

外部风险 牵制内部改善力度

■ 观点逻辑

- 国内宏观内生周期仍偏向“弱复苏”，但复苏强度预期较弱。分项中，基建>消费>外需>地产。边际变量中，内部关注疫情和地产政策变化及效果，边际预期差向好概率略高；外部关注美国通胀和美联储紧缩强度的基准预期变化。
- 国内政策边际导向由宽松趋向中性，内外约束因素偏强，尤其是中美利差历史性深度倒挂，将限制政策自主性空间。内部通胀可控带来的政策自主性，若可有效驱动地产四季度筑底企稳，人民币贬值和资本外流压力也将随之缓解。
- 外部风险聚焦欧美硬着陆风险，关键变量是美国高通胀降速预期差。基数效应下，四季度美国通胀降势有望加速；若实际美国通胀降速不及预期，美联储年内 125BP 的基准加息幅度有再调升风险。关于衰退风险，目前软着陆预期仍占主导，但硬着陆概率上升，四季度将是衰退强度基准预期变化的观察期。
- 四季度，宏观驱动“内强外弱”，外部风险牵制内部预期改善力度，市场总体弱势格局难改。边际上，若内部地产预期差向上&美国通胀预期差向下，股指存阶段性超跌修复动能。商品方面，总需求预期边际向下，供应冲击不可控性仍强，综合指数运行中枢或下移，但结构趋向分化。

■ 风险提示

地产信心再度恶化、地缘博弈失控、美国紧缩再加速、美元流动性危机、欧美硬着陆中断国内弱复苏进程

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观三季报

2022年10月13日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tw@zcfutures.com

上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼(200120)



一、核心变量：滞胀转向衰退路径受阻

三季度，国内疫后修复强度与外部“美联储看跌期权”预期，均被证伪，国内年度 GDP 增速预期向下修正；同期，为稳定地产软着陆预期，中国央行超预期降息，是 SDR（特别提款权）篮子货币（美元、欧元、人民币、英镑、日元）中唯一降息国家。外部风险聚焦在美国高通胀的强粘性，美联储已明确表态将“不惜代价”降通胀，并大幅调升本轮加息终点至 4.6%，美国经济“硬着陆”概率显著增加。

市场表现上，国债>文华商品>股指>汇率。受益于中国央行的货币政策自主性，中国国债期货价格明显上涨，中美 10 年期国债收益率倒挂最高至 129BP，创历史之最；风险资产-股商汇全线下行，受供应矛盾支撑，商品相对偏强，文华商品指数跌破去年 12 月低点后，暂时企稳弱势震荡，结构上贵金属>有色>农产品>工业品；全球股市下跌，恒生指数、中国创业板指数跌幅居首，而上证 50、沪深 300 均已跌破 4 月疫情悲观时最低点。

汇率表现最弱，非美货币相对美元全线贬值，日元逼近 98 年亚洲金融危机时低点，欧元兑美元跌破平价，为 2002 年来首次，英镑兑美元最低至 1.07，逼近 85 年历史最低点，人民币破 7 但仍是美元之外的第二强势货币，兑欧元和英镑均小幅升值。

图 1：商品指数涨跌幅（%）

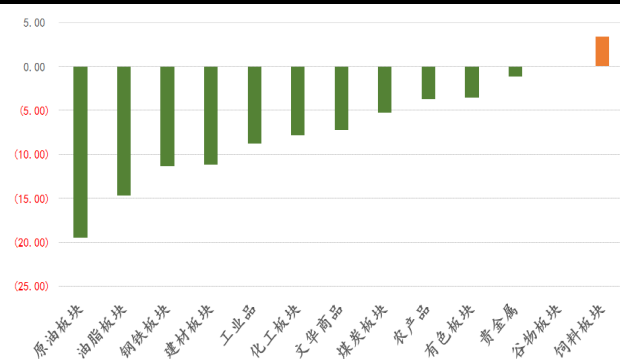


图 2：主要国家股指涨跌幅（%）



图 3：全球 10 债收益率变化基点（BP）

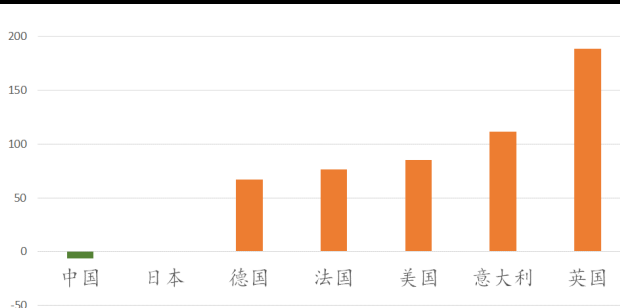
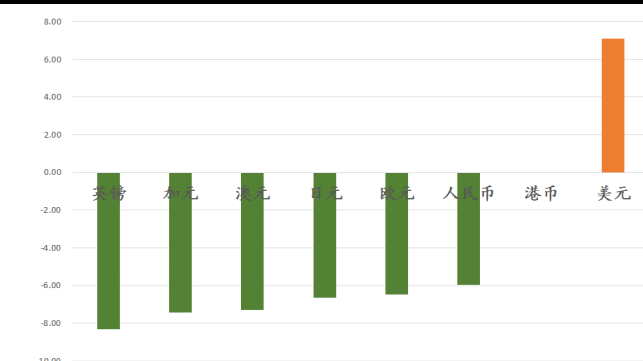


图 4：主要国家兑美元汇率变化率（%）



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

二、弱复苏方向不变 关注强度预期差

三季度,国内经济的弱复苏方向被确认,但强度不及预期,下半年 GDP 增速预期随之下修,乐观预估区间在[3.5%, 4%],其中四季度 GDP 增速目前预估值高于三季度,市场预测均值在 4.5%左右。年度 GDP 增速预期同步调降,目前国内主流机构预期均值约 3.5%,显著低于 5.5%左右的年度目标增速,但略高于 IMF (3.3%) 和世界银行 (2.8%) 的预测值。

四季度, GDP 分项拉动中,预计基建>制造业>消费>出口>地产,本轮弱复苏周期仍缺乏内生性增长动力,政策发力及显效仍是关键。边际上,基建正向驱动不变,将受益于已发行完毕的 3.45 万亿专项债,以及新增 5000 亿专项债限额的盘活规模;消费修复方向不变,但力度依然有限,同时将面临秋冬季疫情反复风险;而经济驱动的边际变量,将聚焦出口和地产,预计极差的地产预期将在政策合力驱动下略有改善,强韧性的出口增速将趋向下行,向下速度取决于欧美本轮衰退强度。

内外核心变量中,地产的内部可控性较强,外部风险可控性较差,取决于欧美通胀回落速度,若慢于预期将带来紧缩基准的再度强化,进而增加欧美经济硬着陆风险;若快于预期,则将利于悲观情绪的阶段性修复。相对而言,欧美软着陆是对国内经济预期的更优选项,软着陆虽会压制国内弱复苏强度,但不会改变弱复苏方向;但若欧美硬着陆,则会带来外需降速过快及恐慌情绪传导,有可能中断国内经济弱复苏方向。

图 5: 中国与美国制造业 PMI

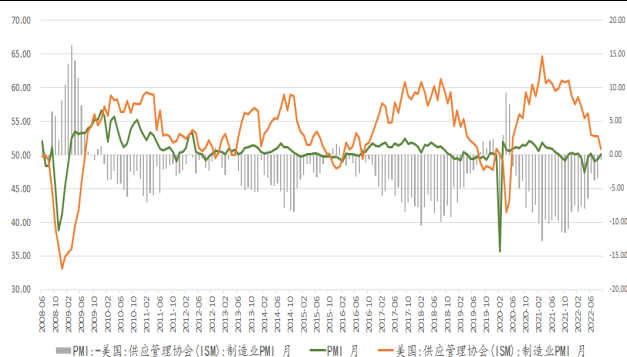


图 6: 制造业 PMI 季节性特征

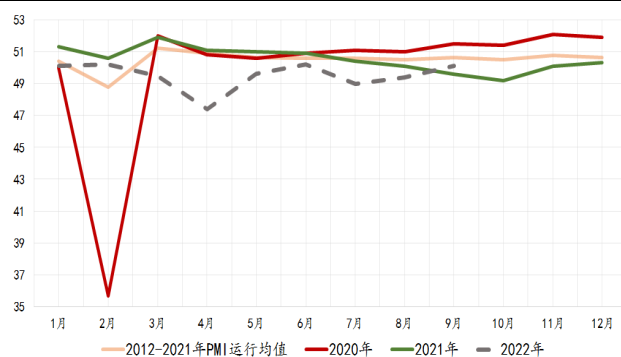


图 7: GDP 增速预测及历史预期差

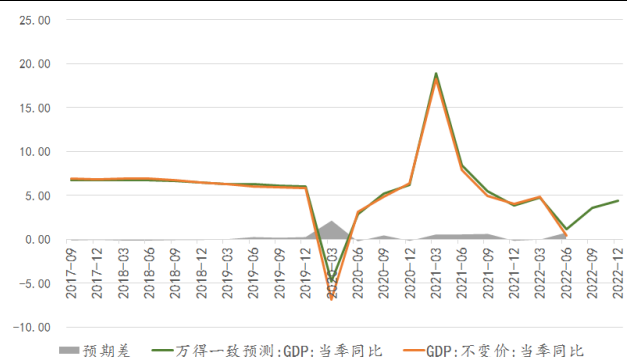
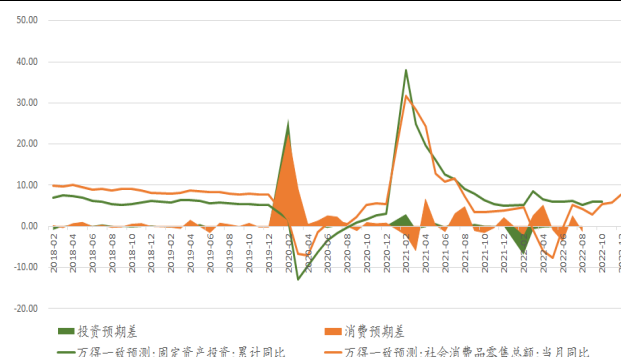


图 8: GDP 分项预测与历史预期差



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

2.1 疫情反复概率高 消费基准预期弱

四季度，消费仍将是 GDP 正向拉动，耐用品（汽车）和接触型（餐饮旅游等）消费的预期差，是决定消费修复高度的边际观察变量。

比较看，汽车预期受政策激励稳定性高，9 月狭义乘用车销量同比增速高达 21.5%；消费预期差将主要来自疫情变化对接触型消费的抑制，据文旅部显示，2022 年国庆长假，全国国内旅游收入 2872.1 亿元，同比减少 26.2%，仅恢复至 19 年同期的 44.2%；考虑到秋冬季疫情反复概率高，接触型消费的修复信心较弱，预计四季度消费增速难超预期。

防疫政策方面，四季度“动态清零”政策和高频率核酸检测仍将持续，纠正“过度防疫”利于改善边际消费信心，但防疫政策的全面放开，仍需等待新冠药物和老年人疫苗接种率达到安全状态。据人民日报报道，截至 9 月 28 日，我国 60 岁以上老年人完成全程接种人数占老年人口的比例为 86.26%，还有相当部分老年人尚未完成全程接种和加强免疫接种，加上相当数量的儿童和有禁忌症无法接种疫苗的人群，疫苗接种率尚未形成足以抵抗重症和死亡的屏障。

图 9：全国当日新增新冠确诊+无症状病例

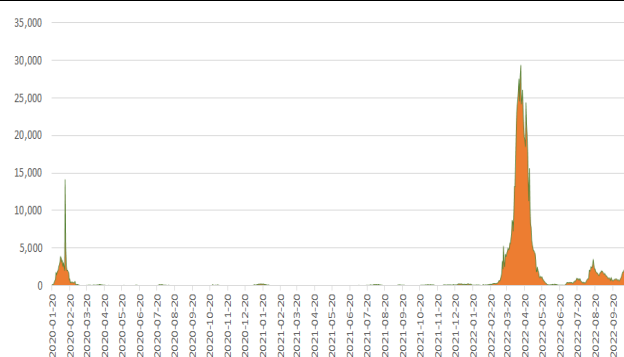
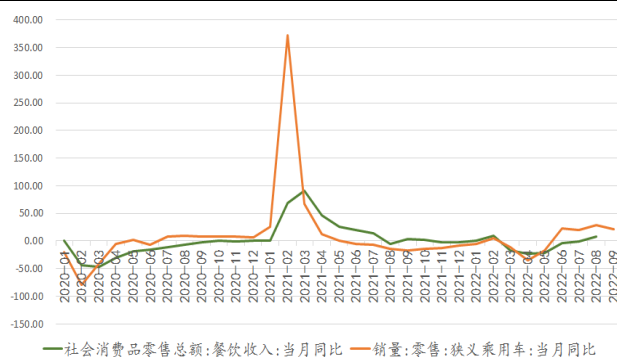


图 10：汽车和餐饮销售增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 政策合力改善地产悲观预期

地产是当前国内经济弱复苏的主拖累项，1-8 月房地产相关数据全线深度负增长，新开工增速低至-37.2%，销售低至-23%。

自去年底开始，房地产相关政策开启新一轮放松历程，但与此前地产放松周期不同，房住不炒基调之下，本轮政策导向以因城施策的结构化放松为主，总量政策放松力度弱，5 年期 LPR 利率仅累计调降 20BP。而地方政策中则已“应出尽出”，包括但不限于调升公积金贷款额度、发放购房补贴、放松限购限售、部分城市聚力“保交楼”等政策。不过，前期地产政策的结构性放松效果有限，并未带来地产悲观预期的显著改善。

9 月底，地产迎来新一轮全国层面的放松政策，包括阶段性（至年底）调降部分城市的首套房贷利率、阶段性（至明年年底）减免房屋转让个税、调降首套个人住房公积金贷款利率 15BP 三项政策。四季度，将再度进入新一轮地产放松政策效果的观察期，若地产销售、竣工等数据的负增长程度持续改善，将稳定地产信心和软着陆预期。

图 11：房屋新开工与销售增速

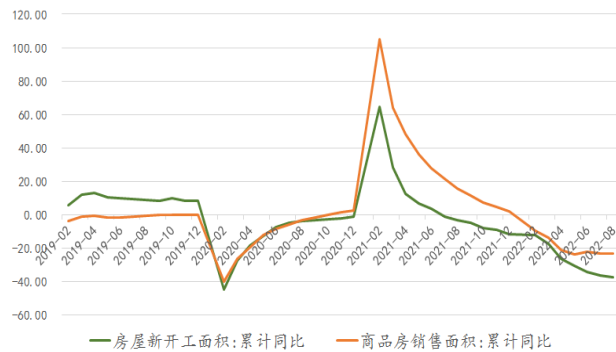


图 12：房地产开发资金来源

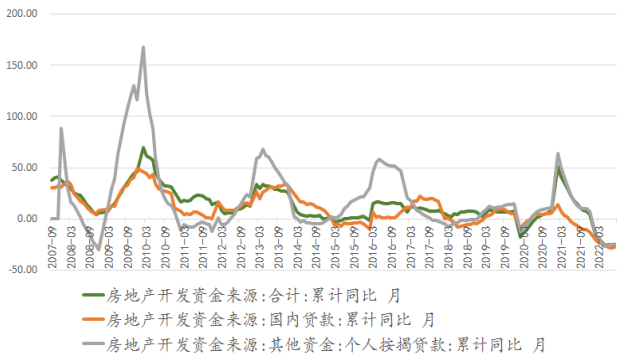


图 13：土地购置费与地方财政收入

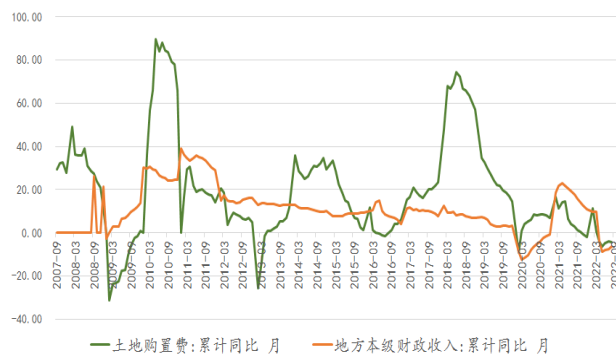


图 14：百城房价指数

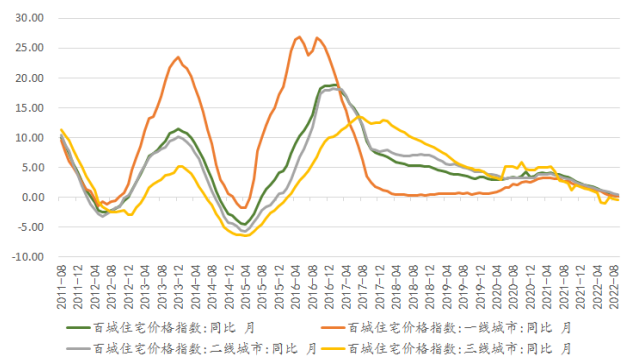


图 15：居民杠杆率

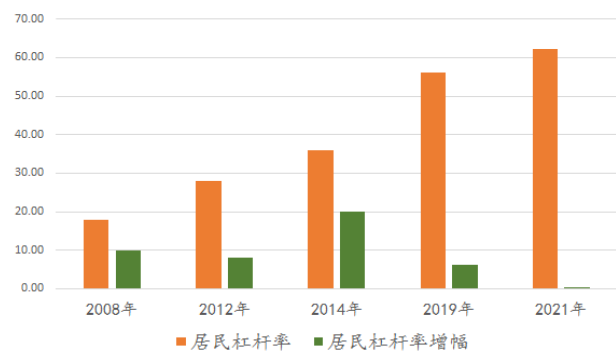
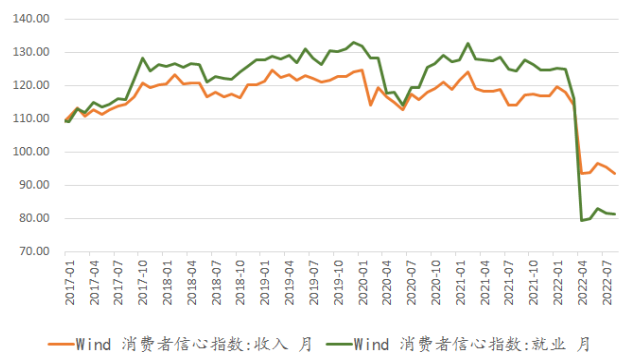


图 16：消费者信心指数



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.3 欧美衰退风险高 出口向弱

四季度，出口对 GDP 的拉动将趋弱，向弱程度取决于欧美衰退强度。9 月全球制造业 PMI 指数跌破 50%，为 20 年 7 月来首次，其中欧元区已连续三个月低于 50%，美国和日本景气度降速加快逼近 50%，中国则延续边际弱回升态势至 50.1%。

四季度，欧美处在滞胀周期向衰退周期转换的观察和确认阶段，预计在高通胀和高利率夹击下，四季度较高概率转向衰退，市场分歧集中在衰退深度的不确定性。目前美联储预测 22 年美国 GDP 增长仅为 0.2%，若以此为基准，美国三四季度 GDP 同比增速将为负增长，进入衰退区间；而此前美国 GDP 环比增速已连续两个季度负增长。

图 17：中国新出口订单与全球制造业 PMI

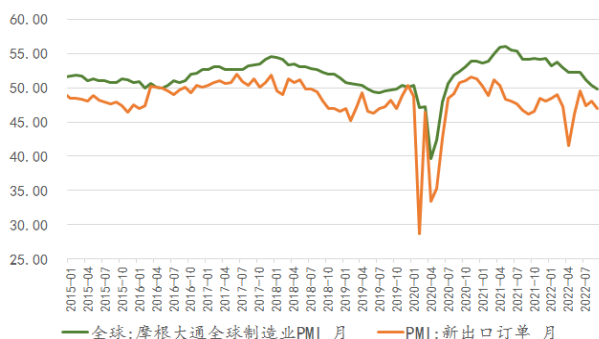
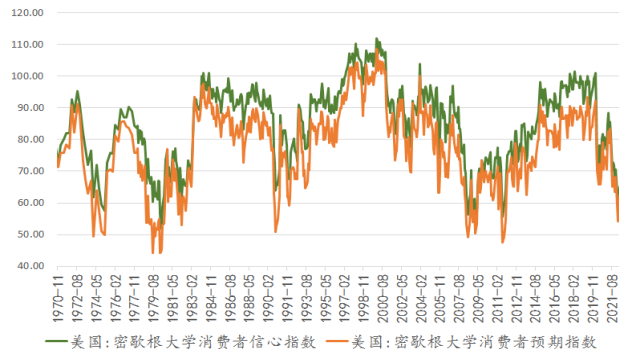


图 18：美国消费者信心



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

三、约束条件升级 政策趋向中性

三季度，国内货币政策仍以偏松为主，再次调降 5 年期 LPR 利率 15BP，独立于美联储强势加息周期，货币政策导向以国内目标为主。

政策效果看，宽信用效果总体低于预期，但边际已现改善迹象。9 月社融和贷款增量高达 3.5 万亿和 2.47 万亿，均创历史同期新高，同时企（事）业中长期贷款占比维持 55% 高位；增速方面，M2 增速 12.1%，明显高于年度名义 GDP 目标增速；社融增速 10.6%，略高于名义 GDP 增速目标。

政策代价看，主要是人民币贬值和外储净流出压力。截至 9 月 30 日，美元兑人民币中间价贬值幅度约 6% 至 7.1，自 15 年 811 汇改之后，第三次跌破 7，并触发官方汇率维稳措施，远期售汇外汇风险准备金率上调至 20%。外汇储备净流出规模也在加速，今年 1-9 月官方外汇储备净流出约 2200 亿美元，流出强度达到 15 年汇灾期间净流出规模的 80%。

四季度，考虑到年内人民币兑美元贬值幅度已接近 12%，逼近 7.2-7.4 的临界区域，可控范围内的贬值弹性已显著收窄，叠加猪价回升压力的内部潜在通胀制约，预计国内货币政策再宽松空间已有限；若地产软着陆预期稳定，四季度再降准降息概率偏低，重点关注前期政策积累的宽信用效果预期差。

图 19：社融增量

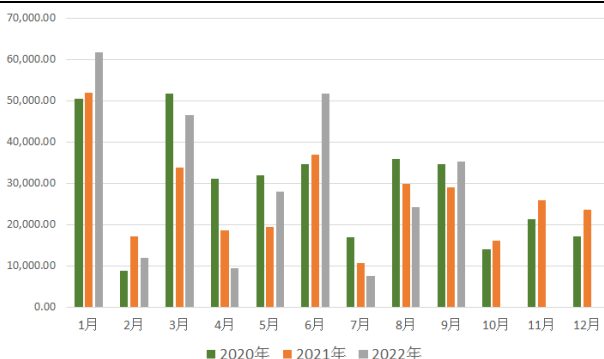
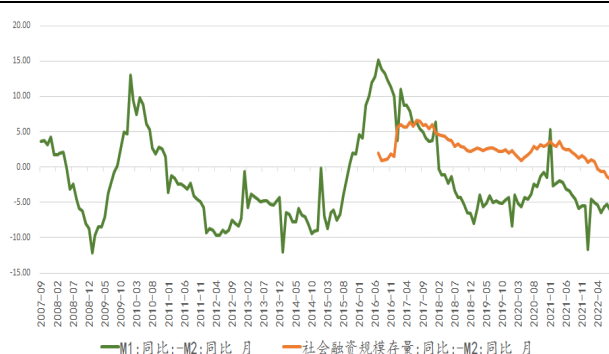


图 20：M1-M2 与社融-M2



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 21：公开市场净投放

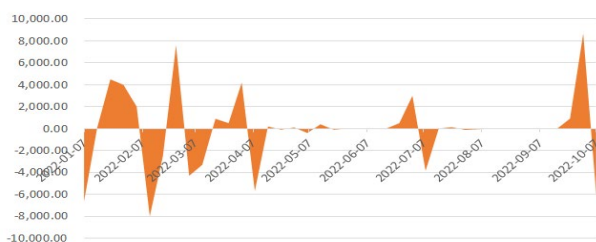
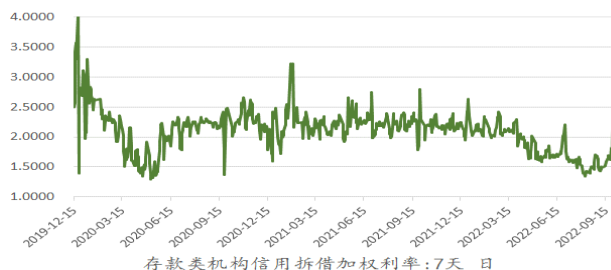


图 22：银行间拆借利率



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.1 外部约束：美联储紧缩强度显著上修

年内至今，美联储紧缩强度屡次上修，分别在 6/7/9 月三次加息 75BP，当前美国基准利率目标区间已升至[3%, 3.25%]，11-12 月两次会议的基准加息幅度为 125BP，若基准预期兑现，截至年底，美国基准利率目标区间将升至[4.25%, 4.5%]，远高于 15-18 年加息周期的 2.5%，逼近 06-07 年加息周期的高点 5.25%。

四季度，美联储紧缩强度预期的再调整，取决于美国通胀预期差。目前为止，美国 CPI 增速持续显著慢于市场预期，9 月 CPI 和核心 CPI 增速分别高达 8.2% 和 6.6%，均显著偏离 2% 的政策目标，其中核心 CPI 增速升至近四十年来新高。通胀分项中，能源和交通运输为价格上行主驱动，但租金等粘性通胀已成为新的通胀源头。考虑到俄乌局势已近失控、OPEC+超预期达成减产协议和伊朗核协议谈判仍无实质性进展，冬季能源供应矛盾仍突出，美国高通胀粘性仍有超预期风险。总体上，预计到年底兑现加息 125BP 的概率较高，但若 10-11 月美国通胀数据持续超预期，12 月加息幅度有调升至 75BP 的风险。

图 23：中美国债利差

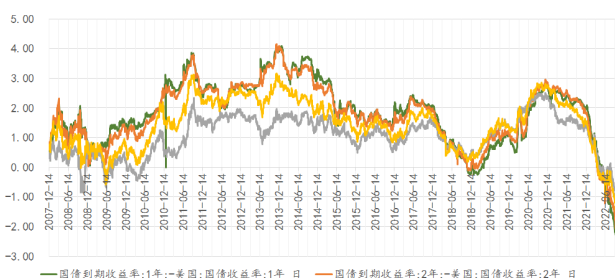
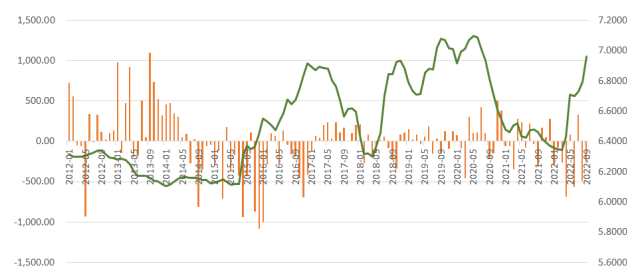


图 24：中国外汇储备与汇率



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_47340

