

宏观经济信用观察

(二零二二年三季报)

稳增长政策提振市场信心

基建、制造业推动经济修复

主要经济指标

单位：%

指标名称	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
GDP (万亿)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 同比增速	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80	0.40	3.90
工业增加值	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40	10.10
消费	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速	32.88	29.86	15.80	14.20	12.50
进口增速	32.53	30.05	10.00	5.70	4.10
CPI 增速	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 增速	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
调查失业率	4.90	5.10	5.80	5.50	5.50
社融存量增速	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速，基建投资不含电力；3.出口、进口增速均以美元计价；4.调查失业率、社融存量增速为期末值；5.2021 年数据中括号内为两年平均增速

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年前三季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，消费和服务业低位修复、房地产投资低迷、出口回落，经济下行压力仍然较大。而工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成了支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。
- 信用环境方面，2022 年前三季度，社融规模显著扩张，但信贷结构出现分化，实体经济融资需求总体偏弱。一季度市场流动性总体平稳，二季度以来，受财政政策和货币政策的支持，叠加实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性总体较为宽松。央行继续健全市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。
- 政策环境方面，2022 年上半年，面对我国经济下行压力持续加大的形势，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，面对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，多措并举稳外资稳外贸，提振房地产市场信心，进一步完善碳达峰碳中和“1+N”政策体系。
- 行业方面，房地产基本面仍处于深度调整阶段，资金面压力仍然较大，年内到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的房企信用风险值得关注；涉房业务企业再融资限制放松，有利于提升部分建筑、建材企业的资金实力；新能源车企布局保险领域，拓展汽车售后业务的同时也面临新的挑战。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

刘东坡 liudp@lhratings.com

马顺福 masf@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

2022 年前三季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力仍然较大。经初步核算，前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，不变价同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。逐季来看，GDP 当季同比呈现“V 型”反转，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；三季度反弹至 3.90%。

图1. GDP 累计同比增速（不变价）

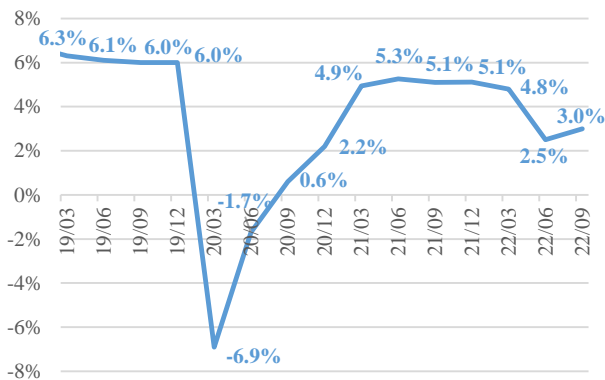
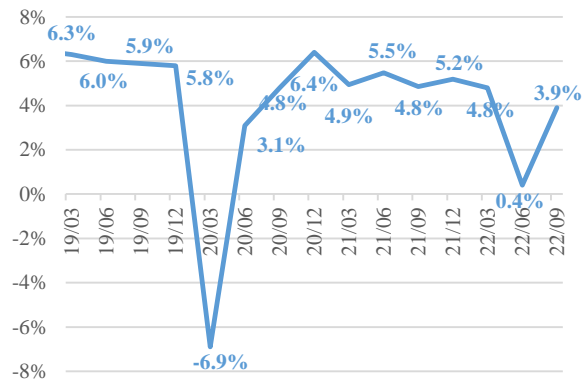


图2. GDP 当季同比增速（不变价）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。同时，外需边际回落、房地产投资低迷、消费和服务业形势难言乐观、9 月失业率反季节性上升，经济下行压力仍然较大。四季度经济修复有望继续推进，基建和制造业投资仍有一定韧性，支撑经济增长；前期高景气度的出口大概率保持回落态势，对经济增长的拉动作用趋于下降；消费或将继续低位修复。

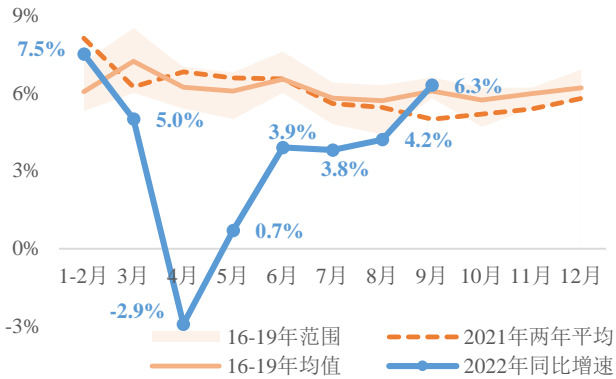
1. 生产端：工业、服务业经济加快恢复

三季度特别是 9 月工业生产加快恢复，经济大省支撑有力。2022 年前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 3.90%，较上半年加快 0.50 个百分点。其中，三季度全国规模以上工业增加值同比增长 4.80%，较二季度回升 4.10 个百分点，9 月回升至较高的季节性水平，工业经济呈企稳恢复态势。全国有 23 个省份工业增加值增速较二季度回升，回升面达到 74.20%。其中，前期受疫情影响较大的长三角地区大幅回升，工业增加值由二季度下降 3.20% 转为增长 8.20%。9 月主要经济大省广东、江苏、山东和浙江工业生产分别增长 5.50%、10.50%、7.60% 和 7.40%，较上月加快 4.10、0.60、0.20 和 3.40 个百分点；川渝地区工业企业加快弥补上月限电损失，工业增加值由降转增。

行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，煤炭开采、油气开采等采矿业增加值保持较快增长。制造业增加值上半年累计同比增长 3.20%，其中电子设备、饮料、食品制造业增加值实现较快增长，汽车

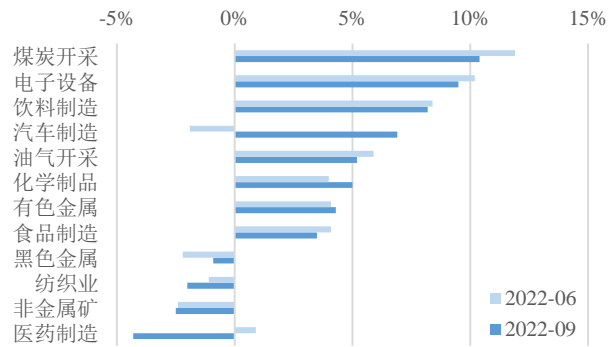
制造业快速恢复，行业增加值累计同比由上半年的下降 1.90%转为增长 6.90%；黑色金属、纺织、非金属矿、医药制造等行业增加值有所下降，其中医药制造业由上半年的增长 0.90%转为下降 4.30%。

图3. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

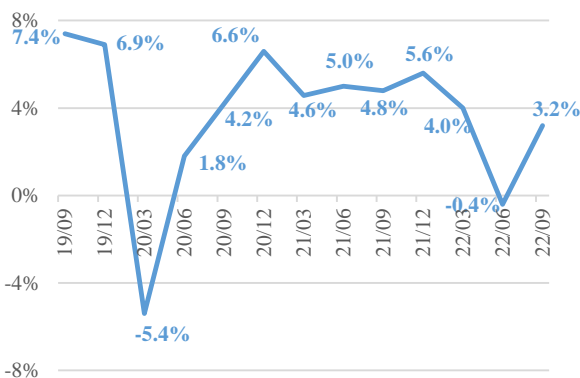
图4. 主要工业行业增加值累计同比增速²



注：2021 年数据为两年平均增速

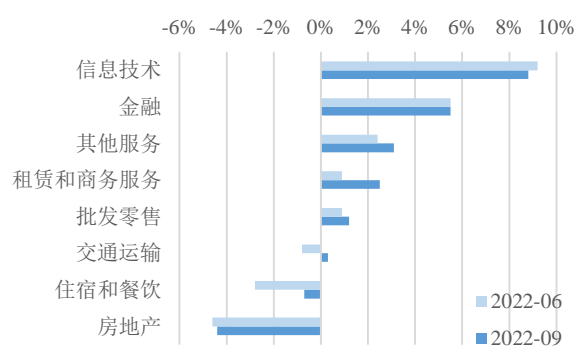
三季度服务业生产有所恢复。经初步核算，前三季度服务业增加值同比增长 2.30%，较上半年加快 0.50 个百分点，其中三季度服务业增加值同比增长 3.20%。从主要行业来看，前三季度信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增速超过 5%；交通运输、仓储和邮政业出现积极变化，行业增加值由上半年的下降 0.80%转为增长 0.30%；而房地产、住宿和餐饮业增加值同比下降明显，但前三季度降幅较上半年有所收窄。

图5. 服务业增加值当季同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

图6. 服务行业增加值累计同比增速³



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

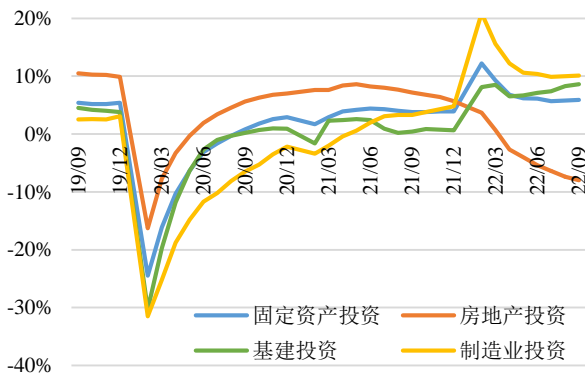
² 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

³ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

2. 需求端：基建和制造业投资是主要支撑，房地产投资仍低迷

固定资产投资增速小幅回落，房地产投资增速继续探底。2022年前三季度，全国固定资产投资完成额（不含农户）42.14万亿元，同比增长5.90%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，**房地产开发投资增速持续探底**，1—9月房地产投资同比降幅扩大至8.00%，5月以来商品房销售面积与销售额同比降幅波动收窄，但销售的回暖尚未传导至投资端；**基建投资表现较为强势**，主要受加快项目审批落地等稳投资政策的驱动；**制造业投资仍处于高位**，电子及通信设备、医疗仪器设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

图7. 固定资产投资累计同比增速



注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

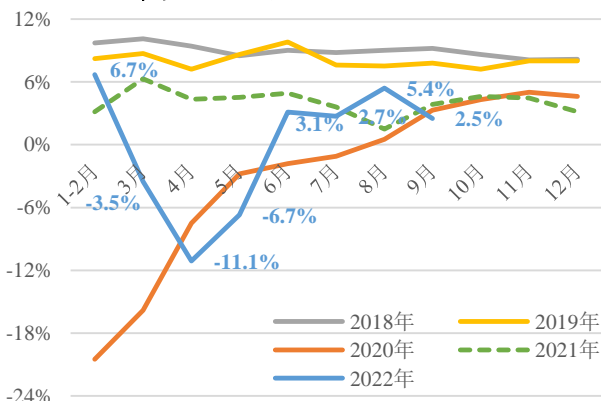
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022年 1-9月	2022年 1-8月	2021年 1-9月 两年平均
房地产	-8.00	-7.40	7.20
基建	8.60	8.30	0.40
制造业	10.10	10.00	3.30

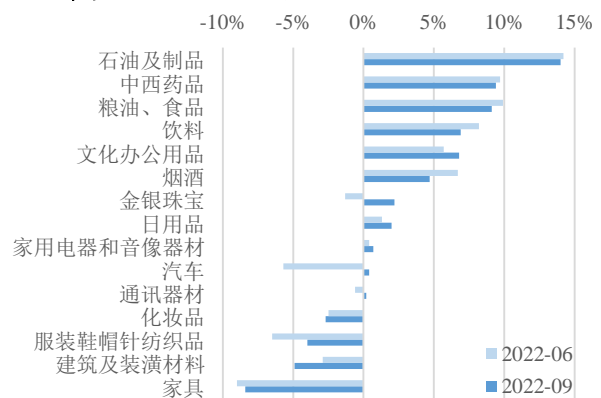
消费在波动中修复，非生活必需品以及部分房地产链条商品销售承压。2022年前三季度社会消费品零售总额（下称“社零”）32.03万亿元，同比增长0.70%，上半年为下降0.70%。其中，前三季度餐饮收入同比下降4.60%，餐饮恢复仍然较为缓慢。逐月来看，1—2月消费修复较快；4月降至低点；6月开始恢复增长；9月回落至2.50%。限额以上商品方面，前三季度油价支撑石油及制品销售额同比涨幅较高；中西药品、粮油、食品、饮料以及烟酒等生活必需品销售额增长较快；服装鞋帽、化妆品等非生活必需品以及建筑及装潢材料、家具等房地产链条商品销售额同比有所下降；金银珠宝、汽车、通讯器材销售额由上半年的下降转为增长。9月，家具、建筑及装潢材料销售额同比降幅有所收窄。

图8. 社零当月同比增速情况



注：2021年虚线数据为两年平均增速

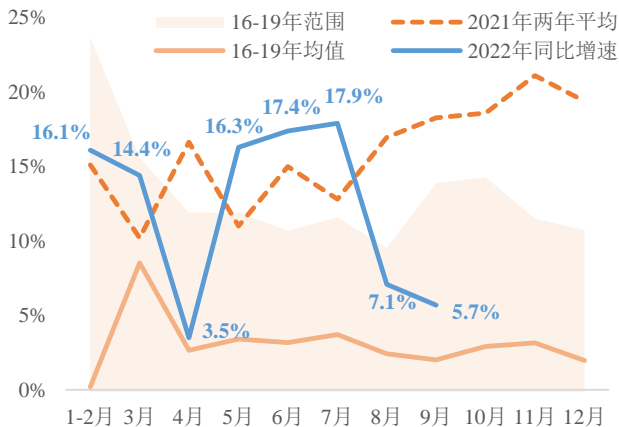
图9. 主要商品零售额累计同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

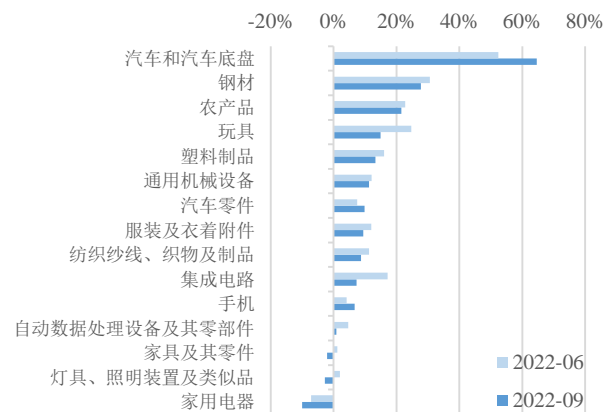
出口边际回落。2022年前三季度，我国出口2.70万亿美元，进口2.05万亿美元，贸易顺差6451.50亿美元。前三季度出口同比增长12.50%，较上半年（13.90%）有所放缓。逐月来看，除4月受疫情影响外，8、9月出现较大幅回落，主要是受到外需减弱、前期积压的订单释放结束叠加高基数效应的影响。主要出口商品方面，三季度汽车和汽车底盘、汽车零件和手机出口金额同比涨幅有所加快；家具及其零件、灯具、照明装置及类似品出口金额同比转负；家用电器出口额同比降幅扩大。

图10. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图11. 主要出口商品金额累计同比增速



注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 价格：生产者出厂价格涨幅持续回落，人民币对美元汇率先升后贬

CPI 同比走势前低后高。2022年前三季度，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.00%，涨幅较上半年扩大0.30个百分点。逐月来看，CPI同比走势前低后高，呈现波动上行态势。1—2月受国际大宗商品价格上涨和春节等因素影响，CPI同比涨幅均为0.90%；3—7月CPI同比涨幅持续扩大至2.70%；8月国际油价下行，疫情影响部分服务消费需求，CPI环比转为下降，同比涨幅回落至2.50%；9月受季节性因素影响，CPI同比涨幅扩大至2.80%。分项来看，食品价格有所上涨，其中受疫情散发、高温干旱天气等因素影响，部分鲜活食品价格上涨较多；能源价格仍处高位，国内汽油、柴油、居民用煤、车用天然气等能源价格涨幅较大；疫情影响下服务消费需求偏弱，服务价格涨幅较上半年有所回落。

PPI 同比涨幅持续回落。2022年前三季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨5.90%，涨幅较上半年回落1.80个百分点。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI同比涨幅由1月的9.10%持续回落至6月的6.10%，7—9月回落速度有所加快。从主要行业来看，随着保供稳价稳步推进，煤炭开采行业出厂价格同比增速较上半年大幅回落；输入性价格传导压力有所减轻，国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落；非金属矿、钢铁行业受下游需求偏弱影响，价格有所回落，其中钢铁价格同比增速转为负值。前三季度PPI-CPI剪刀差转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

图12. PPI-CPI 剪刀差情况

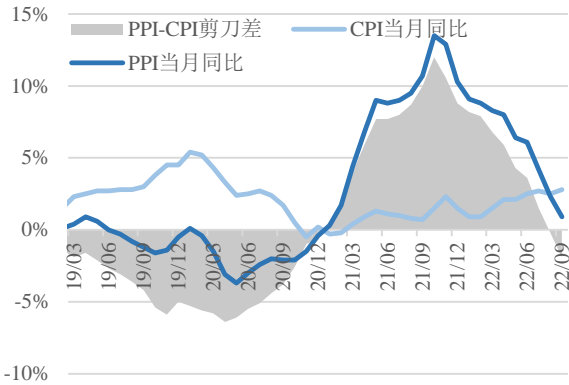
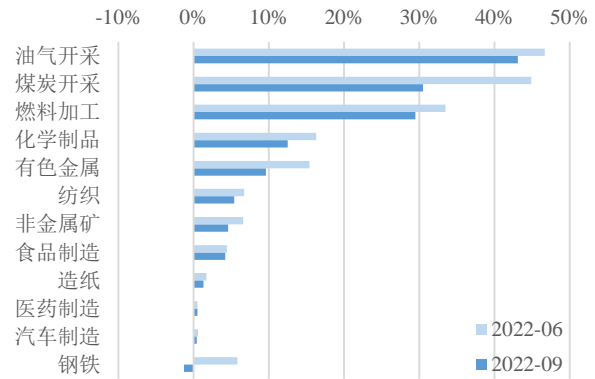


图13. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

汇率方面，2022 年前三季度人民币对美元即期汇率先升后贬。具体来看，上半年人民币对美元即期汇率先后经历了小幅震荡升值（年初至 2 月底）、持续快速贬值（3 月初至 5 月中旬）、窄幅震荡（5 月下旬至 6 月底）三个阶段⁴。进入第三季度，人民币对美元再次走弱，特别是 8 月中旬以来人民币对美元即期汇率经历了年内第二轮大幅快速贬值，由 8 月 12 日的 6.73 贬至 9 月末的 7.09，在 9 月 28 日更是一度贬至 7.25。本轮人民币对美元即期汇率急速贬值主要是由于三方面原因：一是美联储强势加息叠加美国经济基本面相对欧洲更强，以及俄乌冲突持续导致全球避险情绪不断上升，带动美元指数快速上行，再创 20 余年以来新高。二是国内疫情反复叠加极端高温干旱天气、电力供应紧张及房地产项目交付问题等因素影响，国内主要经济数据走弱，经济修复基础仍不稳固。三是中美货币政策分化加剧导致中美债利差倒挂程度持续加深，资本外流压力进一步加大。

图14. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

⁴限于篇幅，此处不再详细分析上半年人民币对美元即期汇率走势，请参阅《经济下行压力显著增大，稳增长政策需持续发力——宏观经济信用观察半年报（2022 年 6 月）》。

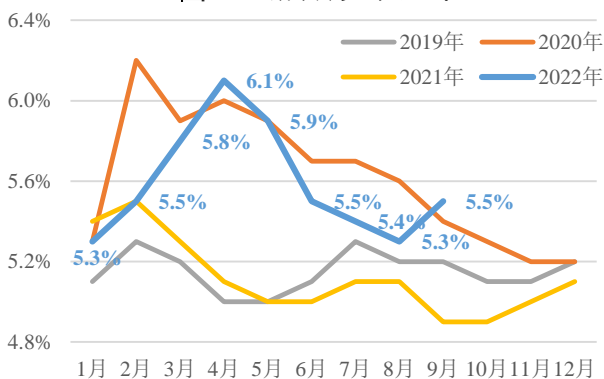
展望第四季度，短期内中美经济基本面错位导致的中美货币政策分化仍将继续，或致中美利差持续倒挂。同时，俄乌冲突升级加剧欧洲能源危机，使得欧洲经济前景进一步恶化，或将推动美元指数继续上行。此外，近期我国出口开始出现走弱迹象，疫情形势仍严峻复杂，国内经济恢复压力犹存。综上所述，短期内人民币对美元汇率预计将继续承压。但从中长期看，随着稳经济一揽子政策效果持续显现，我国经济有望回稳向上，助力人民币汇率保持基本稳定。

4. 就业：失业率高于上年同期水平，稳就业压力仍然较大

稳就业压力仍然较大。2022年前三季度，全国城镇调查失业率均值为5.59%，高于上年同期0.43个百分点。逐月来看，1—2月，全国就业形势总体稳定，城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；3—4月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至4月的6.10%；5月以后疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率开始回落，降至8月的5.30%；9月受疫情多发散发影响，调查失业率反季节性上升至5.50%。

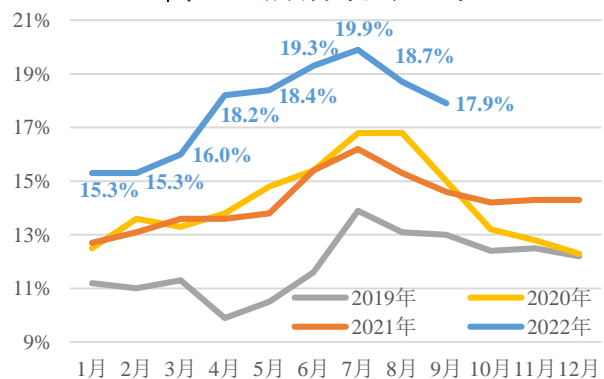
三季度重点群体就业形势有所改善。党中央、国务院高度关注重点群体就业工作，针对青年失业率较高的问题，深化离校未就业高校毕业生服务攻坚行动，持续实施青年专项技能培训计划、百万就业见习岗位募集计划等；针对农民工群体失业率波动较大的问题，不断完善农民工就业创业帮扶措施，大力实施以工代赈。8—9月，16—24岁青年人失业率连续2个月下降；外来农业户籍人员失业率从5月开始连续4个月回落，降至8月的5.00%，较4月的高点下降1.60个百分点。

图15. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图16. 城镇青年人失业率



二、宏观信用环境

2022年前三季度，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，叠加金融监管政策边际松动，推动社融总量显著扩张，但信贷结构出现分化，实体经济融资需求总体偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场

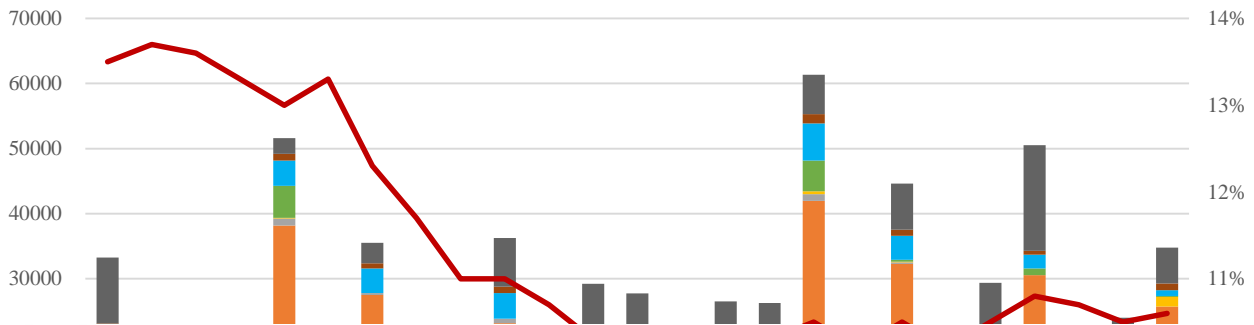
操作保持了市场流动性总体平稳；二季度以来，在财政政策和货币政策的支持下，叠加实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性总体较为宽松。央行继续健全市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。

1. 社融规模扩张，信贷结构分化，企业债券融资节奏同比继续放缓

政府债券净融资、社融口径人民币信贷和表外融资推动社融规模显著扩张。2022 年前三季度新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元，其中 9 月份新增社融规模 3.53 万亿元，同比多增 6245 亿元；9 月末社融规模存量为 340.65 万亿元，同比增长 10.6%，增速较上月末高 0.1 个百分点。分项上看，今年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.5 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素。表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多增 4440 亿元、少减 7456 亿元、少减 1337 亿元，亦对社融规模形成有效支撑。此外，非金融企业境内股票融资同比多增 596 亿元，对社融形成一定支撑。拖累项方面，社融口径外币贷款（折合人民币）、企业债券净融资同比分别多减 4748 亿元、少增 2413 亿元。

展望第四季度，稳经济一揽子政策将持续发力，特别是随着准财政增量政策工具落地生效、5000 多亿元专项债结存限额在 10 月集中发行、央行重启抵押补充贷款（PSL）投放并新设 2000 亿元以上设备更新改造专项再贷款，以及房地产维稳系列政策陆续落地，基建、制造业领域的融资需求有望继续增长，房地产领域的信贷需求也有望回暖，从而对社融规模扩张形成有力支撑。

图17. 社融存量增速和增量结构（亿元）



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_48269



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>