

国信期货宏观月报

宏观

国内经济温和回升 英国市场暂别动荡

2022年10月30日

主要结论

国内经济温和回升：我国三季度经济温和回升，固定资产投资稳定，消费弱势修复，出口承压上行，工业发展处于逐步回暖阶段，三季度我国已基本从二季度较为严格的区域管控中恢复过来。从9月份的经济数据来看，工业生产正在加速向常态水平修复，消费市场在波动中维持修复，投资端在稳增长助力下持续向好、出口小幅回落。总体来看，三季度国民经济整体呈修复态势，但仍然存在结构性问题，同时回暖的程度依旧需要观察。我们预计本年度四季度GDP增速可能在4.5%左右运行，全年经济增速或在3.5%左右。三季度GDP增速虽然有所恢复，但并没有恢复到疫情前正常水平。

英国市场暂别动荡：当地时间10月20日，英国首相伊丽莎白·特拉斯发表辞职声明，宣布辞去英国保守党党首职务，随后自动卸任英国首相职务。另外，特拉斯10月20日宣布辞职后，当地时间10月25日，英国前财政大臣苏纳克正式接替上任仅一个多月的特拉斯出任英国首相。从资本市场的反应来看，新任财政大臣推翻减税措施、首相辞职等事件发生后，投资者情绪有所企稳，英国股市小幅上涨，30年期英债收益率大幅回落，英镑汇率出现升值。不过从长期来看，英国经济仍将面临严峻的内外挑战：一是，美联储大概率维持快速加息步伐，包括英镑在内的非美货币仍将面临较大贬值压力；二是，俄乌冲突不断升级，地区风险性提升，地缘政治风险加剧；三是，欧洲能源危机持续蔓延，英国能源成本居高不下，从原料供给端与消费端等多个方面打击英国经济。因此，当前英国经济形势不容乐观，并很难轻易扭转目前困境。同时，40年新高的通胀以及海外投资者对英国市场的信心缺失，将迫使英国央行迅速加息，继续深化英国陷入衰退的风险。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、热点事件梳理及展望

1. 国内经济温和回升

我国三季度经济温和回升，固定资产投资稳定、消费弱势修复、出口承压上行，工业发展处于逐步回暖阶段，三季度我国已基本从二季度较为严格的区域管控中恢复过来。从9月份的经济数据来看，工业生产正在加速向常态水平修复，消费市场或将在波动中维持修复，投资端在稳增长助力下持续向好、出口小幅回落。总体来看，三季度国民经济整体呈修复态势，但仍然存在结构性问题。

供给端来看，9月份工业生产重回强势，环比增速也在平均增速之上。PMI显示订单回升速度有限，产成品库存上行。9月份的生产受到了黑色产业链和出口的双重支撑。黑色产业链中，钢铁、有色、煤炭等生产量上升较快，在基建平稳以及房地产下滑速度放缓的情况下，黑色产业链的景气度可能仍能维持。出口方面未来仍然有压力，在全球加息和通胀高企挤压世界经济增长的背景下，外需回落是我国出口走弱的主因。从韩国、越南的情况来看，外需偏弱对制造国出口的压力已逐步显现。9月，韩国出口同比增长2.8%，较8月走低3.8个百分点，为2020年10月以来最低水平；越南出口同比增长10.9%，远低于8月27.4%的同比增速。同时，9月全球制造业采购经理人指数（PMI）为50.3%，较8月下行0.6个百分点，续创2020年7月以来新低，其中9月欧洲制造业PMI较8月下滑0.7个百分点至48.8%，连续八个月下滑；美国制造业PMI当月下行1.9个百分点至50.9%，创2020年6月以来最低水平，以上数据意味着全球需求已基本陷入萎缩阶段。此外，随着东南亚国家的管控放松以及复工复产节奏的加快，订单需求与出口运输已逐渐恢复往昔繁荣，显著削弱了我国出口的替代效应。虽然生产高峰表现较好，但出口订单减少给未来带来压力。上海出口集装箱指数快速下滑，我国出口景气度也逐步走低，未来工业要承受一定的压力。鉴于去年出口基数较低，工业生产在四季度仍然能维持较好的增速。

需求端来看，9月份社会零售总额再次回落。前三季度，我国社会消费品零售总额320305亿元，同比增长0.7%。其中，三季度较二季度消费有所好转，从单月来看，9月份社零增速有所回落，同比增长2.5%，较上月下行2.9个百分点。由于本年度疫情呈不定期多点频发态势，未来消费市场或将在波动中维持修复。固定资产投资方面，投资端在稳增长助力下持续向好，其中制造业投资平稳，基建投资高位回落，房地产投资下滑速度减缓。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）为421412亿元，同比增长5.9%，较1至8月提速0.1个百分点，累计同比已实现连续两个月小幅回暖。其中，前三季度基础设施投资同比增长8.6%，较1至8月提速0.3个百分点，已持续五个月回升；制造业投资同比增长10.1%，较1至8月提速0.1个百分点。年内，基建投资有望继续走高。政策层面已经在支持企业设备更新和基建投资，预计两者仍然能保持增速。房地产虽然仍然弱势，但房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额弱势恢复。房地产风险仍然在资金链条上，现阶段房地产开发商资金较为紧张。

目前来看，国民经济仍处于弱势回升的阶段，但回暖的程度依旧需要观察。我们预计本年四季度GDP增速可能在4.5%左右运行，全年经济增速或在3.5%左右。三季度GDP增速虽然有所恢复，但仍然没有恢复到疫情前正常水平。

2. 英国市场暂别动荡

据10月3日公布数据显示，欧元区CPI和核心CPI分别为10%和4.8%，同时10月4日公布数据显示欧元区制造业PMI下行至48.4%。欧元区CPI与核心CPI数据提示通胀依然没有见顶回落的迹象，通胀压力的加大将继续使得欧央行加速收紧货币，以抑制需求的方式控制通胀，因此经济进入衰退的风险随之增加。同时，多数欧洲国家PMI指数连续三个月位于荣枯线以下，德国、英国、意大利、西班牙等主要国家

制造业 PMI 指数均持续下降并在收缩区徘徊，提示欧洲已陷入经济衰退，加之本轮欧央行还将继续加息以控制通胀，因此欧洲经济下行速度仍将加快。近期能源危机持续发酵，欧洲在燃电供给、交通运输及工农业生产方面受天然气短缺影响已经显现。结合 PMI 走势及持续恶化的能源问题，欧洲国家整体或已进入经济衰退阶段。

当地时间 10 月 20 日，英国首相伊丽莎白·特拉斯发表辞职声明，宣布辞去英国保守党党首职务，随后自动卸任英国首相职务。另外，特拉斯 10 月 20 日宣布辞职后，当地时间 10 月 25 日，英国前财政大臣苏纳克正式接替上任仅一个多月的特拉斯出任英国首相。

由于近期英国财政政策反复多变，国内消费端以及国际投资端的信心持续低迷。从长期来看，此事件对英国金融信誉有一定恢复效果，对英镑与英债价格具有温和利好作用，并降低了未来支出计划再次破坏市场稳定的可能性。然而，从短期来看，此事件较难为市场带来立竿见影的缓解，原因有二：一是，在能源价格飙升、劳动力短缺、通胀螺旋上升的背景下，可信的中期财政规划与长期增长计划才是破解困局的关键；二是，消费者与企业大多具有明显的情绪粘性，在经济前景仍不明朗的情况下，实体经济的信心较难恢复。

展望未来，英国经济仍将面临严峻的内外挑战：一是，美联储大概率维持快速加息步伐，包括英镑在内的非美货币仍将面临较大贬值压力；二是，俄乌冲突不断升级，地区风险性提升，地缘政治风险加剧；三是，欧洲能源危机持续蔓延，英国能源成本居高不下，从原料供给端与消费端等多个方面打击英国经济。因此，当前英国经济形势不容乐观，并很难轻易扭转目前困境。在能源和生活成本危机、借贷成本危机、信誉成本危机的多重风险下，英国正在进入低增长与高通胀并存的滞胀时期。同时，40 年新高的通胀以及海外投资者对英国市场的信心缺失，将迫使英国央行迅速加息，继续深化英国陷入衰退的风险。

因此，英国新首相苏纳克不仅面临着诸多挑战，且应对难度比一个多月前更大。然而，从资本市场的反应来看，新任财政大臣推翻减税措施、首相辞职等事件发生后，投资者情绪有所企稳，英国股市小幅上涨，30 年期英债收益率大幅回落，英镑汇率出现升值。不过从长期来看，英国金融市场仍然面临较大不确定性：一方面，数据显示英国 9 月 CPI 同比增速升至 10.1%，重回近 40 年来高位，这或将促使英国央行以更大的幅度加息；另一方面，英国整体经济表现较为疲软，英国国家统计局公布的最新数据显示，英国 8 月 GDP 环比下降 0.3%，不及市场预期。

3. 宏观大类资产配置建议

前期政策持续发力的效果逐步体现，三季度多项数据有所改善。当前宏观经济依旧处在企稳阶段，部分数据的好转基于过去持续数月的政策支持。从高频数据看，实体经济已经悄然复苏，国内主要开工率指标连续近一月持续回暖，基建拉动效应正在逐渐显现，经济预期正逐步改善。展望后市，在 10 月底接力政策全部落地后，经济仍然需要政策托举，预计将有新一轮接力政策的出现，但力度或小于前期。

股市方面，目前，股市的二次探底已接近尾声，有望在四季度迎来拐点。从估值和情绪来看，前期市场调整已经较为充分，A 股持续下行的风险较小。增量政策或将继续改善市场预期，更多积极信号会带来正向的情绪共振，A 股有望迎来新一轮的上行走势，建议配置。**债市方面**，若四季度房地产能够企稳回升，利率将终止下行趋势，“宽信用”的预期将升温，对 LPR 的继续下探带来阻力，建议谨慎配置。**大宗商品方面**，由于七月至九月北半球持续高温，多国出现农作物减产的现象，加之俄乌冲突导致的粮食出口受阻，全球粮食价格可能在今年冬天出现上行，建议配置；OPEC+ 减产导致原油价格上行，海湾地区局势不稳定可能加剧能源安全，同时煤炭价格受发电需求影响持续维持高位，四季度的寒冬季节或将使得能源价格维持坚挺，建议配置；由于今年新能源汽车销售数据持续攀升，引发了一轮有色商品的价格上行。四季度，

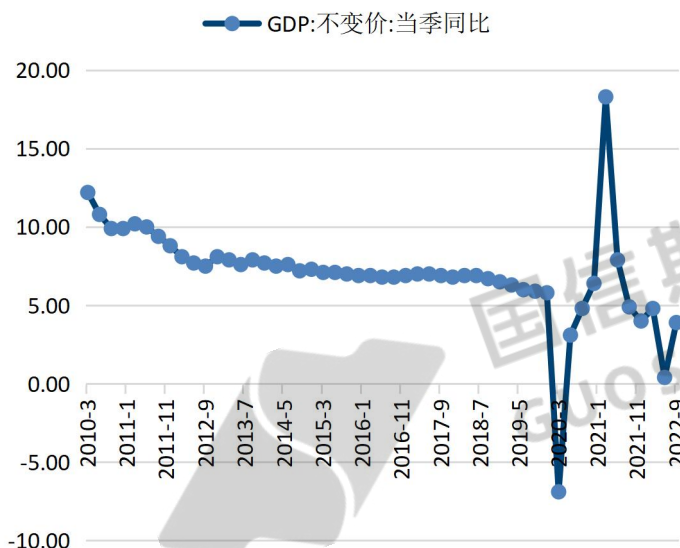
新能源增速或将放缓，加之下游制造业受宏观经济影响倾向保守态度，建议谨慎配置；受四季度天气转冷影响，北方地区基建工程项目正逐步关停，叠加新房开工数量逐步下行，钢铁需求将出现一定程度的收缩，建议低配。**外汇方面**，美元指数小幅回调，主要非美货币上行，人民币汇率或将继续承压，建议谨慎配置。

二、重要经济数据点评

1、GDP

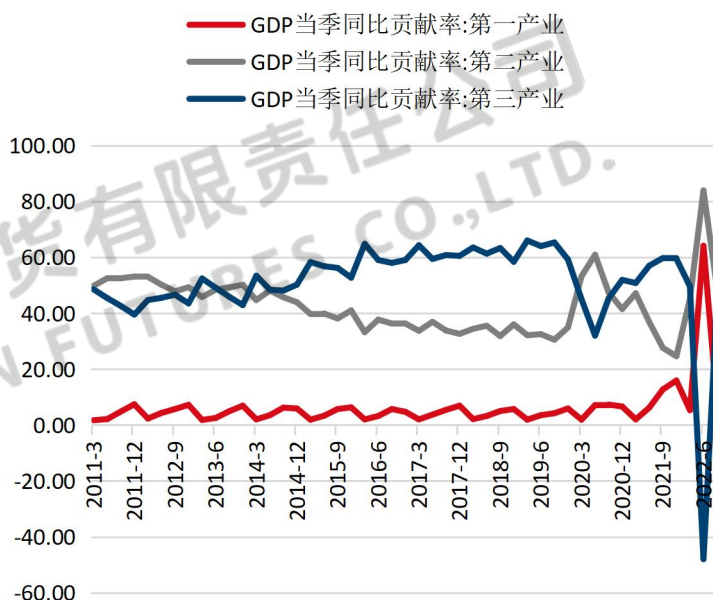
2022年10月24日，据国家统计局发布的数据显示，初步核算，前三季度国内生产总值870269亿元，按不变价格计算，同比增长3.0%，比上半年加快0.5个百分点。分季度看，GDP一季度同比增长4.8%，二季度同比增长0.4%，三季度同比增长3.9%。

图：3 季度 GDP 同比增长 3.9%



数据来源：Wind，国信期货

图：第一、二、三产业的 GDP 同比贡献率 (%)



数据来源：Wind，国信期货

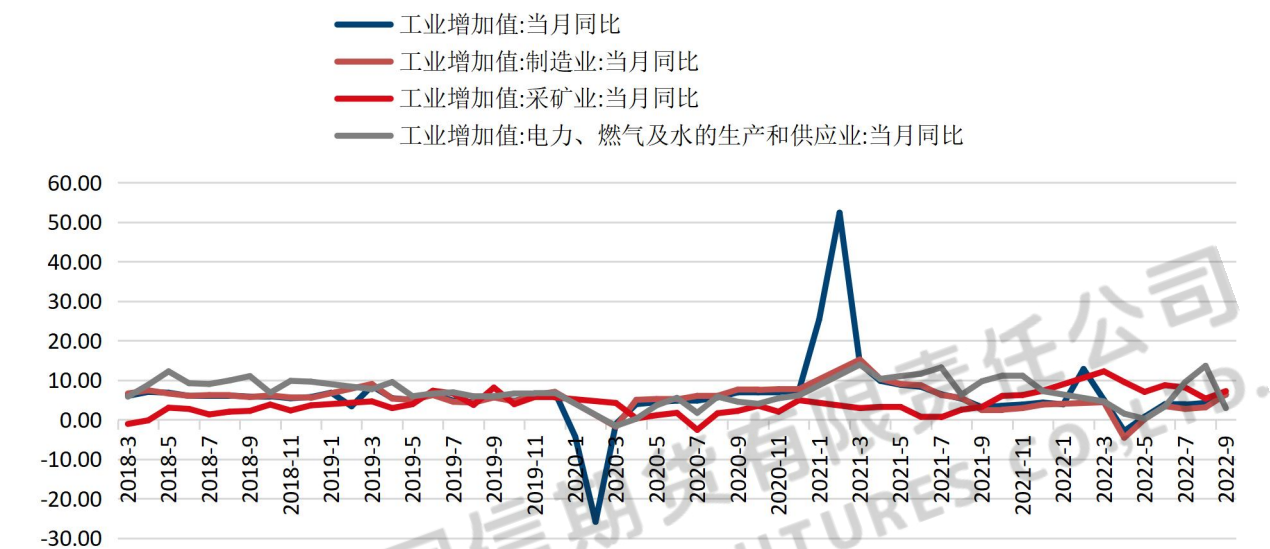
三季度疫情影响减弱、稳增长政策发力显效，宏观经济转入回稳向上过程，GDP增速略超市场预期。受需求回升、疫情制约消退等因素影响，三季度工业生产较二季度明显改善，9 月工业增加值增速大幅上行。三季度社零同比由负转正，但当前消费偏弱特征依然明显。三季度固定资产投资增速进一步加快，其中，基建投资保持两位数高增，制造业投资韧性较强，有效对冲了房地产投资下滑带来的影响。

整体上看，三季度经济回升明显，但距离常态增长水平还有一定差距。四季度宏观政策将保持稳增长取向，但会更加注重内外平衡，货币政策降息降准的可能性下降，以支持基建投资提速为代表的财政政策在引领经济回升过程中将发挥更加重要的作用。我们预计四季度GDP增速将进一步向常态增长水平靠拢，重点关注房地产政策调整下楼市能否在年底前后实现趋势性回暖，以及外需走弱可能对宏观经济运行带来的影响。

2、工业增加值

据数据显示，前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长3.9%，较上半年增长0.5个百分点。随着极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱及部分行业需求回暖，叠加同期低基数效应，9月全国规模以上工业生产回暖提速，增加值同比增长6.3%，较8月提升2.1个百分点。

图：9月整体及三大分项工业增加值同比增速



数据来源：Wind，国信期货

从三大分项来看，制造业和电力热力燃气及水生产和供应业明显加快。三季度，采矿业同比增长6.8%，较二季度回落1.6个百分点；制造业增长4.1%，回升4.3个百分点；电力热力燃气及水生产和供应业增长8.7%，加快7.0个百分点。从月度情况看，7、8、9月份增加值同比分别增长3.8%、4.2%、6.3%，呈加快恢复态势。

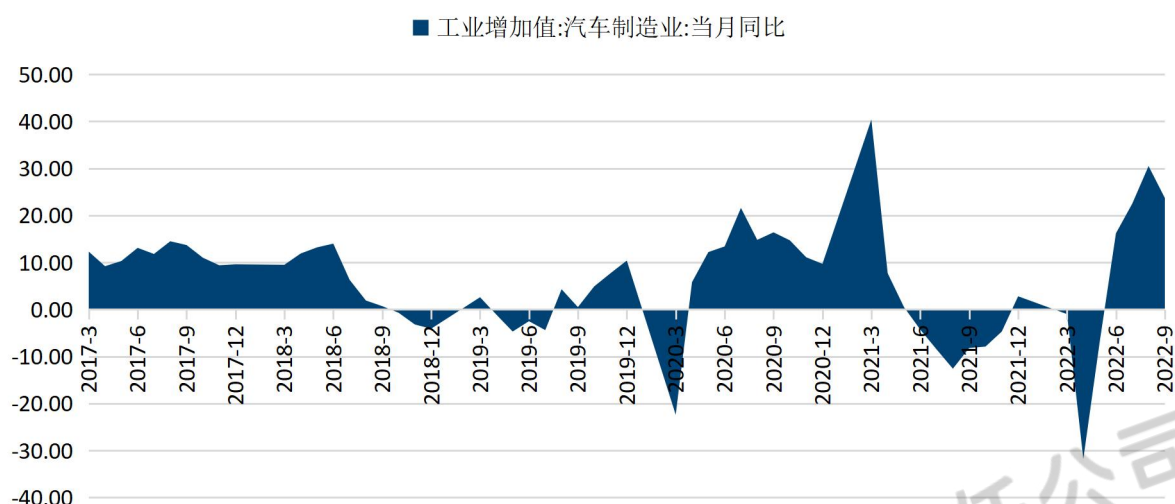
从区域生产来看，各地统筹疫情防控和工业经济发展成效显著，超七成地区回升。三季度，全国有23个省规模以上工业增加值增速较二季度回升或降幅收窄、由降转增，回升面达到74.2%。其中前期受疫情影响较大的长三角地区大幅回升，规模以上工业增加值由二季度下降3.2%转为增长8.2%。原因主要在于，经济大省支撑有力，川渝地区由降转增。9月份，主要经济大省广东、江苏、山东和浙江工业生产分别增长5.5%、10.5%、7.6%和7.4%，较上月加快4.1、0.6、0.2和3.4个百分点。川渝地区工业企业加快弥补上月限电损失，增加值同比分别由上月下降11.0%、18.2%转为增长5.6%和13.1%，边际改善明显。在全国较上月加快的2.1个百分点中，以上六个地区合计贡献1.9个百分点。

从具体行业来看，新动能引领作用凸显。三季度，高技术制造业增加值同比增长6.7%，增速高于全国规模以上工业1.9个百分点，继续发挥引领带动作用。新能源新材料产品继续保持高速增长，其中太阳能工业用超白玻璃、多晶硅、单晶硅等新材料产品产量同比分别增长83.2%、56.1%、53.9%；充电桩、风力发电机组、光伏电池等新能源产品产量同比分别增长81.5%、47.1%、30.8%。

汽车制造业快速恢复。随着汽车产业链供应链快速修复，三季度汽车制造业产能利用率达到75.7%，环比回升6.6个百分点，增加值同比由二季度下降7.6%转为大幅增长25.4%，对工业经济拉动作用显著。汽

车产量由二季度同比下降8.5%转为增长31.4%，其中新能源汽车产量持续成倍增长，三季度增长113.1%，较二季度加快20.8个百分点；基本型乘用车（轿车）、运动型多用途乘用车（SUV）产量分别由二季度下降3.3%、3.2%转为增长32.1%、38.2%。

图：汽车制造业工业增加值同比增速

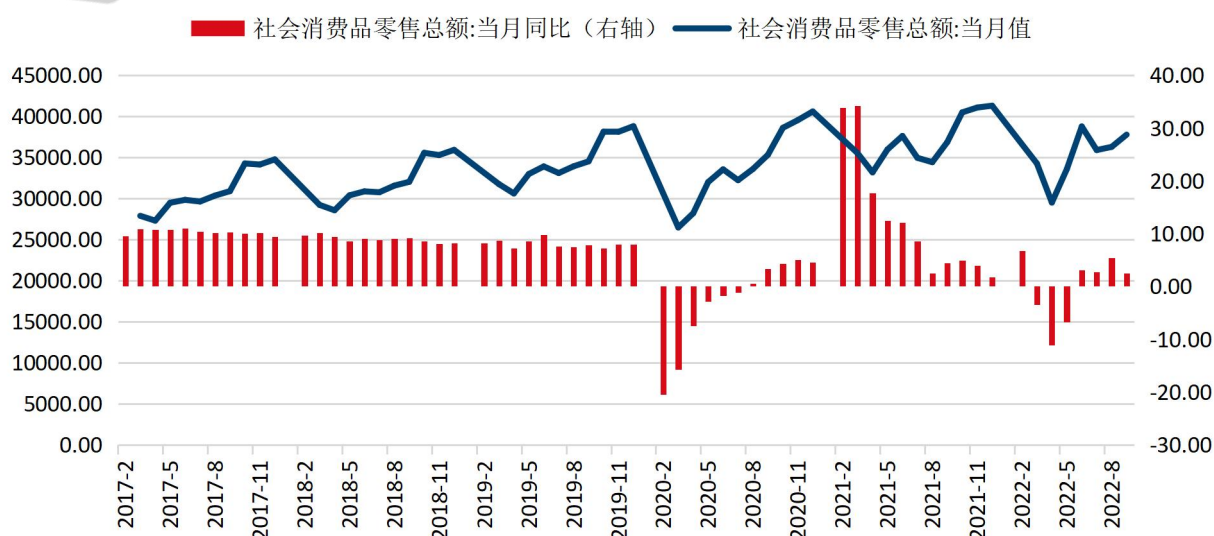


数据来源：Wind，国信期货

3、社会消费品零售

2022年9月份，社会消费品零售总额3.77万亿元，同比名义增长2.5%。其中，限额以上单位消费品零售额1.52万亿元，同比增长6.1%；除汽车以外的消费品零售额为3.35万亿元，同比增长1.2%。2022年前三季度社会消费品零售总额为32.03万亿元，同比名义增长0.7%；除汽车以外的消费品零售额为28.71万亿元，同比增长0.7%。由于本年度疫情呈不定期多点频发态势，未来消费市场或将在波动中维持修复。

图：9月社会消费品零售总额与同比增速



数据来源：Wind，国信期货

其中，前三季度累计零售额较上年同期规模提升约2247.8亿元，年初至今的绝对值规模变化由负转正，延续了整体回暖的大趋势；9月单月较上年同期规模提升约912亿元，在三月到五月连续三个月出现负增长后六月至九月连续四个月实现零售总额的正向扩张，三季度单季整体均为正增长；对比2020年同期情况来看，年内受疫情冲击的地区虽涉及北上等核心城市，但范围相对较小，同时防疫工作与复工复产流程更为成熟，因此社消恢复进程也更为迅速。此外，结合历史数据来看，本月较上月社消规模提升近1487.1亿元；在疫情发生前十年内，9月单月环比8月会提升980亿元左右，2015年开始环比提升幅度虽有缩小但依旧在300-600亿元左右，同比上年8月会增长2300亿元左右，由此两个维度可以看出本月环比改善的表现依旧，符合“金九银十”的淡旺季大趋势，但从同比与环比的增幅来看，本月表现基本运行在合理区间，促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。

从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额前三季度累计增长3.0%，仅在5月短暂出现过负增长，全年至今来看实现稳定扩张，表现优于社零整体走势，这体现出规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。长期来看，如若疫情影响逐步减弱，伴随着国家针对中小企业高质量发展的政策有效落地，或将回归至限额以下单位强劲增长的情形，对应限额以下企业经营弹性更高。6-9月疫情反弹得到有效控制，单月增速再次回正，全年累计也实现正向扩张；“十一黄金周”消费增长稳健，“双十一”预热现已开启，四季度的整体消费表现可期。从品类的角度来看，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品、饮料类为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费(化妆品)，以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类(餐饮、烟酒、黄金珠宝等)存在可选属性，短期受疫情冲击影响更大，但长期恢复值得期待，经营弹性更高，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

图：全国汽车及其他分类销量（2018.10-2022.7）



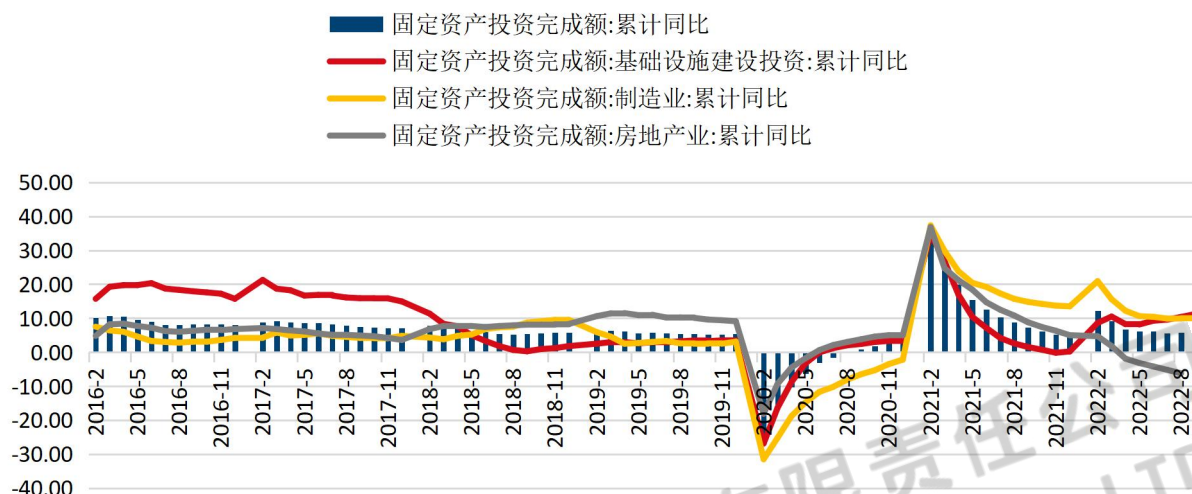
数据来源：Wind，国信期货

综上，我们认为当前消费市场环境 and 政策环境较为积极乐观，随着我国疫情管控效果和疫苗普及的进一步推进，疫情影响程度逐步减弱，国内经济有望逐步恢复至前期增长轨迹；同时伴随居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复，2022年社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

4、固定资产投资

前三季度，全国固定资产投资（不含农户）为421412亿元，同比增长5.9%，较1至8月提速0.1个百分点，累计同比已实现连续两个月小幅回暖。其中，前三季度基础设施投资同比增长8.6%，较1至8月提速0.3个百分点，已持续五个月回升；制造业投资同比增长10.1%，较1至8月提速0.1个百分点。

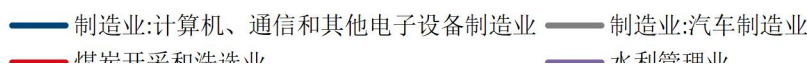
图：固定资产投资以及三大分项累计同比



数据来源：Wind，国信期货

分领域看，前三季度，基础设施投资同比增长8.6%，制造业投资增长10.1%，房地产开发投资下降8.0%。**分产业看**，第一产业投资10558亿元，同比增长1.6%；第二产业投资132146亿元，增长11.0%；第三产业投资278708亿元，增长3.9%。第二产业中，工业投资同比增长11.1%。其中，采矿业投资增长8.2%，制造业投资增长10.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长17.8%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.6%。其中，水利管理业投资增长15.5%，公共设施管理业投资增长12.8%，道路运输业投资增长2.5%，铁路运输业投资下降3.1%。

图：固定资产投资以及三大分项累计同比



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_48280

