

如何看待四季度宏观经济的引擎——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2022年10月10日

研究结论

- 随着超预期疫情反弹趋于结束，三季度宏观经济总体较二季度回暖，多数经济指标在曲折中回升，其中动能一方面是疫情后的自然修复，另一方面，稳增长政策在三季度边际加码并迅速发力，基建项目开工速度加快，成为稳定投资重要的压舱石。展望四季度，疫情反复、外需萎缩的风险仍在，但增长进一步修复是大概率事件，预计将呈现以下几方面的特征：
- **外需向内需切换：**8月出口动能有所减弱。对美、欧盟、东盟、日、韩出口金额当月同比增速为-3.8%、11.1%、25.1%、7.7%、4.8%，分别较前值下降了14.7、12.1、8.4、11.3、10.5个百分点，其中对美出口当月同比增速转负。但与此同时，内需并没有那么差：一方面，虽然消费倾向下行是当前市场关注的焦点，但目前的位置并非冰点。如果以（可支配收入-消费性支出）/可支配收入作为对储蓄率（也包含投资在内，下同）的衡量，则最新的Q2数据（累计值）为41.3%，Q1为42.7%，虽然处于较高水平，但低于2020Q1（有统计以来的历史高点44.6%）。如果以4期移动平均的单季储蓄率来衡量，今年Q2、Q1分别是36.7%、35.8%，低于近期峰值38.3%（2020Q4）；另一方面，从消费数据的实际表现来看，最新的假期消费也存在一些积极信号，包括：（1）根据媒体公开报道，全国商圈热力指数显示，2022年10月1日20时，全国购物中心客流指数较2021年同期增长26.8%；（2）根据京东发布的十一假期消费洞察报告，10月1日-3日，智能家电、厨房家电等改善型商品增长明显，此外周边/当地游订单和当地酒店套餐消费的增速较2021年同期分别增长736%和674%；（3）携程方面数据显示，截至9月27日，今年国庆单程含税机票均价为830元，较去年同期增长15%，较中秋735元提升13%；（4）地方政府促消费政策还在延续，北京、深圳、云南等多地发放消费券助力消费市场回暖。以上迹象表明三季度末以及四季度初消费可能值得期待。
- **政策出台向政策落地切换。**两批6000亿金融工具已经投放完毕，这一效率超出预期。行业分布上，传统交通基础设施依然是重点（在500亿元进银基础设施基金中，66.4%投向港口、铁路、公路等），但代表高质量发展方向的行业同样获得支持，包括风电、光伏、学校、老旧小区改造等等。从我们梳理的情况来看，项目在8、9月份开工的情况较为普遍，统计局信息也能印证：1-8月份，基础设施新开工项目个数达到5.2万个，比去年同期增加1.2万个，比1-7月份增加7896个。政策性金融工具将撬动大量总投资（虽然不一定能体现在年投资额中），有望发挥重要的稳增长功能：（1）作为配套资金，未来中长期贷款没有理由不出现有力改善；（2）虽然地产产业链更长，但如果用往年绝对值与近几年的增速来推算，2021年房地产全年固定资产投资约14.8万亿，广义基建约18.9万亿，基建对经济增长的拉动是不容小觑的。
- **修补缺口向基数优势与内生动能切换。**随着二季度超预期疫情影响逐步消退，前一年三、四季度限电限产带来的基数因素开始发挥作用，增长有望逐步从修补缺口向基数优势与内生动能切换。我们不妨用一季度（疫情反弹前）数据推算无超预期疫情假设下各项经济数据本应有的水平，评估疫情给经济带来的损失，并推测未来的经济表现：假设在没有疫情的情况下，今年二、三季度的社会消费品零售将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致3-8月全国层面上消费损失3、5、4、1、1.2、0.4天。我们假设今年余下时间消费损失0.4天/月，则全年增速2.2%。对于投资和工业生产，也可以使用类似方法估算，预计全年固定资产投资增速6.8%，工业增加值增速4.4%。
- 风险提示：（1）疫情最终走向还存在很大不确定性，对我国统筹疫情防控和经济社会发展工作提出了严峻挑战。（2）假设条件变化影响测算结果。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

PMI小幅回升，需求压力有所缓解——8月PMI点评	2022-09-02
价格拉动力进一步减弱，利润由升转降——7月工业企业效益数据点评	2022-08-29
“稳增长”再获加码——8月24日国常会点评	2022-08-29

目 录

如何看待四季度宏观经济的引擎？	3
外需向内需切换	3
政策出台向政策落地切换	4
修补缺口向基数优势与内生动能切换	5
经济数据回顾	6
弱需求削弱价格上涨动能	6
高温干旱、限电、出口下行抑制工业生产改善幅度	6
消费依然面临较大挑战	6
基建继续扮演逆周期托底的角色，但地产投资的拖累加大	7
高基数叠加外需转弱，出口显著回落	7
降息和基建融资带动社融边际回暖	8
风险提示	8

如何看待四季度宏观经济的引擎？

随着超预期疫情反弹趋于结束，三季度宏观经济总体较二季度回暖，多数经济指标在曲折中回升，其中动能一方面是疫情后的自然修复，另一方面，稳增长政策在三季度边际加码并迅速发力，基建项目开工速度加快，成为稳定投资重要的压舱石。但与此同时，海外风险仍在延续。俄乌冲突爆发至今已接近 8 个月，对大宗商品尤其是能源供应，以及随之而来的全球产业链分工带来深刻且长远的影响；同时，几轮加息后美国高通胀的格局依然顽固，美联储也因此延续着激进的加息路径，9 月继续加息 75BP，需求端的降温势必影响全球经济景气度。

展望四季度，疫情反复、外需萎缩的风险仍在，但增长进一步修复是大概率事件，我们认为，四季度宏观将呈现以下几方面的特征：

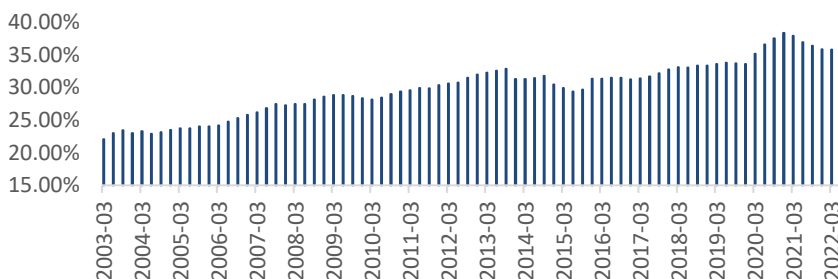
外需向内需切换

8 月出口动能有所减弱。对美、欧盟、东盟、日、韩出口金额当月同比增速为-3.8%、11.1%、25.1%、7.7%、4.8%，分别较前值下降了 14.7、12.1、8.4、11.3、10.5 个百分点，其中对美出口当月同比增速转负，甚至低于 4 月的 9.4%（从美国需求的视角来看，8 月份其进口金额季调同比增速为 13.6%，前值 16.4%，增速在过去几个月不断走低），而从中高频数据来看，9 月上旬沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量外贸方面同比大幅降低至-14.6%，虽然之后的中旬反弹到 8.4%，但主要是因为基数（前一年 9 月中旬同比增速为-13.6%，上旬与下旬均为正增长）。

除了外需出现疲软信号之外，前一年出口的高基数短期内也无法发生转变。2021 年 8-10 月出口同比增速始终保持在 25%以上，11、12 月稍有下行，也同样在 20%以上，为今年余下月份的出口同比带来不利影响。

而与此同时，内需并没有那么差。虽然消费倾向下行是当前市场关注的焦点，但目前的位置并非冰点。如果以（可支配收入-消费性支出）/可支配收入作为对储蓄率（也包含投资在内，下同）的衡量，则最新的 Q2 数据（累计值）为 41.3%，Q1 为 42.7%，虽然处于较高水平，但低于 2020Q1（有统计以来的历史高点 44.6%）。如果以 4 期移动平均的季单储蓄率来衡量，今年 Q2、Q1 分别是 36.7%、35.8%，低于近期峰值 38.3%（2020Q4）。而疫情前的 2019 年，这一数据始终在 34%以下。这意味着两点，一是本轮疫情对消费力的冲击并不如 2020 年初，二是当前消费更大的问题在于困境延续的时长，而不是困境本身。

图 1：（可支配收入-消费性支出）/可支配收入，4 期移动平均



数据来源：Wind，东方证券研究所

从消费数据的实际表现来看，近期也存在一些积极信号，尤其是短途消费和实物消费。包括：
 （1）根据媒体公开报道，全国商圈热力指数显示，2022 年 10 月 1 日 20 时，全国购物中心客流指数较 2021 年同期增长 26.8%；
 （2）根据京东发布的十一假期消费洞察报告，10 月 1 日-3 日，

智能家电、厨房家电等改善型商品增长明显（洗鞋机消费较 2021 年十一假期增长 7 倍，烘干机、洗地机等取得了约 3 倍的增长，电动榨汁杯、空气炸锅，咖啡机、面条机等厨房用品平均同比增速超过 50%），此外周边/当地游订单和当地酒店套餐消费的增速较 2021 年同期分别增长 736% 和 674%，户外鞋服、户外装备、滑轮滑板和骑行装备的销售额均较 2021 年假期同比增长超过 50%；（3）携程方面数据显示，截至 9 月 27 日，今年国庆单程含税机票均价为 830 元，较去年同期增长 15%，较中秋 735 元提升 13%；（4）地方政府促消费政策还在延续，北京、深圳、云南等多地发放消费券助力消费市场回暖。以上迹象表明三季度末以及四季度初消费可能值得期待。

政策出台向政策落地切换

两批 6000 亿金融工具已经投放完毕，这一效率超出预期。行业分布上，传统交通基础设施依然是重点（在 500 亿元进银基础设施基金中，66.4%投向港口、铁路、公路等），但代表高质量发展方向的行业同样获得支持，包括风电、光伏、学校、老旧小区改造等等。

表 1：第二批政策性金融工具投放情况

政策性银行资金投放情况			
政策性银行	农发行	1000 亿	第二期投放已达 1000 亿元，支持项目 732 个。农发基础设施基金第二期投放按照最新政策要求，重点支持广东、江苏、山东、浙江、河南和四川六个经济大省，投资项目 412 个，金额 676.37 亿元
	国开行	1500 亿	截至 9 月 20 日，国开基础设施投资基金已投放资本金 3600 亿元（第 1+2 批，第一批已发 2100 亿），支持项目超 800 个
	进出口行	500 亿	截至 9 月 28 日，进银基础设施基金投放完成 500 亿元，共支持 106 个重大项目；向港口、铁路、公路等领域投放 332 亿元，占比 66.4%；向能源及水利基础设施领域投放 62 亿元，占比 12.4%；向集成电路领域投放 53 亿元，占比 10.6%；向广东、江苏、山东、浙江、河南和四川投放 252 亿元，占比 50.4%
已投放资金合计（不完全统计）		3000 亿	
各省市资金投放情况（部分）			
省市	截至时间		
浙江	9 月 17 日	5.9 亿	2022 年 9 月 17 日凌晨 1 点，5.9 亿元国家政策性金融工具资金划入宁波象港开发控股集团有限公司帐户，用于支持国电象山 1#海上风电场（二期）工程
江苏	9 月 7 日	65.0 亿	无锡 16 个项目获新一批政策性开发性金融工具（基金）支持，共计 30.2 亿；9 月 6 日，农发行南通市分行为江苏海太过江通道项目投入 7.56 亿元信贷资金，9 月 7 日，农发行江苏省分行为该项目投放第二笔资金 27.25 亿元，该项目总投资 357.4 亿元
河南	9 月 13 日	78.2 亿	截至 9 月 13 日，河南铁建投集团已成功落地国开基础设施基金 78.225 亿元，其中京雄商高速铁路 15.725 亿元，新建郑州南站 62.5 亿元
成都	9 月 15 日	22.1 亿	成都市域铁路成眉 S5 线自 9 月 5 日被国家发改委纳入第四批政策性开发性金融工具（基金）投资备选项目，仅一周时间，22.1 亿元基金已落实到账（投资金额按项目本金的 25%确定），该项目最快有望在 9 月 30 日开工建设、2026 年 12 月 31 日实现初期运营
西藏	9 月 16 日	3.7 亿	9 月 16 日，由农发行西藏分行投放的西藏自治区首笔 3.67 亿元农发基础设施基金成功落地西藏开发投资集团有限公司，用于支持昌都市贡觉县拉妥一期 70 万千瓦光伏发电项目建设
海南	9 月 8 日	1.0 亿	9 月 8 日，农发行海南省分行成功投放农发基础设施基金 1.013 亿元，用于补充临高金牌港开发区基础设施一期项目资本金，该项目总投资 10.13 亿元

广东	9月27日	截至9月27日，东莞有20个项目已完成政策性开发性金融工具资金投放，累计投放金额83.42亿元；有过半项目已获得商业银行信贷支持，累计授信达46.77亿元
四川	9月20日	截至9月20日，辖内3家政策性开发性银行已与四川246个项目业主签订基金投放额度473亿元，向221个项目实际投放457亿元，投放金额排名全国第二位；在8000亿元新增信贷额度方面，全省金融机构累计为各部委反馈的四川357个项目授信3527亿元，贷款余额676亿元，贷款余额排名全国第二位

数据来源：新华网等，东方证券研究所

从我们梳理的情况来看，项目在8、9月份开工的情况较为普遍，统计局信息也能印证：1-8月份，基础设施新开工项目个数达到5.2万个，比去年同期增加1.2万个，比1-7月份增加7896个。

表2：部分项目开工情况

项目	金融工具投放金额（亿）	项目总投资（亿）	进展
深江铁路			9月20日，据广东省交通运输厅消息，深江铁路计划9月底前全线开工建设；10月9日，深江高铁正式开工建设
平陆运河项目	73	680	8月28日正式开工
苏台高速	18	180	建设中
环北部湾水资源配置		606	8月31日正式开工
桂林新区相思江防洪排涝提升工程	8	82	8月15日正式开工
中国能建葛洲坝集团津沽污水处理厂三期工程	3	31	全面实施阶段
京哈高速绥中至盘锦段改扩建、本桓高速、凌绥高速	61	737	8月8日正式开工
江苏海太过江通道项目	35	357	9月7日正式开工
成都市域铁路成眉S5线	22	221	9月26日开工

数据来源：新华网等，东方证券研究所

政策性金融工具将撬动大量总投资（虽然不一定能体现在年投资额中），有望发挥重要的稳增长功能：（1）作为配套资金，未来中长期贷款没有理由不出现有力改善；（2）虽然地产产业链更长，但如果用往年绝对值与近几年的增速来推算，2021年房地产全年固定资产投资约14.8万亿，广义基建约18.9万亿，基建对经济增长的拉动是不容小觑的。

修补缺口向基数优势与内生动能切换

随着二季度超预期疫情影响逐步消退，前一年三、四季度限电限产带来的基数因素开始发挥作用，增长有望逐步从修补缺口向基数优势与内生动能切换。我们不妨用一季度（疫情反弹前）数据推算无超预期疫情假设下各项经济数据本应有的水平，评估疫情给经济带来的损失，并推测未来的经济表现：假设在没有疫情的情况下，今年二、季度的社会消费品零售将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致3-8月全国层面上消费损失3、5、4、1、1.2、0.4天。我们假设今年余下时间消费损失0.4天/月，则全年增速2.2%。对于投资和工业生产，也可以使用类似方法估算，预计全年固定资产投资增速6.8%，工业增加值增速4.4%。

经济数据回顾

弱需求削弱价格上涨动能

8月CPI同比上涨2.5%，前值2.7%，环比-0.1%，前值0.5%。油价下跌和弱需求的影响超出了猪周期的拉动，CPI同比增速超预期下降，环比呈现负增：（1）猪价仍是引领CPI向上的主要动能，8月CPI猪肉项同比增长22.4%（前值20.2%，下同），同时鲜菜和鲜果价格回落，同比分别为6%（12.9%）和16.3%（16.9%），推动CPI食品项同比下降至6.1%（6.3%），结束了连续5个月同比上行的趋势；（2）国际油价下跌推动工业消费品涨幅回落，8月工业消费品价格同比上涨3%（3.5%），其中汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨20.2%、21.9%和19.8%，涨幅均有回落；（3）后疫情时期消费复苏的“天花板”导致服务业的价格中枢低于疫情之前，核心CPI持续低迷。8月不包括食品和能源的核心CPI同比为0.8%（0.8%），低于2016-2019年同期的均值1.83%；CPI服务项同比0.7%（0.7%），低于2016-2019年同期均值2.35%。

PPI同比上涨2.3%，前值4.2%，环比-1.2%，前值-1.3%。上游价格回落推动PPI环比增速继续下降，叠加基数效应的影响，PPI同比加速回落。分行业来看：（1）能源相关行业价格明显回落，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业PPI同比分别为8.6%（20.7%）、35%（43.9%）、21.3%（28.6%）；（2）上游黑色和有色行业价格延续下行，黑色、有色金属冶炼和压延加工业PPI同比分别为-15.1%（-9.5%）、-1.5%（1.9%）；（3）受高温天气的影响，电力、热力生产和供应业是为数不多价格上行的行业，同比为9.2%（8.4%）。在此背景下，PPI-CPI剪刀差迎来反转，8月剪刀差为-0.2%（1.5%），后续关注通胀格局变化对盈利的影响。

短期来看，猪上行周期将继续推动CPI上涨，不过本轮CPI上行存在两方面的制约，一是未来几个月CPI同比权重中猪价的比重下降，大部分月份在1%-1.5%区间，以往猪的权重往往落在2%-3.5%区间，二是新冠疫情下服务和部分商品需求弱于疫情以前，核心CPI表现低迷，因而本轮CPI上涨可能偏温和；PPI下行趋势明确，下行斜率需关注衰退预期下国际大宗的价格变动。此外，海外高通胀问题正迫使欧美央行迅速转向紧缩性的政策，而国内保价稳供的政策环境有效地削弱了价格上涨的动能，温和通胀将赋予政策更多的空间。当前煤炭产量持续增长，8月原煤产量同比增长了8.1%（前值16.1%，但依然远高于去年同期的0.8%），有效地平抑了国内能源价格，此外发改委也在着力稳定猪价，近期国家发改委会同有关部门召开生猪市场保供稳价专题会议，预计此类政策将继续推行，力促价格水平保持平稳。

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_47054

