

国内持续修复，海外衰退迫近

——9月宏观月报

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：谢钰、马骏、刘雅丽、王丰

相关报告

- 1 宏观专题 20220815：《芯片法案》如何影响进出口产业链？——海外经济系列之六
- 2 宏观专题 20220822：专项债限额空间怎么用？——财政系列研究之三
- 3 宏观专题 20220826：如何评估本轮缺电的影响？——能源系列研究之二
- 4 宏观专题 20220911：拨云见日——四季度宏观经济和资本市场展望
- 5 宏观专题 20220918：美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 6 宏观专题 20220928：拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 7 宏观专题 20221010：地产销售潜在空间还剩多少？
- 8 宏观专题 20221017：未来五年，重要变化有哪些？
- 9 宏观专题 20221010：新发展格局有何成效？
- 10 宏观专题 20221023：谁将接任英国首相？——海外经济系列之九

投资要点

- **海外：全球紧缩持续，欧美或将步入衰退。**美国9月CPI回落不及预期，主因能源价格虽持续走弱但降幅趋缓。美国三季度GDP环比折年率虽超预期，但并不代表经济转好，高增速的背后是出口带来的薄弱支撑，而内需却持续疲弱。作为滞后指标的就业情况虽有降温但整体仍保持强劲。鉴于当前高通胀仍然顽固，我们预计，11月加息75基点已是大概率，而12月加息幅度在50-75基点之间，且将取决于最新通胀数据。随着加息的影响逐步兑现，美国或于1-2个季度内步入实质性衰退。能源危机下的欧洲经济亦不容乐观。受能源价格驱使，德意等多国通胀超10%，迫使欧央行连续第二次加息75基点。在经济方面，限电和高昂能源价格拖累经济生产，制造业PMI纷纷跌破荣枯线。
- **国内：经济延续修复，出口继续回落。**2022年三季度GDP同比增长3.9%，增速较二季度回升3.5个百分点。9月生产加快回暖、投资保持强劲，但疫情散发多发使得消费尤其是服务消费再度走弱。整体来看，需求端的疲弱仍是经济修复的主要制约。一方面，9月以来，全国多地疫情有所反复，服务性消费显著走低，消费的恢复再度遭遇波折。另一方面，地产行业相关数据仍然偏弱，销售和投资保持低位负增，供给端拿地持续低迷，而9月竣工面积的增长也有放缓。在此背景下，地产链的商品消费表现较为疲弱。9月末，中央层面稳地产再出手，需求侧的支持力度进一步加大，或有望改善此前的偏弱预期，加快地产从底部回暖。同时，若疫情态势逐步好转，消费也有望重归修复轨道，届时，经济复苏有望进一步提速。9月我国出口增速继续回落，主因去年同期基数抬升和外需持续放缓。进口增速回落同为高基数效应。往后看，仍需警惕外需放缓超预期对出口带来的拖累，特别是在国内稳增长政策发力背景下，顺差未来或有收窄趋势。
- **物价：通胀风险减弱。**9月CPI同比升至新高，但不足3%。猪价、菜价环比逆势上行，推动CPI同比创新高；而疫情反复下服务消费价格环比转负，叠加猪价权重回落，使得CPI同比未破3%，预计10月CPI同比在高基数下回落。9月PPI同比在基数走高下延续大幅回落，跌破1%，但环比降幅加速收窄，10月以来，国际油价有所反弹，国内煤价、钢价双双上行。往后看，年内不论是CPI、PPI同比在基数走高下均趋回落，通胀风险减弱。
- **金融：社融转为大幅多增。**9月新增社融明显超出预期，同比由过去两个月的连续少增转为大幅多增。社融多增的贡献主要有二：一是人民币贷款的放量，二是非标中的委托贷款和信托贷款的增长。政府债券成为社融的主要拖累，但是少增额有所收敛。政策支持力度的加强，特别是政策性金融工具的投放，加上LPR利率调降对于企业贷款回升的提振效果显著，企业短贷和中长贷的改善明显，居民贷款仍然较弱。
- **政策：稳经济政策工具再出。**随着政策性开发性金融工具的逐步落地，9月以来政策部署了稳经济接续工具，着力以消费和投资拉需求，包括设备更新改造专项再贷款及财政贴息，支持企业创新的阶段性减税，10月底前发行完毕专项债结存限额等。地产方面，中央再出手，先后放宽部分城市首套住房商业性个人住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率及对居民换购住房给予所得税优惠，地方因城施策工具箱也更加丰富。扩内需的同时，政策也着力引外资。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 9月经济与政策：国内持续修复，海外衰退迫近	- 5 -
2. 政策：稳经济政策工具再出	- 6 -
3. 海外：全球紧缩持续，欧美或将步入衰退	- 10 -
4. 国内供需：工业加快回升，消费遭遇波折	- 16 -
5. 外贸：出口持续下行，顺差能否稳住	- 23 -
6. 物价：通胀风险减弱	- 26 -
7. 金融：政策工具牵引，社融增速或维持稳定	- 30 -
8. 财政：收入增速走高，支出增速放缓	- 32 -

图表目录

图表 1: 设备更新改造再贷款及财政贴息的支持领域.....	- 7 -
图表 2: 新增专项债发行 (亿元)	- 7 -
图表 3: 首套房贷利率及平均放款周期.....	- 8 -
图表 4: 36 城猪肉零售价及触发预警线 (元/斤)	- 8 -
图表 5: 美元兑人民币汇率及中美利差.....	- 9 -
图表 6: 加大纾困力度举措	- 9 -
图表 7: GDP 环比折年率 (%)	- 10 -
图表 8: 消费环比折年率 (%)	- 11 -
图表 9: 投资环比折年率 (%)	- 11 -
图表 10: 美国进出口和贸易差额.....	- 11 -
图表 11: 美国通胀同比增速 (%)	- 12 -
图表 12: 布伦特原油现价与 CPI 汽油项指数.....	- 12 -
图表 13: 房价与租金指数领先于 CPI 房租项 (%)	- 13 -
图表 14: 美国就业总人数 (万人)	- 13 -
图表 15: 美国劳动力市场职位空缺数与职位空缺率.....	- 14 -
图表 16: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 14 -
图表 17: 美国劳动力市场指数	- 14 -
图表 18: 主要经济体制造业 PMI.....	- 15 -
图表 19: 各经济体每日新增确诊病例数量 (万例)	- 15 -
图表 20: 各经济体每日新增死亡数量 (例)	- 15 -
图表 21: 各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 16 -
图表 22: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 16 -
图表 23: 工业增加值和服务业生产指数同比增速 (%)	- 16 -
图表 24: 20 个主要行业增加值增速 (%)	- 17 -
图表 25: 主要工业品产量同比增速 (%)	- 17 -
图表 26: 工业增加值、发电量同比增速 (%)	- 17 -
图表 27: 新能源汽车、集成电路、工业机器人产量同比增速 (%)	- 18 -
图表 28: 全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)	- 18 -
图表 29: 制造业投资同比增速 (%)	- 19 -
图表 30: 规上制造业企业利润总额同比增速 (%)	- 19 -
图表 31: 基建投资当月同比增速 (%)	- 19 -
图表 32: 房地产开发投资、资金来源同比增速 (%)	- 20 -
图表 33: 商品房销售面积、销售额同比增速 (%)	- 20 -

图表 34: 70 城新建住宅和百城住宅价格同比 (%)	- 20 -
图表 35: 地产分项数据当月同比增速变化 (%)	- 21 -
图表 36: 社会消费品零售增速及限额以上零售当月同比增速 (%)	- 21 -
图表 37: 必需品零售当月同比增速 (%)	- 22 -
图表 38: 汽车和石油类零售当月同比增速 (%)	- 22 -
图表 39: 家电音像、家具和建材类零售增速 (%)	- 22 -
图表 40: 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	- 22 -
图表 41: 我国出口与进口同比增速 (%)	- 23 -
图表 42: 出口和进口价格指数同比增速 (%)	- 24 -
图表 43: 对主要经济体出口金额同比增速 (%)	- 24 -
图表 44: 我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)	- 25 -
图表 45: 我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)	- 25 -
图表 46: 我国贸易差额 (亿美元)	- 26 -
图表 47: CPI 及核心 CPI 当月同比 (%)	- 26 -
图表 48: CPI 分类别同比增速 (%)	- 27 -
图表 49: CPI 食品分项环比增速 (%)	- 27 -
图表 50: CPI 分类别环比增速 (%)	- 28 -
图表 51: CPI 食品高频数据 (元/公斤)	- 28 -
图表 52: PPI 生产资料和生活资料同比增速 (%)	- 29 -
图表 53: 各行业 9 月 PPI 环比增速较 8 月变化 (百分点)	- 29 -
图表 54: Brent 和 WTI 原油现货价格 (美元/桶)	- 30 -
图表 55: 螺纹钢、热轧板卷价格 (元/吨)	- 30 -
图表 56: 我国社融分类别同比多增 (亿元)	- 30 -
图表 57: 居民和企业部门中长贷同比多增 (亿元)	- 31 -
图表 58: M1 与 M2 同比增速 (%)	- 31 -
图表 59: 社融存量同比增速 (%)	- 32 -
图表 60: 财政收入当月同比增速 (%)	- 32 -
图表 61: 各税种收入当月同比增速 (%)	- 33 -
图表 62: 财政支出当月同比增速 (%)	- 33 -
图表 63: 各项财政支出当月同比增速 (%)	- 34 -
图表 64: 政府性基金收入和土地出让收入累计同比 (%)	- 34 -
图表 65: 财政赤字/GDP (%)	- 35 -

1. 9 月经济与政策：国内持续修复，海外衰退迫近

全球紧缩持续，欧美或将步入衰退。美联储加息的两大目标是通胀和经济。在通胀方面，美国 9 月 CPI 回落不及预期，主因能源价格虽持续回落但降幅趋缓，而核心服务价格仍在走高推动核心 CPI 继续上行。经济表现上，美国三季度 GDP 环比折年率虽超预期，但并不代表经济转好，高增速的背后是出口带来的薄弱支撑，而内需却持续疲弱。作为滞后指标的就业情况虽有降温但整体仍保持强劲。鉴于当前高通胀仍然顽固，我们预计，11 月加息 75 基点已是大概率，而 12 月加息幅度在 50-75 基点之间，且将取决于最新通胀数据。随着加息的影响逐步兑现，美国或于 1-2 个季度内步入实质性衰退。大西洋彼岸，能源危机下的欧洲经济亦不容乐观。在通胀方面，受能源价格驱使，德意等多国通胀超 10%，迫使欧央行连续第二次加息 75 基点。在经济方面，限电和高昂能源价格拖累经济生产，制造业 PMI 纷纷跌破荣枯线。在政策方面，欧洲政局变动使得政策预期不再明朗，英国首相接连变动导致财政政策连续性堪忧，而意大利新总理上任后对紧缩政策表示强烈不满。在疫情方面，欧洲多国不顾新变种毒株的迅速蔓延，极力放宽疫情管控。短期欧洲疫情虽有回落，但随着 XBB 和 BQ 等免疫逃逸性极高的新毒株不断扩散，冬季疫情恐更为棘手。

国内经济延续修复，出口增速继续回落。2022 年三季度 GDP 同比增长 3.9%，增速较二季度回升 3.5 个百分点。9 月份工业增加值增速回升至 6.3%，指向工业生产加快回暖。9 月份全国固定资产投资当月增速延续回升至 6.6%，三大类投资中，制造业投资增速延续回升，基建投资保持快速增长，房地产投资增速降幅收窄。9 月份社消零售、限额以上零售增速分别下行至 2.5%、6.1%，必需和可选消费品增速双双回落；而餐饮收入同比增速再度转负至 -1.7%。9 月份全国地产销售面积、销售额同比增速分别回升至 -16.2%、-14.2%。9 月生产加快回暖、投资保持强劲，但疫情散发多发使得消费尤其是服务消费再度走弱。整体来看，需求端的疲弱仍是经济修复的主要制约。一方面，9 月以来，全国多地疫情有所反复，服务性消费显著走低，消费的恢复再度遭遇波折。另一方面，地产行业相关数据仍然偏弱，销售和投资保持低位负增，供给端拿地持续低迷，而 9 月竣工面积的增长也有放缓。在此背景下，地产链的商品消费表现较为疲弱。9 月末，中央层面稳地产再出手，需求侧的支持力度进一步加大，或有望改善此前的偏弱预期，加快地产从底部回暖。同时，若疫情态势逐步好转，消费也有望重归修复轨道，届时，经济复苏有望进一步提速。9 月我国出口增速继续回落，主因去年同期基数抬升和外需持续放缓。进口增速回落同为高基数效应。展望未来，短期国内疫情对生产和物流扰动或仍将存在，而海外主要经济体货币收紧对需求的影响将持续显现，出口增速下行态势已开启。往后看，仍需警惕外需放缓超预期对出口带来的拖累，特别是在国内稳增长政策发力背景下，顺差未来或有收窄趋势。

通胀风险减弱。9 月 CPI 同比升至新高，但不足 3%。猪价、菜价环比逆势上行，推动 CPI 同比创新高；而疫情反复下服务消费价格环比转负，叠加猪价权重回落，使得 CPI 同比未破 3%。10 月以来，猪肉价格加速上

行，鸡蛋价格涨幅放缓，鲜菜、鲜果价格双双回落，预计 10 月 CPI 同比在高基数下回落。9 月 PPI 同比在基数走高下延续大幅回落，跌破 1%，但环比降幅加速收窄，10 月以来，国际油价有所反弹，国内煤价、钢价双双上行。往后看，年内不论是 CPI、PPI 同比在基数走高下均趋回落，通胀风险减弱，央行近期也表示，基于物价基本稳定，将加大稳健货币政策实施力度，稳增长政策空间仍存。

社融转为大幅多增。9 月新增社融明显超出预期，同比由过去两个月的连续少增转为大幅多增。社融多增的贡献主要有二：一是人民币贷款的放量，同比多增额近 8000 亿元，创下自 2020 年 4 月以来的新高，二是非标中的委托贷款和信托贷款的增长。政府债券成为社融的主要拖累，但是少增额有所收敛。政策支持力度的加强，特别是政策性金融工具的投放，加上 LPR 利率调降对于企业贷款回升的提振效果显著，企业短贷和中长贷的改善明显，居民贷款仍然较弱。9 月实体融资需求小幅好转。10 月初各地下调住房公积金贷款利率，旨在改善居民贷款，后续融资增速特别是居民信贷回升可期，接棒企业部门为融资助力。10 月央行货币政策维持稳定，结束了连续两个月的 MLF 缩量操作，释放继续维持对实体经济支持力度的信号。目前仍处于宽信用观察期内，货币政策基调依旧维持宽松，银行间质押式回购的交易量再度攀升。10 月为传统缴款大月，财政存款多增，资金从银行间回流央行，导致流动性有所收紧，为了呵护流动性，央行连续开展大额逆回购操作，来对冲缴税高峰和政府债券发行缴款等因素。

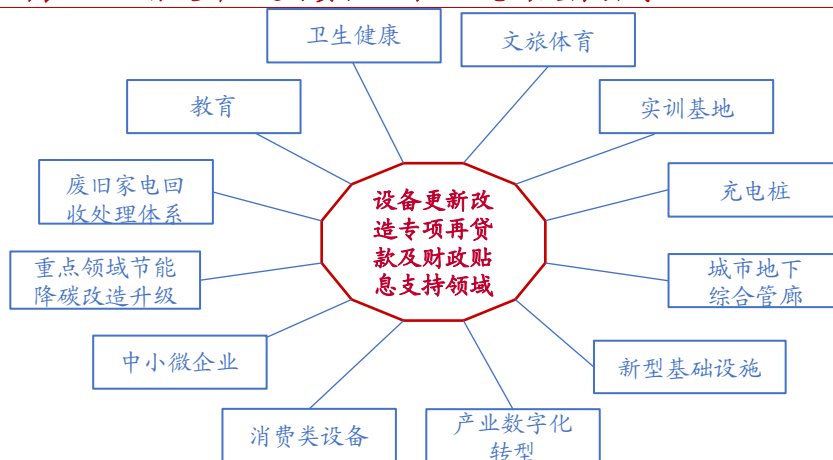
稳经济政策工具再出。随着政策性开发性金融工具的逐步落地，9 月以来政策部署了稳经济接续工具，着力以消费和投资拉需求，包括设备更新改造专项再贷款及财政贴息，支持企业创新的阶段性减税，10 月底前发行完毕专项债结存限额等。地产方面，中央再出手，先后放宽部分城市首套住房商业性个人住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率及对居民换购住房给予所得税优惠，地方因城施策工具箱也更加丰富。扩内需的同时，政策也着力引外资，包括印发《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》、《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》。

2. 政策：稳经济政策工具再出

制造业：设备更新改造贷款及减税政策支持。针对当前需求不足的突出矛盾，9 月以来的国常会接连部署，着力以消费和投资拉需求、以投资带动消费。一方面，对设备更新改造实施阶段性鼓励政策。央行设立设备更新改造专项再贷款，额度为 2000 亿元以上，期限 1 年、可展期两次，支持金融机构以不高于 3.2% 的利率发放贷款，投向为教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域设备购置与更新改造项目；同时中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年，这使得今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%。10 月国常会部署将中小微企业和消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。另一方面，实施支持企业创新的阶段性减税政策，截至今年底。一是对高新技术企业在今年四季度购置设备的支出，允许当年一次性税前全额扣

除并 100%加计扣除；二是对现行按 75%比例税前加计扣除研发费用的行业，统一提高扣除比例到 100%；三是对企业出资科研机构等基础研究支出，允许税前全额扣除并加计扣除。

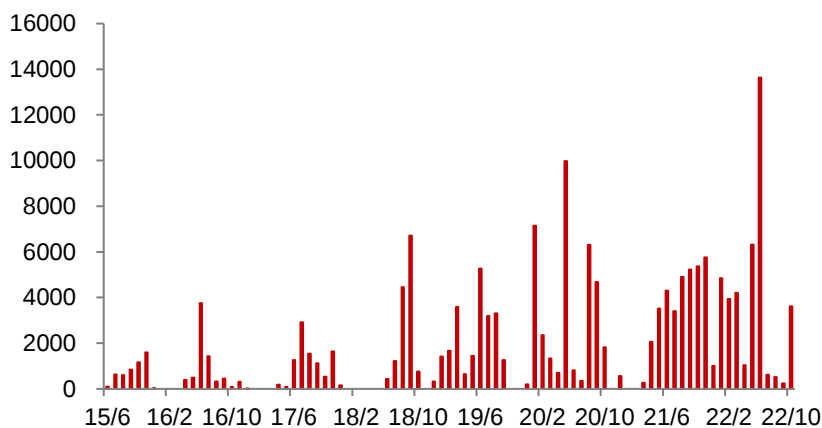
图表 1：设备更新改造再贷款及财政贴息的支持领域



来源：WIND，中泰证券研究所

基建：2023 年专项债项目报送开始。基建投资方面，6000 亿元的政策性开发性金融工具已基本投放到位，接续资金或已明朗。一方面，国常会要求依法盘活结存的专项债限额，10 月底前发行完毕；近期监管部门已组织地方申报 2023 年专项债项目，以方便地方根据额度储备项目。另一方面，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资，或主要指向建筑类企业。

图表 2：新增专项债发行（亿元）

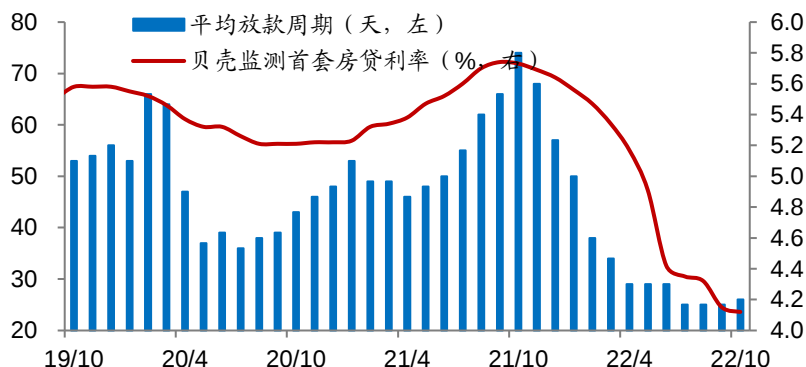


来源：WIND，中泰证券研究所

地产：需求端放松加码。9 月末中央层面稳地产再出手：一是放宽部分城市首套住房商业性个人住房贷款利率下限，截至 10 月上中旬，已有超十城首套房贷利率低于 4%；二是下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15BP；三是对居民换购住房给予所得税优惠。**地方层面**，“因城施策”工具箱中又多了些新手段，比如云南普洱、河南洛阳等允许商业性个人住房贷款转为个人公积金贷款，减轻购房者还贷压力；比如山东青岛、广东梅州等超 20 城允许职工提取公积金作为首付款；比如山东聊城、四川绵阳等子女

购房可提取父母公积金，“一人买房全家帮”。此外，融资方面，六大国有银行将提供至少 6000 亿元房地产融资支持，形式包括抵押贷、按揭贷、开发贷或是购买债券等，国企、央企以及优质民企是此轮新增融资额度的主要对象。

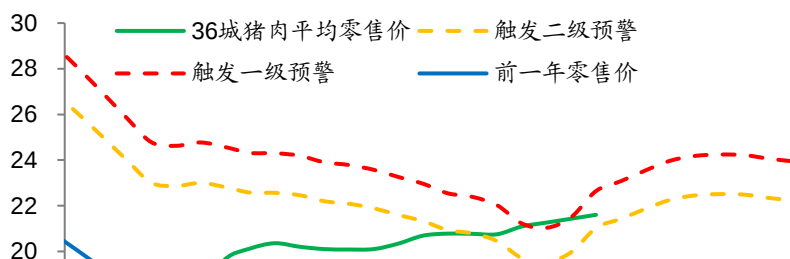
图表 3：首套房贷利率及平均放款周期



来源：WIND，中泰证券研究所

物价：频繁抛储稳猪价。36 个大中城市精瘦肉零售价格分别于 9 月底和 10 月中下旬触及过渡上涨二级和一级预警区间。9 月 8 日以来发改委共投放了六批中央猪肉储备。发改委一方面依法严厉打击捏造散布涨价信息、故意渲染涨价氛围、哄抬价格等违法违规行为，另一方面，加强与部分大型生猪养殖企业沟通协调，建议大型养殖企业保持正常出栏节奏，要求企业不得故意压栏抬价，更不得串通涨价；将在冬至、元旦和明年春节等重要时点以及压栏惜售和二次育肥过多、价格水平过高的重点地区，进一步加大储备投放力度。此外，农业农村部近期就加强秋冬季非洲猪瘟等重大生猪疫病和高致病性禽流感等重点人兽共患病防控工作部署，维护畜牧业生产安全。

图表 4：36 城猪肉零售价及触发预警线 (元/斤)



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_48174

