



光期研究

宏观：四季度经济怎么看？

2023年10月8日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

四季度经济怎么看？

摘要

1、海外流动性扰动趋弱：海外央行抗通胀初见成效，紧缩进程放缓。美国经济的韧性来自消费，消费的强劲来自于薪资增长和就业市场的火热。美国经济韧性将强化市场对利率high for longer的预期，从市场预期和美联储9月经济预测来看，通胀下行、增长韧性、失业率不太高、经济软着陆的概率增加，是市场和美联储的共识。在加息次数上，美联储和市场都预期年内还有一次加息，没有太大分歧。目前通胀在油价的扰动下有所回升，在油价没有大的变化的假设下，通胀仍处于回落趋势中。即使通胀有扰动，考虑到下半年加息和上半年不一样的地方在于金融稳定的重要性增加，美联储超预期加息的可能性较小。对于大宗商品来说，海外流动性的影响逐渐弱化，可能回归商品自身的供需逻辑。

2、国内政策助经济爬坡：政治局会议定调下半年经济工作后，政策端持续发力。8-9月专项债发行提速，基建资金有支撑，有望保持韧性。地产政策明显放松，提前还贷有缓解，二手房成交有起色。制造业投资受到工业高端化、智能化和绿色化发展的提振，可能依旧是经济当中的亮点。

3、通胀缓升、库存待启：通胀可能会底部抬升，基数效应下年内PPI同比降幅可能以收窄为主。非食品项CPI同比与PPI走势较为一致，随着PPI触底拐点出现，预计非食品项CPI同比也将温和回升；食品方面，我们假设预估生猪价格回升至21元/公斤，批发猪肉价格回升至25元/公斤，食品项CPI同比可能回升。结合非食品项可能温和回升的趋势，CPI同比年内可能维持上行的趋势。

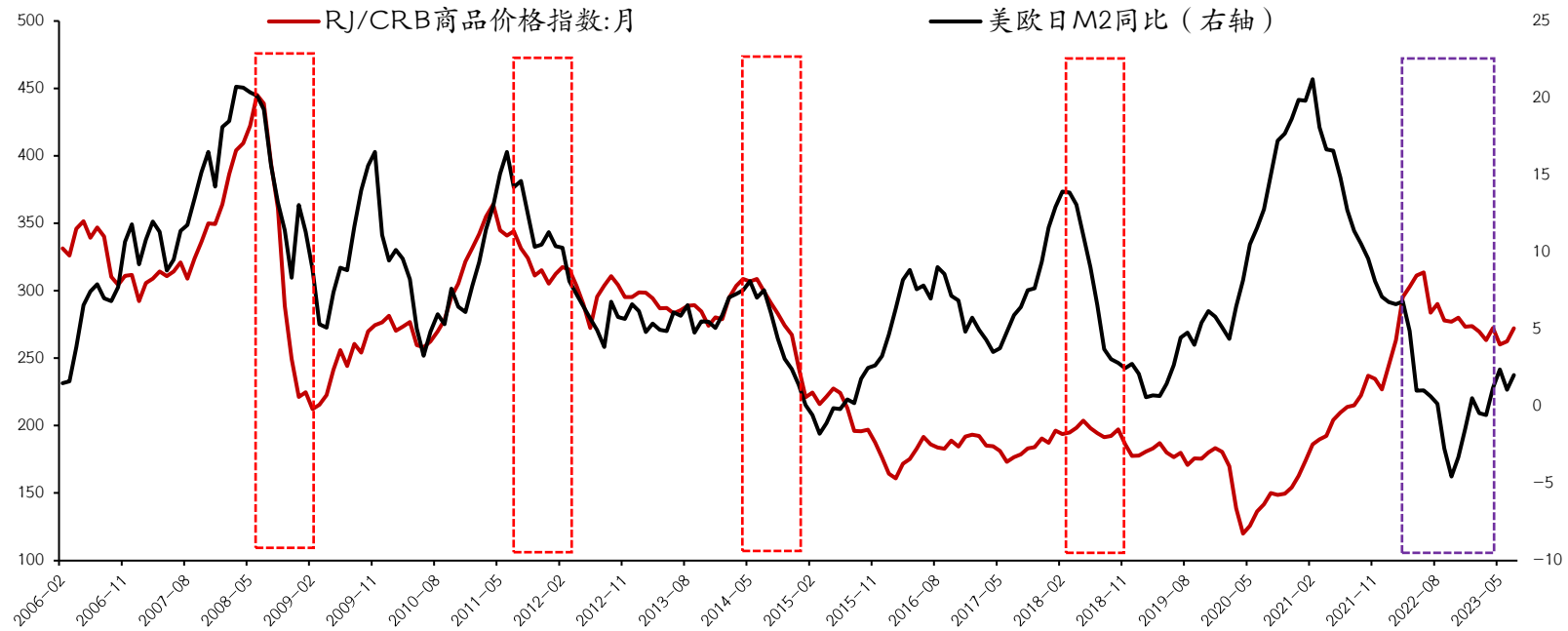
关于库存周期能否和通胀抬升共振，我们认为从库存周期和规模以上工业企业库存数据来看，库存在筑底；但结合需求和企业行为来看，进入主动补库还需要等待需求的恢复。

目 录

- 1、海外流动性扰动趋弱
- 2、国内政策助经济爬坡
- 3、通胀缓升、库存待启

海外流动性对大宗商品价格的影响趋弱

图表1：CRB商品价格指数和美欧日M2合计同比增速（单位：%）

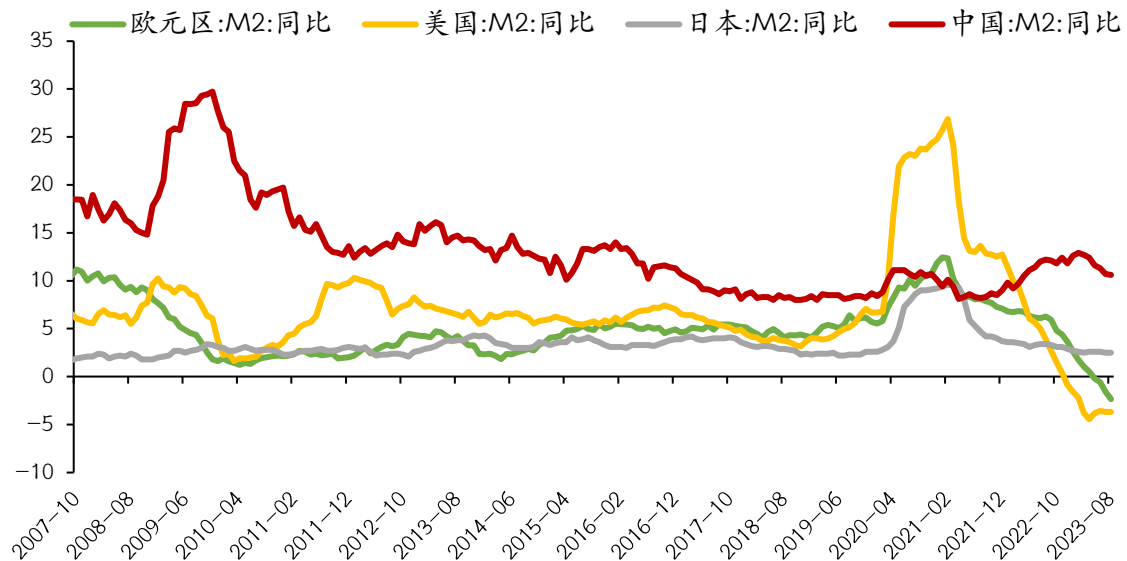


资料来源：Wind，光大期货研究所

流动性是影响大宗商品价格重要因素之一，在供给端影响趋弱之后，上半年海外央行流动性收紧是影响大宗商品价格的主要因素（美元指数从2022年10月大幅下跌，美元贬值使得日欧货币升值）。下半年，为了压制通胀，海外流动性仍处于收紧过程。但部分大宗商品，例如原油，在对弱需求充分反应后，供给端的主动收紧对价格产生主要影响。

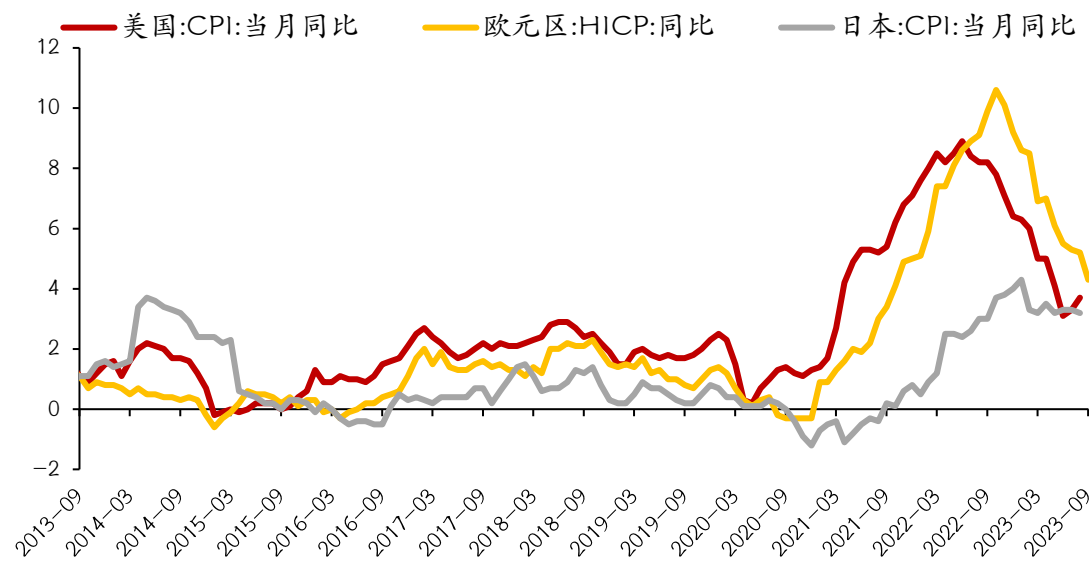
抗通胀初见成效，紧缩进程放缓

图表2：中美欧日M2同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表3：美欧日CPI同比（单位：%）

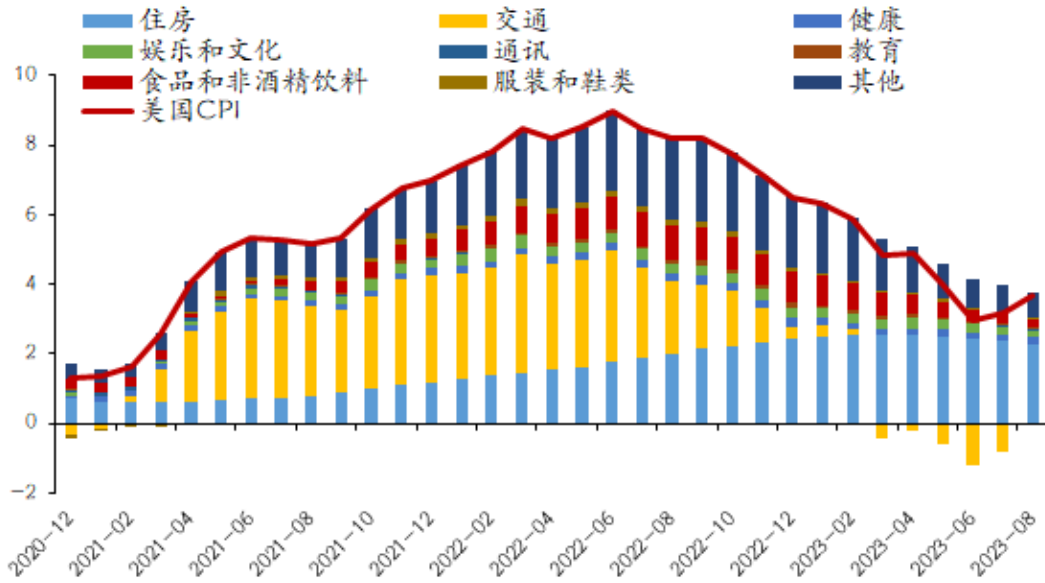


资料来源：Wind，光大期货研究所

由于油价上涨，美国8月通胀再加速，CPI同比增速连续第二个月反弹，并超预期的3.6%；核心CPI环比增速较上月的0.2%升至0.3%。欧元区9月调和CPI同比初值上升4.3%，为近两年来的最低水平，也低于预期4.5%，核心调和CPI同比初值也从8月的5.3%降至4.5%，为一年来最低水平，低于预期的4.8%。在欧元区20个成员国中，有15个国家的物价涨幅放缓，其中两个国家的物价涨幅低于欧洲央行2%的目标。日本8月全国CPI同比增3.2%，预期增3%，前值增3.3%。因为日本央行认为潜在通胀率仍低于设定的2%目标，日本央行可能“按兵不动”。

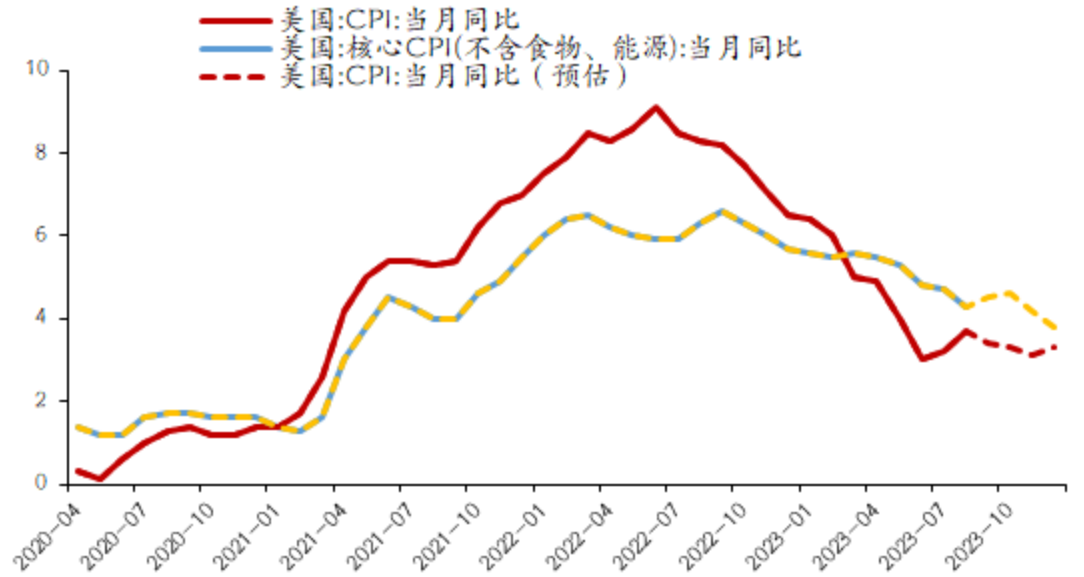
美国通胀可能逐步降温

图表4：美国CPI分项拉动（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表5：美国CPI预估（单位：%）

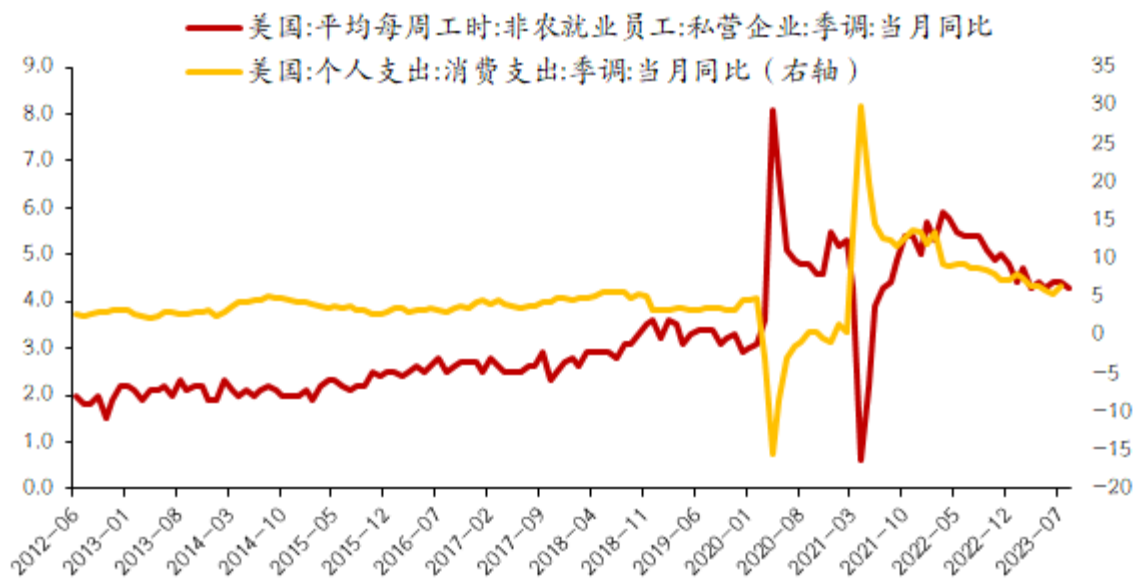


资料来源：Wind，光大期货研究所

在油价没有大的扰动前提下，美国通胀可能逐步降温，预估CPI和核心CPI年末降至至2.8-3.3%、3.3-3.8%之间。

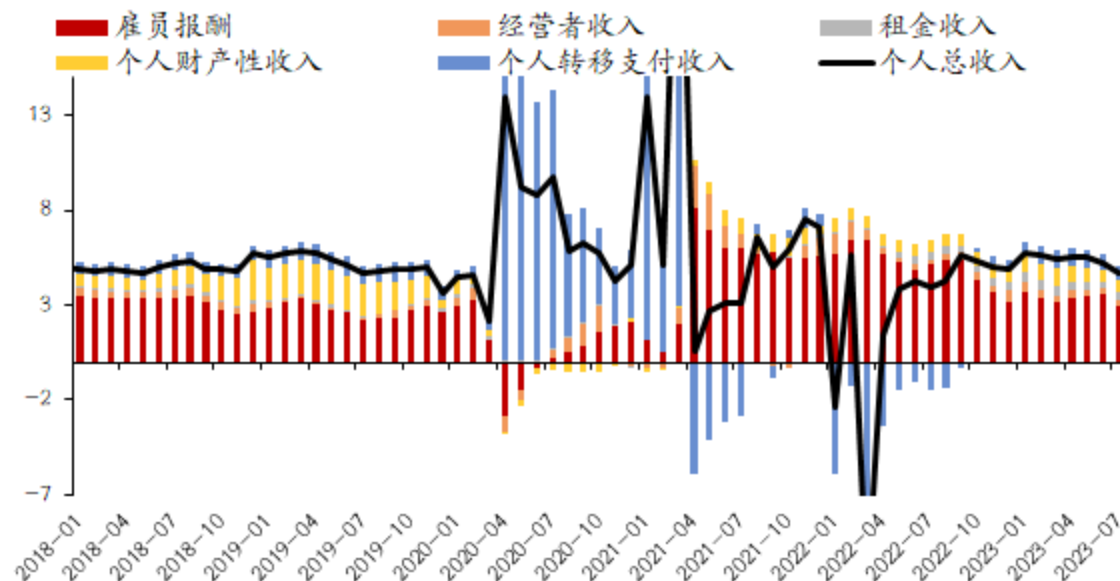
美国经济的韧性来自消费，消费的强劲来自于薪资增长和就业市场的火热

图表6：美国个人消费支出和非农薪资增长（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表7：美国个人收入同比增速及分项增速（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

美国经济韧性将强化市场对利率在高位停留较久（high for longer）的预期

图表8：9月FOMC经济预期

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2023

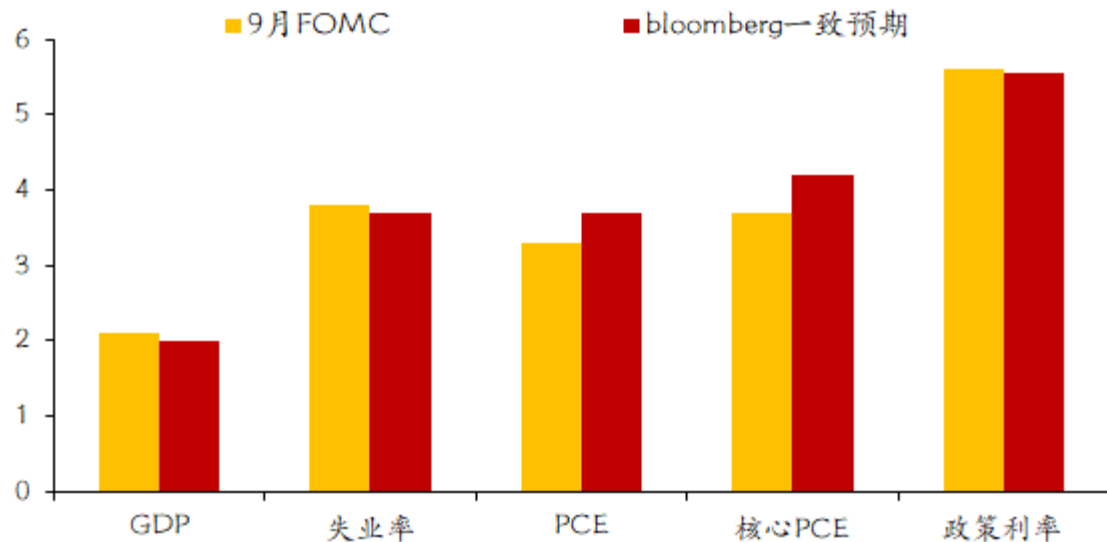
Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

资料来源：FOMC

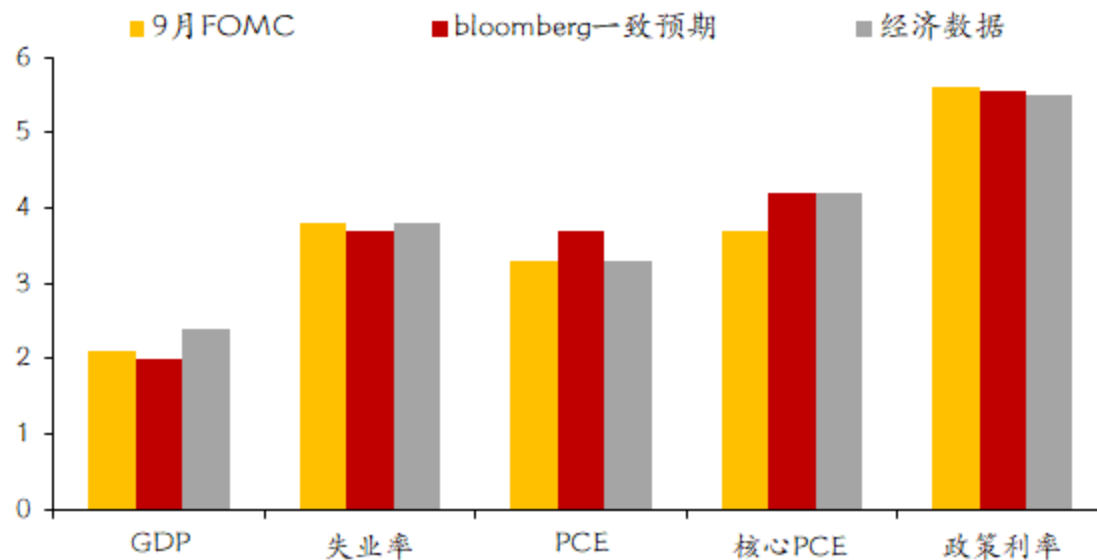
市场预期和美联储分歧不大

图表9：美联储和市场对于经济的预期（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表10：美联储和市场对于经济的预期（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

通胀下行、增长放缓、失业率不太高、经济软着陆的概率增加，是市场和美联储的共识。在加息次数上，美联储和市场都预期年内还有一次加息。

金融稳定制约着加息空间

图表11：美国银行业压力测试结果

Table 1. Aggregate capital ratios, actual, projected 2023:Q1–2025:Q1, and regulatory minimums Percent			
Regulatory ratio	Actual 2022:Q4	Stressed minimum capital ratios, severely adverse	Minimum regulatory capital ratios
Common equity tier 1 capital ratio	12.4	10.1	4.5
Tier 1 capital ratio	14.1	11.8	6.0
Total capital ratio	16.1	14.1	8.0
Tier 1 leverage ratio	7.5	6.2	4.0
Supplementary leverage ratio	6.3	5.2	3.0

Note: The capital ratios are calculated using the capital action assumptions provided within the supervisory stress testing rules. See 12 C.F.R. §238.132(d); 12 C.F.R. §252.44(c). These projections represent hypothetical estimates that involve an economic outcome that is more adverse than expected. The minimum capital ratios are for the period 2023:Q1 to 2025:Q1. Supplementary leverage ratio projections only include estimates for banks subject to Category I, II, or III standards.

资料来源：美联储

即使通胀有反复的风险，但下半年的加息同上半年不一样的地方在于，金融稳定的问题也成为了美联储需要考虑的问题。虽然银行业压力测试给出了整体还算可以的答卷，但是也有几家银行触及及格线。在大选年，金融稳定尤为重要。

目 录

- 1、海外流动性扰动趋弱
- 2、国内政策助经济爬坡
- 3、通胀缓升、库存待启

国内政策助经济爬坡

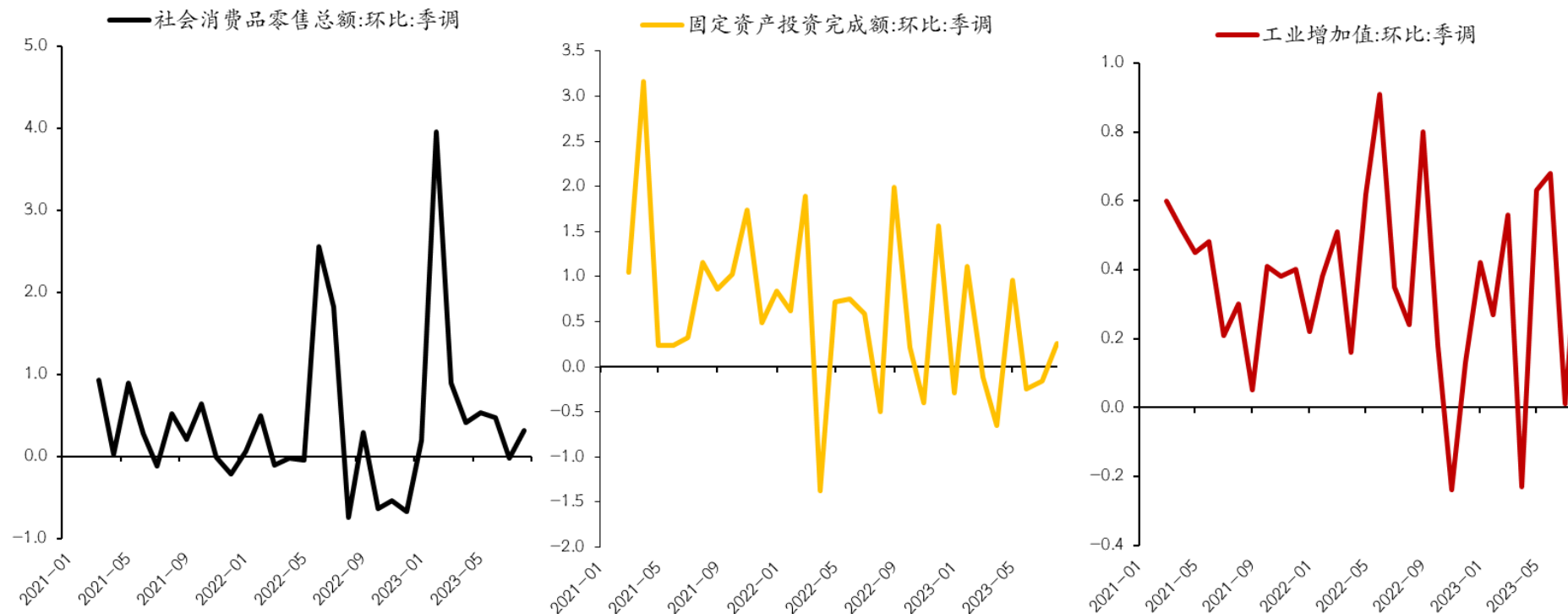
图表12：2023年GDP及分项增速预测（单位：%）

时间	名义GDP	实际GDP	固定资产投资	社会消费品零售	出口	工业增加值	CPI	PPI	社融存量同比
2023年一季度	5.0	4.5	5.1	5.8	-1.9	3.0	1.3	-1.6	10
2023年二季度	8.7	6.3	6.0	10	-3.4	8.0	1.9	-1.5	10.3
2023年三季度	3.5	4.5	4.4	5.6	-6.0	6.0	0.2	-3.3	9.1
2023年四季度	6.4	4.5	5.0	4.5	2.0	4.3	1.2	-1.6	9.8
2023年全年	6.5	5.0	5.6	5.8	-3.0	5.4	0.7	-2.7	9.8

资料来源：Wind，光大期货研究所

8月的经济数据分项录得环比回升

图表13：社零、固投、工增环比（单位：%）

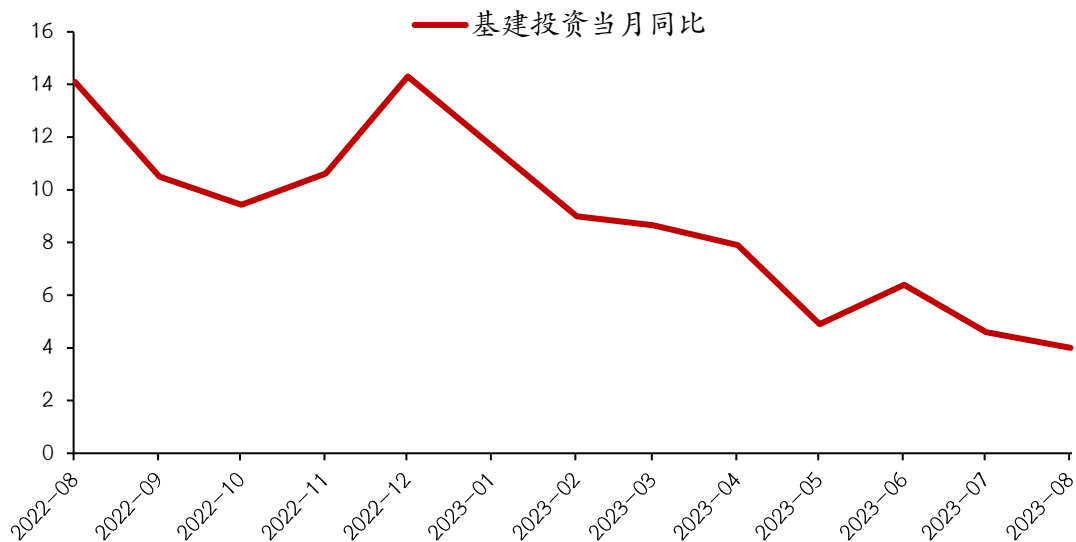


资料来源：Wind，光大期货研究所

从季节性来看，8月消费在暑期出行的提振下环比有所回升，投资行业走出投资淡季。非季节性因素方面，8月社融和信贷环比明显增加，专项债发行提速；地产政策明显放松。从季调以后的环比数据来看，固定资产投资完成额环比增加0.26%，工业增加值环比增加0.5%，社会消费品零售总额环比增加0.31%，即除去季节性来看，8月的经济数据分项表现都还不错，录得环比回升。

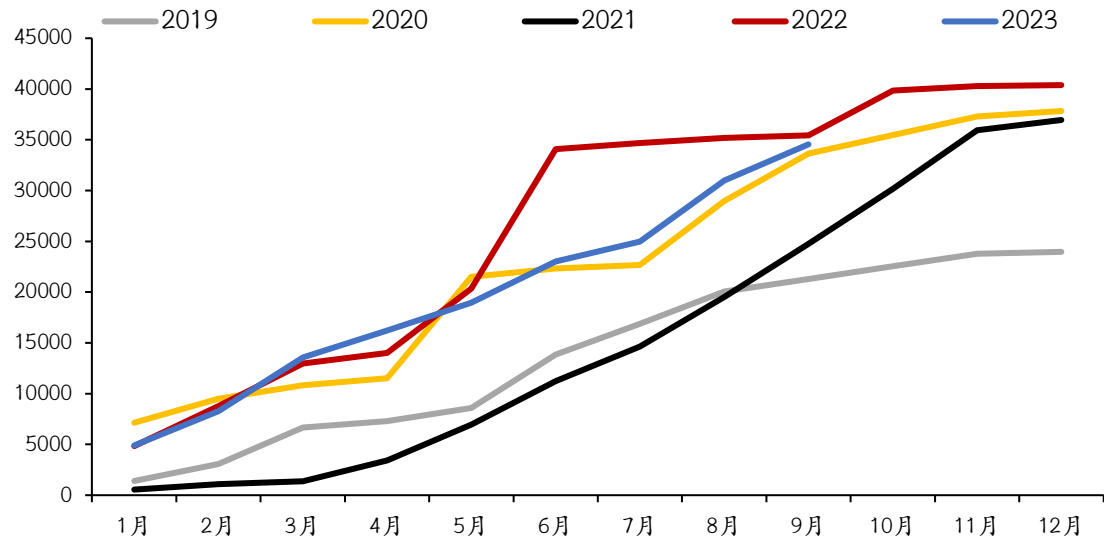
基建资金有支撑，有望保持韧性

图表14：基建投资当月同比（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表15：地方政府新增专项债发行（单位：亿元）

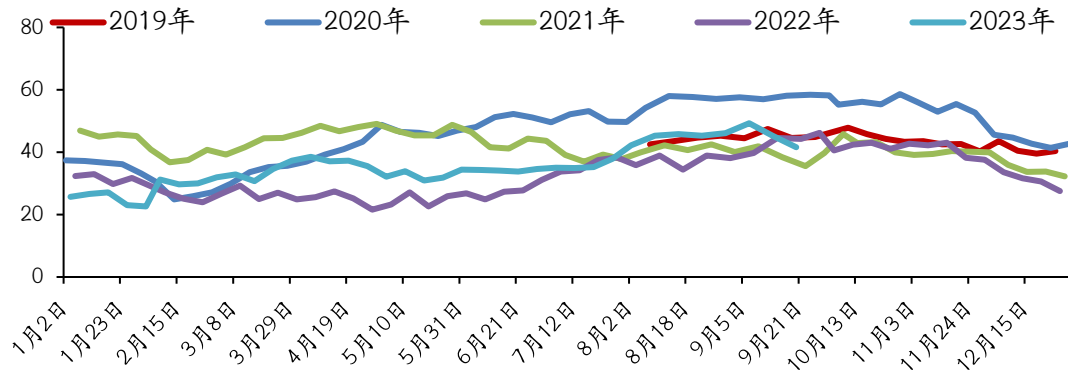


资料来源：iFinD，光大期货研究所

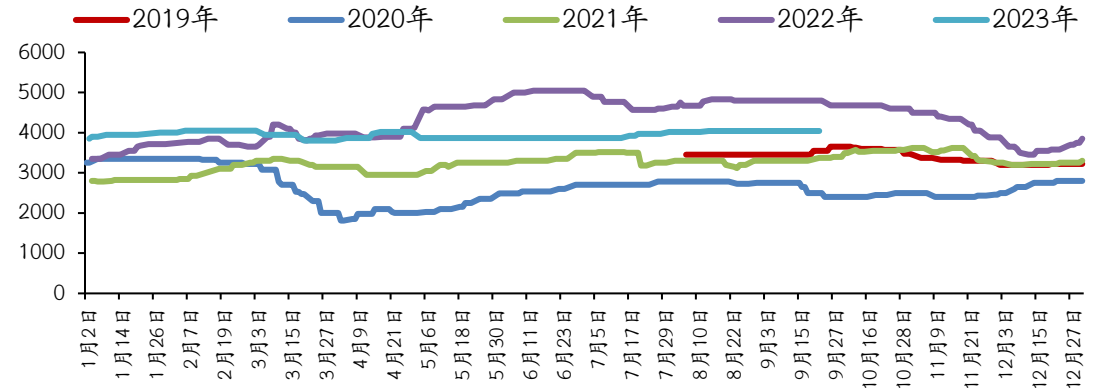
8-9月专项债发行提速，政府专项债券今年发行的节奏是“先稳后快”，政治局会议强调出台促进民间投资的政策，“加快地方政府专项债券发行和使用”。根据财政安排，今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。发改委在上半年发展改革形势通报会上强调“投资管理要加快资金使用，尽快形成实物工作量，加强项目储备”，再加上今年高温天气较去年偏少，8月中下旬投资行业逐渐走出淡季，投资需求向好；从终端需求来看，7月中旬开始水泥磨机开工率、水泥出货量以及沥青出货量均持续上行。

沥青出货量持续提升，印证基建需求向好

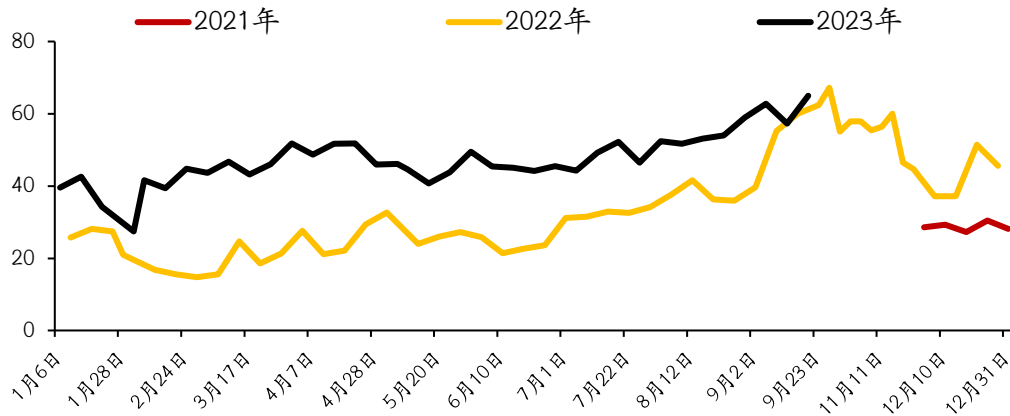
图表16：沥青开工率（单位：%）



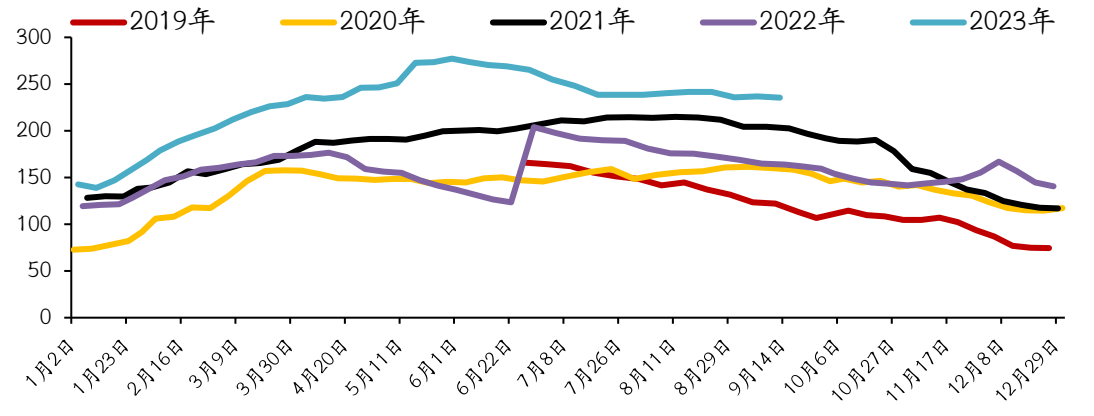
图表17：华东重交价格（单位：元/吨）



图表18：沥青出货量（单位：万吨）



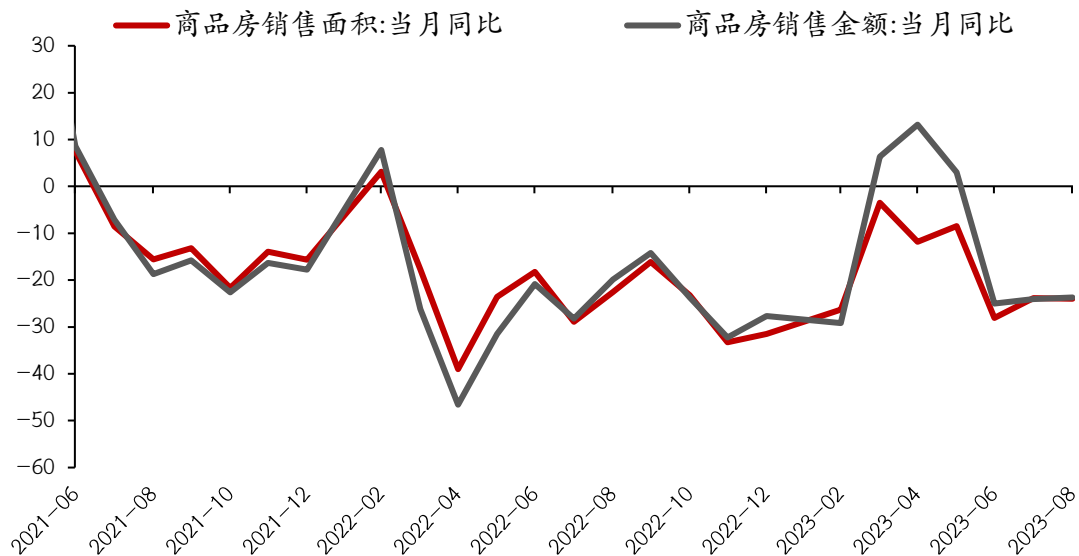
图表19：沥青库存厂库+社库（单位：万吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

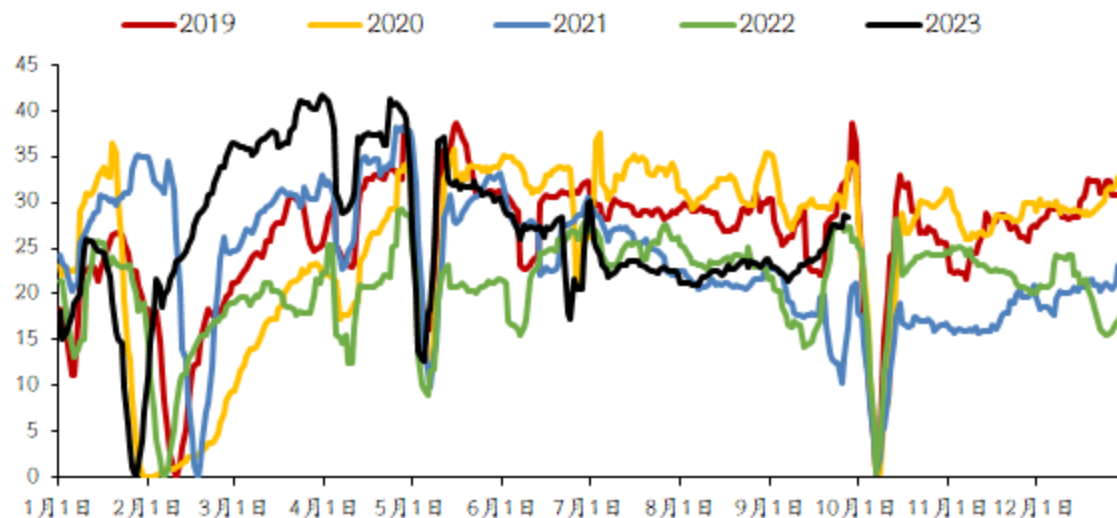
地产提前还贷有缓解，二手房成交有起色

图表20：房地产销售面积和销售金额当月同比（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表21：23城市二手房成交面积（单位：万平方米）



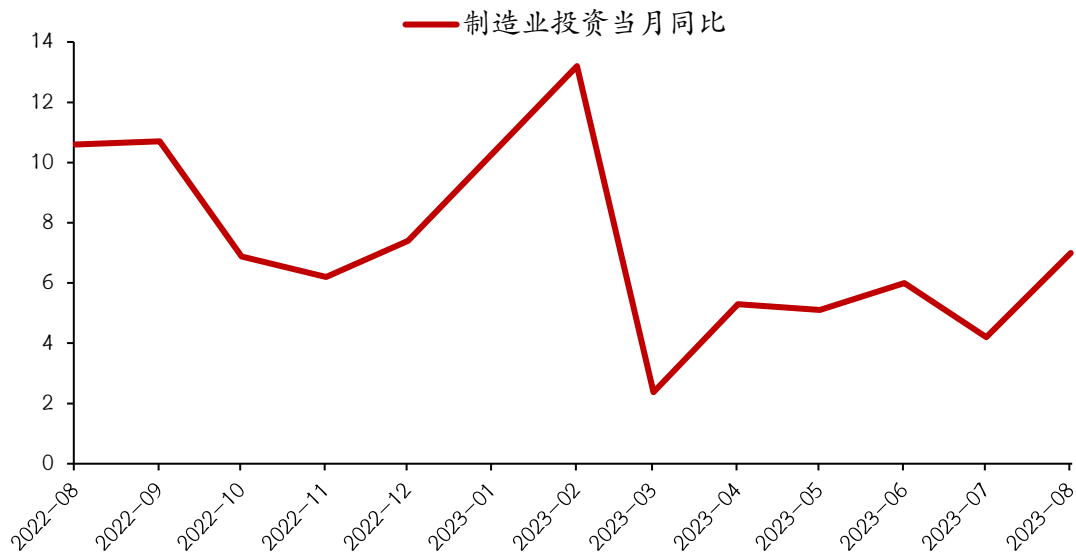
资料来源：iFinD，光大期货研究所

地产政策有一定效果。商品房销售面积和商品房销售金额当月同比增速保持一致，定金及预收款和个人按揭贷款的增速差也相差无几，表明降杠杆购房的行为持续缓解。央行称，降低存量房贷利率，居民利息负担将有效减小，目前提前还贷情况已经有所减少。

需求方面，二手房成交有起色，因为“认房不认贷”政策加快和增加了二手房的成交，一手房仍偏弱，销售对投资端的传导可能要打折扣。

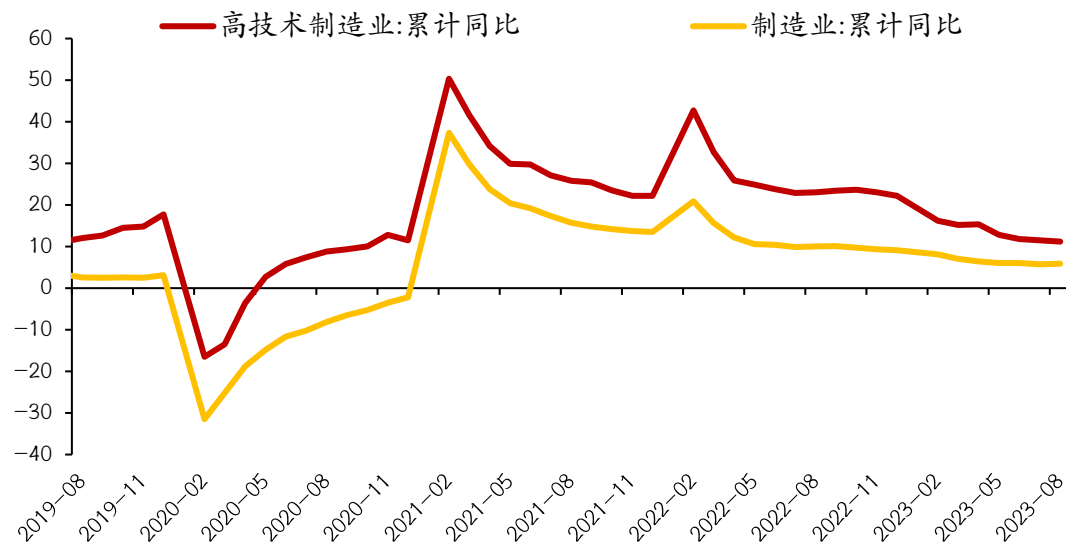
制造业投资增速加快

图表22：制造业投资当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表23：高技术制造业和制造业投资累计同比（单位：%）

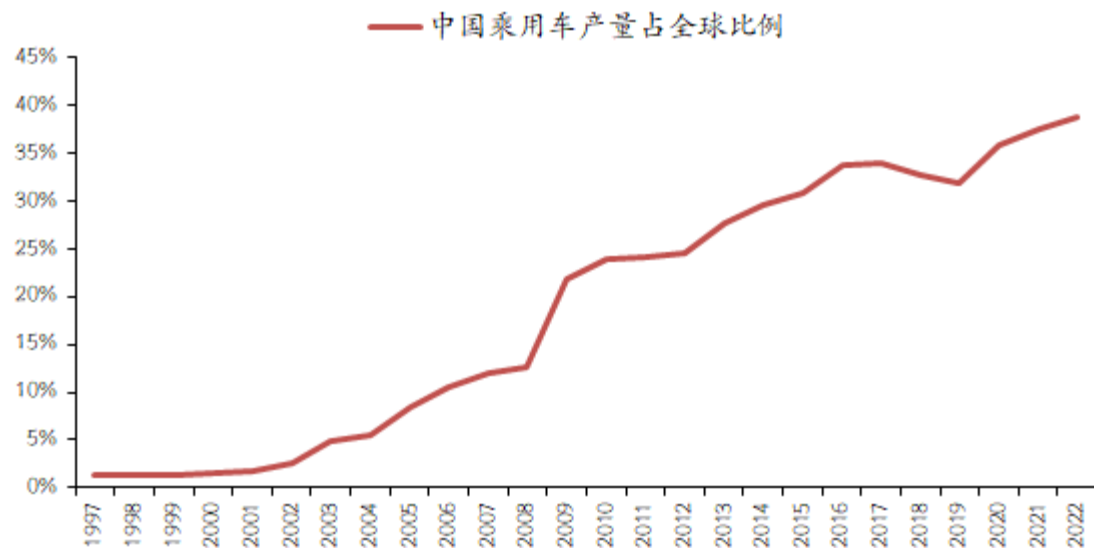


资料来源：Wind，光大期货研究所

8月制造业投资同比增长7%，制造业投资受到工业高端化、智能化和绿色化发展的提振，可能依旧是经济当中的亮点。从产出对应来看，新能源产品和新材料产品生产保持较高增速，也是制造业投资发力的主要方向。

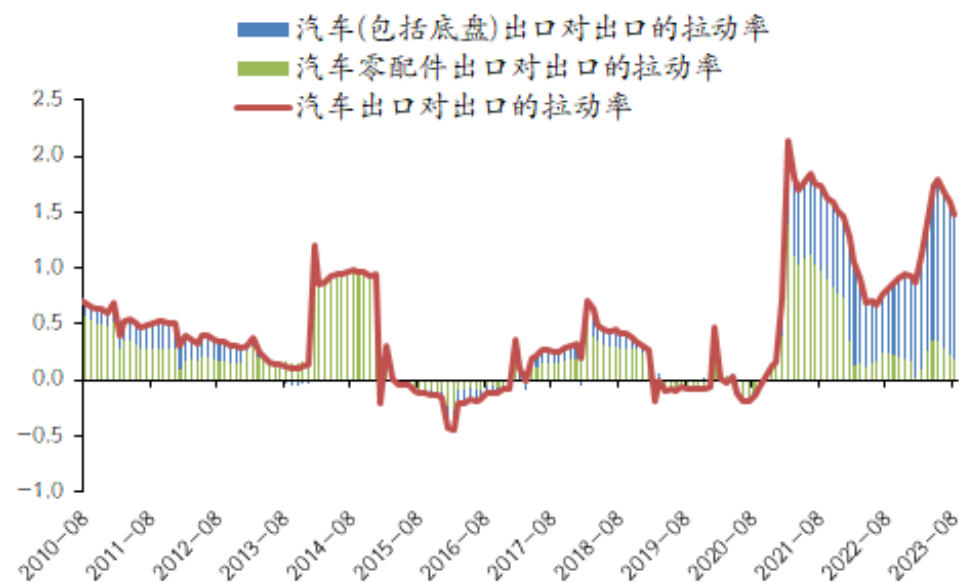
汽车产业是产业升级的亮点

图表24：中国乘用车产量占全球比例（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表25：汽车出口对出口的拉动率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

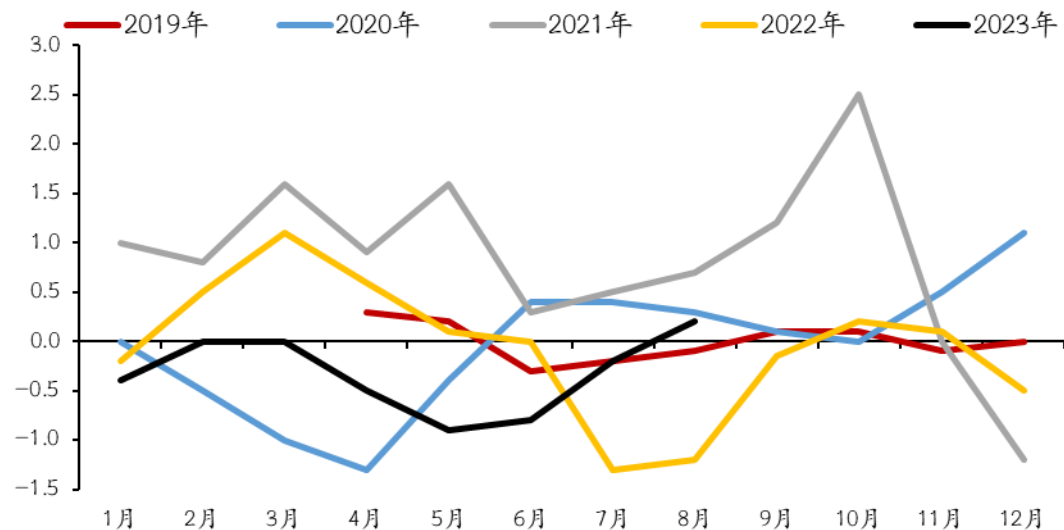
2021年开始,海外主要汽车制造出口大国如日本、德国、韩国,由于疫情和缺芯导致产销受限,乘用车产量以及出口明显下滑。而中国具有产业链优势,提高了汽车出口占全球的份额。2017-2019年中国乘用车产量占全球比例逐步下滑,2019年中国乘用车产量占全球比例为32%,2020-2022年逐年提升,分别为36%、38%、39%。

目 录

- 1、海外流动性扰动趋弱
- 2、国内政策助经济爬坡
- 3、通胀缓升、库存待启

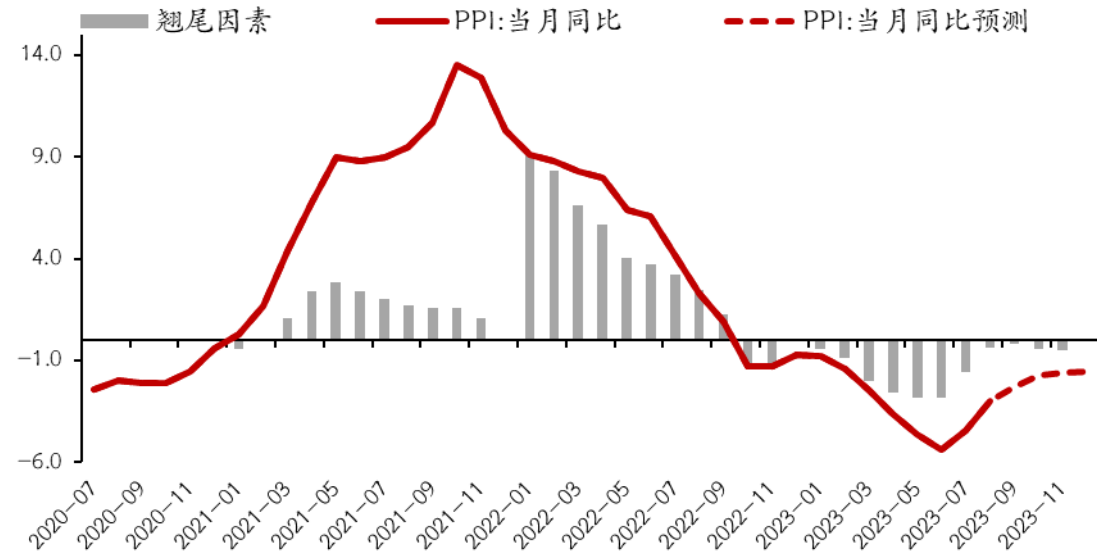
下半年PPI降幅有望逐步收窄

图表26: PPI环比 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

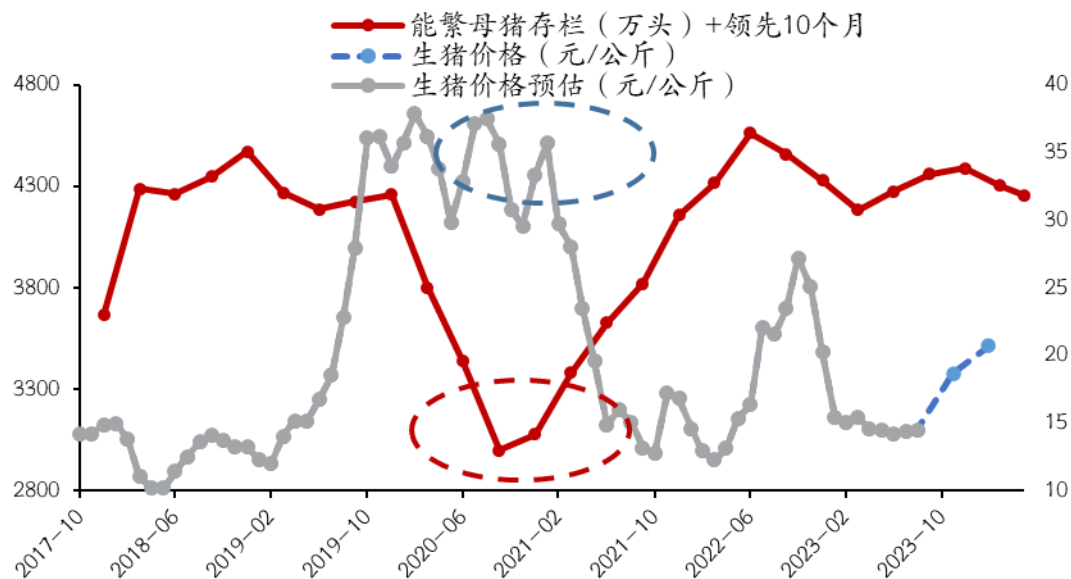
图表27: PPI同比和预估 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

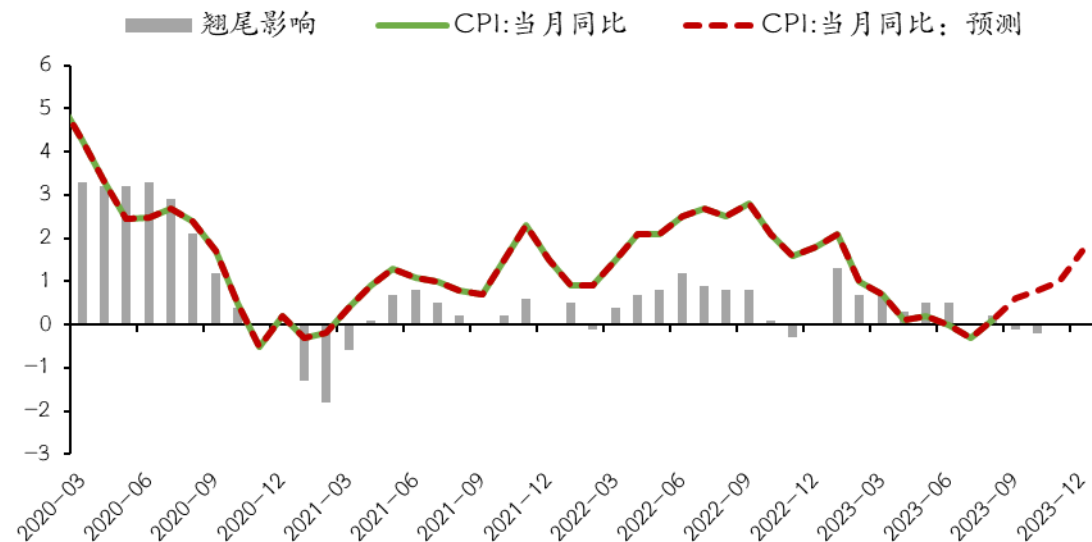
猪肉温和上涨，CPI全年0.8%左右

图表28：能繁母猪存量和生猪价格（单位：万头，元/公斤）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表29：CPI同比和预估（单位：%）

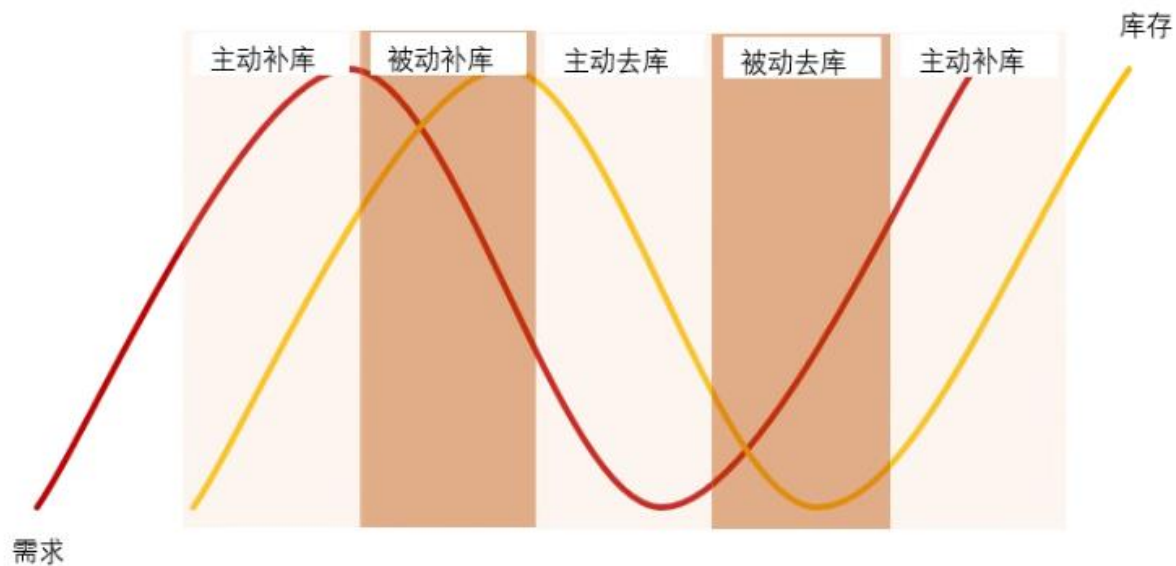


资料来源：Wind，光大期货研究所

从能繁母猪存栏来看，预计本轮猪肉价格呈现温和上涨，预估生猪价格从14.5元/公斤回升至21元/公斤，批发猪肉价格从19元/公斤回升至25元/公斤。CPI预估季度平均水平Q1/Q2/Q3/Q4/全年为1.3%/0.1%/0.5%/1.2%/0.8%。

库存周期能否和通胀抬升共振？

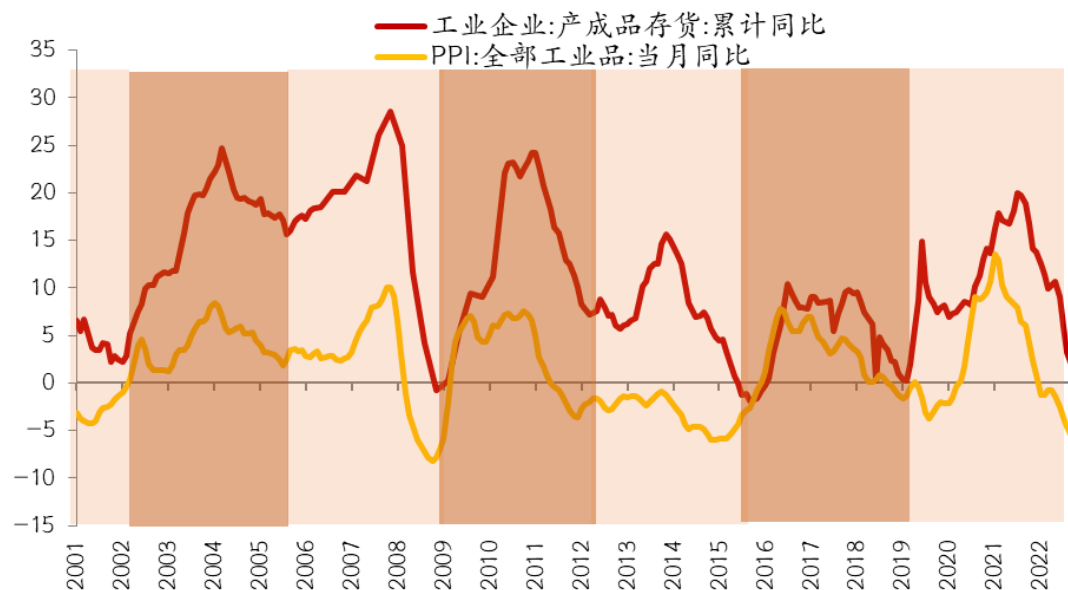
图表30：库存周期示意图（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

从库存周期和规模以上工业企业库存数据来看，库存在筑底。

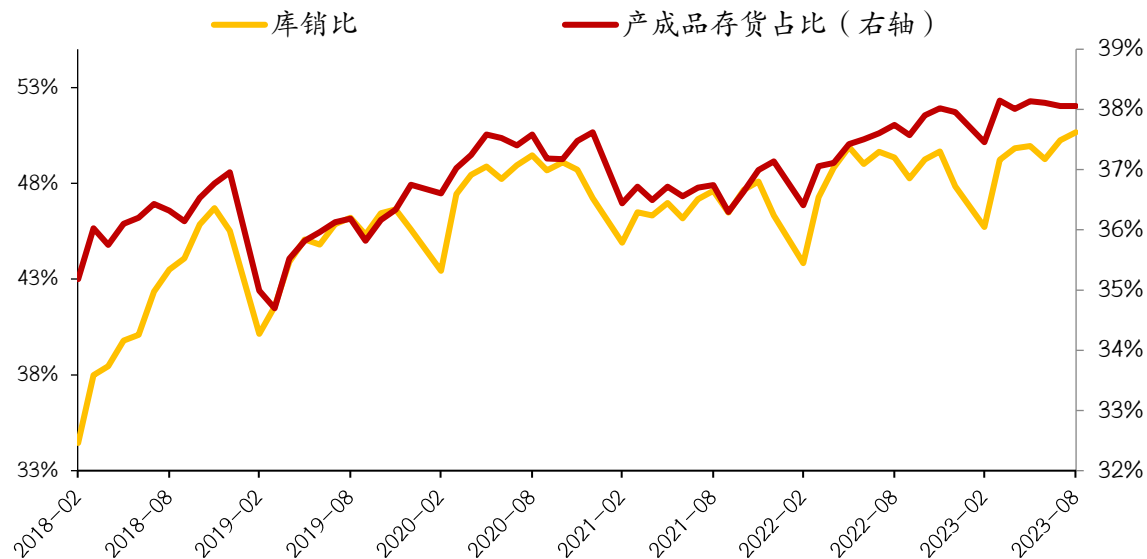
图表31：中国库存周期（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

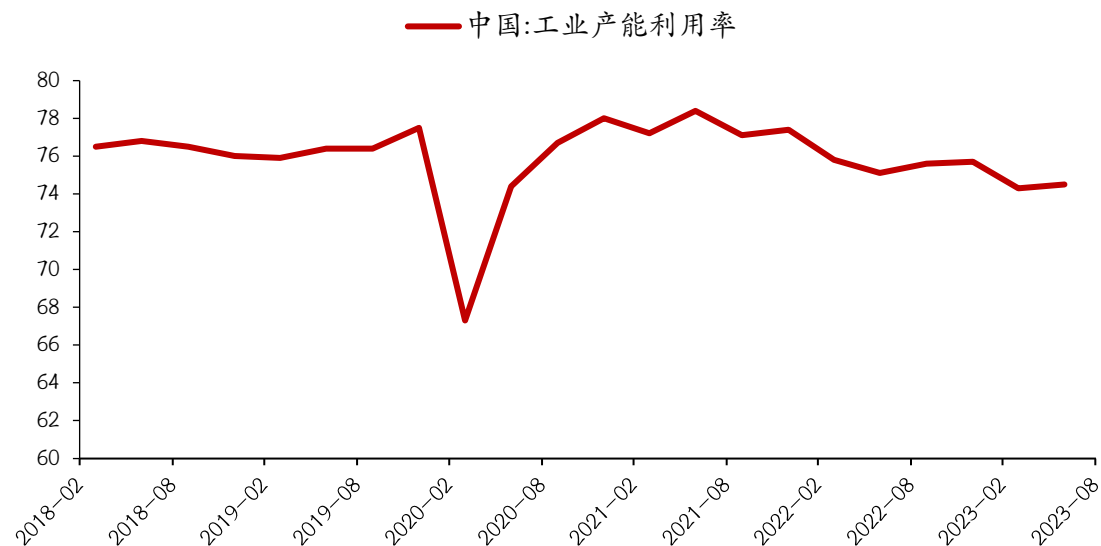
库存周期能否和通胀抬升共振？

图表32：规模以上工业企业库销比和产成品存货占比（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表33：规模以上工业企业产能利用率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

但结合需求和企业行为来看，库销比和产成品存货占比（表明原材料、在产品、半成品以及周转材料占比降低，企业放缓生产）均处于高位，表明库存和需求相比处于较高水平，企业有放缓生产的意愿。且从产能利用率来看，目前处于较低水平，企业并未有加大生产的迹象。

从库存周期和规模以上工业企业库存数据来看，库存在筑底，进入主动补库还需要等待需求的恢复。

分析师介绍

- 叶燕武，南开大学经济学硕士，现任光大期货研究所所长、光大集团特约研究员，历任混沌天成研究院院长，曾连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师。期货从业资格号：F3059022；期货交易咨询资格号：Z0000247。
- 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

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。