

## 宏观月报: 2022 年 10 月 – 国内复苏继续受疫情影响, 联储加息有望进入缓行

## Monthly Economic Data Wrap – Oct 2022: Covid continues to weigh on the Chinese recovery; Fed set to pivot to slower pace of rate hikes

## 报告摘要分

- **主要发达国家滞胀压力不减, 但央行加息年底前可能减速:** 欧美 9 月通胀压力仍在高位, 但大幅收紧的货币政策导致经济下行压力加大并加剧对金融风险的担忧。我们预计美联储在 11 月份将加息 75 个基点, 但可能暗示加息步伐在之后放缓以评估收紧效果。不过, 预计美国通胀将到明年年中才会实质性缓解, 联储会在明年上半年继续收紧。随着货币紧缩进入缓行期, 加上英国财政重回审慎, 全球利率的上行压力将有所回落。我们维持未来数月 2 年和 10 年美国债收益率中位数在 4.3%-4.5% 和 3.8%-4.0% 的预测。但政策路径仍存不确定性, 市场对政策判断的分歧加大, 利率波动预计仍较高。
- **9 月和三季度中国经济持续复苏但消费乏力, 短期政策预计继续稳增长。** 三季度经济增速反弹超预期, 得益于强劲的工业产出和出口的韧性。汽车, 装备制造业和高技术制造业仍是行业亮点。基建投资和制造业投资的强劲抵消了房地产投资的下滑。但由于区域疫情的影响, 居民生活和出行受限, 消费与服务业整体表现偏弱。预计疫情将继续影响经济复苏, 我们将全年经济增长预期从之前的 4.8% 下调至 3.9%。二十大延续高质量增长的政策基调, 强调推进中国式现代化, 肯定防疫方式和成绩。短期预计政策继续稳增长稳地产, 关注十二月中央经济会议的政策布局。
- **人民币兑美元汇率继续偏弱, 但相对其他货币仍较坚挺:** 人民币兑美元汇率近期显著走弱, 一度超过 7.3。强美元和中国经济的下行压力是近期人民币兑美元走弱的主要原因。但强劲的贸易顺差仍支撑人民币一篮子汇率维持坚挺。我们预计中国人民银行将继续容忍人民币兑美元汇率的双向弹性, 避免汇率水平大幅偏离基本面。但同时央行可能利用政策工具防止人民币汇率的过度波动。持续的强美元意味着相对弱的人民币。我们预计人民币对美元汇率近期可能在 7-7.3 区间徘徊。

**下月重点关注:** 国际数据方面, 需要关注欧美国家通胀及就业数据, 联储 11 月议息会议以及全球市场的流动性。国内宏观经济方面, 关注经济活动数据, 以及相关的稳增长和行业政策。

## Main points:

- **Monetary tightening might enter a slower phase in advanced economies despite persistent stagflation pressure.** Inflationary pressure remained high in September while sharply tightened monetary policy led to slower growth and heightened concerns over financial stability. We expect the Fed to raise rates by 75 points at its November meeting before resorting to a slower pace of rate hikes in December in order to gauge the impact of front-loaded tightening. We do not expect inflation to ease meaningfully until 2H 2023F, implying more rate hikes in 1H 2023F. Upward pressure on global rates may ease if the pace of monetary tightening slows and fiscal tightening in the UK is re-established. We maintain our forecasts for 2-year and 10-year US bond yields at 4.3-4.5% and 3.8%-4.0%, respectively. However, heightened uncertainty over future monetary policy means continued high volatility in global interest rates.
- **Domestic recovery in China continued in 3Q22 and September; but consumption remains soft. We expect near-term policy to focus on stabilising growth.** The recent rebound in growth beat market expectations in 3Q22, helped by strong industrial output and resilient exports. Auto, equipment manufacturing, and high-tech manufacturing remain the bright spots. Heavy investment in infrastructure and manufacturing offset weakness in real estate investment. However, people's mobility was hindered by local Covid outbreaks. Consumption and services were soft. The impact of Covid restrictions on the economy will persist, in our view. Thus, we lower our full-year economic growth forecast from 4.8% to 3.9%. The 20th Party Congress of the Communist Party of China remains focused on high-quality growth, promoting the goal of Chinese-style modernization, and affirming the virtues of the Zero Covid policy. Policy in the near-term is likely to remain focused on stabilizing growth. The Central Economic Work Conference in December is the next policy highlight.
- **USD/CNY fluctuated at recent highs, but the renminbi held firm against other currencies.** The renminbi weakened against the US dollar recently, surpassing 7.3 at one point. The strong US dollar and soft growth were the main drivers of renminbi weakness. However, the strong trade surplus continued to support the renminbi index. We expect the PBoC to continue to tolerate increased currency flexibility while avoiding large misalignments. In our view, the PBoC is likely to use policy tools to reduce currency volatility. A persistently strong US dollar implies a relatively weak renminbi. We expect the USD/RMB will fluctuate in the 7.0-7.3 range.

**Data releases and events in September.** On the international front, our focus is inflation and employment data from Europe and the US, the November FOMC meeting, and global market liquidity. Domestically, our focus is economic data and policy supporting growth, property, and industrial upgrades.

崔历

(852) 3911 8274  
cuili@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241  
kevinxie@ccbintl.com

## 海外宏观和利率走势 – 高通胀持续，经济危机的担忧加剧，联储加息步伐未来可能放缓

**发达国家核心通胀压力高位持续...**：虽然主要央行大幅提高利率，但是 9 月数据显示核心通胀同比增速在英美欧不降反升（图 1）。美国 9 月通胀数据超预期，核心通胀同比升 6.6%，创 1982 年 8 月以来新高。服务通胀包括住房和医疗等是核心通胀上升的主要推手。而随着供应链压力的缓解和需求的减弱，核心商品价格继续下降。欧元区和英国的总体通胀在 9 月都上升到同比 10% 左右。食品和能源是通胀压力的主要来源。但是非能源商品和服务的价格也在快速上涨，核心通胀也同比上行。气象预报显示即将到来的冬天是个暖冬，有助舒缓欧洲对天然气和电力的需求，能源相关的通胀也许能够得以一定的缓和。但食品和核心通胀压力可能持续。

**...但经济下行压力加大**：由于利率的不断提高，英美欧的主要经济运行指标持续下行。美国强于预期的三季度增长都来自净出口，而内需在三季度几乎没有增长。居民消费的增速从二季度的 2% 放缓至 1.4%，主要依赖于服务消费恢复。地产投资严重下滑，拖累投资。最新的经济运行数据显示地产和制造业继续走弱。三季度净出口表现反映俄乌局势胶着导致美国大宗商品出口持续强劲和进口环比的大幅下降。但全球经济增速持续放缓下，三季度优异的净出口表现大概率也无法持续，经济增速估计继续承压。

欧盟和英国经济受到高能源价格的冲击最为明显，德国的 ZEW 当前商业状况指数持续恶化，显示欧盟经济可能已经在第三季度进入衰退（图 2）。英国的政治危机随着 Liz Truss 减税方案的彻底撤销和新首相 Sunak 的上台得到缓解。有了前车之鉴，Sunak 的财政政策可能偏紧缩，媒体报道新财政大臣可能在 11 月宣布将近 500 亿英镑的财政紧缩政策，有助于减少通胀和利率的上行压力，但紧缩政策也预计加深英国经济的短期低迷。

**滞胀压力下欧美央行将持续加息，但步伐可能放缓**：主要西方发达国家的央行近期加快加息应对通胀，预计在 11 月份持续。然而随着各国快速收紧货币政策，官方利率大多已超出各国央行对中性利率的预测。限制性的货币政策对经济增长拖累越加明显，市场对 2023 年经济前景趋于悲观。欧央行在 10 月加息 75 个基点后，提高对经济下行风险的警示。

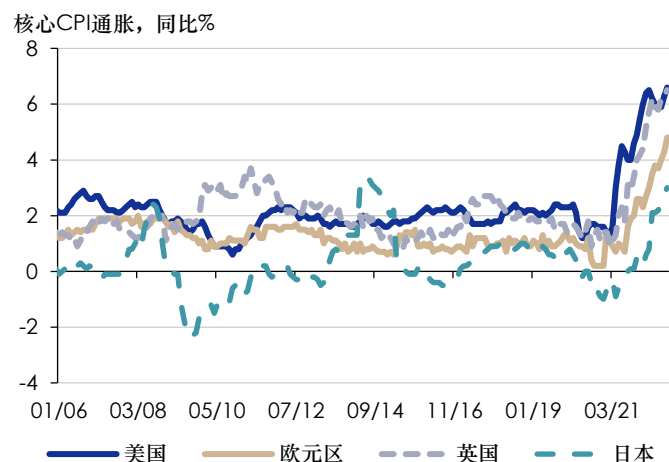
美国三季度增长数据印证了国内需求正在放缓。虽然市场预计美联储在 11 月议息会议上大概率再次加息 75 个基点，但是降低了对 12 月加息幅度的预测，从大约 75 个基点下降到 50 个基点左右（图 3）。与此同时，9 月份高于预期的通胀数据显示快速的加息尚未明显缓解通胀压力。在之前[美国经济宏观观点评](#)中，我们讲到美国通胀仍难迅速降温。就业市场虽有所放缓，但是仍然偏紧。滞胀压力下，我们预计联储可能在 11 月的议息会议之后放缓加息步伐，衡量加息对经济增长的影响和对抑制通胀的效果。但由于通胀居高不下，预计加息周期仍会延续到明年上半年，直到通胀压力明显减轻而且失业率开始明显上升。

**全球国债利率继续在高位剧烈波动，市场关注拐点**：Liz Truss 饱受争议的财政政策导致英国国债市场剧烈波动，10 期英国国债利率一度领涨全球。随着 Truss 政府撤销减税政策和新首相的上台，10 年英国国债利率从月中 4.63% 的高点下降到月底的 3.48%。减少对全球利率特别是美国国债利率曲线的冲击。美债 10 年国债收益率也在 10 月回落（图 4）。我们维持未来 2-5 个月 2 年期和 10 年期美国国债收益率中位数在 4.3%-4.5% 和 3.8%-4.0% 区间波动的预测。由于政策路径仍存不确定性，市场预期分歧加大，在市场寻找拐点过程中利率波动仍可能较为剧烈。

**美元指数预计维持强势**：在美国超出预期的 9 月通胀数据的推动下，美元指数一度冲上 115。之后随着英国国债利率的下滑和联储官员对经济危机的担忧，美元指数跟随美债利率有所下降，但是仍处于高位。即使未来联储放缓加息步伐，但是我们预计通胀压力要到明年中才会有实质性缓解。虽然经济增速下滑，美国经济的韧性也要好于其他发达国家。因此，我们预计美元在未来 3-6 个月内仍然保持强势。

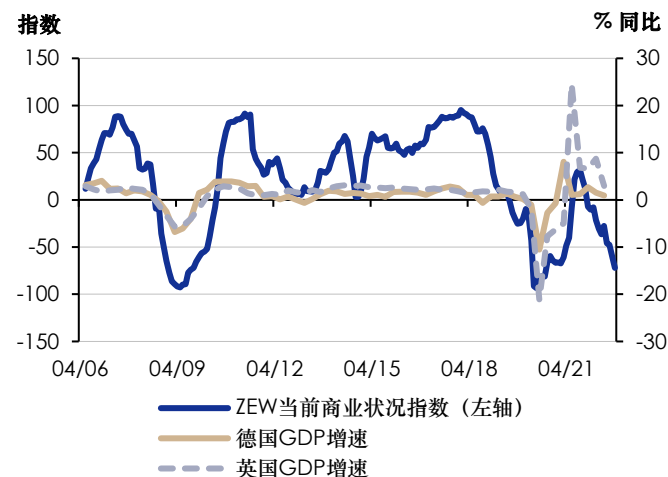
**全球流动性持续收紧，新兴市场继续承压**：在全球市场波动加剧和主要央行持续加息下，新兴市场汇率相对美元普遍走弱。9 月受新兴亚洲，中东和非洲资本外流的影响，整体新兴市场的资金小幅流出（图 5）。初步估算，资本外流主要由于资本抛售新兴市场的股票所致，而外资持续进入新兴经济体的债券市场。中国的股票和债券市场在 9 月都有资本小幅流出。全球金融市场流动性收紧，新兴市场债务仍面临压力。总体而言，新兴市场总体国际收支较为健康，经常项目逆差远小于过往联储收紧的时期，货币贬值压力总体仍小于非美主要发达国家（图 6）。其中东南亚新兴经济体在亚洲金融危机之后进行了金融结构改革，因此他们相较拉美和中欧国家具有更强的抗压能力。

图 1：发达国家的核心通胀压力维持高位



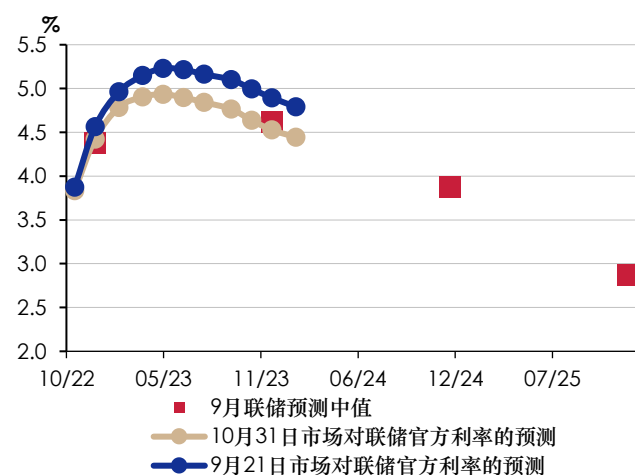
资料来源：CEIC，建银国际

图 2：欧美经济先行指数继续放缓



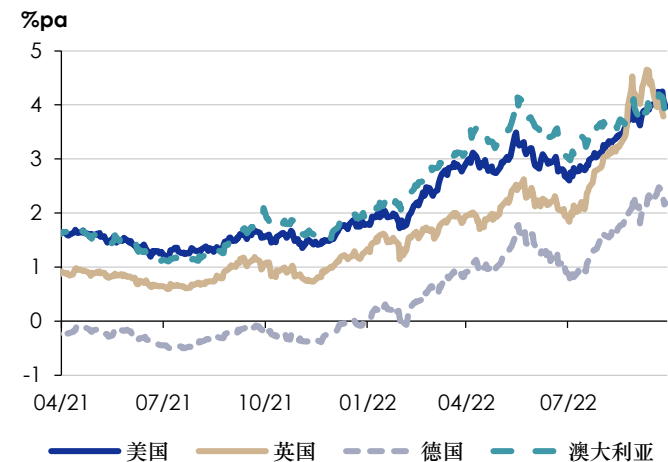
资料来源：彭博，建银国际

图 3：市场利率加息预期小幅下降



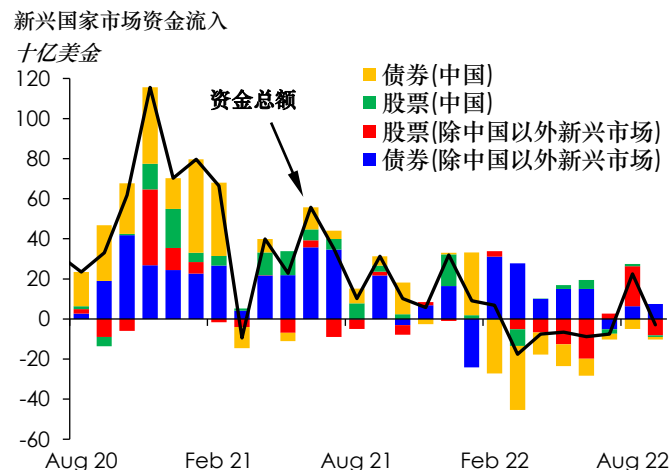
资料来源：CEIC，万得，建银国际

图 4：发达国家国债收益率在高位剧烈波动



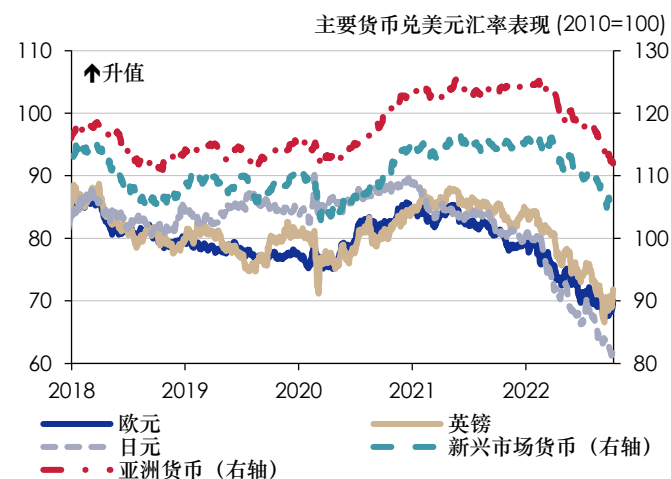
资料来源：万得，建银国际

图 5：新兴市场资金继续小幅流出



资料来源：IIF，建银国际

图 6：新兴市场汇率承压，但较发达国家汇率坚挺



资料来源：万得，建银国际；数据截至：10月28日



## 国内宏观经济和债市汇市 – 推进中国式现代化，短期增长继续受疫情影响，人民币汇率承压

**9 月中国经济持续复苏但不平衡，制造业一枝独秀而消费复苏乏力：**[三季度 GDP 增速超预期](#)，环比增速 3.9%，抹平了二季度环比-2.7%的下滑。工业部门仍是经济增长的主要贡献者。9 月工业生产增加值再次超预期，汽车，装备制造业和高技术制造业是增长亮点。投资方面基建投资上行和高技术产业投资增长，抵消了房地产疲软带来的负面影响。对外贸易继续受全球制造业需求和中国贸易的区域化等因素支持，出口增长和对外顺差保持坚挺（[宏观视野：供应链重构下的贸易红利](#)）。但由于区域疫情的影响，居民生活和出行受限，消费与服务业整体表现偏弱。汽车消费继续强劲，得益于汽车供应链的修复、需求积累的释放，以及支持新能源汽车消费的税收政策。

**地产销售缓慢修复，关注更多支持性政策：**随着保交楼政策稳步推进，以及部分城市阶段性下调或取消首套房贷利率、放松限购预售、下调个人住房公积金贷款利率等支持性政策的陆续出台。楼市需求有所修复，9 月份商品房销售面积与销售金额同比下降 16.2%和 14.2%，较 8 月降幅收窄。但 70 大中城市新房平均价格则持续走低，环比下跌 0.3%，与前值持平。房屋新开工面积和施工面积也维持在低位水平。目前地产行业的大多数指标仍在底部徘徊，有企稳迹象。但在房住不炒的大背景下，复苏进程可能较为缓慢，仍需关注未来供需两端政策发力情况。

**推进中国式现代化。短期稳增长的宏观经济政策将持续：**中国共产党的 20 大报告[坚持高质量发展的经济目标，强调推进中国式现代化](#)。经济政策总基调保持连续性，短期来看，预计制造业继续支持经济增长。在消费疲软下，投资和贸易增长仍将是增长的关键支柱。今年地方专项债的融资收入和其他金融工具（如 PSL）等仍为年内稳增长的政策措施提供资金来源。稳地产措施预计继续推出，有助于支持房产销售的进一步温和复苏。随着信用增长反弹和通胀上行，流动性政策和国内利率预计保持稳定。关注 12 月的中央经济工作会议（CEWC）可能推出的下一阶段政策规划。

**中资美元债继续承压：**10 月中资美元债总体净融资加速下滑（图 10）。地产，金融和城投三大板块的净融资都有萎缩。美债利率和美元高位剧烈波动下，中资美元债 10 月投资级和高收益债利差小幅走扩（图 11）。在全球利率大幅上升和经济增长不确定性增加的背景下，海外流动性持续收紧，叠加境内地产和消费等领域复苏不稳，中资美元债的短期前景仍有挑战。未来一年中资地产债到期压力仍然持续（图 12）。随着国内更多支持性政策的出台，我们预计地产公司继续仍以在境内募集资金为主（图 13）。境内市场信用息差虽有所走扩，但仍处于低位，融资环境相对稳定。

**人民币兑美元汇率在低位震荡：**过往两周人民币兑美元汇率近期显著走弱，一度超过 7.3，创下 2007 年以来的最低水平。强美元和中国经济的下行压力是近期人民币兑美元走弱的主要原因。但强劲的贸易顺差继续支撑人民币一篮子汇率保持坚挺。人民币兑美元汇率的下行压力与其他几个亚洲新兴市场货币一致，而明显低于非美元 G7 货币。人民银行和外汇局在 10 月 25 日宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25。旨在鼓励境内金融机构和企业从境外进行融资，并增加境内市场的美元供应。

我们预计中国人民银行将继续容忍人民币兑美元汇率的弹性，避免汇率水平大幅偏离基本面。但同时央行可能继续通过政策指引，调节人民币对美元中间价和其他政策工具（例如重启逆周期因子等），以防止人民币汇率的过度波动。在持续的美联储加息和全球经济增速放缓的背景下，我们预计美元指数在未来 3-6 个月持续位于高位。但中期仍会随联储加息见顶而走弱。持续的强美元意味着相对弱的人民币。我们预计人民币对美元汇率近期可能在 7-7.3 区间徘徊。  
[\(中国经济评论：强美元下，人民币兑美元汇率预计持续偏弱\)](#)

表 1：中资美元债发行到期情况

|                     | 存量 (亿美元) |      | 月发行量 (亿美元) |       |       |        | 月到期量 (亿美元) |       |       |        |
|---------------------|----------|------|------------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|
|                     | 21年底     | 最新   | 7月31日      | 8月29日 | 9月29日 | 10月27日 | 7月31日      | 8月29日 | 9月29日 | 10月27日 |
| 全部美元债               | 10493    | 9719 | 200        | 53    | 38    | 45     | 187        | 103   | 208   | 146    |
| - 地产                | 1893     | 1613 | 112        | 0     | 11    | 14     | 63         | 39    | 45    | 63     |
| - 城投                | 840      | 899  | 38         | 16    | 13    | 18     | 33         | 21    | 43    | 35     |
| - 金融                | 3649     | 3583 | 38         | 20    | 3     | 34     | 26         | 20    | 43    | 52     |
| 中资美元债利差* - 投资级(bps) | -32      | 57   | 225        | 212   | 144   | 205    | 38         | -13   | -68   | 51     |
| 中资美元债利差* - 高收益(bps) | 1015     | 1089 | 2403       | 2257  | 1954  | 2865   | 53         | -146  | -303  | 78     |

资料来源：彭博，万得，建银国际

图 7：制造业和基建拉动投资，房地产投资仍疲软

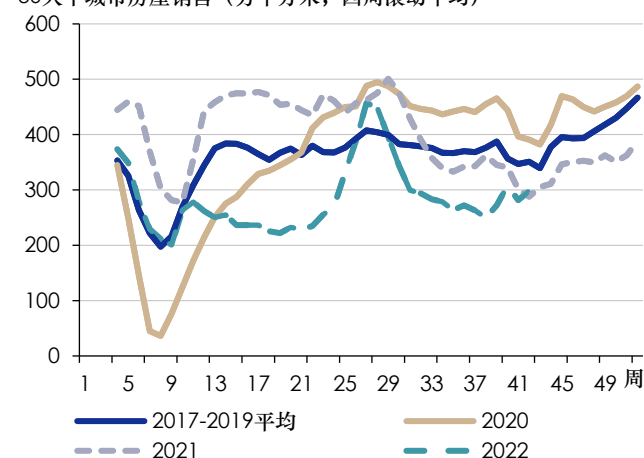
固定资产投资增速 (%同比)



资料来源：CEIC，建银国际

图 8：地产销售出现企稳回升迹象

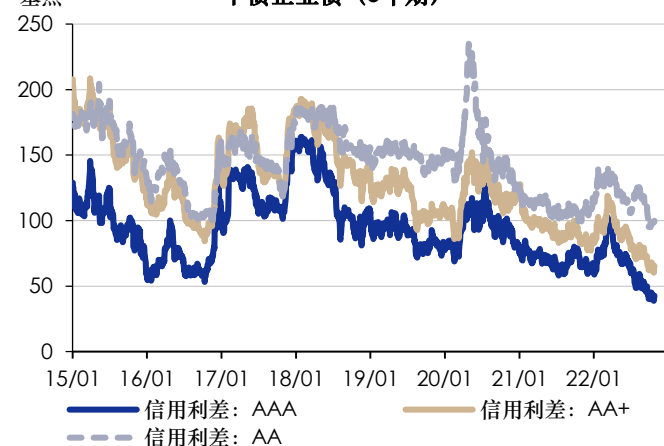
30大中城市房屋销售 (万平方米, 四周滚动平均)



资料来源：万得，建银国际

图 9：境内信用息差仍在低位

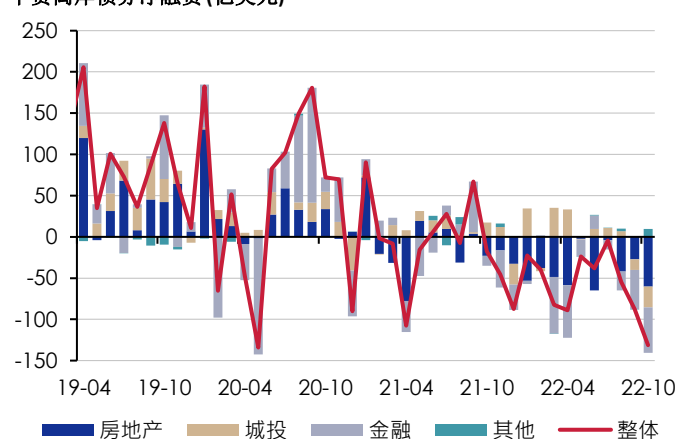
中债企业债 (5年期)



资料来源：万得，建银国际

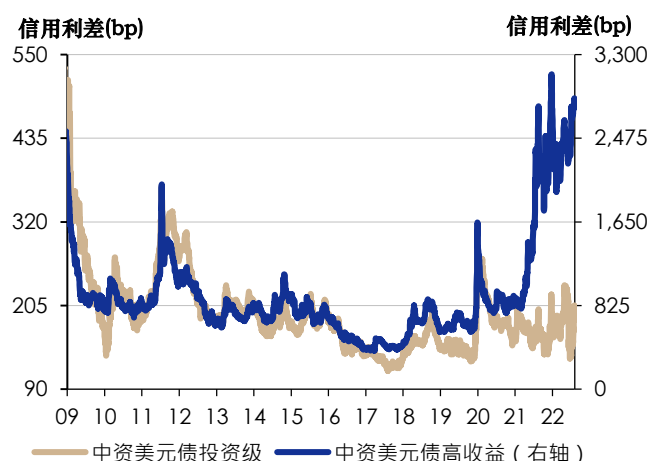
图 10：中资美元债净融资进一步走低

中资离岸债券净融资 (亿美元)



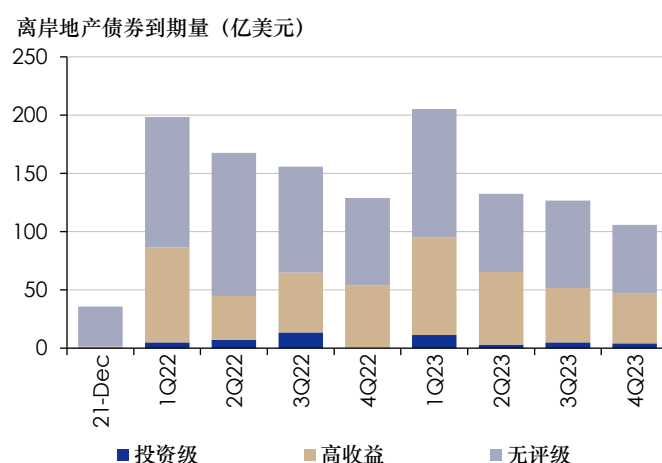
资料来源：万得，建银国际

图 11：海外流动性压力下，中资离岸债继续承压



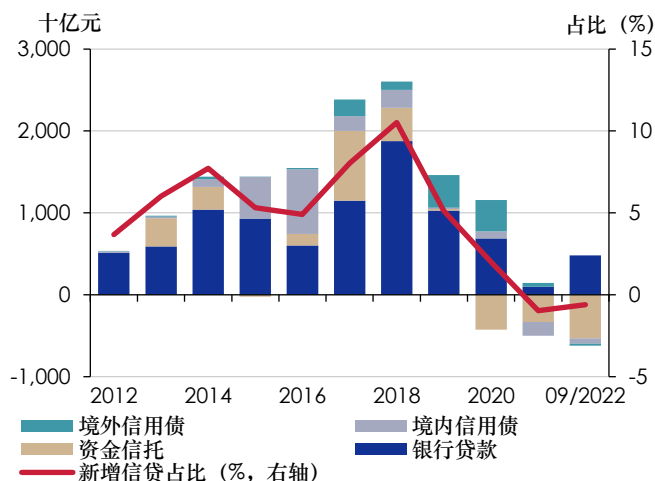
资料来源：彭博，建银国际

图 12：未来一年离岸地产债券到期压力仍然较高



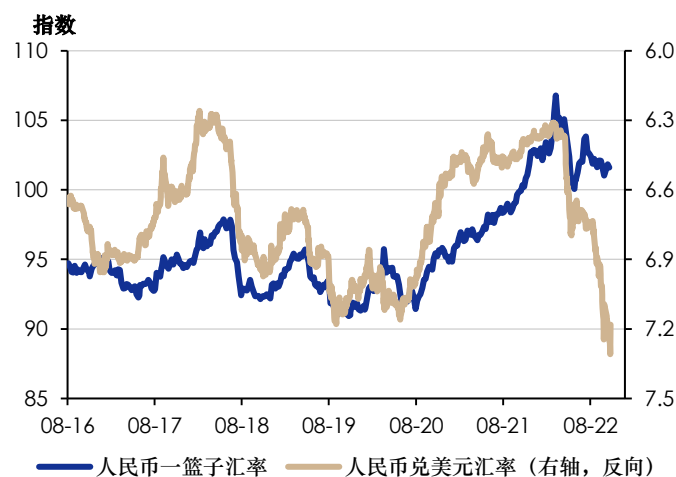
资料来源：万得，建银国际

图 13：地产商境内融资提升，对冲境外融资收缩



资料来源：万得，建银国际

图 14：人民币一篮子汇率坚挺，兑美元汇率走弱



资料来源：万得，建银国际

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=148434>

