

美联储坚定加息，中国经济环比弱回升

宏观经济 2022 年 8 月动态报告

核心内容：

- **美联储坚定加息，非美货币大幅贬值** 美联储在 9 月份的会议中明确通胀仍然是美联储的主要目标。美联储目标是通胀明确下行，这就意味着美联储加息的步伐会持续至年末。由于美元的强势，非美货币全部处于贬值状态。日元和英镑贬值幅度最快，总体来说，发达国家货币贬值幅度要超过新兴市场国家。主要是因为新兴市场国家的货币收缩的更快，巴西等国加息甚至早于美联储加息。日央行现阶段仍然在进行利率曲线控制，也就是仍然在进行货币宽松，使得日美债券利差走高，日元大幅贬值。
- **全球衰退已经在日程上** 美联储坚定的加息会使得美国经济衰退速度加快。也即是说，美联储明确现阶段货币政策会使得经济衰退，但是未来控制通胀只能放任经济衰退。预计 2023 年衰退交易会贯穿全年。
- **人民币大幅贬值：是内外原因的结合** 8 月份开始人民币贬值速度再次加快，美元兑人民币在 9 月末突破 7.2 元。人民币贬值有内外两方面原因：(1) 外部的美元升值给人民币带来压力；(2) 8 月份降息以及成都再次封控，投资者对中国经济的未来担忧加剧。9 月 27 日，央行召开全国外汇市场自律机制电视会议，对于汇率快速下滑给与关注。
- **中国经济弱回升** 中国经济处于弱回升的状态。8 月份经济低位回升，表现较为平稳，社会消费、工业生产增速超过市场预期，经济显示出了底部回升的态势，但其延续性和回升速度仍然充满争议。新冠疫情长期影响持续，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。
- **封控仍然冲击中国经济** 8 月份成都及深圳等地封控措施再次加强，中国经济再次经受考验。同时高频数据也显示全国经济仍然在低位运行，房地产销量仍然没有根本改变。另外一个方面，除了疫情封控，全球经济下滑也会在未来影响我国出口。上海出口集装箱指数快速下滑，BDI 指数也在 8 月末下滑至了低点，这意味着海运的疲软，也预示了全球贸易的萎缩。
- **央行边际收紧流动性** 8 月份开始央行有意收紧过分宽松的货币市场资金，短期货币市场资金利率抬升 8 月和 9 月的 MLF 操作均减量操作，货币市场利率随之小幅上行。另外一个方面，人民币快速贬值带来了国内流动性收紧的预期加强。对于央行来说，在汇率的压制下，短期利率再次下调的空间已经消失。如果未来资金外流出现，那么存款准备金率下调更容易实现。

主要风险：疫情封控再次加码的风险、汇率持续下滑的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

目录

一、美联储坚定加息 中国经济微弱回升	3
(一) 美联储坚定加息	3
(二) 非美货币大幅贬值	4
(三) 人民币大幅贬值：是内外原因的结合	4
(四) 封控仍然冲击中国经济	5
(五) 央行边际收紧流动性	5
二、国际经济观察	6
(一) 美国：经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向	6
(二) 欧元区：欧央行鹰派加息，TPI 保障货币政策传导	15
(三) 日本：日央行继续维持宽松	19
三、国内经济：先行指标回落，经济持续回升受到质疑	21
(一) 制造业 PMI 弱修复	21
(二) 生产：防控减弱，制造业继续恢复	22
(三) 需求端：消费回升，但房地产仍然不振	24
1、消费：基数水平助力消费同比快速上行	24
2、投资：制造业投资平稳，房地产下滑，基建支撑整体投资	25
(四) 通胀：结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策	28
1、CPI：CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷	28
2、PPI：PPI 回落速度加快	30
四、金融：社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难	31
(一) 社会融资底部回升	31
(二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难	33
五、国内外主要风险	34

一、美联储坚定加息 中国经济微弱回升

全球经济恢复基本结束，美国经济表现较好，但其回落的预期更强。欧洲摆脱了俄乌战争的影响，德国经济恢复较好，欧洲的通胀使得欧央行态度更为强硬。新兴市场国家表现仍然分化，韩国、越南、印度等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。

全球央行在美联储的带领下加息进程持续，美联储仍然坚持需要等待通胀和就业有所好转才能改变。美联储坚定的加息使得美元指数大幅上行，10年期美债收益率到达了历史高点。鉴于美元强势，其余市场货币均出现下行，资本市场大幅回落。对于流动性紧缩和需求减弱的情况下，大宗商品价格快速回落，原油、黄金、铜、铝等价格走低，显示金融条件和经济增长的双重回落预期。

中国经济处于弱回升的状态。8月份经济低位回升，表现较为平稳，社会消费、工业生产增速超过市场预期，经济显示出了底部回升的态势，但其延续性和回升速度仍然充满争议。新冠疫情长期影响持续，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。

现阶段来看，经济回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行9月初国务院吹风会议强调货币政策不会大水漫灌，8月和9月MLF均缩量续作，央行缓慢从市场回收资金。8月份央行下调了LPR利率，短时间再次调整利率的可能性较弱。

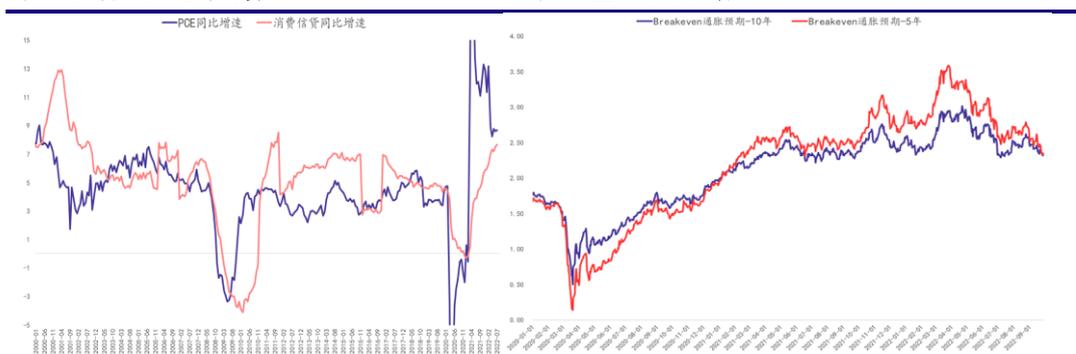
人民币在9月份加速贬值，这里有美元升值的因素，也是我国经济前景不明朗导致。人民币的快速贬值加速了预期恶化，需要央行给与认真的对待。

(一) 美联储坚定加息

美联储在9月份的会议中明确通胀仍然是美联储的主要目标。尽管美国通胀预期在下行，但是CPI仍然处于高位。尤其是美国居民信贷持续上行意味着短期内PCE下行速度不会很快。加上房屋和房租均有粘性，通胀下行速度可能偏缓。而美联储目标是通胀明确下行，这就意味着美联储急促加息的步伐会持续至年末。

图 1: 信贷仍然支持消费 (%)

图 2: 美国通胀预期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

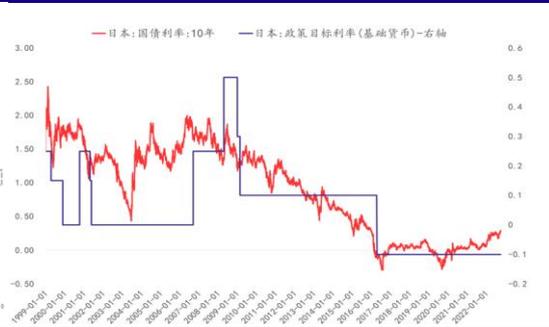
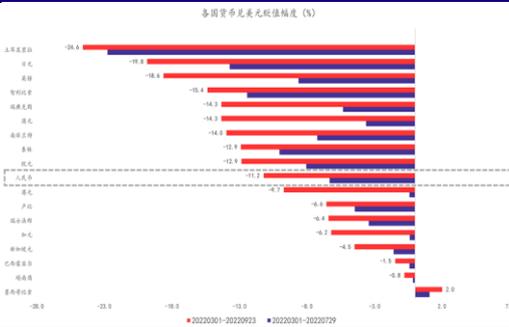
美联储坚定的加息会使得美国经济衰退速度加快。也即是说,美联储明确现阶段货币政策会使得经济衰退,但是未来控制通胀只能放任经济衰退。预计 2023 年衰退交易会贯穿全年。

(二) 非美货币大幅贬值

由于美元的强势,非美货币全部处于贬值状态。日元和英镑贬值幅度最快,总体来说,发达国家货币贬值幅度要超过新兴市场国家。主要是因为新兴市场国家的货币收缩的更快,巴西等国加息甚至早于美联储加息。日央行现阶段仍然在进行利率曲线控制,也就是仍然在进行货币宽松,使得日美债券利差走高,日元大幅贬值。

图 3: 3 月以来各国货币贬值幅度 (%)

图 4: 日本的利率曲线控制 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

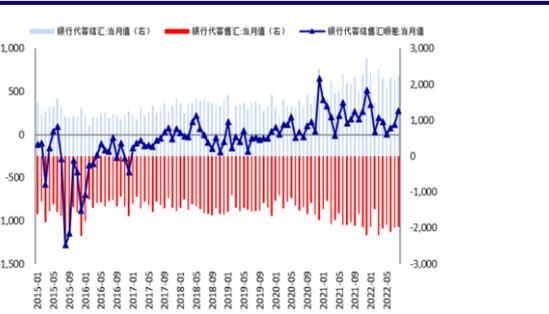
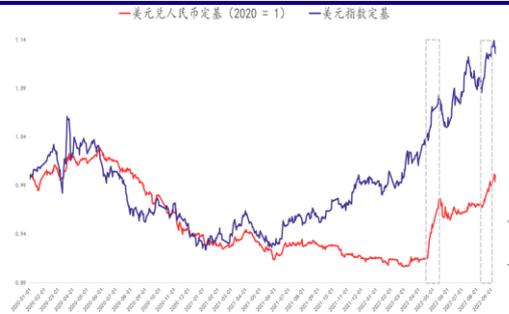
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 人民币大幅贬值: 是内外原因的结合

8 月份开始人民币贬值速度再次加快,美元兑人民币在 9 月末突破 7.2 元。人民币贬值有内外两方面原因: (1) 外部的美元升值给人民币带来压力; (2) 8 月份降息以及成都再次封控,投资者对中国经济的未来担忧加剧。但是另外一个方面,大规模的资本流出并不明显,银行代客理财仍然保持顺差。9 月 27 日,央行召开全国外汇市场自律机制电视会议,对于汇率快速下滑给与关注。

图 5: 人民币持续贬值

图 6: 银行代客理财 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 封控仍然冲击中国经济

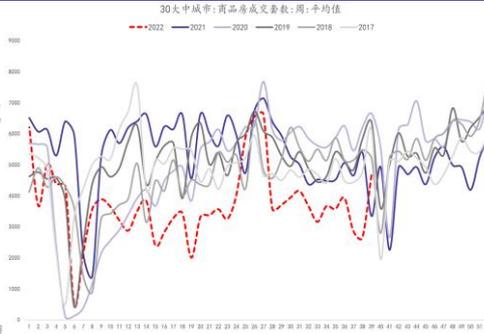
8 月份成都及深圳等地封控措施再次加强，中国经济再次经受考验。同时高频数据也显示全国经济仍然在低位运行，房地产销量仍然没有根本改变。

图 7：全国主要城市地铁客运量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：30 大中城市商品房成交套数（万）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

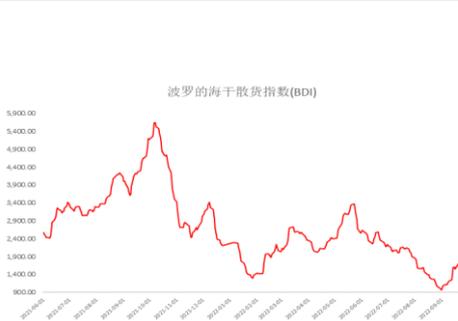
另外一个方面，除了疫情封控，全球经济下滑也会在未来影响我国出口。上海出口集装箱指数快速下滑，BDI 指数也在 8 月末下滑至了低点，这意味着海运的疲软，也预示了全球贸易的萎缩。

图 9：上海出口集装箱指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：30 大中城市商品房成交套数（万）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

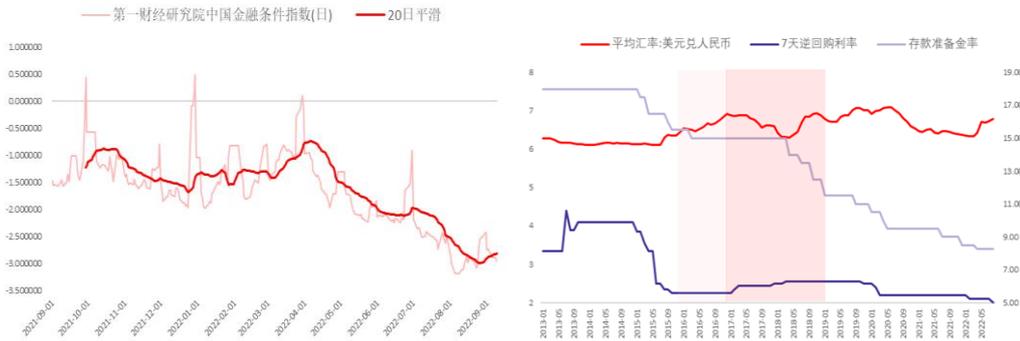
(五) 央行边际收紧流动性

8 月份开始央行有意收紧过分宽松的货币市场资金，短期货币市场资金利率抬升。由于资金在金融机构和实体经济之间传递并不顺畅，货币市场资金处于“极度”充裕的状态，央行着意回收资金。8 月和 9 月的 MLF 操作均减量操作，货币市场利率随之小幅上行。另外一个方面，人民币快速贬值带来了国内流动性收紧的预期加强。

对于央行来说，在汇率的压制下，短期利率再次下调的空间已经消失。如果未来资金外流出现，那么存款准备金率下调更容易实现。

图 11：金融条件指数上行

图 12：央行的货币三角



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国际经济观察

(一) 美国: 经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向

美国经济已经开始滑向衰退, 不仅二季度经济负增长, PMI、房地产、消费和投资相关指标都出现回落, 这是着手打击总需求控通胀的美联储希望看到的。通胀目前仍然处于绝对高位, 可能正在进行磨顶, 但通胀交易已经被衰退交易所取代。市场将经济的坏消息视为迫使美联储更早转向放松金融条件的好消息, 但是通胀的粘性可能导致其回落到 2% 的中长期目标需要继续的紧缩。尽管其他经济指标普遍下行, 劳动市场依然较强, 一方面是就业数据滞后于经济, 另一方面美国由于婴儿潮一代开始退休等因素在劳动供给上可能出现变化。同时非农人均生产力的下降可能导致更多需求, 供需不平衡将使工资增速在短期继续, 侧面加大通胀压力。优秀的就业数据也阻止 NBER 将连续两个季度的 GDP 负增长判断为衰退, 这给美联储保持紧缩力度提供了支撑。目前市场在押注美联储政策转向的时间点, 但美国经济的进一步下滑路径明确, 难以避免。

美国二季度 GDP 初值-0.9%:

美国二季度 GDP 实际环比折年初值录得-0.9%, 一季度为-1.6%, 已经连续两个季度负增长, 进入“技术性衰退”¹。不过在衰退阴霾下, 市场情绪依然良好, 而究其原因, 瑞士信贷分析师的观点²可能较有代表性: “今天的 (GDP) 报告明确显示了经济活动的实质性走弱并增加了美联储转鸽的可能… 目前, 坏消息就是股票的好消息”。

与一季度受严重贸易逆差和库存下降而负增长的一季度数据不同, 二季度 GDP 初值反映出了总需求开始走弱, 美联储的紧缩和衰退预期已经迅速作用于经济。当然, 后期的核算可能对初值做出调整, 但初值表现出的趋势仍值得关注。从分项来看, 占比最大的个人消费支出环比依然维持 1.0% 的增长, 对 GDP 有 0.7 个百分点的正向贡献, 但已经显著小于今年一季度 1.24%

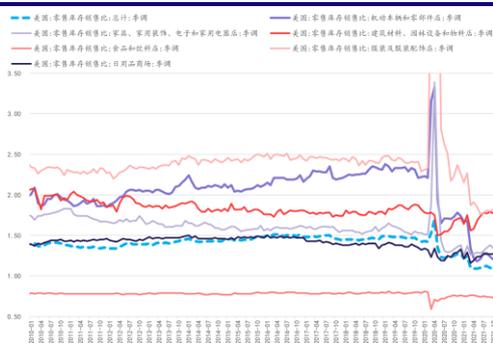
¹ 一般连续两个季度的负增长较易被 NBER 定义为衰退, 但是最终决定权仍在 NBER

² Asian shares mostly higher after rally on Wall Street | AP News

和 2021 年四季度的 1.76% 的拉动。商品消费出现明显萎缩，耐用品和非耐用品环比下滑 2.6% 和 5.5%。服务成为消费的压舱石，环比增速加快至 4.1%，独自拉动 GDP 上行 1.78%，

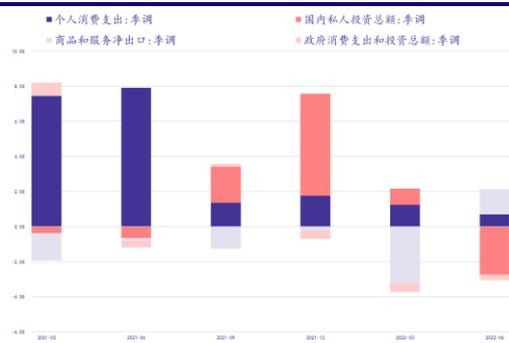
国内私人投资总额环比下降 13.5%，是负增长的主要因素，其中固定资产投资下滑 3.9%。由于美联储迅猛的加息导致房贷利率上行，住宅和建筑相关投资大幅缩水，分别下行 14% 和 11.7%。设备投资方面也不乐观，由于制造业 PMI 新订单近期的明显转弱，设备投资从一季度的 14.1% 的高增长下行至 -2.7%。库存方面，尽管两个季度的私人库存都是负增长，但原因截然不同：一季度库存的下行主要因为消费十分强劲导致，这也能从高进口额中得到印证，而二季度库存下行则是因为衰退预期和高通胀削弱了居民消费能力，商场库销比上升尤为显著，企业补库存动力弱化。

图 13: 美国零售部门库销比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: GDP 各项环比拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国二季度出口走强而进口大幅放缓，净出口带动 GDP 增长 1.4%，和一季度形成镜像。进口中商品增速由前值 20.1% 下滑至 -0.1%，而服务进口继续加快，反而继续拖累 GDP。随着商品定价逐渐由衰退交易的逻辑主导，叠加高内外需求走弱，出口在三季度可能还有一定支撑，但也处于下行通道。

政府支出继续萎缩，经济刺激型法案在通胀期难以在国会得到支持。不过，随着经济放缓，拜登政府似乎又有动作：国会在 7 月末不仅通过了 2800 亿美元的政策包支持半导体行业，同时“收税再支出” (tax-and-spend) 法案也有望通过，这将给拜登政府带来 3690 亿美元用于应对气候变化和增大绿色项目。如果第二个法案也顺利通过，那么政府支出有望在未来小幅托举下滑的美国经济，但改变不了经济向下的动能。

图 15: 美国二季度 GDP 数据

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率			环比拉动		
		Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21
GDP	100	19.68	19.73	19.81	-0.9	-1.6	6.9			
个人消费支出	70.71	13.92	13.88	13.82	1	1.8	2.5	0.7	1.24	1.76
商品	27.78	5.47	5.53	5.53	-4.4	-0.3	1.1	-0.08	-0.07	0.28
耐用用品	11.12	2.19	2.20	2.17	-2.6	5.9	2.5	-0.22	0.49	0.22
非耐用用品	16.86	3.32	3.37	3.40	-5.5	-3.7	0.4	-0.85	-0.56	0.06
服务	43.66	8.59	8.51	8.45	4.1	3	3.3	1.78	1.31	1.48
国内私人投资总额	19.36	3.81	3.95	3.90	-13.5	5	36.7	-2.73	0.93	5.82
固定资产投资	18.48	3.64	3.67	3.61	-3.9	7.4	2.7	-0.72	1.28	0.5
非住宅投资	15.12	2.97	2.98	2.91	-0.1	10	2.9	-0.01	1.26	0.4
建筑	2.18	0.43	0.44	0.44	-11.7	-0.9	-8.3	-0.32	-0.02	-0.22
设备	6.87	1.35	1.36	1.32	-2.7	14.1	2.8	-0.16	0.73	0.17
知识产权	6.26	1.23	1.21	1.17	9.2	11.2	8.9	-0.47	0.56	0.45
住宅	3.42	0.67	0.70	0.70	-14	0.4	2.2	-0.71	0.02	0.1
私人库存变动	0.41	0.08	0.19	0.19				-2.01	-0.35	5.32
出口	9.26	2.46	2.36	2.39	18	-4.8	22.4	1.92	-0.55	2.24
商品出口	3.39	1.82	1.76	1.79	15.6	-7.6	23.4	1.19	-0.63	1.64
服务出口	20.00	0.67	0.63	0.63	24.2	2.4	19.9	0.72	0.08	0.59
进口	17.35	3.94	3.91	3.74	3.1	18.9	17.9	-0.49	-2.69	-2.46
商品进口	2.78	3.41	3.41	3.26	-0.1	20.2	18.9	0.01	-2.4	-2.16
服务进口	16.86	0.55	0.52	0.51	21.1	12.1	13.1	-0.5	-0.29	-0.31
政府	6.56	3.32	3.33	3.36	-1.9	-2.9	-2.6	-0.33	-0.51	-0.46
联邦政府	10.29	1.29	1.30	1.32	-3.2	-6.8	-4.3	-0.2	-0.46	-0.29
州和地方政府	3.90	2.03	2.03	2.03	-1.2	-0.5	-1.6	-0.13	-0.05	-0.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储动态:

7月27日美联储FOMC会议在6月CPI超预期后继续加息75bps, 联邦目标基金利率达到2.25%-2.50%的中性水平。由于联邦基金利率已经达美联储认定的中性, 未来三次议息会议只需要两次50bps和一次25bps的加息即可达到美联储6月预测的中位数3.4%, 并追上市场预期范围; 因此, 在通胀不继续上扬的情况下, 美联储无需拿出更鹰派的姿态追赶市场, 货币政策预期最紧的时刻可能将要过去。鲍威尔在新闻发布会中表示随着货币政策的收紧, “未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”这样的鸽派发言也让市场对加息放缓和2023可能的降息充满期待。

在未来的紧缩路径上, 美联储采取了灵活的模糊: 首先, 自己在6月被前瞻性指引绊住手脚以及中性利率达成的情况下, 美联储决定抛弃前瞻性指引, 转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次, 由于6、7月份的通胀数据都大超预期, 鲍威尔声称9月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息, 我们的理解是9月的基准情形为50bps, 但如果通胀又出现意外上行, 75bps就会延续。总体上, 由于通胀的高企和劳动市场较好的抗紧缩能力, 加息仍将持续, 只是力度和频率可能放缓, 美联储已经把利息路径推给了数据, 故而在通胀出现实质性向2%的目标下降前

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_47157

