

宏观周观点

2022 年 11 月 14 日

美国 CPI 超预期下行，防疫“二十条”更精准

宏观周观点 20221114

核心内容：

- **美国 CPI 放缓，基数效应开始体现：**美国 10 月 CPI 超预期下行，继 6 月份的顶峰后再次确认回落趋势：同比增速从 9 月的 8.2% 回落至 7.7%，低于市场预期的 7.9%；核心 CPI 同比增速为 6.3%，比 9 月下行 0.3%。环比方面，CPI 增速为 0.4%，而核心 CPI 增速为 0.3%。环比和同比走势的分化也反映出 2021 年末的高基数效应开始体现。二手车等商品预计在高基数更早到来下保持下滑，而核心则由于房价滞后和服务粘性导致更慢的下行。10 月基数效应的体现明朗了 CPI 开始稳定走弱的趋势，加息终值难再提升，12 月放缓至 50bps 的概率大大增加；随着美元和美债的顶部开始确认，市场将开始从紧缩交易转向。
- **防疫“二十条”突出精准：**11 月 10 日，政治局常委会会议研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。相较于 7 月 28 日的政治局会议，疫情防控的表述主要有以下几点变化：（一）未提及“对疫情防控和社会经济发展的关系……要从政治上看，算政治账”的表述。（二）强调“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”，更改了 7 月会议中“保证影响经济社会发展的重要功能有序运作，该保的要坚决保住”。（三）“科学精准防控”代替了“立即严格防控”。（四）增加了“大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性”，“做好重点人群疫苗接种等工作，筑建疫情防控屏障”；“纠正‘层层加码’，‘一刀切’等”；“尽快恢复正常生产生活秩序，绝不能等待观望、各行其是”。最后，坚持“外防输入，内防反弹”和“动态清零”。
- **政策支持地产融资，从保项目转向保优质主体：**11 月 11 日，央行和银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。政策保的主体是“优质房企”，这可能表明如恒大这类债务问题较大、风险爆发严重的房企仍要在市场化的处理方式下进行风险出清，由优质房企接收其优质项目。而对于“优质房企”而言，16 条的重点是发债以及其他方面的增信和存量融资的展期；在银行等金融机构的配合下，增信和展期将显著改善房企的流动性，更利于其在供给侧稳定地产，进而稳定相关的信用派生，改善合理融资需求。
- **市场利率上行，猪菜价格回落，大宗商品价格上升，高频数据较弱：**本周市场利率上行，流动性边际收紧但整体宽裕，降准仍可期待。猪肉和蔬菜价格下行，菜价走低至历史正常水平。原油、煤炭和钢铁价格回升，库存继续下行，政策支持下地产预期有所改善。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

核心风险：疫情和防控政策超预期变化，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	11月15日(周二)	中国10月社会消费品零售总额年率(%), 中国10月规模以上工业增加值年率-YTD(%), 中国10月城镇固定资产投资年率-YTD(%)
	11月14日(周一)	---
欧洲	11月15日(周二)	英国9月失业率-按ILO标准(%), 欧元区第三季度季调后GDP季率修正值(%), 欧元区11月ZEW经济景气指数, 欧元区9月季调后贸易帐(亿欧元), 德国11月ZEW经济景气指数, 欧元区10月储备资产合计(亿欧元)
	11月16日(周三)	英国10月CPI和核心CPI年率(%), 英国10月末季调输入PPI年率(%), 英国10月零售物价指数年率(%)
	11月17日(周四)	欧元区10月核心调和CPI年率-未季调终值(%)
	11月18日(周五)	德国10月CPI年率终值(%), 英国9月季调后商品贸易帐(亿英镑), 英国第三季度生产法GDP年率初值(%), 英国9月GDP月率(%), 英国9月工业产出月率(%)
	11月14日(周一)	---
美国	11月15日(周二)	美国10月PPI和核心PPI年率(%)
	11月16日(周三)	美国10月进口物价指数月率(%), 美国10月零售销售月率(%), 美国10月工业产出月率(%), API和EIA原油与汽油库存变动
	11月17日(周四)	美国9月外资产净买入长期证券(亿美元), 美国10月营建许可月率初值(%), 美国10月新屋开工年化月率(%), 美国截至11月12日当周初请和续请失业金人数(万)
	11月18日(周五)	美国11月17日10年期TIPS竞拍-高收益率(%)和总金额
	11月14日(周一)	---
其他	11月15日(周二)	日本第三季度季调后实际GDP季率初值(%)
	11月18日(周五)	日本10月全国CPI和核心CPI年率(%)

目录

一、美国CPI超预期回落，基数效应开始展现	3
二、政治局常委研究防控工作优化，“二十条”突出精准	4
三、政策支持房地产融资，从保项目转向保主体	5
四、市场利率回升，美元开始下行	6
五、猪菜价格继续回落	9
六、大宗商品价格回升，库存下行	10
(一) 原油价格小幅下行，煤炭回升	10
(二) 钢铁价格回升，库存下行	11

一、美国 CPI 超预期回落，基数效应开始展现

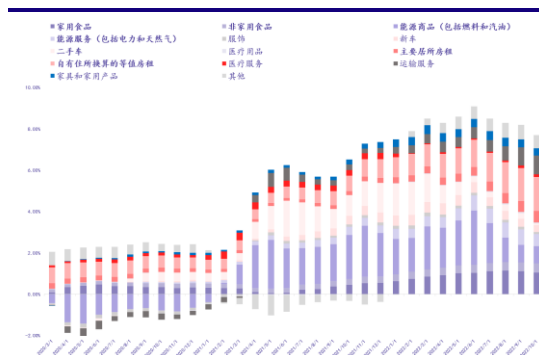
美国劳工数据局（BLS）公布的 10 月消费者价格指数（CPI）超预期下行，继 6 月份的顶峰后再次确认回落趋势：同比增速从 9 月的 8.2% 回落至 7.7%，低于市场预期的 7.9%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.3%，比 9 月下行 0.3%。环比方面，CPI 增速为 0.4%，再度上行，而核心 CPI 增速为 0.3%。环比和同比走势的分化反映出 2021 年末的高基数效应开始体现。核心通胀继续与名义通胀分化，商品预计在高基数更早期到来下保持下滑，而核心则由于房价滞后和服务粘性导致更慢的下行。10 月基数效应的体现明朗了 CPI 开始稳定走弱的趋势，加息终值难再提升，12 月放缓至 50bps 的概率大大增加；随着美元和美债的顶部基本确认市场将开始从紧缩交易转向。

从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的仍集中在非核心部分，二手车和包括电力及天然气在内的能源服务对 CPI 的超预期走弱做出了最大贡献；其他回落的项目还有家用食品、能源商品、新车、二手车、和医疗用品等。同比增速加快的主要是居住成本两项和运输服务。环比方面的变动趋势大致相同，居住成本和非家用食品依然保持上行动能，能源商品在 OPEC+ 减产后期有所回升。需要注意到 CPI 在 2021 年的基数从 10 月份开始上行较快，因此即使其环比保持一定向上的动能，同比整体回落的趋势也更加确定。

仍然需要注意，本轮通胀始于供给端扰动带来的商品价格上涨，而后，随着供给端问题向需求侧转移，服务类对物价增速的贡献抬升。这也意味着在商品同比增速回落的阶段，服务类的粘性还会保持一段时间，尤其是房价统计滞后导致的韧性。尽管本月通胀下行超预期，但除了去年同期的基数外，天然气价格因欧洲储气能力达到上限的阶段性价回落未必持续，冬季的温度可能阻止能源类的更快下行，因此短期通胀下行的斜率依然不会陡峭，更大幅度的回落还需期待 2023 年一季度末。

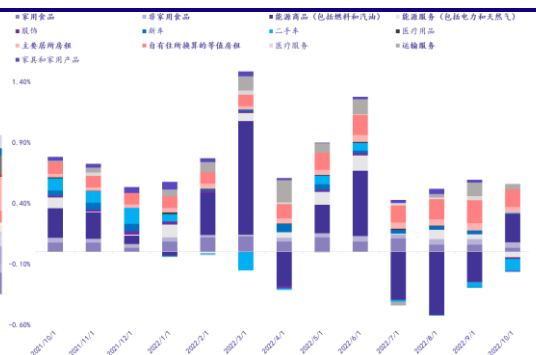
不过，CPI 稳步回落的趋势再次得到确认，这也意味着未来其再超预期的可能性较小，12 月 FOMC 会放缓加息。CPI 公布后，美联储哈克表示考虑在利率到 4.5% 附近后暂停加息，这类态度标志着加息的终点大致在 5% 左右，预期不会进一步恶化。在这一基础上，美元和美债的顶部基本可以确认，紧缩交易也将开始向衰退交易过渡。美股近期的反弹并不意味着反转，未来衰退的“盈利底”还未显现，相比之下美债和美元的走势更加清晰。

图 1：10 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 2：10 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

二、政治局常委研究防控工作优化，“二十条”突出精准

11月10日，习近平总书记主持中共中央政治局常委会会议，听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。相较于7月28日的政治局会议，关于疫情防控的表述主要有以下几点变化：

（一）未提及“对疫情防控和社会经济发展的关系……要从政治上看，算政治账”的表述。

（二）强调“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”，更改了7月会议中“保证影响经济社会发展的重要功能有序运作，该保的要坚决保住”。

（三）“科学精准防控”代替了“立即严格防控”。

（四）增加了（1）“大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性”，“做好重点人群疫苗接种等工作，筑建疫情防控屏障”；（2）“纠正‘层层加码’，‘一刀切’等做法”；（3）“尽快恢复（尽力维护）正常生产生活秩序，绝不能等待观望、各行其是”。

考虑到我国国情与仍然严峻的防控形势，要“坚定不移落实‘外防输入、内防反弹’总策略，坚定不移贯彻‘动态清零’总方针”。

图 3：政治局会议关于疫情防控表述对比：

中央政治局会议 2022-07-28	中央政治局常委会 2022-11-10
全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。<u>对疫情防控和经济社会的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。</u>要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，<u>出现了疫情必须立即严格防控</u>，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。要坚决认真贯彻落实党中央确定的新冠肺炎防控政策举措，<u>保证影响经济社会发展的重要功能有序运转，该保的要坚决保住。</u>要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。	坚定不移落实“外防输入、内防反弹”总策略，坚定不移贯彻“动态清零”总方针，按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，高效统筹疫情防控和经济社会发展，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。 会议指出，要适应病毒快速传播特点，切实落实“四早”要求，以快制快，避免战线扩大、时间延长。要集中力量打好重点地区疫情歼灭战，采取更为坚决、果断措施攻坚，尽快遏制疫情扩散蔓延，尽快恢复正常生产生活秩序，决不能等待观望、各行其是。要坚持科学精准防控，提高防疫工作的有效性，准确分析疫情风险，进一步优化调整防控措施，在隔离转运、核酸检测、人员流动、医疗服务、疫苗接种、服务保障企业和校园等疫情防控、滞留人员疏解等方面采取更为精准的举措。要大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性。要在落实各项防疫举措的同时加强分析研判，必要的防疫举措不能放松，既要反对不负责任的态度，又要反对和克服形式主义、官僚主义，纠正“层层加码”、“一刀切”等做法。要全力做好人民群众生产生活服务保障，切实满足疫情处置期间群众基本生活需求，保障看病就医等基本民生服务，加大对老弱病残等特殊群体的关心帮助力度，解决好人民群众实际困难，尽力维护正常生产生活秩序。要做好重点人群疫苗接种等工作，筑牢疫情防控屏障。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院整理

从以上的变与不变来看，疫情防控更加强调快速、精准和预防，强调经济社会发展。这些特征也在党中央对进一步优化防控工作的二十条措施中细化，要求各地“不折不扣”把各项优化措施落实到位。“二十条”的重点包括：

（一）涉疫情地区管理：

- （1）对密切接触者，将“7+3”管理措施调整为“5+3”；
- （2）不再判定次密接；
- （3）高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”；

(4) 风险区仅“高、低”两类，取消中风险区。高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区划定为低风险区。高风险区连续5天无新增，降为低风险。

(二) 常态化管理：

- (1) 高风险岗位从业人员由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”；
- (2) 没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。一般不按行政区域开展全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情底数不清时开展（可理解为无疫情地区一般不进行常态化全员检测，疫情传播严重时才可全员检测）；
- (3) 取消入境航班熔断机制，登机前48小时内2次阴性证明降低为1次；
- (4) 入境重要商务人员、体育团组等，闭环管理；
- (5) 一般入境人员，将“7+3”调整为“5+3”。

(三) 加强乱象政治：

- (1) 严禁随意封控停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责；
- (2) 排查校园随意封控、封控时间过长、长时间不开展线下教学……整治防控不力和过度防疫问题；
- (3) 全力保障物流畅通，不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产，落实好“白名单”制度；
- (4) 对不在高风险区的外地人员，评估风险后允许其离开，避免发生滞留；发生较多人员滞留的地方，要专门制定疏解方案。

(四) 疫情防控屏障建设：

- (1) 加强医疗资源建设。制定分级分类诊疗方案、处置方案，做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源；
- (2) 有序推进新冠病毒疫苗接种。制定加快推进疫苗接种的方案，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。加快有广谱保护作用德疫苗研发；
- (3) 加快新冠肺炎治疗相关药物储备。重视发挥中医药的独特优势，做好有效中药方药的储备。加强急救药品和医疗设备的储备。

三、政策支持房地产融资，从保项目转向保主体

近期房地产融资渠道不断放开。10月20日，证监会相关人士表示，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。具体条件为：（1）自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%；（2）参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过10%。

11月8日，为落实稳经济一揽子政策措施，坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。民营企业债券融资支持工具，由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。2500亿包括资金撬动的规模，以2018年央行的发言为例，100亿初始资金大约可以形成1600亿债权融资（16倍撬动）；以此估算，本次初始资金约156亿元。

11月11日，央行和银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台6大类16条措施支持房地产。需要关注的新提法有：

- (1) 对国有、民营等各类房地产企业一视同仁，鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展。
- (2) 金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险……推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持……支持债券发行人在境内外市场回购债券…对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持。
- (3) 自本通知印发之日起，房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类。
- (4) 支持金融机构优化新市民住房金融服务，合理确定符合购房条件新市民首套住房个人住房贷款的标准……依法合规为房地产企业项目并购、商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持…鼓励金融机构特别是项目个人住房贷款的主融资商业银行或其牵头组建的银团为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，推动化解未交楼个人住房贷款风险。
- (5) 对于受疫情等客观原因影响不能如期满足房地产贷款集中度管理要求的银行业金融机构，人民银行、银保监会经过评估后可以合理延长其过渡期。

上述新提法意味着政策在保项目后开始向保主体过渡，而保的主体则是“优质房企”，这可能表明如恒大这类债务问题较大、风险爆发严重的房企仍要在市场化的处理方式下进行风险出清，由优质房企接收其优质项目。而对于“优质房企”而言，16条的重点是发债以及其他方面的增信和存量融资的展期；在银行等金融机构的配合下，增信和展期将显著改善房企的流动性，更利于其在供给侧稳定地产，进而稳定相关的信用派生，改善合理融资需求。

四、市场利率回升，美元开始下行

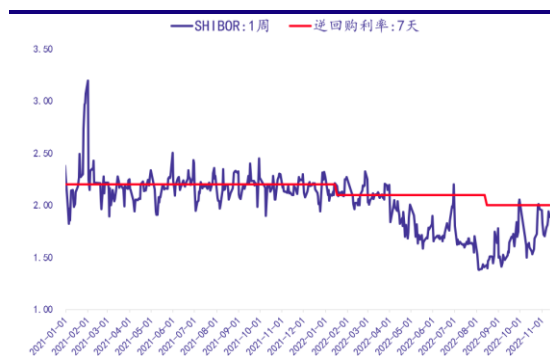
本周短期流动性保持宽裕，公开市场投放330亿，回笼1130亿，净回笼800亿。市场利率回升，但DR007本周五仍低于7天逆回购利率17.80bps。央行平价等量续作10月到期的5000亿元MLF，11月15日MLF到期1万亿，如果没有降准则更可能平价等量续作。10月社融数据较差，居民中长期贷款大幅回落，降准仍值得期待。11月新冠确诊人数仍较高，但政治局会议部署“二十条”优化防疫措施，同时监管对房地产合理融资进一步放开，短期经济和金融条件改善可能较大。但是需要注意，疫情的传播仍可能影响生产，冲

击消费，房地产尚未底部企稳，内需的改善需要更长时间，未来的经济不确定性仍然较强，对债券市场保持观察。

11月11日，SHIBOR 隔夜收于 1.7040%，比上周上行 31.80bps，7 天利率收于 1.8880%，比上周上行 18.6bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.8220%，比上周上行 18.49bps。11 月 11 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.9125%、2.3537% 和 2.5355%，分别比上周变化 +14.94bps、+6.80bps、+5.42bps，10 年期国债收益率收于 2.7349%，比上周上行 4.00bps。

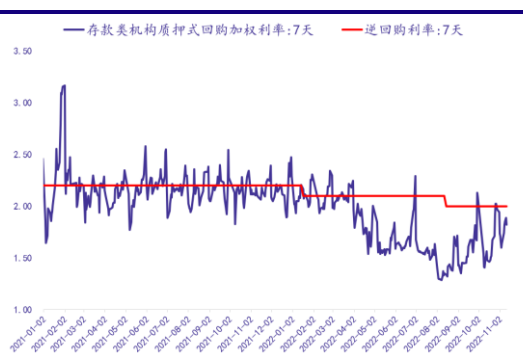
债券收益率回升，货币市场流动性在宽裕但利率小幅上行，银行间加杠杆购债现象边际弱化。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率保持整体宽松；通胀并不成为制约货币政策的因素。由于人民币汇率压力，近期降息可能性偏低，降准仍有概率。

图 4：SHIBOR 利率 (%)



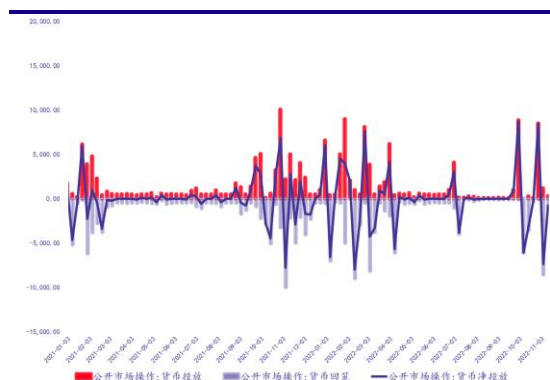
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：DR007 利率 (%)

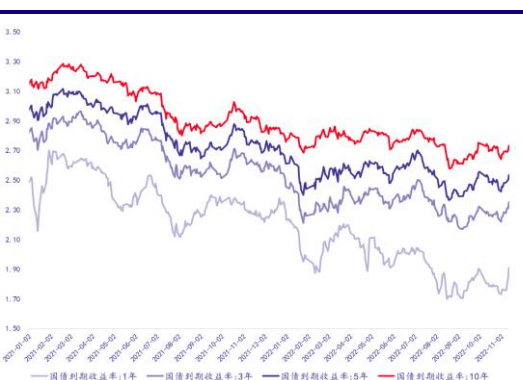


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 7：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



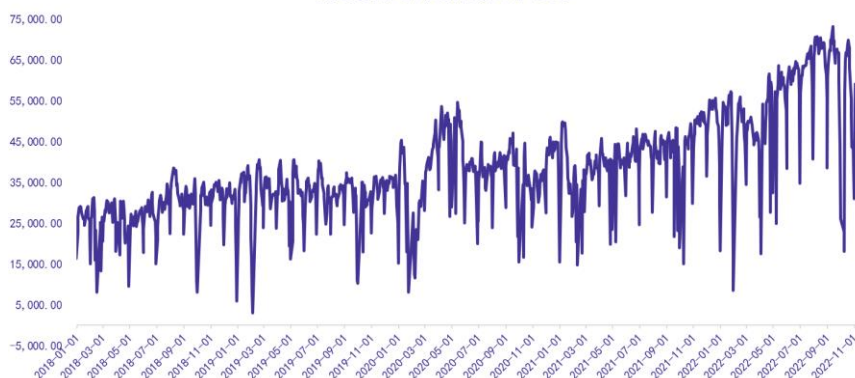
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：银行间质押式回购成交量 (亿)



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

成交量:银行间质押式回购 亿元

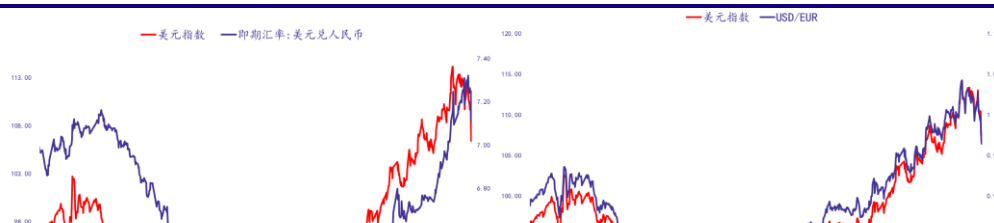


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数下行至 106.41，美国 CPI 的超预期回落再次确认了通胀回落的趋势，虽然物价短期下降速度仍偏慢，但美联储加息终值难以继续提升、12 月 FOMC 大概率加息放缓至 50bps、加息终点可能在 2023 年一季度末出现。这意味着美国与其他国家预期利差不会进一步扩大，如果欧元区、英国等加息时间更长，利差可能收窄；同时，美联储加息对我国货币政策的压制在短期缓解，降准和降息空间加大。美元兑主要货币汇率全线回落，兑人民币回落至 7.1106，兑欧元至 0.9658，兑日元至 138.7970。通胀的下行意味着美元顶部开始确认，强美元压制的资产将开始反弹，兑美元变动最敏感的日元和英镑值得关注。欧央行预计仍将保持较强的加息力度，但美欧利差是否能进一步缩小仍受到欧元区更弱的基本面以及南欧国家债务问题的压制。日央行继续坚持 YCC，日元短期还会处于相对低位，并由财务省继续干预汇率；对 2023 年黑田东彦离任后新日央行行长是否会边际改变 YCC 保持观察。

图 9：美元兑人民币（元）

图 10：欧元与美元指数（%）



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_48711

