

国内弱修复，海外近衰退

——2022 年四季度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

四季度稳增长落地生效将推动我国基建投资小幅改善，国内疫情的缓解推动消费边际修复，而我国房地产仍偏弱，出口趋于回落。综合来看，我国经济继续弱修复。预计四季度我国 PPI 同比由正转负，CPI 同比小幅回落。由于长期新冠（后遗症）对美国劳动力供应的持续抑制以及住房租金涨幅扩大，预计美国核心通胀压力仍大；由于高通胀和加息对经济的抑制，预计四季度美国 GDP 同比由正转负。

摘要：

一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复。四季度商品房销售可能难有明显改善。虽然保交房的政策会对房屋施工和竣工略有支撑，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降的滞后传导效应，预计四季度房地产投资仍偏弱。考虑到稳增长政策持续发力，四季度基建投资有望小幅改善。最近国常会推出支持部分领域设备更新改造的政策，但考虑到去年同期基数较高，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。消费主要受疫情影响。考虑到防疫经验的累积，四季度国内疫情有望边际缓解，但未必能得到较为彻底的控制；消费有望边际修复，但受疫情的抑制仍会比较显著。四季度海外经济增长会进一步放缓，我国出口趋于回落。综合来看，我国经济继续弱修复。

二、预计四季度我国 PPI 同比转负，CPI 同比小幅回落。四季度国内经济弱修复，海外经济增长放缓，预计大宗商品价格总体震荡，PPI 环比大体持平，PPI 同比继续回落，其中 10 月份由正转负。四季度疫情抑制消费使得我国非食品价格偏弱，食品价格上涨也会有所放缓。预计四季度 CPI 同比会小幅回落，并且低于 3% 的水平。

三、四季度稳增长仍是我国宏观政策基调，宽信用与宽财政落地生效。近期国务院持续推出稳经济措施，包括新增 3000 亿元政策性开发性金融工具、新增 2000 亿元专项再贷款额度、用好 5000 多亿专项债结存限额、缓税 4400 亿元等。这些措施部分已经落地，部分将在四季度逐步落地生效，这将支持经济企稳修复。

四、四季度美国核心通胀压力仍大，GDP 同比大概率由正转负。由于长期新冠（后遗症）使得大量劳动力退出劳动力市场，截至 8 月份美国非劳动力人口仍比疫情前高 439 万，劳动参与率仍比疫情前低 1.0 个百分点。从目前的趋势来看，美国劳动力供应因为新冠的流行受到持续的抑制。四季度美国服务业将继续修复，服务业就业需求继续增长。综合供需来看，四季度美国劳动力供需紧张的局面难以缓解。再加上四季度美国住房租金同比涨幅大概率扩大，美国核心通胀压力仍大。美联储在 11 月与 12 月会议上大概率分别加息 75、50BP，年底加息至 4.25%-4.5% 的水平，不排除加息预期进一步抬升。年初以来高通胀已经使得美国非耐用品实际消费趋于减少；四季度美国通胀仍高，消费继续受到抑制。随着四季度美国利率水平大幅抬高，耐用品消费大概率也会趋于减少。再考虑到全球经济增长的放缓不利于美国跨国公司的经营和美国的出口，预计四季度美国 GDP 进一步回落。今年一、二季度美国 GDP 环比已经回落，随着三、四季度美国 GDP 环比进一步回落，四季度美国 GDP 同比大概率由正转负。

风险因素：国内疫情反复、海外经济下滑低于预期



宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复	4
(一) 四季度基建投资有望进一步改善, 带动固定资产投资增速小幅回升	5
(二) 四季度国内疫情有望缓解, 消费有望边际修复	8
(三) 四季度海外经济增长将进一步放缓, 我国出口增速趋于回落	9
二、预计四季度我国 PPI 同比转负, CPI 小幅回落	10
(一) 四季度大宗商品价格总体震荡, 基数效应推动 PPI 同比由正转负	10
(二) 四季度非食品价格偏弱并且食品价格上涨放缓, 预计 CPI 同比小幅回落	11
三、四季度稳增长仍是我国宏观政策基调, 宽信用与宽财政落地生效	12
四、四季度美国核心通胀压力仍大, GDP 同比大概率由正转负	13
(一) 四季度美国劳动力供需仍然紧张, 住房租金涨幅扩大, 核心通胀压力仍大	13
(二) 四季度美联储继续加息 125BP 至 4.4% 的水平, 不排除加息预期进一步抬升	17
(三) 四季度美国 GDP 同比大概率由正转负, 高通胀和加息进一步抑制美国经济	17
免责声明	20

图目录

图表 1: 2022 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化	4
图表 2: 固定资产投资当月同比 (2021 年为两年平均增速)	5
图表 3: 固定资产投资累计同比 (2021 年为两年平均增速)	5
图表 4: 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)	6
图表 5: 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)	6
图表 6: 房贷利率	6
图表 7: 70 个大中城市新建住宅价格环比 (%)	6
图表 8: 基建投资同比增速 (2021 年为两年平均增速)	7
图表 9: 新增专项债发行进度	7
图表 10: 制造业投资同比增速 (2021 年为两年平均增速)	7
图表 11: 制造业利润同比增速 (2021 年为两年平均增速)	7
图表 12: 社会消费品零售总额同比增速 (剔除基数效应)	8
图表 13: 居民收入增速与消费增速	8
图表 14: 限额以上消费品零售总额的当月同比增速	8
图表 15: 出口金额与数量当月同比 (2021 年为两年平均增速)	9
图表 16: 全球制造业 PMI 与我国出口增速	9
图表 17: 人民币汇率	9
图表 18: 出口运价	9
图表 19: 我国 PPI 同比与环比 (%)	10
图表 20: 中信期货商品指数	10
图表 21: 我国 PPI 同比与 CRB 现货指数同比	10
图表 22: 2022 年 8 月我国 PPI 主要分项的当月同比 (%)	10

图表 23: 我国 CPI 及其分项的同比增速.....	11
图表 24: 2022 年 8 月 CPI 非食品主要分项的同比增速.....	11
图表 25: 2022 年 8 月 CPI 食品主要分项的同比增速.....	11
图表 26: 生猪存栏量与生猪价格.....	11
图表 27: 中期借贷便利利率及余额.....	12
图表 28: 人民币汇率与美元指数.....	12
图表 29: 近期我国推出的稳增长政策.....	13
图表 30: 美国 CPI 同比及核心 CPI 同比.....	14
图表 31: 8 月份美国 CPI 主要分项季调环比.....	14
图表 32: 美国非农职位空缺数及平均时薪环比涨幅.....	15
图表 33: 美国失业率与劳动参与率(%).....	15
图表 34: 美国劳动力与非劳动力人口数量(千人).....	15
图表 35: 美国就业人数与劳动年龄人口数量(千人).....	15
图表 36: 美国不同部门的新增非农就业人数(千人).....	15
图表 37: 美国居民收入与支出相对于疫情前的变化.....	15
图表 38: 美国 CPI 住房租金同比及环比.....	16
图表 39: 美国 CPI 住房租金同比与平均时薪同比.....	16
图表 40: 美国出租房空置率.....	16
图表 41: 美国房屋空置单元数量及其占全部房屋的比例.....	16
图表 42: 美联储对联邦基金利率的预测.....	17
图表 43: 美联储对 PCE 与核心 PCE 同比的预测.....	17
图表 44: 美国个人消费支出不变价折年数(十亿美元).....	18
图表 45: 美国消费支出同比增速与消费者信心指数.....	18
图表 46: 美国抵押贷款利率.....	19
图表 47: 美国新屋销售与成屋销售.....	19
图表 48: 美国 GDP 不变价(十亿美元).....	19
图表 49: 美联储对 GDP 增速的预测.....	19

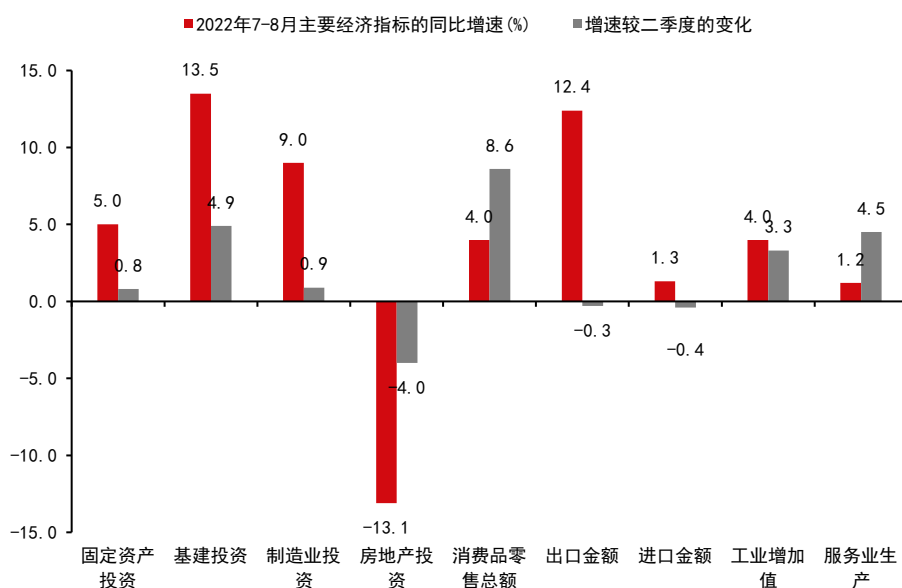
三季度国内疫情有所反复，出口开始走弱，房地产仍然偏弱，国内经济仍面临较大压力。但是稳经济措施发力大体对冲了经济下行压力，我国经济总体弱修复。海外方面，为了遏制高通胀，美联储继续大幅加息，海外经济增长有所放缓。展望四季度，稳经济措施继续发力，国内疫情有望缓解，但出口仍趋于回落，房地产也维持弱势，预计国内经济仍是弱修复格局。海外方面，美国抗通胀任重道远，高通胀和加息将进一步抑制美国经济。

一、四季度疫情缓解以及稳增长推动我国经济弱修复

今年三季度我国疫情较二季度显著缓解，稳经济措施继续发力，我国经济因此有所修复。从需求端来看，由于稳经济措施继续发力以及去年同期基数偏低，7-8月份基建投资同比增速较二季度提高4.9个百分点至13.5%；制造业投资同比增速大体稳定，提高0.9个百分点至9.0%；房地产投资进一步走弱，同比降幅扩大4.0个百分点至-13.1%；由于疫情的缓解，我国消费明显修复，7-8月份社费消费品零售总额同比增长4.0%，增速较二季度提高8.6个百分点；由于海外经济增长放缓，我国出口开始走弱，8月份出口金额较7月环比减少5.4%。从供应端来看，由于疫情的缓解，工业生产与服务业生产同比增速分别回升3.3、4.5个百分点至4.0%、1.2%。总的来讲，疫情的缓解以及稳增长发力使得我国经济明显修复；不过，我国消费与服务业仍明显受到疫情抑制，经济也显著低于潜在水平。

展望四季度，我国疫情会有所缓解，稳经济措施继续发力，但房地产仍偏弱，出口继续走弱，预计我国经济总体是弱修复格局。

图表1：2022年7-8月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

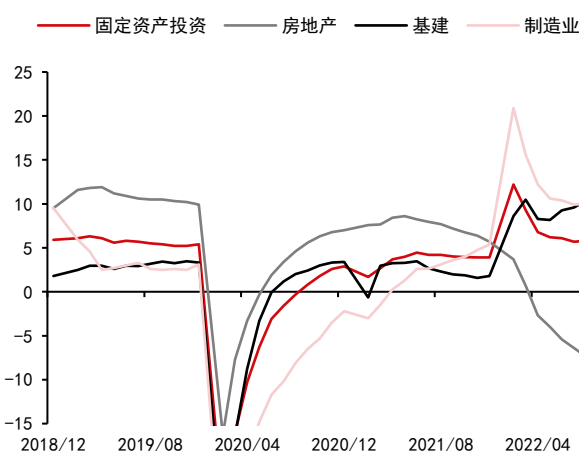
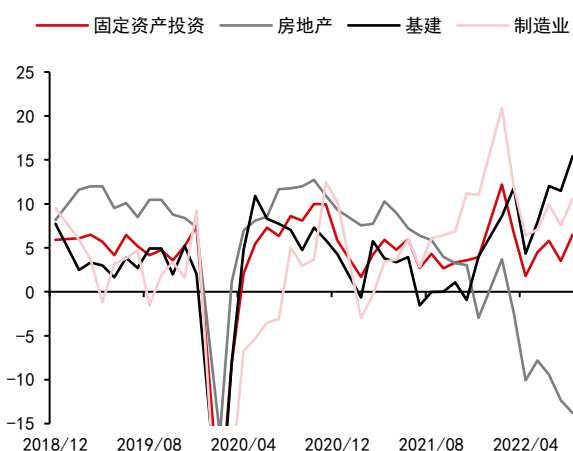
（一）四季度基建投资有望进一步改善，带动固定资产投资增速小幅回升

由于基建投资表现较好，今年 7-8 月份我国固定资产投资同比增速较二季度提高 0.8 个百分点至 5.0%。从固定资产投资三大分项来看，今年 7-8 月份基建、制造业、房地产投资分别同比增长 13.5%、9.0%、-13.1%，增速较二季度分别变化 4.9、0.9、-4.0 个百分点。基建投资增速的较好表现对冲了房地产投资的下滑，整体固定资产投资同比增速小幅提高 0.8 个百分点。

展望四季度，尽管房地产投资仍将偏弱，但稳增长政策的发力将推动基建投资进一步改善，制造业投资增速大体稳定，预计固定资产投资同比增速小幅提高。

图表2：固定资产投资当月同比（2021 年为两年平均增速）

图表3：固定资产投资累计同比（2021 年为两年平均增速）

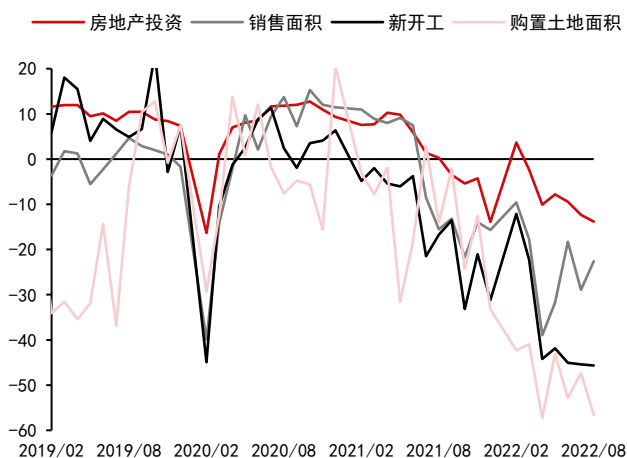


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

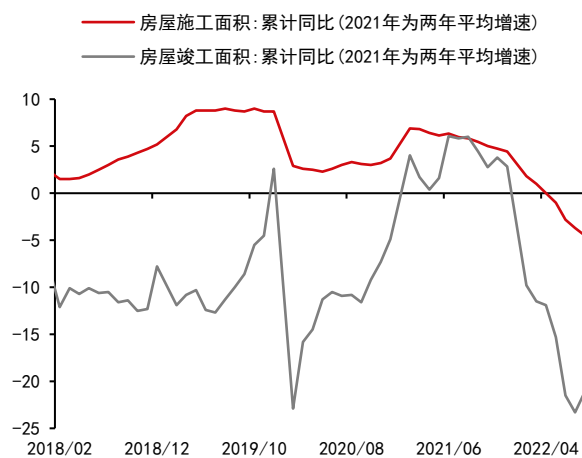
房地产方面，四季度商品房销售可能难有明显改善。虽然保交房的政策会对房屋施工和竣工略有支撑，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降的滞后传导效应，预计四季度房地产投资仍偏弱。由于楼市政策的放松、疫情的缓解、开发商年中促销冲量，今年 6 月份我国商品房销售暂时回升。但是今年 7、8 月份我国商品房销售面积再次回落，同比降幅高达 25%。7 月份以来国内疫情有所反复，这对居民收入预期构成抑制，也对商品房销售构成一定的抑制。这可能持续到四季度。今年二季度我国房贷利率降幅高达 90BP，这并未带动三季度商品房销售显著改善。目前我国房贷利率已经较低，未来下调空间有限，可能难以通过继续下调房贷利率来推动商品房销售显著改善。在这样的背景下，四季度商品房销售可能难有明显改善。8 月中旬，多部门出台措施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。这一措施能够有效解决烂尾楼资金不足的关键问题，推动相关楼盘重启并加快施工与竣工，也有利于提振居民购房信心。但烂尾楼并非当前房地产偏弱的主要原因，因此该政策难以改善房地产偏弱的格局。今年 8 月份我国房屋新开工和购置土地面积分别同比减少 45.7%、56.6%，降幅仍然很大。房屋新开工面积大幅下降会对房地产投资有滞后传导效应，预计继续抑制四季度房地产投资表现。综合来看，预计四季度房地产投资仍然偏弱。

图表4： 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)



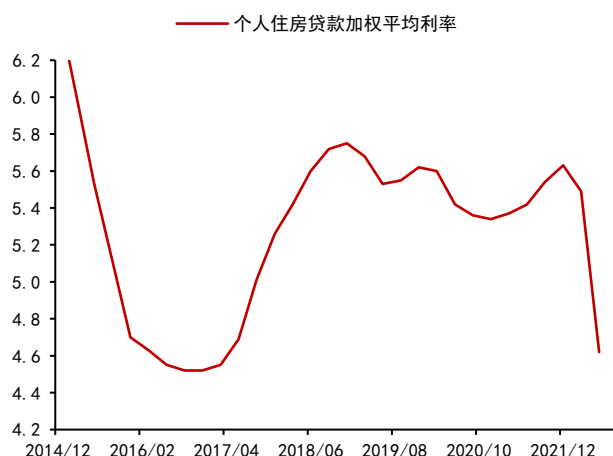
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5： 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)



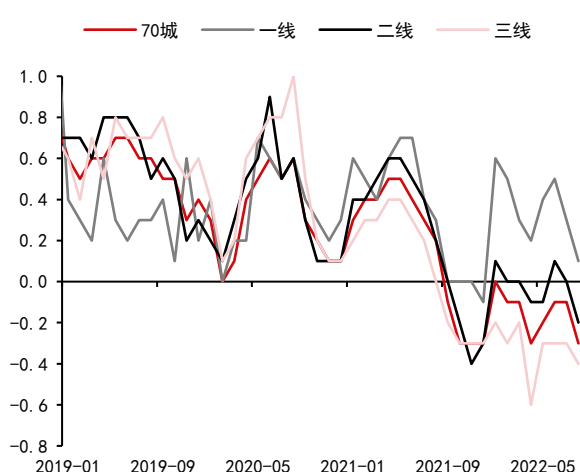
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

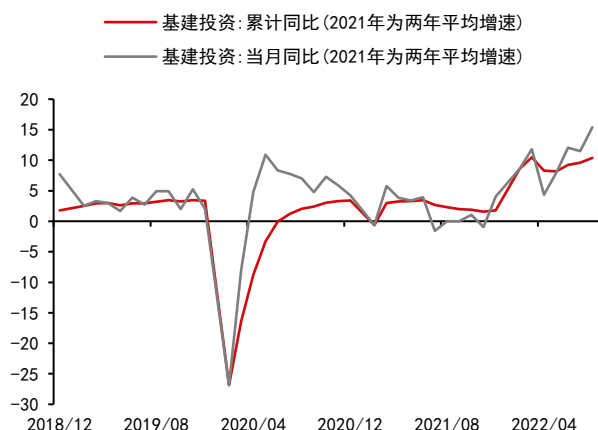
图表7： 70 个大中城市新建住宅价格环比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

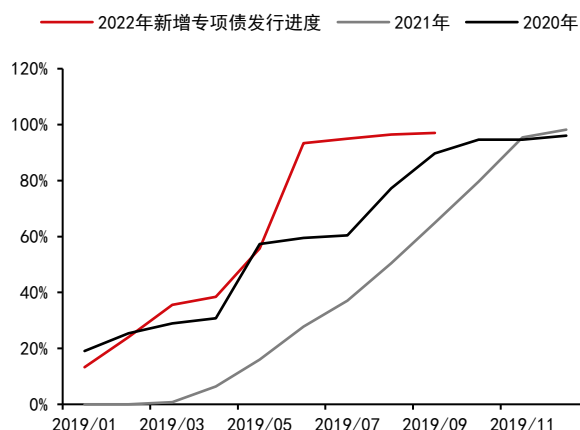
基建方面，考虑到稳增长政策持续发力，四季度基建投资有望小幅改善。1-8 月份我国基建投资同比增长 10.4%，增速明显高于固定资产投资增速，起到了显著的稳增长作用。其中，7-8 月份基建投资同比增长 13.5%，增速较二季度提高 4.9 个百分点。虽然 7-8 月份基建投资增速较高有去年同期基数较低的原因，但稳增长政策的持续发力也有效地带动了基建投资的改善。8 月 24 号国常会再推出 19 项稳经济政策，其中扩大基建投资仍是重要抓手。一是在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度；二是依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕。三是核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。9 月份至今，新增专项债发行规模仍然很小，预计 5000 多亿专项债结存限额主要在 10 月份发行。这些措施的落地将继续支持基建投资的增长。再考虑到去年四季度基建投资基数较低，今年四季度基建投资同比增速有望小幅提高。

图表8：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源: Wind 中信期货研究所

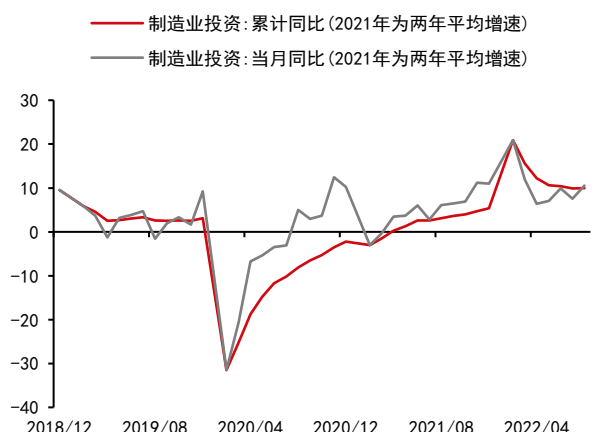
图表9：新增专项债发行进度



资料来源: Wind 中信期货研究所

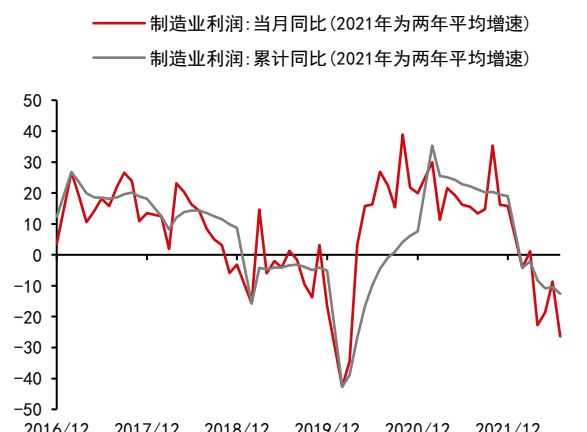
制造业方面，最近国常会推出支持部分领域设备更新改造的政策，但考虑到去年同期基数较高，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。今年7-8月份制造业投资同比增长9.0%，增速比二季度高0.9个百分点，比上半年低0.9个百分点。疫情的缓解使得三季度制造业投资相对于二季度有所改善，但高基数效应使得三季度制造业投资同比增速相对于上半年有所回落。尽管6月中旬以来大宗商品价格显著回落，制造业的原材料成本有所下降，但海外需求趋于走弱，预计四季度制造业利润难有改善。最近国常会确定2000亿专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。按1倍杠杆率推算，2000亿再贷款最多拉动4000亿设备更新改造，推动四季度制造业投资增速提高5.4个百分点。不过，去年四季度制造业投资的基数较高，这对今年四季度制造业投资同比增速构成显著抑制。综合来看，预计四季度制造业投资同比增速大体稳定。

图表10：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表11：制造业利润同比增速(2021年为两年平均增速)



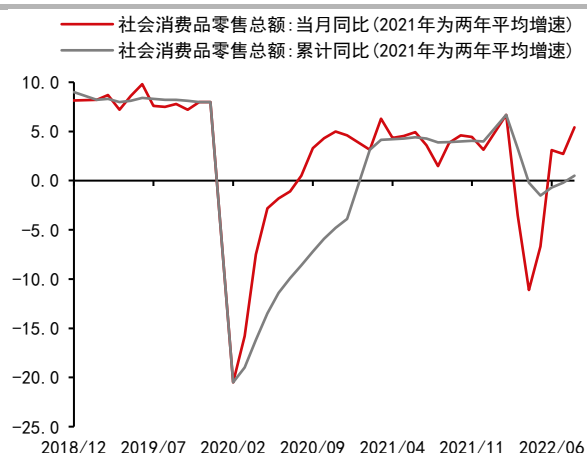
资料来源: Wind 中信期货研究所

（二）四季度国内疫情有望缓解，消费有望边际修复

三季度国内疫情的反复使得消费仍受到显著抑制，促消费政策对汽车消费的拉动较为显著，房地产偏弱抑制家具、装修消费。8 月份社费消费品零售总额同比增长 5.4%，增速较 7 月显著提高，但这并非因为消费改善，而是因为去年 8 月消费基数异常低。剔除基数效应，今年 7-8 月份消费同比增速处于 2.7% 左右的较低水平，消费受疫情的抑制较为显著。此外，偏弱的房地产对相关消费构成显著的抑制，8 月份家具和装修材料零售额分别同比下降 6.3%、7.8%。不过，促进消费政策拉动汽车消费较快增长，8 月份汽车零售额同比增速高达 15.9%。

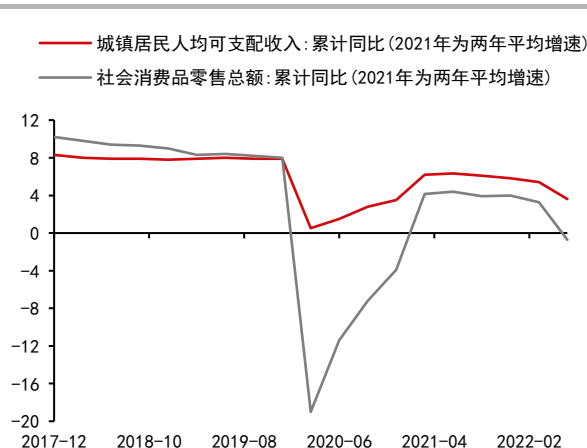
四季度国内疫情有望缓解，消费有望边际修复。考虑到防疫经验的累积，四季度国内疫情有望边际缓解；但考虑到奥密克戎毒株传染性较强，秋冬季节又是新冠疫情高发期，疫情未必能得到较为彻底的控制。综合来看，四季度疫情会有缓解，但仍不容忽视；消费有望边际修复，但受疫情的抑制仍会比较显著。

图表12：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表13：居民收入增速与消费增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表14：限额以上消费品零售总额的当月同比增速

■ 8月份限额以上企业消费品零售额的当月同比增速 (%)

20.0 % 17.1 %

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_46517

