

三季度整体改善，四季度动能有望延续

——宏观定期

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2022年10月30日

相关报告

《宏观定期：全年整体延续弱复苏逻辑》

2022-09-28

《宏观定期：稳增长力度增强，预计延续弱复苏》 2022-08-29

《宏观定期：经济处在探底阶段，稳增长基调再增强》 2022-04-30

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 十月宏观观点：三季度整体改善，四季度动能有望延续

(1) **三季度增长中枢显著抬升。**三季度，我国GDP按不变价格计算，同比增长3.9%，比二季度加快3.5个百分点；三季度季调后环比增速3.9%；整体高于市场普遍预期水平。三次产业结构上，一二三产业分别同比增长3.4%，5.2%，3.2%，二三产业同比增速触底反弹，第一产业增速相对稳健。细分产业结构上，工业、建筑业对三季度GDP增速拉动明显高于二季度，同时供应链产业对三季度增速的拉动也较二季度有所抬升，反映了我国产业供给能力的改善。支出结构上，货物与服务净出口的三季度拉动贡献率占比上升至约32%，反应我国出口产业的强大韧性。

(2) **工业生产偏强，补库需求偏弱。**9月份，规模以上工业增加值同比增长6.3%。1—9月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%。分三大门类看，9月份，采矿业增加值同比增长7.2%，制造业增长6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.9%。整体上我国工业生产复苏节奏较好，但从库存周期来看，产成品库存在前期快速去库后进入平稳期，但原材料库存与产成品库存仍有下滑，呈现出一定被动去库特征，反映出需求侧仍然有待进一步改善。

(3) **地产投资延续下滑，制造业与基建稳定增长。**9月我国固定资产投资同比增长5.9%，较前值略微上行0.1%。结构上，房地产开发投资9月同比增长-8%，较前值负增幅度扩大0.6%，地产投资下行的拐点仍为出现；基建投资持续逆势上扬，9月同比增长11.2%，较前值上行约0.8%；制造业投资9月同比增长10.1%，较前值上行0.1%，整体呈现企稳上行趋势。

(4) **疫情影响下消费偏弱，餐饮消费下滑明显。**9月份，社会消费品零售总额同比增长2.5%，增速比8月份回落2.9个百分点。其中，商品零售增长3%，增速比8月份回落2.1个百分点；餐饮收入下降1.7%，8月份为增长8.4%。疫情影响下，餐饮消费下滑较为显著，显著拖累整体消费水平。

(5) **出口动能小幅下滑，整体增速仍处高位。**9月份，我国进出口总值3.81万亿元，同比增长8.3%。其中，出口2.19万亿元，同比增长10.7%；进口1.62万亿元，同比增长5.2%；贸易顺差5735.7亿元，扩大29.9%。结构上，机械电气设备出口贡献率较8月显著扩大，但化工产品、贱金属、纺织制品、杂项制品出口贡献有所下滑，进一步对出口形成一定拖累，或与前期出口替代效应相关。

(6) **社融显著超预期，人民币贷款增长强劲。**M2增速12.1%，社融存量同比增长10.6%，社融增量3.53万亿显著超出市场预期，M2增速放缓的同时，社融增速抬升，二者剪刀差形成反转，一定程度反映出融资需求的改善。结构上票据冲贷行为减少，或与前期监管环境有关，人民币贷

款新增大幅超出预期，结构上居民中长贷仍低于去年同期，而企业中长贷大幅改善。后续宽信用的逻辑是否可持续仍需观察。

(7) CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳。9 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%。其中，城市上涨 2.7%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 8.8%，非食品价格上涨 1.5%；消费品价格上涨 4.3%，服务价格上涨 0.5%。居民消费市场运行总体平稳，反映出重要民生商品保供稳价政策得力。全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.9%，环比下降 0.1%；工业生产者购进价格同比上涨 2.6%，环比下降 0.5%。国际原油等大宗商品价格继续下降，国内部分行业需求回升，工业品价格走势整体下行，但下行态势趋缓。

● 政策：党的二十大部署经济，民生，生态，安全

(1) 党的二十大主要部署了经济、民生、安全层面。(1) 经济层面，要求坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。(2) 民生层面，要求规范收入分配秩序，规范财富积累机制。建立生育支持政策体系，实施积极应对人口老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。(3) 生态层面，要求积极稳妥推进碳达峰碳中和，立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命。(4) 安全层面，要求坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。

(2) 地产政策方面，9 月 29 日，人民银行、银保监会发布《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》决定阶段性调整差别化住房信贷政策。通知中指出，对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，当地政府可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。

● 宏观展望：三季度复苏整体改善，四季度动能有望延续

从三季度经济复苏的状况来看，核心结构上，工业生产强劲，投资端延续了地产下滑、基建上扬、制造业企稳的局面；消费数据整体偏弱，餐饮消费下滑显著；外贸动能小幅回落，但整体依然延续在高位。整体的堵点依然是以地产、防疫政策相关的需求侧偏弱；当前地产链条修复不佳一是供给与二手交易政策仍然有待进一步落地，二是居民购房观望预期增强、需求偏弱；消费需求方面，由于疫情冲击影响，消费预期仍然难以稳定。

倾向于四季度延续三季度复苏动能，四季度当季增速或有所抬升，但全年整体延续弱复苏逻辑，全年增速或低于 4%。在当前需求格局下，货币供给较难收敛，因此资金面的基调或持续宽松。11 月 1 万亿 MLF 集中到期，流动性有一定缺口，降准释放长期资金的可能仍然存在。

大类资产层面，股票性价比偏高，债市仍有支撑，建议平配股债：

(1) 股票市场：近期市场信心偏弱，人民币贬值压力下，外资撤离压力较大，短期可能仍面临一定调整压力，但央行银保监会维稳意愿较强，进一步下行空间较小。中长期视角来看，盈利底逐步确认，市场估值处在较低位置，是相对较好的配置时点，后续伴随政策的进一步加力，重点关注盈利

预期向好的赛道。(2) 债券市场：三季度数据超市场预期，10月税期影响下资金有所趋紧，债市小幅震荡下跌；但央行随后展现出呵护短期流动性的态度，连续净投放跨月资金，隔夜利率重回1.4%附近，市场情绪有所好转，叠加10月高频数据偏弱，债市重新震荡上涨。当前市场对于利空基本消化，基本面对多头仍有支撑，短期仍然存在上涨空间，但资金面或成主要矛盾。(3) 外汇市场：人民币汇率突破7关口，美元指数的持续走高一方面是美国加息预期增强，另一方面是全球避险情绪的增强。全球经济偏弱的背景下，中美货币周期的错位或持续存在，人民币汇率持续承压。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 十月宏观观点：三季度整体改善，四季度动能有望延续	6
1.1. 三季度增长中枢显著抬升	6
1.2. 工业生产偏强，补库需求偏弱	6
1.3. 地产投资延续下滑，制造业与基建稳定增长	7
1.4. 疫情影响下消费偏弱，餐饮消费下滑明显	7
1.5. 出口动能小幅下滑，整体增速仍处高位	7
1.6. 社融显著超预期，人民币贷款增长强劲	7
1.7. CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳	7
1.8. 政策：党的二十大部署经济，民生，生态，安全	7
1.9. 宏观展望：三季度复苏整体改善，四季度动能有望延续	8
2. 高频经济数据追踪	9
3. 经济数据追踪	10
3.1. 工业生产	10
3.2. 消费、投资、净出口	11
3.2.1. 消费端表现	11
3.2.2. 投资端表现	11
3.2.3. 外贸端表现	12
3.3. 通货膨胀	13
3.3.1. 居民消费品价格指数（CPI）	13
3.3.2. 工业生产者价格指数（PPI）	13
3.4. 货币信贷	14
4. 流动性跟踪与债市回顾	15
4.1. 公开市场操作	15
4.2. 财政投放与政府债发行	15
4.1. 资金与现券追踪	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：此处录入标题	6
图 2：此处录入标题	6
图 3：此处录入标题	6
图 4：此处录入标题	6
图 5：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动	9
图 6：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值	9
图 7：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	9
图 8：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动	9
图 9：制造业采购经理人指数走势	10
图 10：制造业 PMI 需求分项指数	10
图 11：制造业 PMI 生产指数与库存周期	10
图 12：制造业 PMI 价格分项指数	10
图 13：规模以上工业增加值增速	10
图 14：工业增加值细分项目增速	10
图 15：社会零售品消费总额当月同比增速	11
图 16：社零商品与餐饮分项当月同比增速	11

图 17: 固定资产投资累计同比与环比增速	11
图 18: 三大固定资产投资分项累计同比增速	11
图 19: 三大基建投资分项累计同比增速	11
图 20: 基建项目入库数同比增速	11
图 21: 70 个大中城市商品住宅价格增速	12
图 22: 30 大中城市商品房成交面积增速	12
图 23: 进出口金额当月同比增速	12
图 24: 外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速	12
图 25: 出口同比增长细分项目贡献率	12
图 26: 居民消费者价格指数同环比增速	13
图 27: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	13
图 28: CPI 分项对当月同比增速的拉动	13
图 29: CPI 各分项成分占比逐月测算	13
图 30: 工业生产者出厂价格指数同比增速	13
图 31: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	13
图 32: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势	14
图 33: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数	14
图 34: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差	14
图 35: 社融分项对当月同比增速拉动率变化	14
图 36: 新增人民币贷款内部结构	14
图 37: 票据融资占新增人民币贷款比重	14
图 38: 近 1 个月央行公开市场日度操作	15
图 39: 近期 MLF 月度操作	15
图 40: 粗估财政存款增加与减少 (公共财政+政府基金)	15
图 41: 近六年财政存款月度变动规律	15
图 42: 国债月度发行、到期与净融资额度	15
图 43: 地方债月度发行、到期与净融资额度	15
图 44: 银行间质押式隔夜回购利率	16
图 45: 银行间质押式 7 日回购利率	16
图 46: 银行间市场资金期限利差	16
图 47: 银行间市场流动性分层跟踪	16
图 48: 1 年期国债与同业存单收益率	16
图 49: 上周中债估值 10Y 国债收益率曲线变动	16
图 50: 中美 10 年期国债收益率与利差变化	17
图 51: 10Y 国开债-国债隐含税率	17
图 52: 中长期纯债基金久期	17

出一定被动去库特征，反映出需求侧仍然有待进一步改善。

1.3. 地产投资延续下滑，制造业与基建稳定增长

9月我国固定资产投资同比增长5.9%，较前值略微上行0.1%。结构上，房地产开发投资9月同比增长-8%，较前值负增幅度扩大0.6%，地产投资下行的拐点仍未出现；基建投资持续逆势上扬，9月同比增长11.2%，较前值上行约0.8%；制造业投资9月同比增长10.1%，较前值小幅上行0.1%，整体呈现企稳上行趋势。

1.4. 疫情影响下消费偏弱，餐饮消费下滑明显

9月份，社会消费品零售总额同比增长2.5%，增速比8月份回落2.9个百分点。其中，商品零售增长3%，增速比8月份回落2.1个百分点；餐饮收入下降1.7%，8月份为增长8.4%。疫情影响下，餐饮消费下滑较为显著，显著拖累整体消费水平。

1.5. 出口动能小幅下滑，整体增速仍处高位

9月份，我国进出口总值3.81万亿元，同比增长8.3%。其中，出口2.19万亿元，同比增长10.7%；进口1.62万亿元，同比增长5.2%；贸易顺差5735.7亿元，扩大29.9%。结构上，机械电气设备出口贡献率较8月显著扩大，但化工产品、贱金属、纺织制品、杂项制品出口贡献有所下滑，进一步对出口形成一定拖累，或与前期出口替代效应相关。

1.6. 社融显著超预期，人民币贷款增长强劲

9月M2增速12.1%，社融存量同比增长10.6%，社融增量3.53万亿显著超出市场预期，M2增速放缓的同时，社融增速抬升，二者剪刀差形成反转，一定程度反映出融资需求的改善。结构上票据冲贷行为减少，或与前期监管环境有关，人民币贷款新增大幅超出预期，结构上居民中长贷仍低于去年同期，而企业中长贷大幅改善。后续宽信用的逻辑是否可持续仍需观察。

1.7. CPI上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳

9月份，全国居民消费价格同比上涨2.8%。其中，城市上涨2.7%，农村上涨3.1%；食品价格上涨8.8%，非食品价格上涨1.5%；消费品价格上涨4.3%，服务价格上涨0.5%。居民消费市场运行总体平稳，反映出重要民生商品保供稳价政策得力。全国工业生产者出厂价格同比上涨0.9%，环比下降0.1%；工业生产者购进价格同比上涨2.6%，环比下降0.5%。国际原油等大宗商品价格继续下降，国内部分行业需求回升，工业品价格走势整体下行，但下行态势趋缓。

1.8. 政策：党的二十大部署经济，民生，生态，安全

1、党的二十大主要部署了经济、民生、安全层面。（1）经济层面，要求坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。（2）民生层面，要求规范收入分配秩序，规范财富积累机制。建立生育支持政策体系，实施积极应对人口老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。（3）生态层面，要求积极稳妥推进碳达峰

碳中和，立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命。(4) 安全层面，要求坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。

2、地产政策方面，9月29日，人民银行、银保监会发布《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》决定阶段性调整差别化住房信贷政策。通知中指出，对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，当地政府可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。

1.9. 宏观展望：三季度复苏整体改善，四季度动能有望延续

从三季度经济复苏的状况来看，核心结构上，工业生产强劲，投资端延续了地产下滑、基建上扬、制造业企稳的局面；消费数据整体偏弱，餐饮消费下滑显著；外贸动能小幅回落，但整体依然延续在高位。整体的堵点依然是以地产、防疫政策相关的需求侧偏弱；当前地产链条修复不佳一是供给与二手交易政策仍然有待进一步落地，二是居民购房观望预期增强、需求偏弱；消费需求方面，由于疫情冲击影响，消费预期仍然难以稳定。

倾向于四季度延续三季度复苏动能，四季度当季增速或有所抬升，但全年整体延续弱复苏逻辑，全年增速或低于4%。在当前需求格局下，货币供给较难收敛，因此资金面的基调或持续宽松。11月1万亿MLF集中到期，流动性有一定缺口，降准释放长期资金的可能仍然存在。

大类资产层面，股票性价比偏高，债市仍有支撑，建议平配股债：

(1) 股票市场：近期市场信心偏弱，人民币贬值压力下，外资撤离压力较大，短期可能仍面临一定调整压力，但央行银保监会维稳意愿较强，进一步下行空间较小。中长期视角来看，盈利底逐步确认，市场估值处在较低位置，是相对较好的配置时点，后续伴随政策的进一步加力，重点关注盈利预期向好的赛道。

(2) 债券市场：三季度数据超市场预期，10月税期影响下资金有所趋近，债市小幅震荡下跌；但央行随后展现出呵护短期流动性的态度，连续净投放跨月资金，隔夜利率重回1.4%附近，市场情绪有所好转，叠加10月高频数据偏弱，债市重新震荡上涨。当前市场对于利空

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_47942

