

● 主要结论

四季度经济下行压力加大，财政货币政策稳字当先

从国家统计局发布的前三季度我国相关经济金融数据来看，部分重要指标远低于市场预期，预示着四季度国内经济下行压力或将进一步加大。一是受国内局部地区疫情影响，社零消费不及预期，餐饮收入下降尤为明显。同时受“车载芯片”产能影响，汽车消费依旧不及预期；二是受汛情及基数等因素影响，工业生产增速有所回落。三是在地产调控政策影响下，房地产投资持续受压，预计四季度地产销售和地产投资大概率会继续走弱。四是受海外供给端的有效恢复，四季度出口可能会高位回落，对国内经济的掣肘将更为显现。预计四季度基建投资力度有望加大，但操作空间相对有限。同时，宏观政策有望由“宽货币，紧信用”向“宽货币，稳信用”转型，预计四季度信贷规模将有所扩大，尤其是对中小型企业的中长期贷款将会进一步放宽。

分析师助理：郭建锋
从业资格号：F03086702
电话：021-55007766-6634
邮箱：15592@guosen.com.cn

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-25942621
邮箱：15051@guosen.com.cn

美联储四季度 Taper 几成定局，2022 年加息概率增大

此次美联储 FOMC 议息会议，预示美国 Taper 已基本落地。一是本次议息会议声明首次明确对缩减购债规模给出具体信息。同时，鲍威尔在此后的讲话中也多次提到 Taper。二是加息点阵图和经济预测继续显示加息预期提前，美联储可能比市场预期更早收紧货币政策。此次点阵图显示的加息提前预示着政策或将发生转变，在就业形式较好及高通胀的背景下，美联储可能会较早收紧货币政策。因此，关于美联储缩表及加息时间节点主要取决于美国就业市场，如果就业持续改善，美联储或将在 11 月宣布，12 月开始实施 Taper，同时每月缩减 150 亿美元左右的购债规模，直至 2022 年年中前后。这与《国信期货宏观月报 202109》中提到的“美联储 9 月份宣布缩减 QE 的概率相对较小...美联储则更可能在 11 月会议暗示并在 12 月会议正式宣布缩减 QE。”预测保持一致。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

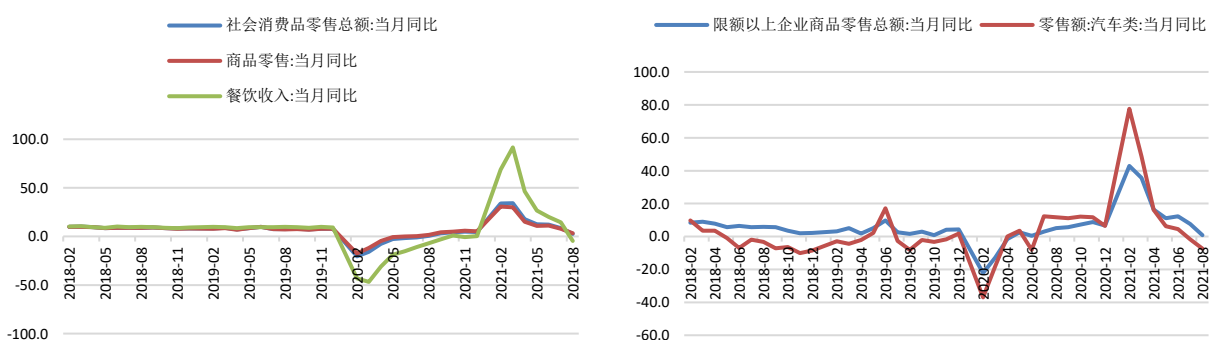
一、中国：四季度经济下行压力加大，财政货币政策稳字当先

从国家统计局发布的前三季度我国相关经济金融数据来看，部分重要指标远低于市场预期，预示着四季度国内经济下行压力或将进一步加大。如社零数据方面：1-8月份，社会消费品零售总额 281224 亿元，同比增长 18.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 252739 亿元，增长 17.8%。工业增加值数据方面：1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.1%，两年平均增长 6.6%。固定资产投资数据方面：1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）346913 亿元，同比增长 8.9%，两年平均增长 4.0%。其中，民间固定资产投资 198559 亿元，同比增长 11.5%。从环比看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.16%。8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，尽管继续位于临界点以上，但依旧低于上月 0.3 个百分点，制造业扩张力度有所减弱。

（一）社零消费不及预期，餐饮收入下降尤为明显

2021 年 8 月，我国社零总额同比持续下降，同时，商品零售、餐饮收入均大幅回落，其中餐饮收入下降最为明显。8 月，社零总额 34395 亿元，同比增长 2.5%（前值 8.5%），两年平均 1.5%（前值 3.59%），扣除价格因素，8 月份社会消费品零售总额实际增长 0.9%；其中，商品零售 30939 亿元，同比增长 3.3%（前值 7.8%），两年平均 2.40%（前值 3.93%）；餐饮收入 3456 亿元，同比下降 4.5%（前值 14.3%），两年平均 -5.76%（前值 0.86%）。与此同时，1-8 月份，社零总额 281224 亿元，同比增长 18.1%（前值 20.7%），其中，商品零售 252305 亿元，同比增长 16.5%（前值 18.7%）；餐饮收入 28919 亿元，增长 34.4%（前值 42.3%）。社零消费持续下滑的主要原因有两点，一是国内局部地区疫情有所反弹，对餐饮消费的打击较为明显，8 月餐饮消费负增长。同时疫情对就业产生较大冲击，31 个大城市调查失业率上升，就业的恶化弱化居民收入预期，抑制消费意愿。8 月服装、家电及日用品等必需消费普遍明显走弱；二是受“车载芯片”短缺影响，汽车零售依旧不及预期，扣除汽车的社会消费品零售同比（3.6%）高于社会消费品零售同比（2.5%），且限额以上汽车零售的同比（-7.4%）明显大大低于限额以上商品零售当月同比（0.80%）。

图：社会消费品零售（%）

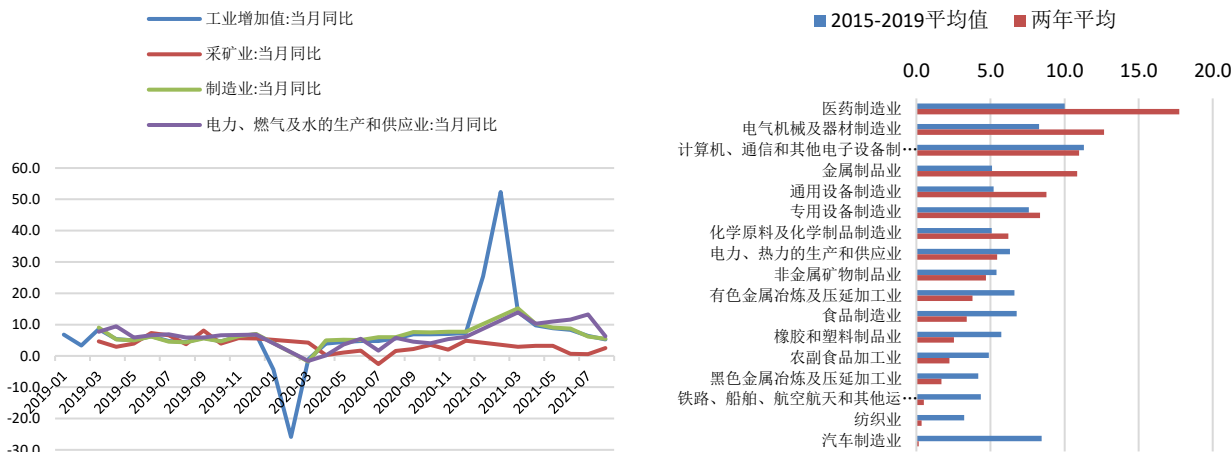


数据来源：wind，国信期货

（二）受局部疫情反复、汛情及基数等因素影响，工业生产增速有所回落

8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，两年平均增长 5.4%，环比增长 0.31%。1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.1%，两年平均增长 6.6%。从三大门类看，采矿业同比增长 2.5%，制造业增长 5.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.3%。分行业看，41 个大类行业中有 34 个行业增加

值保持同比增长。一方面，外需依旧是工业生产的重要支撑因素。2021年8月，工业增加值单月同比从6.4%降至5.3%，但出口交货值同比却从11%反弹至14.8%，出口交货值同比自2020年11月持续高于工业增加值同比，指向外需对工业生产的持续支撑，而机械、设备等外需导向行业工业增加值同比增速也持续高于全行业增速。另一方面，供给侧制约和内需走弱是导致部分行业工业增加值不及预期的主要原因。2021年8月，汽车制造业、黑色金属冶炼及加工业的工业增加值同比继续垫底，大幅低于全行业增速，而4月以来采矿、有色金属冶炼及加工、黑色金属冶炼及加工行业的工业增加值持续低于全行业增速。

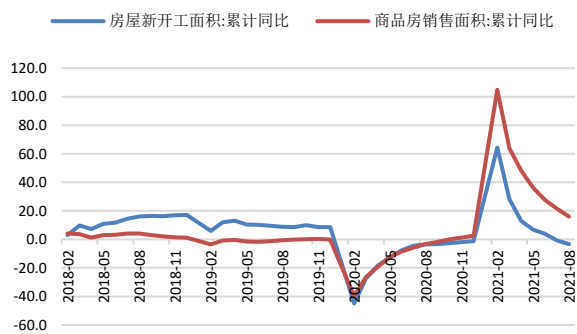
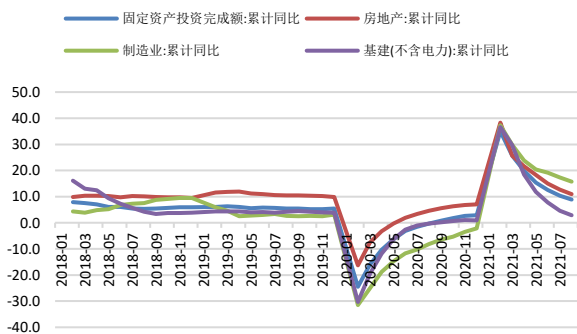
图：工业增加值 (%)


数据来源：wind，国信期货

（三）地产持续受压，固定资产投资增速放缓

1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）346913 亿元，同比增长 8.9%（前值 10.3%），两年平均 4.20%（前值 4.18%）。其中，民间固定资产投资 198559 亿元，同比增长 11.5%（前值 13.4%），两年平均 4.1%（前值 3.4%）。从环比看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.2%（前值 0.1%）。分行业看，1-8 月份，房地产投资同比增长 10.9%（前值 12.7%），两年平均 7.70%（前值 7.95%）；制造业投资同比增长 15.7%（前值 17.3%），两年平均 3.12%（前值 2.63%）；基建（不含电力）同比增长 2.9%（前值 4.6%），两年平均 1.29%（前值 1.76%）。从数据来看，一是制造业投资是主要支撑；二是尽管地方转债发债有所提速，但基建投资依旧处于收窄态势；三是房地产投资持续受压。在地产调控政策影响下，8 月，房地产新开工面积同比持续为负、商品房销售同比连续下滑，后期地产销售和投大概率会进一步走弱。

图：固定资产投资（亿元，%）

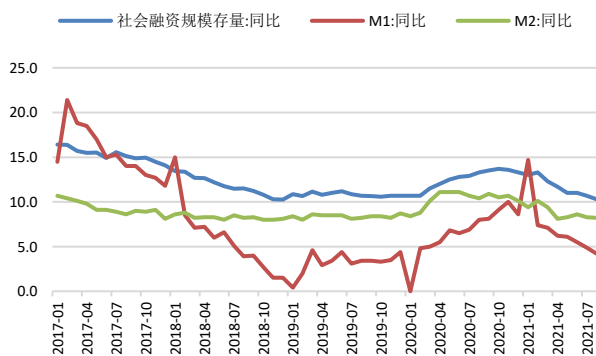
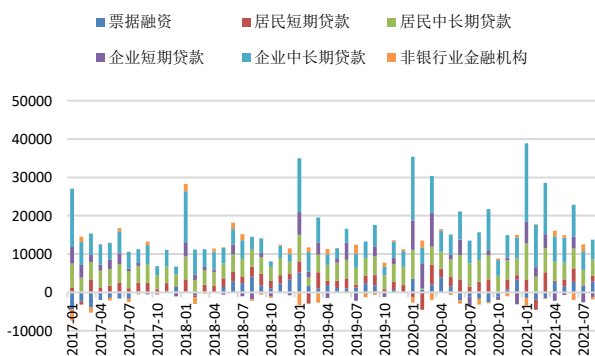


数据来源: wind, 国信期货

(四) 信贷财政乏力, 社融增速低于预期

7 月份, 社融规模增量为 1.06 万亿元, 前值 3.67 万亿元, 环比减少 2.6 万亿元, 同比减少 6328 亿元; 社融规模存量 302.49 万亿元, 前值 301.56 万亿元, 环比增长 0.3% (前值 1.2%), 同比增长 10.7% (前值 11.0%); 金融机构新增人民币贷款 1.08 万亿元, 前值 2.12 万亿元, 环比减少 1.04 万亿元, 同比增加 873 亿元; M2 余额 230.22 万亿元, 同比增长 8.3% (前值 8.6%); M1 余额 62.04 万亿元, 同比 4.9% (前值 5.5%)。一方面, 融资意愿降低, 拉低信贷增速。7 月贷款各主要分项均同比少增 (票据融资、非银金融机构除外)。其中居民短贷新增 85 亿元, 同比收缩 1425 亿元; 居民长贷新增 3974 亿元, 同比少增 2093 亿。企业短贷新增 2577 亿元, 同比少增 156 亿元; 企业长贷新增 4937 亿, 同比少增约 1031 亿元。票据融资弥补了信贷弱势, 增加 1771 亿元, 同比多增约 2792 亿。非银金融机构贷款新增 1774 亿元, 同比多增约 2000 亿。另一方面, 受房地产销售走弱、财政乏力以及表外非标业务的持续压降等因素影响, M2、M1 均有所回落。7 月, M2 同比增长 8.3% (前值 8.6%), 回落 0.3pct; M1 同比增长 4.9% (前值 5.5%), 回落 0.6pct。

图: 社融及广义货币 (%)

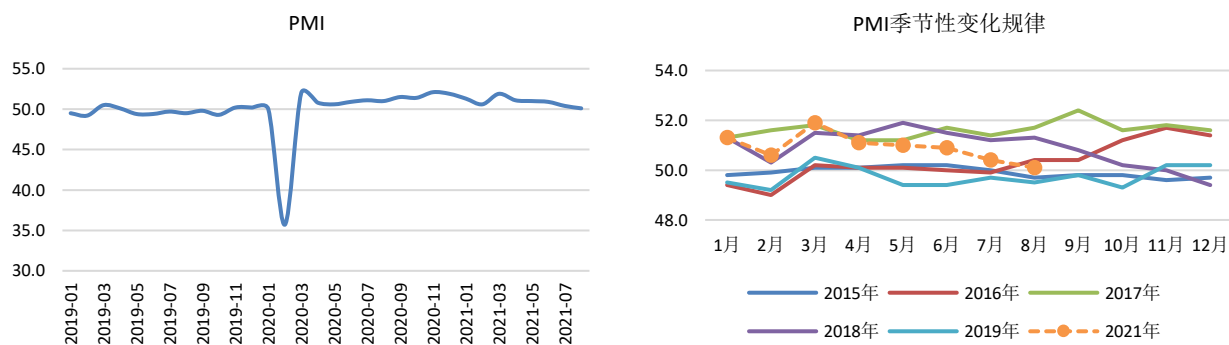


数据来源: wind, 国信期货

(五) 受国内疫情及极端天气影响, PMI 指数回落

受近期国内疫情汛情等因素影响, 8 月份制造业 PMI 指数为 50.1%, 比上月回落 0.3 个百分点, 但继续保持在扩张区间; 非制造业 PMI 商务活动指数为 47.5%, 低于上月 5.8 个百分点, 落至临界点以下, 其中建筑业为 60.5%, 高于上月 3.0 个百分点, 位于高位景气区间, 服务业为 45.2%, 明显低于上月 7.3 个

百分点；综合 PMI 产出指数为 48.9%，低于上月 3.5 个百分点。整体而言，PMI 指数呈现以下特征，一是生产指数高于临界点，生产扩张总体平稳。尽管 8 月 PMI 指数位于临界点以上，但明显处于季节性中枢下方。二是疫情对服务业的影响明显高于制造业。8 月服务业 PMI 指数远低于季节性变动。8 月，服务业 PMI 指数为 45.2%，前值 52.5%，其中，服务业新订单指数为 40.5%，相比于上月下降了 9.2 个百分点；制造业 PMI 指数为 50.1，前值 50.4。三是受海外市场影响，市场整体需求有所减弱。8 月，新订单指数为 49.6%，低于上月 1.3 个百分点，降至临界点以下。外需回落有两个主要原因：一是随着美国失业补贴的逐步停发，美国的商品消费需求开始下降，二是全球疫情扩散。8 月美国密歇根大学消费者信心指数仅有 70.3，相比于 7 月份下滑了 10.9 个百分点，创下了近年来的新低。四是大型、中型企业经营持续扩张，小型企业经营压力尚存。从企业规模来看，大型企业 PMI 为 50.3%，比上月回落 1.4 个百分点，继续高于临界点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.2 个百分点，高于临界点；小型企业 PMI 为 48.2%，比上月回升 0.4 个百分点，但依旧低于临界点。原材料成本高企、订单减少及回款压力加大等问题是企业经营承压的主要原因。

图：采购经理人指数 PMI (%)


数据来源：wind，国信期货

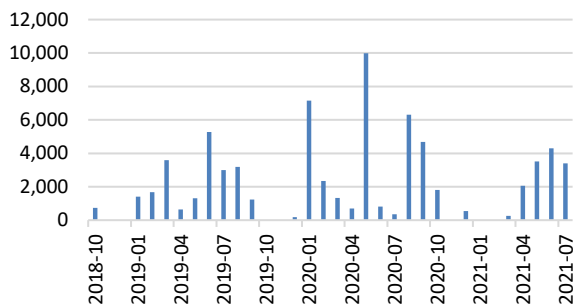
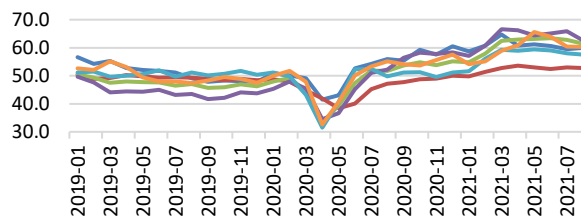
（六）四季度经济指标展望

一是基建投资力度有望加大，但操作空间相对有限。一方面，下半年地方政府专项债发行力度可能会有所加大，基建在下半年特别是在年底会开始发力。另一方面，基建上行空间有限。一是地方政府债务水平较高，去杠杆压力尚存。目前监管对地方隐性债务依旧维持着一定的压力。二是能够承接专项债资金的优质项目相对有限。

二是经济下行压力较大，宏观政策有望由“宽货币，紧信用”向“宽货币，稳信用”转型。全球供应链修复加速，对我国商品需求依赖度有可能会降低。全球主要国家制造业 PMI 指数在临界点以上，甚至部分国家远高于 50%。美国制造业 PMI 进口数据高位回落，同时随着“群体免疫”接种率的实现及后续疫情的有效控制，美国社会对服务的需求将有较大的跃升。这无疑将会对我国四季度的出口形成一定的压制。反观国内，预计四季度信贷规模将有所扩大，尤其是对中小型企业的中长期贷款将会进一步放宽。

图：地方政府专项债及主要国家制造业 PMI (亿元，%)

地方政府债新增专项债券:当月值


 美国:制造业PMI 日本:制造业PMI
 欧元区:制造业PMI 德国:制造业PMI
 法国:制造业PMI 英国:制造业PMI


数据来源: wind, 国信期货

二、美国: 美联储四季度 Taper 几成定局, 2022 年加息概率大增

美国东部时间 9 月 22 日, 美联储公布最新的利率决议, 宣布维持联邦基金利率目标区间在零至 0.25% 之间, 同时表示缩减购债规模可能将“很快开始”。此外, 美联储大幅下调了今年的美国经济展望, 并上调了通胀预期。历次的美联储议息会议往往决定了美国宏观经济政策基调, 极大地影响作为全球资产定价之锚——美债收益率和作为全球大宗商品定价的美元后续走势, 间接影响全球其他国家宏观经济政策。因此备受市场各方关注。

(一) 美联储 FOMC 会议决议主要内容

在此次 9 月的 FOMC 议息会议上, 美联储在利率决议、缩表、加息及经济指标预测方面均有所表示。

(1) 在利率决议方面, 美联储继续将基准利率维持在 0-0.25% 不变, 重申将维持利率在当前水平直至实现其最大就业和物价稳定的双重目标。理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率维持在 0.15%, 自 2021 年 9 月 23 日起生效。基础信贷利率维持在 0.25% 不变, 符合市场预期。(2) 在资产负债表缩表方面, 美联储重申将“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展之前”, 继续以每个月不低于 800 亿美元的速度购买国债、以每个月不低于 400 亿美元的速度购买 MBS, 并根据促进平稳的市场运作、提供宽松金融条件的需要来增持国债和 MBS、购买 CMBS, 从而支持信贷流向家庭和企业; 进行报价利率为 0.05% 的隔夜逆回购协议操作, 每天每方交易限额为 1600 亿美元。同时声称“如果进展大致如预期, 则资产购买步伐可能很快就会放缓”。(3) 加息及经济增长预测方面, 此次议息会议美联储下调了 2021 年 GDP 预期、上调失业率预期, 同时上调 2021-2023 年通胀预期。具体为, 经济增长方面, 美联储预期 2021 年 GDP 增长 5.9%, 6 月预期 7.0%; 预期 2022 年增长 3.8%, 6 月预期 3.3%; 预期 2023 年增长 2.5%, 6 月预期 2.4%; 预期 2024 年增长 2.0%; 更长周期预计增长 1.8%, 6 月预期增长 1.8%, 预期保持一致。失业率方面, 美联储预期 2021 年为 4.8%, 6 月预期 4.5%; 预期 2022 年为 3.8%, 6 月预期 3.8%; 预期 2023 年为 3.5%, 6 月预期 3.5%; 预期 2024 年增长 3.5%; 更长周期预期为 4.0%, 今年 6 月预期 4.0%, 预期保持一致。通胀方面, 美联储预期 2021 年 PCE 通胀率为 4.2%, 6 月预期 3.4%; 预期 2022 年为 2.2%, 6 月预期 2.1%; 预期 2023 年为 2.2%, 6 月预期 2.2%; 预期 2024 年增长 2.1%; 更长周期预期为 2.0%, 今年 6 月预期 2.0%, 预期保持一致。核心通胀方面, 预期 2021 年核心 PCE 通胀率为 3.7%, 6 月预期 3.0%; 预期 2022 年为 2.3%, 6 月预期 2.1%; 预期 2023 年为 2.2%, 6 月预期 2.1%; 预期 2024 年增长 2.1%。同时, 在加息点阵图方面,

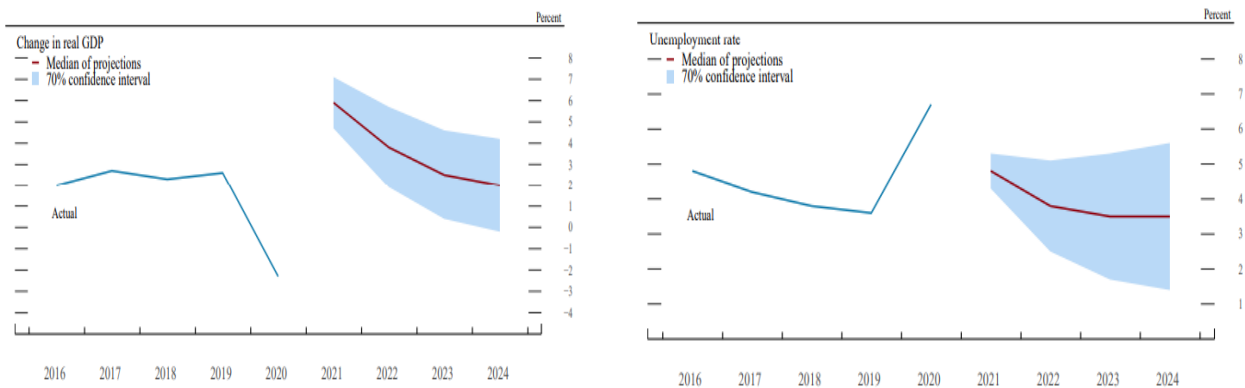
尽管鲍威尔一再强调 Taper 节奏与加息无关，但此次点阵图再度前移。点阵图显示所有委员均认为在 2021 年前不应加息；2022 年有 9 位官员认为应加息（6 月点阵图为 7 位）；2023 年有 17 位官员认为应加息（6 月点阵图为 13 位），且预期加息至 1% 以上的人数由 5 人提升至 9 人；首次发布的 2024 年预期显示所有官员均认为 2024 年应加息，认为应加息至 2% 以上的人数为 8 人。不难发现，加息点阵图已大幅前移。

图：美联储对经济的预测

| Variable | Median ¹ | | | | | Central Tendency ² | | | | | Range ³ | | | | |
|-----------------------------------------|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run |
| Change in real GDP | 5.9 | 3.8 | 2.5 | 2.0 | 1.8 | 5.8-6.0 | 3.4-4.5 | 2.2-2.5 | 2.0-2.2 | 1.8-2.0 | 5.5-6.3 | 3.1-4.9 | 1.8-3.0 | 1.8-2.5 | 1.6- |
| June projection | 7.0 | 3.3 | 2.4 | | 1.8 | 6.8-7.3 | 2.8-3.8 | 2.0-2.5 | | 1.8-2.0 | 6.3-7.8 | 2.6-4.2 | 1.7-2.7 | | 1.6- |
| Unemployment rate | 4.8 | 3.8 | 3.5 | 3.5 | 4.0 | 4.6-4.8 | 3.6-4.0 | 3.3-3.7 | 3.3-3.6 | 3.8-4.3 | 4.5-5.1 | 3.0-4.0 | 2.8-4.0 | 3.0-4.0 | 3.5- |
| June projection | 4.5 | 3.8 | 3.5 | | 4.0 | 4.4-4.8 | 3.5-4.0 | 3.2-3.8 | | 3.8-4.3 | 4.2-5.0 | 3.2-4.2 | 3.0-3.9 | | 3.5- |
| PCE inflation | 4.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 4.0-4.3 | 2.0-2.5 | 2.0-2.3 | 2.0-2.2 | 2.0 | 3.4-4.4 | 1.7-3.0 | 1.9-2.4 | 2.0-2.3 | 2. |
| June projection | 3.4 | 2.1 | 2.2 | | 2.0 | 3.1-3.5 | 1.9-2.3 | 2.0-2.2 | | 2.0 | 3.0-3.9 | 1.6-2.5 | 1.9-2.3 | | 2. |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.7 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | | 3.6-3.8 | 2.0-2.5 | 2.0-2.3 | 2.0-2.2 | | 3.5-4.2 | 1.9-2.8 | 2.0-2.3 | 2.0-2.4 | |
| June projection | 3.0 | 2.1 | 2.1 | | | 2.9-3.1 | 1.9-2.3 | 2.0-2.2 | | | 2.7-3.3 | 1.7-2.5 | 2.0-2.3 | | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 0.1 | 0.3 | 1.0 | 1.8 | 2.5 | 0.1 | 0.1-0.4 | 0.4-1.1 | 0.9-2.1 | 2.3-2.5 | 0.1 | 0.1-0.6 | 0.1-1.6 | 0.6-2.6 | 2.0- |
| June projection | 0.1 | 0.1 | 0.6 | | 2.5 | 0.1 | 0.1-0.4 | 0.1-1.1 | | 2.3-2.5 | 0.1 | 0.1-0.6 | 0.1-1.6 | | 2.0- |

数据来源：美联储，国信期货

图：70%的置信区间下对 GDP 及失业率的预测 (%)



数据来源：美联储，国信期货

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27045

