

宏观周观点

2022 年 12 月 17 日

“闯关期”的阵痛

一周高频数据

核心内容:

- **MLF 加量平价续做，释放中长期流动性：**12 月 15 日，人民银行开展 6500 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 20 亿元公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.75% 与 2%，维持前值不变。本月 MLF 到期量为 5000 亿元，本月 MLF 为加量平价续做。加量平价续作，释放中长期流动性，稳定债券市场。本月截止目前共有 6500 亿元的中长期资金净投放。
- **11 月经济数据探底，扩大内需重要性显著上升：**11 月经济数据全面回落。出口和投资创年内新低，工业和消费数据回落至 4-5 月之后的最低点。市场对数据已有预期，短期不需要更悲观。值得关注的是，11 月基建投资逆势回升。11 月基建投资高位回升，虽与去年同期低基数有一定关系，但也反应了积极的财政政策效果显现，基建作为经济逆周期的调节器发挥重要作用。在短期出口回落背景之下，扩大内需重要性显著上升，长期而言扩大内需也是加快构建新发展格局的基础。随着疫情政策的优化，短期数据或有波动，“闯关期”之后，经济有望趋于复苏。
- **欧美央行缓和紧缩步伐，2023 年定调仍偏鹰派：**美联储 FOMC 会议如期放缓加息至 50bps，联邦目标基金利率达到 4.25%-4.50%，量化紧缩（QT）继续执行。本次会议依然保持了鹰派的基调，不过美联储最鹰派的时刻可能已经过去，加息在达到 5.1% 的新终值后可能不再继续，存疑的主要是美联储首次降息的时点。我们认为 2023 年四季度仍有望出现降息。虽然欧央行的加息也如期出现了边际缓和，但欧美央行对 2023 年货币政策整体态度仍偏鹰派。
- **美国零售数据大幅下滑，通胀压力减轻但衰退风险上行：**美国 11 月份零售数据同比增长 6.5%，环比下行 0.6%，为年内最大幅度的下滑。虽然零售同比增速仍高于历史均值，但从高位放缓的态势愈发明显，也印证了 CPI 数据中商品和能源部分更早更快的回落。零售数据的下行不仅意味着通胀加力的减轻，也暗示美国陷入衰退的风险进一步加大。
- **美元指数下行，猪肉价格下行，原油价格上行，高频数据边际改善：**本周流动性整体宽裕。猪肉价格下行，蔬菜价格上涨，通胀近期无忧但需持续警惕温和通胀的可能性。原油价格小幅上行，煤炭价格上行螺纹钢和热卷价格回升，库存上行。汽车销售数据同比转负。政策支持下地产销售数据边际改善。交通出行数据低于往年同期，环比回升后回落。

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

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	12月20日(周二)	中国12月一年期贷款市场报价利率(%), 中国12月五年期贷款市场报价利率(%)
欧洲	12月21日(周三)	英国第三季度生产法GDP年率终值(%), 德国1月GfK消费者信心指数, 英国12月CBI零售销售差值,
美国	12月20日(周二)	美国11月新屋开工年化月率(%), 美国11月新屋开工年化总数(万户)
	12月21日(周三)	美国11月成屋销售年化总数(万户), 美国12月谘商会消费者信心指数
	12月22日(周四)	美国第三季度核心PCE物价指数年化季率终值(%), 美国截至12月17日当周初请失业金人数(万), 美国第三季度实际GDP年化季率终值(%), 美国第三季度GDP隐性平减指数季率-季调后终值(%)
	12月23日(周五)	美国11月PCE物价指数年率(%), 美国12月密歇根大学消费者信心指数终值,
亚洲	12月20日(周二)	日本12月20日央行政策余额利率(%), 日本12月20日央行10年期国债收益率目标(%)
	12月23日(周五)	日本11月全国CPI年率(%), 日本央行公布10月货币政策会议纪要。

目录

一、国内热点.....	3
1. MLF 加量平价续做, 释放中长期流动性	3
2. 11 月经济数据探底, 扩大内需重要性显著上升	3
二、海外热点.....	3
1. 欧美央行缓和紧缩步伐, 2023 年定调仍偏鹰派	3
2. 美国零售数据大幅下滑, 通胀压力减轻但衰退风险上行.....	4
三、高频数据.....	5
1. 流动性、利率: 流动性合理宽裕, 短期国债收益率小幅上行.....	5
2. 汇率: 美元指数收于 104.85, 人民币小幅贬值至 6.97.....	6
3. 总需求: 汽车销售、住宅成交、地铁客运量、交通拥堵延迟指数、集装箱、BDI 等	7
4. PPI 相关: 原油大幅回落, 煤炭价格上涨	8
(1) 原油价格:	8
(2) 有色金属:	9
(3) 煤炭钢铁:	9
5. CPI 相关: 猪肉价格回落, 蔬菜价格上涨	11

一、国内热点

1. MLF 加量平价续做，释放中长期流动性

12 月 15 日，人民银行开展 6500 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 20 亿元公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.75%与 2%，维持前值不变。本月 MLF 到期量为 5000 亿元，本月 MLF 为加量平价续做，有助于在年底保持流动性合理宽松。12 月 5 日降准释放了 5000 亿元的中长期流动性，本次 MLF 超额续作提供了 1500 亿元的流动性增量。央行副行长刘国强表示，2023 年货币政策，总量要够，结构要准。总量要够，既包括更好满足实体经济需要，也包括保持金融市场流动性合理充裕，资金价格维持合理弹性，不大起大落。

2. 11 月经济数据探底，扩大内需重要性显著上升

11 月经济数据全面回落：工业增加值同比 2.2%（10 月为 5.0%）；社会消费品零售总额同比-5.9%（10 月为-0.5%）；服务业生产指数同比-1.9%（10 月为 0.1%）；固定资产投资同比 0.7%（10 月为 4.3%）；出口同比-8.7%（10 月为-0.3%）；地产销售同比为-33.3%（10 月为-23.2%）。出口和投资创年内新低，工业和消费数据回落至 4-5 月之后的最低点。11 月受疫情冲击，之前高频数据 11 月已明显回落，市场对数据的不振已有预期。值得关注的是，11 月基建投资逆势回升，同比增长 13.8%（10 月为 12.8%），1-11 月累计同比增速 11.6%。11 月基建投资高位回升，虽与去年同期低基数有一定关系，但也反应了积极的财政政策效果显现，发挥重要的逆周期调节作用。

12 月 14 日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》。在短期出口回落背景之下，扩大内需重要性显著上升，长期而言扩大内需也是加快构建新发展格局的基础。随着疫情政策的优化，短期数据或有波动，但长期来看，经济有望缓慢复苏。

二、海外热点

1. 欧美央行缓和紧缩步伐，2023 年定调仍偏鹰派

12 月 14 日，美联储 FOMC 会议如期放缓加息至 50bps，联邦目标基金利率达到 4.25%-4.50%，量化紧缩（QT）继续执行。本次会议息会依然保持了鹰派的基调，不过美联储最鹰派的时刻可能已经过去，加息在达到 5.1%的新终值后可能不再继续，存疑的主要是美联储首次降息的时点。目前，美联储较为可能的加息路径是 2 月 50bps，3 月 25bps，达到 5.00%-5.25%。经济展望中，美联储关于失业率和经济增长的预测结合起来看是略有矛盾的：2023 年 4.6%的失业率已经超过中长期自然失业率的水平，这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退，且国债利差指标等模型也在暗示衰退压力的增加，因此我们认为 2023 年四季度仍有望出现降息。

美联储整体鹰派但边际缓和的重要支撑就是通胀下行的趋势逐渐明朗，11 月份 CPI 的走弱不仅因为高基数，能源和部分商品出现了显著放缓、二手车进入通缩等因素都指向 2023 年上半年通胀更确定性的回落。乐观情况下，三季度名义通胀有望回落至 3%以下，但劳动市场结构性短缺带来的服务通胀韧性将阻止美联储在 2023 年末以前降息。

欧央行 12 月 15 日加息 50bps，主要再融资利率上升至 2.50%；同时，将从 2023 年 3 月开始通过停止到期再投资的方式缩减资产购买计划（APP）中的证券，3 至 6 月份为 150 亿欧元/月，2 月份会议将公布更详细的计划和细节。由于南欧国家债券面临的压力和更大的衰退风险，欧央行未来加息预计更加谨慎。虽然欧央行的加息也如期出现了边际缓和，但欧美央行对 2023 年货币政策整体态度仍偏鹰派。在前期对鹰派缓和预期更强的权益市场出现调整，不过利率风险预计难以大幅上行。

图 1：劳动缺口仍是美联储面临的难题

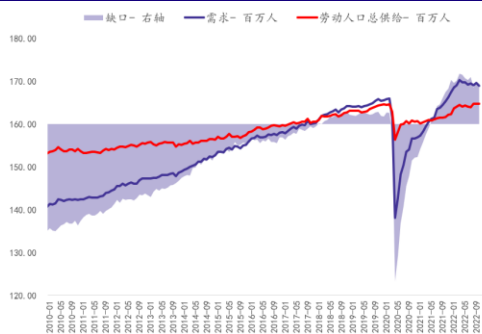
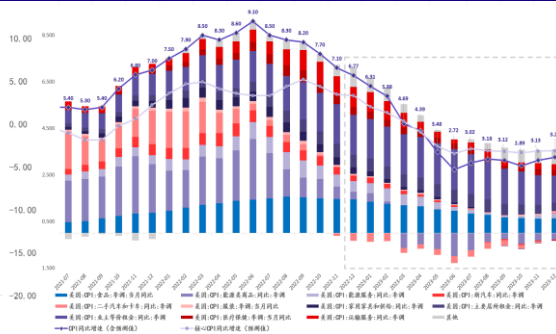


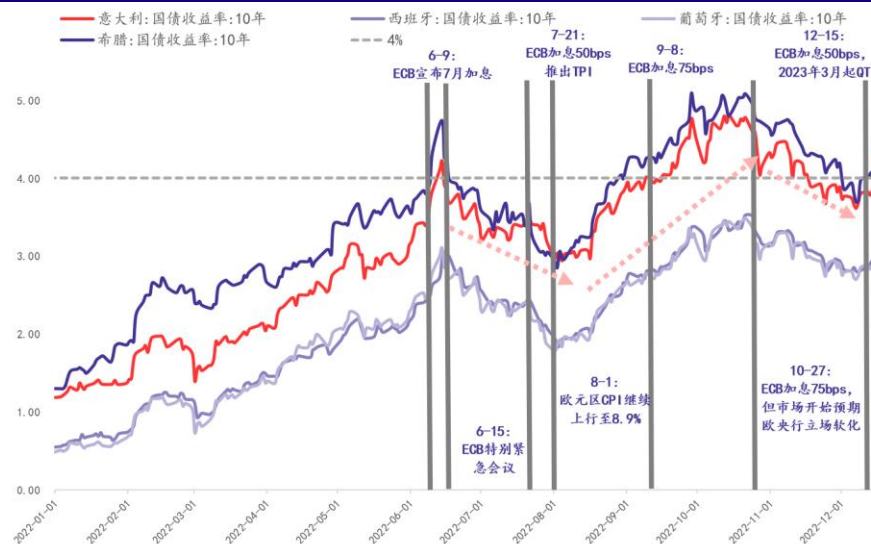
图 2：乐观情况下美国通胀在 2023 上半年较快回落



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 3：南欧国债面临较大压力，欧央行未来加息更谨慎

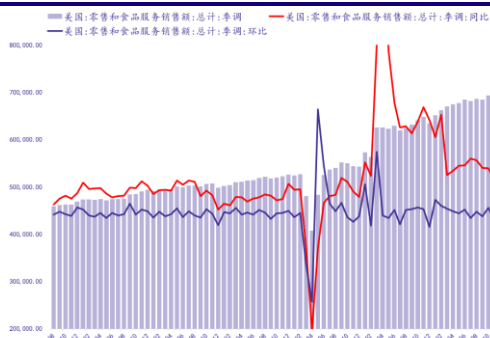


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 美国零售数据大幅下滑，通胀压力减轻但衰退风险上行

美国 11 月份零售数据同比增长 6.5%，环比下行 0.6%，为年内最大幅度的下滑。虽然零售同比增速仍高于历史均值，但从高位放缓的态势愈发明显，也印证了 CPI 数据中商品和能源部分更早更快的回落。具体来看，11 月零售中机动车和建筑类增速较前几个月下行，家具和电子产品等耐用用品陷入负增长，能源和一般商品的增速也在稳步下行。由于前期库存累积较多，美国零售商在 11 月进行了力度较大的折扣期以去库存；销售环比依然转负反映出商品类消费的总需求在美联储的紧缩和负实际工资增速之下显露疲态。零售数据的下行不仅意味着通胀加力的减轻，也暗示美国陷入衰退的风险进一步加大；结合紧蹙的劳动市场，美国 2023 年仍容易出现技术性衰退因较强的就业状况而不被 NBER 判定为实际衰退的情况。

图 4：美国零售增速同比继续放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：商品和能源类下行幅度大，服务韧性较好

	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
零售总计	6.46	7.92	9.07	10.95	8.45	9.38	9.35
机动车辆零部件	1.44	5.28	5.50	9.93	-1.13	0.20	-4.06
机动车	0.62	5.01	4.79	9.61	-1.85	-0.70	-5.36
零件和轮胎	8.40	13.72	13.63	7.73	11.53	13.68	
家具和家居电子和家电	-4.23	-5.43	-3.53	-0.94	-5.35	-3.86	-0.90
家具和家电	-3.29	-0.42	-0.40	3.66	-1.35	1.13	2.14
电子和家用电器	-5.67	-13.06	-6.51	-8.02	-11.43	-11.29	-5.72
建筑材料和园林设备	3.68	9.44	9.70	14.09	5.65	7.30	8.17
建材材料	8.17	9.21	13.85	5.32	6.97	8.41	
食品饮料	8.84	6.63	7.18	7.51	7.64	8.69	6.74
烈酒、葡萄酒、啤酒	3.58	4.74	4.72	0.94	0.87	-1.61	
超市和杂货店	7.10	7.66	7.96	8.53	9.61	7.62	
加油站	15.44	18.57	18.83	28.64	39.57	48.04	46.31
服饰	1.71	3.31	6.08	5.24	-0.02	1.68	3.65
服装	5.96	7.29	5.09	-0.51	1.58	5.52	
鞋履	4.14	7.40	7.00	-2.22	-5.55	-4.55	
珠宝							
运动商品、书和音乐、业余爱好品	3.50	2.98	5.04	7.35	2.51	2.07	1.90
日用品商场	3.19	2.16	5.57	2.95	3.87	5.50	1.28
百货公司（不包括租赁部门）	-2.72	-1.80	1.80	1.16	-1.45	0.02	-1.46
其他日用品商场	2.92	6.31	3.31	4.91	6.57	1.81	
专卖店（金、办公、文具、礼品店）	11.42	10.37	11.76	15.07	12.74	19.19	25.01
无店铺销售	7.73	10.53	12.73	14.42	16.10	8.42	15.17
电子购物和网购	9.44	12.02	13.04	16.29	7.10	14.42	
燃油经销商	43.27	32.51	44.86	29.73	53.81	62.95	
餐饮服务	13.62	13.00	14.04	12.23	9.62	13.65	17.28

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

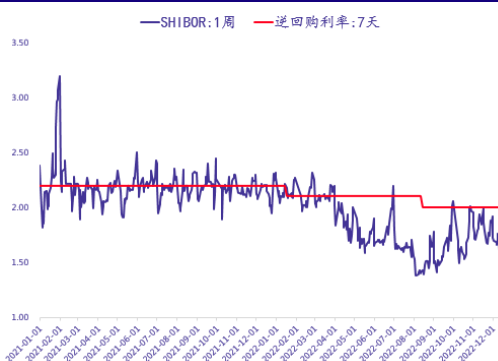
三、高频数据

1. 流动性、利率：流动性合理宽裕，短期国债收益率小幅上行

本周流动性保持宽裕，经济的弱势和地产融资的需求以及央行的举措都显示资金不会收紧，货币政策强调“适度”，通胀下行，暂时不制约货币政策。

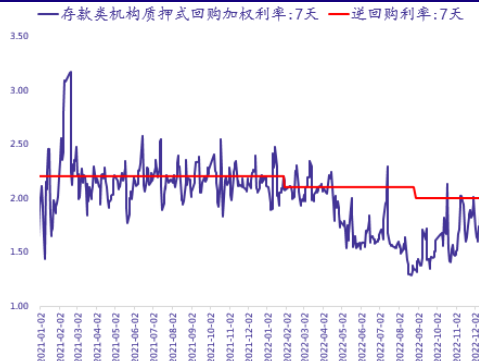
本周公开市场投放 490 亿，回笼 100 亿，净投放 390 亿（上周净投放-3070 亿）。DR007 周五低于 7 天逆回购利率 26.75bps。12 月 16 日 SHIBOR 隔夜收于 1.2240%，比上周上行 15.30bps，7 天 SHIBOR 利率收于 1.7520%，比上周下行 0.7bps，五日平均利率比上周下行 1.86bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.7325%，比上周上行 0.32bps，五日平均利率比上周下行 1.22bps。12 月 16 日 1 年期、3 年期国债分别收于 2.2974%、2.5256%，分别比上周上升 1.56bps、1.68bps。5 年期国债收于 2.6904%，比上周下行 3.83bps。10 年期国债收益率收于 2.8813%，比上周下行 1.45bps，高于 1 年期 58.39bps。

图 6：SHIBOR 利率（%）



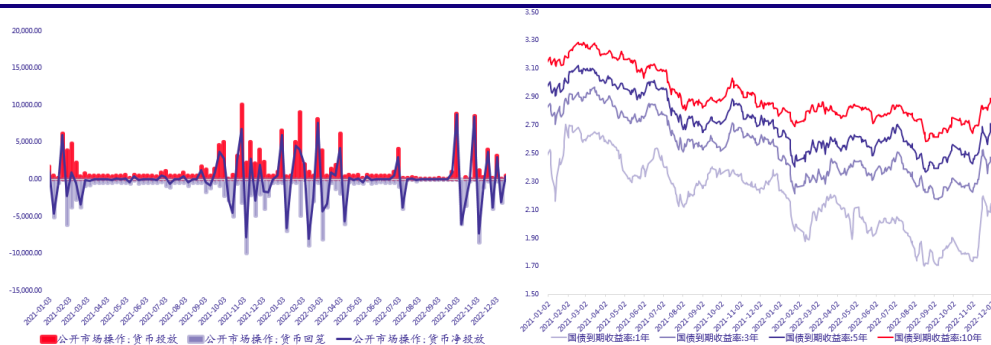
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：DR007 利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

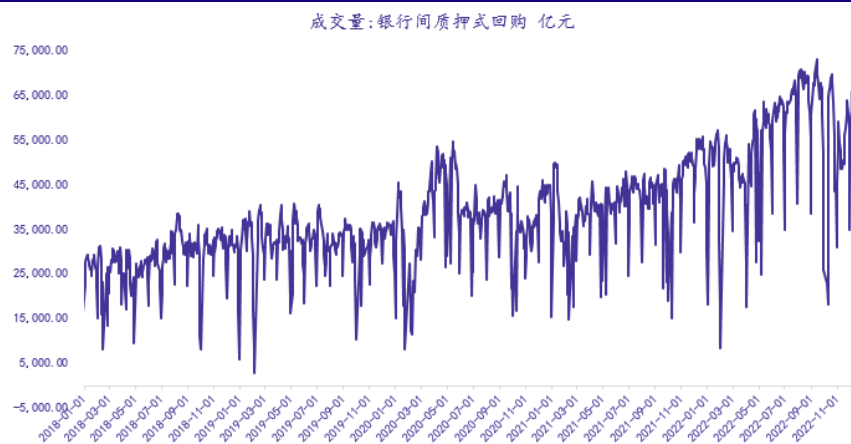
图 8：央行公开市场业务投放回笼周度统计（亿） 图 9：国债收益率（%）



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）



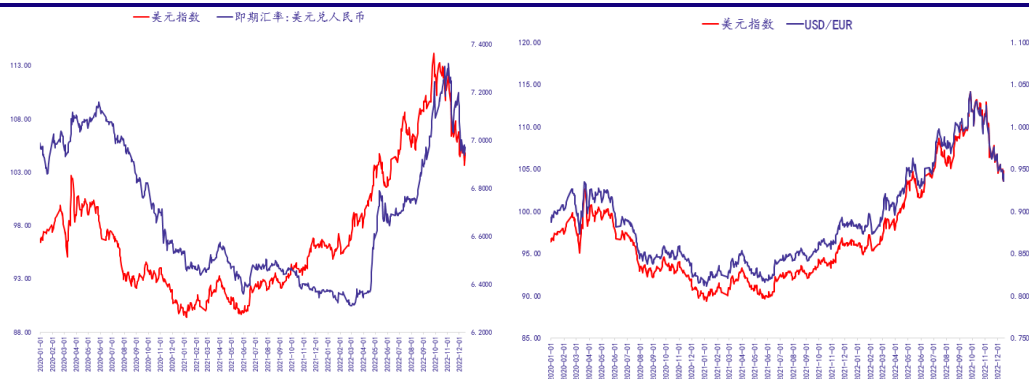
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 汇率：美元指数收于 104.85，人民币小幅贬值至 6.97

本周五美元指数收于 104.85，比上周五下降 8bps。美元兑主要货币汇率在本周涨跌互现，兑人民币为 6.9716，兑欧元至 0.9446，兑日元至 136.72；人民币对美元小幅贬值。美元顶部可能进一步得到确认，对美元变动最敏感的日元值得关注。

图 11：美元兑人民币（元）

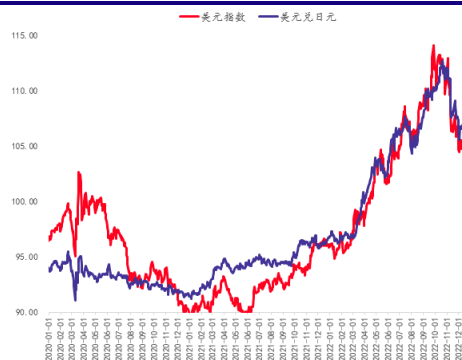
图 12：欧元与美元指数（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

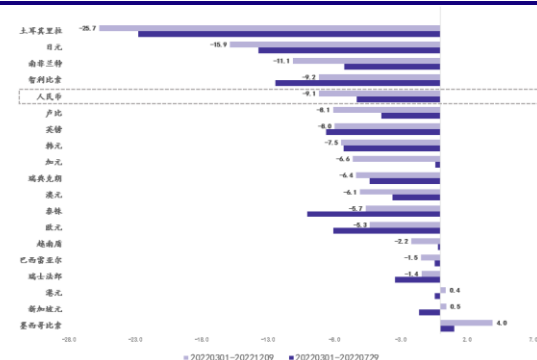
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 (%)



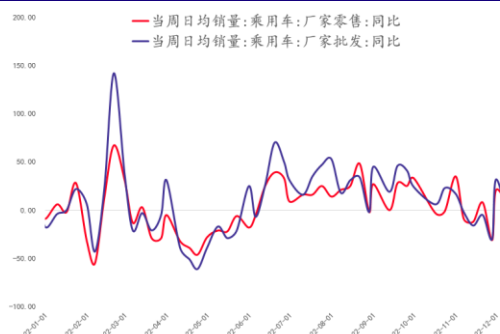
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 总需求: 汽车销售、住宅成交、地铁客运量、交通拥堵延迟指数、集装箱、BDI 等

乘用车日均销量同比转负。地产销售数据延续环比回升, 大中城市商品房成交套数连续五周环比回升, 有复苏迹象, 有待观察。交通运输方面, 随着 12 月防疫政策继续优化, 拥堵指数和地铁客运量指数低于历年正常水平, 但环比改善。本周伴随确诊人数上升, 拥堵指数和地铁客运量指数环比上升后有小幅下降, 有待跟踪观察。

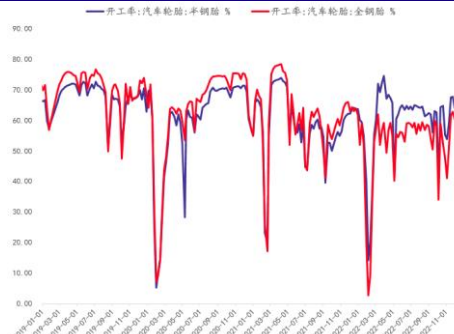
上海集装箱指数保持下行, BDI 指数上升, 我国出口增速转负, 外需下行背景下还需提振内需, 以政策支持消费和投资的恢复。弱数据、强预期状态保持。

图 15: 乘用车日均销量同比 (%)



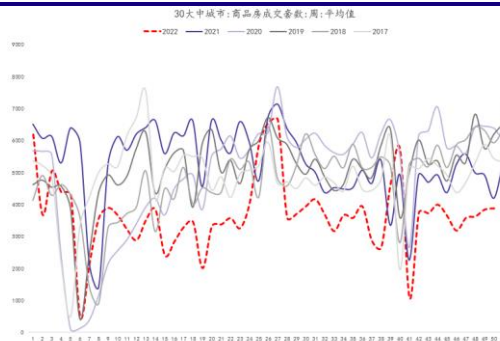
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 汽车轮胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 30 大中城市商品房成交 (套/日)



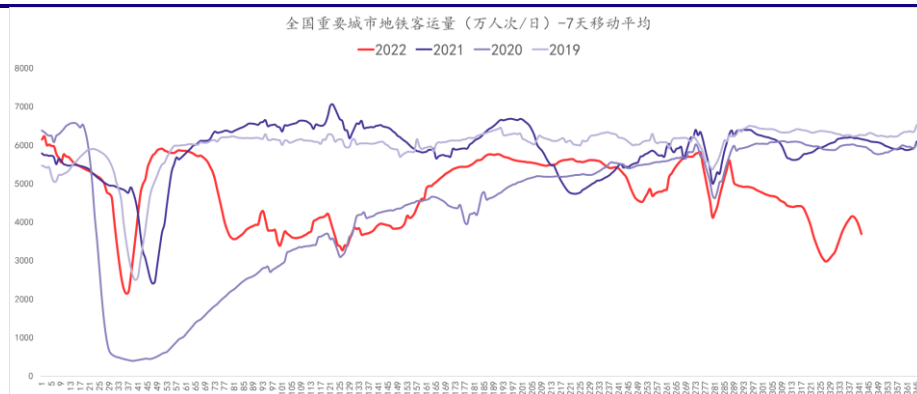
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 交通拥堵延迟指数



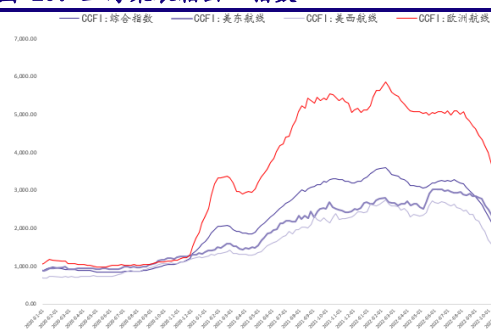
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 全国重要城市地铁客运量 (万人次/日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 上海集装箱出口指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: BDI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. PPI 相关: 原油大幅回落, 煤炭价格上涨

(1) 原油价格:

本周国际油价小幅回升, 冬季能源价格仍可能上行。12 月 16 日布伦特原油 79.04 美元/桶, WTI 原油 74.29 美元/桶, 分别较上周上行 3.86% 和 4.60%。山东地炼 12 月 15 日柴油价格下行 2.31 个百分点至 7,774 元/吨, 汽油价格上行 1.93 个百分点至 7,746 元/吨。山东地炼开工率由上周的 65.40% 下行至 65.30%。

图 22: 原油价格 (美元/桶)



图 23: 山东地炼开工率 (%)



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_50417

