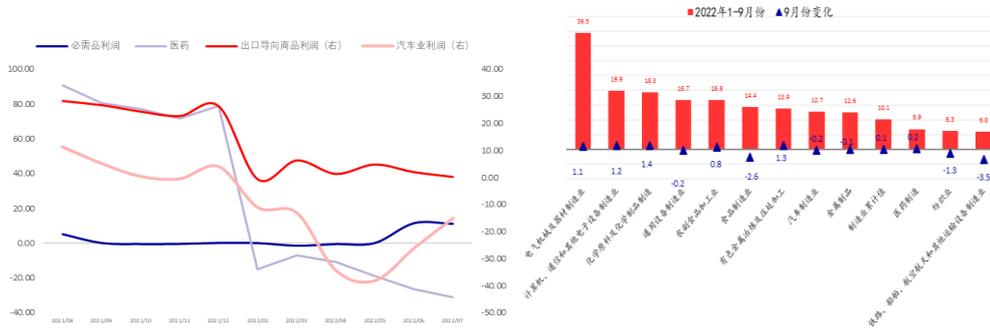
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资高位平稳

制造业投资高位平稳,对于工业企业设备更新的刺激政策出台,未来1个季度制造业投资可能平稳。PPI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、新订单等因素影响回落,但央行对于设备类更新的支持会带动制造业投资的增长。1-9月份制造业投资增速10.1%,比1-8月份上行0.1个百分点。1-9月份电气机械及器材制造业、计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品、农副产品投资上行更快。9月份投资回落的行业与上行行业基本持平,制造业投资高位需要政策的支持。

图 87: 企业利润持续回落 (%)

图 88: 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

(五) 通胀: 核心 CPI 仍然低迷

1、CPI: 基数拉低通胀

全国居民消费价格同比增速 (CPI) 环比回升, 核心 CPI 平稳, 10 月份 CPI 同比回落。10 月份 CPI 同比增速 2.1%, 比 9 月份下行 0.7 个百分点。10 月份 CPI 环比小幅上行; 其中食品价格环比上行 0.1%, 非食品价格平稳。核心 CPI 同比增速 0.6%, 环比上行 0.1%。

图 89: CPI 同比下滑 (%)

图 90: 基数影响加大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

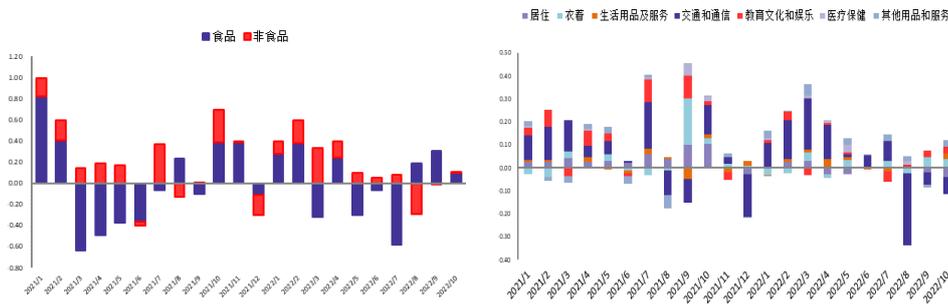
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.0%, 比上个月回落 0.5 个百分点, 基数下降是本月通胀下降的主要原因。通胀环比上行, 食品价格小幅上行, 非食品价格平稳。10 月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的: (1) 食品方面, 蔬菜价格 10 月份下行 4.5%, 蔬菜平均价格回落; 10 份猪肉价格上行 9.4%, 猪肉价格重新走高, 供给仍然紧张; 其他食品方面, 水产品、水果价格下行, 鸡蛋价格回升; (2) 非食品价格方面, 原油价格走低, 交通工具用燃料价格下行 1.1%, 而旅游、家用器具、服装以及其他用品服务价格均上行。

从食品价格来看, 猪肉供给受阻, 继续带动猪肉价格上行, 猪肉消费旺季到来, 预计春节前仍然上涨。蔬菜价格回落, 天气因素好转, 冬菜陆续上市压低蔬菜价格。

从非食品价格来看, 除车用燃料外, 其他商品和服务类价格均出现小幅上行。服装价格季节性走高, 持续性不强。原油价格下行, 车用燃料价格跟随下跌。

图 91: 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

10 月份 CPI 环比小幅上行，食品价格带动了 CPI 走高。10 月份蔬菜、水果、水产品价格下行，猪肉、粮油、鸡蛋价格上行。10 月份蔬菜价格下行有冬菜上市的影响，10 月份猪肉价格涨幅仍然较大，猪肉价格未来可能高位震荡。10 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求走弱使得原油价格处于回落状态。10 月份核心 CPI 环比小幅上行，但终端需求仍然较为疲软。

11 月份翘尾水平回落至 1.7%。食品价格方面，11 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 11 月份蔬菜价格小幅回落。非食品价格方面，燃料价格预计上行，旅游价格回落，其他价格平稳。11 月份预计 CPI 环比小幅上行。

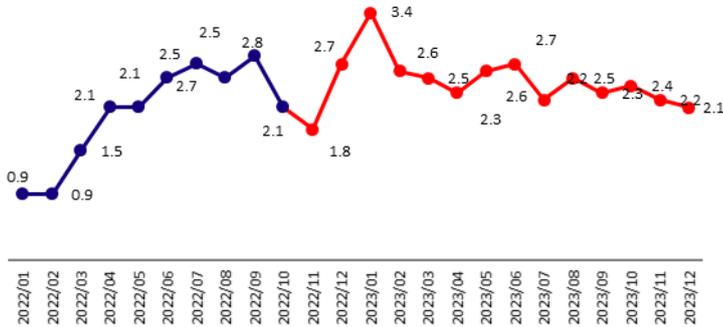
全年通胀预期平稳，通胀水平预计在 2.1% 左右：(1) 疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；(2) 猪肉的供给和需求已经显现，猪肉价格快速走高，价格涨幅已经到达平衡区域；(3) 蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在 4 季度回落。

2023 年通胀水平比 2022 年上行，上半年幅度高于下半年：(1) 2023 年基数水平高于 2022 年；(2) 封控的好转会到来需求水平的上行，而部分行业在封控状态下低水平运行，供给的增加会弱于需求，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业；(3) 猪肉价格会在 2023 年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于 2022 年；(4) 原油价格充满不确定性，但是 2023 年上半年可能维持高位。2022 年 CPI 预计在 2.1% 左右，2023 年 2.5% 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。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。美联储收紧停滞，央行货币政策的掣肘减弱，反而利于更宽松的货币政策出台。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 92：2022-2023 年 CPI 预测 (%)

CPI预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、PPI: PPI 受基数影响继续下滑, 下游出厂价格上行

工业生产者价格 (PPI) 同比下跌, 环比上行, 生产资料环比小幅上行。10 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-1.3%, 环比下行 0.2%, 1-10 月份 PPI 同比水平 5.2%。上游能源和下游出厂价格回升, PPI 环比回升。

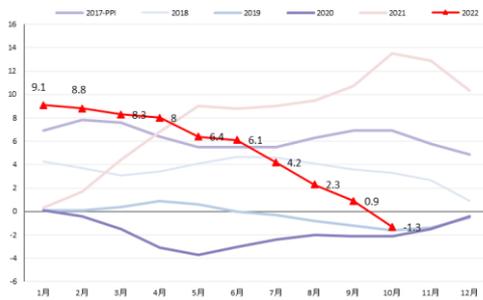
10 月份 PPI 环比上行: (1) 国际原油受到供给影响, 价格有所回升, 但仍然没有传递至出厂价格; 布伦特和 WTI 原油期货价格月份分别上行 3.4% 和 3.6%; 石油和天然气开采业价格下跌 2.2%, 石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 0.6%, 化学原料和化学制品价格上行 0.4%; (2) 煤炭期货价格回升, 出厂价格继续走高。煤炭开采和洗选业价格上行 3.0%。10 月份焦煤期货价格上行 3.6%, 焦炭价格上行 1.6%。下游投资继续疲软, 钢材、水泥等行业需求相对较弱, 黑色金属采矿业下降 1.4%, 黑色金属冶炼和压延加工和有色金属延压业价格分别下降 0.4% 和 0.1%; (3) 下游价格分化。医药制造业价格上行 0.1%, 纺织下滑 0.4%, 汽车下滑 0.1%, 食品制造业上行 0.3%, 农副食品加工价格上行 1.4%。

PPI 基数水平 2023 年回落, PPI 同比可能在 0.2% 左右: (1) 2022 年的基数水平较高, 拉低了全年 PPI; (2) 2023 年受到需求回落的影响, 能源价格随之回落会带动 PPI 下滑; (3) 下游开工稍有好转, 黑色系产品价格有所回升; (4) 国内需求回升, 带动终端产品价格小幅上行。

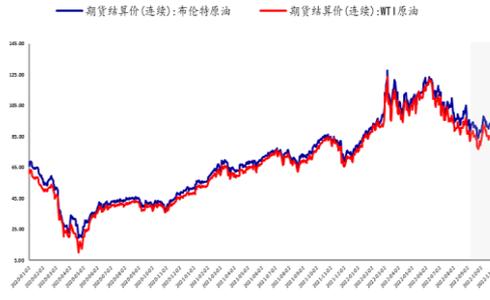
预计 11 月份 PPI 环比小幅上行, 11 月份 PPI 水平在 -1.1% 左右。2022 年 PPI 全年预计在 4.3% 左右, 受到基数影响, 2023 年 PPI 预计在 0.2% 左右。

图 93: 9 月份 PPI 同比回落 (%)

图 94: 原油期货价格 (美元/桶)



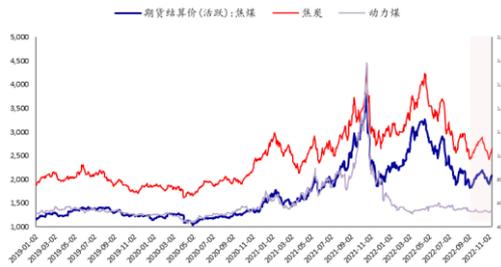
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



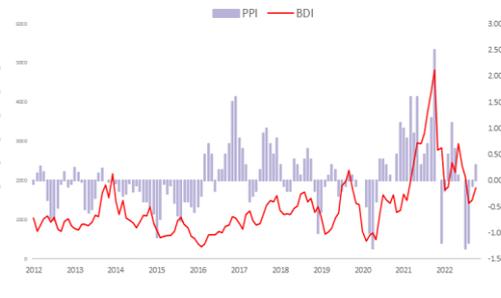
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 95: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 96: 物流指数回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



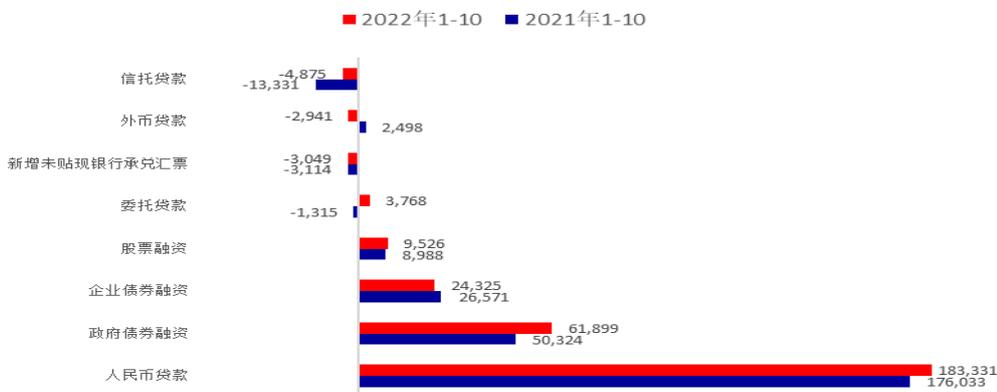
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、金融：社融总量继续回升 宽松持续

(一) 社会融资回落

2022年10月份社会融资规模0.90万亿，预期1.6万亿，同比减少7,097亿。10月份新增贷款6,152亿，预期8,000亿。1-10月份社融增速下滑，影子银行增速回落，政府债券发行处于低位，企业债券发行回升。

图 97: 1-10 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

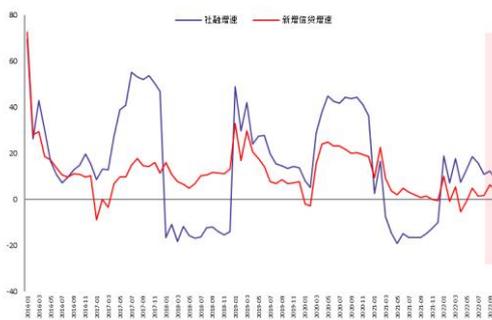
1-10 月份社融同比下滑的主要原因在于人民币贷款、银行承兑汇票以及政府融资的走低。1-10 月份社会融资总额 28.7 万亿,比去年同期上行 8.8%,新增信贷 18.3 万亿,同比上行 4.1%。1-10 月份政府债券融资达到 6.18 万亿,同比增长 23.0%;企业债券融资 2.43 万亿。

10 月份社融总体数量环比下行,贷款比 9 月份大幅回落,主要是居民和企业短贷,银行承兑汇票回落,企业债券融资上行。对比 9 月份情况来看,实体经济仍然显得较为弱势,融资需求回落:(1) 9 月份的贷款一定程度上占用了 10 月份的额度;(2) 企业贷款意愿不强,加上 10 月份缴税,企业资金继续下滑;(3) 居民消费意愿低迷;(4) 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和基建资金下放,企业长债融资继续上行。

10 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,1-10 月份的政府债券融资仍然大幅增长。

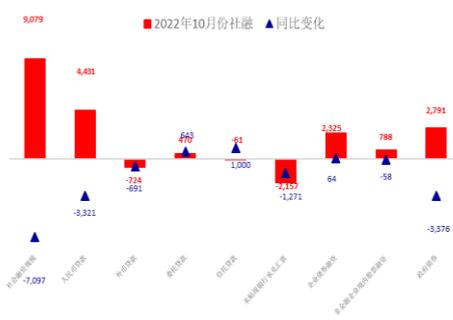
整体来说社会融资超预期下行是经济持续走弱的表现,我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷全年的增长。10 月份社融总量下滑下,企业中长期贷款仍然上行,政策层面以及金融机构对于经济的支持仍然在发挥作用,而下游需求低迷的情况需要政策进一步的放松和支持。

图 98: 社融增速下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 99: 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

10 月份新增贷款规模大幅下行,经济仍然弱势。贷款总体水平已经超出去年,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 32 万亿,即社融存量同比增速约在 10.4%左右,那么新增社融全年增速约在 8.0%左右。

图 100: 企业债融资持续弱势 (%)



图 101: 影子银行贷款增速下滑 (%)



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) 货币市场利率处于低位, 资金进入实体仍然有困难

10 月份市场资金宽松, 货币市场利率比 9 月份上行, 货币市场利率从最低点回升, 金融环境宽松中稍有恶化。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。

10 月份央行保持稳定, 经过 8 月份降息后, 市场利率处于低位。货币市场宽松, 宽信用宽货币基本明确, 央行支持经济增长的态度不变。由于实体经济不振, 货币市场的低利率持续。但央行着力控制货币市场的空转和套利, 希望引导资金进入实体经济。

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。预计央行的宽松态度会持续至 2023 年 3 季度。

图 102: SHIBOR 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 103: 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。

新冠疫情再次爆发的风险

新冠疫情出现变种再次爆发的话, 中国封控处于不确定状态, 物流、生产、消费持续受到影响。

通胀不受控制的风险

由于供给和需求的不匹配已经带来了通胀的上行, 如果疫情不能好转, 那么供给和需求之间的矛盾会加深。一旦需求稍有好转, 通胀会迅速上行。

图表目录

图 1: CPI 分项变化 (%)	3
图 2: 美国 5 年期通胀预期 (%)	3
图 3: 11 月前 10 天主要国家汇率变化 (%)	4
图 4: 人民币汇率变化 (%)	4
图 5: 全国主要城市地铁客运量	4
图 6: 30 大中城市商品房成交套数 (万)	4
图 7: 每月新增贷款 (亿)	5
图 8: 每月居民新增贷款 (亿元)	5
图 9: 三季度 GDP 主要靠出口与消费支撑 (%)	6
图 10: 住宅投资大幅下滑, 带动投资负增长 (%)	6
图 11: 商品类零售放缓速度较快 (%)	7
图 12: 消费不振下库存高位, 企业开始主动去库存 (%)	7
图 13: 新屋库销比处于历史高位 (%)	8
图 14: 先行指标预示房价大幅下行 (%)	8
图 15: 美国三季度 GDP 初值 (%)	8
图 16: 劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题	9
图 17: 信贷仍在支持消费 (%)	9
图 18: 长期通胀预期较为稳定 (%)	10
图 19: 高利率率先打击房地产部门 (%)	10
图 20: 联邦基金利率路径展望 (%)	10
图 21: CME 加息预期上行 (%)	10
图 22: 美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)	11
图 23: 银行在美联储准备金持续下滑 (%)	11
图 24: ISM 制造业 PMI (%)	13
图 25: ISM 非制造业 PMI (%)	13
图 26: 零售环比动能放缓 (%)	14
图 27: 消费信贷增速依然不低 (%)	14
图 28: 美国零售额环比下滑 (%)	14
图 29: 密歇根大学消费者信心指数 (%)	14
图 30: 商场和建材库存偏高 (%)	14
图 31: 咨商会消费者信心指数 (%)	14
图 32: 新增私人非农就业构成 (千人)	15
图 33: 各行业新增就业人数变化 (千人)	15
图 34: 非农就业和时薪情况 (千人)	16
图 35: 亚特兰大联储-工资增速追踪 (千人)	16
图 36: 美国新建住房和成屋销售	17
图 37: 美国新屋开工 (千套)	17
图 38: 9 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)	18

图 39: 9 月 PCE 同比主要拉动项拆分 (%)	18
图 40: 个人消费支出折年率环比变化 (%)	18
图 41: PPI 同比增速 (%)	18
图 42: 美国经济数据概览	18
图 43: 欧央行 2011 年来首次加息	20
图 44: 欧元区核心通胀更低, 但增速尚未走弱 (%)	20
图 45: 欧元区国家 PMI (%)	20
图 46: 欧元区消费者信心指数 (%)	20
图 47: 欧元区零售销售 (%)	21
图 48: 欧元区 CPI 增速 (%)	21
图 49: 意大利与德国 10 年国债利差 (%)	21
图 50: 德债和法债收益率 (%)	21
图 51: 欧洲储气总水平接近上限 (百万立方米)	22
图 52: 欧洲和英国天然气进口量 (百万立方米)	22
图 53: 欧元区经济数据概览	22
图 54: 日本 PMI (%)	23
图 55: 日本消费者信心指数	23
图 56: 日本商业销售增速 (%)	23
图 57: 日本两人以上家庭月消费支出	23
图 58: 采矿业和制造业指数	24
图 59: 日本出口金额增速 (%)	24
图 60: 日本经济数据概览	24
图 61: 中采制造业 PMI 变化 (%)	25
图 62: PMI 季节性表现 (%)	25
图 63: 各行业生产 (%)	26
图 64: 各行业新订单 (%)	26
图 65: 3 季度 GDP 实际增长 (%)	28
图 66: 3 季度 GDP 名义增长率 (%)	28
图 67: 三产对 GDP 的贡献 (%)	28
图 68: 各行业对经济贡献 (%)	28
图 69: 工业增加值同比增速回升 (%)	29
图 70: 工业增加值环比增速 (%)	29
图 71: 主要行业生产当月同比增速 (%)	30
图 72: 9 月份主要工业品产量变化 (%)	30
图 73: 2022 年 9 月消费额回落 (%)	30
图 74: 实际消费再次负增长 (%)	30
图 75: 商品和餐饮零售销售增速 (%)	31
图 76: 2022 年 9 月份商品消费情况 (%)	31
图 77: 固定资产投资增速 (%)	32
图 78: 三大产业单月投资增速 (%)	32
图 79: 100 大中城市土地成交 (%)	32
图 80: 房地产单月开发投资面积 (万平方米)	32

图 81: 商品房单月销售面积跌幅收窄 (%)	33
图 82: 房屋竣工面积回升 (%)	33
图 83: 房地产到位资金增速 (%)	34
图 84: 房地产资金来源占比 (%)	34
图 85: 基础设施投资各行业增速 (%)	34
图 86: 政府债券融资进度 (亿)	34
图 87: 企业利润持续回落 (%)	34
图 88: 制造业各行业累计投资增速 (%)	34
图 89: CPI 同比下滑 (%)	35
图 90: 基数影响加大 (%)	35
图 91: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)	35
图 92: 2022-2023 年 CPI 预测 (%)	36
图 93: 9 月份 PPI 同比回落 (%)	37
图 94: 原油期货价格 (美元/桶)	37
图 95: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	38
图 96: 物流指数回升 (%)	38
图 97: 1-10 月份社会融资总量 (亿)	38
图 98: 社融增速下行 (%)	38
图 99: 社融各部门变化 (亿元)	39
图 100: 企业债融资持续弱势 (%)	39
图 101: 影子银行贷款增速下滑 (%)	39
图 102: SHIBOR 利率 (%)	40
图 103: 银行间质押回购利率 (%)	40

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