

国内经济延续弱复苏，关注美联储9月会议的指引

观点

1、本周商品指数维持区间震荡，尽管宏观层面的压制依旧明显，但偏紧的供需基本面仍给商品带来支撑。往后看，当前仍没有看到能够破局的关键驱动因素（需求的明显弱化或者供给放量），预计短期内商品指数仍将维持震荡走势，关注美联储9月会议的指引。特别需要强调的是对A股不必过度悲观，催动上涨行情的因素：经济弱复苏+流动性宽松+低估值没有明显弱化。尽管人民币汇率破7引起市场对货币边际收紧的担忧，但国内政策仍以稳增长为主，只要贬值幅度不超过主流非美货币，央行能够容忍汇率波动。

核心逻辑

1) 本周商品指数维持区间震荡，尽管宏观层面的压制依旧明显，但偏紧的供需基本面仍给商品带来支撑。海外方面，美国8月CPI略高于预期强化了美联储的加息前景，美元指数飙升压制风险偏好；国内方面，8月经济基本面较7月有所改善，但地产延续下行的态势，未能有效提振市场情绪。

2) 美国通胀仍高，欧债风险加大。①在能源和食品价格回落的背景下，租金和服务价格涨幅扩大凸显了通胀的韧性。“工资-通胀”的粘性依旧较强，短期内核心通胀涨价或难以放缓，同时需要警惕四季度能源和粮食价格再度反弹的风险。为了对抗高通胀，预计年内加息到4%将会是偏基准的情形，考虑到当前已累计加息225bp，年内剩余三次FOMC会议还需加息超150bp。②由于欧元区经济前景走弱，欧洲主权债务到期偿付的压力正在加大，欧洲债务风险也正在攀升。2022年一季度，欧元区19国一般政府债务总额已接近12万亿欧元，占GDP比重高达95.6%，超出欧盟《稳定与增长公约》警戒线60%水平。

3) 国内经济延续弱复苏。8月经济数据除地产外均较7月有不同程度的上行。往后看，国内经济有望延续弱复苏的态势，其中，在金融加大对实体经济的中长期贷款支持和19项接续政策影响下，投资或将延续较高的增速；在消费刺激政策和疫情后消费场景恢复的共同带动下，汽车消费、餐饮消费、出行需求料将有较好表现；地产恢复需要时间和信心，短期或继续磨底。不过，在外需转弱、国内疫情反复的大背景下，经济增速难以恢复至潜在增速水平，而这也要求宏观刺激政策的周期相应地拉长。

宏观·周度报告

2022年9月18日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 国内经济延续弱复苏

9月16日，国家统计局公布8月份各项经济数据显示，8月经济各项数据均较7月有不同程度的上行，仅有房地产当月投资增速较7月下降，整体表现超出市场预期。

（1）生产端：

8月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.2%，预期3.8%，前值为3.8%。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长0.32%。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长3.6%，预期3.6%，前值3.5%。

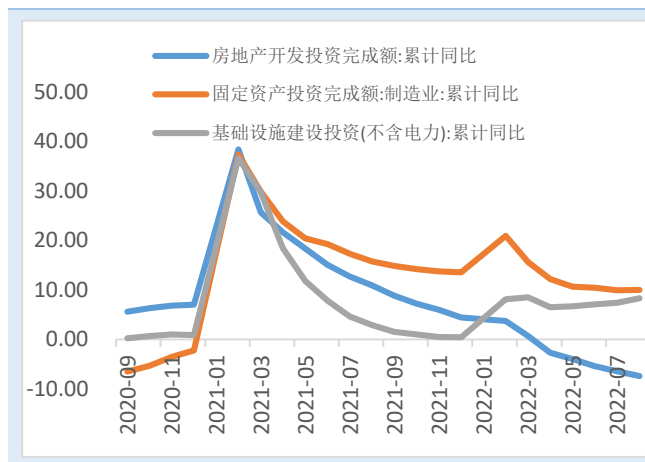
（2）需求端：

1）基建持续发力，固定资产投资增速小幅回升。1-8月份，全国固定资产投资同比增长5.8%，较前值扩大0.1个百分点，高于预期的5.5%。其中，制造业投资增长10.0%，比1-7月加快0.1个百分点；房地产开发投资下降7.4%，降幅比1-7月扩大1.0个百分点；基础设施投资同比增长8.3%，比1-7月份加快0.9个百分点。

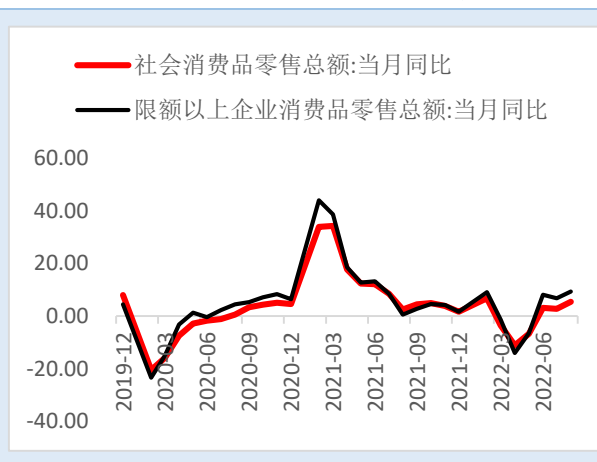
2）汽车和餐饮消费带动社零反弹。8月份，社会消费品零售总额同比增长5.4%，前值为增长2.7%，预期为增长3.3%。1-8月份，社会消费品零售同比增长0.5%，预期为增长0.2%，前值为下降0.2%。

往后看，国内经济有望延续弱复苏的态势，其中，在金融加大对实体经济的中长期贷款支持和19项接续政策影响下，投资或将延续较高的增速；在消费刺激政策和疫情后消费场景恢复的共同带动下，汽车消费、餐饮消费、出行需求料将有较好表现；地产恢复需要时间和信心，短期或继续磨底。不过，在外需转弱、国内疫情反复的大背景下，经济增速难以恢复至潜在增速水平，而这也要求宏观刺激政策的周期相应地拉长。

图表 1：基建保持高增长



图表 2：社会消费增速反弹



1.2 国内政策聚焦：

1、国常会再度部署稳增长政策

据央视新闻，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定进一步延长制造业缓税补缴期限，加力助企纾困；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，扩市场需求、增发展后劲；部署进一步稳外贸稳外资举措，助力经济巩固恢复基础；确定优化电子电器行业管理措施，降低制度性交易成本，更大激发市场活力；决定核准福建漳州二期和广东廉江一期核电项目，要求确保绝对安全。

会议指出，稳经济关键要保市场主体。**制造业市场主体当前困难大，要按照党中央、国务院部署，加力纾困。**对制造业中小微企业、个体工商户缓缴的所得税等五税两费，9月1日起再延迟4个月补缴，涉及缓税4400亿元。同时对制造业新增留抵税额即申即退，2个工作日到账，今年后4个月再为制造业退税320亿元。

会议指出，推进经济社会发展薄弱领域设备更新改造，有利于扩大制造业需求，推动消费恢复成为经济主拉动力。会议决定，**对制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等第四季度更新改造设备，支持银行以不高于3.2%利率投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的100%予以专项再贷款。**再贷款额度2000亿元，期限1年、可展期两次。落实已定中央财政贴息2.5%政策，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。

会议指出，开放是中国基本国策，要加力稳外贸稳外资。**保障外贸企业用能、物流等，必要时全力予以支持。抓紧新设一批跨境电商综试区，更大力度支持海外仓。**提升港口集疏运效率，保障产业链供应链稳定。推动重点外资项目尽快落地。**压实外贸外资大省责任，有关部门加强协调服务。**

会议指出，我国电子电器产业规模大、吸纳就业多，要用“放管服”改革举措激发更大活力。一是对安全风险低、技术条件成熟产品取消强制认证、电信设备使用许可。二是全面清理产品上市不合理限制。三是压实监管责任，对关系生命财产安全的重点监管。

为提升能源保障能力和促进绿色发展，会议决定，**核准已列入规划、条件成熟的福建漳州二期、广东廉江一期核电项目。**强化全过程监管，确保安全万无一失。

2、延缓缴纳部分税费

国家税务总局、财政部发布关于制造业中小微企业继续延缓缴纳部分税费有关事项的公告，自2022年9月1日起，已享受延缓缴纳税费50%的制造业中型企业和延缓缴纳税费100%的制造业小微企业，其已缓缴税费的缓缴期限届满后继续延长4个月。

3、央行缩量续作 MLF

央行 9 月 15 日开展 4000 亿元 MLF 操作，对冲当日到期的 6000 亿元后，实现 2000 亿元的资金回笼；操作利率持平于 2.75%。这是 MLF 连续第二个月缩量续做。业内人士表示，这主要与近期市场利率大幅低于政策利率，市场需求减少有关，也释放了避免市场流动性过度宽松、引导银行加大对实体经济信贷投放的政策信号。民生银行首席经济学家温彬等表示，9 月起资金面将逐步从宽松走向收敛，资金利率延续低位，中枢或小幅抬升；后续通过降准置换 MLF 和继续调降 LPR 仍有空间。

4、国有大行下调存款利率

继 8 月 LPR 非对称性下调后，存款利率也迎来调整。据证券时报多方证实，多家国有大行自 9 月 15 日起再度调整个人存款利率，包括活期存款和定期存款在内的多个品种利率有不同幅度的微调。其中，三年期定期存款和大额存单利率下调 15 个基点。

1.3 美国通胀仍高，欧债风险加大

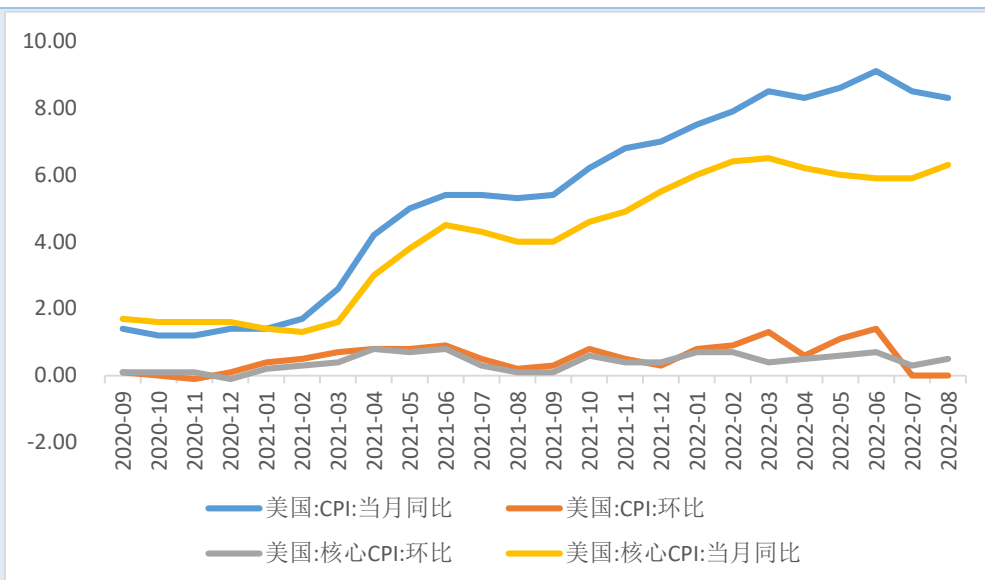
1) 美国通胀韧性凸显，激进加息预期升温

当地时间 9 月 13 日，美国劳工部公布的数据显示，美国 8 月 CPI 同比上涨 8.3%，小幅高于市场预期的 8.1%，为 2022 年 4 月以来新低，通胀水平较上月的 8.5%再次出现回落，但仍处于历史高位；季调 CPI 环比增长 0.1%，预期-0.1%，前值 0%。在剔除食品和能源价格后，8 月核心 CPI 同比上涨 6.3%，高于市场预期的 6.1%，也高于上月的 5.9%。

从主要分项来看，非核心部分，受国际油价下跌和国际粮价回落的影响，汽油价格下跌、食品价格涨幅明显放缓。核心部分，耐用品中的汽车、家具和耐用设备涨幅有所扩大；租金继续大涨，成为 CPI 的主要拉动力量；其他服务项中的医疗保健服务和教育服务价格涨幅均有所扩大。

总的来看，8 月 CPI 数据再度超预期，体现了美国通胀的韧性和反复性。在能源和食品价格回落的背景下，租金和服务价格涨幅扩大凸显了通胀的韧性。在强劲的劳动力市场下，“工资-通胀”的粘性依旧较强，短期内核心通胀涨价或难以放缓，同时需要警惕四季度能源和粮食价格再度反弹的风险。为了防止高通胀的自我固化，美联储别无选择，只能保持高强度的加息，预计加息到 4%将会是偏基准的情形，考虑到截至 7 月 FOMC 会议联储已累计加息 225bp，年内剩余三次 FOMC 会议还需加息超 150bp。当前市场已完全 price in 9 月 FOMC 加息 75bp，且加息 100bp 的概率已上升至 34%。

图表 3：美国通胀具有较强的韧性



数据来源：WIND

2) 欧洲经济继续走弱，债务风险加大

数据显示，欧元区 8 月制造业 PMI 终值为 49.6，创下 2020 年 6 月以来新低；欧元区 8 月服务业 PMI 终值为 49.8，是 2021 年 3 月以来首次跌破荣枯线，9 月 Sentix 投资者信心指数降低至负 31.8，为 2020 年 5 月以来新低。由于欧元区经济前景走弱，欧洲主权债务到期偿付的压力正在加大，欧洲债务风险也正在攀升。

当地时间 9 月 14 日，欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧盟必须承认公共债务上升的新现实，并且欧盟各国政府在债务削减路径上应该有更多的灵活性，欧盟的财政规则应该更简单。当前欧洲正面临高通胀、能源价格飙升以及欧洲央行紧缩货币政策等多重不确定性，为应对疫情以及当前能源和粮食短缺的情况，欧元区各主要国家已经积累了不同程度的债务，债务负担进一步加重。2022 年一季度，欧元区 19 国一般政府债务总额已接近 12 万亿欧元，占 GDP 比重高达 95.6%，其中德国、法国、意大利的一般政府债务总额占 GDP 的比例分别达到 68.2%、114.4% 和 152.6%，希腊债务占 GDP 比重高达 189.3%，均超出欧盟《稳定与增长公约》警戒线 60% 水平。同时，随着欧洲央行开启 1999 年以来最大幅度加息，或导致欧洲国家融资成本和偿债压力加大。今年以来，德国、法国、意大利等国家国债收益率持续攀升，意大利等国的 10 年期国债收益率与德国的利差也在不断扩大，欧元区国家金融压力持续攀升。

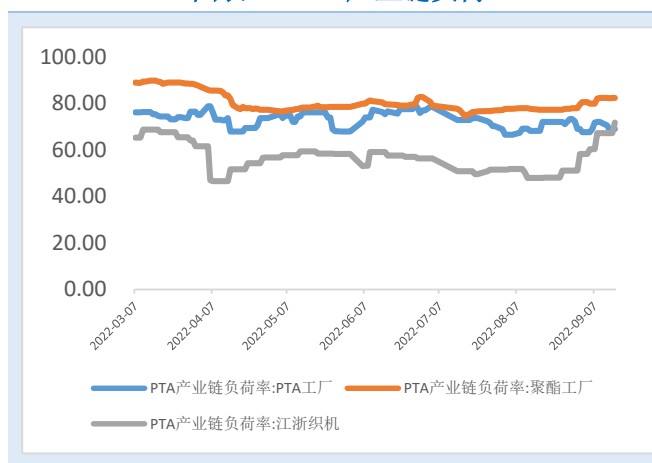
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

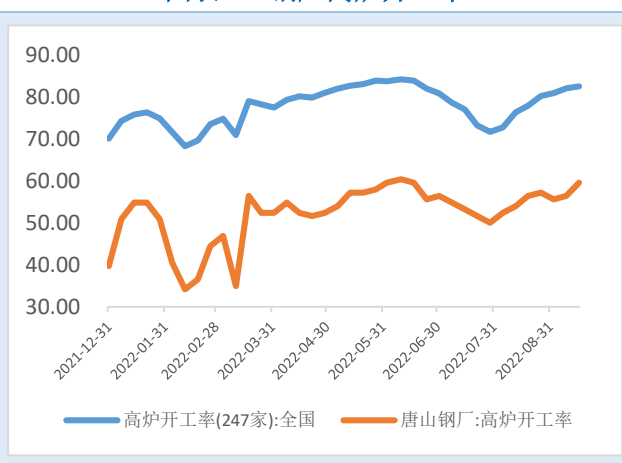
化工：需求小幅回升，开工稳中有升。需求方面，聚酯产业链多数产品价格上涨，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率小幅回落至 69%，聚酯工厂负荷率稳中有升至 82%，江浙织机负荷率升至 67%。

钢铁：生产继续回升，需求略有改善。利润触底改善，复产动机较强，全国高炉开工率本周继续回升 0.5 个百分点至 82.41%。由于目前钢厂尚有盈利，叠加旺季补库预期，钢材产量低位回升。本周钢联数据显示，钢厂钢材产量继续回升，厂库、社库双双小幅累计，表需大幅回落（主要是节假日因素）。随着旺季来临，实际需求出现了季节性改善，下游实际成交明显转好。

图表 4：PTA 产业链负荷



图表 5：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车零售表现有所转弱

房地产销售周环比下降。截至 9 月 14 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 28%；按均值计，9 月环比下降 29.24%，同比下降 44.69%，一二三线城市 9 月同比增速分别为-13.65%、-60.97%和-30.34%。

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_46335

