总量联合行业快评
9月宏观数据解读与展望

◆ 策略研究·策略快评

证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001
证券分析师：	王开	021-60933132	wangkai8@guosen.com.cn	执证编码：S0980521030001
证券分析师：	王学恒	010-88005382	wangxueh@guosen.com.cn	执证编码：S0980514030002
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006

事项：

1.10月13日，美国劳工部公布了美国9月份的CPI数据。其中，CPI环比增0.4%，同比增8.2%；核心CPI环比增0.6%，同比增6.6%。主要引发市场担忧的是核心CPI增速较高。

2.国家统计局发布9月CPI和PPI数据。9月份，CPI环比上涨0.3%，同比上升2.8%；PPI环比下跌0.1%，同比上涨0.9%。

3.人民银行公布9月金融数据。9月末社会融资规模存量为340.65万亿元，同比增长10.6%。M2余额262.66万亿元，同比增长12.1%。

评论：

宏观金融数据：9月社融总量、结构显著改善对A股市场提供了积极信号。9月社会融资规模新增3.53万亿元，较8月的2.43万亿元多增1.10万亿元，较去年同期的2.90万亿元多增0.63万亿元。9月社融总量和结构上均明显改善，主要拉动项为新增人民币贷款，委托贷款和信托贷款对社融同比多增也起到一定的支撑作用，政府债券为最大的拖累项，但从环比来看有所增长。具体来看各分项，人民币贷款增加2.57万亿元，同比多增7964亿元；外币贷款折合人民币减少713亿元，同比多减694亿元；委托贷款增加1507亿元，同比多增1529亿元；信托贷款减少192亿元，同比少减1906亿元；未贴现的银行承兑汇票增加134亿元，同比多增120亿元；企业债券净融资864亿元，同比少增261亿元；政府债券净融资5525亿元，同比少增2541亿元；非金融企业境内股票融资1021亿元，同比多增249亿元。

企业部门中长期信贷需求明显回暖，居民部门修复略显乏力。从期限结构来看，中长期贷款占主导地位，占比近七成；从贷款主体来看，企业和居民部门均有增长，但居民部门偏弱，企业部门恢复情况更为明显。企业中长期贷款需求的好转主要得益于8月24日国常会一揽子稳增长政策落地对基建、制造业等行业起到了支撑效果，两批3000亿元的政策性开发性金融工具的投放撬动了银行贷款，2000亿元设备更新改造专项再贷款对短期贷款亦有拉动。居民部门中长期贷款和短期贷款均同比少增，一方面，居民部门信心仍待恢复，房地产市场需求依然偏冷，另一方面，受局部疫情反复影响居民消费意愿减弱、储蓄意愿增强，不过居民部门中长期贷款同比少增有所收敛，“保交楼”相关政策的加速落地将有助于提振对房地产市场的信心。

A股策略观点：A股市场四季度仍具备韧性。ERP行至历史高位，赛道拥挤度降低，多指数估值处于历史低位，多重指标指引下A股仍处高性价比区间。本轮“普跌”+“缩量”的回吐周期超过70天，回撤幅度已经比较高，打开上行的空间比下行空间的概率更足。三季报发布期，景气验证重要时间窗口将至，行业配置方面，关注一个焦点和三条主线：

一个焦点是“专精特新”，之前市场预期可能行情会朝向大盘价值切，但是没有兑现。虽然沪深300估值便宜，但其实去年年中以来其估值就一直低于专精特新指数。如果从北向资金的持仓情况来看，沪深300面临的海外流

动性压力不比“专精特新”低。过去 8 年时间沪深 300 盈利增速基本走平的，但专精特新的盈利增速有持续提升，今年初的熊市里中小票跌的多，源于“专精特新”经历了盈利下修程度比沪深 300 还要大，但目前已基本企稳。如果考虑到三、四季度盈利还有弱复苏，这类新兴产业往往是盈利修复的“排头兵”。后续这类企业还是能凭借细分领域分工优势赚取结构行情。风险情绪角度，从海内外经济景气来讲，截至今年中报，沪深 300 和专精特新企业海外营收的比例基本持平，后面基本面差异对这些宽基指数的抉择参考有限，“专精特新”企业往往更容易创造预期差。

行业层面，聚焦三条主线：（1）医药板块，医药行业的基本面、政策面和情绪面有望迎来触底反弹；（2）分布式光伏产业，欧盟拟推出的 5650 亿欧元能源计划包括大规模分布式光伏应用，欧洲分布式光伏需求景气度有望持续；（3）信创产业，国家提出“2+8”安全可控体系背景下，IT 基础设施、基础软件、应用软件等市场国产化进程有望提速。

海外市场观点：当前高企的核心 CPI 仅仅是房价上涨的回声。美国 CPI 的测算由一篮子消费者所购买的服务和商品构成，这些服务和商品在 CPI 计算中的权重各不相同。其中，CPI 占比最大的三块是食物（13.4%）、能源（7.3%）、住宅（32.9%），前两项不包含在核心 CPI 中。换而言之，居所是核心 CPI、也是总 CPI 中最大的单项。在住宅中，最大的单项是“业主等价租金（OER）”，权重为 24.3%。这项支出是将住在自有房产的居民的住宿转换为“自己对自己提供的租房服务”，OER 的定价并非基于实际交易，而是通过问卷形式完成的。2022 年 9 月，OERCPI 同比增 6.7%，是核心 CPI 的主要驱动项。而基于真实交易的租房 CPI 已经从年初 25.1%的高位回落至 9 月的 3.0%。展望未来，OER 是实际租金和房价的滞后指标。由于我们已经观测到实际租金和房价的见顶回落，OERCPI 的回落是可预见的。因此，我们认为美国的核心通胀压力并没有表面看起来高。

悲观的前瞻指标暗示美联储货币政策转向的线索。（1）美国海关数据：9 月美国集装箱进口量同比下降 11%，这预示着美国 9 月的进口和消费数据或将有所下降。我们认为，上述数据意味着美国的需求可能已经得到一定程度上的抑制。因此，未来美联储加息的必要性或已下降，美联储降息稳经济的需求或将上升。（2）未来通胀：密歇根大学对美国未来 1 年/5-10 年通胀率评估为 5.1%/2.9%，较 9 月数据分别提高 0.4/0.2ppt。5-10 年的通胀上升超出本报告的讨论范畴，我们将 1 年通胀的增幅减去 5-10 年通胀的增幅，得出短期通胀压力上升 0.2ppt。一方面，该指标的反复震荡较多，本次上调幅度不大，下定论为时过早。另一方面，我们认为本次上调并不一定意味着美国将面临更大的通胀压力，美联储将更加鹰派；反而意味着美联储短期/长期或将容忍更高的通胀。

房地产板块：本轮周期，政策放松节奏已明显加速，但压制销售复苏的三大因素（居民收入和房价上涨预期减弱、担忧期房交付）仍未消散，市场信心恢复和销售复苏仍缓慢。相比 08/15 年的放松力度，未来仍可以期待需求端更大力度且效果更好的政策，静待政策生效后，销售复苏可期。

本轮周期，政策放松节奏已明显加速，但压制销售复苏的三大因素（居民收入和房价上涨预期减弱、担忧期房交付）仍未消散，市场信心恢复和销售复苏仍缓慢。相比 08/15 年的放松力度，未来仍可以期待需求端更大力度且效果更好的政策，静待政策生效后，销售复苏可期。从个股角度，经营稳健、具备优秀品质的房企将更快从行业低谷中脱颖而出，推荐万科 A、保利发展、滨江集团、绿城中国。

银行板块：8 月 22 日人民银行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，引导金融机构加大对实体经济支持力度，8 月信贷投放有所回暖。9 月政策进一步引导金融机构支持实体经济，同时，财政政策积极，基建投资继续高增带动企业中长期信贷改善。

目前银行板块基本面承压，但板块估值处于历史低位，估值优势明显，维持行业“超配”评级。个股方面，考虑到长期经济结构转型，制造业发展带来的投资机会，重点推荐在服务制造业企业方面有优势的银行，包括宁波银行、常熟银行、苏农银行、张家港行；考虑经济稳增长带来的投资机会，重点推荐区域经济较好、盈利能力高、业绩增长居同业前列的成都银行。

风险提示：美联储货币政策收紧幅度与利率期货市场隐含值的偏离、海外地缘冲突演绎的不确定性等。

相关研究报告：

《策略快评-A 股反弹，韧性可期》 ——2022-10-14
《策略快评-2022 年 10 月各行业金股推荐汇总》 ——2022-09-28
《策略快评-2022 年 9 月各行业金股推荐汇总》 ——2022-08-29
《7 月政治局会议解读-守住安全底线、弥补需求不足》 ——2022-07-28
《策略快评-2022 年 8 月各行业金股推荐汇总》 ——2022-07-27

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。

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_47345