

国信期货宏观季报

宏观

中国经济弱修复 美联储鹰派重现

2022年09月25日

主要结论

中国经济持续弱修复：据我国8月的经济数据显示，工业生产尚处复苏阶段，行业分化特征明显；出口与消费同比改善，但后续动能较弱；基建与制造业投资稳健增长，房地产投资仍不理想。另外，8月数据的小幅回暖一定程度上是低基数效应的影响，9月经济数据或将有所回落。整体来看，尽管目前地缘政治充满高度不确定性、全国省份及社区疫情外溢风险仍存，我国已进入弱修复通道，消费、投资、生产等恢复均在预期内运行。同时，自2022年3月以来，人民币兑美元汇率呈现贬值态势，上周在岸与离岸人民币汇率均跌破7。短期来看，由于国内经济处于弱复苏，中美货币政策和利率持续背离，预期人民币兑美元汇率仍将处于高位，我国产品出口型、原材料进口型以及高美元负债行业将受到人民币汇率贬值的相关影响。

美联储四季度延续鹰派：美国8月消费者价格指数（CPI）同比增长8.3%，预估为8.1%，同比涨幅仍处历史高位；环比增长0.1%，较7月提升0.1个百分点，数据提示美国通胀形势仍未好转。美联储发布9月议息会议声明，上调联邦基金目标利率75BP至3.00%—3.25%区间，并按照5月FOMC提出的自9月起减持600亿美元/月美债与350亿美元/月MBS的节奏开始提速缩表。会议继续下调经济预期，并上调通胀预期。鲍威尔表示仍将坚决致力于降低通货膨胀，目前通胀预期似乎得到了良好的控制。由于美国目前工业生产以及消费情况均好于市场预期。美国8月工业生产数据虽环比增速有小幅回落，但同比跌幅较上月有所回升，依然保持在正向增长区间；同时，8月零售销售的实际增速稳步提升，作为美国个人消费支出增速的前瞻性指标，意味着美国消费将进入相对稳健的增长通道。整体来看，美国从供给端到需求端仍然具有一定韧性。我们认为即使美国近期“鹰”派情绪较浓，但进入实质性衰退的风险并不大，当通胀在明年接近目标水平后，货币政策也将迎来转变。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

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。

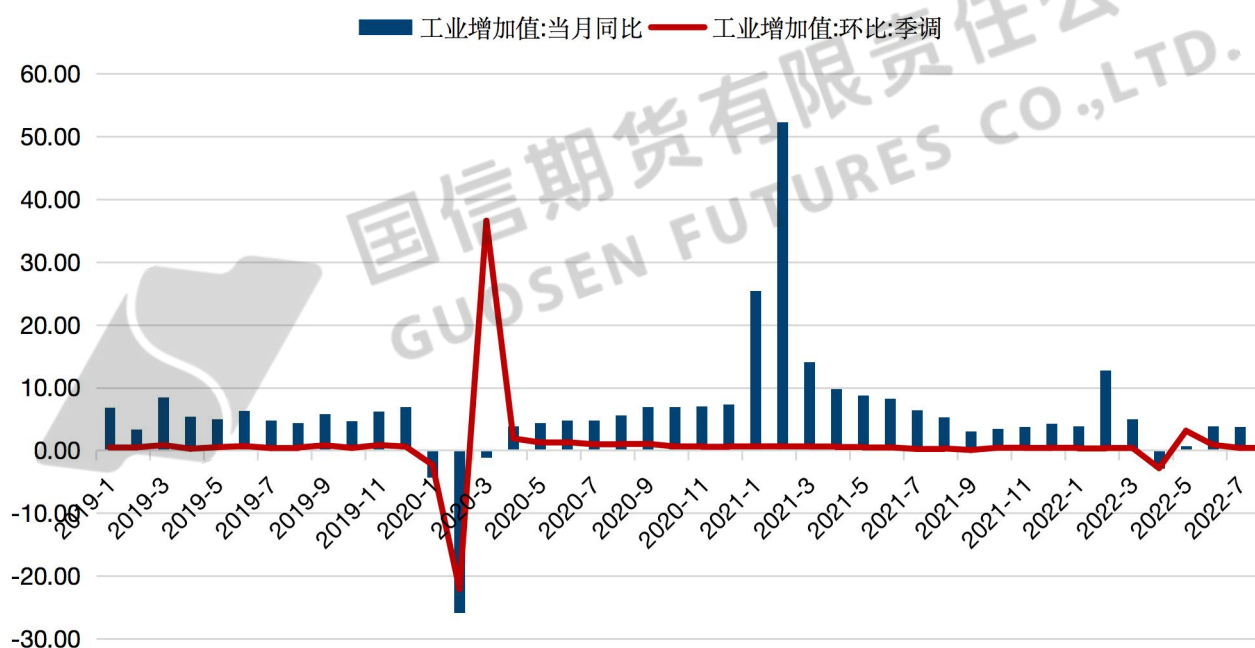
一、中国：四季度继续弱修复，汇率贬值影响扩大

据我国 8 月的经济数据显示，工业生产尚处复苏阶段，行业分化特征明显；出口与消费同比改善，但后续动能较弱；基建与制造业投资稳健增长，房地产投资仍不理想。另外，8 月数据的小幅回暖一定程度上是低基数效应的影响，9 月经济数据或将有所回落。整体来看，8 月数据尽管目前地缘政治充满高度不确定性、全国省份及社区疫情外溢风险仍存，我国已进入弱修复通道，消费、投资、生产等恢复均在预期内运行。

（一）工业生产边际改善

据国家统计局数据显示，我国 8 月规模以上工业增加值同比增长 4.2%，超出市场预期 0.3 个百分点，高于前值 0.4 个百分点。同时，8 月制造业采购经理指数 PMI 为 49.4%，较上月上升 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回升。8 月工业生产与 PMI 边际改善特征基本符合，呈现处我国生产方面的弱复苏格局正在形成。

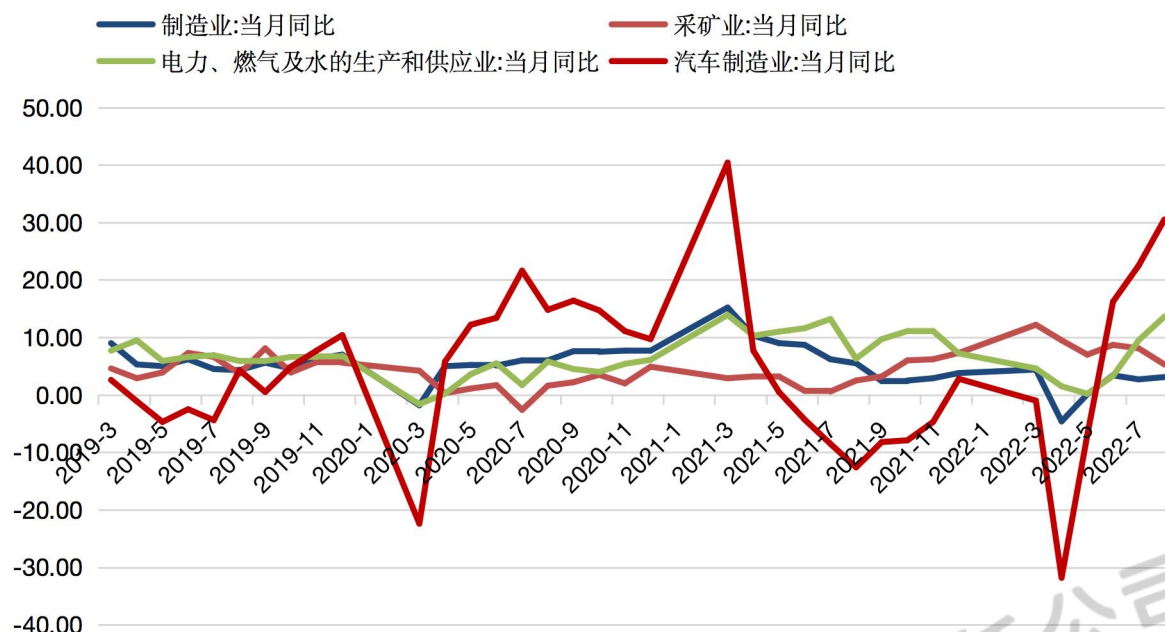
图：8 月工业增加值同比与环比



数据来源：Wind，国信期货

从三大门类来看，采矿业同比增长 5.3%，部分受基数效应影响而边际走弱，较上月低 2.8 个百分点，但实际仍然较强；制造业增加值在经济弱复苏的格局下，增长稳定，当月同比增长 3.1%，较上月高出 0.4 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 13.6%，原因在于罕见高温推升需求激增，较上月高出 4.1 个百分点，行业景气度较高。

图：工业增加值行业分项当月同比



数据来源：Wind，国信期货

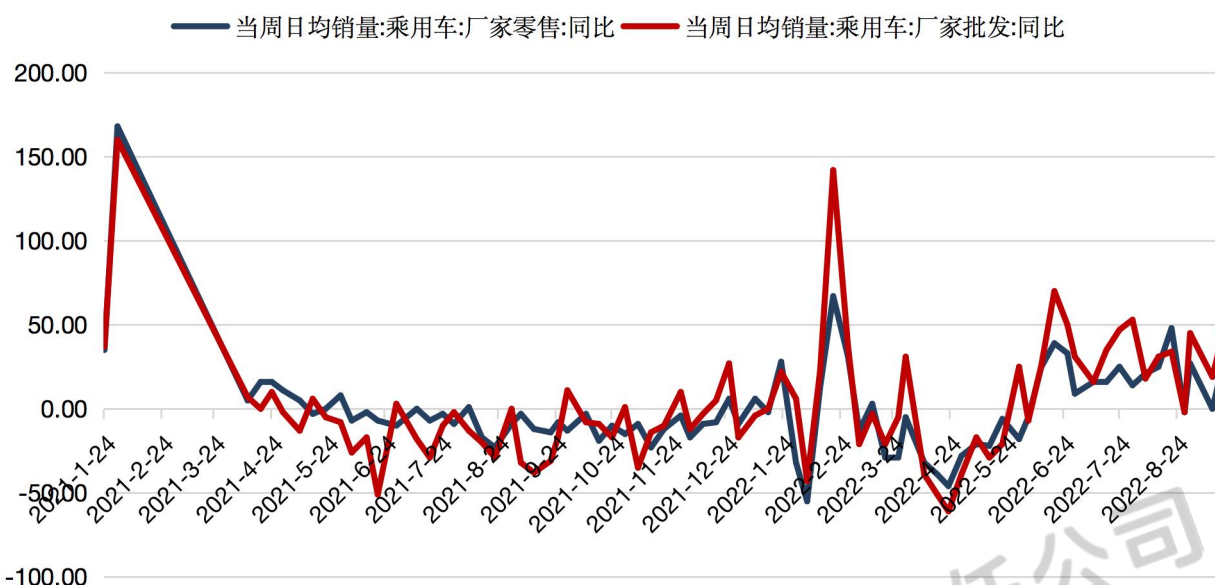
从细分行业来看，行业装备制造业增长较快，同比增长9.5%，较上月增长1.1个百分点；在销售政策的刺激下，汽车制造业增长十分显著，同比增速达30.5%，较上月提高8个百分点；生产相关的通用设备和专用设备行业边际改善，但幅度有限；高技术制造业在去年高基数效应的影响下，同比增速为4.6%，边际下行1.3个百分点，同时三年复合同比与上月基本持平；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速为5.5%，边际下降1.8个百分点；在目前出口边际走弱的情况下，本年度出口改善的消费类制造业、农副食品、食品制造以及酒、饮料和精制茶业增加值的同比增长率均有所下行；高能耗行业方面，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业的增加值分别同比增长1.3%和3.6%，较上月提升3以及1.3个百分点，而非金属矿物质和化学原料及化学制品行业同比有所走弱。

（二）消费改善实质偏弱

由于去年的低基数效应、国内经济大省的疫情缓解以及消费政策的刺激下，8月份我国社会消费品零售总额同比增长5.4%，超出市场预期1.2个百分点，较前值高出2.7个百分点；然而，社零消费环比季调后下降0.05%，基本与上月持平，并从三年复合同比来看，8月同比增长2.8%，较上月下降0.5个百分点。其中，除汽车以外的消费增长4.3%，同比改善2.4个百分点，不及整体的改善幅度，意味着汽车消费的支撑作用显著，其他消费增长并不十分有力。

从各个分项来看，餐饮消费同比增长8.4%，较上月增加9.9个百分点；商品零售当月同比增长5.1%，较上月增加1.9个百分点，但两者三年复合同比均呈现下降趋势。其中，必需品相关消费如粮油食品、饮料、烟酒、服装鞋帽的消费同比继续显著改善，部分原因在于低基数效应影响，从三年的复合同比来看，均有1个百分点左右的下行，文化办公类产品同比虽然下滑显著，但是三年复合同比有3.1个百分点的上行。可选消费方面，金银珠宝继续保持较高增速，同比增长7.2%，较上月下行14.9个百分点。

图：8月乘用车销售情况



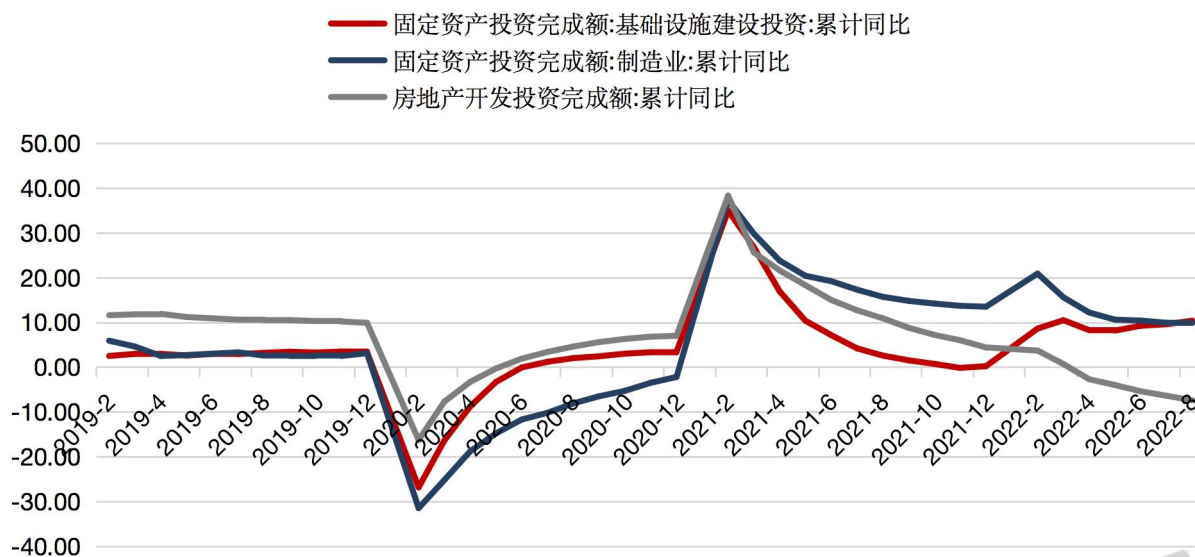
数据来源：Wind，国信期货

目前国内疫情处于多点散发态势，其中多数为旅游城市，加之中秋节和国庆节相邻较近，中秋消费将一定程度上影响国庆期间消费，疫情的不确定性和双节间隙较近两点因素可能造成国庆期间消费不及预期。根据高频数据来看，9月前两周乘用车市场零售46.2万辆，同比增长0%，较上月同期下降11%；全国乘用车厂商批发52.6万辆，同比增长19%，较上月同期增长0%。由于国庆假期，部分地区倡导如无必要就地过节，人员流动的减缓可能对汽车销售数据存在扰动。

（三）固定资产投资改善明显，房地产市场依然低迷

据统计，8月固定资产投资同比增长6.4%，较上月增加2.8个百分点，修复情况良好。从三大分项来看，基建的快速提升与制造业投资的稳健增长为我国整体投资提供支撑，8月同比增速分别为14.2%和10.6%，较上月分别提升5.1个和3.0个百分点。然而，房地产投资仍处于底部阶段，尚未出现明显回暖迹象，当月同比下降13.8%，跌幅较上月扩大1.2个百分点。我们认为在目前稳增长政策陆续落地的情况下，基建与制造业投资将继续支撑年内固定投资的提升，对稳定经济大盘有到关键作用。

图：固定资产投资三大门类同比增速

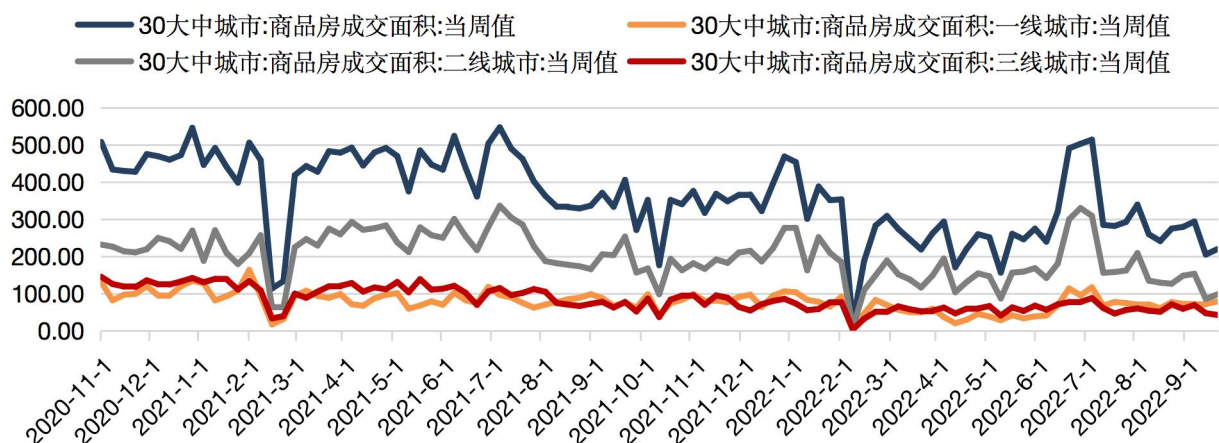


数据来源：Wind，国信期货

基础设施建设方面，8月增速大于14%，其中，交通道路投资有显著边际改善，铁路和道路运输累计同比增速分别为-2.4%与1.3%，分别修复2.6个与1.5个百分点；水利和公共设施管理业持续较快增速，累计同比增速分别为15.0%与13.1%，较上月分别提升0.5个和1.4个百分点。**制造业方面**，在稳增长与出口韧性的支持下，总体呈现稳健增长的态势，8月同比增速达到10.6%，但全球紧缩进程加速正使得海外需求陷入萎缩，四季度出口将大幅承压。从具体分项来看，农副食品、食品制造以及纺织业投资累计同比增速分别为15.8%、17.0%与7.6%，分别较上月提升0.6个、0.3个与0.8个百分点。另外，装备制造业投资整体更具韧性。其中，与生产相关的专用设备和通用设备同比增速分别为15.0%与16.9%，较上月下滑1.3个与0.6个百分点。在刺激提振下，汽车投资8月同比增长12.9%，较上月改善3个百分点。

房地产投资方面，1-8月累计同比下降7.4%，降幅较上月下降1个百分点；8月当月房地产开发投资同比下降13.8%，降幅较7月扩大1.5个百分点；当月环比增长1.7%，显著低于2017年以来最低季节性环比；三年平均增速为-1.1%，降幅较7月扩大0.8个百分点。总体来看，地产负增长局面并未得到明显改善，投资持续低于季节性表现，年内或难以企稳。

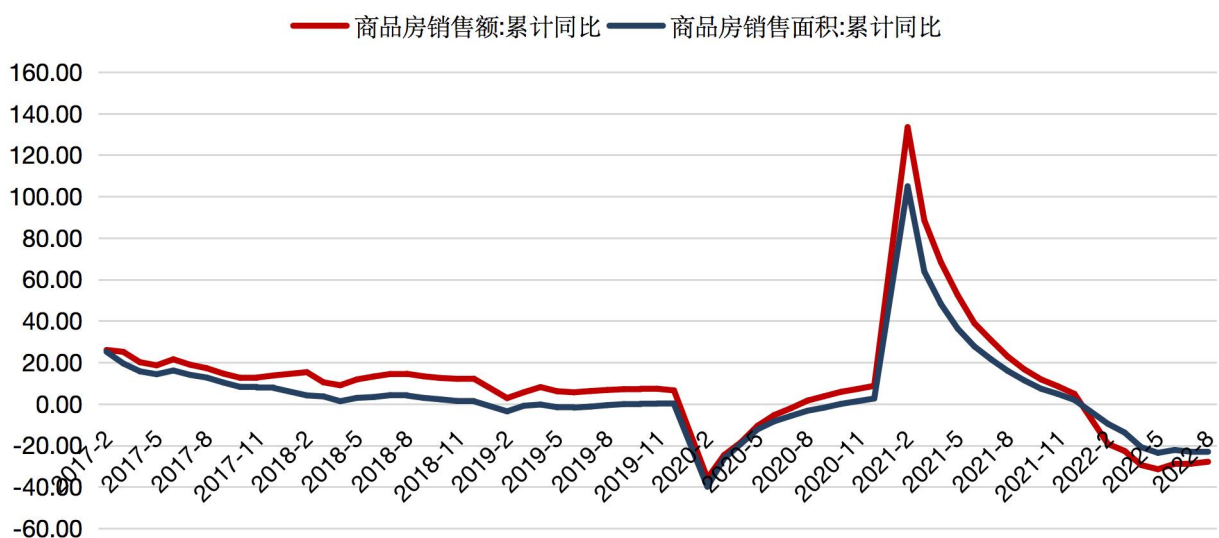
图：地产销售环节之前的指标全线下跌



数据来源：Wind，国信期货

从分项来看，土地购置面积累计同比继续大幅下滑 49.7%，已连续 7 个月呈现 40% 以上的滑落，当前尚未企稳。从施工过程来看，8 月的总施工面积累计同比下滑 4.5%，较上月多降 0.8 个百分点。8 月当月新开工面积与施工面积增速仍在底部徘徊，但保交楼政策推动下的竣工增速大幅好转。上述三者同比增速分别为 -45.7%、-47.8%、-2.5%，三年平均增速则分别为 -22.6%、-20.7%、4.1%。销售有所改善但未见明显起色。1-8 月商品房销售额累计同比下滑 27.9%，较上月回升 0.9 个百分点。8 月当月商品房销售额同比下滑 22.6%；三年平均增速为 -6.2%，虽然较 7 月有所改善但整体仍在近几个月的低位。从高频数据看，9 月前 18 天 30 大中城市商品房成交面积同比增速再度下探至 -42%，其中一线城市增速为 -0.5%，接近 2021 年同期水平，二线城市增速为 -59.8%，原因在于部分地区疫情因素影响，三线城市增速为 -28.7%。销售端的低迷同时影响房地产企业的资金来源端，其中 1-8 月到位资金累计同比增速为 -25.0%，虽比 7 月回升 0.8 个百分点，但国内贷款与房企自筹项三年平均增速均有所下滑，提示房企资金端存在明显拖累。

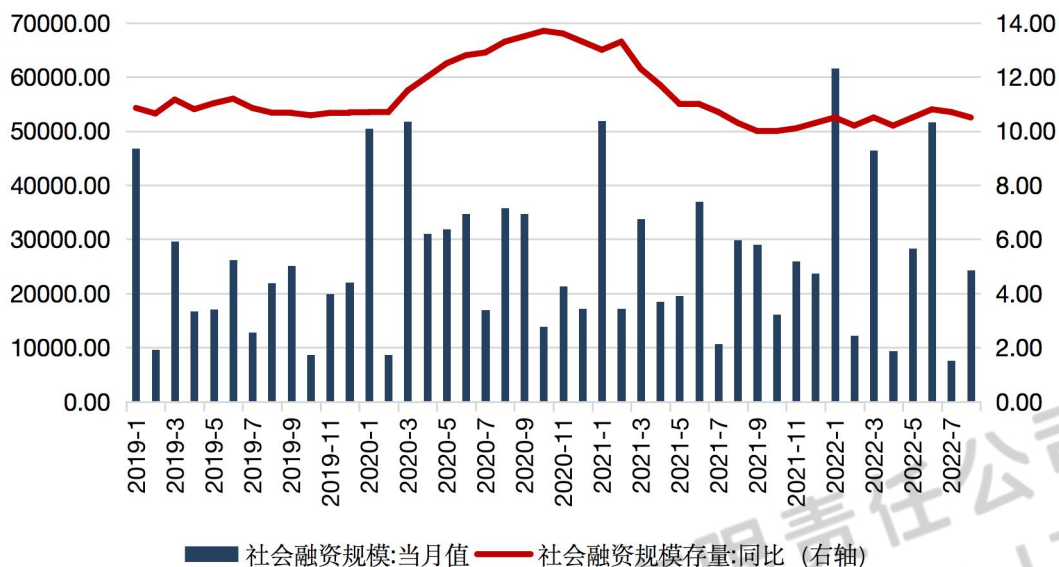
图：商品房销售面积与销售额持续低位



数据来源：Wind，国信期货

(四) 实体经济信用修复慢于货币扩张

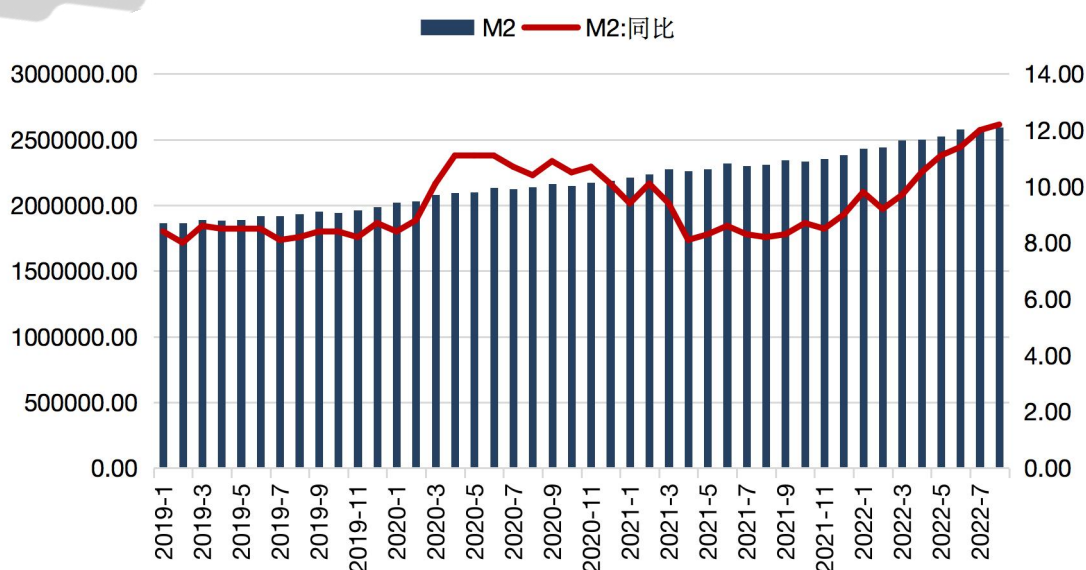
图：社融规模与社融存量同比 (2019.1–2022.7)



数据来源：Wind，国信期货

据央行数据显示，8月社会融资规模增量为2.43万亿元，比上年同期少5571亿元，总体来看新增社融超出市场预期，社融总体呈现弱修复状态。另外，截至8月末广义货币M2余额为259.51万亿元，同比增长12.2%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和4个百分点。

图：M2与M2同比增速 (2019.1–2022.7)



数据来源：Wind，国信期货

从同比来看，虽然8月新增社融较去年8月低5600亿元左右，但主要由政府债券和企业债券的减少所影响。从更具预测意义的长期信贷指标来看，居民新增中长期贷款同比少增幅度较7月有所缩窄，企业新增中长期贷款从7月的同比少增近1500亿元变为同比多增2100亿元左右，提示在目前持续的宽货币和宽信用政策下，实体经济的内在融资需求在稳步修复，对未来经济的企稳奠定了良好基础。

目前，最值得关注的问题是，实体经济信用修复的速度持续慢于经济系统货币扩张的速度。8月M2同比较社融存量同比高出1.7个百分点，是M2增速连续第五个月高于社融增速。M2中不仅包含央行投入的基础货币，也包含经济系统通过贷款派生出的次级货币，因此M2增速可看作是经济系统中货币量的增速。社融增速可看作货币从整个金融系统向实体经济流入的速度。当M2增速持续高于社融增速，则代表着货币创造的速度高于货币向实体经济的流速，表明大量货币仍然留在金融系统内空转，并未形成实体经济的有效信用扩张。下一阶段宏观政策的主要目标在于促进货币从供给端向信用端扩张，推动宽货币政策向实体经济宽信用的有效扩张。

(五) 人民币汇率贬值影响或将扩大

自2022年3月以来，人民币兑美元汇率呈现贬值态势，上周在岸与离岸人民币汇率均跌破7。短期来看，由于国内经济处于弱复苏，中美货币政策和利率持续背离，预期人民币兑美元汇率仍将处于高位，我们从产品出口型、原材料进口型以及高美元负债方面梳理了人民币汇率贬值对各行业业绩的影响。

图：人民币汇率变动情况（2016—至今）



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_46533

