



2022年10月11日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

· 从业资格编号 F3073548

· 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



## 国内经济延续弱修复，海外博弈通胀与衰退

### 内容提要

**中国抑滞，海外防胀：**年初以来宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线，而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动。而三季度宏观主线继续延续“中国抑滞”和“海外防胀”，国内疫情反复+地产风波+高温扰动，经济修复动能偏弱，政策重心仍是稳增长；美国通胀拐点渐进但核心通胀粘性仍强，海外加息进程仍在加快，全球经济衰退风险升温。

**经济修复是短期主线，但天花板效应下经济仍低于潜在增速：**今年疫情冲击再挖坑，4-5月应是今年经济的最低点。而随着疫情缓解、以及政策的累积效应，经济出谷爬坡，进入低层次修复阶段，疫后修复是经济短期主线。但错失的需求并非都能完全回补，且经济短期修复仍受到本轮疫情的长尾效应、“高频次+低量级”的新常态化防控模式、“地产+出口”两大经济动能回落、居民和企业收入受损预期不稳、以及美联储加息周期约束国内政策空间的影响。本轮疫后经济修复压力大于2020年，微观主体活力不足制约经济修复斜率，经济修复的天花板效应更低，总需求仍难回到趋势水平上。

**国内宏观经济仍处弱修复阶段：**当前中国经济处在新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济正在慢慢弱化，而以新能源为首的新动能仍未形成足够的对冲力量，经济修复动能整体偏弱。疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱。往后看，疫情和高温天气的短期扰动减弱，但地产仍是中长期主要矛盾，四季度国内宏观主线仍呈现“地产去杠杆是内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”的主要结构。稳增长发力效应叠加四季度低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，但海外经济衰退渐进对外需的拖累将逐渐显现，微观主体活力不足下经济仍处弱修复阶段，经济增长仍低于潜在增速。

**海外依然是通胀与衰退的博弈：**海外高通胀压力下美欧货币政策快速收敛，地产端大幅走弱叠加收益率曲线深度倒挂，市场衰退担忧升温。但大量的超额储蓄和偏紧的劳动力市场仍支撑美国基本面韧性，叠加美国住房和服务业通胀粘性

请务必仔细阅读正文之后的声明

仍高下控通胀尚未完成，紧缩忧虑再度回摆，美联储9月加息75个基点后，点阵图仍预示11/12月或分别加息75/50bp。

我们认为加息的背后是通胀，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，偏紧的劳动力市场强化了工资和通胀的粘性，通胀拐点逐步确认但粘性通胀超预期，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值。在通胀下行趋势变得更加清晰之前，美联储不太可能放弃其激进的货币紧缩路线，而对潜在的经济衰退容忍度在上升。后续加息节奏的放缓仍需要经济进一步走弱、劳动力市场降温、通胀拐点确认等多方面数据共同配合，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。欧洲通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，全球比差逻辑下年内美元仍有支撑，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

**政策重回稳增长：**稳增长压力触发超预期降息，引导5年期LPR利率调降加快，“准财政”也协同发力。往后看，降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续2~3个月的回升，而当前实体融资需求仍处走弱阶段，货币政策宽松周期延续，“核心CPI低位+PPI回落”结构下通胀并非主要矛盾。而在货币和汇率的内外平衡方面，我们认为当前人民币汇率更多是强美元之下的一种“被动贬值”，对一篮子货币依然维持平稳。8月央行超预期降息确认货币政策“以内为主”基调，同时外汇宏观审慎工具的使用意在兼顾外部平衡，短期对于降息等价格型工具使用更偏谨慎，但5年期LPR仍有调降空间。

**宏观主线决定资产定价：**经济弱复苏叠加流动性宽松阶段，债券没有大的风险，货币能否进一步宽松以及利率是否还有下行空间，则取决于房地产销售和出口的变化，房地产销售是否有改观、或者欧美经济是否出现深度衰退是关键。长端利率2.6%仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近2.8%水平仍有配置和交易价值。股票整体偏中性，估值和情绪指标已处于底部区域，宏观流动性充裕也形成底部支撑，但经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，短期缺乏主线下指数没有大的上涨和下跌空间，仍待流动性改善叠加盈利预期转向的合力支撑，而个股板块仍呈结构性机会。全球总需求下行+供给端矛盾缓解+全球流动性退潮，商品进入下跌周期，商品价格驱动从供给端收缩向需求走弱转换，国内稳增长+海外衰退渐进，商品结构或表现为内需定价的黑色系商品相对好于外需定价的商品。

## 风险提示

疫情超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

## 目录

一、	宏观主线和扰动	4
1.	中国抑滞，海外防胀	4
2.	经济修复是短期主线	5
3.	疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱	7
二、	国内宏观经济弱修复	9
1.	地产去杠杆是内需下行的主线	9
2.	出口“减速+韧性”是关键词，重点关注海外需求放缓斜率	13
3.	基建仍是稳增长的重要抓手	15
三、	海外仍是通胀与衰退的博弈	16
1.	通胀高企加剧紧缩压力，海外经济衰退渐进	16
2.	超额储蓄支撑美国基本面韧性和就业强劲，紧缩交易回摆	18
3.	加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易	19
4.	衰退担忧暂难逼退紧缩步伐，全球比差模式下强美元拐点未现	22
四、	政策重回稳增长	23
1.	稳增长压力触发超预期降息，“准财政”协同发力	23
2.	实体融资需求走弱阶段，货币政策宽松周期延续	24
3.	货币和汇率的内外平衡	25
五、	资产定价	27
1.	经济主线和扰动主导资产价格	27
2.	货币宽松下债券没有大的风险	28
3.	股票整体偏中性，结构性机会为主	29
4.	全球总需求下行阶段商品进入下跌周期	31
	重要声明	32

## 一、宏观主线和扰动

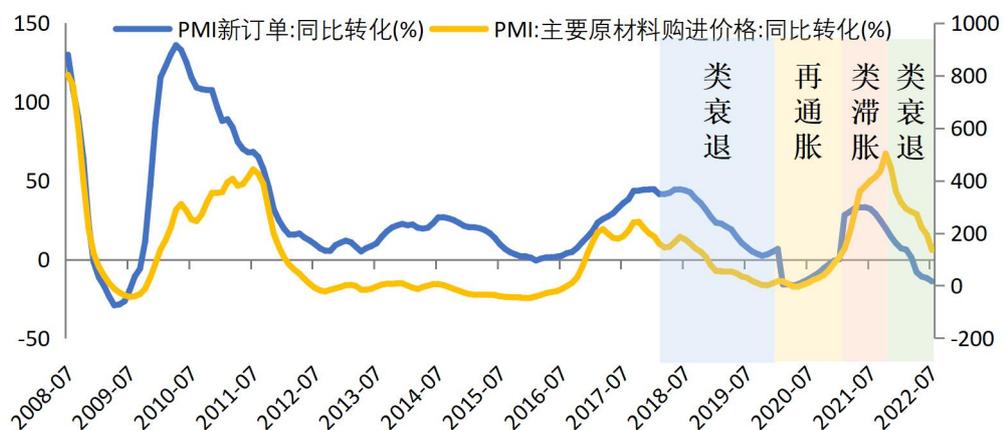
### 1. 中国抑滞，海外防胀

年初以来宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线，而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动。而三季度宏观主线继续延续“中国抑滞”和“海外防胀”，国内疫情反复+地产风波+高温扰动，经济修复动能偏弱，政策重心仍是稳增长；美国通胀拐点渐进但核心通胀粘性仍强，海外加息进程仍在加快，全球经济衰退风险升温。

① **海外防胀**，疫后宽松政策支撑需求上行斜率明显偏高，叠加疫情影响全球供应链受阻下供给修复速度慢于需求，供应缺口推升海外通胀超预期上行。而俄乌冲突又加剧了供应链问题，进一步推升全球通胀上行压力，海外加息进程加快下全球经济衰退风险升温。

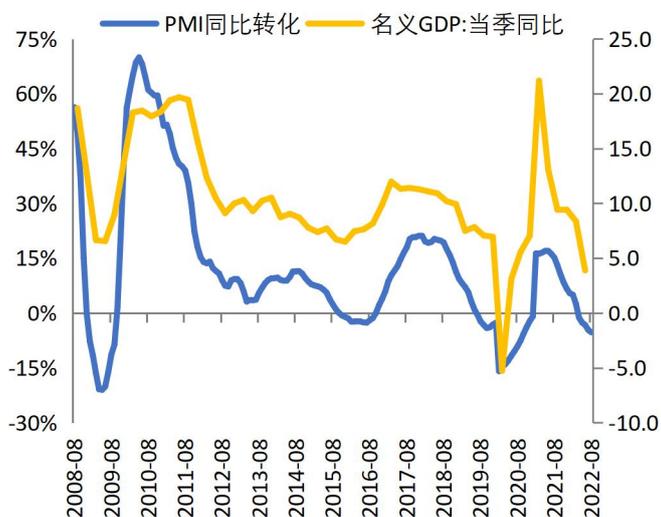
② **中国抑滞**，2021年金融政策收紧+地方隐性债务监管趋严+地产调控升温、叠加疫情常态化防控下消费修复的天花板效应，经济内生动能走弱，四季度经济从“类滞胀”向“类衰退”切换，稳增长压力加大。而今年“稳增长”主线遇上“疫情反弹+地产周期性下行风险+海外紧缩+地缘政治风险”多重扰动，宏观经济“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力加大。

图 1：经济从“类滞胀”到“类衰退”（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：宏观主线叠加扰动下经济下行压力加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：海外紧缩防胀是主线（%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 经济修复是短期主线

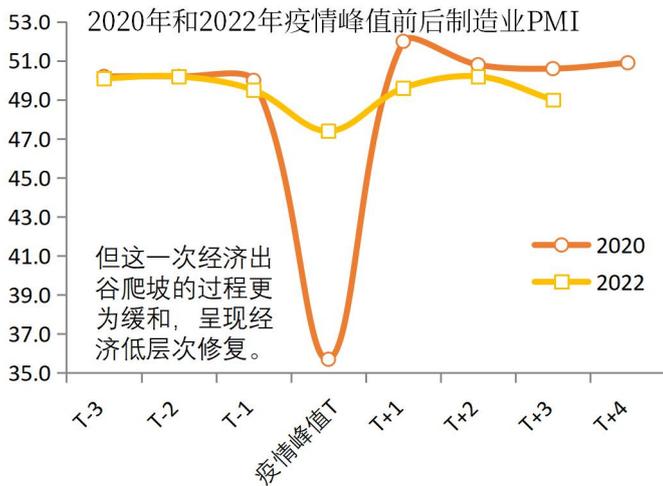
今年疫情冲击再挖坑，4-5月应是今年经济的最低点。而随着疫情缓解、以及政策的累积效应，经济出谷爬坡，进入低层次修复阶段，疫后修复是经济短期主线。但错失的需求并非都能完全回补，且经济短期修复仍受到本轮疫情的长尾效应、“高频次+低量级”的新常态化防控模式、“地产+出口”两大经济动能回落、居民和企业收入受损预期不稳、以及美联储加息周期约束国内政策空间的影响。本轮疫后经济修复压力大于2020年，微观主体活力不足制约经济修复斜率，经济修复的天花板效应更低，总需求仍难回到趋势水平上。

全国在本轮疫情后进入到一轮常态化核酸的新疫情防控模式，通过“15分钟核酸圈”+“48小时-7天的核酸检测频次”等制度的设计，以实现防疫和经济的兼容，“高频次”+“低量级”成为区域疫情的新常态。随着5.25稳经济大盘会议、以及6.1上海推动全面复工，疫后修复成为经济短期主线，4-5月大概率是今年经济的最低点。

观察2020年疫后经济的修复过程，在经济活动从0到1的恢复阶段，物理隔离的解

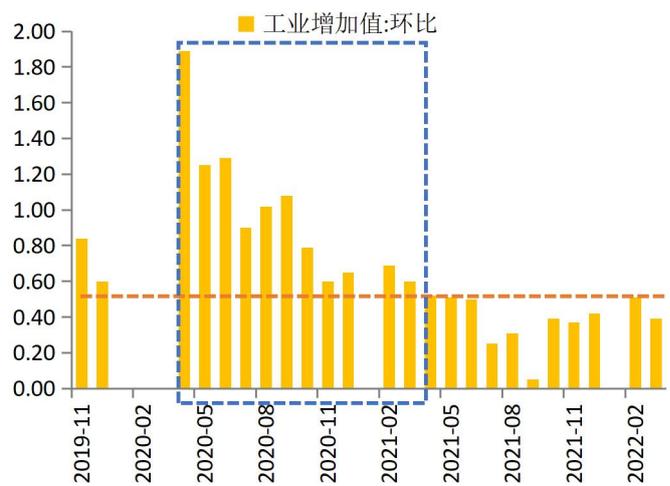
除、以及物流和供应链等循环的恢复支撑经济边际修复动能偏强，生产和消费环比增速均以高于季节性的水平逐级递减。而随着环比脉冲的减退，在第二阶段下经济自发修复的天花板效应也逐渐显现，疫情防控的长期化特征使得环比增速回到低于疫情前的新中枢增长水平，消费和经济同比也存在天花板效应。

图 4：本轮经济出谷爬坡更为缓和（%）



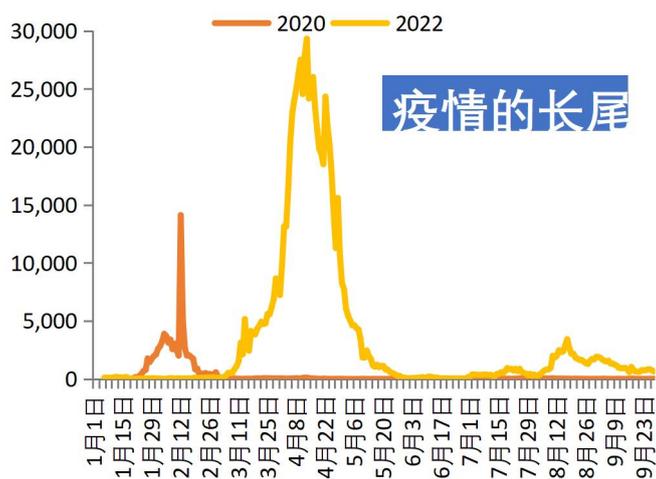
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：环比修复增速高于季节性逐月递减（%）



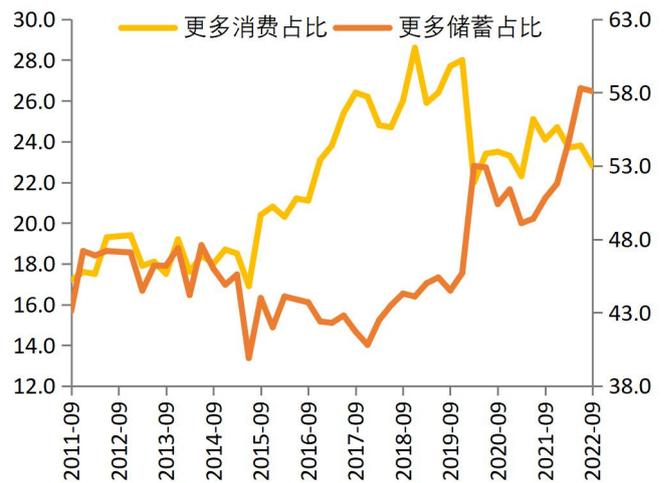
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：本轮疫情长尾效应突出（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民消费倾向低+预防性储蓄高（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：出口和地产两大经济引擎动能回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：中美政策利率倒挂（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 3. 疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱

7月以来经济修复面临的扰动加大，打断4月底-6月的经济修复主线，疫情+地产+高温等扰动下经济修复动能减弱，7月经济数据重回下行：1）奥密克戎 BA.5 毒株加大疫情防控的难度，区域疫情的反弹对消费场景和供应链形成较大影响；2）地产断贷风波成为破坏修复主线的主要因素，房地产销售再度大幅回落，居民和房企预期走弱难以扭转是主要矛盾；3）年内专项债额度基本在6月底发行完毕，政府加杠杆边际动能放缓，对融资引导作用也在下降，财政力度退坡下政策性金融是主要增量工具；4）罕见的极端高温天气也对需求和生产两端形成抑制，并影响居民活动和户外施工，同时局部地区工业限电也影响生产端表现；5）大宗商品价格的回落引发上游企业主动去库。

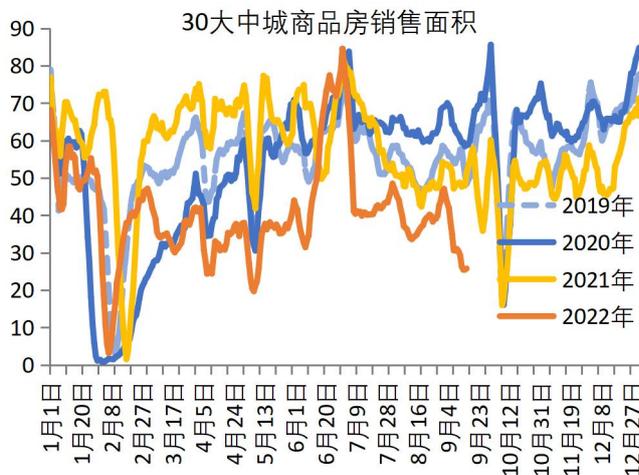
8月政策重心重回稳增长，叠加去年同期低基数效应下，经济数据表现出“低位初步企稳”的迹象。8月中下旬密集出台了包括下调LPR利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策，8月经济数据的低位企稳体现了政策性金融等的发力效果。但经济仍在潜在增速以下，基建和制造业表现偏强，房地产投资仍在探底，消费受低基数贡献大，出口高位回落下外需压力增大。在居民部门持续降杠杆、房地产企稳难度较大、出口韧性面临挑战下，经济仍处于弱修复阶段。

图 10: 国内疫情呈现多点爆发 (%)



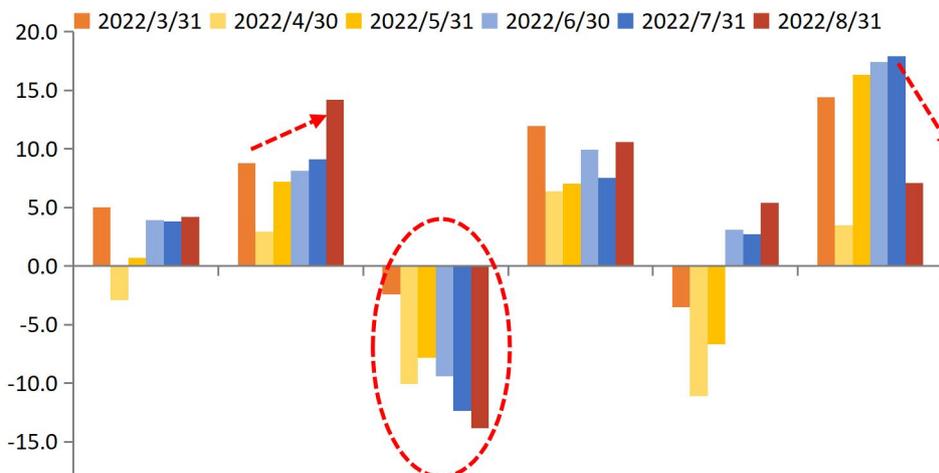
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 地产断贷风波下销售断崖回落 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 8 月经济数据低位初步企稳, 地产探底+出口回落+基建稳增长 (%)



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\\_47120](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47120)

