



金融投资专业理财

全球衰退预期不减 需求端持续显疲态

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



摘要

11月美联储如预期加息75基点，但后继却逐渐向市场释放鸽派信号，暗示将放缓加息步伐。而美国10月CPI再度下降或反映美国通胀见顶，市场整体风险偏好有所提升。未来劳动力市场缺口或成为通胀稳步下行的关键因素之一，而在高利率环境的影响下经济的衰退或致使劳动力市场需求减少，届时薪资增速的放缓或进一步加快通胀下行速度。非美国国家方面欧元区及英国通胀水平仍在能源价格的影响下高居不下，但近期较为温暖的天气及相对稳定的天然气价格在未来或有利于欧洲国家通胀回落。同时欧洲及英国央行在近期也向市场表达了抑制通胀的决心，但加息幅度或受制于经济相对薄弱而不及预期。在美联储逐渐转鸽的情况下未来以欧洲为主的非美国国家经济压力或相对减小，而其央行或将通过维持高利率水平来进一步引导通胀下行。

全球经济衰退预期不减，叠加国内新一轮疫情反复，内蒙古、广东、北京、山东等多省较为严重，对生产、需求、就业、出口多方面造成负面影响。消费受挫最为显著，增速由正转负，接触类行业均表现不佳。出口增速大幅下行，叠加地产行业依旧疲软，带动整体需求端和供给端不及预期。但随着稳增长、稳市场主体等各项政策短时间内加速落地，国内经济韧性较强。展望未来，稳增长的政策基调不变，经济增速目标弱化和增量政策力度有限的背景下，经济总体延续弱复苏态势，基建、制造而言投资有望维持高位，房地产投资静待政策效果体现，而消费随着疫情防控优化或有所好转。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：通胀下降鸽派情绪蔓延，市场风险偏好回升.....	4
(二) 欧元区：能源危机相对缓解，通胀问题或来到转折点.....	6
(三) 英国：政局动荡划上句点，新政临危受命	7
(四) 日本：通胀持续上行，但央行鸽派决心不变	8
二、国内宏观经济回顾展望	11
(一) 高能耗行业增速回落，制造业景气度持续下行.....	11
(二) 固投增速整体放缓，三大分项均有所回落	12
1. 基建依旧是经济的核心动能	12
2. 高新技术、基建相关制造业提振制造业投资增势良好	13
3. 地产投资持续疲弱，购房需求显现不足.....	14
(三) 消费小幅好转，地产相关仍低迷	17
(四) 进口由正转负，内外需不足显著	18
1. 全球景气度继续下滑，外需回落趋势未改	18
2. 上游商品进口偏弱，内需弱势仍是抑制.....	20
(五) 通胀超预期走弱，猪价或维持稳定	21
1. 生猪价格保持强势，难改 CPI 增速放缓.....	21
2. 内外需求显疲态，PPI 同比增速转负.....	24
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	27
(一) 财政政策：稳就业、保民生为主要目标.....	27
(二) 货币政策：重点关注通胀和房地产两大风险	28
免责声明.....	32

图表目录

图 1 美国 PMI 指数持续下降	4
图 2 总就业人数已超过疫情前峰值	4
图 3 新增非农就业仍由服务业主导	5
图 4 失业率及劳动参与率皆有下滑	5
图 5 整体 CPI 回落，但核心 CPI 再次超预期上涨	5
图 6 欧元区商业活跃度有所好转	6
图 7 欧元区通胀水平仍处于高位	6
图 8 德国通胀水平有所下调	7
图 9 英国商业活跃度放缓	8
图 10 英国 CPI 再创新高，通胀失控	8
图 11 日本商业活跃度持续下滑	9
图 12 日元贬值外加宽松货币政策使日本通胀水平上升	9
图 13 日元贬值外加外需薄弱导致贸易逆差扩大	9
图 15 制造业 PMI	11
图 16 服务业扩张幅度小幅回升	11
图 17 制造业 PMI 细分项对比	12
图 18 固投累计同比增速缓缓回落	12
图 19 基建投资细分项	13
图 20 制造业投资细分项	14
图 21 新增企业中长期贷款	14
图 22 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）	15
图 23 成交土地溢价率：当周值	15
图 24 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）	16
图 25 新增居民中长期贷款	16
图 26 社会消费品零售总额增速	17
图 27 社零总额分项：当月同比	18
图 28 城镇调查失业率	18
图 29 我国出口同比增速（%）	19
图 30 我国对主要经济体出口增速（%）	20
图 31 进出口数量指数（HS2）	21
图 32 主要进口商品金额同比增速（%）	21
图 33 核心物价依旧平稳	22
图 34 菜价拖累整体 CPI 回落	22
图 35 猪肉出栏量持续恢复	23
图 36 蔬菜价格已从高点回落	23
图 37 原油价格震荡下行	24
图 38 PPI 涨幅转负	25
图 39 成本压力逐步传导至中下游端，生活资料创阶段新高	25
图 40 生产者购进价格受能源价格下调及需求影响进一步下降	26
图 41 生产、生活资料剪刀差持续缩减	26

图 42 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄	26
图 43 公共财政收入同比增速 (%)	27
图 44 地方财政收入同比增速 (%)	27
图 45 社会融资规模存量增速	28
图 46 新增人民币贷款当月值 (亿元)	29
图 47 社会融资规模存量增速	29
图 48 新增人民币贷款中长期贷款	29
图 49 企业端短中长贷款当月值 (亿元)	30
图 50 居民端短中长贷款当月值 (亿元)	30
图 51 实体投融资意愿偏弱	31
图 52 新增人民币存款分项 (亿元)	31

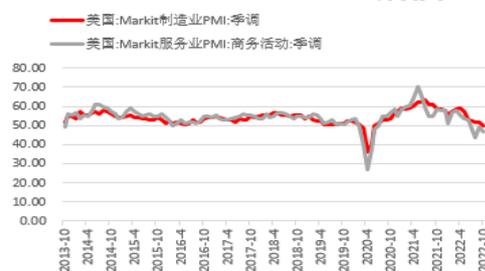
研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：通胀下降鸽派情绪蔓延，市场风险偏好回升

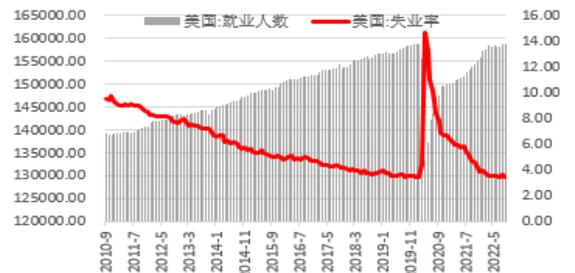
美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 47.6，低于预期的 50 及前值的 50.4，同时也进入了 50 荣枯线之下的萎缩区间。而服务业 PMI 初值则录得 46.1，远低于预期的 48 且为连续第五个月下降。整体需求水平在全球经济衰退的情况下大幅下降，而美联储加息进程尚未结束且经济前景不确定性较大的情况下美国经济活跃度或继续下降。通胀水平在 10 月继续稳步下行，10 月 CPI 同比增长 7.7%，前值 8.2%，环比增长 0.4%，与前值持平；核心 CPI 同比增长 6.3%，前值 6.6%，环比增长 0.3%，前值 0.4%。内需下降导致核心商品价格继续带动通胀回落，而部分核心服务价格受统计方式影响在近期也开始下降；若食品及能源价格在未来无大幅波动，美国通胀数据在未来或维持当前的下行趋势。就业数据方面失业率为 10 月录得 3.7%，高于预期的 3.6% 及前值 3.5%，但劳动参与率却下调至 62.20%；平均时薪环比增速录得 0.37%，同比增长 4.73%。整体劳动力市场供需不平衡的现象尚存，但美联储加息对劳动力供需两端的影响或愈加明显。内需下滑且失业率上升的情况下劳动力缺口将进一步缩小，届时薪资增速也将大幅放缓同时进一步推动通胀水平下行。

图 1 美国 PMI 指数持续下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 总就业人数已超过疫情前峰值



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

美国 9 月非农新增就业人数录得 26.3 万人，高于预期的 25.5 万人；而总就业人数也来到了 1.589 亿人，超过了疫情前的峰值。细分行业来看，9 月非农新增就业人员主要来自于服务业，整体延续了先前劳动力市场的恢复趋势。9 月失业率录得 3.5%，低于前值及预期的 3.7；而 9 月的劳动参与率也有小幅回调，录得 62.3%，前值 62.4%，上个月劳动参与率回升的迹象并未在本月延续。从 8 月的数据来看，劳动力市场供需不平衡的问题相对有所缓解，职位空缺数与失业人数的比例为 1.61，较 7 月的 1.79 有所下调。尽管如此，

这个比例反映了劳动力市场仍处于严重的供需失衡的状况中，在职位空缺数较大的背景下职位空缺与失业人数比或在年底前难以回到相对健康的 1:1 水平。劳动力市场供需失衡的情况也进一步反映在了高涨的薪资水平上，9 月平均时薪录得 32.46 美元，较上月 32.36 美元有小幅提升，同比增速为 5.0%，较上月 5.2%有所放缓，而环比与前值相同。

图 3 新增非农就业仍由服务业主导



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

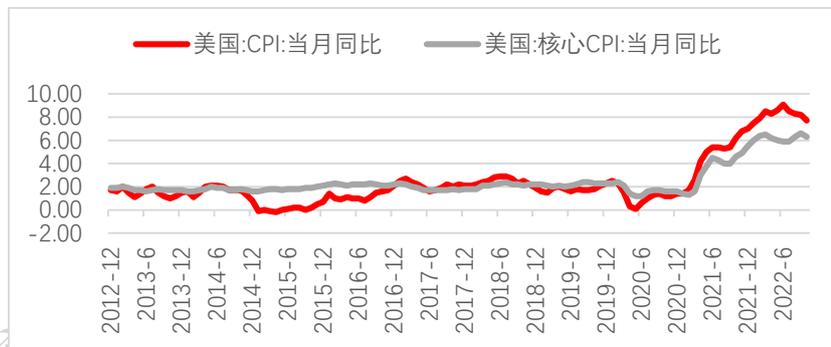
图 4 失业率及劳动参与率皆有下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

美国 9 月 CPI 同比上涨 8.2%，虽较前值 8.3%继续回落但高于市场预期的 8.1%，而 9 月核心 CPI 则同比上涨 6.6%，高于前值及预期的 6.3%。9 月 CPI 的下滑仍受惠于能源价格的回落，然而总体服务价格的上涨使核心 CPI 大幅上调，在薪资不断上涨且内需水平强劲的背景下，美国通胀将难以在短期内有明显缓解。

图 5 整体 CPI 回落，但核心 CPI 再次超预期上涨



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

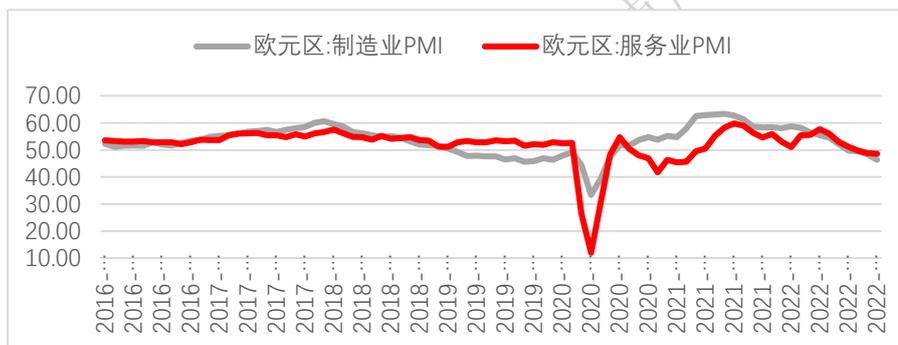
美联储 11 月如期加息 75 基点，同时美联储主席鲍威尔在会议上表示利率终值将高于预期但加息步伐或有所放缓，而后继放出的会议纪要也反映出整体基调有所转鸽。在通胀持续稳步下行且失业率逐渐提高的情况下市场的风险偏好在 11 月有所回升，美债收益率与美元指数价格皆大幅回落，而美股也迎来了一波上涨。然而本次美联储开启加息周期的时间节点较晚，同时供应链及能源价格问题皆有所好转，整体通胀或已见顶。往后看通胀水平或受需求下降的影响继续回落，而经济衰退的迹象也将愈加明显，若非农数据显示劳动

力缺口有所缩小且薪资增速放缓，市场对美联储转鸽的预期或继续加重。然而加息周期尚未结束，美股及美债反弹空间相对有限，而美元指数在高利率环境下或于底部震荡。

（二）欧元区：能源危机相对缓解，通胀问题或来到转折点

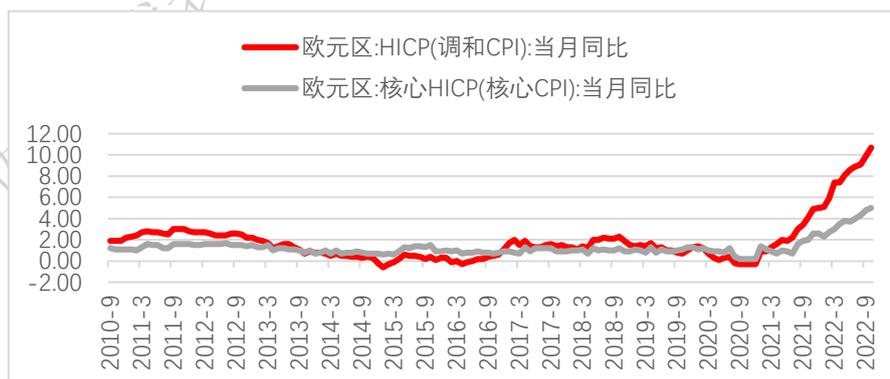
欧元区 11 月制造业 PMI 录得 47.3，高于预期的 46 及前值 46.4，但仍处于荣枯线之下；服务业 PMI 初值录得 48.6，高于预期。而欧元区 10 月调和 CPI 同比上升 10.7%，高于预期的 10.3%及前值 10%，继续创造历史新高，而核心调和 CPI 同比上升 5%，与预期持平但高于前值。10 月欧元区能源同比上涨 41.9%，而食品、酒类和烟草价格指数则上涨了 13.1%，涨幅皆高于前值。然而近期公布的德国 11 月调和 CPI 同比上涨 10%，低于预期，近期在天然气等能源价格相对稳定的情况下欧元区通胀水平或相对有所缓解。

图 6 欧元区商业活跃度有所好转



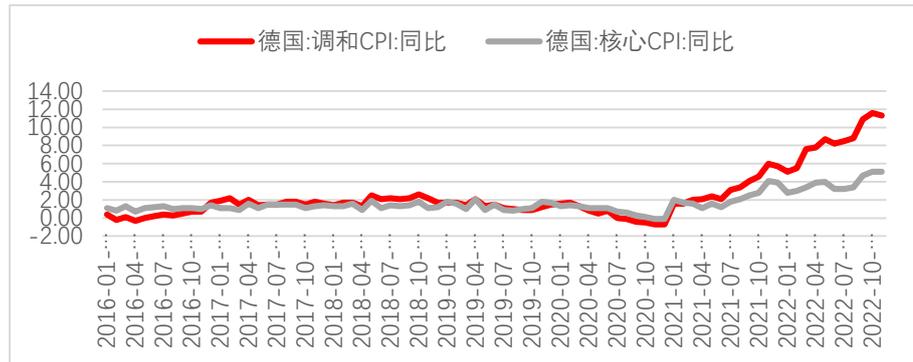
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 7 欧元区通胀水平仍处于高位



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 8 德国通胀水平有所下调



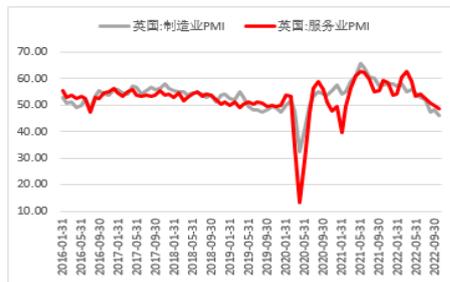
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

在通胀水平高居不下且整体经济萎缩的情况下欧元区商业活跃度仍相对低迷，而近期欧洲央行行长拉加德也释放了鹰派发言，表示即便经济走弱也将进一步加息来降低通胀水平。在货币紧缩利率高涨且通胀问题尚存的情况下经济或持续衰退，而先前欧盟所公布的天然气限价计划也因众国意见不一而无法得到实施。若欧洲冬季气温超预期下降，天然气储备消耗加速，价格再次飙升，欧洲民众消费力或再次受高通胀侵蚀，整体经济衰退水平或将加重。欧洲央行虽执意通过加息抑制通胀水平，但或受制于部分经济水平相对薄弱的国家而难以持续大幅加息；当前市场对欧洲央行 12 月加息预期为 75 基点，若未来能源价格稳定且通胀见顶稳步下行，欧洲央行或提早转鸽，而欧元区经济或得到一定喘息空间。

(三) 英国：政局动荡划上句点，新政临危受命

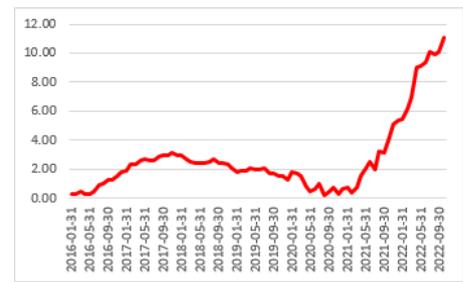
英国 10 月制造业 PMI 录得 46.2，较前值 48.4 再度下滑；而服务业 PMI 录得 48.8，低于前值 50 的同时也落至荣枯线之下。而英国的通胀水平仍旧处于失控状态，英国 10 月 CPI 同比上涨 11.1%，高于预期的 10.7% 及前值 10.1%，同比增速创下了至 1981 年以来的新高；核心 CPI 则同比上涨了 6.5%，高于预期的 6.4% 并与前值持平。能源价格仍为通胀水平上涨的主要影响因素之一，其中天然气价格环比上涨了 36.9%，而电价则上涨了 16.9%，居民的生活成本受能源价格影响大幅上涨。

图 9 英国商业活跃度放缓



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 10 英国 CPI 再创新高, 通胀失控



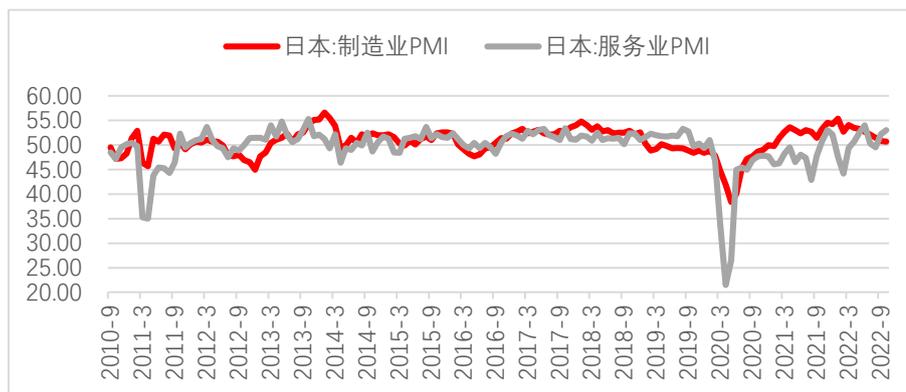
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

英国财政大臣在 11 月的会议上表示英国已陷入衰退, 同时民众生活水平在未来两年将大幅下降, 而未来财政计划则将大幅增税并削减政府支出来填补英国的财政漏洞。未来市场将关注英国央行 12 月的货币政策及加息决议, 当前市场对英国央行加息预期落在 50 基点。在经济衰退已成定局且财政政策或加深衰退程度的情况下, 英国央行为顾及经济或不得不提早转鸽。然而当前英国劳动力市场紧缩导致薪资水平不断上升, 外加能源价格仍旧不稳定导致通胀风险尚存, 英国央行或在未来通过延长高利率周期来防止通胀反弹。

(四) 日本: 通胀持续上行, 但央行鸽派决心不变

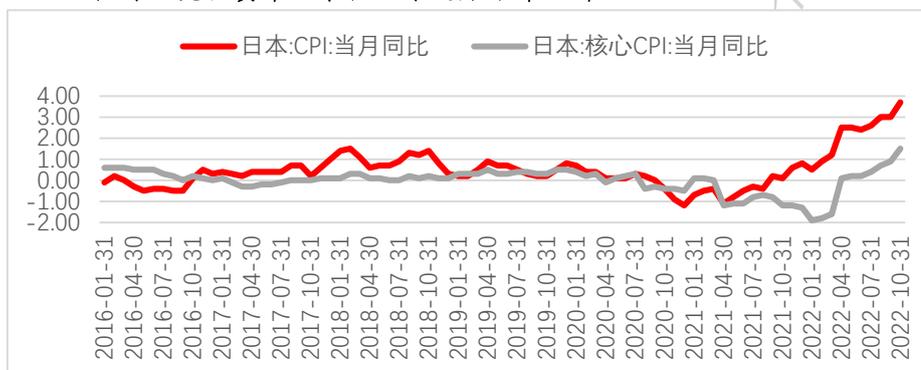
日本 10 月制造业 PMI 录得 50.7, 符合市场初值但低于前值的 50.8, 10 月总体制造业产出及新订单大幅下降, 在全球经济放缓外需减弱的情况下出口量进一步减少。通胀方面, 日本 10 月 CPI 同比增幅达到 3.7%, 较前值 3%再次上涨; 剔除能源及食品的核心 CPI 同比上涨 1.5%, 食品及能源价格继续推动着日本通胀水平的上行。而受日本央行维持货币宽松的影响, 贸易逆差较上月再次扩大, 其中进口金额环比上涨 2.33%, 前值 0.32%, 而出口金额环比上涨 2.06%, 较前值 9.43%大幅下降, 而在未来全球多国经济衰退加深需求下行的情况下日本贸易逆差或继续扩大。

图 11 日本商业活跃度持续下滑



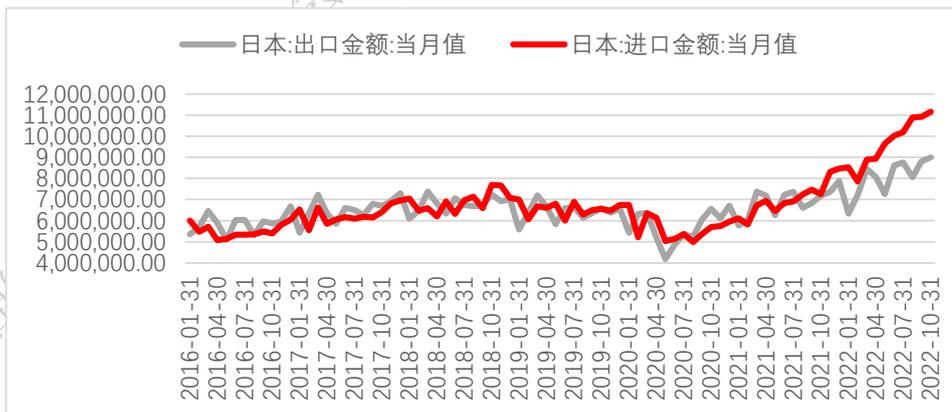
数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 12 日元贬值外加宽松货币政策使日本通胀水平上升



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 日元贬值外加外需薄弱导致贸易逆差扩大



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

即便日本水平持续上升,日本央行行长黑田东彦认为物价上涨为短期现象,而为促进日本经济持续发展,日本央行将继续维持宽松的货币政策。而随着美联储基调转鸽,日元在近期也获得了一定的喘息机会,但在全球央行加息周期尚未结束的情况下日元在短期内

或难以大幅上涨。同时全球经济衰退迹象明显，日本出口业或继续受到一定打击，而国内物价的上升或将影响居民消费能力，即便日本央行维持宽松货币政策，日本经济当下或难以受到明显刺激。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

二、国内宏观经济回顾展望

（一）高能耗行业增速回落，制造业景气度持续下行

受国内疫情扩散面积增加影响，制造业景气度进一步回落。11月份制造业PMI录得48，比上月回落1.2个百分点，降幅扩大，恢复基础尚需稳固。制造业产需两端继续放缓，生产指数和新订单指数双双走弱，分别较上月下降1.8和1.7个百分点，持续位于荣枯线以下，内需不足的现象依旧严峻。同时，与生产端趋势相一致，企业原材料采购力度减弱，采购量指数在临界线下运行，制造业市场氛围较冷；新出口订单已连续十九个月处于收缩区间，外需压力较为明显，在外贸数据中已有所体现；不同规模企业PMI持续受成本较高、疫情反复、需求端不足等多因素影响，经营压力仍大，景气度水平有所回落，均位于临界点以下。

全国疫情持续反复，服务业市场活跃度减弱，景气度降至45.1，较上月下滑1.9个百分点。而建筑业PMI指数虽较上月回落12.8个百分点至55.4，但始终位于高景气区间，支撑整体非制造业景气水平，反映出基建稳增长力度较大。

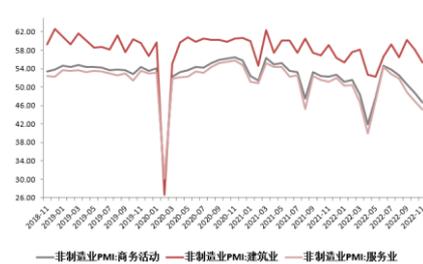
总的来看，目前我国经济下行压力依旧比较明显，需求端疲软是关键。后续随着高效疫情防控政策的落实，叠加一揽子稳增长政策逐步显效，我国经济料企稳回升。但需要注意的是，就业压力增大，11月从业人员指数降幅进一步扩大，后续政策目标仍要以稳就业为主。

图 14 制造业 PMI



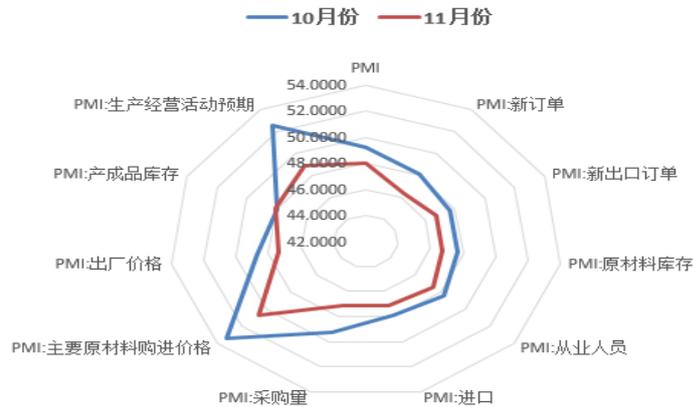
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 服务业扩张幅度小幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI 细分项对比

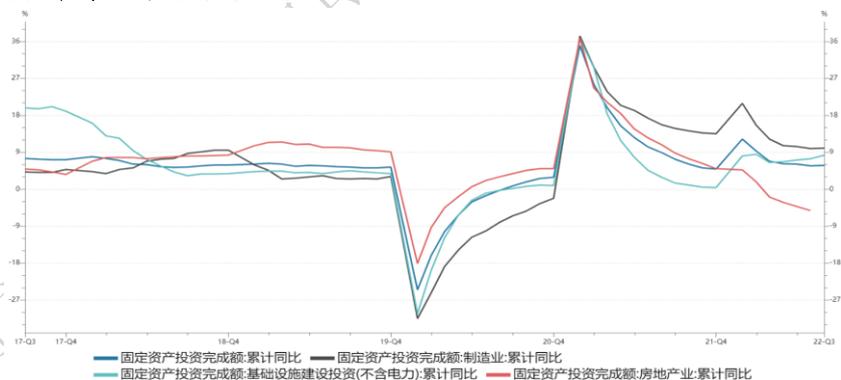


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）固投增速整体放缓，三大分项均有所回落

今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著，基建、制造业。直至10月，固定资产投资同比增长5.8%，涨幅小幅回落0.1个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅持续扩大。但在政策端持续加码的背景下，地产行业后续料有所回暖。

图 17 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

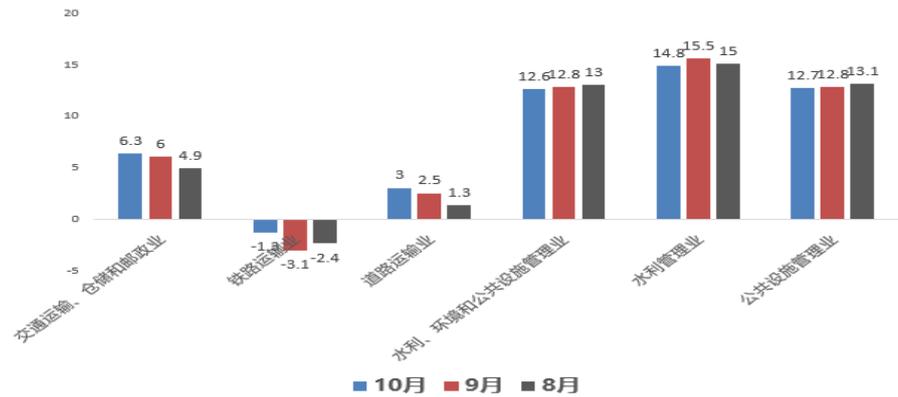
1. 基建依旧是经济的核心动能

10月基建投资增长8.7%，高于上月的8.6%，资金、项目双重松绑推动落实下，10月基建投资延续上涨态势。水利和公共设施管理业延续此前较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。但需要注意的是，从单月数据来看，10月基建投资同比增速从前月16.3%的高点回落至12.8%，反映出今年财政前置的后劲减弱，后续缺乏了大规模政策性资

金流入，基建投资增速或小幅回落。同时新一轮疫情反复，也对项目施工造成影响。

目前，就前三季度数据看来，距离全年 5.5%的经济增长速度仍有差距，因而作为传统重要抓手的基建，接下来政府仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，通过加力引导民间投资参与基础设施建设，有助于缓解项目资金压力，助力现代基建，从而达成稳经济这一目标。

图 18 基建投资细分项

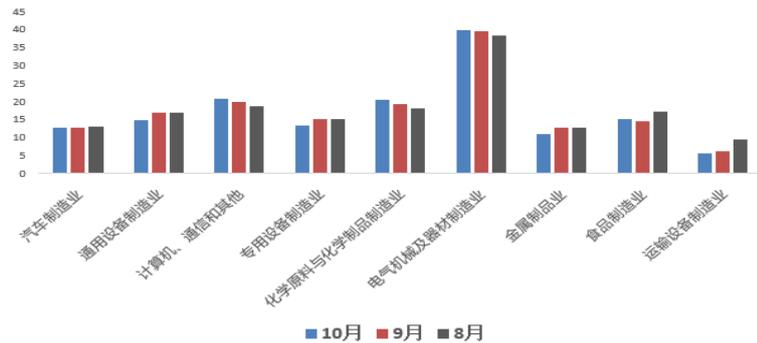


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 高新技术、基建相关制造业提振制造业投资增势良好

10 月制造业投资增长 9.7%，较上月回落 0.4%，外需不足影响制造业投资小幅回落，但总体依旧较强。一些前期出口高增长行业（如新能源、汽车行业等）以及一些基建制造业（光伏）表现依旧优异，叠加去年同期基数回落，使得制造业投资高位维稳。高技术产业投资同比增长 20.5%，其中高技术制造业投资同比增长 23.6%，较上月进一步提速，是推动经济结构转型升级的重要驱动力，有力支撑制造业投资。但需要注意的事，随着全球经济衰退预期升温，外需不足的现象持续显著，受前期出口带动的部分行业后续或回落较快，从而对制造业支撑减弱。

图 19 制造业投资细分项

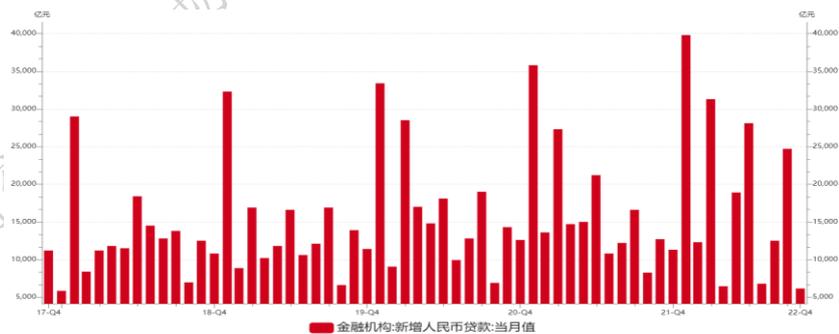


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心较好，企业中长端贷款均实现连续三月维持同比多增。11月9日，人民银行提供再贷款的资金支持，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容，释放民营房企融资宽松信号，受此政策拉动，企业端中长期贷款持续改善，10月相关配套贷款需求较为旺盛。但10月制造业PMI景气度回落至荣枯线以下，需求端仍显不足。

总体来说，制造业投资数据持续亮眼，主要因为两点：一是前期出口的高景气；二是稳增长相关政策逐步落实。长期来看，制造业投资仍是固投主要动力，高新技术行业是重心。随着全球经济衰退预期升温，外需不足的现象持续显著，整体制造业投资上行空间或受到制约，后续同比增速或将回落。

图 20 新增企业中长期贷款



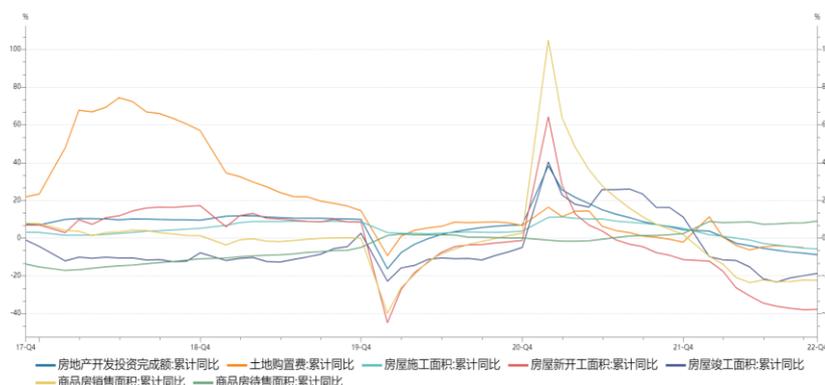
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 地产投资持续疲弱，购房需求显现不足

10月我国房地产开发投资下降8.8%，连续7个月负增长且降幅持续扩大。商品房销售面积、商品房销售额、购置土地面积等指标累计同比表现不佳，降幅进一步扩大。但值得

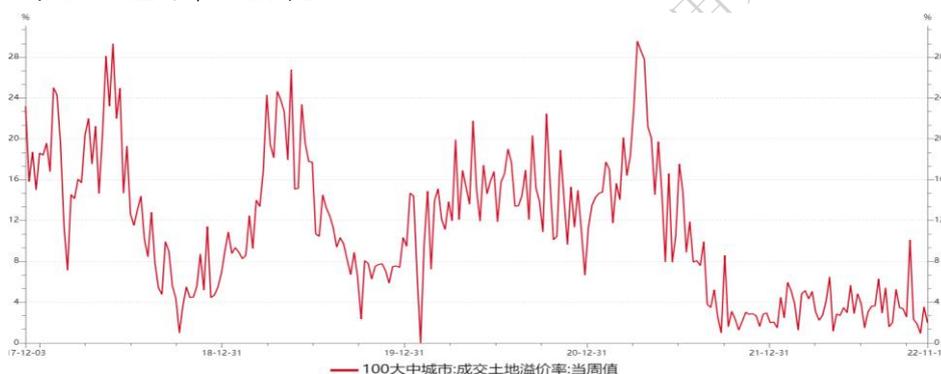
注意的是，10月份新开工面积施工面积同比降幅缩窄，“保交楼”政策逐步见效。

图 21 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

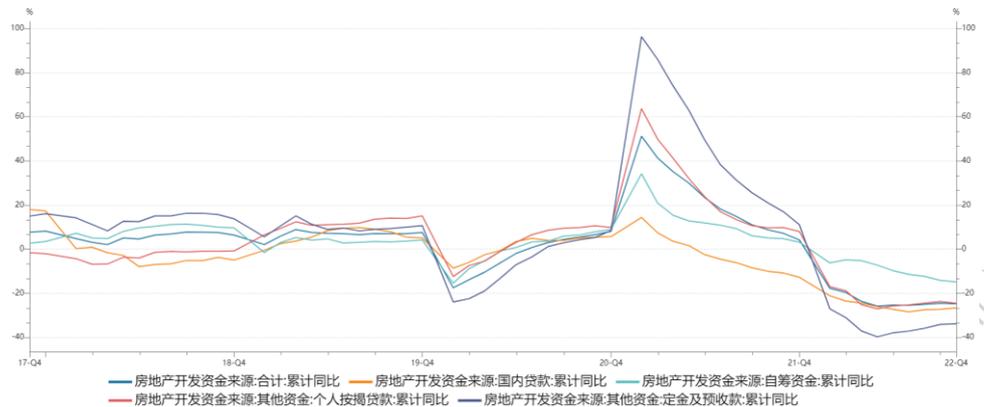
图 22 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

10月我国房地产开发资金同比下降24.7%，降幅小幅扩大，已连续七个月到达20个百分点以上的降幅，房地产市场冷清态势不变。可以看到，房企资金压力仍大，居民购房的意愿仍未转变，总体显低迷，更愿意将资金放在储蓄上。居民中长期贷款依然呈现同比少增的情况，这也意味着当前经济内需依然疲软，房地产仍处于底部复苏阶段，居民对楼市的信心未能提振因而购房意愿不足。

图 23 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）

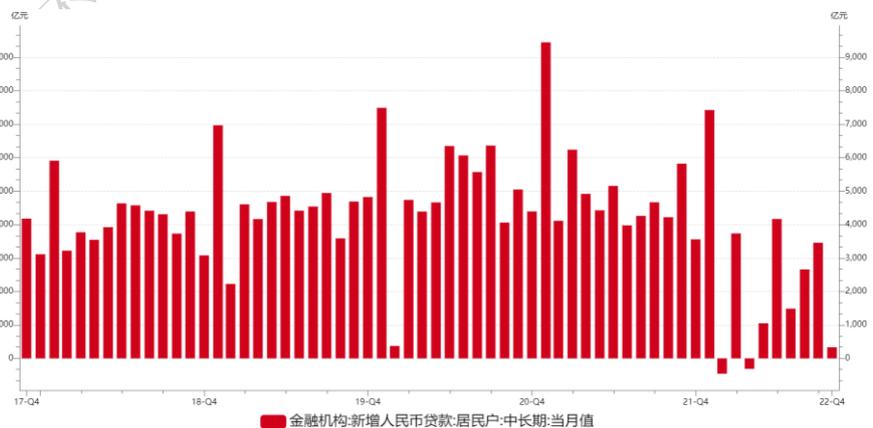


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

政策端需进一步发力，央行和银保监会再放大招。11 月 11 日，央行、银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，在房地产信贷投放、“保交楼”金融支持、风险处置、保护金融消费者权益、阶段性调整金融政策等方面作出了 16 条明确要求，从而支持房地产市场平稳健康发展。11 月 28 日晚，支持房企股权融资方面调整优化 5 条措施出台，标志“第三支箭”正式落地。此前，贷款融资“第一支箭”、债券融资“第二支箭”已经落地，此次支持房企股权融资“第三支箭”落地，表明“三箭齐发”支持房企融资。房地产行业“政策底”已显现，后续静待政策效果落实。

总体来看，10 月份房地产投资市场依旧冷清，多数指标下行，地产市场承压。从金融数据来看，居民购房意愿虽有改善但总体不及往年同期水平，但随着政策端持续加码，后续地产行业景气度料有所回暖，但四季度大幅度回升的可能性不大。

图 24 新增居民中长期贷款



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 消费小幅好转，地产相关仍低迷

1-10 月份，社会消费品零售总额 360575 亿元，同比增长 0.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 323702 亿元，增长 0.5%。10 月份，社会消费品零售总额 40271 亿元，同比下降 0.5%，增速有所回落存在去年同期基数走高扰动的影响。其中，除汽车以外的消费品零售额 36575 亿元，下降 0.9%。

图 25 社会消费品零售总额增速

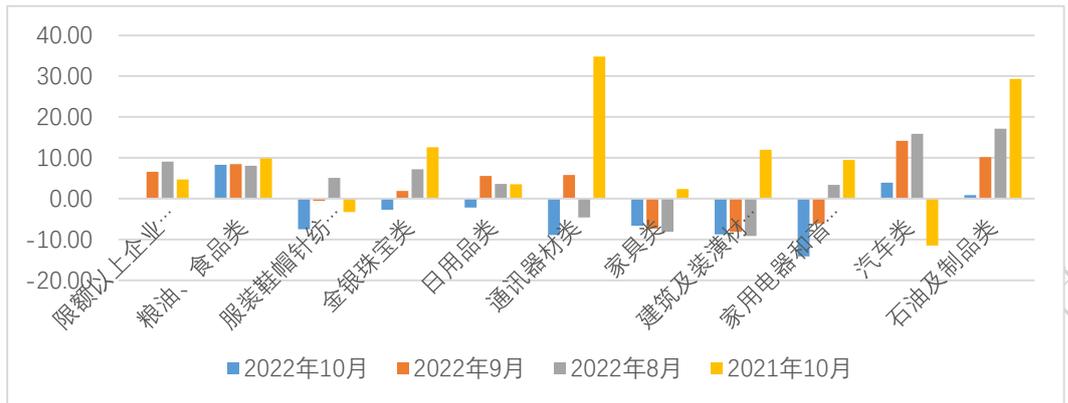


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

具体来看，10 月疫情散发，对餐饮、零售和出行等线下消费方面产生一定冲击，消费复苏节奏较慢。服务性消费受到较大拖累，十月餐饮收入同比增速降幅走扩至-8.1%，较 9 月份下降了 6.4 个百分点，石油及制品类十月同比增速较上月下降了 9.3 个百分点。10 月汽车零售额同比增速大幅下行至 3.9%，较九月份下降了 10.3 个百分点，除汽车以外的消费品零售额同比增长走低至-0.9%，限额以上企业商品零售总额当月同比由正转负至-0.5%，与社消总体增速持平，反映出汽车品类的增长仍是消费的主要支撑项。

其他限额以上商品中，粮油、食品类、饮料类和日用品类消费等必需消费当月同比增速均有所走弱；除烟酒类降幅缩窄外，服装类和石油制品类等出行相关消费受到疫情限制增速明显回落，通讯器材类、办公用品类等可选消费增速也较大幅度下降。

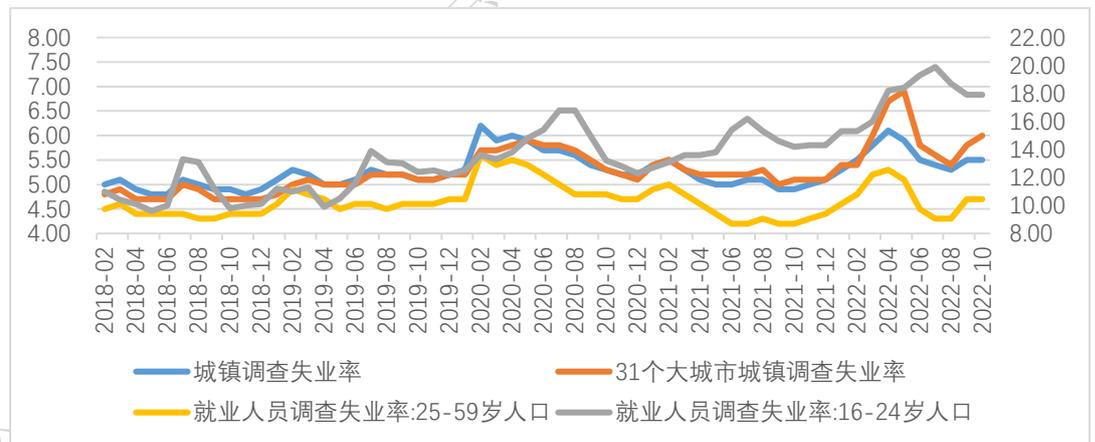
图 26 社零总额分项：当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

从就业角度看，多地疫情散发对就业也产生了一定影响，失业率形势总体稳定但大城市失业率有所上行。城镇调查失业率为 5.5%，与上月持平；31 个大城市城镇调查失业率为 6.0%，较上月回升 0.2 个百分点。具体来看，25-59 岁调查失业率和 16-24 岁调查失业率分别为 17.9% 和 4.7%，均与上月持平。就业局势的持续回暖需要进一步落实稳就业政策和加大稳就业力度，预计后续随着工业生产回暖、企业活力提升叠加稳就业政策发力，我国就业形势将保持稳定。

图 27 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

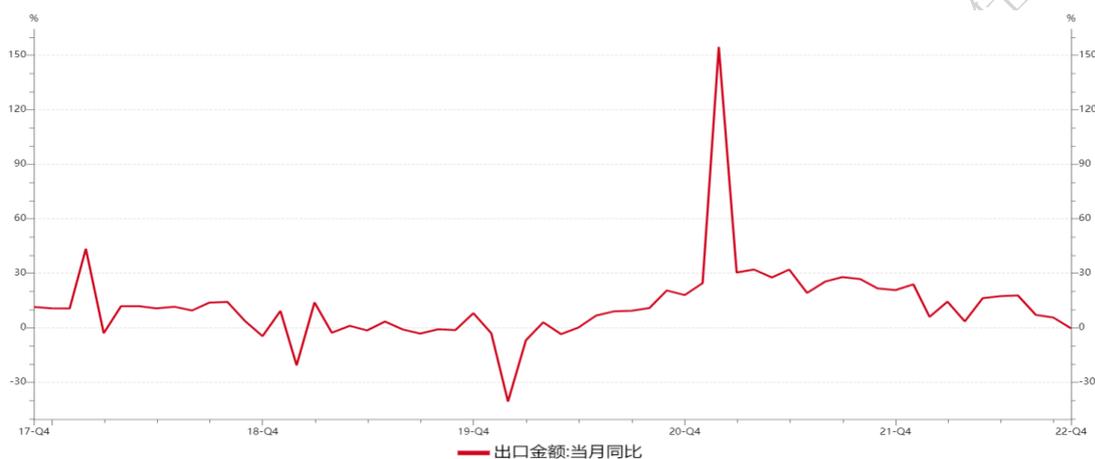
(四) 进口由正转负，内外需不足显著

1. 全球景气度继续下滑，外需回落趋势未改

我国 10 月出口同比减少 0.3%，增速时隔两年后转负，并显著低于市场预期。在我们

看来，本月出口数据大幅走弱有三点原因：一是内需不足问题显著。自 2020 年以来疫情多点多地反复，使得我国需求端复苏过程较为缓慢。而内需的不足又将会从消费、出口、物价等多个层面共同影响国民经济，后续随着我国政府“稳增长”“稳投资”等一系列配套措施逐步见效或有所改善；二是去年基数走高所引起的下行压力；三是出口价格的回落也有一定的影响。10 月 CRB 商品指数同比减少 1.1，较上月回落 3.5 个百分点，使其对 10 月出口增速的支撑减少。

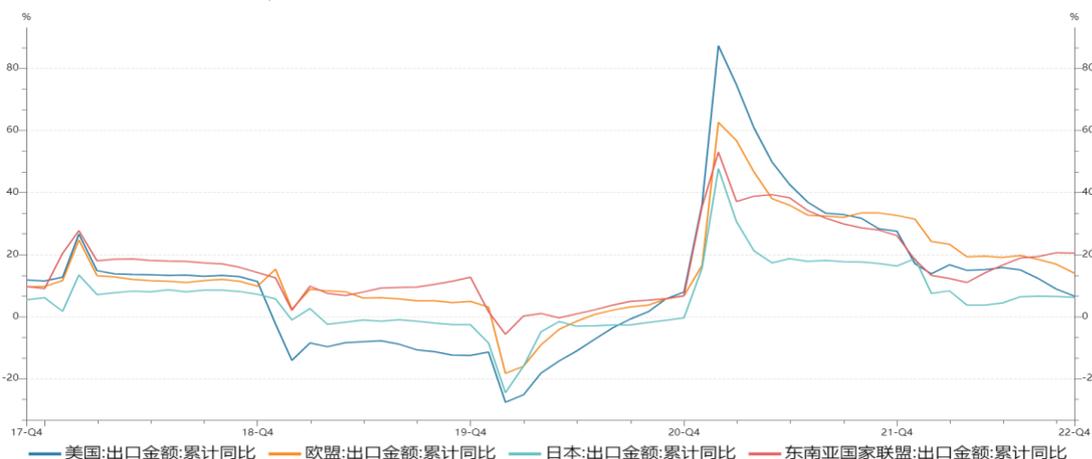
图 28 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，中国对多个国家出口增速均有所下降，对欧美出口回落幅度尤其明显。10 月我国对美国、欧盟出口同比增速分别为-12.6%和-9%，较 9 月分别回落 1、14.6 个百分点；而对东盟出口增速回落 9.2 个百分点至 20.3%；对日本出口增速亦回落 2.1 个百分点至 3.8%。可以看出，虽增速有所下降，但东盟依然是我国第一大贸易火爆，是我国出口保持强劲的重要支撑，主要是由于新兴经济体的工业生产持续修复从而带动经济好转；发达国家中，受全球衰退预期升温影响，外需较为疲软，使得我国出口增长放缓。

图 29 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看, 10 月各类主要商品出口增速均有所回落。劳动密集型产品出口金额多数降幅扩大, 主要是受到内外需不足、国内疫情共同影响。中上游原材料如成品油、肥料也都回落明显, 尤其是肥料出口金额同比再次转负至 0.57%。值得注意的是, 从量价拆分角度来看, 11 月制造业 PMI 新出口订单指数持续位于荣枯线以下, 而出口商品价格指数也由升转降, 数量、价格因素共同回落使得出口数据表现不佳。

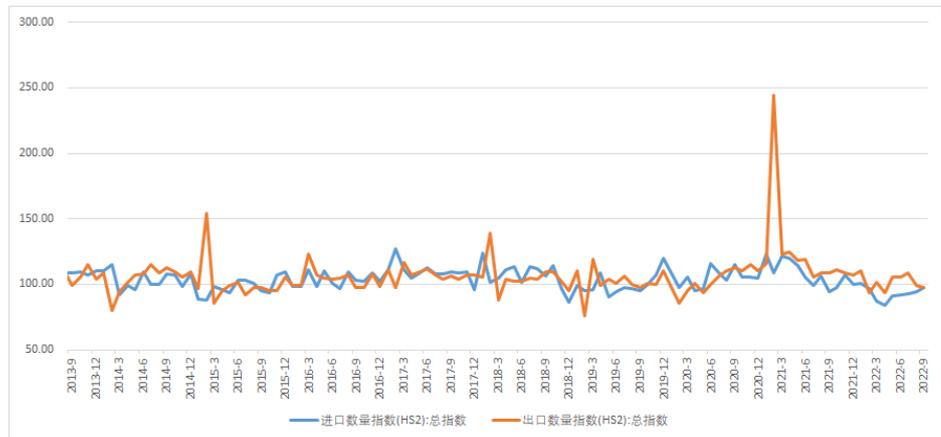
总的来看, 由于全球经济衰退预期升温引发的外需受挫, 叠加疫情反复下, 我国内需的缓慢复苏, 本月我国出口增速时隔两年再度转负, 量价齐跌令我国外贸动能走弱, 超出市场预期。展望未来, 海外紧缩政策不改, 叠加大宗商品等原材料价格的普遍回落, 或使此前因疫情所推动的高出口增速在四季度持续承压。

2. 上游商品进口偏弱, 内需弱势仍是抑制

10 月份, 我国进口金额同比增速下滑至-0.7%, 反映内需还在筑底阶段。在剔除价格因素估算后, 10 月进口物量同比跌幅为 9%左右, 降幅有所扩大。结构上看, 铁矿砂、汽车、医药、集成电路、机电以及高新技术产品进口金额同比降幅有所扩大, 原油进口金额则延续同比多增。受海外供应链因素以及当前美元指数表现强劲的影响, 1-10 月份进口呈弱, 其中上游商品量价均呈现回落趋势。10 月单月来看, 铁矿砂、煤以及天然气呈现量价齐跌, 而在 OPEC+ 公布减产的影响下, 原油价格出现反弹带动原油进口量价走高。此外, 当前进口整体偏弱的主要原因还是在于内需偏弱。受疫情反复扰动影响以及房地产持续走弱影响, 国内需求始终呈现相对弱势, 因而 10 月进口同比增速近两年来首次出现负增长。

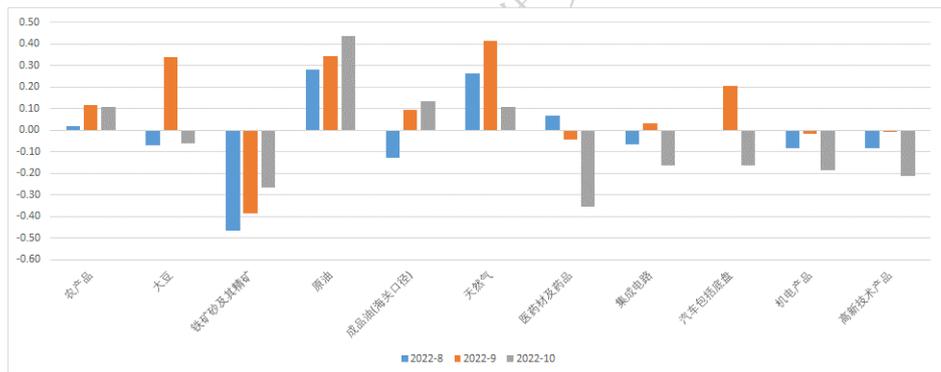
11月进口基数偏高，且海外供应链尚未完全修复，叠加内需修复进程缓慢，预计12月份进口金额将呈现小幅下降。然而中长期来看，随着海外供应链完全修复，政策拉动需求回暖，进口增速有望于明年一二季度上行。

图 30 进出口数量指数 (HS2)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 31 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

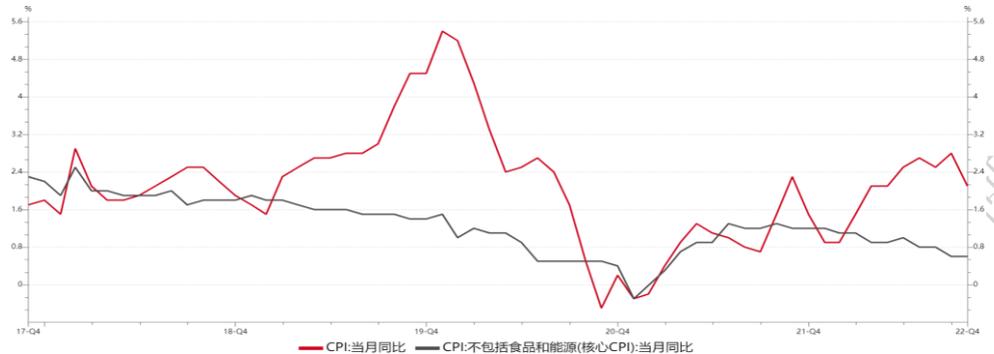
(五) 通胀超预期走弱，猪价或维持稳定

1. 生猪价格保持强势，难改 CPI 增速放缓

10月CPI环比上涨0.1%，同比上涨2.1%，均较上月有所缩窄，主要是受到去年同期对比基数走高以及食品中果蔬水产品和非食品中工业消费品价格拖累，通胀水平有所回落。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比增速为0.6%，与上月持平，位于一个较为温和的水平，说明食品价格明显回落是导致总体CPI涨幅减小的最主要影响因素，终端消费端通胀压力依旧处于可控区间，但同时也显示终端需求仍旧偏弱。随着后续政策落地生效和

持续发力，经济保持企稳复苏态势，国内需求对生产带动效应逐步增强，预计核心 CPI 将逐渐走出低位。

图 32 核心物价依旧平稳



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，10 月食品价格同比上涨 7.0%，涨幅比上月下降 1.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.26 个百分点；环比上涨 0.1%，涨幅比上月下降 1.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

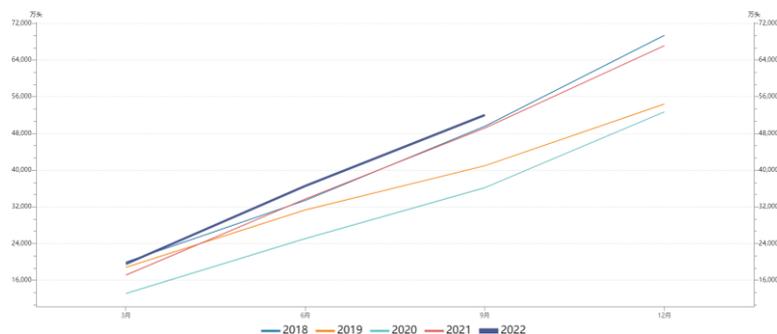
受生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格持续上扬。10 月份猪肉价格上涨 51.8%，涨幅比上月扩大 15.8 个百分点；而从环比价格来看，本月上涨 9.4%，涨幅比上月扩大 4.0 个百分点，猪价持续上扬。具体来看，由于生猪产能逐步调整，国内养殖场生猪出栏量降低，出栏情绪减弱，部分养殖户压栏惜售，生猪供销总体偏弱；而从需求端来看，主要是受季节性因素影响，食品消费回升，并且这一趋势有望维持下去。展望未来两个月，中央料将冻猪肉储备投放到市场中，通过调节供给端从而达到供需平衡这一目标，同时由于本轮周期生猪产能去化相对温和，因此猪肉价格有望维持稳定。

图 33 菜价拖累整体 CPI 回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 34 猪肉出栏量持续恢复



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，果蔬及水产品大量上市，加之节后消费需求有所回落，鲜菜、鲜果和水产品价格均由涨转跌，对冲了猪肉价格走高对 CPI 的拉动。此外，从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格已从 9 月高点回落，10 月平均价格显著低于上月。接下来，从供应端看，气候影响逐步减弱以及秋冬季大量上市，利于鲜菜供给增加；而从需求端看，传统食品消费旺季即将到来，加之居民物流改善，总体需求也将有所好转。

图 35 蔬菜价格已从高点回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，10 月非食品价格环比继续持平，依旧位于近十年低位水平。其中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比分别下降 1.2% 和 1.3%，影响 CPI 下行约 0.04 个百分点。受 10 月疫情散发影响，居住价格和交通通信环比分别下降 0.1% 和 0.4%。疫情及油价下跌共致非食品价格环比表现不佳，消费依然偏弱。

图 36 原油价格震荡下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，除基数影响外，猪肉价格上涨仍是 10 月 CPI 的主要支撑，但鲜菜价格的走弱对冲了猪肉涨幅对 CPI 的拉动，预计我国通胀水平将保持平稳态势，短期内我国 CPI 突破年初设定的 3% 政策目标线的风险较低，通胀对货币政策基本不形成约束。由于消费恢复进度仍较为缓慢，核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅与上月持平，核心通胀表现平稳，但同时这也显示出终端需求偏弱。预计 11 月在基数效应影响下，CPI 同比增速仍有下降空间，但后续随着消费端持续改善，叠加猪周期的共同作用下，CPI 料将缓慢上涨。

2. 内外需求显疲态，PPI 同比增速转负

中国 10 月 PPI 同比由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%；从环比看，10 月 PPI 由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。生产资料放缓趋势有所改善，但由于去年高基数的影响，同比由上涨 0.6% 转为下降 2.5%，环比上涨 0.1%。石油相关行业价格受国际定价影响继续下降，煤炭行业价格季节性回升。生活资料同比上涨 2.2%，环上涨 0.5%，涨幅扩大 0.4 个百分点。从细分类别来看，食品、衣着、一般日用品、耐用消费品不论是同比或是环比增速，均有所增长。可以看出，上游压力进一步向下传导，居民消费承压。PPI 下滑印证了目前内外需求不足的现象，而在全球经济步入衰退的环境下，未来 PPI 或将进一步放缓。

图 37 PPI 涨幅转负



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 38 成本压力逐步传导至中下游端, 生活资料创阶段新高

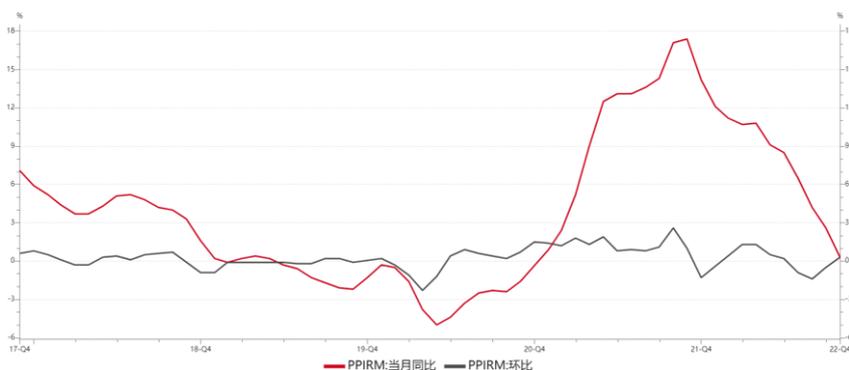


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

从行业来看, 受国际原油价格下行影响, 国内相关行业价格下降, 其中石油和天然气开采业价格环比下降 2.2%, 石油煤炭及其他燃料加工业价格也均小幅下降, 行业震荡下行趋势未改。尽管基建实物工作量加快, 保交楼进度逐步推进, 但生产端受疫情反复所影响, 且国内大宗价格承压, 黑色金属相关行业价格回落。其中, 黑色金属矿采选业环比回落 1.4 个百分点, 黑色金属和有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别下跌 0.4 和 0.1 个百分点。而受季节性因素影响, 储煤需求提升, 煤炭开采和洗选业价格环比涨幅进一步扩大至 3.0%。

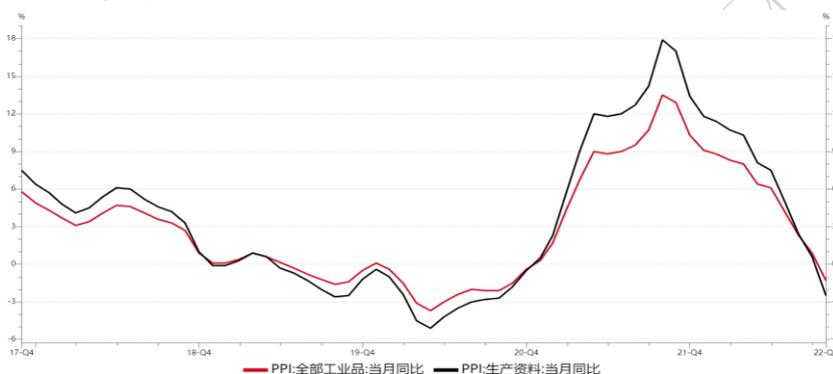
工业生产者购进价格同比增长 0.3%, 较前值迅速回落, 主要是与去年相比, 市场需求大幅收缩, 供需两端不平衡所影响。细分类别来看, 燃料、动力类价格受国际能源价格反弹影响, 环比由下降 0.6% 转为上涨 1.1%, 在俄乌形势尚不明朗的背景下, 接下来价格或高位震荡。

图 39 生产者购进价格受能源价格下调及需求影响进一步下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

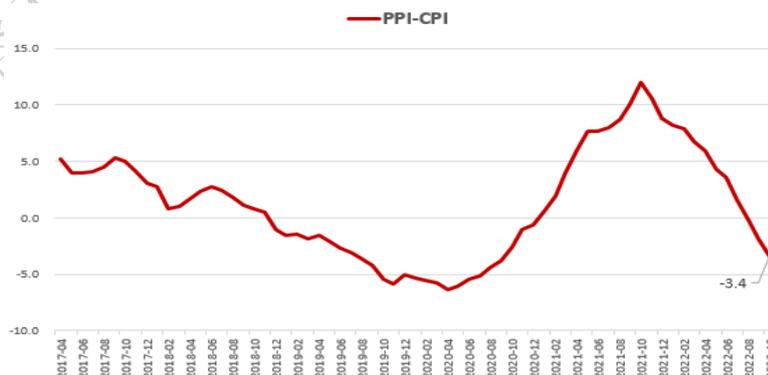
图 40 生产、生活资料剪刀差持续缩减



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

接下来在国际大宗商品价格持续调整且全球经济衰退预期不变的背景下, PPI 增速或维持放缓趋势。同时国内房地产经济低迷局势未改, 短时间内无法转变, 外加内外需求较弱的情况尚存, 钢材等大宗商品出厂价格或将持续受到影响。

图 41 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

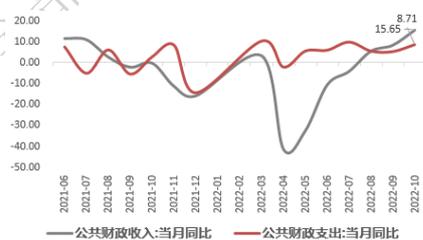
(一) 财政政策：稳就业、保民生为主要目标

1-10月全国一般公共预算收入173397亿元，同比下降4.5%，降幅较上月收窄，扣除留抵退税因素后增长5.1%，总体趋势维持好转。其中，税收收入142579亿元，扣除留抵退税因素后增长2.4%，提振总体收入；非税收入30818亿元，比上年同期增长23.2%。受前期减税退税影响，收入端累计同比增速仍为负增长，但随着大规模留抵退税集中退付任务已基本完成，不再拖累税收收入，后续同比或逐步修正。需要注意的是，失业率仍处高位，居民收入增长放缓，个人所得税同比增速下降8.5个百分点至2.7%。而本月国内消费税大幅上涨，可能受税收征缴力度加大影响。

财政支出继续发力，但力度有限。至10月份，公共财政支出206334亿元，比上年同期增长6.4%，增速小幅提升。从支出结构来看，教育、社会保障和就业等民生相关仍为重点，基建类项目支出也表现突出。单从10月来看，基建相关支出分项当月同比从上月的-9.9%提高至-0.9%，不过要大幅低于今年前7个月的6.9%；卫生健康、社会保障和就业、教育三个民生相关领域支出同比分别增长43.6%、13.9%和9.4%。其中，卫生健康支出增速较上月加快19.0个百分点，或与加大疫情防控投入有关，而稳就业、保增长、保民生一直是重中之重。

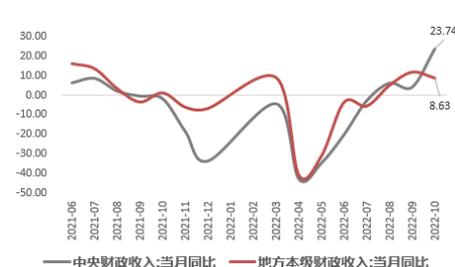
今年以来，财政收入受经济下行及留抵退税等政策影响，同比增速收缩幅度较为显著；而支出段为了缓解经济下行压力，同时保民生、保就业、保底线，财政前置特征明显且力度较大。接下来，宏观政策发力或将继续依靠准财政工具。

图 42 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 43 地方财政收入同比增速 (%)



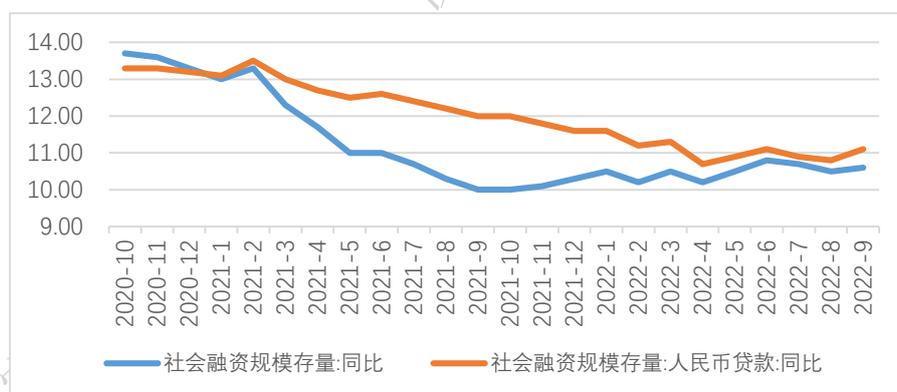
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）货币政策：重点关注通胀和房地产两大风险

社融总量结构双向好，扩张趋势待延续。10月新增社融9079亿，环比季节性少增约2.62万亿，同比也大幅少增7097亿，表现明显弱于9月份，且低于市场预期。新增社融走弱直接导致10月末社融存量增速较上月末下滑0.3个百分点至10.3%。主要结构上，10月投向实体经济的人民币贷款环比少增约2.13万亿，同比少增3321亿，成为10月份社融低迷的重要因素。10月政府债券融资环比少增2742亿，同比少增3376亿。另外，10月疫情扰动下经济修复边际放缓，在票据冲量抬头、贴现量增加的影响下，当月表外票据融资负增2157亿，同比多减1271亿。10月信用债发行有所回暖，企业债券融资环比多增，但由于当前城市投融资政策偏紧、地产债发行困难、债券融资相对贷款性价比有所下滑，企业债券融资仅实现小幅度多增。

整体上看，10月社融数据低迷主要受到贷款和政府债券两项拖累，其中政府债券融资萎缩与国债到期节奏有关，而贷款走弱则显示当前内需尚未明显回暖，地产延续低迷、疫情干扰经济运行等因素对实体经济融资需求仍存在干扰。

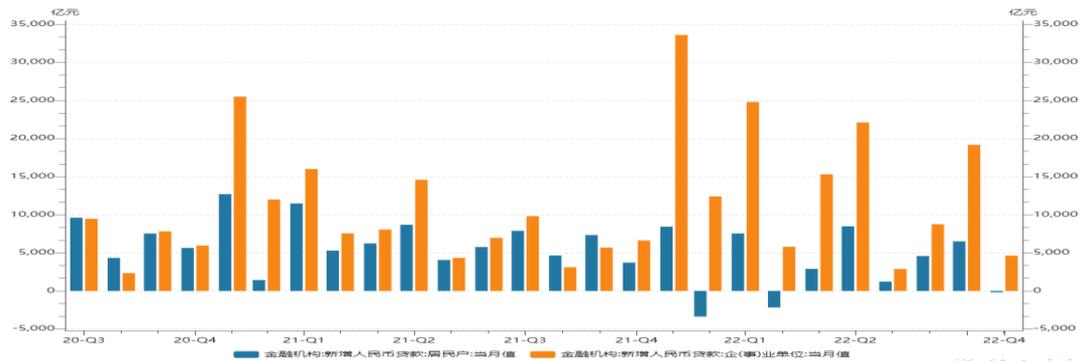
图 44 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

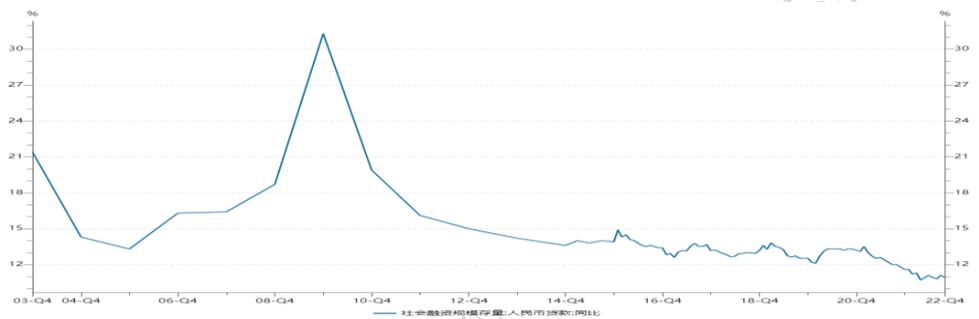
信贷结构走弱，居民端贷款疲软。10月新增人民币贷款环比少增18548亿元，同比少增2110亿元，低于预期。贷款总量回落，结构有所改善，经济修复信心不足以及疫情扰动下需求偏弱共同导致宽信用进程有所受阻。其中，中长期贷款新增4955亿元，同比少增1456亿元。虽然中长期贷款整体少增，但中长期贷款占比为80.54%，较上月小幅上升，其中企业端中长期贷款是主要支撑，或反映出企业端融资回暖。

图 45 新增人民币贷款当月值（亿元）



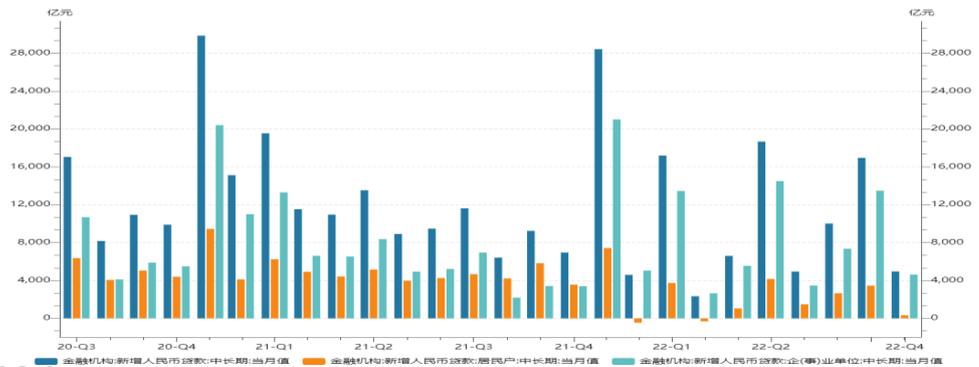
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

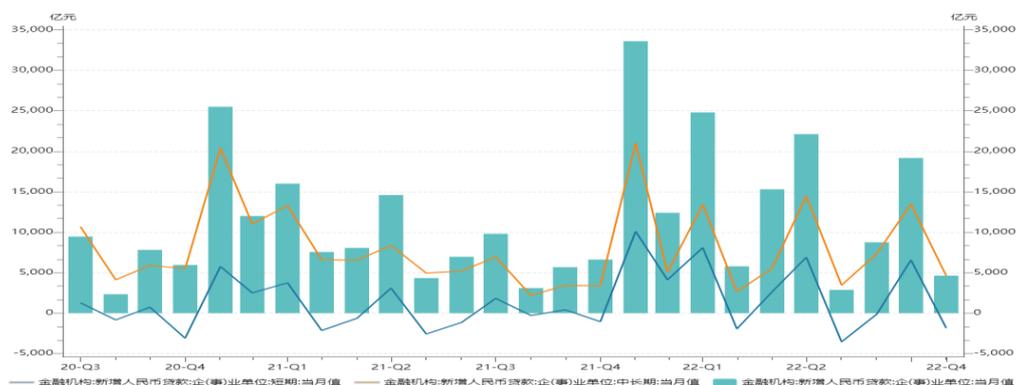
图 47 新增人民币贷款中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

企业端来看，企业贷款新增 4626 亿元，环比少增 14547 亿元，同比多增 1525 亿元，其中票据融资新增 1905 亿元，10 月存在一定的票据冲量现象。11 月 9 日，人民银行提供再贷款的资金支持，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容，释放民营房企融资宽松强信号，受此政策拉动，企业端中长期贷款持续改善，10 月相关配套贷款需求较为旺盛。但 10 月制造业 PMI 景气度回落至荣枯线以下，需求端仍显不足。

图 48 企业端短中长贷款当月值（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

居民端来看，居民贷款减少 180 亿元，同比多减 4827 亿元。相较 9 月份而言，居民部门融资需求仍然偏弱，当前经济内需依然疲软，消费与房地产仍处于底部复苏阶段。然而近期各地房地产政策频出，保交楼专项借款有序推进，后续居民中长期贷款需求或有边际回稳倾向。展望至年底，预计地产市场低迷对居民部门信用扩张的拖累短期内难见转势，中长期依然存在底部修复的倾向。

图 49 居民端短中长贷款当月值（亿元）

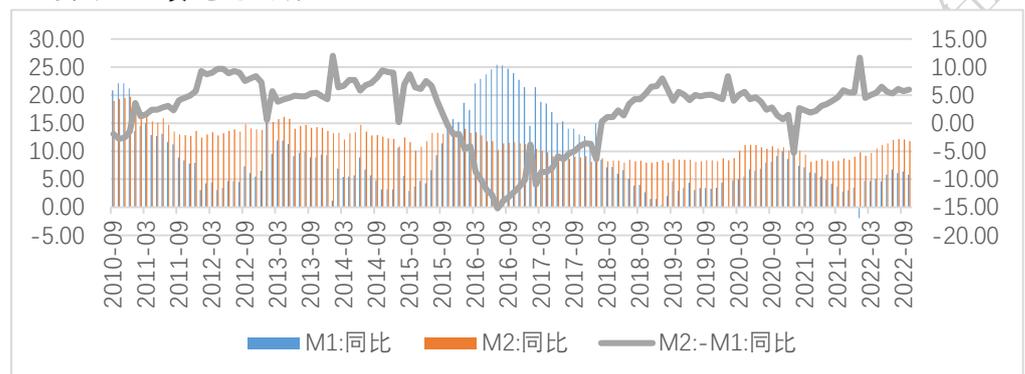


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

10 月份 M2 同比增长 12.1%，增速较上月下降 0.3 个百分点。M2 增速有所回落但仍处于高位，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，宽信用传导路径尚未通畅。M1 同比增速较上月下降 0.6 个百分点，主要原因或是 10 月疫情多地散发影响下企业投资、经营活动减少，带动 M1 增速有所下降。值得注意的是，当前 M1 已下降至 6 月水平，处于较低位置，或意味着经济仍待恢复至增长水平，居民消费和企业经营活力仍待提升。本月 M2-M1 剪刀差较 9 月剪刀差回升 0.3 个百分点至 6.0%，或表明疫情扰动下实体经营活力受到明显抑制。

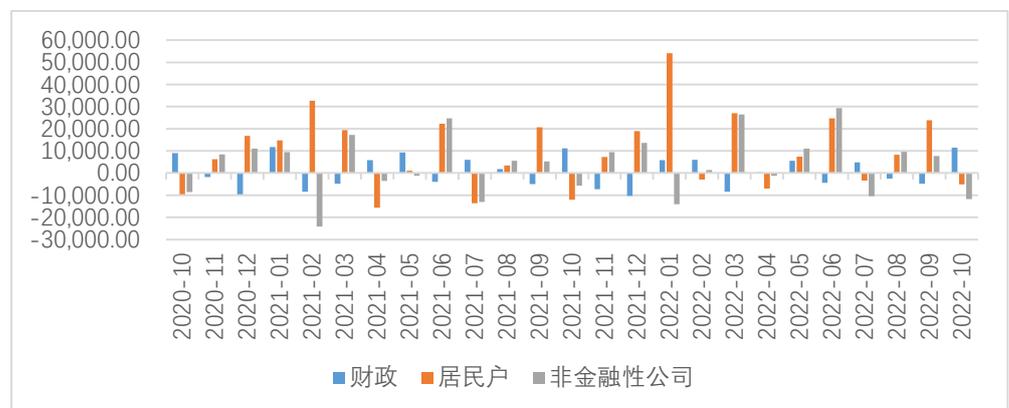
整体社会风险偏好与支出意愿较低的背景下，仍待政策效果落地显现和持续发力，宽信用进程有望进一步推进。11月16日，央行发布《2022年三季度货币政策执行报告》。《报告》中，央行对海外经济研判更悲观、对国内经济边际转乐观。在“稳字当头”的基调下，政策要侧重防风险，重点关注通胀和房地产两大风险。在防风险背景下，货币政策进一步宽松的可能性较低，货币政策最宽松的阶段或已经过去，接下来，货币政策与财政政策共同作用是关键。

图 50 实体投融资意愿偏弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，10月金融数据总量有所回落，结构延续改善趋势。在政策持续落地和效果显现情况下，预计房地产市场将逐步回暖，居民端加杠杆意愿将增强。过去两个月央行采取措施维护人民币汇率稳定来缓解外部压力，我国货币政策的宽松空间制约因素得到一定放松，不排除采取进一步降息措施驱动宽信用落地的可能。金融数据能否实现持续改善，这也将成为实体经济实现修复的关键因素。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议