

二零二二年十月二十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2022年三季度，一系列宏观经济刺激政策发力显效，有效缓解了防疫措施及外部环境恶化对中国经济造成的冲击。尽管经济发展仍面临着疫情复燃、房地产行业危机、地缘政治风险等不确定性因素，但经济复苏动力正持续恢复，三季度GDP增速企稳回升，同比增长3.9%（环比增长3.9%），优于市场预期的3.3%和二季度的0.4%。
- 总的来说，防疫措施限制人员流动，主要经济体流动性收紧、俄乌冲突等因素令全球经济发展压力进一步上行，而大宗商品价格高企及房地产业危机等问题导致中国的政策制定者面临更加严峻复杂的经济形势。
- 展望未来，中共二十大的胜利召开为中国未来5年甚至更长时期谋划更可持续的发展蓝图，来应对复杂多变的内外挑战。尽管当前经济发展所面临的风险与挑战不断上升，但中国当局预计仍将坚定不移地通过一系列有针对性的政策工具来刺激经济发展，扶持企业，保障民生。
- 随着各项支持性政策持续发力，中国的经济复苏基础将不断得到巩固。考虑到消费及投资板块将进一步恢复，我们预计2022年中国的经济增速将达到3.3%。

林樵基
研究部主管
banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

中国三季度延续稳定复苏

2022年三季度，一系列宏观经济刺激政策发力显效，有效缓解了防疫措施及外部环境恶化对中国经济造成的冲击。尽管经济发展仍面临着疫情复燃、房地产行业危机、地缘政治风险等不确定性因素，但经济复苏动力正持续恢复，三季度GDP增速企稳回升，同比增长3.9%（环比增长3.9%），优于市场预期的3.3%和二季度的0.4%。主要经济指标中，固定资产投资、工业生产、零售消费和对外贸易加速复苏，但房地产投资则持续低迷。与此同时，9月城镇调查失业率从8月的5.3%升至5.5%，反映制造业和服务业就业市场压力上行。前三个季度，中国GDP同比增长3%，较上半年的2.5%有所改善。总的来说，防疫措施限制人员流动，主要经济体流动性收紧、俄乌冲突等因素令全球经济发展压力进一步上行，而大宗商品价格高企及房地产行业危机等问题导致中国的政策制定者面临更加严峻复杂的经济形势。展望未来，中共二十大的胜利召开为中国未来5年甚至更长时期谋划更可持续的发展蓝图，来应对复杂多变的内外挑战。尽管当前经济发展所面临的风险与挑战不断上升，但中国当局预计仍将坚定不移地通过一系列有针对性的政策工具来刺激经济发展，扶持企业，保障民生。随着各项支持性政策持续发力，中国的经济复苏基础将不断得到巩固。考虑到消费及投资板块将进一步恢复，我们预计2022年中国的经济增速将达到3.3%。

前三季度固定资产投资稳步扩张。今年前三季度，全国固定资产投资同比增长5.9%（9月环比增长0.53%），低于市场预期的6%及2021年全年的4.9%。固定资产投资的持续增长主要得益于基础设施投资（前三季度增10.1%）以及制造业投资（前三季度增8.6%）的持续反弹。不过，房地产投资仍然低迷，上半年降幅扩大至8%，远不及2021年的增长4.4%，反映房地产行业的前景仍然黯淡。总的来说，固定资产投资按月仍有一定的升幅，反映出复工复产的有序推进、中央鼓励基建重启的政策发力显效，以及地方政府债券加速发行，为固定资产投资的增长带来利好。我们仍然认为，当前中国宽松的流动性环境以及支持性政策将进一步刺激由信贷驱动的基础设施建设投资。在这种情况下，对传统基础设施项目、高新科技产业和工厂设备升级改造相关的投资仍有发展空间，将进一步推动未来数月固定资产投资的增长。

三季度工业生产快速恢复。今年9月，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，高于市场预期的4.8%和8月的4.2%。三季度工业增值的同比增速则由二季度的0.6%加快至4.8%。可以看出，随着三季度供应链瓶颈改善和全球大宗商品价格压力缓解，中国工业活动已重拾增长动能。不过，尽管当前经济形势严峻，但复工复产持续推进帮助部分行业的制造业活动在9月加速复苏。尤其是“汽车

制造业”、“电气机械和器材制造业”、“化学原料和化学制品制造业”、“计算机、通信和其他电子设备制造业”，同比增幅分别达 23.7%、15.8%、12.1%和 10.6%。我们认为，尽管全球流动性收紧导致经济衰退风险上升，威胁中国及其他贸易伙伴经济活动正常化的进程，但中国的工业活动已逐步恢复产能，国内需求的回升和强有力的政策支持将帮助中国工业产品的新订单不断增长，利好未来几个月工业活动的复苏。

三季度消费市场持续改善。今年 9 月，全国社会消费品零售总额同比上升 2.5%，逊于市场预期的 3%和 8 月的 5.4%；就三季度而言，消费市场环比增长 3.5%，扭转了二季度下跌 4.6%的局面。今年前三季度的全国网上零售额为 9.6 万亿元，同比增长 4%，显著低于 2021 年全年 14.1%的增速。总的来说，三季度消费市场持续改善主要得益于疫情的负面影响进一步消除，经济活动恢复正常化，9 月零售消费额在月环比基础上恢复正增长。部分消费品在 9 月更实现快速增长，是推动消费市场复苏的主要动力，其中“汽车类”（同比升 14.2%）、“石油及制品类”（同比升 10.2%）、“中西药品类”（同比升 9.3%）、“文化办公用品类”（同比升 8.7%）。展望未来，随着消费情绪的改善，消费市场将继续稳步扩张，未来数月的零售消费额预计将保持正增长。

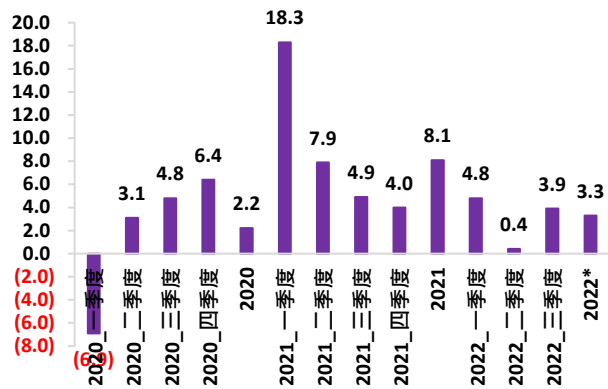
三季度对外贸易活动持续向好。中国 9 月以人民币计价出口额同比增速升至 10.7%，低于市场预期的 11.3%和 8 月的 11.8%；9 月进口额同比增幅达 5.2%，低于市场预期的 8.4%，但高于 8 月的 4.6%。疫情缓解令不少出口企业的工业零部件物流阻力减小，生产及运输效率提升，海外出货量保持双位数增长，经济环境的改善亦带动进口贸易的增长势头增强。就 2022 年三季度整体而言，进出口总额同比增速从二季度的 7.8%回升至 11%，其中进、出口额增速分别从二季度的 1.8%和 12.8%回升至 5.6%和 15.2%，贸易顺差较二季度的 1.45 万亿元进一步扩大至 1.79 万亿元。2022 年第三季度中国对外贸易恢复稳定增长反映工厂复工复产和供应链瓶颈缓解，以及国内对海外商品的需求释放，推动进出口活动蓬勃发展。2022 年前三季度，中国对外贸易同比增速较 2021 年全年的 21.4%放缓至 9.9%，其中出口和进口增速分别从 2021 年的 21.2%和 21.5%放缓至 13.8%和 5.2%，贸易顺差达 4.2 万亿元人民币。展望未来，疫情缓解令国内供应链陆续恢复正常，生产经营活动亦回归正轨，海外订单得以顺利交付。不过，尽管全球滞胀风险升温令海外地区对中国产品的需求放缓，中国的整体贸易活动面临不小挑战，我们预计 2022 年剩余时间中国的对外贸易行业预计仍将维持在合理区间内运行。

9 月物价继续上行，工业通胀压力持续缓和。中国 9 月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.8%，低于市场预期的 2.9%，但高于 8 月的 2.5%。三季度 CPI 同比增长 2.7%，高于二季度的 2.2%。今年前三季度，CPI 同比增长 2%，高于 2021 年全年的 0.9%。9 月 CPI 加速上涨，主要由于能源价格飙升令交通工具用燃料价格同比增长 19%，以及猪肉价格同比增长 36%所致。不过，当前的物价压力尚属可控范围，通胀率仍低于当局 3%的目标。工业生产者出厂价格指数（PPI）增幅在 9 月放缓至 0.9%，低于市场预期的 1%和 8 月的 2.3%。整个三季度而言，PPI 的同比增幅从二季度的 6.8%下降至 2.5%。2022 年前三个季度，PPI 增幅从 2021 年的 8.1%放缓至 5.9%。总的来说，在高基数效应和大宗商品价格持续回落的影响下，9 月的工业通胀压力在环比基础上进一步缓和。然而，高企的原油和大宗商品价格仍在推高中国的工业通胀水平，9 月“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“燃气生产和供应业”

和“电力、热力生产和供应业”的价格分别同比上涨 31.1%、17.2%、16.4%和 10.1%。展望未来，能源和大宗商品价格波动、全球经济衰退风险以及新冠疫情将继续对消费品和工业品的需求带来不确定性，为中国经济增长前景蒙上阴影。不过，考虑到政策会在保障供应链弹性、拉动消费需求方面持续发力，消费和工业价格水平渐趋稳定，为 2022 年中国经济平稳运行创造有利条件。

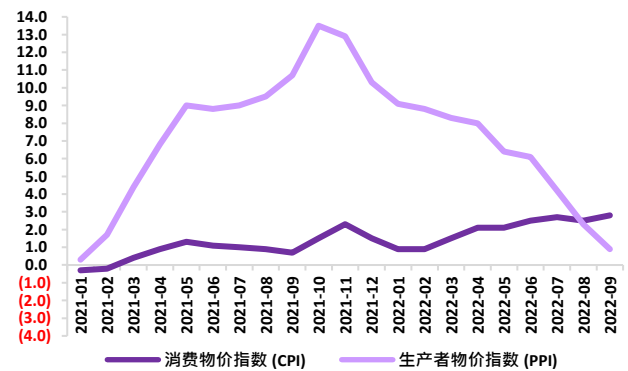
三季度广义货币需求进一步扩大。今年 9 月，广义货币（M2）余额同比增长 12.1%，符合市场预期，但略低于 8 月的 12.2%。9 月新增人民币贷款 2.47 万亿元，高于市场预期的 1.8 万亿元和 8 月的 1.25 万亿元；三季度人民币贷款共增加 4.4 万亿元，同比增速达 11.2%。用于衡量宏观经济中信贷和流动性的广义指标——社会融资规模增量在 9 月达 3.53 万亿元，高于市场预期的 2.75 万亿元和 8 月的 2.43 万亿元；三季度社会融资规模增量累计为 6.7 万亿元，同比减少 3.5%。总的来说，三季度的社会融资情况反映中国人民银行坚持审慎管理流动性的方针不动摇，并通过灵活调整货币政策的宽松力度，助力经济复苏，为中国的经济发展提供长期稳定的金融环境。展望未来，中国经济当前的复苏之路崎岖不平，国内疫情复燃和内外经济环境不确定性上升，都令中国经济面临较大的下行压力。在这样的大环境之下，我们预计人行会继续根据经济复苏的进程适时调整货币政策的宽松规模，加强对经济和金融市场发展的支持，确保经济活动的合理稳定增长。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



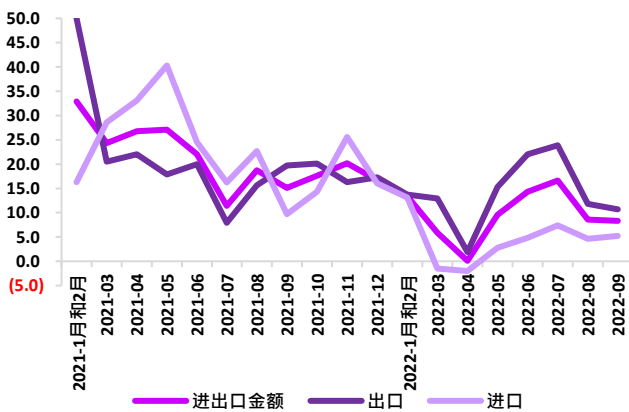
来源: 彭博 *光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



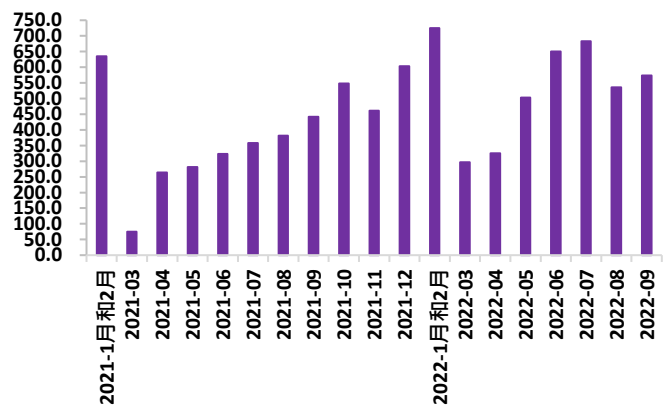
来源: 彭博

图.3: 进出口(同比%) (按人民币)



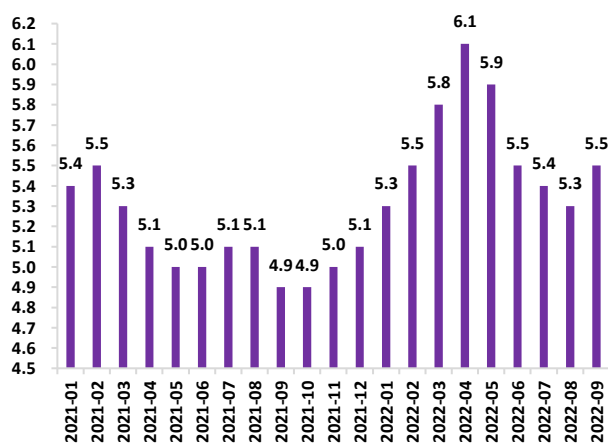
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



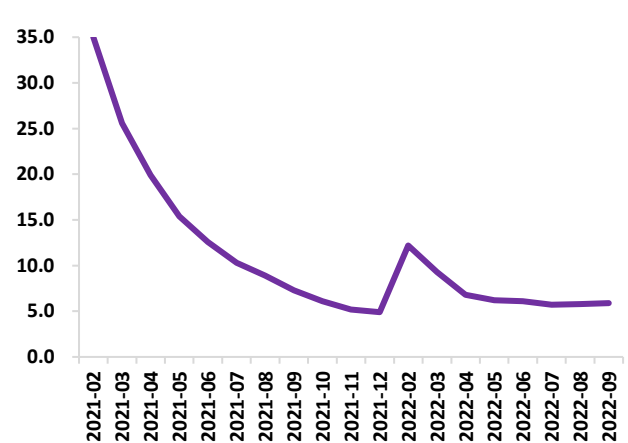
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



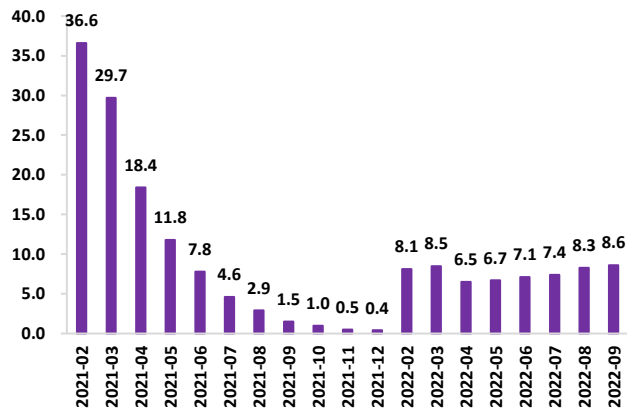
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



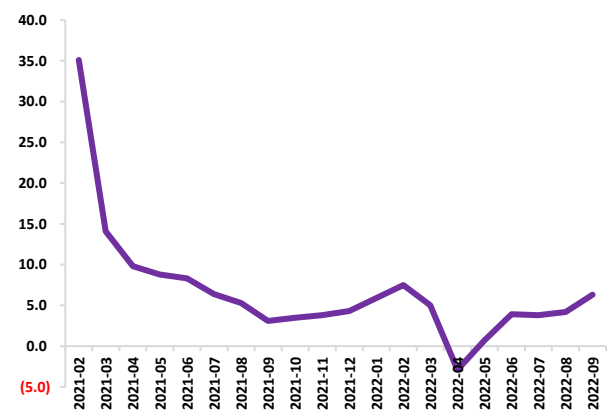
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



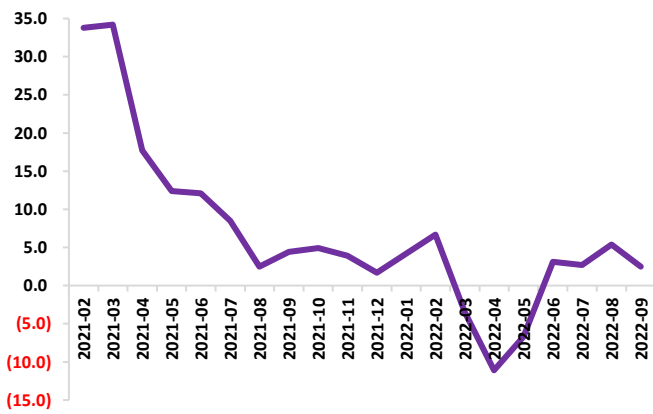
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



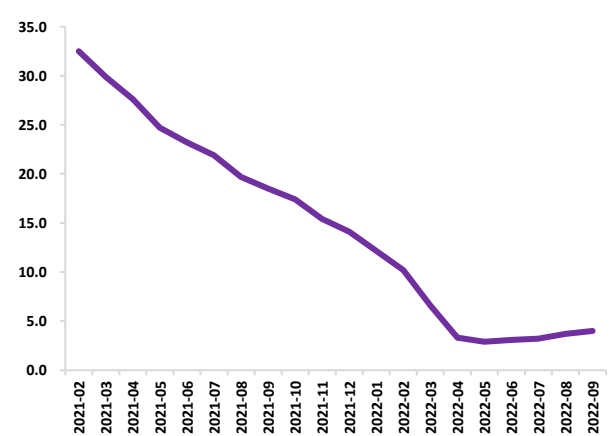
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



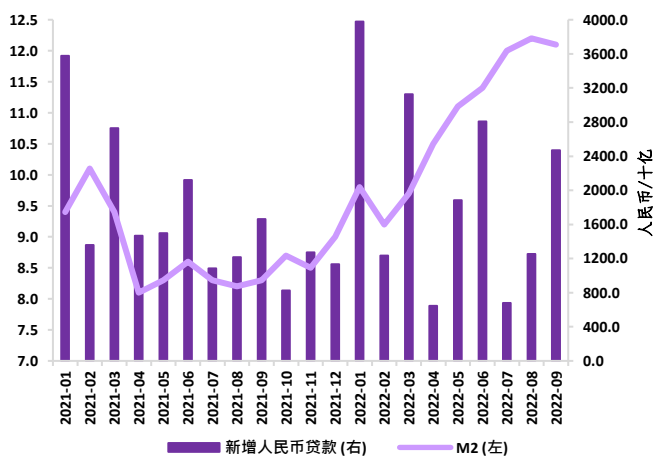
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



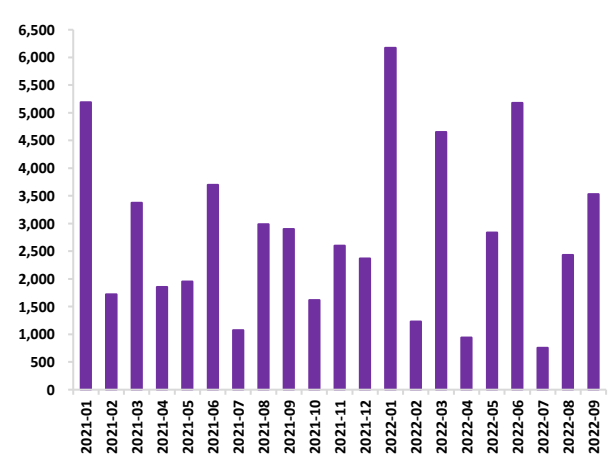
来源: 彭博

图.11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速(%)



来源: 彭博

图.12: 社会融资总额(人民币十亿)



来源: 彭博

中国经济数据

	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.4	3.9
制造业 PMI (%)	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1	49.5
非制造业 PMI (%)	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1	52.3
出口(人民币/同比%)	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.2	12.8	15.2
进口(人民币/同比%)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	8.4	1.8	5.6
贸易余额 (人民币/十亿)	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	986.6	1456.8	1793.0
出口增长 (美元/同比%)	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.5	12.5	10.1
进口增长 (美元/同比%)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	10.6	1.6	0.9
贸易余额 (美元/十亿)	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	155.0	224.6	265.5
消费物价指数 (同比%)	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2	2.7
生产者物价指数 (同比%)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8	2.5
固定资产投资(年初至今/同比%)	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.2	4.2	5.7
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	(9.0)	(20.7)
工业增加值 (同比%)	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	0.6	4.8
零售额 (同比%)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	(4.6)	3.5
新增贷款 (人民币/十亿)	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5340.1	4407.0
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4	12.1
总社会融资 (人民币/十亿)	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12050.9	8961.8	6760.1

	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22	9/22
实际国民生产总值(同比%)	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9
制造业 PMI (%)	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1
非制造业 PMI (%)	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6
出口(人民币/同比%)	19.7	20.1	16.3	17.3	20.8	3.9	12.6	1.6	14.7	21.5	23.8	11.8	10.7
进口(人民币/同比%)	9.7	14.3	25.6	16.0	17.9	9.6	(0.9)	(1.8)	2.6	4.5	7.2	4.6	5.2
贸易余额 (人民币/十亿)	441.6	547.8	460.6	599.8	526.0	176.8	283.7	315.5	495.2	646.2	683.9	535.6	573.6
出口增长 (美元/同比%)	28.0	26.9	21.7	20.9	23.9	6.0	14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7
进口增长 (美元/同比%)	17.2	20.4	31.4	19.5	20.9	11.7	0.7	0.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3
贸易余额 (美元/十亿)	68.1	84.8	71.7	93.7	82.5	27.8	44.7	49.6	77.6	97.4	101.3	79.4	84.7
消费物价指数 (同比%)	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8
生产者物价指数 (同比%)	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9
固定资产投资 (年初至今/同比%)	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	(7.4)	(8.0)
工业增加值 (同比%)	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3
零售额 (同比%)	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	5.4	2.5
新增贷款 (人民币/十亿)	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2806.3	679.0	1254.2	2473.8
广义货币供应量 (同比%)	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1
总社会融资 (人民币/十亿)	2902.6	1617.6	2598.3	2368.3	6169.3	1227.4	4654.2	945.3	2836.3	5180.2	772.2	2460.8	3527.1
全国城镇调查失业率(%)	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	5.4	5.8

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	31,082.56	17.73	4.89
标准普尔 500 指数	3,752.75	18.44	4.74
纳斯达克综合指数	10,859.72	46.25	5.22
欧洲			
富时 100 指数	6,969.73	13.53	1.62
德国 DAX 30 指数	12,730.90	12.41	2.36
法国 CAC 40 指数	6,035.39	12.72	1.74
斯托克 600 价格指数	396.29	13.84	1.27
亚洲			
香港恒生指数	16,211.12	6.13	(2.27)
恒生中国企业指数	5,517.44	5.30	(1.99)
上海深圳沪深 300 指数	3,742.89	13.63	(2.59)
上海证券交易所综合指数	3,038.93	13.25	(1.08)
深证综合指数	1,966.93	34.57	(0.88)
日经 225 指数	26,890.58	26.92	(0.74)
韩国 KOSPI 指数	2,213.12	9.39	0.03
台湾证交所加权股价指数	12,819.20	9.09	(2.35)
标普/澳证 200 指数	6,676.76	13.56	(1.21)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,462.42	15.94	3.61
MSCI ACWI 指数	569.93	14.92	3.23
MSCI 新兴市场指数	865.04	9.62	0.20
MSCI 美国指数	3,567.19	18.94	4.78
MSCI 英国指数	2,005.85	13.45	1.51
MSCI 法国指数	172.14	14.41	1.65
MSCI 德国指数	125.82	11.85	2.39
MSCI 中国指数	53.02	9.27	(2.70)
MSCI 香港指数	11,021.25	16.44	(2.40)
MSCI 日本指数	1,147.36	14.60	(0.93)

*所有市场根据 2022/10/21 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	3.25	0.00
美国最佳利率	6.25	0.00
联储贴现率	3.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	1.25	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	3.3191	0.2166
美国综合国债 1 年收益率	4.5052	0.0458
美国综合国债 5 年收益率	4.3411	0.0734
美国综合国债 10 年收益率	4.2167	0.1983
美国综合国债 30 年收益率	4.3335	0.3420
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	3.5856	0.1426
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	4.3584	0.1647
日本综合国债 1 年收益率	(0.114)	0.014
日本综合国债 10 年收益率	0.256	0.005
德国综合国债 1 年收益率	2.063	0.181
德国综合国债 10 年收益率	2.417	0.071
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.65	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.744	(0.013)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.497	0.024
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.739	0.037
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.230	0.097
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.620	0.007
香港基本利率(贴现率)	3.50	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.9387	0.2682
香港银行同业拆放利率- 一个月	2.9564	0.4403
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.2626	0.4322
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.1409	0.3305
公司债(穆迪)		
Aaa	5.31	0.23
Baa	6.48	0.32

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	85.05	(0.65)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	93.50	2.04
天然气期货	美元/百万英	4.96	(23.15)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,188.50	(5.10)
铜期货	美元/磅	347.45	1.49
LME 钢筋期货	美元/吨	675.00	(1.17)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,911.50	(7.90)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,657.69	0.80
黄金期货	美元/盎司	1,656.30	0.45
现货银	美元/盎司	19.42	6.26
现货铂	美元/盎司	934.83	3.52
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	684.25	(0.80)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	850.75	(1.05)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.38	(2.44)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,404.50	0.84

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	112.01	(1.15)
欧元/美元	0.9862	1.44
英镑/美元	1.1303	1.17
澳大利亚元/美元	0.6379	2.90
美元/加拿大元	1.3640	(1.76)
美元/日元	147.65	(0.69)
美元/瑞士法郎	0.9978	(0.76)
人民币中间价指数	7.1186	0.14
美元/人民币	7.2306	0.53
美元/人民币-交割远期	7.0670	0.06
美元/中国境外即期汇率	7.2299	0.13
美元/港币	7.8495	(0.01)
人民币/港币	1.0856	(0.53)
中国境外即期汇率/港币	1.0859	(0.16)
美元/韩元	1,440.15	0.78
美元/新台币	32.21	0.97
美元/新加坡元	1.4152	(0.76)
美元/印度卢比	82.69	0.43

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600