

拨云见日 ——四季度宏观经济和资本市场展望

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：谢钰、王丰、马骏、刘雅丽

相关报告

- 1 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化?
- 2 宏观专题 20220623: 居民拒绝债务, 是插曲还是序幕?
- 3 宏观专题 20220704: 美国通胀还会上行么? ——海外经济系列之三
- 4 宏观专题 20220722: 退税和减税, 有什么不同? ——财政系列研究之二
- 5 宏观专题 20220804: 欧洲有多难? 会向何处去?
- 6 宏观专题 20220810: 灵活就业如何反映经济周期?
- 7 宏观专题 20220815: 《芯片法案》如何影响进出口产业链?
- 8 宏观专题 20220822: 专项债限额空间怎么用? ——财政系列研究之三
- 9 宏观专题 20220826: 如何评估本轮缺电的影响? ——能源系列研究之二

投资要点

经济增长修复进程尚显波折, 年底海内外经济环境会有怎样的变化? 给资本市场又会带来怎样的影响? 本报告对此进行展开分析。

- **美国加息, 何时停止?** 美国的通胀其实很大程度上来自于输入型因素, 外部价格波动对其影响很大, 其中能源分项的带动作用尤甚, 俄乌冲突是推升能源价格的重要原因。欧洲的能源危机导致工业生产受限, 使得欧元区可能更早面临经济衰退。欧洲一旦真正地步入衰退, 由此带来的需求下滑, 也会拖累能源价格的下行。欧洲当前天然气库存水平虽高于 2021 年, 但明显低于 19 和 20 两年, 似乎不足以抵御冷冬。能源问题的最终解决很可能要依赖于欧盟与俄罗斯达成某种程度的和解。这就决定了, 在欧洲拉低能源价格的前提下, 美国通胀的下行, 并不必然以自身的经济衰退为代价。我们预计, 美联储后续一年左右的政策基调或将前鹰后鸽。
- **货币难松, 财政接力。** 在美联储加息时期, 年内逆势降息的经济体只有我国、俄罗斯和土耳其三者。逆势降息存在一定代价, 土耳其里拉兑美元汇率和俄罗斯汇率均出现过贬值。此外, 出口曾支撑人民币汇率强势, 但我国出口增速已露疲态, 汇率贬值压力加强。人民币汇率的贬值不仅体现在资金流出压力, 也会给通胀带来上行风险, 特别是核心 CPI 增速, 核心 CPI 的变化和资金价格水平高度相关。这意味着, 汇率贬值或将作为触发资金价格上行的诱因之一。我们认为, 货币宽松渐行渐远, 降息周期年内不会开启, 后续将由财政政策接替货币发力。近期国常会所做的政策部署, 也的确是沿着这一思路。一方面, 利用结存的 5000 亿元地方专项债限额, 要求 10 月底前发行完毕。另一方面, 政策性开发性金融工具额度也再加码 3000 亿元。专项债限额空间的动用, 流程相对简单, 无需再次审批, 这意味着实物工作量有望在三季度加快形成。从今年专项债投向来看, 基建相关占比约为六成。按照下达的专项债结存限额 5000 亿元的规模, 加上政策性银行信贷, 我们预计, 拉动基建投资增速 3-4 个百分点左右。财政政策的发力, 不仅对基建等投资增速形成支撑, 还会带动社融增速的上行。下半年社融增速或将趋平, 不至于出现显著下滑。
- **权益优于债券, 风险偏好渐复。** 三季度以来, 决定全球主要经济体股市表现的并非经济增长前景, 而是货币政策。在财政接续货币发力的背景下, 我国股市大幅调整的概率不高。疫情和地产是制约市场风险偏好修复的两大因素, 而我们预计, 两者后续均将有所改观, 虽然修复路径难免波折, 但趋势相对明确。即便各地疫情反复对于经济仍有冲击, 但在相似烈度的疫情程度下, 防控措施较前期有所缓和。对于入境人员的防控措施调整就是积极信号。在前期风险事件之后, 全国层面纾困基金的建立, 使地产风险情绪的发酵也有缓和。从现在到 2025 年, 我们测算每年住宅需求面积仍有 14-17 亿平方米, 对应着地产销售能够维持平稳。随着稳增长政策的发力, 宽信用效果终将显现, 资产荒行将终结, 权益的表现或将明显好于债市。至于权益市场内部, 消费和中游制造或有不错表现, 但制造的持仓体验可能要好于消费板块。一方面, PPI 增速的下行带来中游制造业成本的显著改善。另一方面, 退税对制造行业营收和利润也有助力。
- **风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。**

内容目录

- 1. 美国加息，何时停止? - 5 -
- 2. 货币难松，财政接力..... - 10 -
- 3. 权益优于债券，风险偏好渐复..... - 17 -

图表目录

图表 1: 美国 CPI 各分项受进口价格变动的影 响 (%)	- 5 -
图表 2: 美国 CPI 各分项同比增速贡献 (%)	- 6 -
图表 3: 美国 CPI 各分项环比增速贡献 (%)	- 6 -
图表 4: 欧盟能源消费来源分布 (%)	- 6 -
图表 5: 欧洲能源价格进一步飙升	- 6 -
图表 6: 德国天然气用途 (%)	- 7 -
图表 7: 德国工业生产指数低于欧盟整体	- 7 -
图表 8: 俄天然气断供拖累欧洲各经济体 GDP (%)	- 7 -
图表 9: 欧元区综合先行指标领先经济衰退	- 7 -
图表 10: 全球原油消费结构 (%)	- 8 -
图表 11: 全球制造业增加值结构 (%)	- 8 -
图表 12: 欧洲天然气库存水平	- 8 -
图表 13: 南方涛动指数指向拉尼娜	- 8 -
图表 14: 全球原油价格变化	- 9 -
图表 15: 不同情景下美国 CPI 同比增速预测 (%)	- 9 -
图表 16: 益普索关于美国最关心问题调查 (%)	- 10 -
图表 17: 市场对于美联储加息概率的预测 (%)	- 10 -
图表 18: 主要经济体政策利率变动情况 (%)	- 11 -
图表 19: 俄罗斯经常账户收支顺差及同比变化	- 11 -
图表 20: 俄罗斯和土耳其货币兑美元汇率	- 11 -
图表 21: 我国进出口增速与贸易差额	- 12 -
图表 22: 新兴市场净资本流动 (十亿美元)	- 12 -
图表 23: 人民币汇率与两国通胀增速之差	- 12 -
图表 24: 进口价格指数与核心 CPI 同比 (%)	- 13 -
图表 25: 核心 CPI 同比增速与 DR007 (%)	- 13 -
图表 26: 地方政府专项债务限额与余额	- 13 -
图表 27: 各省 (市) 专项债限额空间	- 14 -
图表 28: 地方政府使用限额空间的流程	- 14 -
图表 29: 新增专项债发行进度 (%)	- 15 -
图表 30: 2022 年专项债投向 (%)	- 15 -
图表 31: 新增财政存款规模 (亿元)	- 16 -
图表 32: 2022 年专项债各项目资本金比例 (%)	- 16 -
图表 33: 社融存量同比增速 (%)	- 17 -

图表 34: 各经济体三季度 PMI 和股市表现变化.....	- 17 -
图表 35: 各经济体三季度 PMI 和股市表现变化 (除印度)	- 17 -
图表 36: 疫情防控相关措施的变化.....	- 18 -
图表 37: 国际航班计划和执飞数量 (架次)	- 18 -
图表 38: 按路线区域季调后的载客里程收入 (RPK)	- 18 -
图表 39: 35 城地产销量同比增速 (%)	- 19 -
图表 40: 我国人口按住宅修建时间分布住房结构 (%)	- 19 -
图表 41: 票据转贴现利率出现回升 (%)	- 19 -
图表 42: 各行业的成本压力与成本传导能力.....	- 20 -
图表 43: 增值税留抵退税规模 (亿元)	- 20 -
图表 44: 留抵退税实施效果 (%)	- 20 -
图表 45: 重点税源企业各行业留抵税额占比 (%)	- 21 -
图表 46: 各行业留抵税额占营收和利润比重.....	- 21 -

在疫情冲击之下，二季度我国经济增速近乎归零。三季度已近尾声，然而经济增长修复进程尚显波折。党的大会即将召开之际，年底海内外经济环境会发生怎样的变化？给资本市场又会带来怎样的影响？本报告对此进行展开分析。

1. 美国加息，何时停止？

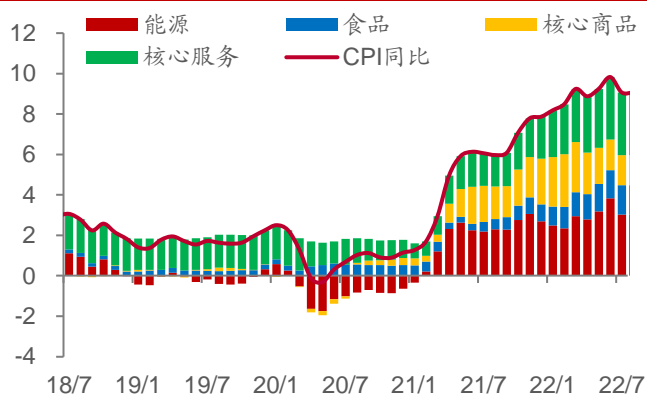
美国通胀攀高，四成来自输入因素。美联储货币政策的持续收缩，给全球资本市场带来了不小的调整压力，而这主要是由于美国国内通胀水平的高企。与我国形成鲜明对比的是，美国的通胀其实很大程度上来自于输入型因素，外部价格波动对其影响很大。我们发现，过去一年进口价格因素对美国通胀增速的贡献超过四成，而其中以能源分项为最，能源价格的绝大多数波动都来自于进口价格变化。

图表 1: 美国 CPI 各分项受进口价格变动的影响 (%)

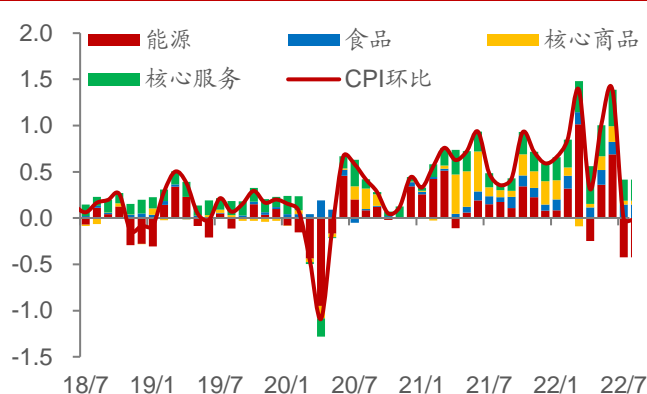
CPI 分项	直接效应	中间投入效应	合计	进口贡献比重
食品	0.14	0.18	0.32	23.9
能源	2.01	0.61	2.61	92.1
核心商品	0.37	0.21	0.58	32.1
核心服务	0	0.28	0.28	9.49
合计	2.52	1.28	3.80	42.4

来源：WIND，中泰证券研究所

能源分项带动不小。虽然美国 CPI 中能源分项权重并不算高，但从本轮美国通胀的上行来看，能源分项的带动作用着实不小。7 月美国 CPI 同比增速中三分之一均为能源分项贡献，而能源分项对 CPI 环比增速的贡献更是接近五成。

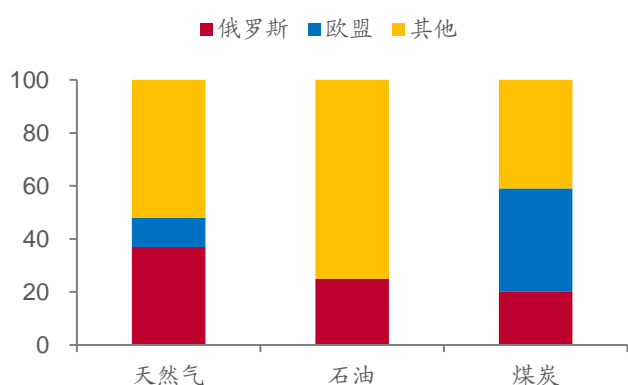
图表 2: 美国 CPI 各分项同比增速贡献 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

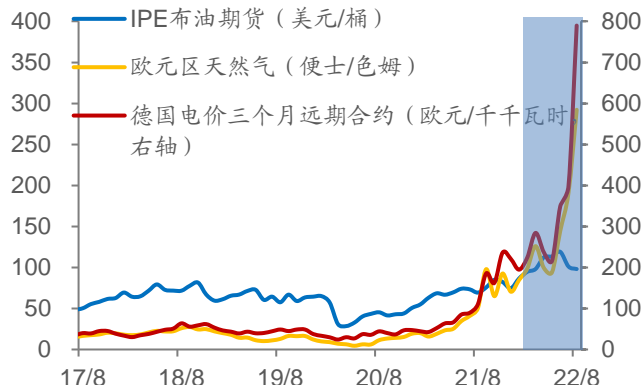
图表 3: 美国 CPI 各分项环比增速贡献 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

俄乌冲突推升价格。近期能源价格的大幅波动,毫无疑问,和俄乌冲突导致的欧洲局势紧张高度相关。从能源依赖度上来看,欧盟对于俄罗斯天然气的依赖接近四成,原油的依赖也有两成左右。对俄罗斯的制裁使得欧洲能源价格飙升,特别是天然气价格屡破新高。

图表 4: 欧盟能源消费来源分布 (%)


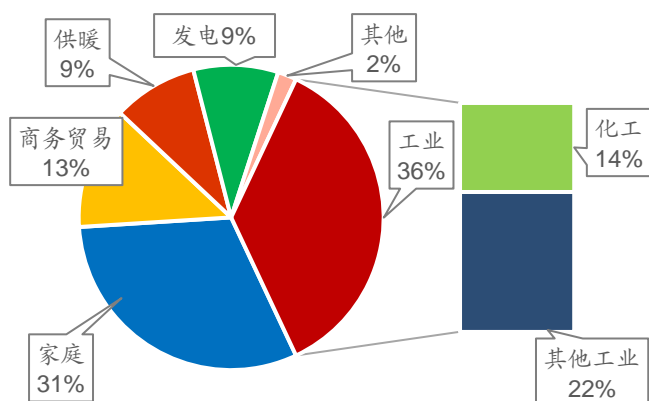
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 欧洲能源价格进一步飙升


来源: WIND, 中泰证券研究所

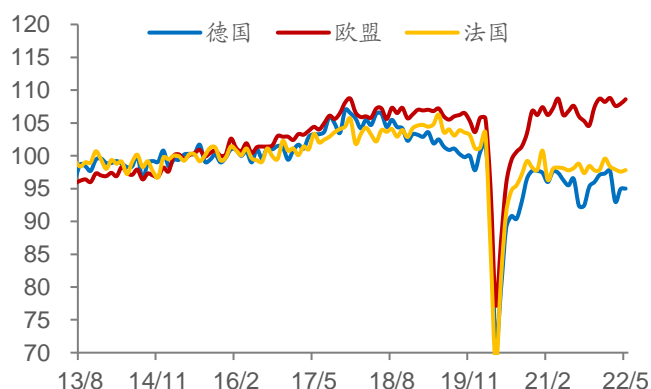
能源约束生产受限。能源危机也使得欧洲工业生产受限。以德国来看,天然气在德国用于工业和发电的比例合计接近一半,而能源的短缺使得德国工业生产明显偏慢,其工业生产指数显著低于欧盟整体水平。

图表 6: 德国天然气用途 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

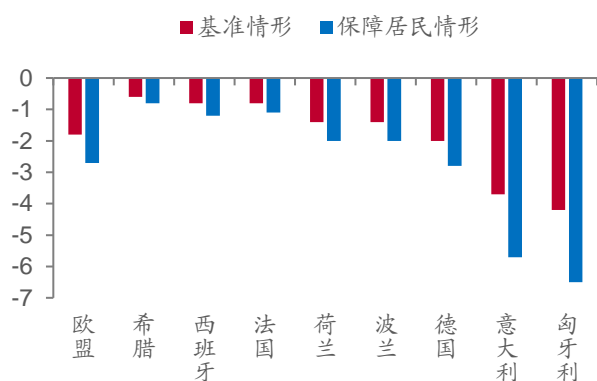
图表 7: 德国工业生产指数低于欧盟整体



来源: WIND, 中泰证券研究所

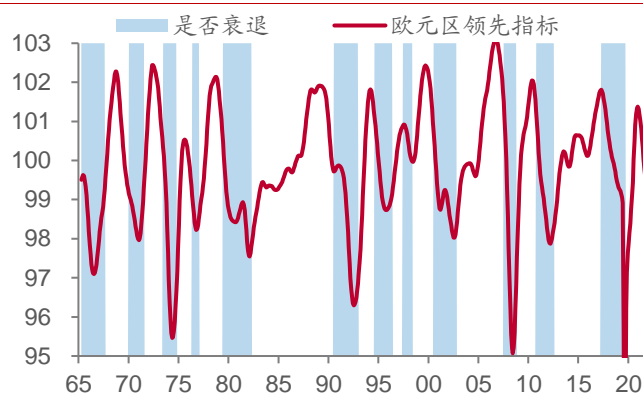
欧洲衰退可能更早。能源约束已经切实地影响到了欧洲的经济增长,这意味着欧元区面临着率先陷入经济衰退的风险。从时间和幅度上来看,欧洲的衰退或比美国来得更早,且程度更深。根据 OECD 的领先指标和经济衰退之间的过往经验,很可能欧元区三季度就将步入衰退区间。

图表 8: 俄天然气断供拖累欧洲各经济体 GDP (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

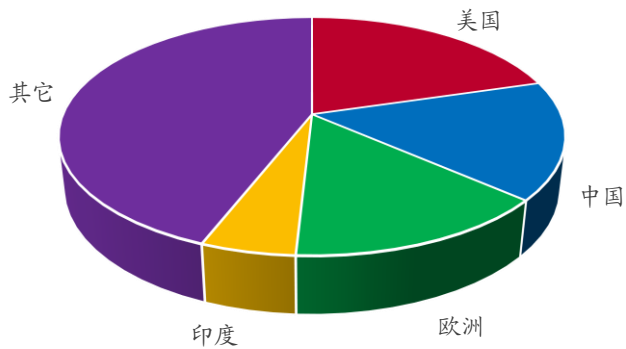
图表 9: 欧元区综合先行指标领先经济衰退



来源: WIND, 中泰证券研究所

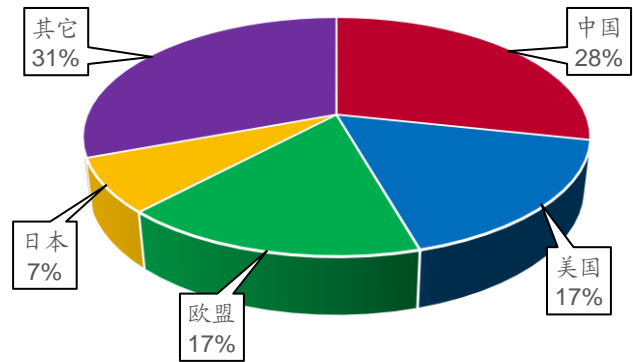
衰退来临油价承压。而欧洲一旦真正地步入衰退,由此带来的需求下滑,就会拖累能源价格的下行。从能源消费比重来看,欧洲在全球原油消费中占比约为 15%,即便考虑到制造业的体量,欧盟占全球制造业增加值比重也有 17%左右,这一水平虽较中美略低,但也相差不大。根据我们的估计,如果不考虑供给因素的变化,欧元区衰退带来的需求下滑,将拖累油价至少降至 80 美元/桶-90 美元/桶这一区间。

图表 10: 全球原油消费结构 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

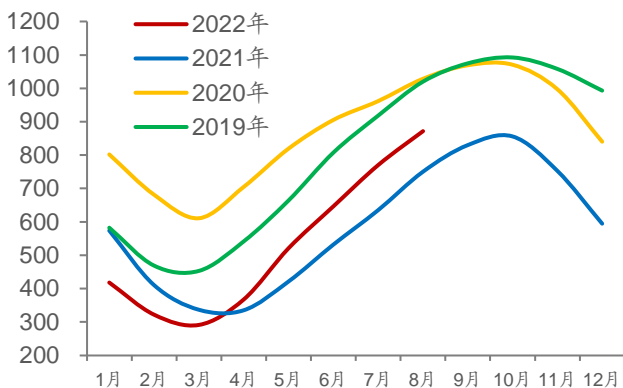
图表 11: 全球制造业增加值结构 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

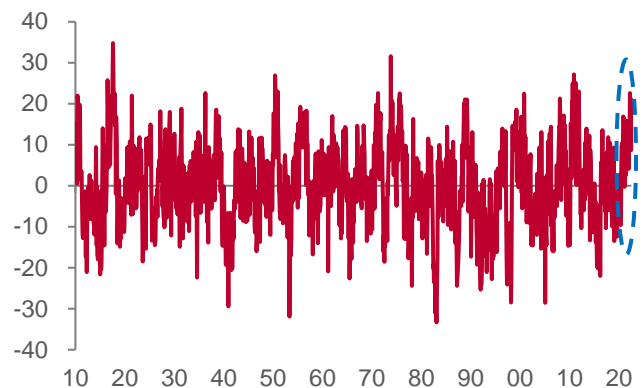
冷冬概率不低, 能源库存不足。从今年夏季的酷暑天气来看, 意味着冬季冷冬的概率也并不低。根据南方涛动指数的变化来看, 也指向全球拉尼娜现象或将持续, 且是少有的“三重”拉尼娜。而欧洲当前能源储备明显不足, 天然气库存水平虽高于 2021 年, 但明显低于 19 和 20 两年, 似乎不足以抵御冷冬。

图表 12: 欧洲天然气库存水平



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 南方涛动指数指向拉尼娜



来源: WIND, 中泰证券研究所

能源库存不足, 而南方涛动指数指向拉尼娜, 冷冬概率不低, 能源储备明显不足, 似乎不足以抵御冷冬。

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_46070



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn