



服务业重启缓冲经济，海外预防性加息打断利率下行

——海内外宏观跟踪报告

经济数据

利率 10Y	2.9%
美利率 10Y	3.49%

- 2008年之后，每一轮最显性的因素都是低利率、低通胀带来资产价格的上涨，隐性因素是经济潜在增长率放缓下的一轮供给的库存周期。去年美国开启的快且迅速的加息，最近日本YCC的区间放宽，是不是可以理解成，为了应对可能的经济衰退，提前做好政策的准备。2008年以来低利率带来资产价格上涨的一贯思路受到挑战，是权益承受压力的阶段。
- 中国是经济中恢复最早的，但是地产部分，没办法收紧，出口方面强劲的时候没有收紧出空间，所以利率在这个周期最高也就是3.3%，最低2.5%。地产部分也就是整个煤炭产业链，完全是可以自主控制的，因此物价控制的好，货币也就没有被动收紧的压力。导致下行周期到来时，出口回落，海外加息，货币政策体验了一次极端的压力。
- 就能得出当前两个结论：国内汇率股债相对指标运行到极值，并不必然带来权益上涨；不应该对国内货币政策持有特别大的期待，货币难以预防性加息，但至少在美国加息停止前，是不会轻易降息的。
- 服务业的重启对经济有缓冲，权益的反弹可能缺少货币的助力，会相对温和。中国的服务业不能做到完全自主可控，除去与煤炭、人相关的，与原油相关的，会给价格带来上涨的压力。货币空间是逐渐打开的，2022年11月货币最大的压力已经过去。但是目前海外预防性加息和价格的压力会打断利率的下行。
- 风险点：海外通胀超预期，货币收紧超预期

研究员	徐静雅
投资咨询证书	S0620518010002
电话	(025) 5851 9178
邮箱	jyxu@njzq.com.cn

今年以来，主要就政策这一点想了一下，结论是：经济不好的放在前面，后面库存低位货币更好的运用，当前权益温和反弹，利率下行被打断。

2008年之后，每一轮最显性的因素都是低利率、低通胀带来资产价格的上涨，隐性因素是经济潜在增长率放缓下的一轮轮供给的库存周期。去年美国开启的快且迅速的加息，最近日本YCC的区间放宽，是不是可以理解成，为了应对可能的经济衰退，提前做好政策的准备，尤其是美联储2022年以来的转向，并不是通胀攀升至高峰，而是通胀逐渐见顶，开始剧烈加息。那当前经济收敛加上加息收紧，为后续刺激需求储备空间。观察海外预防性加息，2008年以来低利率带来资产价格上涨的一贯思路受到挑战，是权益承受压力的阶段，尤其是纳指。主要国家经济都已经回到2019年水平。为应付可能的衰退，已经积累了可观的政策空间。

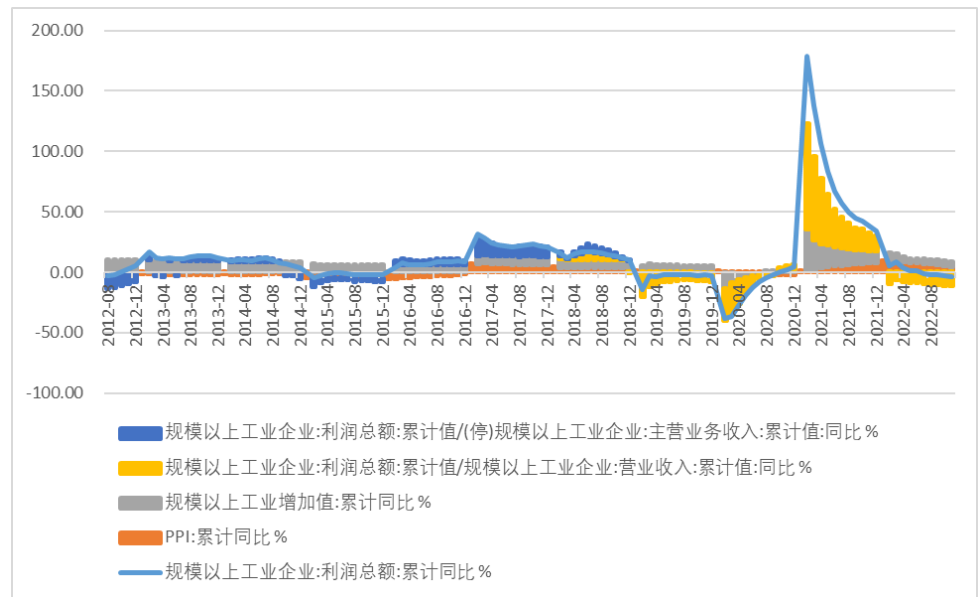
中国是经济中恢复最早的，但是地产部分，没办法收紧，出口方面强劲的时候没有收紧出空间，所以利率在这个周期最高也就是3.3%，最低2.5%。地产部分也就是整个煤炭产业链，完全是可以自主控制的，因此物价控制的好，货币也就没有被动收紧的压力。导致下行周期到来时，出口回落，海外加息，货币政策体验了一次极端的压力。今年，货币的空间相对海外上下空间是狭窄的，所以经济下行时，地产相关的信用扩张比较有限。只能被动的选择降准调节和疫情防控优化。因为利率一直低位，出口强劲时没有调节出空间，所以中国很多相对指标，比如股债、汇率运行到一个极值。这些其实就是货币没有收放的体现。

中国这一轮周期权益上涨不及美国，下跌幅度近似美国，一定程度上是有经济的贡献在里面，才使调整能够和美国持平。就能得出当前两个结论：国内汇率股债相对指标运行到极值，并不必然带来权益上涨；不应该对国内货币政策持有特别大的期待，货币难以预防性加息，但至少在美联储加息停止前，是不会轻易降息的。

这样出发，还是取决于经济的底部，经济的底部要看欧美放缓的平稳化。服务业的重启对经济有缓冲，权益的反弹可能缺少货币的助力，会相对温和。

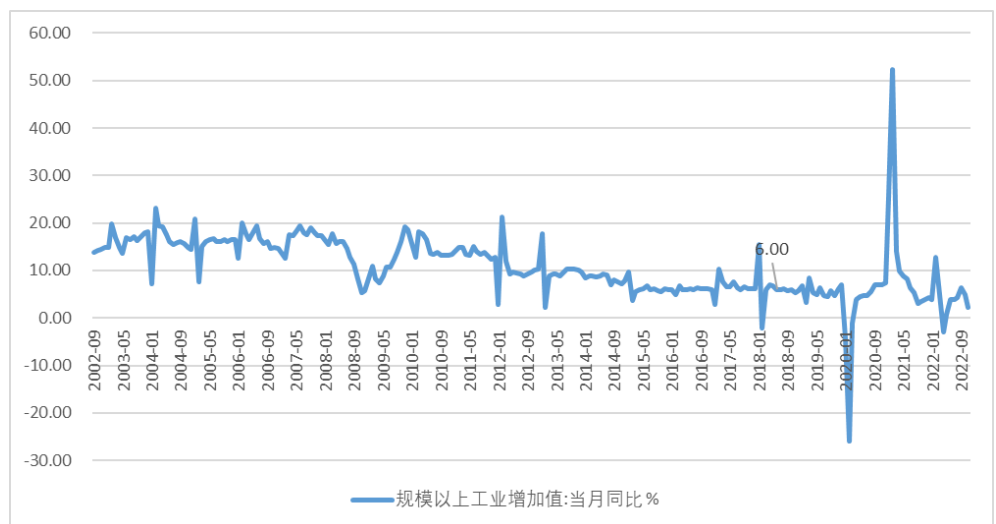
中国的服务业不能做到完全自主可控，除去与煤炭、人相关的，与原油相关的，会给价格带来上涨的压力。原油当前80左右，大致相当2018年末的水平，货币还是受限。货币空间是逐渐打开的，2022年11月货币最大的压力已经过去。但是目前海外预防性加息和价格的压力会打断利率的下行。

图1、工业企业利润



数据来源：同花顺

图2、工业增加值



数据来源：同花顺

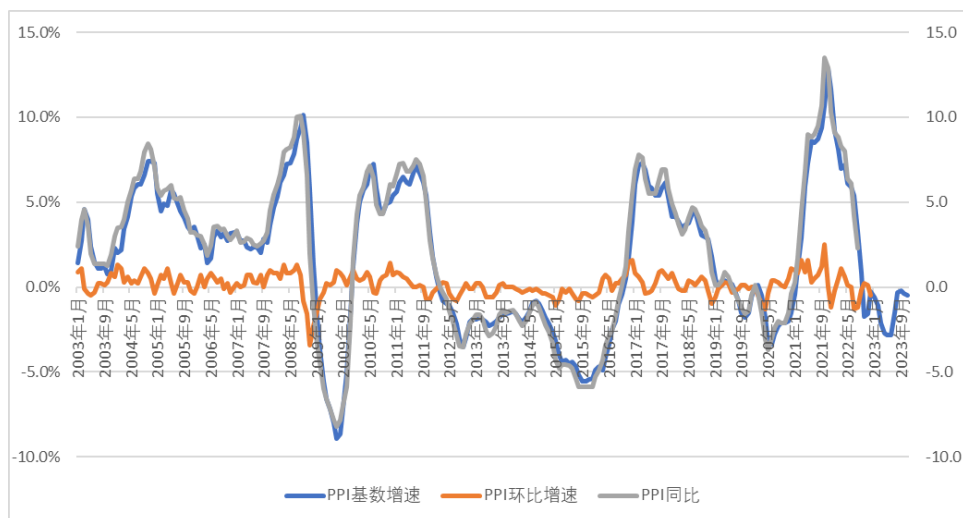
表1、工业增加值高频数据

指标名称	单位	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
全社会用电量	亿千瓦时	4460	4760	4960	5150	4950	5280	5720	5720	4970	4440	4950	5040	5290
全社会用电量:工业用电量	亿千瓦时	4709.00	4650.00	4597.00	4507.00	4507.00	5032.00	4864.00	4679.00	4395.00	4713.00	3693.00	4564.00	
全社会用电量:工业用电量:当月值	%	-0.90	3.20	3.60	3.70	-0.10	0.80	-0.40	-1.20	2.10	14.70	-2.60		
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值	万吨	81.38	81.19	73.97	79.94	85.33	80.08	82.46	77.82	71.02	67.89	71.59	75.05	80.33
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-2.11	-1.24	-3.27	12.48	12.88	15.23	8.19	3.37	-1.12	-1.41	4.73	45.74	15.75
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	1.19503	1.18855	1.27432	1.29209	1.22036	1.13758	1.06895	1.15468	1.14817	1.14838	1.12072	1.16196	1.17477
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	1.72	2.03	12.25	18.54	3.95	-4.28	-15.47	-11.66	-13.57	-18.88	-24.07	-22.75	-9.77
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	14.64	14.59	17.27	16.17	14.28	12.54	12.98	14.43	15.68	16.37	15.10	14.96	13.74
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	6.57	6.17	21.45	7.78	4.89	-14.14	-19.44	-15.10	-13.86	-18.17	-29.42	-49.88	-23.66
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	41.194	41.000	41.033	41.243	40.660	41.005	40.757	42.677	41.743	42.526	36.706	41.274	41.274
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	3.606	2.290	1.889	3.626	3.599	3.774	3.765	3.383	3.357	3.383	3.100	3.404	3.404
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	8.87	-39.99	-43.12	4.74	0.76	22.02	12.11	-8.96	9.38	8.00	-10.01	-8.22	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	39.678	36.072	33.783	31.940	28.289	24.690	20.916	17.132	13.749	10.392	6.506	3.404	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-5.76	-5.43	-1.59	2.80	2.56	3.44	0.00	2.73	3.54	-3.38	-9.10	8.22	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	1.407	1.045	1.397	1.634	1.392	1.672	1.375	1.674	1.365	1.664	1.335	1.664	1.335
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	10.21	10.26	10.43	10.30	10.13	10.53	10.53	10.53	10.53	10.53	10.53	10.53	10.53
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469	9.469
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	2.51	-22.70	46.08	5.66	-44.52	38.21	-39.76	-79.71	-11.95	-69.69	-8.73	-7.57	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	75.16	75.72	82.41	82.17	76.75	76.21	83.29	82.84	79.51	75.67	70.48	75.67	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-0.15	8.65	9.51	8.36	13.50	3.22	5.01	3.87	2.90	1.17	-4.59	-10.57	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	195.55	200.58	206.72	212.49	199.05	200.10	221.52	226.79	227.28	205.61	196.67	198.92	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-0.06	13.98	13.10	9.81	-4.22	-4.76	-4.88	-2.25	-2.57	-7.87	-12.67	-9.46	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	40.61	54.37	54.10	49.31	56.09	57.05	57.99	56.80	51.62	55.89	57.75	54.43	45.83
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-11.40	-13.92	-15.61	-14.74	9.15	-6.38	6.72	-6.05	-13.39	-26.66	-24.92	-36.33	-29.75
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	47.08	61.42	62.03	56.47	61.19	61.67	64.40	64.15	56.83	69.63	70.19	52.44	53.60
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-12.16	-3.25	3.39	4.72	22.80	5.16	23.33	13.36	-4.19	-5.59	-3.37	-18.18	-15.69
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	242.30	255.90	276.80	242.60	244.46	257.66	199.30	175.20	238.68				
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-9.80	8.60	25.40	30.10	31.50	26.50	-4.80	-4.80	-4.80				
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	238.30	238.40	267.20	239.50	245.50	249.90	192.60	120.50	224.10	181.30	242.30		
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-18.20	-7.90	11.10	11.50	38.30	21.50	28.20	-5.70	-46.10	-8.10	20.60	1.40	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	2193.000	1.669.000	1.863.000	1.947.000	1.895.000	1.843.000	1.967.000	1.374.000	1.062.000	1.608.000	1.272.000	2.112.000	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	2.40	-9.50	7.20	21.20	28.40	20.10	22.00	-35.70	-10.90	4.70	4.50		
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	44.987	15.446	67.584	60.488	72.402	59.379	88.913	67.800	42.683	36.002	53.327	44.909	68.134
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-33.99	15.58	6.21	28.35	29.47	13.34	50.04	-14.69	-34.14	7.57	5.15	-0.17	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	80.184	70.286	18.91	12.79	41.96	71.311	75.192	48.175	30.4125	62.1960	51.4520	67.2525	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	39.20	2.88	19.91	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	431.33	507.59	616.77	809.39	814.67	633.39	525.19	808.19	778.78	800.10	583.09	515.87	632.00
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-31.75	-33.50	-34.86	-4.91	1.90	17.28	-12.67	-3.99	-29.14	-10.97	-20.95	52.37	-22.00
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	94.39	93.13	103.43	106.36	95.96	92.22	104.35	99.47	101.66	100.83	102.56	104.45	104.34
煤炭日均耗煤量:大发电集团:总计/月:平均值:同比	%	-9.88	-4.51	-2.15	6.88	-3.79	-1.26	4.75	-2.06	1.04	5.07	2.42	5.41	7.72

请务必阅读正文之后的重要法律声明

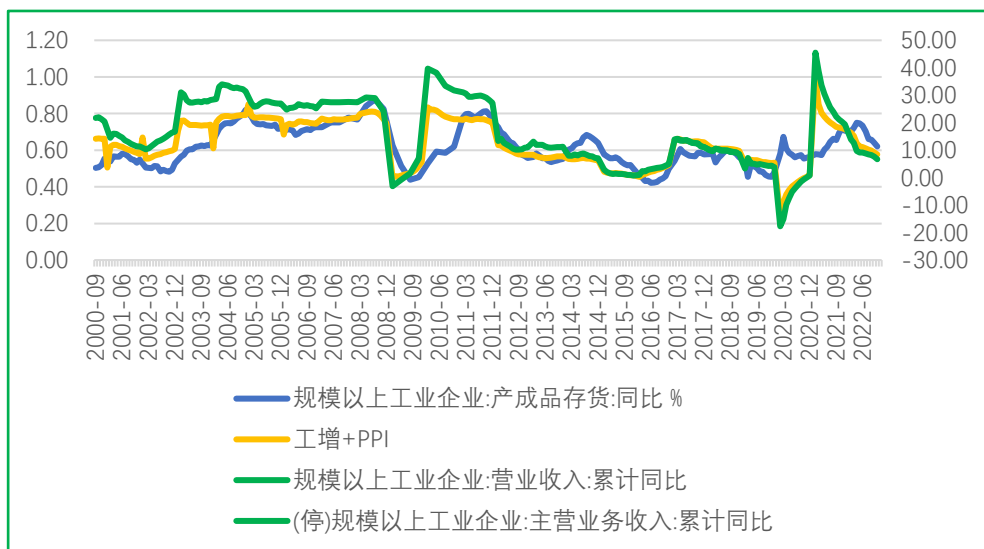
数据来源：同花顺

图3、工业生产者物价指数基数走低，环比下降



数据来源：同花顺

图4、库存回落，营收下降，主动去库



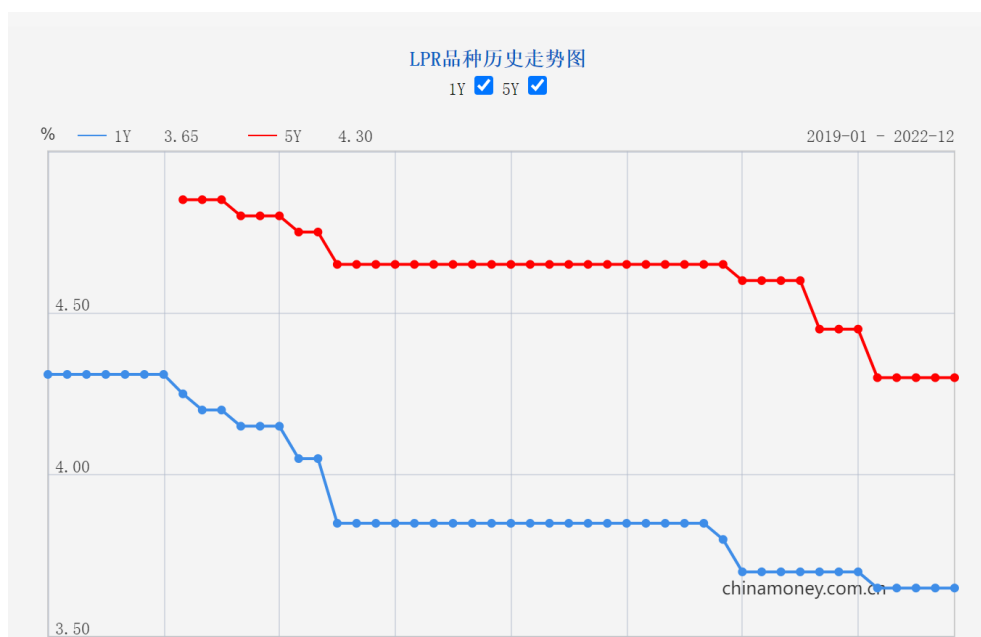
数据来源：同花顺

图5、利率和汇率



数据来源：同花顺

图6、1月、5月、8月LPR长端调降



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_52047

