



2022年12月5日

宏观总量月报（2022年12月）

✍️ 王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	✉️ Wangxiao019787@gtjas.com
✍️ 毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	✉️ Maolei013138@gtjas.com
✍️ 李聂霜玉（联系人）	期货从业资格编号：F03087581	✉️ Linieshuangyu024249@gtjas.com
✍️ 唐立（联系人）	期货从业资格编号：F03100274	✉️ Tangli026575 @gtjas.com
✍️ 戴璐（联系人）	期货从业资格编号：F03107988	✉️ Dailu026543 @gtjas.com

【报告导读】

- 1、周期定位与资产配置：1）国内处于三周期分析框架下的第6至第1阶段的过渡期，11月各项经济数据仍在探底，但随着防疫逐渐优化叠加地产支持政策密集出台，经济预期出现强烈反转；海外则处于三周期分析框架下的第4个阶段，尽管劳动力市场数据有所反复，但通胀预期降低与加息边际放缓确定性较高。2）以产成品库存与工业企业营收刻画的库存周期角度来看，中国即将进入新一轮库存周期的被动去库阶段，而美国仍在处在当下主动去库周期，中国经济强相关商品或表现更强。
- 2、宏观君之见：国内方面，11月经济数据较弱，但市场对于本月宏观经济数据的疲弱已经脱敏，而海外金融紧缩的压力仍在边际减弱；海外方面，盈利端的下行和估值端的支撑构建了当前的交易场景。
- 3、11月大类资产和宏观回顾：11月全球权益资产齐涨，风险偏好显著回暖。国内复苏预期浓烈，债市遭受巨震，海外美债仍维持短期高胜率。中国强相关商品迎来反弹，原油单月跌近10%。
- 4、12月宏观展望：国内方面，市场情绪已经领先经济数据迎来扭转，最快将在12月的宏观数据中看到复苏的信号，外需可能是明年年初经济的拖累项；海外方面，12月加息50bp的概率较高，短期劳动力市场数据的反复似乎无法阻止市场 risk on，年底或仍是风险偏好提振的时间窗口。
- 5、风险点：疫情管控趋严。海外方面，需求回落不及预期引发新一轮紧缩恐慌。

【正文】

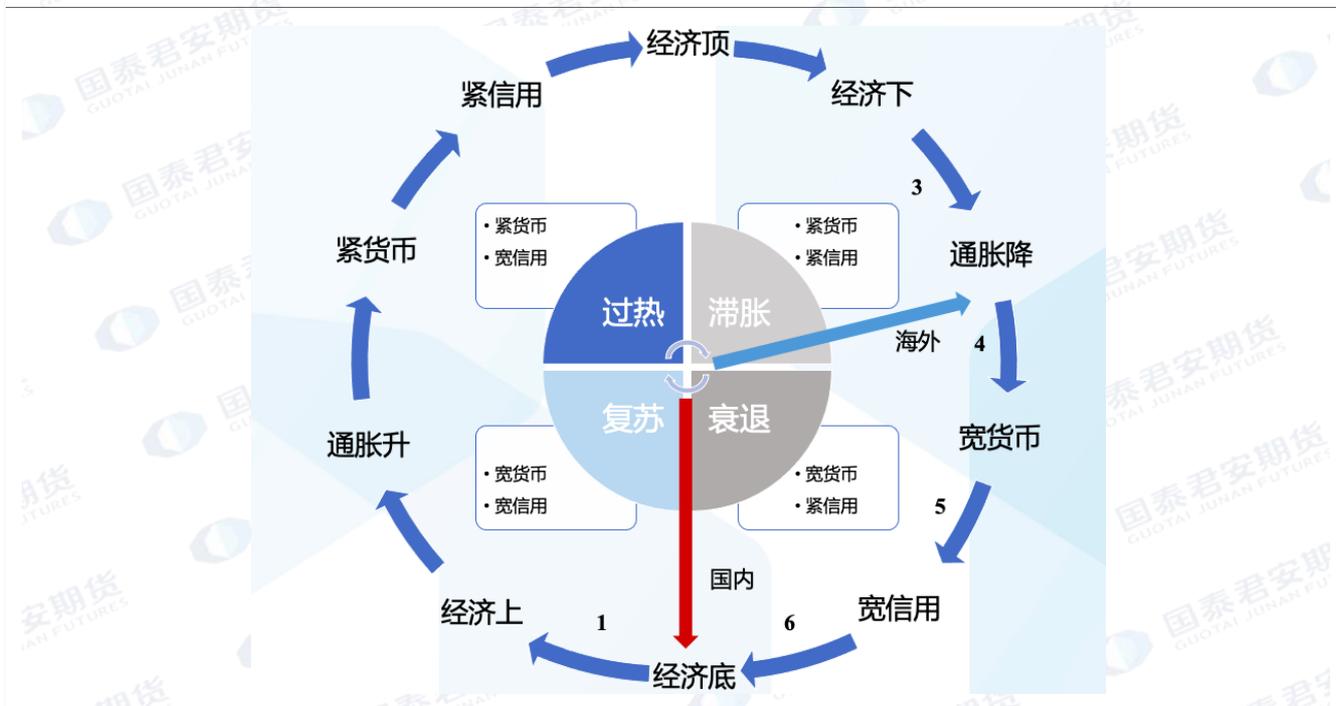
1. 周期定位与资产配置

1.1 三周期分析框架

我们认为当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 6 至第 1 阶段的过渡期，疫情防控的持续优化与地产“三支箭”的射出将带来下游消费的复苏与居民端贷款需求的扩张。

海外方面，随着海外景气度指标的持续回落以及美国核心通胀的下降，我们认为目前海外处于从阶段 3 向阶段 4 的过程中。待到就业和消费数据进一步加速回落，将确认经济由滞胀向衰退期的切换。资产表现方面，尽管 11 月 FOMC 会议上鲍威尔对于终端目标利率的表态与近期劳动力数据反复扰动了市场，但权益市场短期仍在交易 risk on 方向，美债胜率继续维持高位，但需注意盈亏比。

图 1：三周期分析框架下国内将走向复苏、海外衰退预期上升



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

1.2 库存周期分析框架

尽管中美当前仍处于主动去库存共振阶段，但中国即将进入新一轮库存周期中的被动去库，美国仍处于主动去库中期。（详见《深度专题：库存周期与大类资产配置》、《深度专题：美国库存周期与大类资产配置》）

我们认为国内资产权益端和商品端的胜率和盈亏比均不错，而债券类资产将受到持续冲击。海外方面，美股面临的是盈利端的继续下行与估值端的压力减轻，由于前期对于紧缩的过度交易，短期市场仍在朝 risk on 的方向前进。

图 2：我国库存周期统计

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-至今	7	6	11	至今9	?
平均时长 (月)		9	11	11	13	43

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 3：美国库存周期统计

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今6	?
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2. 9月大类资产和宏观回顾

2.1 大类资产表现

11月以来全球权益市场迎来反弹，恒生指数逆境反转，涨幅引领全市场。A股价值类大票受政策端的刺激成为反弹先锋，地产、金融、保险表现强势。港股相关板块与恒生科技一起助力恒生指数中枢抬升。

从美股市场来看，成长表现正逐步追赶价值。防守型板块（能源、医疗与公共事业等）表现继续趋弱，市场风格有所切换。盈利下行与估值压力减轻继续博弈，远久期成长股资产盈亏比较高。

海外美债持续高胜率行情，带动贵金属走出强劲表现。国内债市受政策出台的影响，迎来巨震，利率债明年风险管理或是主旋律。

与中国强相关的商品品种均迎来反弹，生猪则受制于强烈的放储信号微跌。布油11月跌幅近10%，但在近期迎来反弹。

图 4：全球权益市场集体回暖

权益市场	A股	上证综合指数	8.91%
		深证成指	6.84%
		创业板指数	3.54%
	海外	恒生指数	26.62%
		东京日经225指数	1.38%
		道琼斯工业平均指数	5.67%
		标准普尔500指数	5.38%
		纳斯达克综合指数	4.37%
		伦敦金融时报100指数	6.74%
		巴黎CAC40指数	7.53%
		法兰克福DAX指数	8.63%

资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 5：美债持续上行，中债迎来冲击

商品	LME铜	8.24%
	LME铝	8.53%
	布伦特原油	-9.21%
	伦敦金现	8.26%
	伦敦银现	12.50%
	动力煤	9.97%
	生猪	-7.24%
	比特币	-16.19%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	24.17
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	-43.00
	AA级产业债信用利差变动 (bp)	19.19

资料来源：wind、国泰君安期货研究

2.2 国内宏观

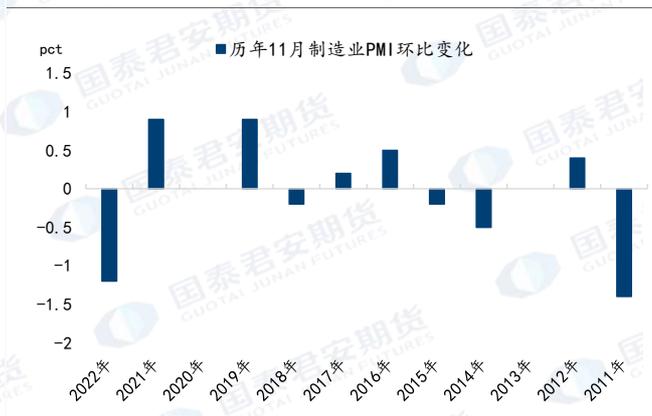
11月，国内疫情在多地散发，新增病例人数创年内新高，防控政策出现调整，生产受损蔓延，地产高频销售数据依然维持弱势，海外方面，韩国11月出口再度走弱，显示外需大概率延续回落趋势。整体国内供需两端依然受损。从已发布的11月PMI数据可以看出，11月制造业PMI环比回落达1.2个百分点，弱于季节性（近7年统计环比持平），且显著弱于预期的49。小型企业环比回落幅度更大，达2.6个百分点。分项中除产成品库存回升0.1个百分点以外其余分项均恶化，特别是生产和新订单，显著偏离近7年同期环比改善的趋势，表明疫情扰动对生产和需求的压制。产成品库存成为唯一改善的分项指标，在需求不足的环境下，后期实体面临去库压力。另外，新出口订单也出现逆季节性回落走势，或表明海外加息扰动下需求下滑对国内出口压力有增无减。总体上，PMI单月明显走弱，一方面证明近期地产政策宽松的必要性，另一方面，市场对后期宽松及防疫政策向好预期继续打开。价格方面，主要原材料购进价格显著恶化，显示需求不振下大宗商品价格偏弱。

图 6：PMI 除产成品库存分项回升外环比均回落



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 7：制造业 PMI 环比恶化幅度加大



资料来源：wind、国泰君安期货研究

10月份货币金融数据点评：10月新增社融9079亿元，同比少增7079亿元，达到近五年同期次低，其中政府债持续退坡和信贷乏力是核心拖累，信贷和政府债分别同比少增3321和3376亿元，社融存量增速为10.3%，回落0.3个百分点。此外，企业债和非标基本持平往年，未贴票和票融此消彼长。新增信贷中，企业中长贷多增2433亿元，主要还是依靠政府项目支撑。受疫情及楼市低迷制约，居民端借贷意愿继续下

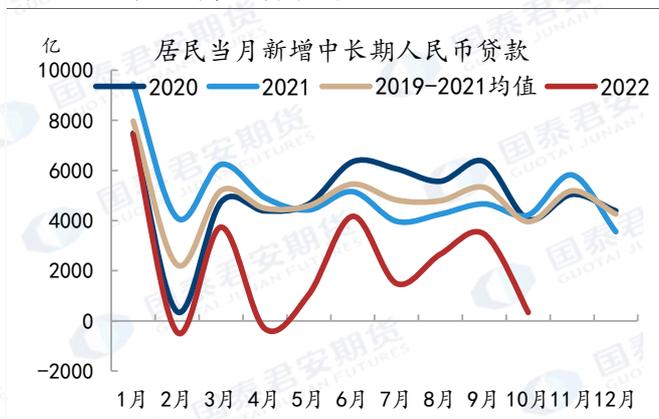
滑，居民中长贷同比收缩的幅度再次扩大，同比少增 3889 亿元，是拖累 10 月社融的最关键因素。此外，继 7 月之后，再次以票冲贷。货币供应方面，10 月 M2 同比增长 11.8%，‘社融-M2’剪刀差维持倒挂，流动性淤积仍未明显改善。房地产景气度持续不振以及疫情反复等因素导致实体融资需求偏弱。

图 8：10 月信贷结构延续了企业强于居民的特点

	10月同比	10月环比	2022-10	2022-09
新增人民币贷款	-2,110	-18,548	6,152	24,700
-居民	-4,827	-6,683	-180	6,503
短期	-938	-3,550	-512	3,038
中长期	-3,889	-3,124	332	3,465
-企业	1,525	-14,547	4,626	19,173
短期	-1,555	-8,410	-1,843	6,567
中长期	2,433	-8,865	4,623	13,488
票据融资	745	2,732	1,905	-827
非银	557	2,070	1,140	-930

资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 9：10 月居民中长贷修复力度依旧偏弱



资料来源：wind、国泰君安期货研究

10 月份经济数据点评：工业生产冲高回落，部分原材料等中上游景气度相对较好。10 月，工业增加值当月同比 5%，持平于市场预期、但弱于上月的 6.3%；其中，制造业同比 5.2%、较上月回落 1.2 个百分点，但韧性仍强。三大投资均回落，基建和中游制造表现相对较好。基建和制造业投资同比分别较上月回落 3.5 和 3.8 个百分点至 12.8%和 6.9%，部分受基数抬升影响。基建投资受电力投资放缓拖累；制造业主要行业中，汽车、食品制造、运输设备等投资增速回落较多，而计算机通信电子、电气机械、通用设备等投资增速维持韧性。10 月，房地产投资同比-16%、低于上月的-12.1%，单月创历史新低。新开工和施工继续低迷，竣工连续 2 个月降幅扩大、当月同比-9.4%，仍好于新开工和施工；商品房销售面积同比-23.2%、低于上月的-16.2%，仍未见明显改善。地产低迷环境下，11 月以来稳地产政策从金融纾困端加码。后期继续关注政策组合拳托底下，地产投资和销售能否实质改善。受疫情影响，社会消费品零售总额同比-0.5%、前值 2.5%。其中商品消费和餐饮收入同比分别为 0.5%和 9.1%、分别较前值回落 2.5 个和 7.4 个百分点。汽车消费同比只有 3.9%、较上月回落超 10 个百分点。

图 10：地产和出口两大增长引擎相继熄火

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_49815



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn