



联络人

作者：  
中诚信国际 研究院

张 林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

宏观经济再次探底后结构性修复，资产配置重点从商品转向权益——2022年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望，2022年7月18日

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口——2022年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望，2022年4月24日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年5月30日

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口，2022年4月25日

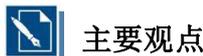
宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年3月21日

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731;  
gzhaog@ccxi.com.cn  
www.ccxi.com.cn

## 宏观经济延续结构性修复， 资产配置建议防守型布局

--2022年三季度宏观经济及大类资产配置分析与四季度展望



主要观点

### ■ 积极因素增多但制约仍存，宏观经济延续结构性修复

前三季度，宏观经济在超预期突发性因素的冲击下保持了韧性，实现了3%的GDP增长，其中三季度同比增长3.9%，环比回升3.5个百分点。宏观经济运行积极因素逐步增多，但制约仍存。从有利因素来看：一是稳增长政策效果有所显现，宏观经济走出谷底并延续结构性修复；二是工业生产韧性较强且修复较快；三是基建投资增速持续位于高位，重大项目建设落地托底经济增长；四是CPI平稳通胀压力较小，PPI回落改善中下游企业盈利空间。从不利因素看：一是需求收缩的压力持续存在，其中居民消费意愿仍存不足；二是房地产投资增速下滑趋势未改，房地产市场的调整尚未触底企稳；三是出口延续高增长的基础不足，后续或将扰动制造业投资；四是融资需求主要依赖政策性因素拉动，人民币汇率存在一定贬值压力。

### ■ 宏观经济运行面临的风险及挑战有增无减

海外地缘政治演变以及宏观政策转向带来外部不确定性、不稳定性持续存在；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除；预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；信心不足依然制约房地产市场，仍需警惕其负面影响外溢；债务风险仍处于高位，仍需警惕潜在的区域性财政风险。

### ■ 稳增长政策意愿较强但空间有限，全年GDP增速或为3.4%左右

宏观经济延续修复的过程中风险与挑战交织，政策稳增长的意愿依然较强。稳增长政策支撑叠加低基数因素影响，四季度GDP增速或延续回升至4.5%，全年GDP增速或为3.4%左右。但随着各项接续政策及增量政策落地使用，货币政策宽信用效果仍待提高、财政政策面临较大收支缺口，以及风险防范压力和隐性债务化解约束，稳增长政策的发力空间或有所缩小，加之疫情冲击之下潜在增长平台下移，中长期看GDP或提前进入中低增速区间。但是，“二十大”之后中国式现代化建设或将为经济高质量发展注入新的活力。

### ■ 风险资产表现较弱，资产配置建议防守型布局

前三季度，各类资产表现分化，债券市场表现较好，商品和权益跌幅较高，收益排序为债券>大宗商品>股票。后续看，在国外经济衰退风险上升以及国内经济弱修复下，股票市场整体运行或仍偏弱，叠加货币政策或较为宽松，宏观环境对债市仍偏利好，债券表现或优于权益，建议防守型资产配置；若宽信用逐步得到验证，可适当增加权益配置比例。此外，在欧美货币政策偏紧、全球经济运行偏弱下，建议谨慎配置大宗商品。

## 一、积极因素增多但制约仍存，宏观经济延续结构性修复

2022年前三季度，在俄乌冲突、新一轮疫情暴发以及全球滞胀风险上升等超预期因素扰动之下，宏观经济运行在二季度出现探底。在一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效的支撑下，前三季度实现GDP同比增长3%，其中三季度同比增长3.9%，相比二季度加快3.5个百分点。宏观经济运行中的积极因素在增多，但不利因素依然制约经济修复，从经济运行中的有利因素来看：一是稳增长政策效果有所显现，宏观经济走出谷底并延续结构性修复；二是工业生产韧性较强且快速修复，三季度增加值同比增长4.6%，快于三季度GDP增速；三是基建投资增速持续位于高位，重大项目建设落地托底宏观增长；四是CPI平稳通胀压力较小，PPI回落改善中下游企业盈利空间。从经济运行中的不利因素来看：一是需求收缩的压力持续存在，其中居民消费意愿或仍存不足，前三季度社零额当月同比增速波动较大，9月仍处在2.5%的较低水平；二是房地产投资增速下滑趋势未改，房地产市场的调整尚未触底企稳；三是出口延续高增长的基础不足，后续或将扰动制造业投资；四是融资需求主要依赖政策性因素的拉动，人民币汇率也存在一定贬值压力。

总体来看，前三季度中国宏观经济在超预期突发性因素的冲击下保持了韧性，四季度经济延续修复的态势不改，但相对经济生产端逐步回归至常态水平，需求偏弱或将持续制约宏观经济修复的力度与节奏。

表1 2022年前三季度中国宏观经济核心指标一览表

	2022年						2021年					最新
	Q3	Q2	Q1	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	变化
GDP (当季, %)	3.9	0.4	4.8	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	7.9	5.0	18.3	↓
GDP (累计, %)	3	2.5	4.8	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	12.7	5.0	18.3	↓
第一产业 (累计, %)	4.2	5	6.0	-	6.4	-	7.1	-	7.6	2.3	8.1	↓
第二产业 (累计, %)	3.9	3.2	5.8	-	2.5	-	3.6	-	7.5	6.0	24.4	↑
第三产业 (累计, %)	2.3	1.8	4.0	-	4.6	-	5.4	-	8.3	4.7	15.6	↓
工业增加值 (累计, %)	3.9	3.4	6.5	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	15.9	6.8	24.5	↓
服务业生产指数 (累计, %)	0.1	-0.4	2.5	6.0	13.1	-	16.3	-	21.5	6.8	29.2	↓
投资 (累计, %)	5.9	6.1	9.3	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	12.6	2.9	25.6	↑
社零额 (累计, %)	0.7	-0.7	3.3	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	23.0	4.2	33.9	↓
出口: 累计 (% , 美元)	12.5	14.2	15.8	-	29.9	-	33.0	-	38.6	-	49.0	↓
进口: 累计 (% , 美元)	4.1	5.7	9.6	-	30.1	-	32.6	-	36.0	-	28.0	↓

贸易顺差（累计，亿美元）	<b>6452</b>	3854	1629	-	6764	-	<b>4275</b>	-	2515	-	1164	↑
CPI（累计，%）	<b>2</b>	1.7	1.1	-	0.9	-	<b>0.6</b>	-	0.5	-	0.0	↑
PPI（累计，%）	<b>5.9</b>	7.7	8.7	-	8.1	-	<b>6.7</b>	-	5.1	-	2.1	↓
M2：同比（%）	<b>12.1</b>	11.4	9.7	-	9.0	-	<b>8.3</b>	-	8.6	-	9.4	↑
社融规模（当季值，万亿元）	<b>6.8</b>	8.9	12.1	-	6.6	-	<b>7.0</b>	-	7.5	-	10.3	↓
社融增速（存量，%）	<b>10.6</b>	10.8	10.6	-	10.3	-	<b>10.0</b>	-	11.0	-	12.3	↑

（注：↓、↑、↔分别表示表示三季度同去年同期增速相比为下降、上升或持平，\*表示两年复合增速）

## （一）经济运行中的有利因素：稳增长政策效果已有显现，工业生产与基建投资持续支撑经济修复

### 1. GDP：三季度相较前值显著修复，宏观经济韧性犹存

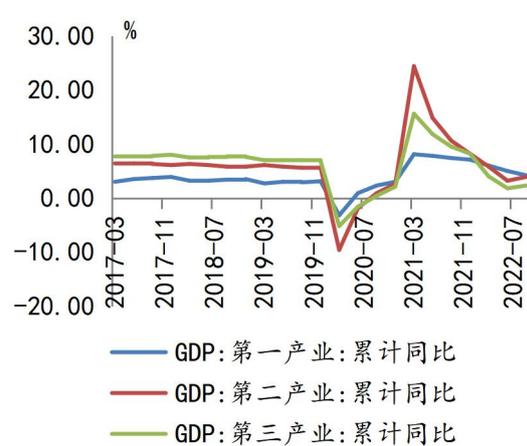
伴随疫情影响逐渐弱化以及稳增长政策力度持续加大，三季度经济增速走出谷底。前三季度GDP增速为3%，显著低于去年同期两年复合增速（5.2%），其中稳增长政策持续发力之下三季度GDP增速为3.9%，显著高于二季度0.4%的增速水平，前三季度名义GDP增速同比增长6.2%，GDP平减指数同比增长3.1%，随着PPI涨幅的回落，平减指数自去年四季度以来逐季下行。分三大产业看，前三季度第一产业同比增长4.2%，第二产业同比增长3.9%，随着疫情影响逐渐趋缓已经疫情防控的精准性、科学性进一步提升，受疫情影响最大的第三产业同比增长2.3%，较上半年回升0.5个百分点，但仍不及去年同期水平。从三大产业对GDP的贡献来看，前三季度第二产业的累计同比贡献率较去年末上升10.4个百分点至48.8%，第三产业的累计同比贡献率下行13个百分点至41.9%，表明今年本轮疫情对于服务业的影响更大。从三大需求对GDP的贡献来看，最终消费支出的累计同比贡献率较去年末回落24.1个百分点至41.3%，资本形成总额贡献率较去年末上升13个百分点至26.7%，货物和服务净出口贡献率上升11.1个百分点至32%，表明政策性因素拉动的投资以及外需拉动的出口在前三季度是经济增长的主要支撑。随着疫情影响或边际减弱，加之接续性政策的持续支撑，经济需求端仍有改善空间，宏观经济或将延续修复。

图 1：GDP 同比增速回升

图 2：第三产业增速回升



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

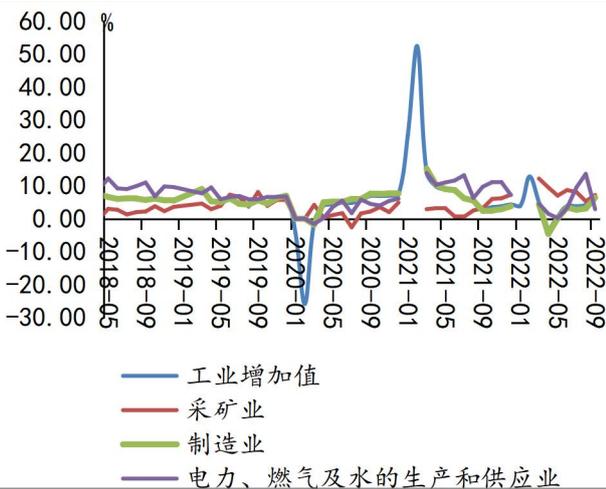


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## 2. 生产：工业生产韧性较强且向常态回归，服务业生产仍有较大修复空间

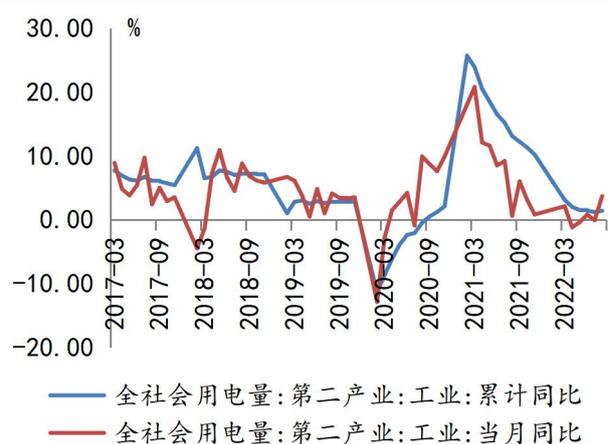
疫情、高温天气等因素对工业生产的扰动逐渐弱化，工业生产修复并向常态化水平继续收敛。前三季度规模以上工业增加值同比增长3.9%，高于二季度3.4%的增速水平。三季度月度数据呈边际修复趋势，疫情冲击下7月当月工业增速较6月回落0.1个百分点至3.9%，结束了5月以来的回升态势，8月高温天气虽对生产产生负面影响，但稳增长措施助力下，工业生产仍较7月回升0.4个百分点至4.2%，9月高温天气影响逐渐减弱下工业生产进一步恢复至6.3%。后续来看，稳增长政策持续见效落地叠加基数作用，四季度工业生产或继续向常态化水平回归。

图3：工业生产仍具韧性



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图4：工业用电量边际回升

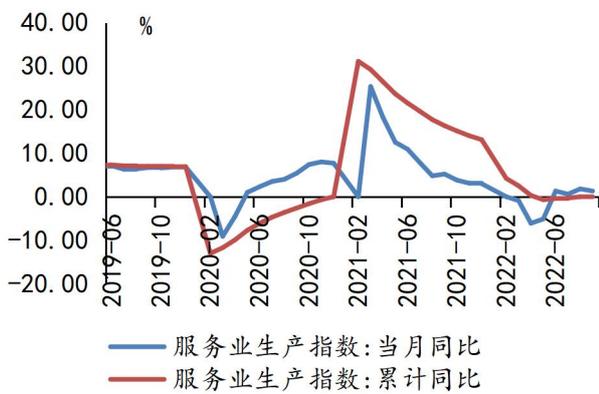


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

前三季度服务业生产整体偏弱，年内仍有修复空间。前三季度，第三产业增加值同比增速为2.3%，高于二季度（1.8%）的增速水平，但低于去年同期（5.4%）的增速水平，服务业生产指数同比增长0.1%，高于上半年-0.4%的增速水平，但显著低于

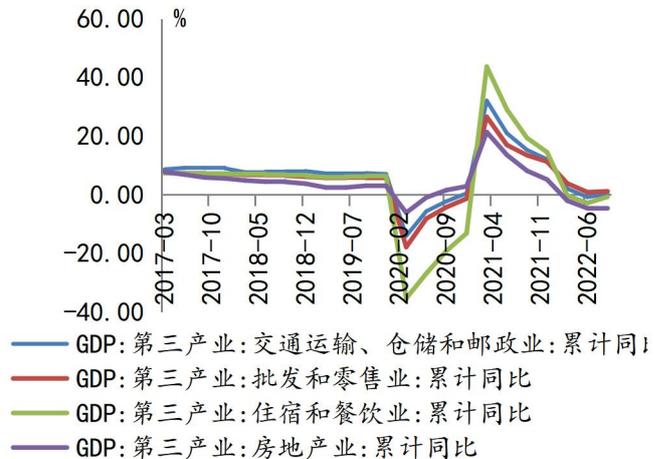
去年同期 16.3% 的增速水平。在高基数以及疫情冲击影响下，前三季度服务业生产指数总体走低，从月度走势来看，年初以来各月增速水平均不及去年同期水平，其中 3-5 月，疫情反复下连续 3 个月负增长，6 月在疫情形势好转下增速由负转正至 1.3%，且三季度继续保持正增长，但均在 2% 以下的较低增速区间。后续看，疫情影响趋缓以及防疫政策持续优化，服务业仍有修复空间，但冬季疫情反复风险仍存，服务业修复或仍受制约。

图 5：服务业生产指数位于低位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：多数服务行业 GDP 增速边际回升



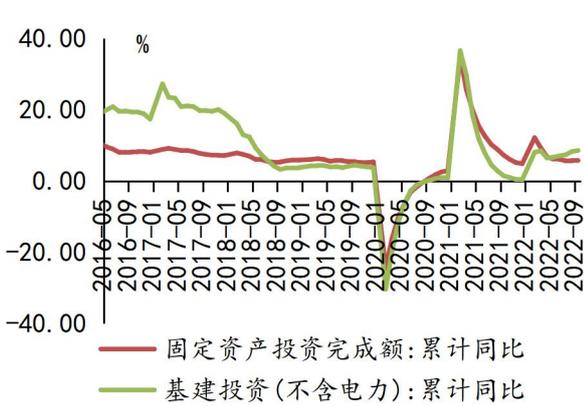
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### 3. 基建投资：基建投资增速保持在较高水平，后续将持续发力稳增长

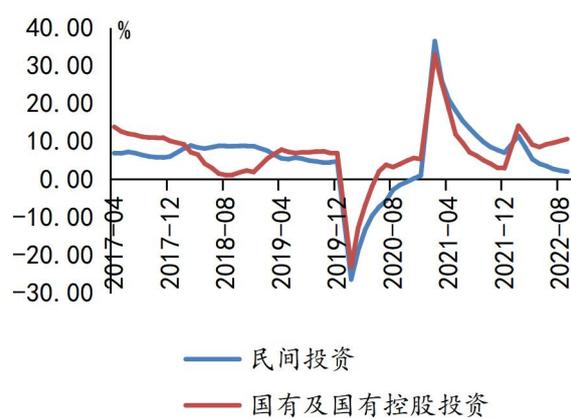
稳增长持续加码发力、财政前置下基建投资持续提速，后续有望保持继续助力稳增长。前三季度，随着专项债政策效果显现、政策性金融工具接续发力，基建投资增速逐月回升，从 4 月份的 6.5% 升至 9 月份的 8.6%。后续来看，9 月 28 日召开的稳经济大盘工作推进会议提出，要依法依规提前下达明年专项债部分限额，且 2023 年部分专项债额度有望提前至今年四季度下达。在四季度盘活专项债余额限额以及政策性金融工具的持续发力等有利因素推动下，基建仍将是支撑经济的重要力量。

图 7：基建投资保持高位

图 8：民间投资弱于国有投资



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



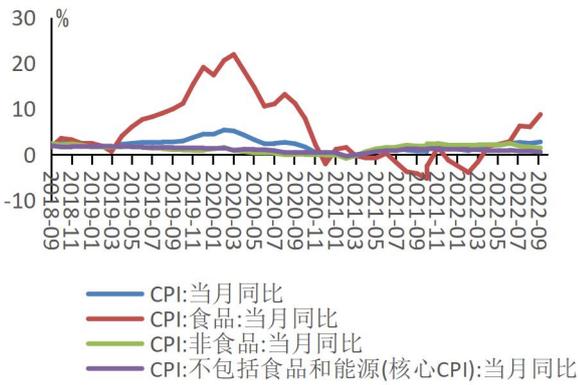
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

#### 4. 价格: CPI 平稳通胀压力较小, PPI 回落改善中下游企业盈利空间

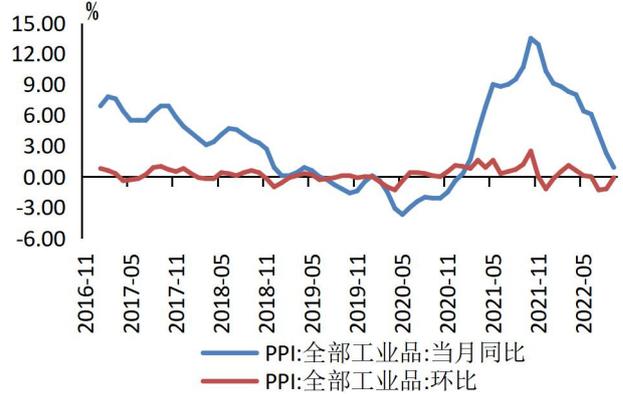
价格水平总体稳定, CPI、PPI 走势分化。前三季度 CPI 同比上涨 2%, 从月度走势来看, 从年初的同比上涨 0.9% 波动上行至 9 月份的 2.8% 的年内高位。考虑到猪周期开启叠加传统消费旺季, 后续猪肉价格仍将保持较高水平并对食品价格形成支撑, 但近期发改委持续开展猪肉储备投放工作, 且秋季蔬果上市等均对食品价格涨幅形成制约。疫情反复下, 核心 CPI 前三季度处于 1% 以下的低位区间, 服务业和部分商品需求仍偏弱, 叠加翘尾因素影响逐渐走弱, 预计四季度 CPI 整体“破三”可能性较小。PPI 方面, 前三季度 PPI 同比上涨 5.9%。今年以来多项保供稳价政策先后落地实施, 且进入三季度, 国际原油等大宗商品价格高位回落, 叠加翘尾因素影响, PPI 当月同比增速从 1 月份的 9.1% 逐月回落至 9 月份 0.9%。后续看, 全球经济衰退预期升温、海外需求回落以及美元指数持续高位均对国际大宗商品价格形成压制, 叠加翘尾因素下行, 后续 PPI 或延续同比回落走势。值得注意的是, 8 月份, CPI-PPI 剪刀差转正, 9 月二者剪刀差进一步扩大, 后续在 CPI 保持相对高位以及 PPI 大概率延续回落下, 中小游企业盈利或仍存一定的修复空间。

图 9: CPI 保持在相对高位

图 10: PPI 持续回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



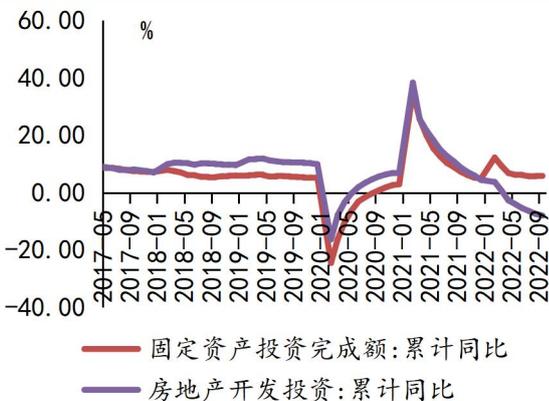
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）经济运行中的不利因素：需求偏弱或持续制约经济反弹，宽信用效果仍待继续加强

### 1. 房地产：房地产投资下滑趋势未改，或将延续并拖累投资修复

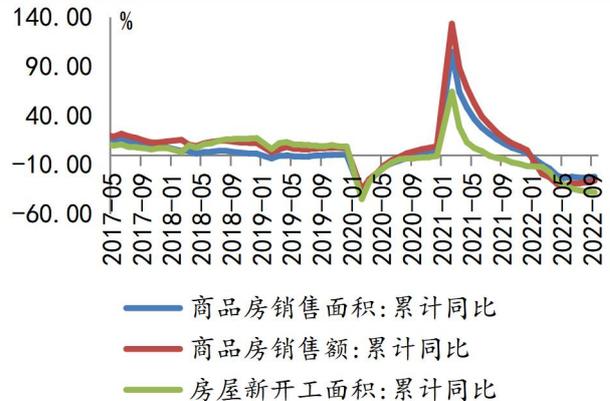
房地产投资增速持续下滑，市场预期偏弱仍未出现根本性扭转。房地产投资累计增速持续下滑，由一季度的0.7%跌至三季度末的-8%。今年以来，多地对楼市调控政策持续进行优化调整，如降首付、降税费、合理调整限购范围、提升公积金贷款额度等，支持刚性和改善性住房需求等，但融资、销售两端疲弱下房地产市场持续低位运行，三季度“断贷风波”在多地发酵进一步冲击居民购房信心。当前房地产投资持续下滑的拐点尚未出现，截至9月份，商品房销售面积及销售额增速持续处于二位数的下滑区间，前瞻指标房屋新开工面积增速三季度亦深度下滑，后续房地产投资或将延续低迷，短期内仍将处于探底阶段并拖累投资修复。

图 11：房地产投资延续下滑走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 12：地产行业持续低迷

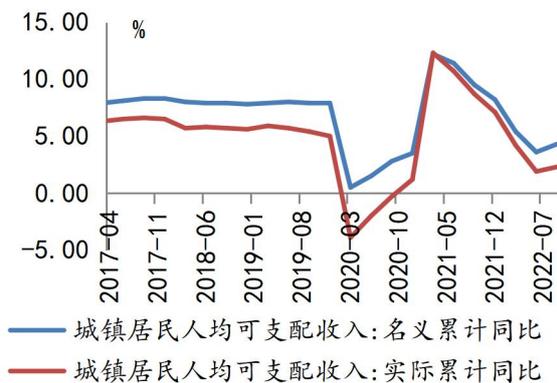


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 2. 消费：仍受疫情反复及信心不足拖累，四季度或呈弱修复态势

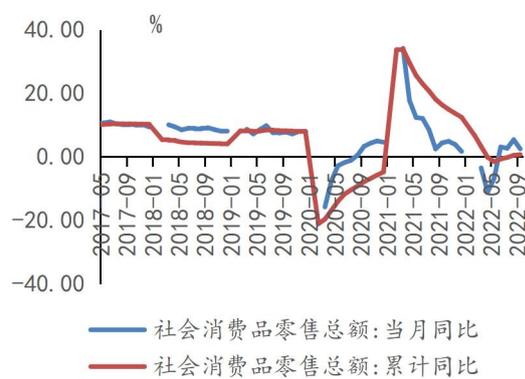
疫情反复下社零额增速相对偏弱，短期内或延续弱复苏走势。三季度在多项稳增长、促消费政策落地生效下，社零额增速由负转正，由上半年的-0.7%回升至三季度的0.7%，但仍低于去年同期3.9%的两年复合增速水平，扣除政策性因素拉动较强的汽车消费之后增速为0.7%，显示当前消费修复节奏仍旧偏慢。从单月走势来看，受疫情反复影响，消费整体修复偏弱，年初消费市场保持较快增长，但疫情冲击下4月份降至低点，随后6月份后恢复正增长，三季度虽保持6月以来的正增长，但增速仍偏慢。从线上消费来看，前三季度网上商品和服务零售额累计同比由年初的10.2%下行至9月份的4%，与去年同期18.5%的增速相比更是出现了显著下行，表明一季度末以来的疫情对物流环节的干扰较为明显。后续来看，促消费、扩内需政策支撑下预计消费延续修复态势，但仍受疫情反复扰动，且就业压力仍较大以及居民收入增速放缓等制约居民消费改善幅度，预计四季度或将延续弱修复态势。

图 13：居民收入增速整体放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：消费整体仍偏弱



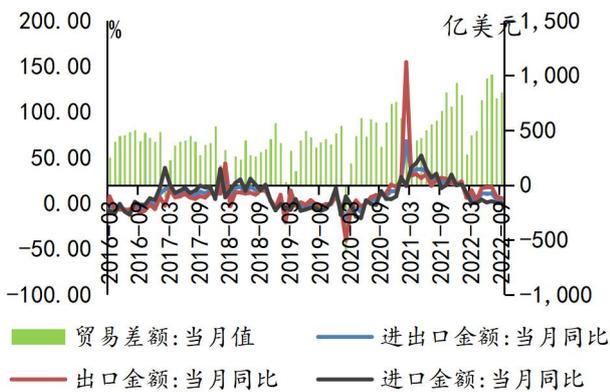
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 3. 外需：出口延续高增长的后劲不足，后续或将扰动制造业投资

外需走弱、错峰优势弱化下出口或难以延续高增长，后续或将对制造业投资产生扰动。前三季度出口同比增速为12.5%，进口同比增长4.1%，出口虽保持相对较高水平，但进口、出口增速均低于去年同期以及二季度增速水平。从进口来看，在价格因素对进口增速的支撑有所减弱、国内需求偏弱叠加基数效应影响下，截至9月进口增速已经连续两个月低于1%。从出口来看，随着疫情影响趋缓以及物流、人流不畅问题逐步得到解决，企业积压订单加快生产，5、6月份出口增速出现反弹式修复重回两位增速水平。但三季度出口增速逐月回落，在海内外疫情防控政策差异、海外经济衰退

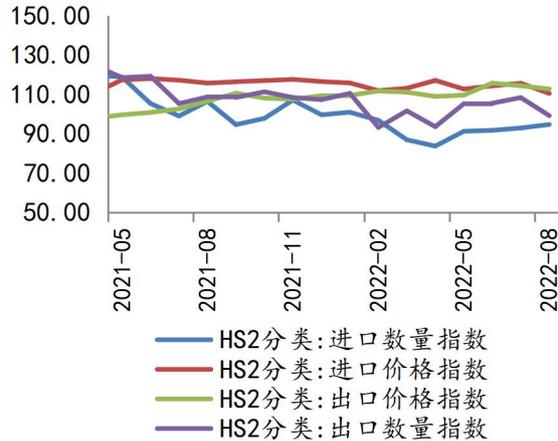
续期升温等因素影响下，从7月份的17.8%的年内次高点回落至9月份的5.7%。后续看，一方面，海外主要经济体滞胀风险或进一步上升，外需或进一步回落，IMF10月最新预测再次下调了发达经济体今明两年的增速以及2023年全球经济增速。值得注意的是，当前人民币虽相对美元贬值，但相对欧元、日元并未贬值，人民币走贬对出口的支撑作用或有限。另一方面，海外供应链产业链的持续修复，我国错峰优势正进一步弱化。此外，PMI新出口订单今年以来持续位于荣枯线之下，SCFI运价指数三季度以来显著回落，亦侧面表明外需景气度下滑，下半年我国外贸或仍将承压，而后续出口回落或将对制造业需求产生扰动进而对制造业投资形成掣肘。

图 15：出口增长放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：进出口价格走势



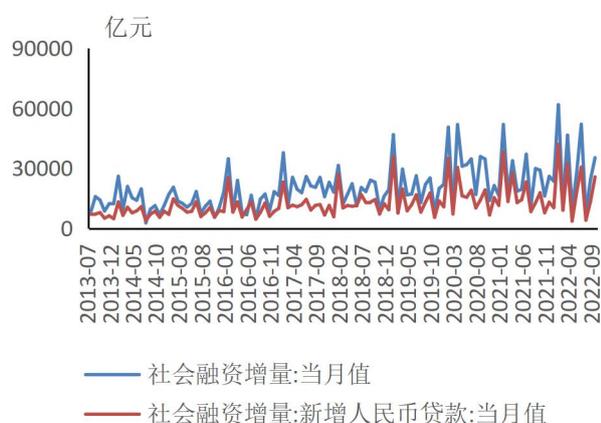
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

#### 4. 金融：社融增速主要依赖政策性因素拉动，融资需求持续改善基础不牢

政策性因素是社融改善的主要驱动力量，宏观经济弱复苏下宽信用政策工具仍需接续发力。三季度，融资需求不强叠加信贷节奏扰动7月新增社融再次收缩，8、9月政策性开发性金融工具相继落地支撑社融改善。从融资规模看，前三季度社会融资规模增量累计为27.72万亿元，比上年同期多增2.95万亿元，其中社融口径新增政府债券融资累计多增1.49万亿元，再考虑到项目资本金撬动的委托贷款和其他配套融资，政策性因素是支撑社融改善的主要力量。剔除掉政府债融资之后的社融存量增速为9.35%，与去年同期持平。从信贷规模看，前三季度新增人民币贷款总计18.1万亿元，同比多增1.36万亿元，但是，其中居民短期贷款同比少增3544亿元、居民长期贷款同比少增2.37万亿元，而企业短期贷款及票据融资规模同比多增2.24万亿元与1.69万亿元。前者体现出居民消费及购房意愿低迷，后者或体现出即便政策性因素支

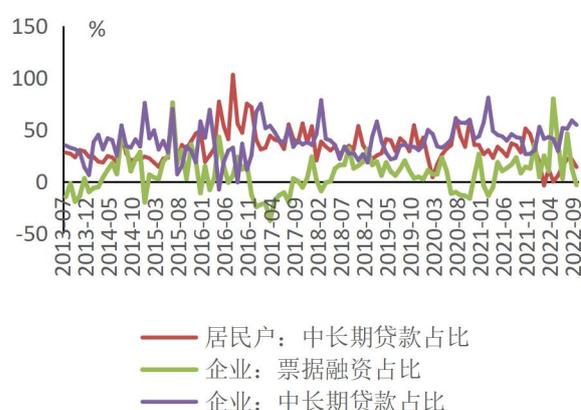
撑企业中长期贷款增加，但企业短期经营或仍面临较大的资金接续压力。总体来看，9月当月及前三季度社融增量主要依赖政府债融资以及相关配套融资，自发的融资需求或仍偏弱，居民的购房需求或也仍处于收缩阶段，融资及信贷数据均在一定程度上体现出前三季度宏观经济总体呈现弱修复，社融持续改善的基础仍不牢靠，宽信用政策仍需持续发力。考虑到政策性开发性金融工具效果将延续显现，专项债结存限额的发行使用也将成为重要的接续性支撑，维持我们此前判断，预计2022年社融存量增速在10.5%左右。

图 17：9月社融增量延续回暖



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：三季度末社融结构边际改善



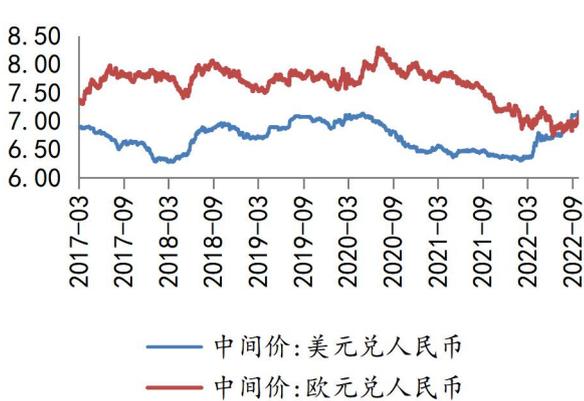
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 5. 汇率：美元指数走高趋势或仍延续，人民币存在一定贬值压力

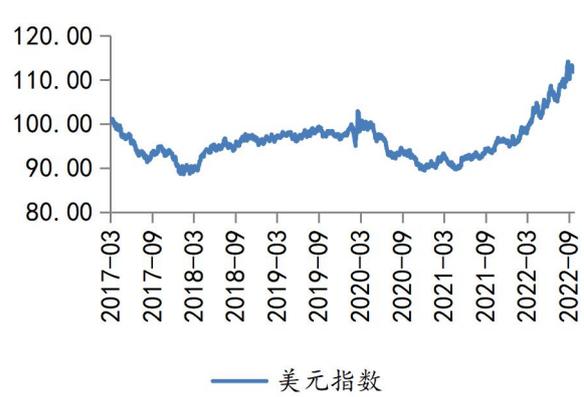
人民币总体处于贬值区间，美联储鹰派预期下人民币四季度仍存贬值压力。3月下旬疫情突发，人民币相对美元及欧元迅速贬值，4至5月银行结售汇顺差收缩，新增外汇占款法估算的热钱净流出增加，此后人民币汇率波动中贬值，8月中旬起贬值节奏再次加快，9月16日在岸人民币兑美元跌破7.0关口，为2020年7月以来首次。后续看，美联储及欧央行因应对严峻通胀而加快加息节奏，美元指数有走强趋势，且中美利差走扩下，资本外流压力亦有所加大，预计年内人民币仍将承压，但四季度中国宏观经济或延续企稳修复态势，经济基本面修复或对人民币汇率形成一定支撑。

图 19：上半年人民币从相对稳定转向波动

图 20：二季度或出现资本流出



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 二、宏观经济运行面临的风险及挑战有增无减

虽然三季度宏观经济持续修复，但当前经济运行中仍然存在多重风险与挑战，海外政经格局变动以及宏观政策转向导致外部不确定性、不稳定性持续存在，疫情影响虽边际弱化但负面影响尚未完全消除，微观主体面临多重困难、预期偏弱制约经济修复。此外，房地产调控政策虽有调整但市场低迷未改，需警惕其负面影响外溢；我国宏观债务风险持续处于高位，尤需关注经济下行、土地财政弱化下的区域性财政风险。

### （一）海外地缘政治演变及宏观政策转向带来的外部不确定性、不稳定性持续存在

俄乌冲突叠加中美博弈抬升外部不确定性。受俄乌冲突影响，全球不同阵营之间的分化加剧，百年未有之大变局加速演变，叠加中美之间的大国博弈持续，中国经济运行面临的外部不确定性、不稳定性持续上升。当前，俄乌之间战场形势胶着，冲突呈现长期化趋势，对全球经济的冲击依然持续，中国经济面临的外部政经环境仍然复杂。同时，今年以来，为了应对高通胀压力，美欧等全球主要经济体均采取了收缩性的宏观政策，加剧了全球经济需求的收缩压力。根据 IMF10 月最新预计，虽然对 2022 年全球经济增长仍然维持 7 月 3.6% 的预测，但 2023 年预期增长率下调至 2.7%，较 7 月预测下滑 0.2 个百分点，较 4 月预计更是下滑了 0.9 个百分点。此外，全球主要经济体尤其是美国的多次加息导致美元指数快速走高，人民币贬值压力加大，中美之间利差收窄，也对后续我国货币政策继续宽松稳增长带来一定程度的外部掣肘。

表 1：IMF 对全球经济增长的预测

	2021		2022 年 E			2023 年 E			最新预测 较上次预测变化
			10 月	7 月	4 月	10 月	7 月	4 月	

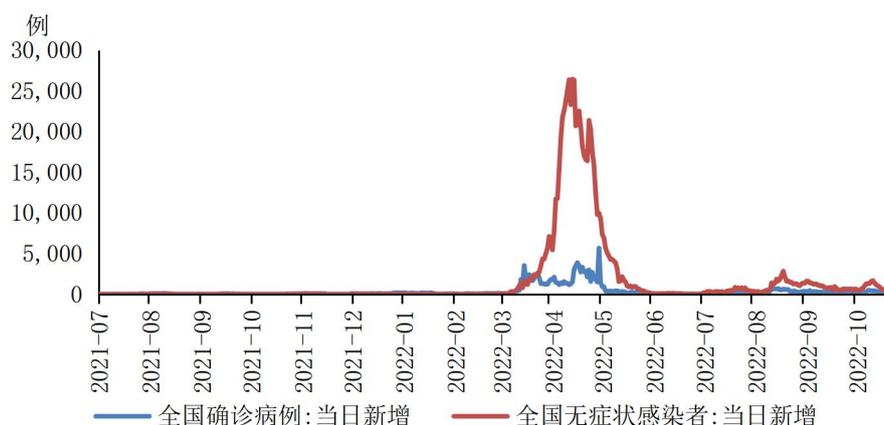
					化				
全球	6.0	3.2	3.2	3.6	0	2.7	2.9	3.6	-0.2
发达经济体	5.2	2.4	2.5	3.3	-0.1	1.1	1.4	2.4	-0.3
美国	5.7	1.6	2.3	3.7	-0.7	1	1	2.3	0
欧元区	5.2	3.1	2.6	2.8	0.5	0.5	1.2	2.3	-0.7
德国	2.6	1.5	1.2	2.1	0.3	-0.3	0.8	2.7	-1.1
法国	6.8	2.5	2.3	2.9	0.2	0.7	1	1.4	-0.3
日本	1.7	1.7	1.7	2.4	0	1.6	1.7	2.3	-0.1
英国	7.4	3.6	3.2	3.7	0.4	0.3	0.5	1.2	-0.2
加拿大	4.5	3.3	3.4	3.9	-0.1	1.5	1.8	2.8	-0.3
其他发达经济体	5.3	2.8	2.9	3.1	-0.1	2.3	2.7	3	-0.4
新兴市场和发展中经济体	6.6	3.7	3.6	3.8	0.1	3.7	3.9	4.4	-0.2
中国	8.1	3.2	3.3	4.4	-0.1	4.4	4.6	5.1	-0.2
印度	8.7	6.8	7.4	8.2	-0.6	6.1	6.1	6.9	0
东盟五国	3.4	5.3	5.3	5.3	0	4.9	5.1	5.9	-0.2

数据来源：IMF，中诚信国际

## （二）疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除

新冠疫情对经济运行的负面影响仍然尚未完全消除。虽然今年3-5月份的疫情对我国经济运行带来了明显冲击，但6月以来，疫情对我国经济的影响明显弱化，上海、北京等重点城市全面复工复产，每日新增疫情也出现明显下降，其他受到疫情影响的区域的生产生活也逐步恢复正常。但一方面，从疫情本身的发展态势来看，当前国内疫情多点散发的态势依然存在，一些地方时不时地采取“静默管理”等方式应对疫情，对当地生产生活带来负面影响；另一方面，出于对疫情带来的不确定性等因素影响，居民外出活动尤其是跨区域的活动受限，对消费尤其是服务业消费的修复带来了明显制约。此外，疫情持续已近三年，企业尤其是中小企业受到了明显冲击，且难以短期内修复，对就业带来明显冲击，居民就业难度加大、质量下滑，收入增长受限，消费动力不足，不利于经济尤其是消费修复。

图 21：疫情影响仍未结束



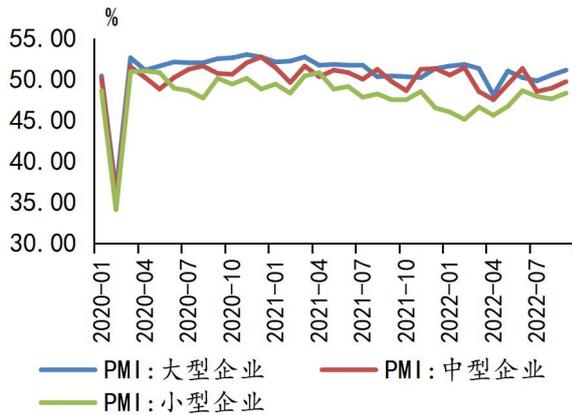
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （三）预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度

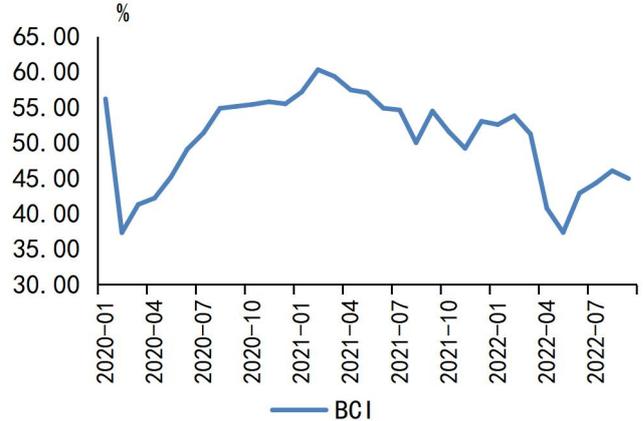
预期偏弱依然是制约宏观经济修复的重要短板。虽然三季度以来，随着二季度的疫情高峰过去，经济呈现持续修复势头，叠加稳增长政策的持续落地，微观主体信心也得到一定程度的修复，9月制造业PMI由负转正，但在外需回落、内部需求疲弱的背景下，微观主体尤其是中小企业预期偏弱的情况并没有明显改观。具体来看，制造业PMI中，中小企业的PMI仍出于景气线之下，说明中小企业的修复仍然面临多重困难；中国企业经营状况指数（BCI）9月份仍然处于45%的低水平；尤为值得一提的是，9月份非制造业PMI仅略高于景气线，为50.6%，较上月回落2个百分点，低于2020年疫情以来的同期水平，疫情持续下服务业生产持续偏弱态势值得高度关注。展望后续，扰动中国经济运行的俄乌冲突、新冠疫情、外需走弱等因素短期难以完全消除，经济下行压力仍然较大，在此背景下，市场主体预期偏弱态势短期或难以扭转，从而影响企业扩大生产的积极性，进一步造成预期走弱-需求偏弱-经济修复偏弱的负向循环，不利于经济的持续修复。

图 22：小型企业 PMI 持续位于景气线之下

图 23：BCI 指数仍低于景气线



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



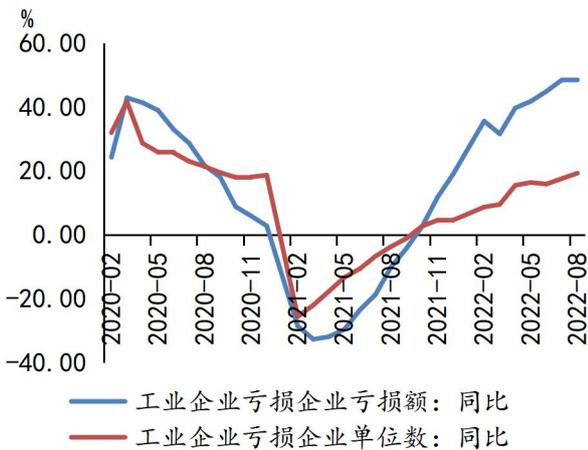
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

#### (四) 微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足

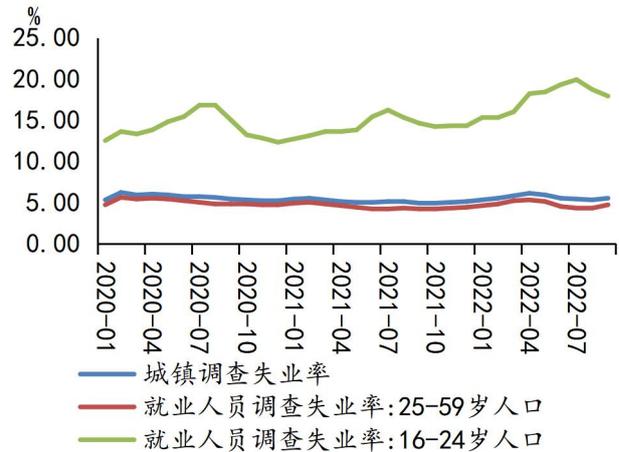
企业经营状况并未得到根本好转，居民部门面临结构性就业困难。虽然工业增加值增速正向常态化水平回归，但三季度以来，工业企业营业收入同比增速仍处于持续回落态势，工业企业利润7-8月更是出现负增长。与此同时，工业企业亏损额和亏损面仍在持续扩大，截至8月底，工业企业利润亏损额同比增长48%以上，同比增幅较上半年进一步扩大，工业企业亏损家数同比增加19.3%，较上半年上升3.4个百分点。在疫情影响持续、经济下行压力持续存在、外部需求疲弱的背景下，企业生产经营面临的形势仍然十分严峻。居民部门同样面临较大的困难，虽然三季度以来城镇调查失业率较二季度有所回落，青年群体（16-24岁年龄段）的失业率高位攀升势头也得到了一定程度的遏制，但9月份青年群体的调查失业率仍处于17.9%的高位水平，青年群体的失业状况值得高度关注，且在互联网、教育、房地产等领域头部企业均大规模裁员的背景下，25-59岁群体的就业质量或有所下降。在企业、居民等微观主体困难与市场活力不足之间存在明显的负向反馈关系：就业压力加大、就业质量下滑，导致居民部门收入难以有效增长，对未来预期较为悲观，消费动力不足，而消费不足又反过来拖累企业部门的生产经营，市场活力进一步下滑，并再次对居民就业和收入增长产生制约。

图 24：亏损企业家数和亏损额同比处于高位

图 25：中青年群体就业压力依然突出



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## (五) 信心不足依然制约房地产市场，需警惕其负面影响外溢

信心不足之下房地产市场调整仍在持续，短期内或难有明显改观。今年以来在因城施策的基调下，国内多个城市都出台了边际放松房地产调控的措施。9月底，在前期多地边际放松房地产调控政策基础上，全国性的房地产调控政策也出现放松，包括对居民换购住房实施个人所得税优惠支持改善性需求<sup>1</sup>、下调首套个人住房公积金贷款利率<sup>2</sup>、阶段性调整差别化信贷政策<sup>3</sup>，等等。但是，调控政策效果的显现存在时滞，投资者、购房者对房地产市场的信心普遍不足，居民对房地产市场的未来预期或已经发生改变，叠加高房价收入比、居民收入增长放缓，居民购房动力较为缺乏，房地产市场低迷态势短期或难有明显改观。

房地产涉及面广，未来仍需持续警惕房地产市场持续低迷所带来的负面影响。首先，房地产投资牵涉的产业链条长，在投资中占比高，9月份房地产投资降幅进一步扩大，仍需持续关注房地产投资低位运行对稳投资、稳经济的拖累。其次，随着房地产市场调整的延续，全国政府性基金收入增速也将面临持续下滑的压力，地方财政收支压力加剧，地方财政实力的弱化，将使得其对当地城投企业的支持能力弱化，一些债务风险比较大、区域经济财政实力比较弱、本身资质比较弱的平台公司信用风险暴露

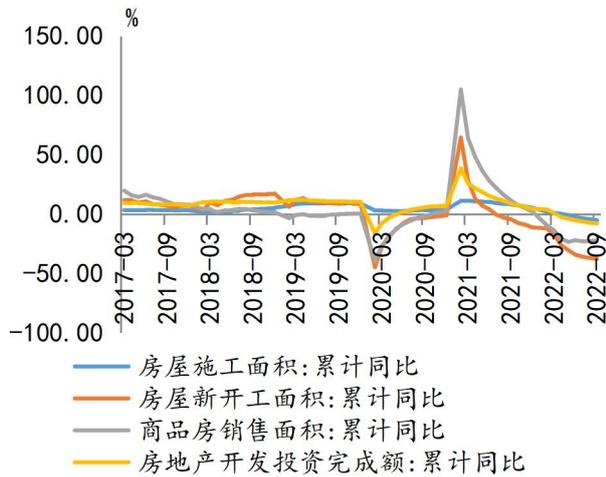
<sup>1</sup> 9月30日，财政部、税务总局发布公告，明确支持居民换购住房有关个人所得税政策，自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

<sup>2</sup> 9月30日，中国人民银行决定，自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下（含5年）和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。

<sup>3</sup> 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》（以下简称“《通知》”），决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，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。

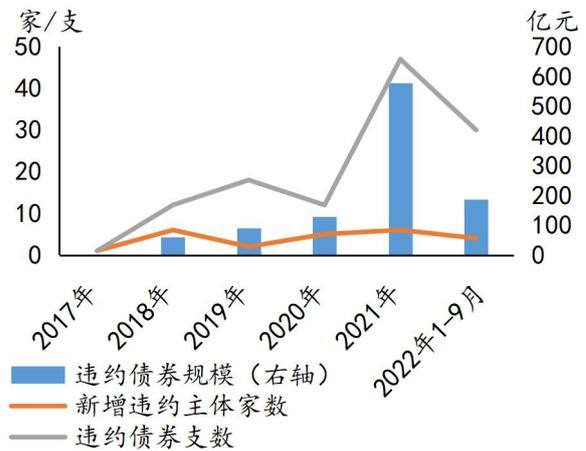
的压力或加大。再次，房地产是居民财富的重要载体，房地产市场的波动以及房地产企业信用风险的爆发也可能对居民部门产生不利影响。今年以来，多地爆发“烂尾楼”购买人集体公告“断贷”事件，虽然从多家上市银行公布的涉及“烂尾”“断贷”风险的数据来看，相关风险贷款占居民按揭贷款的比重非常小，风险总体可控，但仍需关注“断贷”事件持续发酵导致出现“房地产市场下行预期——房地产价格大幅下跌——地产抵押品价值大幅缩水——商业银行风险扩大——金融体系风险”的传导。此外，今年以来，地产企业信用风险持续处于高发态势，仍需警惕地产企业信用风险向金融体系、居民部门的传导。

图 26：房地产市场持续低位运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 27：房地产信用风险仍处于高发态势



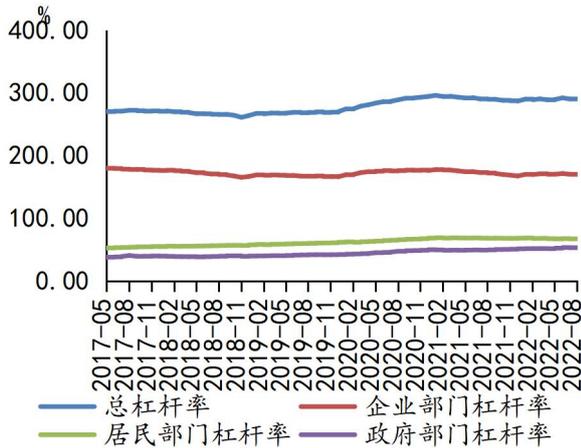
数据来源：中诚信国际债券违约数据库

## （六）债务水平仍处于高位，警惕潜在的区域性财政风险

宏观杠杆率处于高位，还本付息压力依然较大。据我们的测算，截至 2022 年 8 月底，我国非金融部门（包括非金融企业部门、政府部门、居民部门）总债务为 349 万亿元，杠杆率接近 290%。如此巨量的债务总量给实体部门带来了巨大的还本付息压力：在此债务水平下，如果平均融资成本为 3%，则每年的利息支出约为 GDP 的 9%；如果平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上。同时，巨量的债务也对宏观政策稳增长带来了一定程度的制约。从非金融部门内部三大部门来看，非金融企业部门杠杆率呈高位波动态势，需要警惕经济下行期企业部门债务过快收缩所带来的风险；受房地产低位运行影响，2020 年以来居民部门杠杆率持续波动回落，后续需关注居民债务压力的局部释放及地产行业风险演化对居民资产负债表的

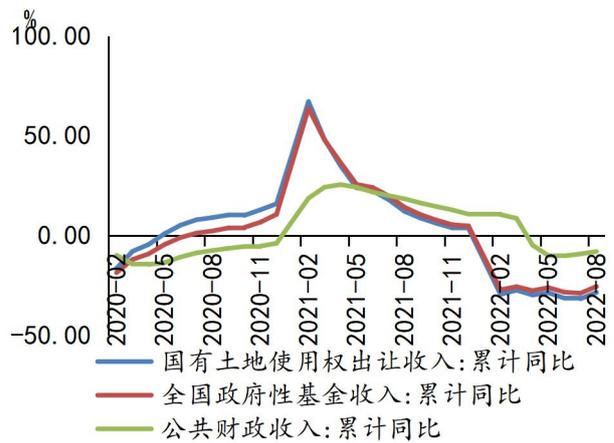
影响；政府部门显性债务风险虽然可控，但疫情冲击下区域风险分化加剧，部分区域隐性债务风险突出，尤其需要关注经济下行、土地财政弱化背景下地方财政收支压力加大，地方政府债务承载能力下滑，导致地方政府债务风险向融资平台传导。

图 28：非金融部门杠杆率处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库

图 29：土地出让收入明显下滑



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### 三、稳增长政策意愿较强但空间缩小，全年 GDP 增速或为 3.4%左右

宏观经济延续修复的过程中风险与挑战交织，特别是疫情及疫情防控的持续或仍在供需两端形成收缩性压力，政策稳增长的意愿依然较强。稳增长政策支撑叠加低基数因素影响，四季度 GDP 增速或延续回升至 4.5%，全年 GDP 增速或为 3.4%左右。但随着各项接续政策及增量政策已经落地使用，加之货币政策宽信用效果不佳、财政政策面临收支缺口压力，以及风险防范压力、隐性债务化解约束，稳增长政策的发力空间或相对有限。从中长期看，疫情冲击之下潜在增长平台下移，GDP 或提前进入中低增速区间，但“二十大”提出的中国式现代化战略安排将为经济高质量发展提供持续支撑，高端制造、绿色经济以及科技创新对于经济增长的拉动或将有所增强。

#### （一）宏观政策稳增长的意愿较强，但政策空间却面临一定收缩压力

稳增长政策意愿较强，接续性政策持续发力。自 8 月中下旬以来稳增长政策明显提速，其中国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，其中包括追加 3000 亿元以上金融工具额度以及用好 5000 多亿元专项债地方结存限额等。央行则调降 MLF 和逆回购利率，并同步下调 LPR 利率，以提振信贷需求。而自 6 月以来，政策层面提出

的新增资金支持额度已经超过 2 万亿元，包括 8000 亿元的政策性银行新增信贷额度、6000 亿元可做资本金的政策性金融工具、2000 亿元的设备更新再贷款、2000 亿元的保交楼专项借款（部分可能与 8000 亿元的政策性银行信贷有重复），以及 5000 亿元的存量专项债限额发行。在各项政策支撑之下，稳增长政策效果也持续显现，特别是基建投资持续保持了较高增速，社融规模也在政策性因素拉动之下于 8 月、9 月出现扩张。

随着各项增量政策及接续性政策的落地，后续政策空间或面临一定收缩压力。从货币政策空间来看，前三季度货币政策以稳健为基调，着力引导实体融资成本下降并通过结构性政策精准支持小微企业、制造业及绿色产业等相关领域，从货币供给来看保持了流动性的相对充裕，四季度料将保持同样的政策基调。但由于实体融资需求偏弱，广义货币供给 M2 自 4 月份以来便持续高于社融存量增速，从利率角度来看，DR007、R007 等资金利率也持续低于七天逆回购政策利率，表明宽货币向宽信用传导存在一定阻滞，货币政策效果并未充分实现。从外部制约因素看，中美利差倒挂且差值随着美联储的加息操作不断扩大，加上人民币汇率存在的贬值压力，继续实施货币宽松的空间或有所收缩。从财政政策空间来看，大规模减税退税以及土地出让收入减少，或带来今年财政收入相较预算规模缩水 2.5 万亿元以上，这或带来地方政府以兜底基本民生及保证基层基本运转为主要考量，对于经济增长的诉求相对减弱。此外，隐性债务防范的压力以及对于专项债项目审核及资金使用趋严，或也对财政政策拉动基建形成了一定约束。四季度财政收支的压力依然较大，积极的财政政策基调不改，但仍然会兼顾稳增长与防风险的平衡。

图 30：社融存量同比增速低于货币供给增速



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 31：财政预算收入与政府性基金收入显著下滑

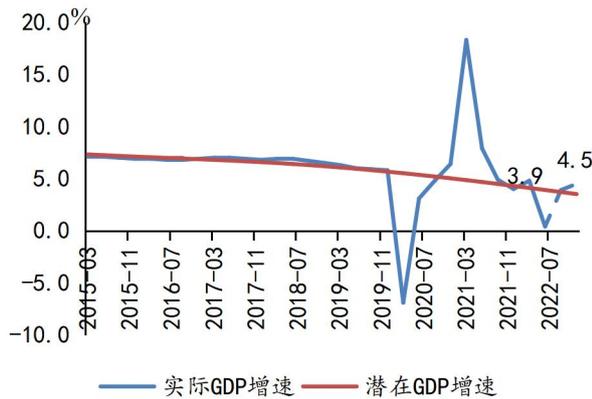


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）短期看四季度增速或延续回升，中长期看 GDP 或提前进入中低增速区间

四季度 GDP 增速或延续回升，全年增速或为 3.4% 左右。前三季度经济生产端逐步向常态回归，后续疫情防控常态化或对于生产的干扰边际减弱，疫情因素或对于生产的拖累作用持续降低。疫情及疫情防控若对于人员流动的限制程度有所降低，居民消费或也有较大回暖空间。随着政策性开发性金融工具的效果持续释放，5000 亿元专项债结存限额的落地使用，加之货币政策稳中偏松并持续引导宽信用及 2023 年部分专项债额度有望提前下达，四季度 GDP 增速将较三季度继续环比改善。此外，因去年四季度 GDP 增速仅为 4%，增速相对偏低，低基数的作用或也有利于今年四季度的 GDP 增速改善。利用趋势分解法粗略估算，四季度 GDP 增速约为 4.5% 左右，全年 GDP 增速或为 3.4% 左右。

图 32：全年 GDP 增速或为 4.4% 左右



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观利率数据库

图 33：趋势分解法分解 GDP 增速



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观利率数据库

从中长期看，自明年三季度起 GDP 或提前进入中低增速区间。疫情冲击带来长期增长与潜在增长平台的下移。从潜在增速来看，利用 HP 滤波方法计算可得在无疫情冲击下，2022 年 GDP 潜在增速为 5.5% 左右，纳入 2020 年疫情影响后回落至 4.8%，纳入本轮疫情冲击之后进一步潜在经济增速进一步回落至 4.0%。中长期来看，若无疫情冲击，GDP 或将保持 5% 以上的中高增速至 2025 年。疫情冲击之下，2023 年下半年之后 GDP 增速或将持续位于 5% 以下，提前进入中低增速区间，至 2035 年潜在增速或进一步下行至 3% 左右。但是，随着“二十大”提出中国式现代化战略安排，高端制造业发展、绿色经济转型以及科技创新要素拉动，或将持续为高质量发展注入新的增长动能，不排除长期潜在增长平台再次上行的可能。

## 四、风险资产表现较弱，资产配置建议防守型布局

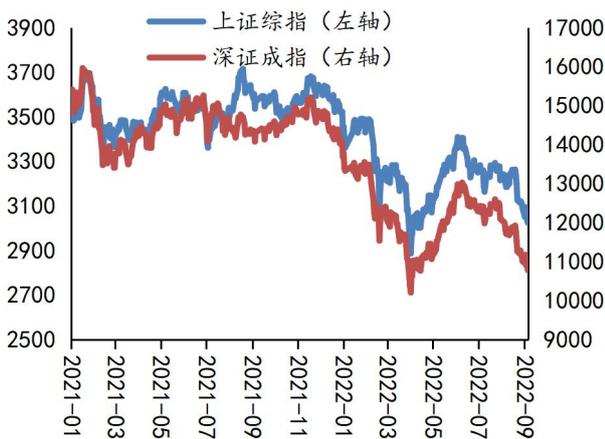
前三季度，各类资产表现分化，债券市场表现较好，商品和权益跌幅较高，收益排序为债券>大宗商品>股票。后续看，在国外经济衰退风险上升以及国内经济弱修复下，股票市场整体运行或仍偏弱，叠加货币政策或较为宽松，宏观环境对债市仍偏利好，债券表现或优于权益，建议防守型资产配置；若宽信用逐步得到验证，可适当增加权益配置比例。此外，在欧美货币政策偏紧、全球经济运行偏弱下，大宗商品价格或面临下行风险，建议谨慎配置。

### （一）大类资产回顾：各类资产表现分化，商品、权益跌幅较高

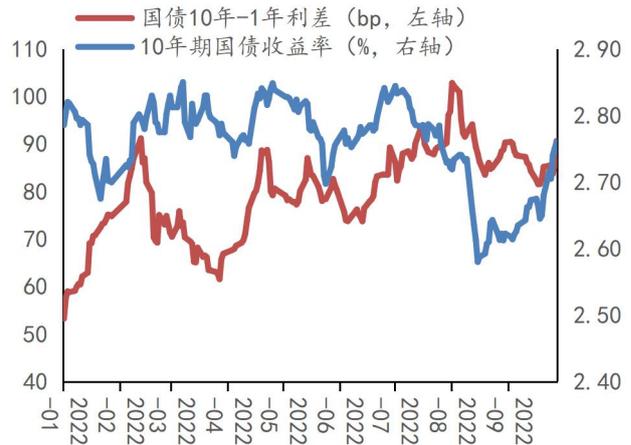
前三季度，各类资产表现分化，债券市场表现优于大宗商品和权益。分类别看，5-6月受稳增长政策持续发力、市场情绪回暖等因素影响，股票市场止跌转涨、波动上行，但随后在疫情反复、经济修复仍面临一定约束下，股票市场波动下跌，前三季度上证综指、深证成指、创业板指跌幅分别为16.91%、27.45%、31.11%。从估值看，目前上证综指、深证成指市盈率近五年历史分位约为13%、46%，近十年历史分位约为27%、49%，处于历史较低水平。从资金流动看，在美联储加息、俄乌冲突爆发等因素影响下，一季度北向资金净流出243.29亿元；二季度悲观情绪有所缓解，外资持续热情上升，北向资金净流入976.27亿元；三季度全球经济悲观预期升温，市场风险偏好有所下行，新兴经济体外资流出压力有所加大，北向资金净流出195.87亿元。债市收益率整体呈区间波动走势，前三季度10年期国债收益率中枢较去年同期下行31BP至2.76%，其中三季度受降息落地、资金面较为宽松等因素影响，收益率中枢较二季度下行7.94BP至2.71%。商品指数先涨后跌，前三季度跌幅约为3%，其中一季度呈整体上行走势，原油等能源类商品涨幅较高；二季度在美联储加息进程加快、全球经济衰退预期升温等因素的影响下，商品指数大幅回落；三季度商品指数受国内需求疲软、国外流动性利空等因素影响，呈现弱势震荡走势，跌幅约8%。从黄金看，伦敦金价格呈先涨后跌走势，前三季度跌幅为9.21%，3月后受美联储持续加息、美国通胀有所回落等因素影响，黄金价格波动下行。

图 34：股票市场价格走势

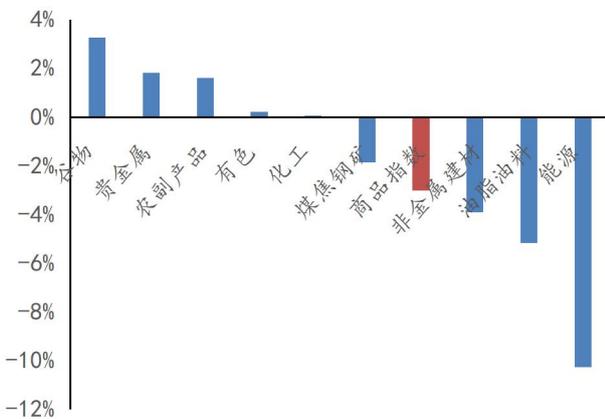
图 35：10 年期国债收益率走势



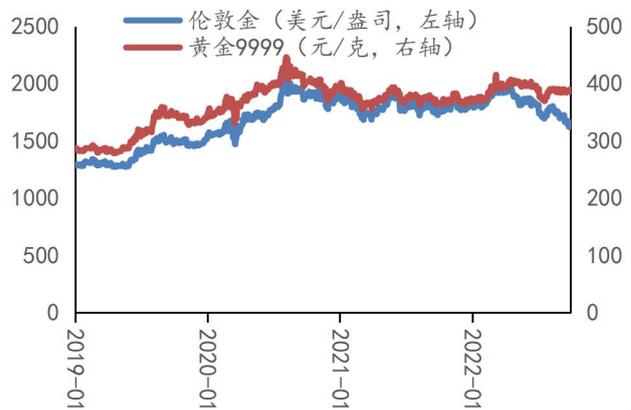
数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图 36: Wind 商品指数涨跌幅 (前三季度)**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图 37: 黄金价格走势**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## (二) 大宗商品面临下行风险，资产配置建议防守型布局

大宗商品面临下行压力，债券表现或优于权益。从股票市场看，四季度经济修复仍面临市场信心不足、预期偏弱、疫情扰动等多重因素制约，部分微观主体仍有经营压力，在此背景下，股票市场持续上行的可能性较低，叠加全球经济衰退背景下，市场风险偏好有所下行，海外资金或继续流出新兴市场，上证综指整体运行或依然偏弱，仍建议关注政策支持力度大、估值相对较低的基建产业链，包括水利、城市更新、设备改造等传统基建以及数据中心、新能源等新基建。从债券市场看，考虑到政策向基本面传导尚需时日以及冬季开工率通常较低，四季度经济修复或仍然偏弱，国债收益率大幅上行动力不足；同时，央行大概率在跨年时点加大投放力度维稳资金面，春节前银行间流动性或仍较为充裕，叠加资产荒下利率债配置需求或有所上升，收益率或仍呈低位波动走势。信用债方面，在经济修复不确定性因素仍存的背景下，微观主体

或仍面临盈利修复放缓、融资结构性收缩的压力，信用债尾部风险或将持续释放，仍需关注盈利能力弱化、债务压力较大等行业的尾部发行人兑付情况。从大宗商品看，伴随全球经济衰退，大宗商品需求或较为疲弱，叠加欧美主要经济体货币政策整体仍呈偏紧态势，流动性利空下大宗商品价格整体或面临一定的下行风险。黄金方面，目前黄金价格处于 2020 年以来较低水平，全球经济衰退下，市场避险性情绪或有所升温，或利好黄金价格走势，但美联储持续加息等或对黄金价格走势形成一定制约。整体而言，在国外经济衰退风险上升以及国内经济弱修复下，股票市场整体运行或仍偏弱，叠加货币政策或较为宽松，宏观环境对债市仍偏利好，债券表现或优于权益，建议防守型资产配置；若宽信用逐步得到验证，可适当增加权益配置比例。此外，在欧美货币政策偏紧、全球经济运行偏弱下，大宗商品价格或面临下行风险，建议谨慎配置。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

