

宏观周观点

2022年10月16日

## 二十大明确方向，高质量发展成为未来关键词

宏观周观点 20221016

### 核心内容：

- **高质量发展是中国式现代化的第一要务：**10月16日，习近平总书记向党的二十大作出题为《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗》的报告。我们理解“中国式现代化”与“高质量发展”是关键，体现出多目标、高质量发展的进一步深化。在经济进步的基础上，报告对科教兴国促创新、完善分配促公平、房住不炒调供给、支持生育抗老龄、绿色发展先立后破、注重粮食能源与产业链安全等方面做出重要指示。
- **美国9月核心CPI超预期，利率终值可能上探5%：**CPI同比增速从8月的8.3%回落至8.2%，但高于市场预期的8.1%；核心CPI同比增速为6.6%，比8月上行0.3%，创下新高。环比方面，CPI增速为0.2%，再度上行，而核心CPI增速为0.4%。名义与核心通胀开始分化11月FOMC会议上至少加息75bps并无悬念，而核心通胀的持续走高让市场中又一次浮现100bps的声音。我们认为在长期通胀预期稳定之下，75bps已经足够高，但通胀粘性意味着不能排除12月再加息75bps的概率，需要对就业和消费保持观察。美联储4.6%的加息终值是对2023年末的预测，如果通胀继续超预期，利率终值可能阶段性上探5%。美股和短债仍有下行空间。
- **英国财政政策大转向，短期动荡延续但未来有望企稳：**10月14日，原财长科沃滕被首相解职，由亨特（Hunt）担任新财政大臣；特拉斯又宣布公司税将继续从19%上调至25%。目前，450亿英镑的减税计划中已经有200亿作废。在财长亨特的新平衡预算公布前，英债和英镑在没有英央行国债回购托底的情况下仍存在下跌可能，短期的金融压力向其他资产类别扩散的可能性依然存在，需要保持警惕。但从更长期角度考虑，政府态度显著软化有利于英镑和英债价格的稳定甚至回升，以及英国近期金融风险的平稳化解。英国在强美元和特殊财政政策下的金融动荡也为类似风险在其他国家的出现敲响警钟，坚持YCC且国债流动性显著恶化的日本市场值得关注。
- **国内市场利率下行，强美元下各国货币继续承压：**市场利率在季末走高后回落，继续低于同期政策利率。10到12月MLF的到期量累计2万亿，央行可能缩量续作到期MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。10月初新冠确诊人数再次上行，影响生产消费，房地产尚未底部企稳，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。
- **大宗商品价格下跌，库存下行：**国际油价在大涨后回落，煤炭微跌。高炉开工率小幅回落，钢铁价格和库存均下行，内需恢复程度较弱。建设和交运继续受到疫情反复的影响。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

### 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

国家	日期	事件或数据
中国	10月17日(周一)	中国9月贸易帐、进出口年率
	10月18日(周二)	中国第三季度GDP年率(%), 中国9月社会消费品零售总额年率(%), 中国9月城镇固定资产投资年率(%)
	10月20日(周四)	中国10月一年期和五年期LPR报价利率(%)
欧洲	10月17日(周一)	---
	10月18日(周二)	欧元区10月ZEW经济景气指数, 德国10月ZEW经济景气指数
	10月19日(周三)	欧元区9月调和CPI和核心CPI年率-未季调终值(%), 英国9月CPI和核心CPI年率(%), 英国9月末季调入PPI年率(%), 英国9月零售物价指数年率(%)
	10月20日(周四)	欧元区9月经济景气指数, 欧元区9月消费者信心指数终值, 德国9月CPI年率初值(%)
	10月21日(周五)	欧元区10月消费者信心指数初值, 英国10月GfK消费者信心指数, 英国9月季调后零售销售月率(%)
美国	10月17日(周一)	---
	10月18日(周二)	美国9月工业产出月率(%)
	10月19日(周三)	美国8月外资净买入长期证券(亿美元), API和EIA原油与汽油库存变动, 美国9月营建许可月率初值(%), 美国9月新屋开工年化月率(%)
	10月20日(周四)	美国截至10月15日当周初请和续请失业金人数(万), 美国9月成屋销售年化总数(万户)
	10月21日(周五)	---
其他	10月20日(周四)	日本9月末季调商品贸易帐(亿日元), 澳大利亚9月季调后失业率(%)

## 目录

一、高质量发展是中国式社会主义现代化的第一要务 .....	3
二、美国9月核心CPI超预期, 利率终值可能上探5%.....	5
三、英国财政政策将迎来大转向, 市场维持动荡但未来有望企稳 .....	6
四、市场利率下行, 强美元下各国货币压力不减 .....	8
五、猪菜价格继续上行 .....	10
六、大宗商品下跌, 库存下行 .....	12
(一) 原油价格下行, 煤炭微跌.....	12
(二) 钢铁价格下跌, 社会库存下行.....	13

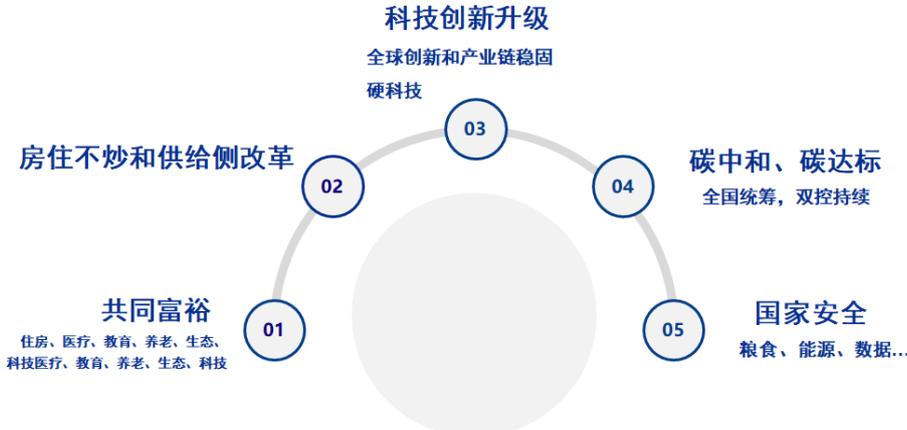
## 一、高质量发展是中国式社会主义现代化的第一要务

习近平总书记向党的二十大作出题为《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗》的报告，共 15 个部分。：（1）过去五年的工作和新时代十年的伟大变革；（2）开辟马克思主义中国化时代化新境界；（3）新时代新征程中国共产党的使命任务；（4）加快构建新发展格局，着力推动高质量发展；（5）实施科教兴国战略，强化现代化建设人才支撑；（6）发展全过程人民民主，保障人民当家作主；（7）坚持全面依法治国，推进法治中国建设；（8）推进文化自信自强，铸就社会主义文化新辉煌；（9）增进民生福祉，提高人民生活品质；（10）推动绿色发展，促进人与自然和谐共生；（11）推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定；（12）实现建军一百年奋斗目标，开创国防和军队现代化新局面；（13）坚持和完善“一国两制”，推进祖国统一；（14）促进世界和平与发展，推动构建人类命运共同体；（15）坚定不移全面从严治党，深入推进新时代党的建设新的伟大工程。可以重点关注以下经济相关的提法：

- （1）**中国式现代化**：中国共产党的中心任务依然是“团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”。中国式现代化，即中国共产党领导的社会主义现代化，既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色。
- （2）**社会主义现代化强国建设两步走**：从 2020 年到 2035 年基本实现社会主义现代化；从 2035 年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期。
- （3）**高质量发展是国家建设首要任务，是兴国的第一要务**：没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。必须坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平……着力提升产业链供应链韧性和安全水平。  
要毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。  
建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。全方位夯实粮食安全根基，牢牢守住十八亿亩耕地红线。  
推进高水平对外开放，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，加快建设贸易强国，推动共建“一带一路”高质量发展。  
本部分体现出高质量、多目标的发展思路得到进一步深化，也是“中国式现代化”有别于其他国家共同特征、符合中国国情的集中体现。

- (4) **科教兴国促进创新**：必须坚持**科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力**，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。
- 完善科技创新体系，坚持**创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国体制**，强化国家战略科技力量，提升国家创新体系整体效能，形成具有全球竞争力的开放创新生态。**以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关**，坚决打赢关键核心技术攻坚战，加快实施一批具有战略性全局性前瞻性的国家重大科技项目，增强自主创新能力。深入实施人才强国战略，坚持尊重劳动、尊重知识、尊重人才、尊重创造，完善人才战略布局，加快建设世界重要人才中心和创新高地，着力形成人才国际竞争的比较优势。
- 报告指出，我国战略性新兴产业发展壮大，载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、大飞机制造、生物医药等取得重大成果，**进入创新型国家行列**。
- (5) **完善分配、促进公平**：要坚持**按劳分配为主体、多种分配方式并存**，坚持多劳多得，鼓励勤劳致富，**促进机会公平**，增加低收入者收入，扩大中等收入群体，规范收入分配秩序，规范财富积累机制。健全社会保障体系，健全覆盖全民、统筹城乡、公平统一、安全规范、可持续的多层次社会保障体系，扩大社会保险覆盖面。
- (6) **房住不炒、供给发力**：加快建立多**主体供给、多渠道保障、租购并举**的住房制度。
- (7) **支持生育、应对老龄化**：**建立生育支持政策体系**，实施积极应对人口老龄化国家战略；**促进中医药传承创新发展，健全公共卫生体系**，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设，有效遏制重大传染性疾病的传播。
- (8) **绿色发展要先立后破、有计划分步实施**：要加快发展方式绿色转型，实施全面节约战略，发展绿色低碳产业，倡导绿色消费，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式；深入推进污染防治。积极稳妥推进**碳达峰碳中和**，立足我国能源资源禀赋，**坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动**，深入推进能源革命，**加强煤炭清洁高效利用，加快规划建设新型能源体系，积极参与应对气候变化全球治理**。
- (9) **粮食、能源和产业链是经济安全重中之重**：要健全国家安全体系，完善高效权威的国家安全领导体制。增强维护国家安全能力，**坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全**。提高公共安全治理水平，完善公共安全体系，加强个人信息保护。完善社会治理体系，健全共建共治共享的社会治理制度。

图 1：多目标、高质量发展的部分重要特征



资料来源：中国银河证券研究院整理

## 二、美国 9 月核心 CPI 超预期，利率终值可能上探 5%

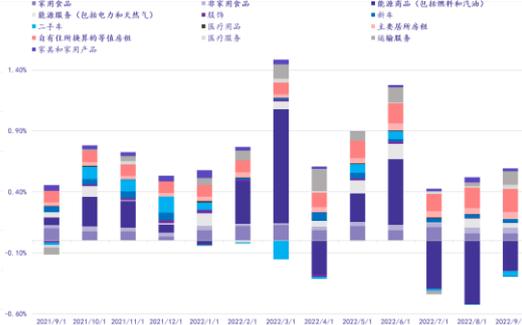
美国劳工数据局 (BLS) 公布的 9 月消费者价格指数 (CPI) 略微下行，高于市场预期：同比增速从 8 月的 8.3% 回落至 8.2%，但高于市场预期的 8.1%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.6%，比 8 月上行 0.3%，创下新高。环比方面，CPI 增速为 0.2%，再度上行，而核心 CPI 增速为 0.4%。名义与核心通胀开始分化，通胀整体缓慢下行，但核心通胀增速没有明显弱化，紧缩保持确定性较高，这种分化可能延续至 2023 年。

图 2：8 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 3：7 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的依然是在 OPEC+减产前因衰退预期下行的能源商品，食品、能源服务、居住成本、教育、医疗服务和运输的贡献都出现上行，服饰也因为低基数出现同比上涨，同比增速放缓的有通讯、新车、二手车、医疗用品和家具与家用产品。环比方面，负增长的有能源商品 (-4.7%)、二手车、服装和医疗用品，食品、能源服务、新车、居住成本、医疗和运输服务的上行动力仍在。

整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是9月CPI增速略微放缓的主要因素。商品增速体现出消费在供需不平衡缓解下仍有韧性，可能依然受到名义工资和信贷支持；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过2%的长期通胀目标，也高于能源商品和服务之和，成为新的通胀最大拉动项。

作为美国中期选举前的最后一份CPI数据，刷新记录的核心通胀增速依然指向对总需求的猛烈打击。结合9月FOMC纪要中美联储矫枉过正的态度，如果不意外出现流动性危机，市场基本可以放弃美联储在年内显著放缓加息幅度的幻想。在OPEC+大幅减产和冬季到来的背景下，能源此前的环比负增长不可持续，商品和服务消费都有极强的韧性。名义工资因劳动市场供不应求而上行、消费信贷也未走弱、房价还在高位，这些都是支撑核心通胀的因素，所以在这些指标明显弱化前，通胀粘性将延续。

11月FOMC会议上至少加息75bps并无悬念，而核心通胀的持续走高让市场中又一次浮现100bps的声音。我们认为在长期通胀预期稳定之下，75bps已经足够高，但通胀粘性意味着不能排除12月再加息75bps的概率，需要对就业和消费保持观察。美联储4.6%的加息终值对于2023年末的预测，如果通胀继续超预期，利率终值可能阶段性上探5%。

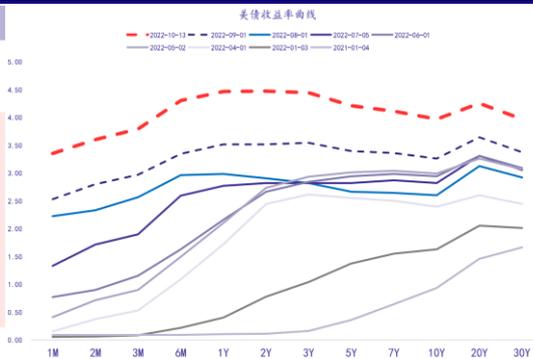
由于紧缩的延续，美元指数在2023年一季度前大概率保持强势；欧元区、英国和日本由于各自的经济于政策问题，即使追赶加息，货币也难在美联储停止加息前走强。日元兑美元的历史低位、日债的流动性大幅变差可能迫使日央行做出改变。美国短债因为受不断上升的回购市场利率竞争，在加息见顶前仍有价格下跌的空间。影响长债收益率的因素更为复杂，虽然未来美国长债显现出配置价值，但在通胀仍有超预期概率、加息终值没有彻底明确前应谨慎观察。尽管利率风险定价相对充分，美股由于盈利底还未出现，高利率引发效率较差企业出现债务问题甚至破产的信用冲击也未体现，仍有下行的风险。

图 4: CME 加息预期 (%)

会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2022/11/2	0.00%	99.20%	0.80%	0.00%		
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	35.00%	64.50%	0.50%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.10%	57.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	19.20%	48.80%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	22.30%	46.50%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.10%	2.90%	23.40%	45.60%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.70%	7.20%	28.00%	41.10%
2023/9/20	0.00%	0.20%	2.10%	11.80%	30.90%	36.40%
2023/11/1	0.10%	0.90%	5.50%	18.50%	32.80%	29.30%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 5: 美债收益率曲线变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

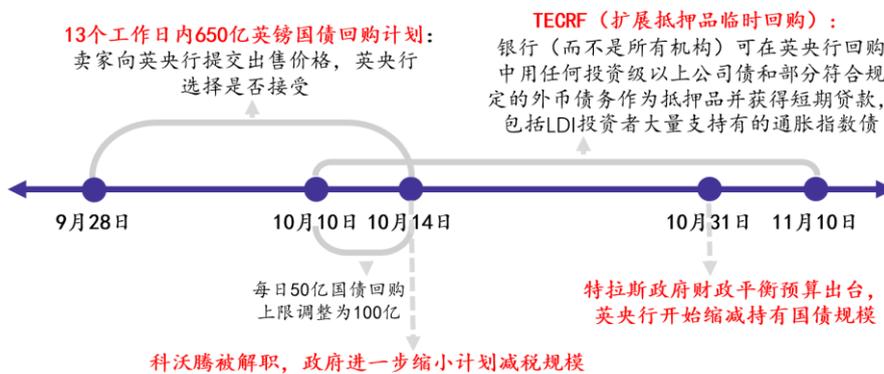
### 三、英国财政政策将迎来大转向，市场维持动荡但未来有望企稳

英国9月23日公布的“迷你预算”计划进行450亿英镑/年的减税，与此同时特拉斯政府原打算进行1500亿英镑的能源补助以及每年超200亿英镑的军事支出。时任财政大臣科沃滕大幅扩张财政支出并减税的预算受到广泛批评：英国财政经济研究所IFS对未来四年新发行债务规模的测算为共计4420亿英镑，远超2022年3月预算责任办公室OBR估计的1540亿英镑，2880亿英镑的差额中接近一半是由减税导致的。维持“迷你预算”在2026

财年至少需要缩减 620 亿英镑的公共支出（或者增加等量的税收），所以即使科沃腾彻底放弃 450 亿的减税计划，到 2026 年英国财政预算仍存在缺口。关于新预算和市场动荡的来龙去脉，详见专题《英国政策冲突待化解，资产动荡延续》。

这份无法平衡、不切实际、在通胀高企时期进行刺激性财政支出的预算在引发巨大动荡。（1）英镑和英债价格短期出现大幅下跌；（2）以英债为重要底层抵押品的 LDI 模式养老金和基金面临补充保证金等流动性压力，进而开始抛售英债，引发恶性循环，加大系统性风险；（3）原计划尽早开始量化紧缩的英央行不得不开始从 9 月 28 日至 10 月 14 日期间回购上限 650 亿英镑的国债，并新设立从 10 月 10 日至 11 月 10 日的扩展抵押品临时回购（TECRF），为陷入流动性困局的基金争取处理危机的时间；（4）英央行坚定在 10 月 14 日终止国债回购，并于 10 月 31 日开始 800 亿英镑/年的国债缩减；（5）同期，首相特拉斯和她所在的保守党支持率暴跌，引发党内强烈不满。

图 6：英央行近期重要市场干预措施和英国政府政策



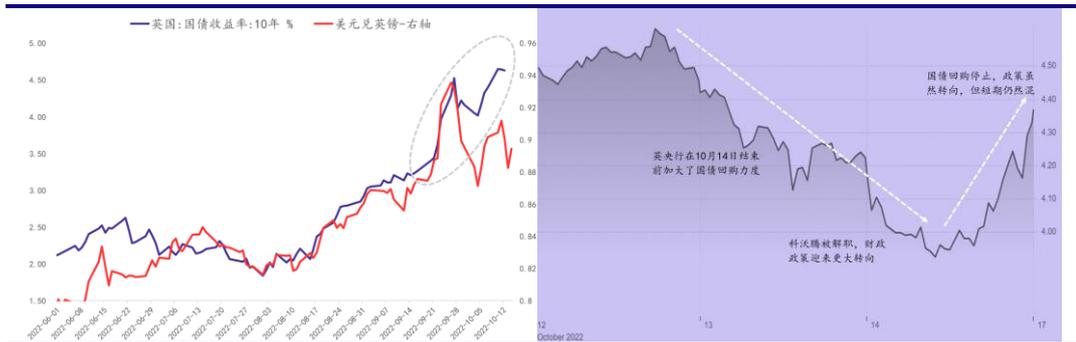
资料来源：BOE，中国银河证券研究院整理

由于英央行在高企的通胀面前无法长期延续国债回购，特拉斯政府最终“服软”，在 10 月 3 日宣布取消将最高个人所得税率从 45% 调低至 40% 的基础上做出更大让步。10 月 14 日，原财长科沃腾被首相解职，由杰罗米亨特（Jeremy Hunt）担任新财政大臣；特拉斯又宣布废止另一项减税，公司税将继续从 19% 上调至 25%。目前，450 亿英镑的减税计划中已经有 200 亿作废，不过按照 IFS 的推算，长期预算离平衡还有较大距离。

新任财长亨特表示首相在减税问题上走的“太快、太远”，将在“支出和税收上采取一些艰难的决定使债务水平下降”，也即不仅会停止减税，还很可能调高部分税率。至此，财政部门与英央行的“较量”以英央行可以继续着力于紧缩政策、财政政策“大转向”结束。首相的减税开支计划受挫意味着其威信丧失，如果市场保持动荡，那么特拉斯可能被迫继续削减支出并提高税率以稳定市场信心；从英国经济健康角度考虑，英央行可以继续加息缩表并减少对扩张性财政政策的担忧，更有利于英国经济的中长期发展。

图 7：英镑英债短期动荡并未平息

图 8：国债回购停止后收益率短期仍易上行-10Y (%)



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

虽然特拉斯政府“大转向”，但在财政政策频繁调整、国债回购停止、平衡预算于10月末出炉前市场仍会感受到相当的不确定性和混乱。以10年英债为例，在英央行加大回购力度后其收益率一度回落至4%以下，但购债停止以及特拉斯政府财政转向时再度遭到抛售，收益率回升至4.37%，远高于迷你预算公布前3.4%左右的水平。英镑兑美元也出现小幅贬值，但整体上已经收复大部分跌幅。

我们认为在财长亨特的新平衡预算公布前，英债和英镑在没有英央行国债回购托底的情况下仍存在下跌可能，短期的金融压力向其他资产类别扩散的可能性依然存在，需要保持警惕。但从更长期角度考虑，特拉斯政府的被迫转向减缓了英央行控制通胀的压力，同时“软化”的首相未来可能做出更多财政让步、帮助预算平衡，这有利于英镑和英债价格的稳定甚至回升，以及英国近期金融风险的平稳化解。英国在强美元和特殊财政政策下的金融动荡也为类似风险在其他国家的出现敲响警钟，坚持YCC且国债流动性显著恶化的日本市场值得关注。

#### 四、市场利率下行，强美元下各国货币压力不减

本周短期流动性保持宽裕，公开市场投放290亿，回笼3570亿，净回笼3280亿，主要是央行回收9月底为跨季提供的流动性；市场利率在季末走高后回落，继续低于同期政策利率：DR007本周五依然低于7天逆回购利率52.49bps。10到12月MLF的到期量较大，累计2万亿，央行依然可能缩量续作到期MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。10月初新

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\\_47418](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47418)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn