

宏观周观点

2022年10月31日

海外经济下行压力不减，欧央行可能软化立场

宏观周观点 20221031

核心内容：

- **美国三季度 GDP 仍闪烁未来衰退信号：**美国三季度 GDP 初值环比折年率为 2.6%，高于 2.4% 的市场预期，同比折年增速为 1.77%；而第一和第二季度修正后的环比折年率分别为 -1.6% 和 -0.6%。仅从数字上来看，结合表现强劲的劳动市场，美国在三季度摆脱了“技术性衰退”，但地产相关投资继续大幅下行，增长主要依靠服务消费和净出口带动，设备与知识产权类投资和政府支出也有一定贡献，在利率继续抬升的环境下难言乐观。在高利率持续打击以房地产为首的总投资、美联储致力于遏制推升通胀的消费的情况下，美国在 2023 年下半年滑入衰退的概率依然较高，近期指标性的 3 月与 10 年期国债收益率也已倒挂。
- **欧央行继续加息 75bps，但未来加息幅度可能受限：**欧央行的加息幅度符合市场预期，下次货币政策会议加息幅度预计在 50-75bps 之间。欧央行 12 月份有放缓加息幅度的可能：（1）主要再融资利率将在下一次加息后接近理论上的中性水平，欧央行也认为货币正常化已经取得“实质性”（substantial）成果，能源通胀部分亦不是加息可以解决的。（2）10 月份的货币政策声明关于未来加息路径的决定因素，在通胀的基础上增加了“经济状况”，这是 9 月份所没有的。（3）部分领导人对欧央行“摧毁需求”的行为表示了担忧，放缓加息的政治压力可能上升。（4）南欧国家国债收益率继续大幅上行，意大利和希腊明显承压，货币政策碎片化和债务危机的风险不支持欧央行连续保持 75bps 的加息。综上，欧元在美联储加息见顶前仍会维持弱势；同时，有英国养老金危机在前，还需密切关注南欧国家国债收益率和债务风险，并警惕债务危机从欧元区外溢的可能。
- **日本央行坚持收益率曲线控制：**日本央行 10 月货币政策会议则依然坚持收益率曲线控制并拒绝加息。日央行认为虽然工资和核心通胀有所上行，但仍没有形成工资带动消费上行的正向循环，YCC 压低长端利率对经济进行刺激仍有必要。如果黑田东彦在 2023 年 3 月卸任前仍可以坚守住 YCC，那么他退休后日本货币政策转向叠加美联储加息见顶的可能将为日元的反转带来机会。
- **市场利率回升，美元指数下行：**公开市场投放 8500 亿，回笼 100 亿，净投放 8400 亿，可能因缴税和专项债发行等原因为市场补充流动性；市场利率上行，在央行加大逆回购投放力度后回到政策利率以下。11 到 12 月 MLF 的到期 1.5 万亿，如果没有降准则可能平价等量续作。债券收益率难上行。
- **猪菜价格回落，大宗商品价格整体下跌，高频数据较弱：**本周猪肉和蔬菜价格下行，菜价回到往年均值附近。原油价格上行，煤炭、钢铁价格下跌，库存下行。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

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31日 (周一)	中国10月制造业 PMI
	11月1日 (周二)	中国10月财新制造业 PMI
欧洲	10月31日 (周一)	欧元区10月调和CPI年率-未季调初值(%), 欧元区第三季度季调后GDP季率初值(%), 德国9月实际零售销售月率(%), 瑞士9月官方储备资产(亿瑞郎)
	11月1日 (周二)	---
	11月2日 (周三)	欧元区10月Markit制造业PMI终值, 德国10月Markit制造业PMI终值, 德国10月季调后失业率(%), 德国9月季调后贸易帐(亿欧元)
	11月3日 (周四)	欧元区9月失业率(%), 英国11月央行基准利率(%), 英国10月Markit服务业PMI终值
	11月4日 (周五)	欧元区10月经济景气指数, 欧元区10月消费者信心指数终值, 法国第三季度GDP年率初值(%), 德国第三季度季调后GDP季率初值(%), 德国10月CPI年率初值(%)
	10月31日 (周一)	美国10月芝加哥 PMI
	11月1日 (周二)	美国10月Markit制造业PMI终值, 美国10月ISM制造业PMI, 美国9月JOLTs职位空缺(万), 英国10月Markit制造业PMI终值
美国	11月2日 (周三)	美国10月ADP就业人数(万), API和EIA原油与汽油库存变动
	11月3日 (周四)	美国11月联邦基金利率目标(%), 美国10月挑战者企业裁员人数(万), 美国截至10月29日当周初请和续请失业金人数(万), 美国9月贸易帐(亿美元), 美国10月ISM非制造业PMI, 美国9月工厂订单月率(%)
	11月4日 (周五)	美国10月非农就业人口变动季调后(万), 美国10月失业率(%), 美国10月平均每小时工资年率(%), 美国10月劳动参与率(%), 美国10月全球供应链压力指数
其他	11月4日 (周五)	---

目录

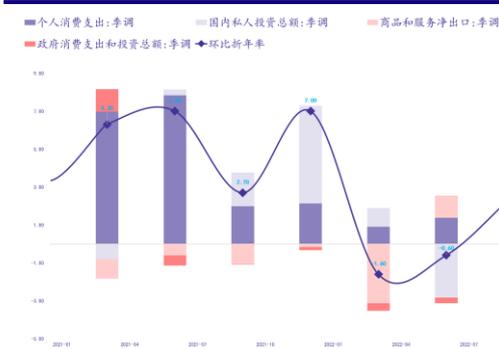
一、美国三季度 GDP 仍闪烁未来衰退的信号	3
二、欧央行继续大幅加息，日央行坚持 YCC	4
三、市场利率上升，美元指数下行	5
四、猪菜价格大幅回落	7
五、大宗商品整体下跌，库存下行	9
(一) 原油价格上涨，煤炭下跌	9
(二) 钢铁价格下跌，社会库存下行	10

一、美国三季度 GDP 仍闪烁未来衰退的信号

10月27日，美国三季度GDP初值公布，环比折年率为2.6%，高于2.4%的市场预期，同比折年增速为1.77%；而第一和第二季度修正后的环比折年率分别为-1.6%和-0.6%。仅从数字上来看，结合表现强劲的劳动市场，美国在三季度摆脱了“技术性衰退”，但地产相关投资继续大幅下行，增长主要依靠服务消费和净出口带动，设备与知识产权类投资和政府支出也有一定贡献，在利率继续抬升的环境下难言乐观。将2022年初定基为1，前三季度美国GDP增长约0.088%，在高利率持续打击以房地产为首的总投资、美联储致力于遏制推升通胀的消费的情况下，美国在2023年下半年滑入衰退的概率依然较高，近期指标性的3月与10年期国债收益率也已倒挂。

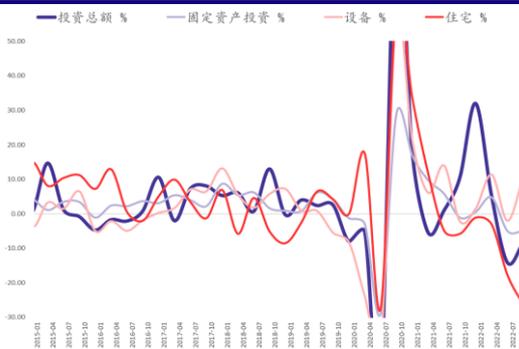
服务消费在短期对通胀仍有支撑，因此美联储加息节奏还是取决于核心通胀的表现；在通胀不再明显超预期的情况下，美联储在11月加息75bps后有望在12月放缓幅度至50bps，利率顶端应在5%以内。在加息终值难以显著提升的背景下，美元指数的顶部位置可能已经浮现，可以开始关注对美元变动最敏感的日元；美股尚未迎来盈利底部，信用与流动性风险定价不充分，在加息放缓至见顶的过程中可能有反弹，但难以反转；美国长债的配置价值在衰退接近下逐渐显现，但市场在高敏感度下波动较大，等待加息终值来临后配置更为稳妥。

图 1：三季度 GDP 初值主要靠出口与消费支撑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：住宅投资大幅下滑，带动投资负增长 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

尽管重新转正的经济增速听起来是好消息，但市场反应并不热烈，当日美股收跌，美债收益率下跌。市场从GDP数据中依然看到了较高的衰退可能，消费在缓慢下行，但仍有韧性，这意味着通胀压力和高利率会持续较长时间。美债长端收益率下行，10年重回4%以下，继续与3月期国债倒挂，反映市场对衰退担忧继续加深。

美联储在11月FOMC会议上加息50bps基本已经确定，10月CPI核心通胀的走势将影响12月美联储在50与75bps之间的抉择，但加息节奏在2023年势必放缓，终值在2023年2月就有望到来：一方面，通胀虽有滞后的居住成本和消费粘性支撑，但利率对总需求的削减越发强烈，非核心部分在高基数下则会陷入负增长，美联储也十分清楚货币政策的滞后效应。另一方面，美国居民超额储蓄已经耗尽，利率和房价的预期下行都将限制加杠杆消费的能力，进而通过服务消费的下滑带动劳动市场走弱。但也需要注意，当前的经济数据仍不支持美联储在2023年上半年进行降息，利率在加息见顶后仍将高位保持，对经济和上市公司盈利的压力会持续。

图 3：美国三季度 GDP 初值

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22
GDP	100	20.02	19.90	19.92	2.6	-0.6	-1.6	\	\	\
个人消费支出	70.67	14.15	14.10	14.03	1.4	2	1.3	0.97	1.38	0.91
商品	27.54	5.51	5.53	5.57	-1.2	-2.6	-0.1	-0.28	-0.61	-0.02
耐用品	11.26	2.25	2.26	2.28	-0.8	-2.8	7.6	-0.07	-0.24	0.64
非耐用品	16.49	3.30	3.31	3.33	-1.4	-2.5	-4.4	-0.2	-0.37	-0.66
服务	43.80	8.77	8.71	8.61	2.8	4.6	2.1	1.24	1.99	0.93
国内私人投资总额	18.31	3.67	3.75	3.89	-8.5	-14.1	5.4	-1.59	-2.83	0.98
固定资产投资	17.67	3.54	3.58	3.63	-4.9	-5	4.8	-0.89	-0.92	0.83
非住宅投资	14.70	2.94	2.92	2.92	3.7	0.1	7.9	0.49	0.01	0.98
建筑	2.11	0.42	0.44	0.46	-15.3	-12.7	-4.3	-0.41	-0.34	-0.11
设备	6.45	1.29	1.26	1.27	10.8	-2	11.4	0.54	-0.11	0.55
知识产权	6.33	1.27	1.25	1.22	6.9	8.9	10.8	0.36	0.46	0.54
住宅	3.10	0.62	0.67	0.70	-26.4	-17.8	-3.1	-1.37	-0.93	-0.15
私人库存变动	0.31	0.06	0.11	0.21	\	\	\	-0.7	-1.91	0.15
出口	9.48	2.60	2.52	2.44	14.4	13.8	-4.6	1.63	1.51	-0.53
商品出口	3.62	1.90	1.82	1.76	17.2	15.5	-7.2	1.34	1.18	-0.58
服务出口	19.37	0.72	0.71	0.69	8.3	9.9	1.6	0.29	0.33	0.06
进口	16.64	3.88	3.95	3.93	-6.9	2.2	18.4	1.14	-0.35	-2.6
商品进口	2.81	3.33	3.41	3.41	8.7	-0.4	20.4	1.2	0.05	-2.38
服务进口	16.98	0.56	0.56	0.54	2.3	16.6	9.1	-0.06	-0.41	-0.22
政府	6.76	3.40	3.38	3.39	2.4	-1.6	-2.3	0.42	-0.29	-0.4
联邦政府	10.22	1.35	1.34	1.35	3.7	-3.4	-5.3	0.23	-0.22	-0.36
州和地方政府	3.86	2.05	2.04	2.04	1.7	-0.6	-0.4	0.19	-0.06	-0.04

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、欧央行继续大幅加息，日央行坚持 YCC

欧洲央行决定再次加息 75bps，从 11 月 2 日起欧洲的主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 2.00%、1.50% 和 2.25%。同时，欧央行对长期定向再融资工具 (TLTRO III) 做出调整，不仅将其利率上调 50bps 至与政策利率持平，并允许银行提前偿付 TLTRO。(TLTRO III 从 2019 年 9 月开始转为季度投放，面向银行为主的信用机构，期限为 3 年，2020 年 6 月至 2022 年 6 月期间的利率可以比存款便利利率平均值低 50bps¹。) 第三，欧央行的“最低准备金”将上调至与存款便利利率一致 (1.50%，增加 100bps)。最后，欧央行行长拉加德在答记者问中表示，将会在 12 月的货币政策会议中给出关于通过资产购买计划 (APP) 缩表的具体准则²。

欧央行的加息幅度符合市场预期，在通胀仍在 10% 附近居高不下时，下次货币政策会议将继续加息，幅度预计在 50-75bps 之间。欧央行 12 月份有放缓加息幅度的可能：第一，主要再融资利率将在下一次加息后接近理论上的中性水平，欧央行也认为货币正常化已经取得“实质性” (substantial) 成果，能源通胀部分亦不是可以通过加息解决的问题。第二，拉加德表示已经注意到经济滑向衰退的压力，10 月份的货币政策声明关于未来加息路径的决定因素，在通胀的基础上增加了“经济状况”，这是 9 月份所没有的。第三，包括法国马克龙和意大利梅罗妮在内的部分领导人对欧央行“摧毁需求”的行为表示了担忧，放缓加息的政治压力可能上升。第四，南欧国家国债收益率继续大幅上行，意大利和希腊明显承压，货币政策碎片化和债务危机的风险不支持欧央行连续保持 75bps 的加息。综上，

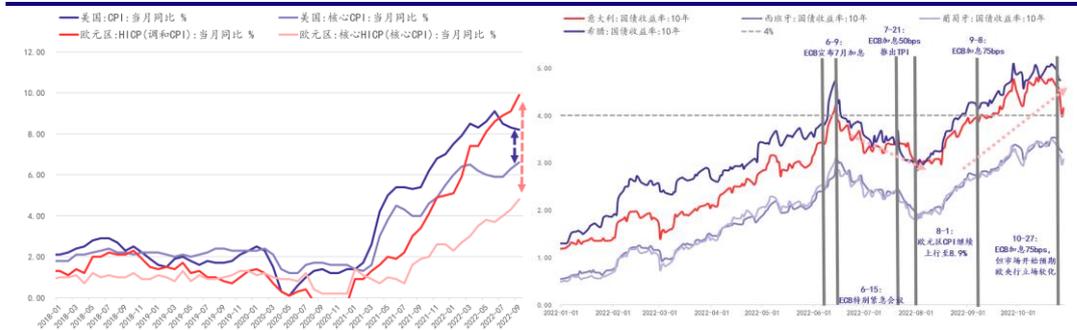
¹ Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) (europa.eu)

² PRESS CONFERENCE (europa.eu)

欧元在美联储加息见顶前仍会维持弱势；同时，有英国养老金危机在前，还需密切关注南欧国家国债收益率和债务风险，并警惕债务危机从欧元区外溢的可能。

图 4：欧洲通胀的痛点是能源而非需求（%）

图 5：南欧国债收益率仍处高位，但在加息预期“软化”后下行



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

日本央行 10 月货币政策会议则依然坚持收益率曲线控制并拒绝加息。日央行认为虽然工资和核心通胀有所上行，但仍没有形成工资带动消费上行的正向循环，YCC 压低长端利率对经济进行刺激仍有必要。日央行和财务省的政策沟通似乎并不到位，在日本面临高进口成本压力，净出口转负的情况下，财务省已经在 9、10 月份进行了大约 250 亿与 370 亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对 YCC 的执念而继续加大。目前日本国债市场流动性已严重恶化，出现过连续多日没有任何交易的情况，这也不利于其经济和金融稳定。如果黑田东彦在 2023 年 3 月卸任前仍可以坚守住 YCC，那么他退休后日本货币政策转向叠加美联储加息见顶的可能将为日元的反转带来机会。

三、市场利率上升，美元指数下行

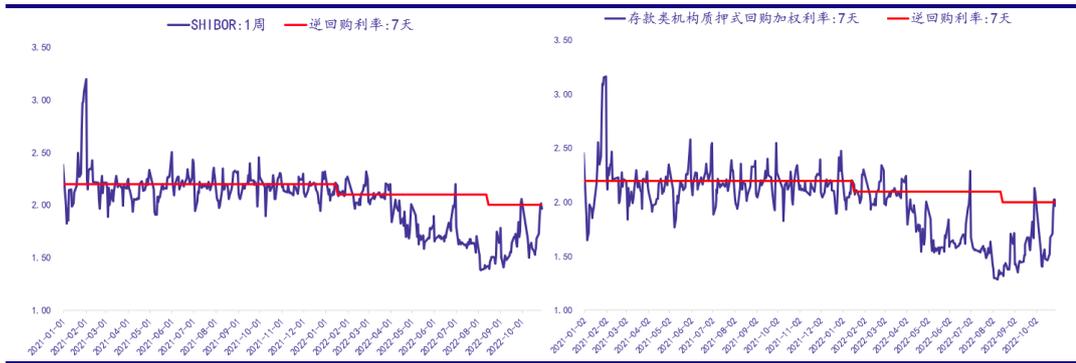
本周短期流动性宽裕，公开市场投放 8500 亿，回笼 100 亿，净投放 8400 亿，可能因缴税和专项债发行等原因为市场补充流动性；市场利率上行，在央行加大逆回购投放力度后回到政策利率以下：DR007 本周五依低于 7 天逆回购利率 3.42bps。央行平价等量续作 10 月到期的 5000 亿元 MLF，11 到 12 月 MLF 的到期 1.5 万亿，如果没有降准则更可能平价等量续作。10 月新冠确诊人数略高于 9 月，影响生产消费，房地产尚未底部企稳，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

10 月 28 日，SHIBOR 隔夜收于 1.3270%，比上周上行 9.70bps，7 天利率收于 1.9630%，比上周上行 28.10bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.9658%，比上周上行 29.32bps。10 月 28 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.7431%、2.2370% 和 2.4366%，分别比上周变化 -4.18bps、-3.56bps、-5.78bps，10 年期国债收益率收于 2.6717%，比上周下行 5.87bps。

债券收益率下行，货币市场流动性由于缴税和专项债发行略有收紧，但整体仍然宽裕。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率保持整体宽松；通胀并不成为制约货币政策的因素。由于人民币汇率压力，近期降息可能性低，降准仍有概率。

图 6：SHIBOR 利率（%）

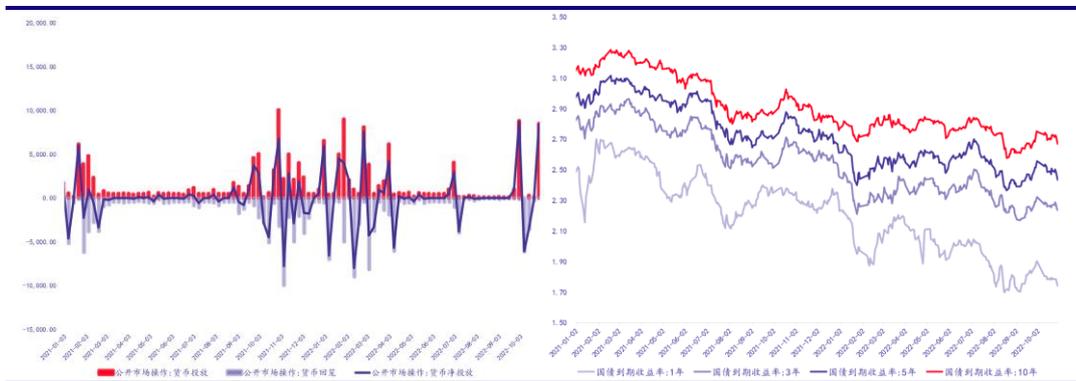
图 7：DR007 利率（%）



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

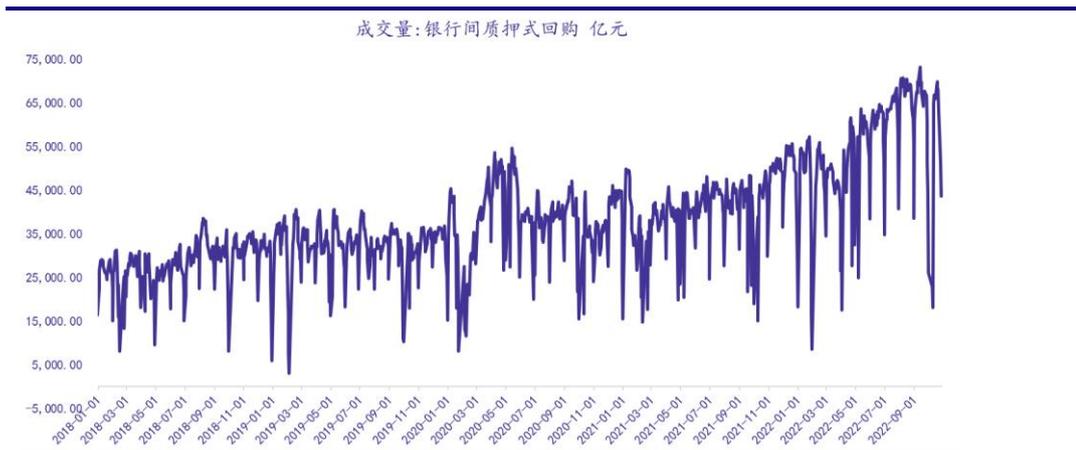
图 8: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 9: 国债收益率 (%)



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

图 10: 银行间质押式回购成交量 (亿)

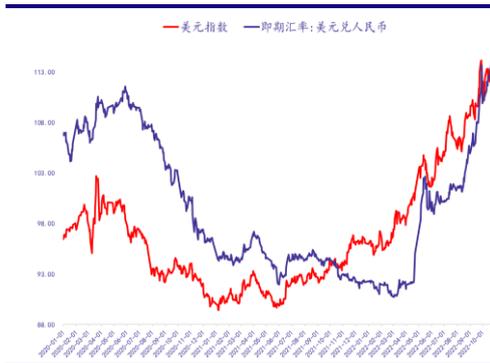


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数下行至 110.68, 关于美联储考虑放缓加息的传闻和下行的经济数据使美元走弱。欧元本周小幅升值, 兑美元重回平价以上; 欧央行在议息会议上再次大幅加息 75bps, 主要再融资利率达到 2%, 欧美金融差缩小, 12 月份将考虑缩表。尽管欧央行表示将按数据做加息决定, 对经济下滑的预期仍使市场产生了欧央行可能放缓加息的解读。欧元区更弱

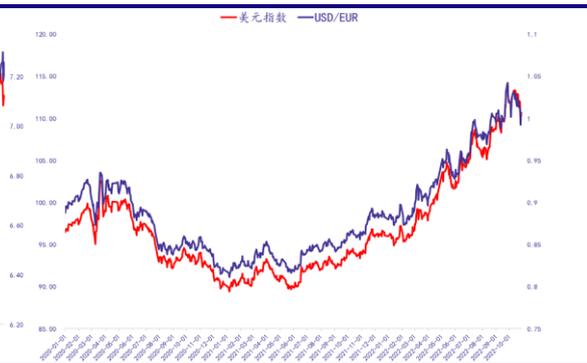
的基本面、货币政策碎片化可能和能源问题都意味着欧央行加息的幅度可能受限，欧元兑美元价格在美联储停止加息前较难恢复。人民币继续面临贬值压力，美元兑人民币上升至 7.565，贬值幅度在主要货币间居中。英镑在新首相苏纳克上台后收复跌幅，暂时较为稳定；英国新财政预算被推迟至 11 月 17 日公布，但料将控制支出，不会再次造成英镑大幅贬值。尽管日本国债市场流动性问题显著，日元继续贬值，日央行周五仍决定坚持收益率曲线控制以抬升核心通胀。美日金融差仍会随美联储加息而继续扩大，财务省干预难以改变日元贬值趋势。

图 11: 美元兑人民币 (元)



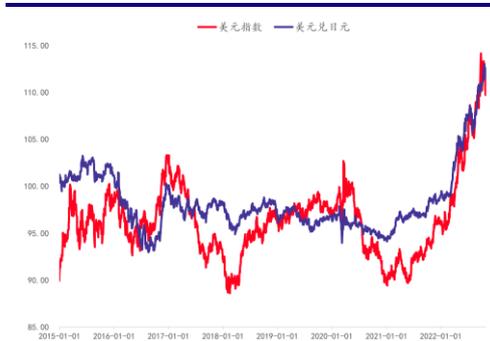
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 欧元与美元指数 (%)



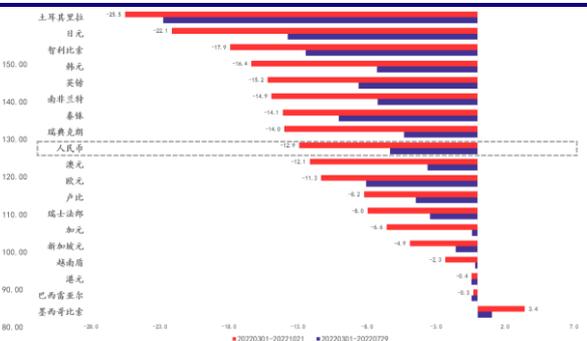
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 美元兑日元 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 各国货币兑美元变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

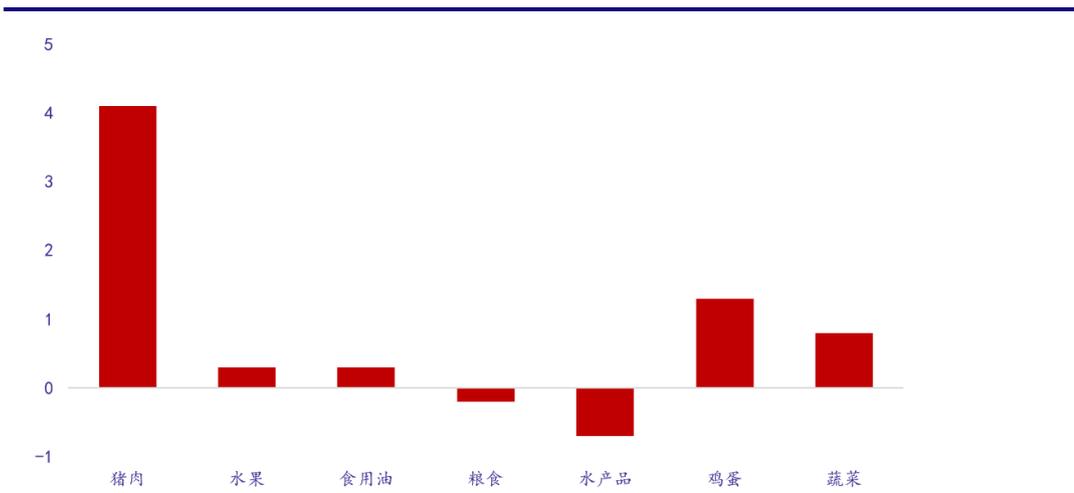
四、猪菜价格大幅回落

本周猪肉和蔬菜价格下行。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价 10 月 30 日为 26.09 元/公斤，比上周下行 6.69 个百分点。能繁母猪 9 月增加至 4,362 万头，同比负增长缩小至 2.8%，母猪价格上升，中长期供给充足，但产能转化需要大约 1 年左右的时间；母猪存栏低点在 2022 年 3、4 月份出现，生猪出栏的改善可能要等到 2023 年一季度后。本周餐饮消费恢复在预期不及以及压栏情绪弱化导致猪价下行。四季度是猪肉消费的旺季，尽管疫情反复会压制需求，但天气转寒和节日到来将会整体推升猪肉消费，在

生猪产能缓慢恢复时，猪价仍有上行空间。综合来看，猪价难以上行到到 2019 年猪瘟时期的水平，但短期还有上涨空间，下半年带动通胀温和上行概率较大。

蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格指数环比下跌 9.41%。菜价下行较多，接近季节性水平。一方面，天气晴朗导致秋菜上市量较大，另一方面，疫情导致消费不足。未来天气开始转冷，北方产量将逐渐减少。按季节性经验来看，菜价短期可能震荡，但产量减少、人力成本上行和消费回升会继续带动菜价的中枢上行，猪菜的共振将抬升 CPI。

图 15: 商务部统计 10 月 17 日-23 日物价变动 (%)



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院整理

图 16: 22 省市猪肉价格 (元/公斤)

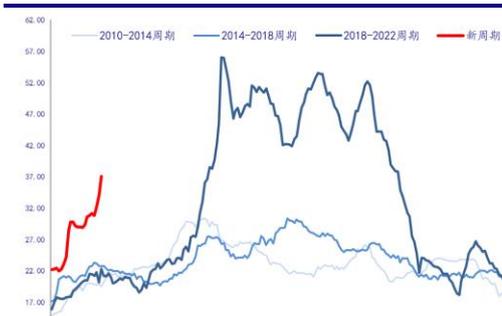
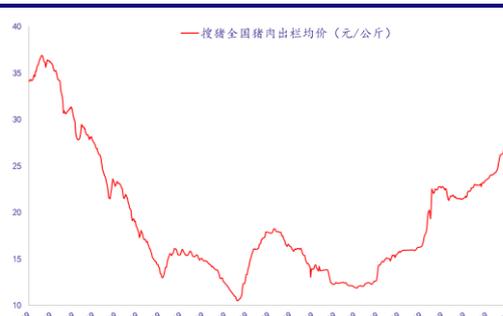


图 17: 搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



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_47938



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn