

逆风解意，向阳而生

——四季度宏观展望

◆ 核心观点

经济边际企稳。1) 疫情发展仍存不确定性，但对消费的冲击力边际减弱。7月以来部分区域疫情反弹，导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。当前疫情管控对于经济的影响仍然非常大，但另一方面，8月社零环比仅下降0.05%，同比增长5.4%，餐饮收入同比增长8.4%，消费“地板”或逐渐显现。**2) 地产困难仍大，但积极因素在逐渐积累。**1-8月商品房销售面积8.5亿平方米，线性外推今年成交量在12-13亿平方米，显著低于2016-2021年。随着首套房贷款利率下调，因城施策政策弹性提升以及均值回归的作用，房地产销售筑底的迹象或开始显现，监管层也已经在出台支持房企融资的政策。**3) 出口增速有回落压力，但结构性亮点仍存。**美国距离实质性衰退还有一定距离，但美联储抗通胀态度坚决，美国经济衰退或难以避免，对于我国出口增长的支撑预计减弱。但欧洲能源成本高企，对高能耗产品进口需求或增加，我国对RCEP成员国的出口有望形成一定支撑。**4) 基建高增，实物工作量仍可预期。**1-8月基建投资加速至8.4%，高于2018-2021年同期水平。8月下旬以来，高温天气缓解，疫情影响逐渐减退，财政资金支持基建力度边际加大，高频数据显示实物工作量形成的进程明显加快。**5) 制造业投资韧性凸显，升级趋势不改。**1-8月制造业固定资产投资增速达10%，保持了相当的韧性。制造业技改投资同比增长12.1%，增速高于全部制造业投资2.1个百分点。我国制造业产业链在突破“卡脖子”工程方向、提升核心竞争力方面仍有较大空间，政府正在加大对关键技术及核心零部件的投入和攻关，中国经济的转型升级在加速展开，制造业投资值得关注。

降息概率较高。1) 猪周期下CPI仍然可控。根据我们对CPI增速的测算和对猪周期的分析，到明年2月之前猪价处于上涨通道内。国家9月份即开始投放政府猪肉储备，反映了国家稳物价的政策导向，预计四季度CPI同比涨幅仍能控制在3%以下。**2) 融资需求尚未明显好转，居民存款高增，政策利率有必要进一步降低。**8月社融增速为10.5%，较去年底仅提高0.2个百分点。1-8月居民新增存款的增速达33%，指向当前政策利率还没有降低到可以有效刺激经济的水平。当前中国名义自然利率应该在3%左右，而政策利率应该要低于自然利率才能起到支持经济的作用。近期多家国有大行下调存款利率，是年内第二次出现的银行集体下调存款利率，银行负债端成本下行将为后续LPR的降低打开空间。**3) 外汇干预力度加大，人民币汇率有望进入相对平稳的阶段。**由于中美货币政策背离和国内经济压力的原因，离岸人民币近期一度跌破7.2。随着国内经济基本面逐渐企稳和市场对美联储加息预期的逐渐消化，人民币有望企稳。同时，央行近期加大了对外汇市场的干预，由于我国存在一定的外汇管制，人民币汇率没有长期贬值的基础，保障了独立的货币政策空间。

当前宏观环境在货币政策周期、经济增长、通胀层面与2018年较为相似，但市场可能已经较为充分的吸收了不利的因素。一是都是在美联储的加息周期，人民币汇率贬值压力较大。二是对于经济前景的悲观预期。三是同样处于猪周期上行阶段。但是随着国内经济逐渐企稳，市场对于不利的因素已经大部分消化，有利的因素正在逐渐积累。基于此，我们认为长端利率进入窄幅震荡阶段，权益市场仍面临一些压力，但不必过于悲观。

◆ 风险提示：美国加息超预期、国内稳增长政策不及预期、疫情发展超预期

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-疫情扰动、地产拖累》 2022-09-01
《宏观月报-复苏延续，喜忧并存》 2022-07-28

正文目录

一、经济边际企稳.....	3
(一) 疫情发展仍存不确定性, 但对消费的冲击力边际减弱.....	3
(二) 地产困难仍大, 但积极因素在逐渐积累.....	3
(三) 出口增速有回落压力, 但结构性亮点仍存.....	5
(四) 基建高增, 实物工作量仍可期.....	7
(五) 制造业投资韧性凸显, 升级趋势不改.....	8
二、降息概率较高.....	9
(一) 猪周期下 CPI 仍然可控.....	9
(二) 政策利率有必要降低.....	9
(三) 外汇干预力度加大.....	10
三、大类资产判断.....	11
四、风险提示.....	12

图表目录

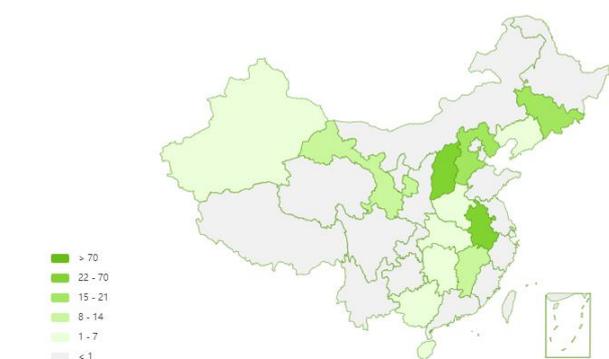
图 1 全国疫情地图: 无新增天数 (截至 9 月 26 日)	3
图 2 新冠疫情新增病例数.....	3
图 3 消费韧性显现 (%)	3
图 4 8 月商品房销售仍然低迷 (万平方米)	4
图 5 百城土地成交有所企稳 (万平米、亿元)	4
图 6 商品房销售面积显著低于趋势值 (万平方米)	4
图 7 房贷利率 (%)	4
图 8 房地产开发资金持续负增长 (%)	4
图 9 信用债净融资 (周度、亿元)	4
图 10 竣工面积边际好转 (%)	4
图 11 出口增速与工业企业利润较为同步 (%)	5
图 12 美国 GDP (%)	6
图 13 美国产能利用率 (%)	6
图 14 美国就业和薪资情况 (%)	6
图 15 美国通胀情况 (%)	6
图 16 新增非农就业低于 10 万对衰退有较好的提示 (千人)	6
图 17 9 月美联储政策利率预测.....	6
图 18 中国主要出口地区出口增速 (%)	7
图 19 对欧盟出口的化学品、有色金属保持高增速 (%)	7
图 20 基建下游需求改善 (%)	8
图 21 水泥发运率 (%)	8
图 22 固定资产投资增速明显分化 (%)	8
图 23 留抵退税进度	8
图 24 社融和 M2 增速 (%)	10
图 25 居民储蓄倾向提高 (%)	10
图 26 中国与其他经济体自然利率都在下降 (%)	10
图 27 LPR、金融机构贷款加权平均利率 (%)	10
图 28 中美 10 年期国债收益率及利差 (%)	10
图 29 美元兑人民币汇率.....	10
图 30 当前宏观环境在货币政策周期、经济增长、通胀层面与 2018 年较为相似.....	11
表 1 房地产相关政策表述.....	5
表 2 2022 年政府工作报告关于“链长制”的表述.....	8

一、经济边际企稳

（一）疫情发展仍存不确定性，但对消费的冲击力边际减弱

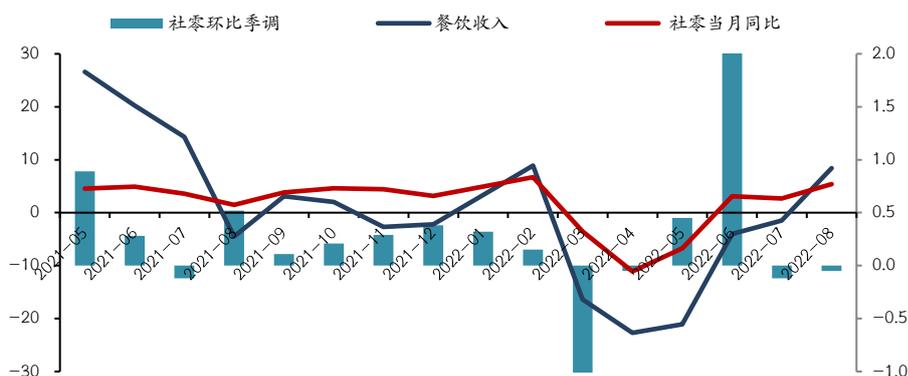
疫情管控对于经济仍有较大影响，消费的“地板”逐渐显现。4月底到7月初的权益市场反弹是建立在“常态化疫情防控”机制可以平稳有效运行这一假设的基础之上，7月以来部分区域疫情反弹，不仅深圳、上海等高能级城市疫情间或发生，海南、新疆、四川、西藏等旅游热门地接连由于疫情爆发而采取严格的封控措施，导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。需要看到的是，当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份。在“动态清零”方针没有改变前，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。但另一方面，即便8月有疫情的扰动，社零环比仅下降0.05%，同比增长5.4%，餐饮收入同比增长8.4%，虽然同比读数高主要是基数的原因，但也显示出疫情对消费的冲击在逐渐钝化，经济的韧性标示着消费的“地板”。而从中长期来看，消费和服务业向均值回归的逻辑依然成立。

图1 全国疫情地图：无新增天数（截至9月26日）



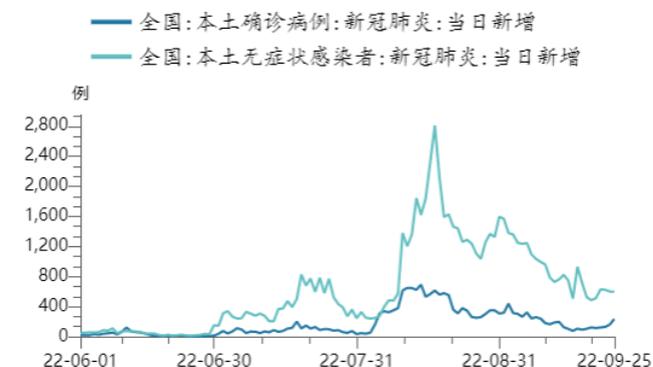
资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 消费韧性显现（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图2 新冠疫情新增病例数



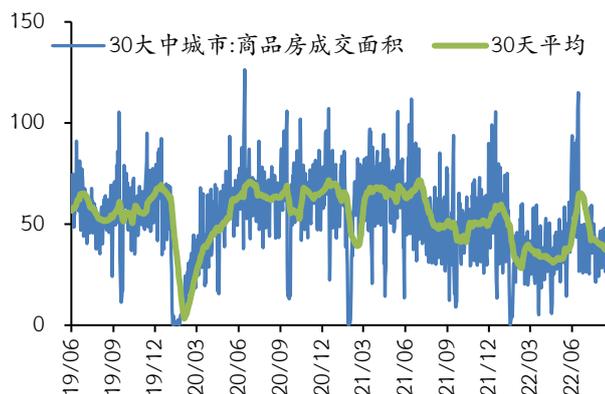
资料来源：Wind、万和证券研究所

（二）地产困难仍大，但积极因素在逐渐积累

房地产销售仍低迷，但筑底迹象或开始显现。1-8月房地产开发投资同比下滑7.4%，7月中旬以来房地产销售持续低迷，30城房地产销售面积同比下跌22%。土地市场仍然低迷但边际有所企稳，7-9月百城土地成交总价下滑5%，而二季度则下滑同比52%。今年1-8月商品房销售面积累计8.5亿平方米，线性外推今年成交量大概在12-13亿平方米，显著低于2016-2021年平

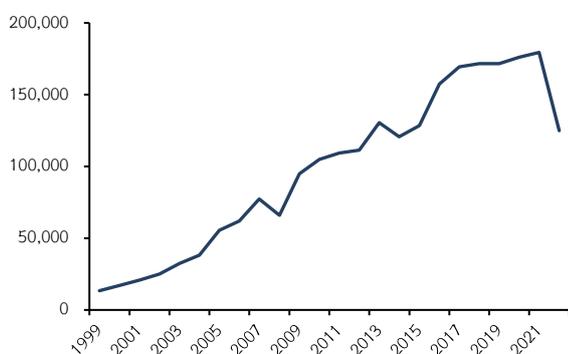
均水平。随着首套房贷款利率下调，因城施策政策弹性提升以及均值回归的作用，房地产销售筑底的迹象或开始显现。

图4 8月商品房销售仍然低迷(万平方米)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图6 商品房销售面积显著低于趋势值(万平方米)



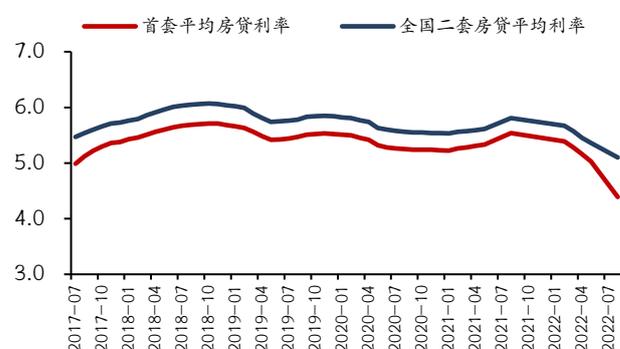
资料来源: Wind、万和证券研究所

图5 百城土地成交有所企稳(万平方米、亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图7 房贷利率(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

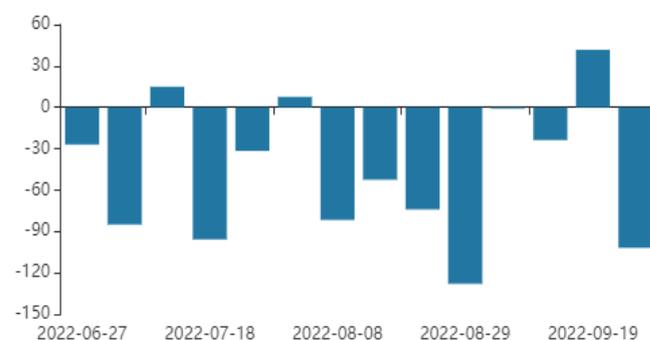
房企融资条件仍偏紧，但监管层不断释放支持信号，地产回暖或可期。1-8月房地产开发资金来源同比下降25%，房企现金流压力仍大。不过在“保交楼”的政策定调下，监管层已经在出台支持房企融资的政策，包括信贷支持和信用增进措施等，9月房企信用债净融资额较8月已出现改善，房屋竣工面积同比增速8月出现明显好转。随着政府的干预力度越来越大，针对性越来越强，尽管地产面临的困难仍然很大，但有利的因素正在逐步积累。

图8 房地产开发资金持续负增长(%)



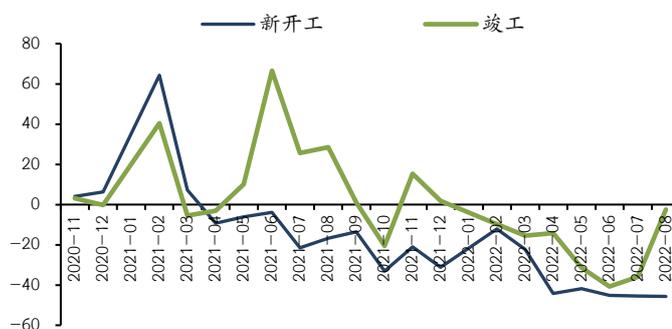
资料来源: Wind、万和证券研究所

图9 信用债净融资(周度、亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图10 竣工面积边际好转(%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

表 1 房地产相关政策表述

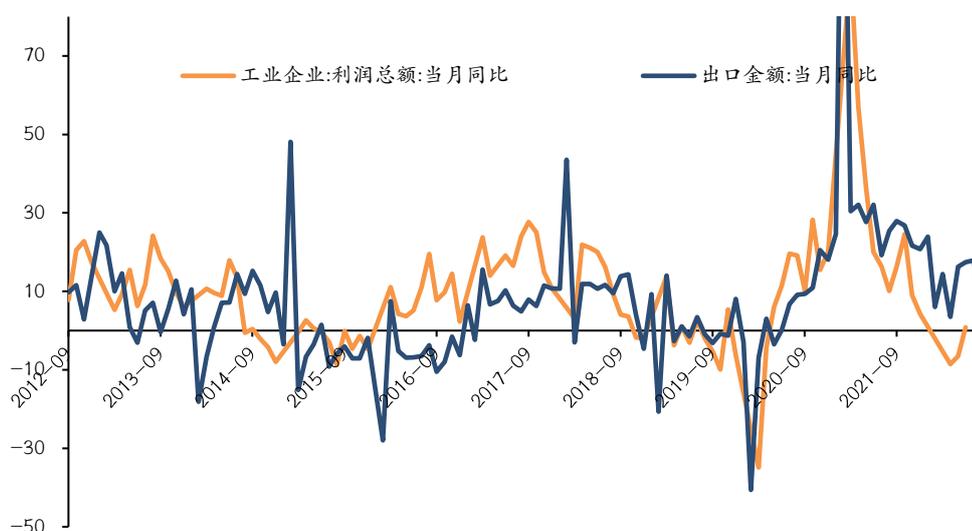
时间	支持政策	内容
9月11日	中共中国人民银行委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报	全面落实房地产长效机制，围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，加强市场引导和预期管理，指导金融机构既要做好前期金融资源过度投入问题的纠偏，也要保持融资平稳有序。
8月24日	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付
8月18日	国务院常务会议	允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求
8月以来	信用增进	中债信用增进公司通过直接增信方式推动民营企业发债融资，8月以来龙湖、美的、碧桂园、旭辉集团等民营房企获得支持
7月30日	中央政治局会议	首次提出“保交楼”，强调要稳定房地产市场，压实地方政府责任，保交付、稳民生。

资料来源：发改委、国务院等，万和证券研究所

（三）出口增速有回落压力，但结构性亮点仍存

今年以来，面对国内散点疫情冲击国内供应链、海外地缘政治冲突、外需逐步回落等多因素扰动，上半年我国出口仍然体现出了较强的韧性，对于工业企业盈利有较强的支撑。往后看，外需回落可能对我国出口形成较大压力，但出口的结构性的亮点仍然值得关注。

图 11 出口增速与工业企业利润较为同步 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

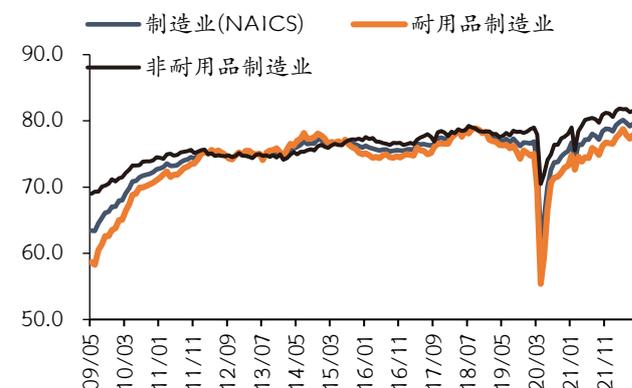
美国距离实质性衰退还有一定距离，但美联储抗通胀态度坚决，经济衰退或难以避免，对于我国出口增长的支撑预计减弱。美国 GDP 连续两个季度负增长，进入技术性衰退阶段，但目前美国经济尚没有实质性衰退的表现，制造业产能利用率持续处于高位，8 月新增非农就业 31.5 万人，美国历史上新增非农就业跌破 10 万人的时候对衰退有比较好的提示作用，目前就业仍然强劲，并且美国职位空缺率处于高位，薪酬保持快速增长，显示出就业需求的旺盛，导致美国通胀比较有粘性，8 月 CPI 高达 8.3%，下降缓慢。当前，美联储当前的首要目标就是把通胀拉回到 2%，9 月 FOMC 上美联储上调联邦基金利率 75bps 至 3.00%–3.25%。更新后的点阵图显示，美联储官员预计 2022 年底前将加息至 4.25–4.5%，2023 年底前将加息至 4.5–4.75%，今年年内加息路径中位数水平为加息 125bps，明年再进一步加息 25bps。美联储的紧缩政策或将导致失业率在明年大幅上升，反映出明年美国经济步入实质性衰退的风险十分高，其需求的回落对于我国出口增长的支撑料将有所趋弱。

图 12 美国 GDP (%)



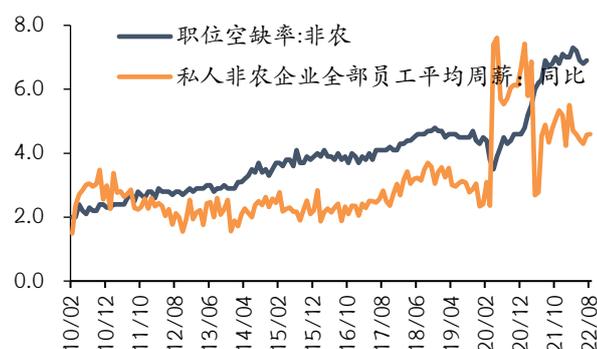
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 13 美国产能利用率 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 14 美国就业和薪资情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

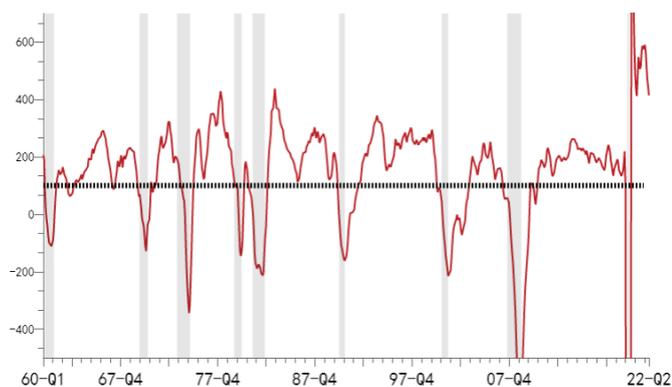
图 16 新增非农就业低于 10 万对衰退有较好的提示 (千人)

图 15 美国通胀情况 (%)

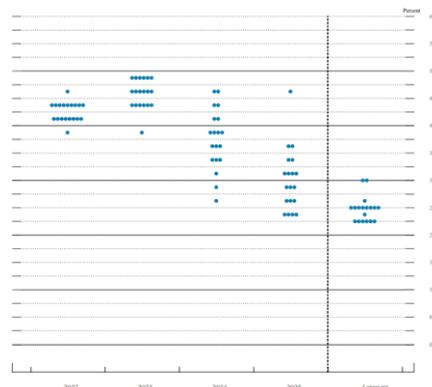


资料来源：Wind、万和证券研究所

图 17 9 月美联储政策利率预测



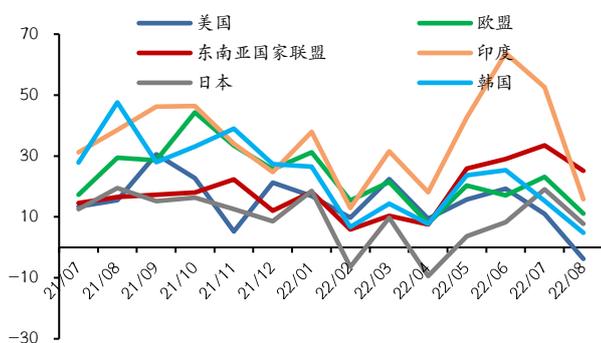
资料来源：Wind、万和证券研究所 注：阴影部分为NBER划分的衰退阶段，红色线条为6个月平均新增非农人数



资料来源：Wind、万和证券研究所

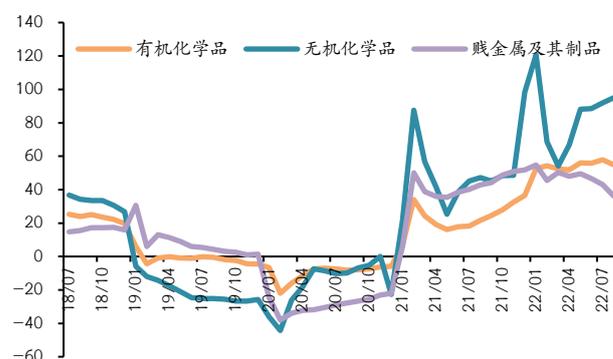
欧洲能源成本高企，对高能耗产品进口需求或增加，RCEP 或继续带动我国对成员国的出口。在能源危机、持续高通胀环境以及经济逐步走向衰退的情况下，来自欧洲的外需呈现下行趋势，对我国出口的支撑有所减弱，但由于欧洲能源成本的高企，包括有色金属、化工等在内的高耗能行业产能受到一定限制，而我国相关产品的出口有望形成替代效应，进而迎来结构性机会。此外，在 RCEP 框架的激励下，中国大陆对亚洲主要贸易伙伴的出口持续增长，成为我国今年出口韧性的主要来源。截至今年 8 月，我国对东盟、印度、日本的出口同比增速仍然具备了较强的韧性，考虑到 RCEP 对于成员国之间的贸易创造效应日趋显著，或许也能为我国四季度的出口表现带来支撑。

图 18 中国主要出口地区出口增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 19 对欧盟出口的化学品、有色金属保持高增速 (%)



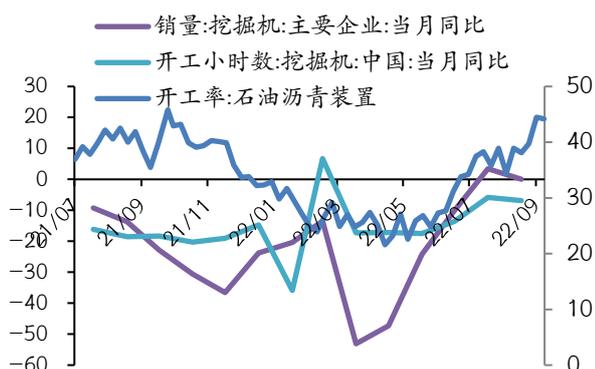
资料来源：Wind、万和证券研究所

（四）基建高增，实物工作量仍可期

今年 3 月政府已经定调稳增长，基建成为稳增长最重要的抓手。1-8 月基建投资加速至 8.4%，高于 2018-2021 年同期水平，但实物工作量增速却很低。2022 年至今没有形成实物工作量最主要的原因是疫情反复，上海、深圳等经济发达地区经济都受到了疫情的影响，7、8 月份又遭遇高温和限电，进一步影响施工率。

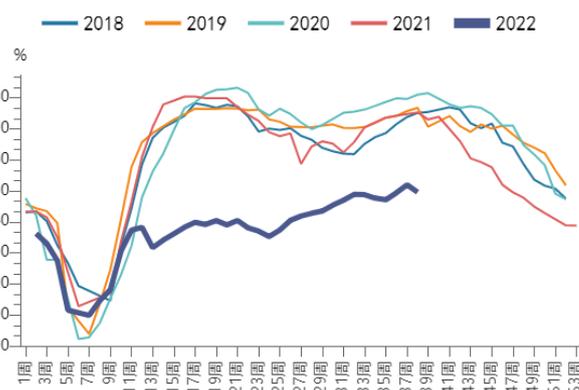
8 月下旬以来，高温天气缓解，疫情影响逐渐减退，可以正常施工；财政资金支持基建力度边际加大，8 月 24 日召开的国务院常务会议提出，在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度，用好 5000 多亿专项债结存限额。从高频数据来看，石油沥青装置的开工率、水泥的发运率均有明显上升，挖掘机销量和开工小时数均回暖，整体来看，投资实物工作量形成的进程明显加快，有望实现经济稳增长。

图 20 基建下游需求改善 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所 注:“开工率:石油沥青装置”为右轴

图 21 水泥发运率 (%)

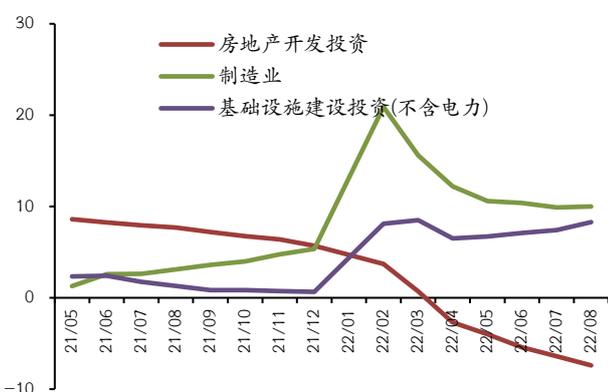


资料来源: Wind、万和证券研究所

（五）制造业投资韧性凸显，升级趋势不改

制造业投资是今年的亮点。我们在前期报告中提到“在出口趋势性回落、疫情扰动消费的情况下，投资在“稳增长”中将发挥重要的作用。从良性加杠杆的角度来看，理想的顺序应该是制造业>基建>地产”。今年以来固定资产投资增速也呈现出这样的结构性特点，1-8月制造业固定资产投资增速达10%，保持了相当的韧性。在制造强国、产业基础高级化和产业链现代化的政策方向下，制造业投资是政策最合意的方向，据国家税务总局透露，截至8月底，已累计完成留抵退税超过2万亿，实质改善了企业的现金流状况，支撑了制造业投资增速。

图 22 固定资产投资增速明显分化 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 23 留抵退税进度

2022年留抵退税执行进度	
1-3月	21年留抵退税政策的1322亿元
4月	微型企业退税
5月	小型企业退税；制造业等六大行业中型企业退税
6月	制造业等六大行业大型企业退税
7-8月	新增批发零售等7大行业企业1420亿元退税
9-12月	再为制造业企业退税320亿元

资料来源: 国家税务总局、万和证券研究所

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_47407

