

宏观月度报告

2022 年 12 月 25 日

全球正在转向

——2022 年 11 月至 12 月政策月报

核心内容：

11 月以来海外政策进入转折时刻，控制通胀初步见效，应对衰退开始受到关注。

2022 年中期美国选举国会两院席位全部出炉。民主党、共和党分获国会参议院和众议院的控制权。拜登政府在未来两年将面临“分裂的国会”。共和党人期待的“红色浪潮”仅仅呈现了“浪花”。2024 年美国大选的号角已经吹响。

G7 与欧盟设定俄罗斯原油售价上限，OPEC+延续减产协议。12 月 2 日七国集团、欧盟决定将俄罗斯原油价格上限设定为每桶 60 美元。12 月 4 日，OPEC+部长级会议决定延续减产决定：从 11 月至 2023 年底，将石油产量每天减少 200 万桶，约占世界需求的 2%，且保留在 2023 年 6 月 4 日下一次会议前进一步行动的选项。

美国与欧元区通胀压力初步缓解，货币当局放缓加息。7 月以来美国通胀率趋于回落，美联储 11 月 2 日加息 75 个基点，12 月 14 日加息 50 个基点。市场预期 2023 年 2 月加 50 个基点，3 月加 25 个基点，5 月 3 日停止。欧央行 10 月 27 日加息 75 个基点，12 月 15 日加息 50 个基点，11 月欧元区调和 CPI 年内首次回落。

日本央行调整收益率曲线控制（YCC）。其原因是日元贬值会导致日本贸易行业受损，以及日本国债市场流动性下降。对 YCC 的调整意味着日央行可能进一步改变对超宽松政策的坚持，2023 年 3 月黑田东彦离任之后将迎来时机。

国内重点是房地产“三支箭”出台，防疫政策快速优化，中央经济工作会议召开。

中央经济工作会议召开。2023 年经济工作要以提振信心为入手点，主要包括四类政策措施和五项重点工作。其中要点包括加大宏观政策调控力度，积极财政政策加力提效，保持必要支出强度，稳健货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；加强各类政策协调配合，着力扩大内需，把恢复和扩大消费摆在优先位置；大力发展数字经济、支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展。

防疫政策快速优化。11 月 11 日“二十条”出台，12 月 7 日“新十条”出台，各核心城市快速进入群体免疫。按照国际经验，“闯关”过程可能要 2 个季度左右。

支持房企信贷融资、债券融资、股权融资的“三支箭”出台。是年内房地产政策的第四次发力。按照经验，政策到销售端时滞 3 个季度，到投资端时滞 5 个季度。

宏观政策待时而动。11 月以来货币政策仅有降准 25BP，财政收入虽然有所恢复但支出增速边际下降。当前国内正处于疫情“闯关”期，同时出口下行，逆周期力度有必要进一步增加。政策执行层面，汇率与通胀压力可控，但疫情“闯关”可能影响政策执行，不但增加时滞，反而导致短期通胀。

产业政策主要关注扩大内需，以及数字经济、乡村振兴、现代物流、职业教育等。

风险提示：全球经济衰退、疫情持续期加长

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

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

目 录

一、全球形势观察.....	3
（一）美国中期选举两院席位全部出炉，2024 年总统大选吹响号角.....	3
（二）G7 与欧盟设定俄罗斯原油售价上限，OPEC+延续减产协议.....	3
（三）美国与欧元区通胀压力初步缓解，货币当局放缓加息.....	4
（四）日本央行调整 YCC，政策目标可能进一步调整.....	4
（五）中美审计监管合作取得成效，中概股退市风险基本解除.....	5
二、宏观政策分析.....	5
（一）中央经济工作会议.....	5
（二）疫情防控措施进一步优化.....	5
（三）房地产“三支箭”出台.....	6
（四）货币政策执行：贷款与社融增速持续下行，降息必要性上升.....	6
（五）财政政策执行：收入逐步修复，但支出边际降速.....	7
三、产业政策动态.....	7
（一）《“十四五”扩大内需战略实施方案》.....	7
（二）构建数据基础制度的“数据二十条”.....	7
（三）乡村振兴、职业教育、现代物流.....	8

一、全球形势观察

（一）美国中期选举两院席位全部出炉，2024 年总统大选吹响号角

中新社 12 月 19 日电：随着 12 月初佐治亚州的决选结果产生，2022 年美国中期选举国会两院席位终于全部出炉。民主党、共和党分获国会参议院和众议院的控制权，其中参议院中，民主党 51 席、共和党 49 席；而众议院中，共和党 222 席、民主党 213 席。目前特朗普已正式宣布参与总统竞选。拜登也已经表示有意参选。2024 年总统大选的号角已经吹响。

民主党：拜登政府在未来两年将面临“分裂的国会”，在国会通过重大立法难度加大。但总体来看，民主党保住参议院、在众议院“小输”的结果属于“意外之喜”。据美国布鲁金斯学会统计，此次中期选举是 88 年以来总统第一任期内执政党表现最好的一次。

共和党：共和党人所期待的“红色浪潮”仅仅呈现了“红色浪花”。在 40 个关键席位的争夺中，特朗普支持的候选人胜率仅为 40%。共和党内部正在商议就竞选策略做出调整，Marit 调查显示 54% 的共和党人认为应该推出新人参加大选。

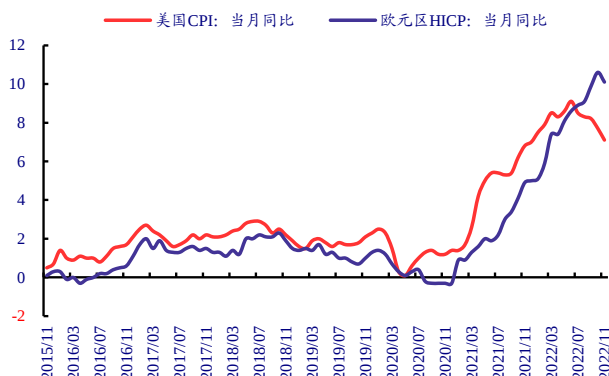
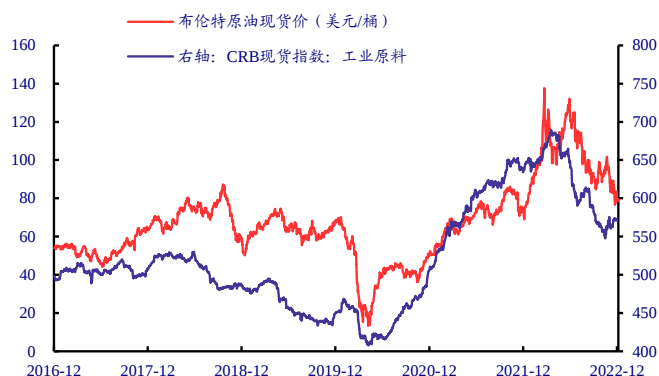
（二）G7 与欧盟设定俄罗斯原油售价上限，OPEC+ 延续减产协议

12 月 2 日，七国集团、欧盟决定将俄罗斯原油价格上限设定为每桶 60 美元。如果俄罗斯向第三方国家出售的原油价格高于每桶 60 美元，那么欧盟和七国集团的企业将禁止为俄罗斯原油运输提供保险、金融等服务。俄罗斯可能小幅减少石油产量。

12 月 4 日，OPEC+ 部长级会议决定延续 10 月会议上的决定，即从 11 月至 2023 年底，将石油产量每天减少 200 万桶，约占世界需求的 2%。同时在会后声明中表示，为稳定原油市场的平衡，未来可能会采取额外措施以适应市场发展，亦即在 2023 年 6 月 4 日下一次 OPEC+ 部长级会议之前就会面并采取行动。

图 1：11 月以来国际油价延续下行，但工业金属出现反弹

图 2：7 月以来美国 CPI 连续下降，11 月欧元区 HICP 首次回落



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

(三) 美国与欧元区通胀压力初步缓解，货币当局放缓加息

1. 美联储年内第 7 次加息，幅度放缓至 50 个基点

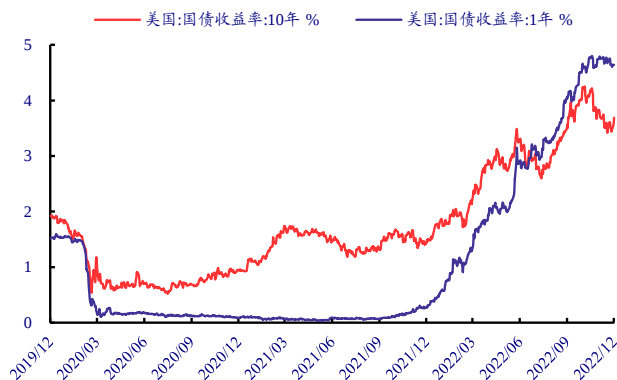
11 月 2 日美联储加息 75 个基点，12 月 14 日加息 50 个基点，联邦基金利率目标升至 4.25%-4.50%，同时量化紧缩继续执行。目前市场对美联储加息的预期是 2023 年 2 月加 50 个基点，3 月加 25 个基点，5 月 3 日停止，联邦基金利率目标最终到达 5.00%-5.25%。今年以来美联储总共加息 7 次，累计幅度 425 个基点(3 月 16 日 25BP、5 月 4 日 50BP、6 月 15 日 75BP、7 月 28 日 75BP、9 月 22 日 75BP、11 月 2 日 75BP、12 月 14 日 50BP)。12 月 1 日，美联储主席鲍威尔表示，经济运行已经放缓至长期趋势以下，货币政策具有滞后性，目前效果还没有完全显现。利率已经接近足以控制通胀的水平，因此可以放缓加息幅度。

2. 欧央行年内第 4 次加息，幅度放缓至 50 个基点

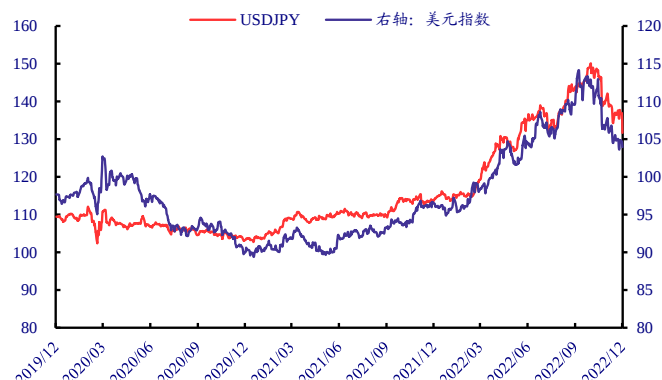
12 月 15 日欧央行加息 50 个基点，主要再融资利率上升至 2.50%；同时将从 2023 年 3 月开始缩减资产购买计划。今年欧央行已经加息 4 次，累计幅度 250 个基点（此前三次为 7 月 21 日 50BP、9 月 8 日 75BP、10 月 27 日 75BP）。11 月，欧元区调和 CPI（HICP）同比 10.1%（前值 10.6%），出现了年内首次回落，核心 HICP 持平前值 5.0%。此外，欧元区 PPI 已经从 8 月的峰值 43.4% 开始连续回落，作为领先指标也显示欧元区通胀压力有所缓解。

图 3：11 月以来美国长端利率回落，短端利率也逐步见顶

图 4：10 月以来美元指数持续回落，美元兑日元汇率也反弹



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

(四) 日本央行调整 YCC，政策目标可能进一步调整

12 月 20 日，日本央行发布政策声明，将日本 10 年期国债收益率波动上限调升至 0.5%，高于此前 0.25% 的波动区间上限，以增强宽松货币政策的可持续性。此外增加每月债券购买规模，从目前计划的 7.3 万亿日元增加到 9 万亿日元。

日央行调整 YCC 的原因：一是今年日元大幅贬值，导致日本贸易行业受损；二是 YCC 导致日本国债市场流动性下降（日央行无限量购入国债以实现利率目标区间，使得日央行成为日本国债市场中持有比例超过 50% 的“唯一玩家”）；扩大资产和国债购买规模也是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售，以稳定市场预期。

日央行调整 YCC 的影响：作为负利率的“最后守望者”，日央行货币政策边际转向，使国际市场担心能通过日元拆借得到的流动性可能减少，因此会对金融资产价格形成短期冲击。同时，市场预期美联储将在 2023 年逐渐退出加息进程，此时日本货币政策边际转向，会强化美日利差缩小的预期。日元虽然难以回到疫情前的中枢，但会有短期的反弹。最后，对 YCC 的调整可能意味着日央行将在 2023 年改变对超常规宽松政策的坚持，2023 年 3 月黑田东彦的离任可能是公布更大变化的合适时机。

（五）中美审计监管合作取得成效，中概股退市风险基本解除

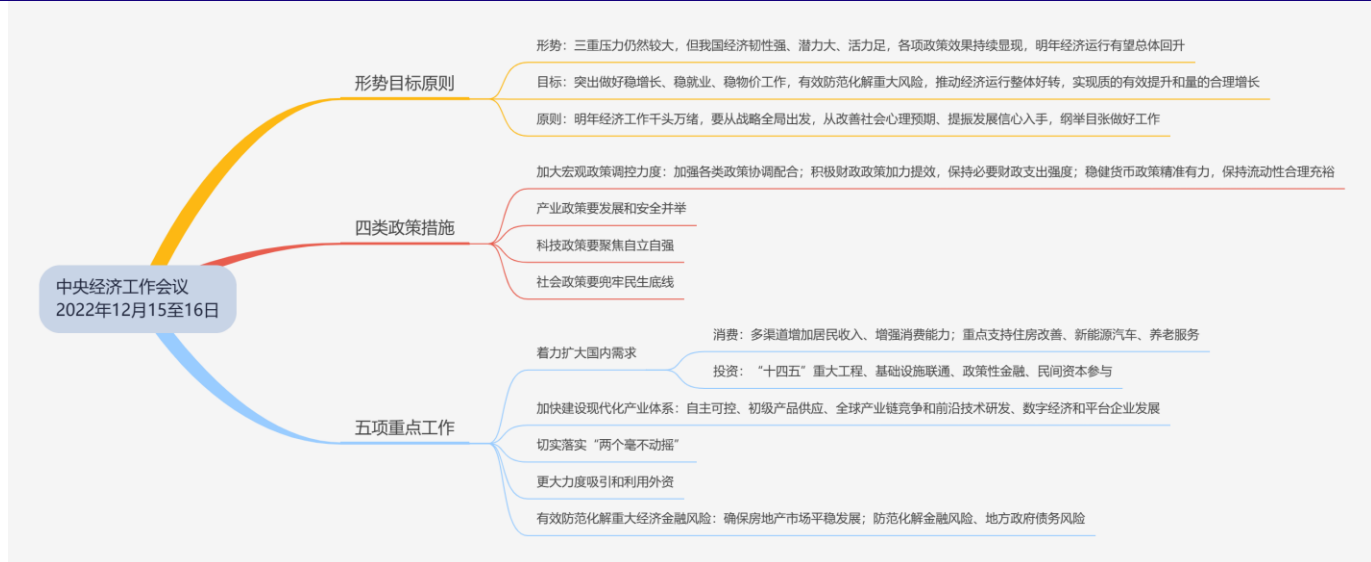
12 月 15 日，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）发布报告，确认 2022 年度可以对内地和香港会计师事务所完成检查和调查，撤销 2021 年对相关事务所做出的认定。中美审计监管合作取得初步成效，中概股的退市风险基本解除。自 8 月 26 日中国证监会、财政部与美国 PCAOB 签署中美审计监管合作协议以来，双方对相关会计师事务所的检查和调查活动已纳入双边监管合作框架。

二、宏观政策分析

（一）中央经济工作会议

2023 年经济工作以提振信心为入手点，主要包括四类政策措施和五项重点工作。其中的要点包括从改善社会心理预期、提振发展信心入手；加大宏观政策调控力度，积极的财政政策加力提效，保持必要的支出强度，稳健的货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；着力扩大内需；大力发展数字经济，支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展等。

图 5：思维导图：2022 年 12 月 15 日至 16 日中央经济工作会议精神



资料来源：共产党员网，中国银河证券研究院

（二）疫情防控措施进一步优化

11月11日优化疫情防控措施“二十条”出台，12月7日优化疫情防控“新十条”出台。按照国际经验，疫情“闯关”过程可能需要2个季度左右；同时考虑气温变化，预计2022年12月至2023年3月会是传播高峰期。但参考2020年至2021年的经验，预计2023年二季度消费终将迎来困境反转时刻：2020年社会消费品零售额同比下降3.9%，2021年疫情得到控制后反弹至+12.5%，两年平均增长+4.0%；假设2022至2023年的平均增速也能接近+4.0%，那么2023年社会消费品零售总额增速将会反弹至+8.0%左右。

（三）房地产“三支箭”出台

今年金融纾困房地产政策四次发力：第一是5月中下旬，LPR调降15BP、首套房贷利率下限降至LPR-20BP；第二次是8月中下旬，LPR再调降15BP，“保交楼”措施出台；第三次是9月30日，实施差别化房贷利率政策、换购住房个税退税、首套个人住房公积金贷款利率调降0.15个百分点。第四次是11月，支持房企信贷、债券、股权融资的“三支箭”出台。

政策效果预测：参考2014年9月30日的房地产促进政策，住宅销售面积在2015年5月实现转正，时滞约3个季度；同时2015年连续降息，最终2014年、2015年、2016年住宅销售面积分别增长-9.1%、6.9%、22.4%。房地产开发投资增速则指导2016年才开始出现回升，时滞约5个季度。本次政策时滞可能更长、斜率更低——不同之处在于，此前房地产政策会让市场产生买房能获得大幅增值的预期，所以会引发买房热潮；但当前政策还没有这样的效果。

（四）货币政策执行：贷款与社融增速持续下行，降息必要性上升

11月以来货币政策仅有降准25BP，没有调降利率。当前国内经济趋于下行，主要城市正经历疫情“闯关”，同时出口增速已经降至负值，逆周期力度有必要进一步增加。而货币政策的实施可能有以下三个方面考虑。一是外部压力。目前美联储加息节奏放缓，对新兴经济体金融账户资金外流的压力有所缓解；二是政策时滞。目前主要城市正经历“疫情闯关”，生产有阶段性停滞的现象，此时政策执行存在时滞，反而会加剧通胀；三是近期通货膨胀。人民银行11月16日发布《三季度货币政策执行报告》，提出“要警惕未来通胀反弹压力”。目前前瞻性指标显示猪周期即将进入下行区间，虽然房地产市场修复与消费困境反转可能引发服务项价格上行，但通胀压力总体可控——预测2023年CPI均值2.6%，峰值3.0%。

图 6：11 月以来货币政策操作没有调降利率

图 7：人民币贷款和社会融资仍然低迷

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_50564

