



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

加息停止预期上调 国内经济增速放缓

摘要

本月初美国失业率超预期上升，劳动力市场供需得到进一步修复，薪资增速同样放缓。然而原油价格在沙特及俄罗斯联合减产的影响下持续上涨，进而推高整体通胀数据。在月中 FOMC 会议上，美联储如预期停止加息并释放年内不排除再次加息的信号，同时在联储经济预测中，年内利率终值预期上调，而明后两年利率预期终值均上调 50 基点，暗示明年预期降息空间减半，会议后市场大幅上调利率预期，美元指数及各期限美债收益率随之上涨。往后看，在隐含利率曲线上调的影响下美元指数及 10 年期美债收益率在年底前或得到相应支撑，同时经济预期走强及能源价格持续上涨或将进一步推升市场对年内再次加息的预期，因此年底前美元指数及 10 年期美债收益率或仍将有一定上涨空间。

经济数据多数改善，供需两端共同回暖。8 月份主要经济增长数据的当月同比多较上月回暖，呈弱复苏态势。供需两端均好转，其中工业增加值改善显著，极端天气影响减弱后，生产端恢复进度良好；受益于地方专项债发行重新加速，基建投资单月同比增速走阔，市场信心得到加强。在促消费政策及假期到来居民出行增多的带动下，消费水平有了明显好转。展望未来，黄金周即将到来，将进一步释放居民消费，提振经济运行。不过，由于去年三季度基建投资“强托底”形成较高基数，后续仍有待财政政策加码发力。同时需要注意的是，房产销售持续低迷，处于底部阶段，市场购房需求疲软，静待政策效果。从三季度货币政策例会可以看到，货币政策将更大力度支持总需求改善，将“持续用力、乘势而上”。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：通胀有所回升，利率预期上调	4
(二) 欧元区：央行再次加息，经济前景黯淡	8
(三) 日本：贸易走强，宽松不改	9
(四) 外汇技术分析	11
二、国内宏观经济回顾展望	12
(一) 经济边际继续放缓，需求端改善有所显现	12
(二) 央行二次降准，静待政策效果	14
1. 基建延续回落，政策进入平稳期	15
2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主	16
3. 地产政策底已现，后续景气度料升温	17
(三) 社消增速显著回升，商品零售加快恢复	19
(四) 内外需得到改善，“量价齐跌”尚存	21
1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行	21
2. 进口跌幅收窄，内需小幅改善	24
(五) 通胀重回正增，需求端偏弱运行	25
1. 猪油价格齐升，拉动通胀由降转升	25
2. PPI 同比降幅持续收窄，筑底回升可能性较高	29
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性	33
(一) 财政政策：“准财政”工具或加码	33
(二) 货币政策：利好政策频出，政策成效逐步显现	34
免责声明	40

图表目录

图 1 美国经济活跃度有所回升	5
图 2 能源价格上涨带动美国通胀水平反弹	5
图 3 美国就业市场缺口尚存	6
图 4 无风险利率上升，权益资产承压	6
图 5 美国国债收益率持续冲高	7
图 6 美元指数受利率预期提振，黄金价格区间震荡	7
图 7 欧元区商业活跃度保持低迷	8
图 8 欧元区通胀水平稳步回落	8
图 9 整体 PMI 走弱	9
图 10 日本 CPI 震荡	10
图 11 日本贸易逆差扩大	10
图 12 美元指数走势图	11
图 13 制造业 PMI	13
图 14 服务业 PMI 回落显著	13
图 15 制造业 PMI 细分项对比	13
图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中	14
图 17 投资端始终承压	14
图 18 基建投资细分项	15
图 19 财政收支同比增速	15
图 20 制造业投资细分项	16
图 21 新增企业短中长贷款	17
图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比	17
图 23 成交土地溢价率：当周值	18
图 24 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）	18
图 25 新增居民短中长期贷款	19
图 26 社会消费品零售总额增速	19
图 27 社零总额分项：当月同比	20
图 28 城镇调查失业率	21
图 29 我国出口同比增速（%）	22
图 30 CRB 现货指数	22
图 31 我国对主要经济体出口增速（%）	23
图 32 中国出口同比增速分解	23
图 33 进出口数量指数（HS2）	24
图 34 主要进口商品金额同比增速（%）	25
图 35 核心物价企稳回升	26
图 36 CPI 环比缓慢修复	26
图 37 食品价格涨跌不一	27
图 38 猪肉存栏量（万头）	27
图 39 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）	28
图 40 原油价格短期震荡偏强	29

图 41 PPI 同比环比降幅均收窄	30
图 42 成本压力有所回升	31
图 43 PPI 分行业环比	31
图 44 生产、生活资料剪刀差延续收窄	31
图 45 CPI、PPI 剪刀差持续回落	32
图 46 公共财政收入同比增速 (%)	34
图 47 地方财政收入同比增速 (%)	34
图 48 社会融资规模存量增速	35
图 49 社会融资规模分项	35
图 50 新增人民币贷款当月值 (亿元)	36
图 51 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元)	36
图 52 企业端短中长贷款当月值 (亿元)	36
图 53 居民端短中长贷款当月值 (亿元)	37
图 54 实体部门信心有待释放	38
图 55 新增人民币存款分项 (亿元)	38

一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：通胀有所回升，利率预期上调

经济数据回顾：

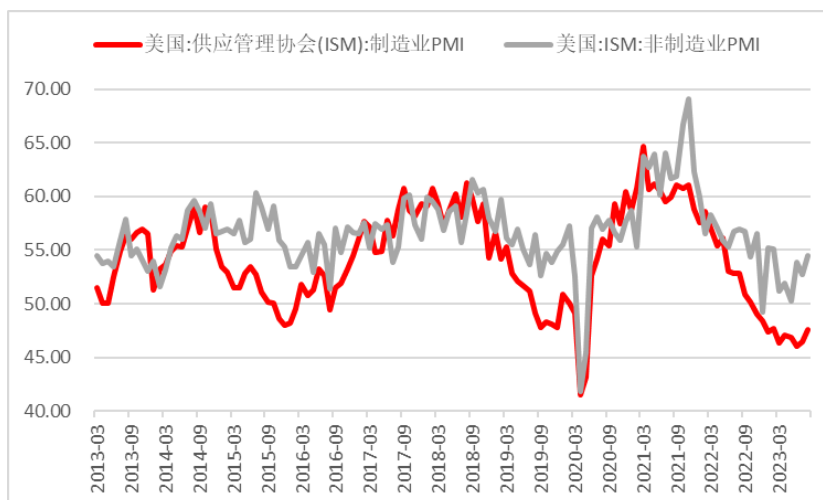
经济数据方面，美国 8 月制造业 PMI 录得 47.6，较前值 46.4 有所回升，服务业 PMI 录得 54.5，高于前值的 52.7，商业活跃度在 8 月整体有所上升，数据整体或暗示美国经济仍旧保持一定韧性。

通胀数据方面，美国 8 月 CPI 数据同比上涨 3.7%，高于前值的 3.2% 和预期的 3.6%；8 月 CPI 环比上涨 0.6%，与预期持平并高于前值 0.2%。8 月核心 CPI 同比上涨 4.3%，与预期持平并低于前值的 4.7%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于预期及前值的 0.2%。近期原油价格在沙特及俄罗斯两国联手减产且消费需求激增的影响下持续上涨，能源价格的飙升也进一步推高了美国通胀数据中汽油及机票价格，整体通胀水平在 8 月加速上行。除整体通胀水平外，即便当前劳动力市场供需缺口有所缩小，但 8 月核心服务价格尚未出现显著改善。年内通胀水平在能源需求不减且沙特及俄罗斯两国持续减产的干扰下或无法如期下行，这也进一步迫使美联储在 FOMC 会议中持续释放鹰派言论来抑制市场预期及需求水平。

劳动力数据方面，美国 8 月新增非农就业人数录得 18.7 万人，高于预期的 17 万人，同时前值下修至 15.7 万人。细分项来看，8 月美国非农就业人数的增长主要由教育和保健服务（+10.2 万人）、休闲和酒店业（+4 万人）、建筑业（+2.2 万人）、及制造业（+1.6 万人）推动。本次非农就业新增人数在服务业需求仍旧强劲的影响下再次反弹，同时近期以制造业为首的经济活动有所回暖，制造业新增就业人数也随之显著上涨。

失业率在 8 月录得 3.8%，高于前值及预期的 3.5%，7 月劳动参与率录得 62.8%，同样高于前值及预期的 62.6%，劳动力参与率水平也达到 2020 年疫情后新高，整体劳动力供给在本月得到显著改善。劳动力市场需求方面，7 月 JOLTS 职位空缺数录得 882.7 万人，较前值 916.5 万人再次下调。薪资增速方面，8 月平均时薪同比增速录得 4.3%，与预期持平并低于前值的 4.4%；薪资增速环比增速录得 0.2%，低于预期的 0.3% 以及前值的 0.4%。需求水平较高的服务业行业薪资增速在本月并未再次显著上涨，后继劳动力缺口持续修复或使薪资增速进一步下调，但整体过程或相对缓慢。

图 1 美国经济活跃度有所回升



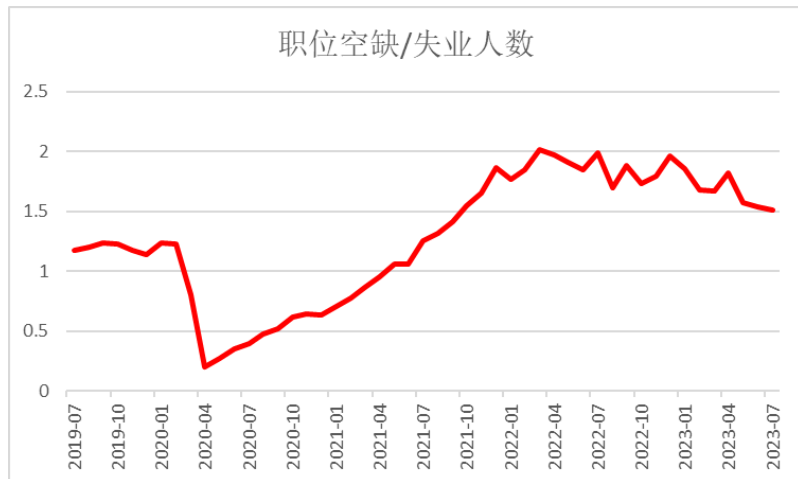
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 能源价格上涨带动美国通胀水平反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 美国就业市场缺口尚存



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

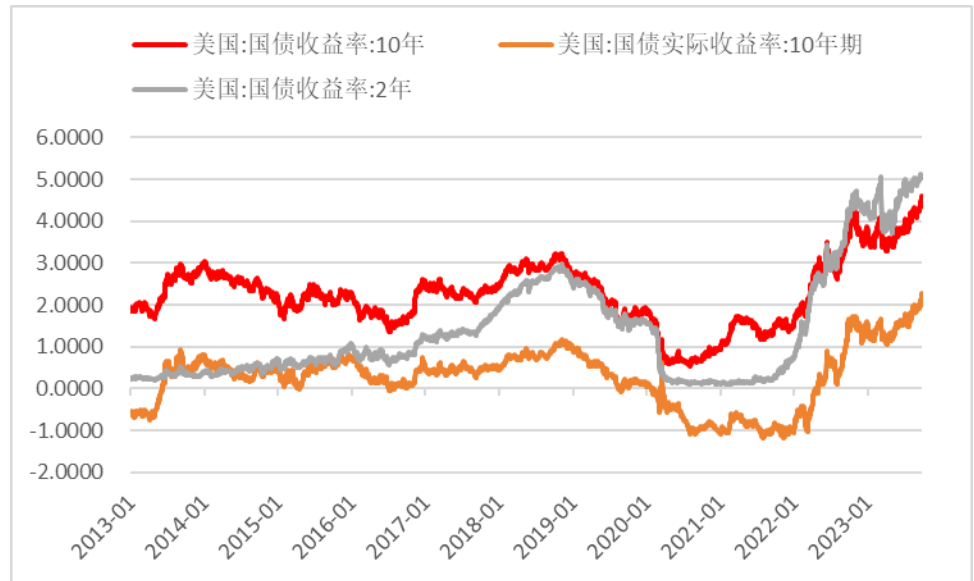
资产走势回顾:

图 4 无风险利率上升, 权益资产承压



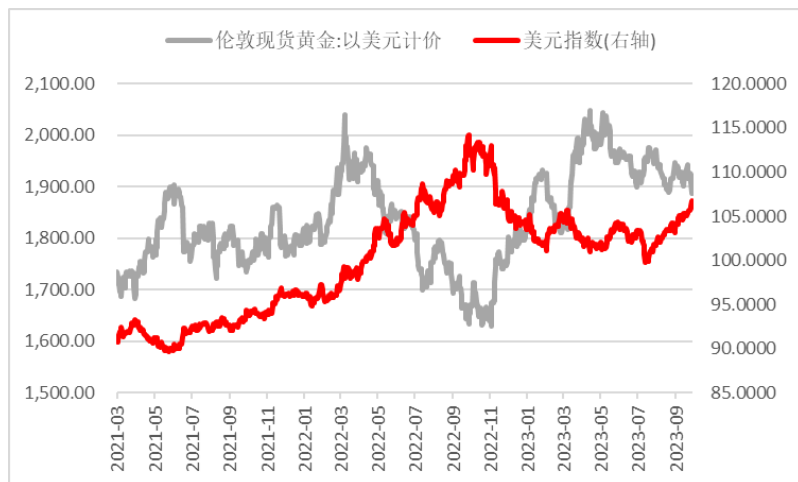
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率持续冲高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 美元指数受利率预期提振，黄金价格区间震荡



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

10月展望及重点关注事件：

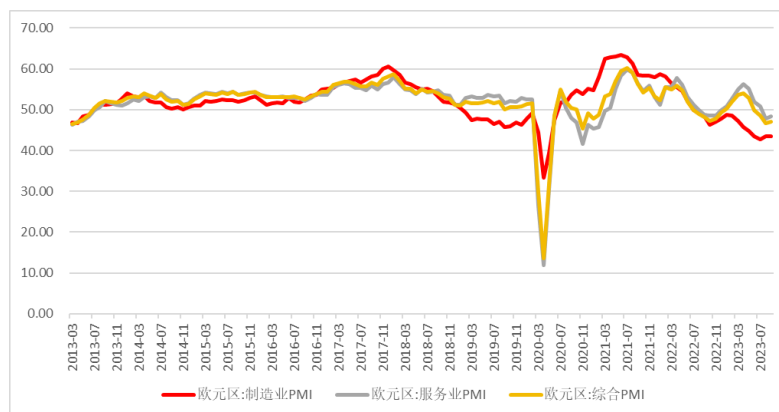
往后看，沙特及俄罗斯减产持续进行，能源价格在年底前或继续带动通胀水平上升。在9月FOMC过后，当前市场大幅上调今明两年整体利率走势，未来美国长端国债收益率或持续向隐含利率靠拢，权益市场及贵金属价格在不风险利率大幅上调的影响下或持续承压。

（二）欧元区：央行再次加息，经济前景黯淡

经济数据回顾：

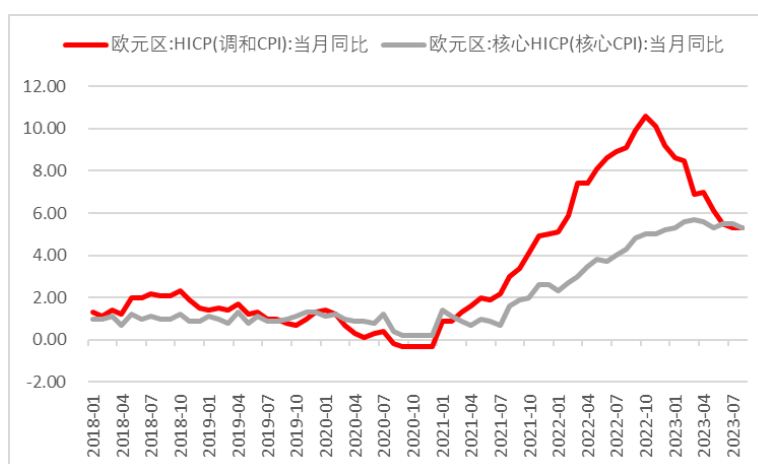
PMI 数据方面，9 月欧元区制造业 PMI 录得 43.4，较前值 42.5 小幅下降；服务业 PMI 录得 48.4，较前值 47.9 大幅回落，综合 PMI 则录得 47.1，本月尽管服务业 PMI 小幅回升，但整体 PMI 水平并未出现显著改善且低于 50 荣枯线，整体商业活跃度仍旧低迷。通胀方面，欧元区 8 月调和 CPI 同比上涨 5.2%，较前值 5.3% 小幅回落。8 月核心调和 CPI 录得 5.3%，同样低于前值 5.5% 并与预期持平。本月通胀水平在食品及烟酒价格大幅上涨的影响下回升，同时服务业绩非能源工业品价格增速虽较前值有所回落但仍处于高位，这也使通胀水平得到了一定的支撑。

图 7 欧元区商业活跃度保持低迷



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平稳步回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

10月展望及重点关注事件:

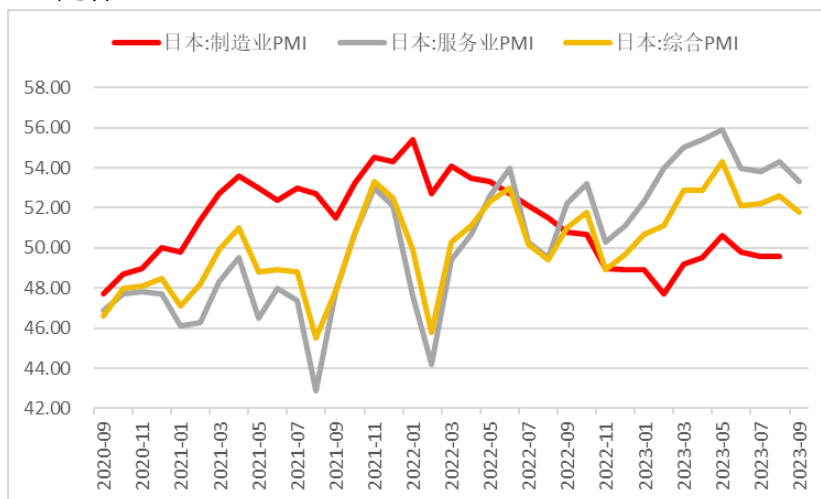
本月欧洲央行超预期再次加息 25 基点，为年内连续第 10 次加息，然而在公布加息决议后，欧洲央行暗示整体加息进程或以接近尾声，结合当前欧元区经济低迷且前景预期暗淡的情况，市场后继对欧洲央行政策转向的预期或逐步抬高。往后看，即便欧洲央行再次加息，但欧美利率预期差异或在未来逐渐扩大，外加欧洲经济状况与美国相比差强人意，未来欧元或在利率及经济预期差异走阔的影响下持续承压。

(三) 日本：贸易走强，宽松不改

经济数据回顾:

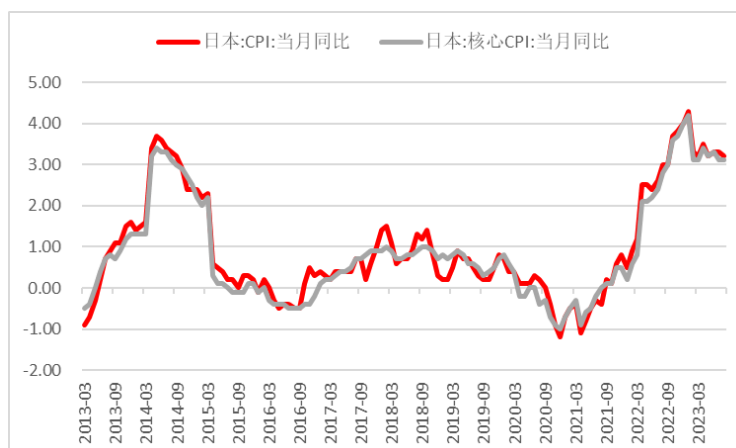
日本 9 月制造业 PMI 录得 49.6，与前值持平；服务业 PMI 指数录得 53.3，较前值 54.3 小幅回落，而综合 PMI 则在服务业 PMI 下降的影响下录得 51.8，低于前值的 52.6，整体经济活跃度在本月服务业走弱的影响下小幅回落。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 8 月分别录得 3.2%及 3.1%，前者较前值小幅回落，后者则与前值持平。日本 8 月商品贸易差额录得-937 亿日元，较前值的逆差 63 亿日元再次走阔，贸易边际再次转弱。

图 9 整体 PMI 走弱



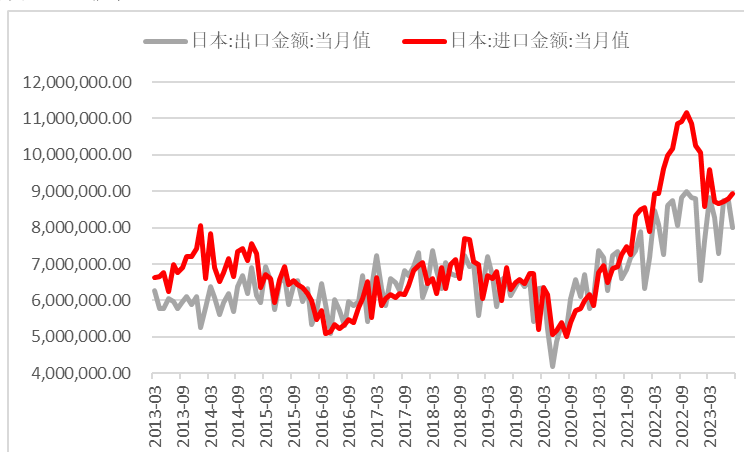
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 震荡



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易逆差扩大



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

10 月展望及重点关注事件:

日本央行在 9 月维持基准利率不变, 同时将 10 年期国债收益率目标水平控制于 0%附近, 并表示将维持宽松货币政策直至通胀及薪资水平保持良性上升。往后看, 近期市场对日本央行货币政策转向预期小幅抬升, 但当前美国经济韧性尚存, 同时通胀返涨迫使美联储维持紧缩货币政策, 短期内日元在利差引导下或仍将承压。

（四）外汇技术分析

美元指数：在9月会议后市场对利率预期有所抬升，美元指数当前突破106关键点位。未来美国与非美国国家利差预期或持续走阔，外加美国经济表现良好，美元指数或将持续得到提振。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

（一）经济边际继续放缓，需求端改善有所显现

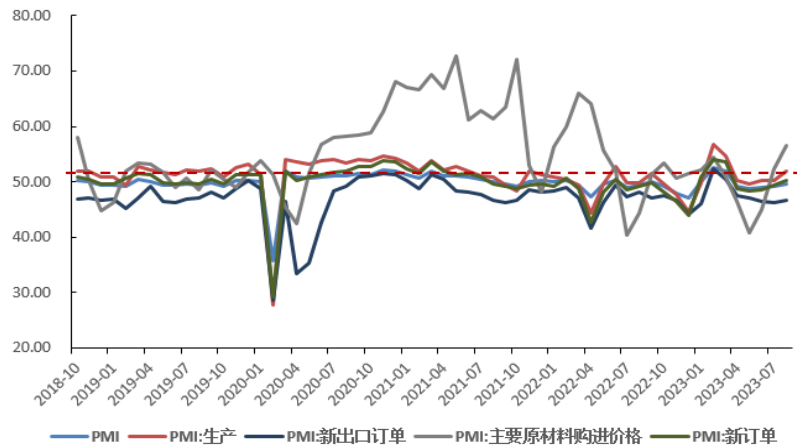
供给生产同步回升，企业信心得到增强。8月份，制造业 PMI 指数为 49.7%，较上月小幅回升 0.4 个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升 0.7% 至 50.2%，自 4 月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中。但可以看到，海外发达经济体衰退预期升温，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。

7 月中央政治局会议后，央行调降政策利率，财政研究部署一揽子化债措施，多地房地产政策迎来新一轮调整，另有《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》、《关于完善政府诚信履约机制优化民营经济发展环境的通知》等文件密集出台。一系列宏观政策陆续推出，市场信心得到提振。8 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数回升 0.5 个点至 55.6。

服务业增速放缓，但仍在扩张区间。8 月份，非制造业 PMI 较上月回落 0.5 个百分点至 51.0%，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓，结构分化特点明显。其中，地产行业表现不佳，景气度偏弱的背景下，商品房销售长期不及预期，相关服务业表现依然低迷。8 月 31 日，央行、国家金融监管总局重磅宣布房贷政策调整，降低存量房贷利率，或一定程度上缓解地产压力。而在暑期消费带动下，居民休闲消费和旅游出行相关行业依旧活跃，支撑整体服务业。7 月政治局会议定调后，逆周期调节力度逐步加大。多项政策围绕稳定扩大内需、促进消费，接触性服务业料进一步恢复，这对稳就业、稳物价具备积极意义。

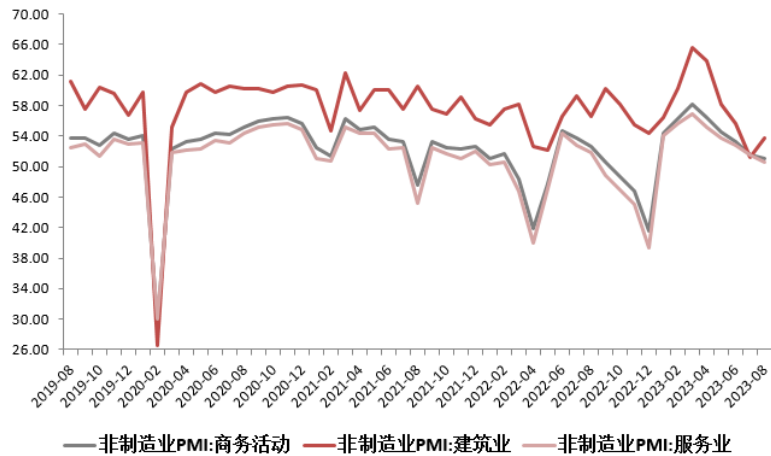
目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将低位震荡。从历史数据分析，PMI 持续位于荣枯线以下的时间段分别有 2015 年 8 月-2016 年 2 月（最低 49.0%）和 2019 年 5 月-10 月（最低 49.3%）；其中 2015 年 11 月原材料购进价格最低下探至 41.1%，与当前时期比较类似。2015 年下半年，在 PMI 和原材料购进价格同时处于低位时，出台了《财政支持稳增长的政策措施》以及地产限购限贷的松绑。预计未来政策或向需求侧倾斜。

图 13 制造业 PMI



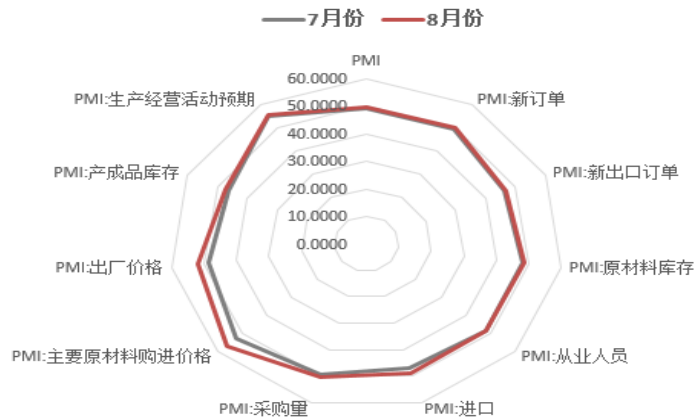
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 14 服务业 PMI 回落显著



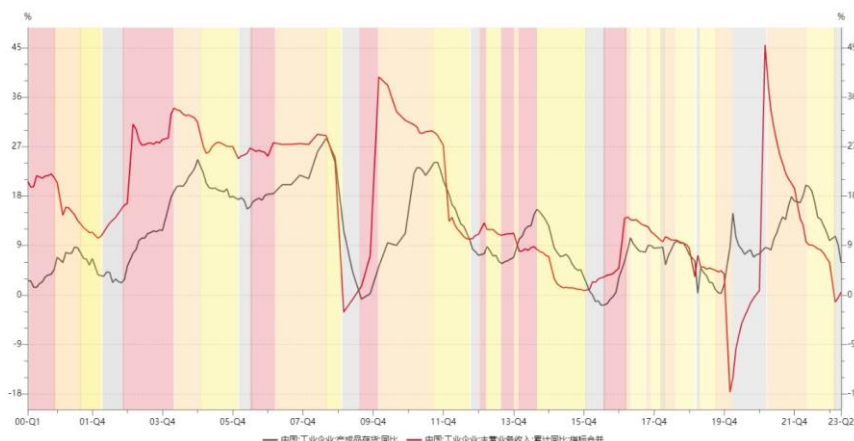
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 制造业 PMI 细分项对比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中



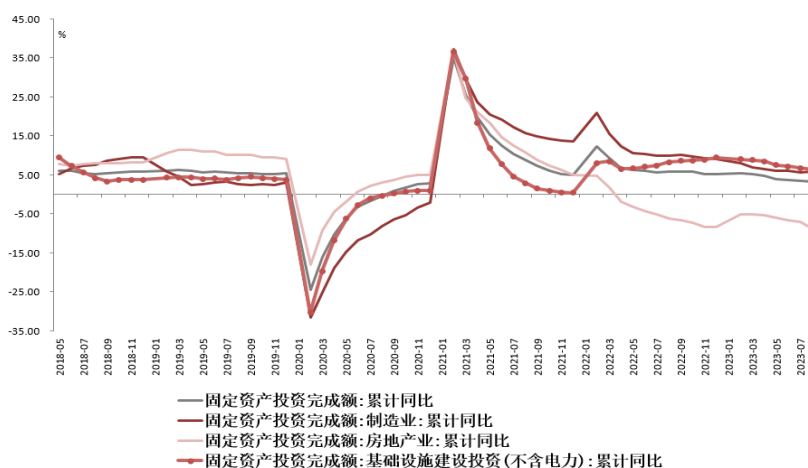
数据来源：Wind，瑞达研究院

注：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

（二）央行二次降准，静待政策效果

固投表现表现较为平稳。1-8月我国固定资产投资同比增长3.4%，较上月回落0.4个百分点，基本符合预期。本月三项分类同比仅制造业有所回升，主要拖累项仍为地产投资，基建投资小幅回落，投资端总体承压。其中，民间投资累计同比下降0.7%，降幅小幅走阔，远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

图 17 投资端始终承压



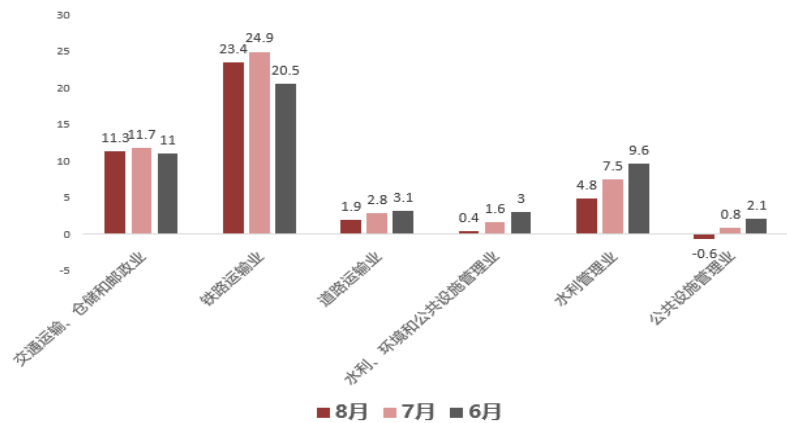
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

1. 基建延续回落，政策进入平稳期

基建投资增长 6.4%，较上月小幅回落 0.4%，但从单月来看，同比增长 6.2%，较上月回升 1.0 个百分点主要受益于地方专项债加速发行。**铁路运输业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，同比增长 23.4%，为主要贡献项。**截止 8 月，我国专项债发行已完成 82.5%，进程再度加速，推动基建行业运行，同时伴随着相关政策如“加快地方政府专项债券发行和使用”积极出台，基建资金端和项目端压力得到改善。

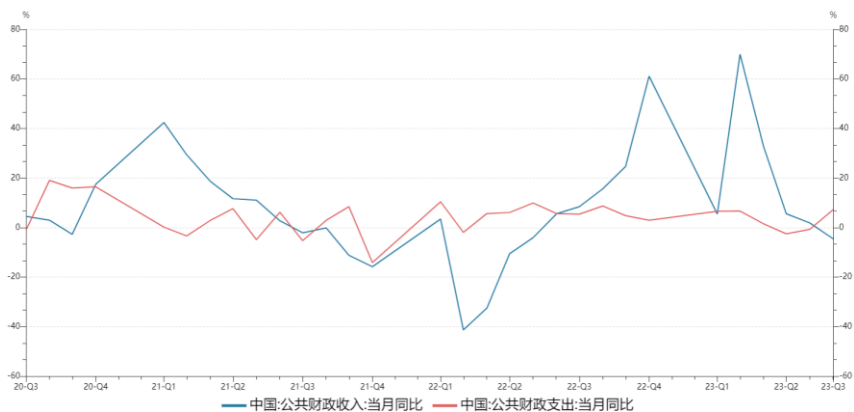
目前来看，政策重点更多放在“扩内需、稳增长”目标上，近期基建方面增量政策较少，接下来基建增幅或持续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏的意义重大，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 18 基建投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 19 财政收支同比增速

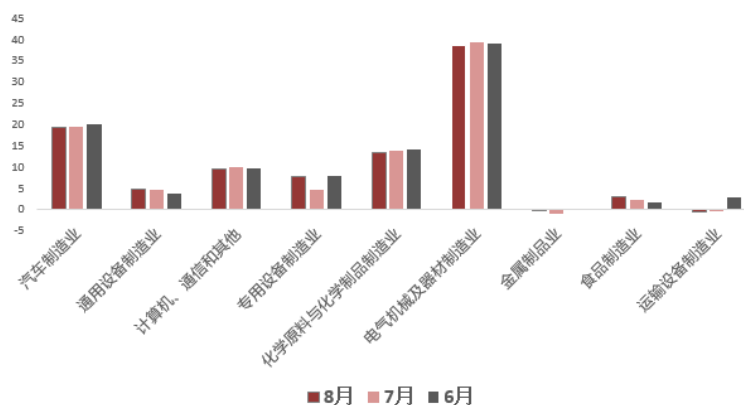


资料来源：wind，瑞达期货研究院

2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主

本月制造业投资增长 5.9%，较上月改善 0.2 个百分点。8 月制造业 PMI 虽位于临界点之下，但较上月小幅回升 0.4 个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升 0.7% 至 50.2%，自 4 月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中，而生产端的复苏要快于需求端。

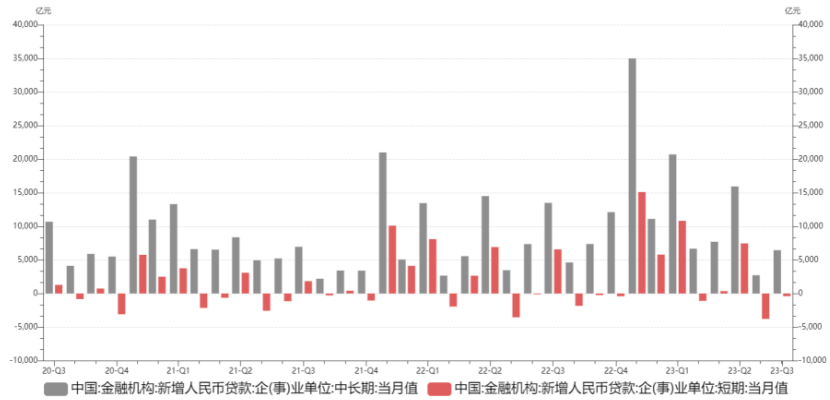
图 20 制造业投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

本月信贷重回“企业强、居民弱”的特征，在房地产政策底初现后，居民端修复仍需一定时间，静待政策效果。企业端中长期贷款在高基数影响下较 2022 年同比少增 909 亿元，近期以来出台一系列稳增长政策，企业对于未来的预期得到修复。9 月 14 日晚央行宣布降准 0.25 个百分点，15 日开始实施。9 月 15 日，央行净投放约 1900 亿 MLF 资金，并下调 14 天逆回购中标利率。八月下旬以来资金面偏紧，叠加跨季因素，央行降准与 MLF 净投放加大明确释放了货币政策发力支持稳增长的信号，将共振推动企业运转。但考虑到经济复苏斜率仍较为缓慢，内需不足，企业主动融资扩产意愿不强，增量政策效果或有限。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资依旧关键。我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一定时间传导，从而促进经济复苏。

图 21 新增企业短中长贷款

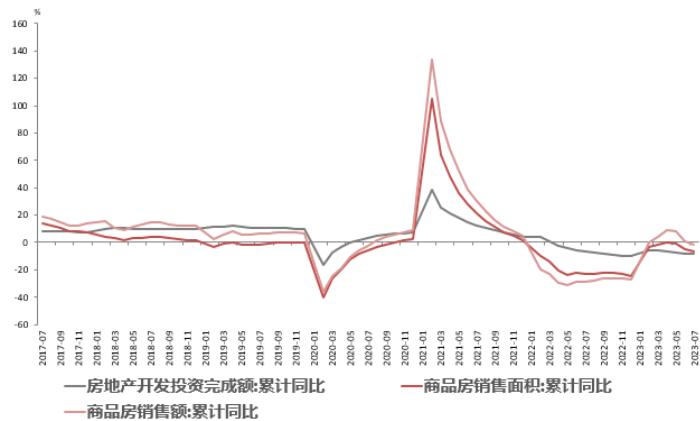


资料来源：wind，瑞达期货研究院

3. 地产政策底已现，后续景气度料升温

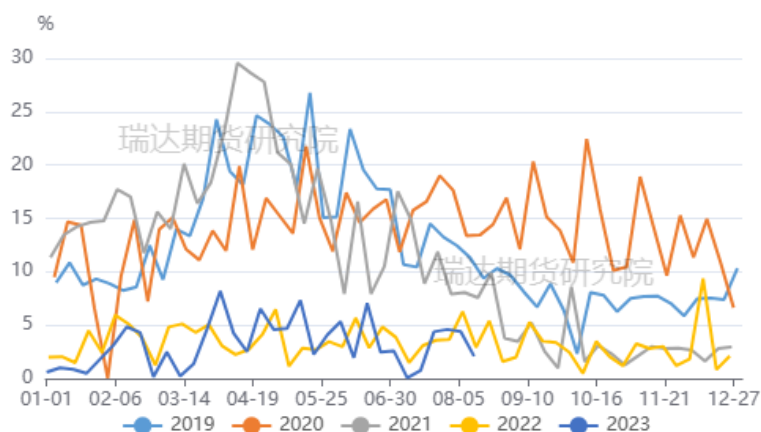
房地产开发投资同比降幅从上月的 8.5% 进一步扩大至 8.8%，销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工和施工面积累计同比增速延续下滑走势，分别为-24.4%、-7.1%，前值分别为-24.5%、-6.8%。而从需求端来看，8 月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.6 个百分点至-7.1%，房地产政策效果仍未显现，居民信心不足，地产短期内或持续承压。

图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 23 成交土地溢价率：当周值

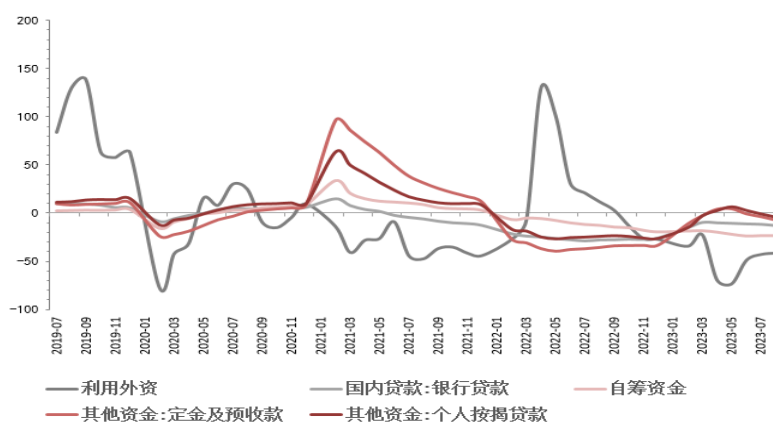


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。8 月份个人按揭贷款同比下降 4.3%，大幅转弱，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-22.9%的低位徘徊。

从信贷来看，暑期对居民消费需求有拉动作用，居民短期贷款有所回暖；而当前房地产市场处于底部阶段，商品房新房销售数据仍表现低迷，市场购房需求疲软，拖累整体信贷。尽管 8 月份以来，各项刺激政策频出：“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，旨在因城施策用好政策工具箱，促进房地产企稳复苏，后续静待政策效果。

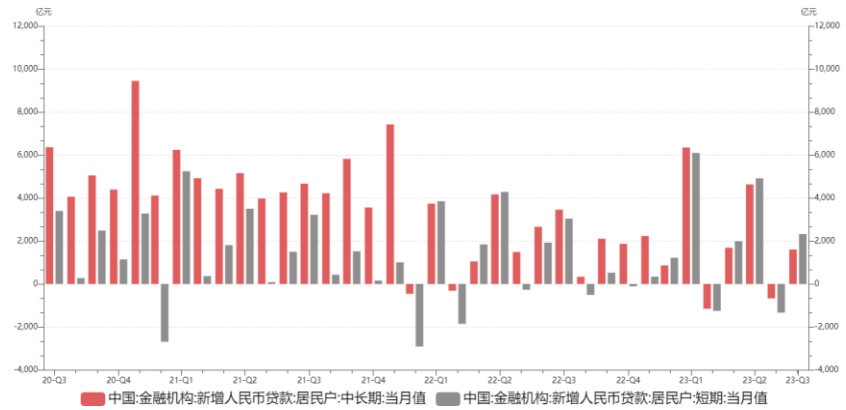
图 24 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

总体来看，8 月份房地产投资市场景气度仍未好转。从金融数据来看，本月居民端贷款维持“降杠杆”，居民端压力较大。我国地产政策效果仍未完全显现，还不足以稳定房地产景气度。

图 25 新增居民短中长期贷款



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(三) 社消增速显著回升，商品零售加快恢复

8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，超预期回升且较上月加快 2.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 33820 亿元，反弹至 5.1%。8 月消费修复动能边际回升，但当前的社零增速仍然偏低，仅为疫情前常态增长水平的一半，房地产偏弱给居民带来的消费心理冲击仍存，居民收入和消费信心都有待进一步改善。

图 26 社会消费品零售总额增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/876034134020010032>