



服务业重启缓冲经济，海外预防性加息打断利率下行

——海内外宏观跟踪报告

经济数据

利率 10Y	2.9%
美利率 10Y	3.49%

- 2008年之后，每一轮最显性的因素都是低利率、低通胀带来资产价格的上涨，隐性因素是经济潜在增长率放缓下的一轮供给的库存周期。去年美国开启的快且迅速的加息，最近日本YCC的区间放宽，是不是可以理解成，为了应对可能的经济衰退，提前做好政策的准备。2008年以来低利率带来资产价格上涨的一贯思路受到挑战，是权益承受压力的阶段。
- 中国是经济中恢复最早的，但是地产部分，没办法收紧，出口方面强劲的时候没有收紧出空间，所以利率在这个周期最高也就是3.3%，最低2.5%。地产部分也就是整个煤炭产业链，完全是可以自主控制的，因此物价控制的好，货币也就没有被动收紧的压力。导致下行周期到来时，出口回落，海外加息，货币政策体验了一次极端的压力。
- 就能得出当前两个结论：国内汇率股债相对指标运行到极值，并不必然带来权益上涨；不应该对国内货币政策持有特别大的期待，货币难以预防性加息，但至少在美联储加息停止前，是不会轻易降息的。
- 服务业的重启对经济有缓冲，权益的反弹可能缺少货币的助力，会相对温和。中国的服务业不能做到完全自主可控，除去与煤炭、人相关的，与原油相关的，会给价格带来上涨的压力。货币空间是逐渐打开的，2022年11月货币最大的压力已经过去。但是目前海外预防性加息和价格的压力会打断利率的下行。
- 风险点：海外通胀超预期，货币收紧超预期

研究员	徐静雅
投资咨询证书	S0620518010002
电话	(025) 5851 9178
邮箱	jyxu@njzq.com.cn

今年以来，主要就政策这一点想了一下，结论是：经济不好的放在前面，后面库存低位货币更好的运用，当前权益温和反弹，利率下行被打断。

2008年之后，每一轮最显性的因素都是低利率、低通胀带来资产价格的上涨，隐性因素是经济潜在增长率放缓下的一轮轮供给的库存周期。去年美国开启的快且迅速的加息，最近日本YCC的区间放宽，是不是可以理解成，为了应对可能的经济衰退，提前做好政策的准备，尤其是美联储2022年以来的转向，并不是通胀攀升至高峰，而是通胀逐渐见顶，开始剧烈加息。那当前经济收敛加上加息收紧，为后续刺激需求储备空间。观察海外预防性加息，2008年以来低利率带来资产价格上涨的一贯思路受到挑战，是权益承受压力的阶段，尤其是纳指。主要国家经济都已经回到2019年水平。为应付可能的衰退，已经积累了可观的政策空间。

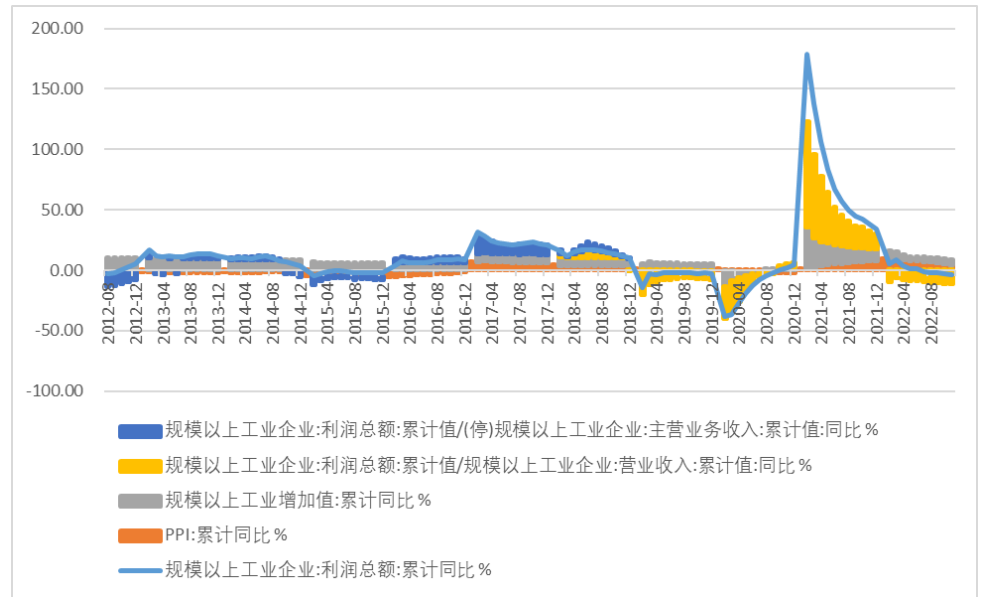
中国是经济中恢复最早的，但是地产部分，没办法收紧，出口方面强劲的时候没有收紧出空间，所以利率在这个周期最高也就是3.3%，最低2.5%。地产部分也就是整个煤炭产业链，完全是可以自主控制的，因此物价控制的好，货币也就没有被动收紧的压力。导致下行周期到来时，出口回落，海外加息，货币政策体验了一次极端的压力。今年，货币的空间相对海外上下空间是狭窄的，所以经济下行时，地产相关的信用扩张比较有限。只能被动的选择降准调节和疫情防控优化。因为利率一直低位，出口强劲时没有调节出空间，所以中国很多相对指标，比如股债、汇率运行到一个极值。这些其实就是货币没有收放的体现。

中国这一轮周期权益上涨不及美国，下跌幅度近似美国，一定程度上是有经济的贡献在里面，才使调整能够和美国持平。就能得出当前两个结论：国内汇率股债相对指标运行到极值，并不必然带来权益上涨；不应该对国内货币政策持有特别大的期待，货币难以预防性加息，但至少在美国加息停止前，是不会轻易降息的。

这样出发，还是取决于经济的底部，经济的底部要看欧美放缓的平稳化。服务业的重启对经济有缓冲，权益的反弹可能缺少货币的助力，会相对温和。

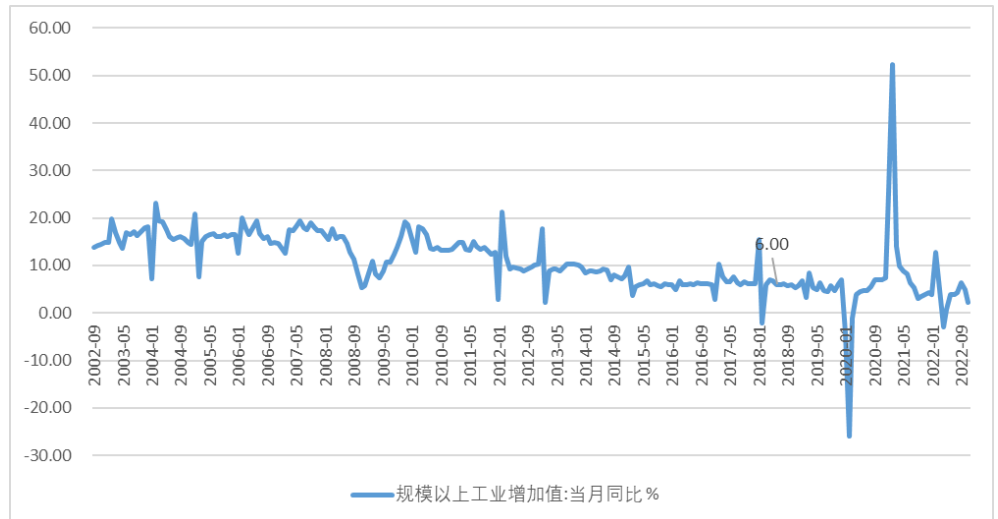
中国的服务业不能做到完全自主可控，除去与煤炭、人相关的，与原油相关的，会给价格带来上涨的压力。原油当前80左右，大致相当2018年末的水平，货币还是受限。货币空间是逐渐打开的，2022年11月货币最大的压力已经过去。但是目前海外预防性加息和价格的压力会打断利率的下行。

图1、工业企业利润



数据来源：同花顺

图2、工业增加值



数据来源：同花顺

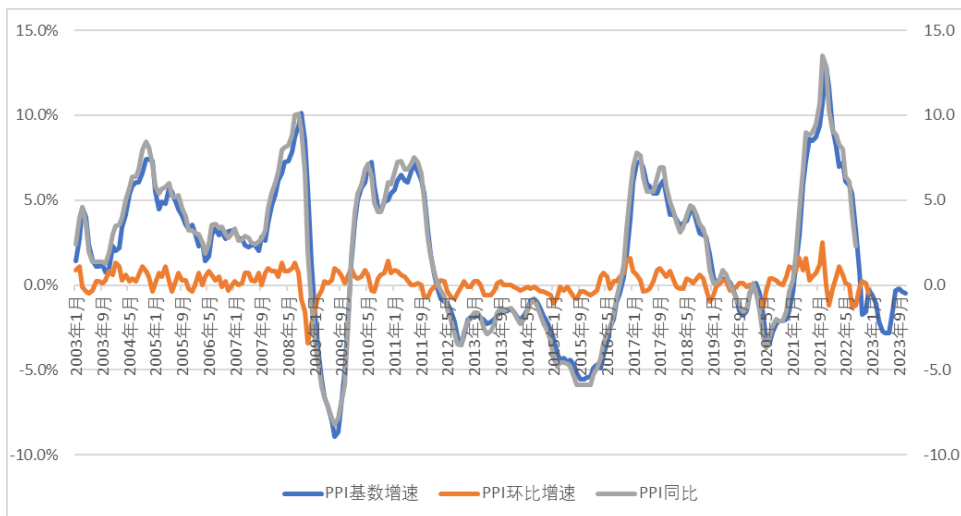
表1、工业增加值高频数据

指标名称	单位	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
制造业增加值	亿元		4860	4760	4960	5150	4980	5280	5280	4970	4440	4950	5040	5090
全社会用电量:工业用电量:当月值	亿千瓦时		4709.00	4650.00	4597.00	5007.00	5032.00	4864.00	4679.00	4395.00	4713.00	3693.00	4564.00	
全社会用电量:工业用电量:当月同比%	%		-0.90	3.20	3.60	3.70	-0.10	0.80	-0.40	-3.20	2.10	14.70	-2.60	
煤炭日均耗煤量:六大发电集团:总计:月:平均值	万吨	81.38	81.19	73.57	79.94	85.31	80.08	82.46	77.52	71.02	67.89	71.59	75.05	80.33
煤炭日均耗煤量:六大发电集团:总计:月:平均值:同比%	%	-2.11	-1.24	-3.27	12.48	12.88	15.23	8.19	3.37	-1.12	-1.41	4.73	45.74	15.75
煤炭库存可用天数:六大发电集团:总计:月:平均值	天	1464	1459	1727	1617	1428	1254	1208	1443	1568	1637	1510	1496	1374
煤炭库存可用天数:六大发电集团:总计:月:平均值:同比%	%	1.72	2.03	12.25	19.34	3.95	-4.29	-15.47	-11.66	-3.57	-18.88	-24.07	-22.51	-9.77
螺纹钢产量:当月值	万吨	6.57	6.17	41.196	41.533	41.243	40.680	41.005	40.757	42.270	41.743	42.500	36.706	41.216
螺纹钢产量:当月同比%	%		-1.60	3.30	9.10	3.00	12.30	7.40	6.00	9.50	8.10	-1.50	1.20	
大钢铁:大钢铁:货物:运输量:当月值	万吨	3.608	3.290	1.889	3.625	3.599	3.774	3.785	3.383	3.357	3.389	3.100	3.400	
大钢铁:大钢铁:货物:运输量:当月同比%	%	8.87	-39.99	-43.12	4.74	0.76	2.02	12.11	-8.96	9.38	8.00	-10.01	8.22	
大钢铁:大钢铁:货物:运输量:累计值	万吨	39.678	36.072	33.783	31.940	28.289	24.690	20.916	17.120	13.740	10.392	6.505	3.400	
大钢铁:大钢铁:货物:运输量:累计同比%	%		-5.43	-1.59	2.93	2.56	34	0.00	2.73	3.54	-3.38	-9.10	3.72	
金融机构中长期贷款余额	亿元		1,401,104.54	1,397,634.90	1,392,679.72	1,375,674.17	1,365,664.05	1,360,719.87	1,342,025.41	1,335,406.98	1,333,069.10	1,315,922.58	1,311,339.03	
金融机构中长期贷款余额:当月值	亿元		10.21	10.26	10.45	10.10	10.18	10.53	10.22	10.67	11.55	11.93	13.00	
金融机构人民币存款:中长期存款:当月值	亿元		9,469.84	4,955.19	17,055.55	10,011.12	4,944.19	18,714.86	6,594.43	2,337.96	17,136.52	4,593.55	27,668.66	
金融机构人民币存款:中长期存款:当月同比%	%		2.51	-22.70	46.08	5.66	-44.52	38.21	-39.76	-79.71	-11.95	-69.69	-8.73	
高炉生铁:全国生铁:产量:当月值	万吨	75.16	75.72	77.34	82.41	82.17	76.75	76.21	83.88	82.84	79.51	75.67	70.46	75.27
高炉生铁:全国生铁:产量:当月同比%	%	-0.15	0.65	0.51	6.36	13.50	3.22	5.01	3.87	2.91	1.17	-4.28	-10.51	
粗钢日均产量:当月平均值	万吨/天	195.55	200.58	206.72	212.49	199.05	200.10	221.52	226.79	227.28	205.61	196.67	198.92	
粗钢日均产量:当月同比%	%	-0.06	13.98	13.10	9.81	-4.22	-6.16	-4.88	-2.25	-2.57	-7.67	-12.67	-9.46	
开工:国内:钢铁:全钢:当月平均值	%	40.61	54.37	54.10	49.31	57.05	57.99	56.80	51.62	55.89	57.75	24.43	45.83	
开工:国内:钢铁:全钢:当月同比%	%	-11.40	-13.92	-15.61	-14.74	9.15	-6.38	6.72	-6.05	-13.39	-26.66	-24.92	-36.33	-29.75
开工:国内:钢铁:半钢:当月平均值	%	47.08	61.42	62.03	56.47	61.19	61.67	64.40	64.15	58.83	69.63	70.19	32.44	53.68
开工:国内:钢铁:半钢:当月同比%	%	-12.16	-3.25	3.39	4.72	22.80	5.16	23.33	13.36	-4.19	-5.59	-3.37	-18.18	-15.69
汽车产量:当月值	万辆		242.30	255.90	276.80	242.60	244.46	257.66	199.30	175.20	238.68			
汽车产量:当月同比%	%		-9.90	8.60	29.40	39.00	31.50	26.50	-4.40	-43.60				
汽车产量:当月值	万辆		238.30	239.80	267.20	239.50	245.50	249.90	192.60	129.50	224.10	181.30	242.20	
汽车产量:当月同比%	%		-18.20	-7.90	11.10	11.50	38.30	31.50	-5.70	-48.10				
乘用车产量:当月值	万辆		2193,000.00	1,669,000.00	1,863,000.00	1,947,000.00	1,895,000.00	1,845,000.00	1,967,000.00	1,374,000.00	1,062,000.00	1,608,000.00	1,272,000.00	2,112,000.00
乘用车产量:当月同比%	%		2.40	-9.50	7.20	21.20	28.40	20.10	22.00	-17.30	-35.70	-10.90	4.70	4.50
商用车产量:当月值	万辆		44,987.00	16,446.00	60,889.59	72,424.28	59,379.80	68,913.00	67,800.00	42,863.75	36,002.25	53,327.38	44,909.00	88,136.00
商用车产量:当月同比%	%		-33.99	7.59	15.58	6.21	28.35	29.47	13.34	50.04	-34.69	7.57	5.15	-0.17
乘用车当月日均产量:厂家批发:当月平均值	辆	81,049.00	79,286.88	86,277.00	64,789.20	71,311.50	75,192.40	48,171.25	30,411.25	62,190.00	51,452.00	67,253.25		
乘用车当月日均产量:厂家批发:当月同比%	%		-29.20	-2.88	19.91	12.79	41.96	43.18	71.76	1.66	-43.58			
乘用车:中国轻铁:总计:月:平均值	万辆		431.33	507.59	616.77	809.39	814.67	633.39	525.19	808.19	778.75	800.10	583.09	515.87
乘用车:中国轻铁:总计:月:平均值:同比%	%		-31.75	-33.50	-34.86	-4.91	1.90	17.28	-12.67	-3.99	-29.14	-10.97	-20.95	-22.00
PPI:当月值:当月平均值	万吨		04.29	03.13	10.45	10.32	06.26	05.69	104.35	99.47	101.65	102.58	104.65	104.74
PPI:当月值:当月同比%	%		-9.88	-4.51	-2.15	6.88	-3.79	-1.26	4.75	-2.06	1.04	5.07	2.42	5.41

请务必阅读正文之后的重要法律声明

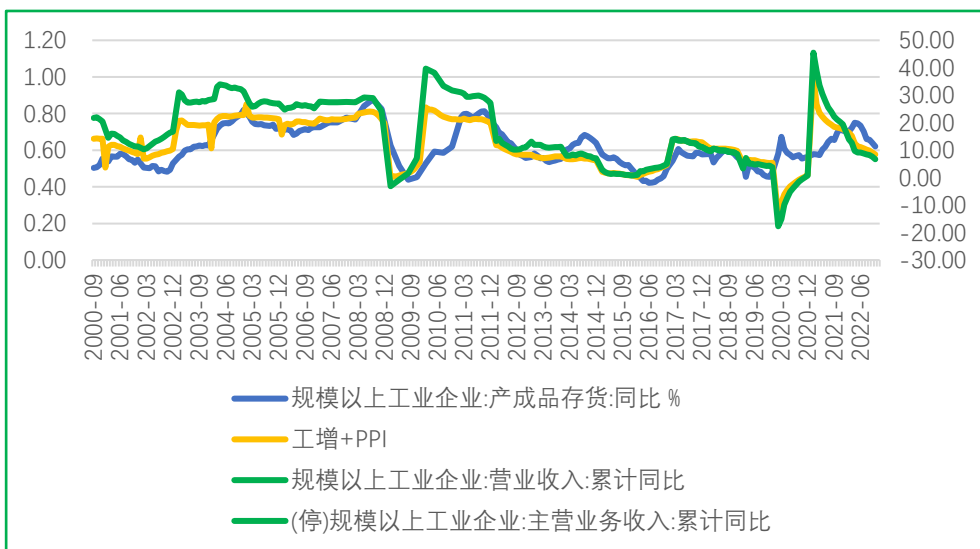
数据来源：同花顺

图3、工业生产者物价指数基数走低，环比下降



数据来源：同花顺

图4、库存回落，营收下降，主动去库



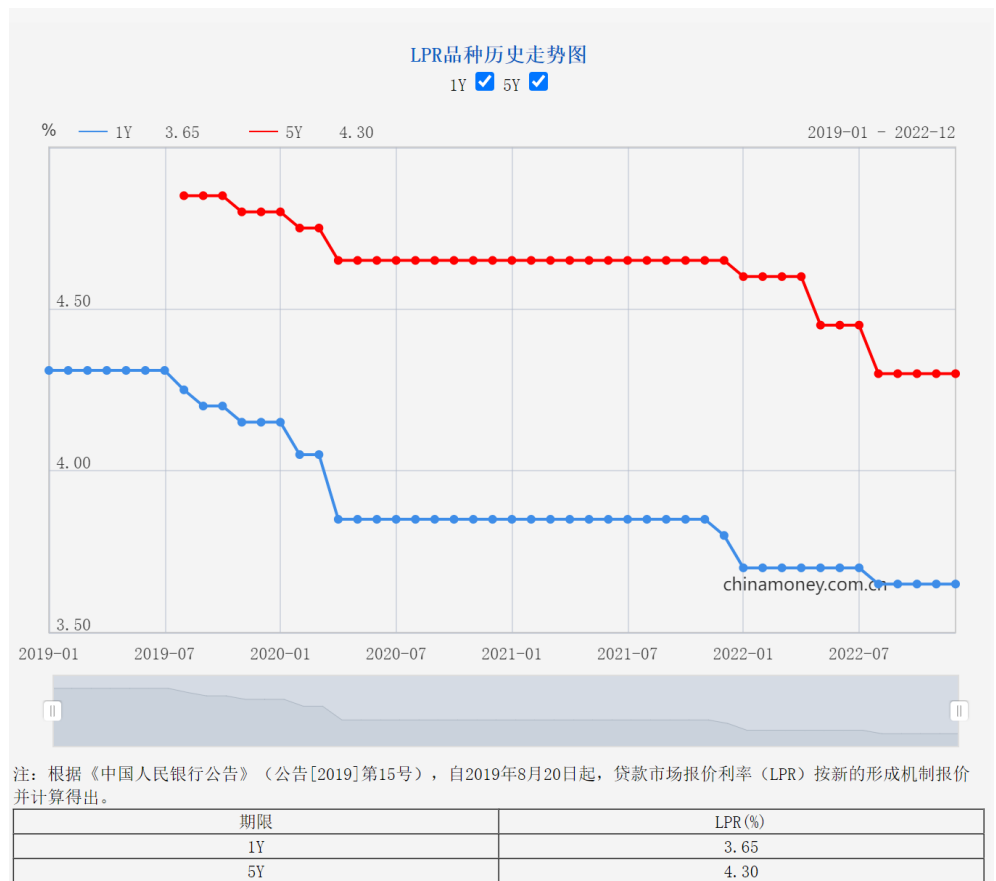
数据来源：同花顺

图5、利率和汇率



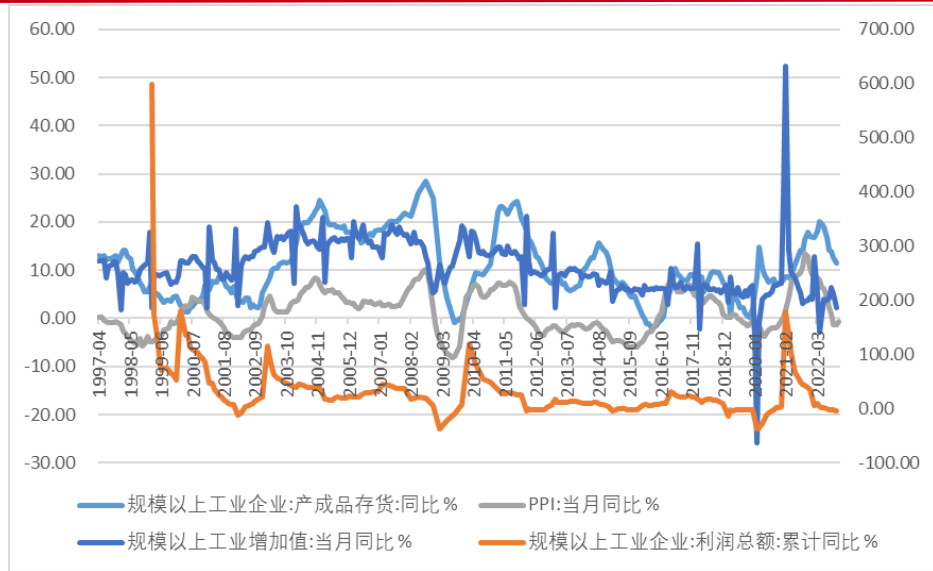
数据来源：同花顺

图6、1月、5月、8月LPR长端调降



数据来源：同花顺

图7、主动去库



数据

来源：同花顺

风险提示：海外经济衰退超预期，海外服务通胀超预期，货币收紧超预期

免责声明

。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。