



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

张文字 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张 林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

宏观经济延续结构性修复，资产配置建议
防守型布局——2022 年三季度宏观经济及大
类资产配置分析与四季度展望（2022 年 10
月）

经济修复边际改善但仍处低位，短期内建
议股债均衡配置——宏观经济与大类资产
配置月报（2022 年 8 月）

经济修复边际放缓，降息落地短期内债券
表现或优于权益——宏观经济与大类资产
配置月报（2022 年 7 月）

宏观经济再次探底后结构性修复，资产配
置重点从商品转向权益——2022 年上半
年宏观经济及大类资产配置分析与下半年
展望（2022 年 H1）

疫情扰动经济修复放缓， 短期仍建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2022 年 10 月）



本期要点

主要观点

10 月，疫情在全国多地散发，多地疫情防控措施纷纷加码，对供需两端产生扰动，经济修复再度边际放缓。具体来看，工业生产与服务业生产双双走弱，服务业生产更是回落至 6 月以来最低位。国内需求持续疲弱，地产投资低位下行拖累固定资产投资整体回落，疫情扰动下消费增速再度转负。出口增速自 2020 年 3 月以来首现负值，外需对经济修复的支撑弱化。从通胀水平来看，基数作用及节后需求回落下，CPI 并没有延续此前的持续上行态势，回落至 2.1%，核心 CPI 与上月持平于 0.6%，持续位于低位区间，显示需求仍较为疲弱；高基数下 PPI 降至负数。从金融数据看，政策性因素支撑减弱，10 月社融数据边际回落，宽信用政策仍待持续发力。美元指数保持强势，国内经济修复放缓、国内宏观基本面仍偏弱，人民币汇率走贬。涉外收付款连续两个月为逆差，但 10 月逆差额环比收窄，银行结售汇差额则由上月的顺差转为逆差，整体看跨境资本流动仍处于合理区间。

后续来看，11 月以来，经济运行中的积极因素有所增加，国务院联防联控机制综合组 11 日公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，随着国内疫情防控政策持续优化、房地产支持政策进一步加码以及美国 10 月通胀回落下美联储加息幅度收窄预期升温等，叠加基数作用以及多项稳增长政策支持，四季度经济仍有望延续结构性修复势头。我们维持此前四季度 GDP 增速或延续回升至 4.5%，全年 GDP 增速或为 3.4%左右的判断。

从大类资产配置看，10 月 10 日-11 月 14 日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨，债市收益率先下后上，10 年期国债收益率上行至近期高点 2.8354%。后续看，经济或仍呈弱修复状态，权益上行空间或仍有限，债市收益率或呈区间波动走势；同时在全球流动性偏紧、海外经济衰退的背景下，大宗商品价格仍面临一定的下行压力，建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复力度调整股票配置比例。

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资者服务部www.ccxi.com.cn
赵 耿 010-66428731；

gzhaog@ccxi.com.cn

10 月，疫情在全国多地散发，多地疫情防控措施纷纷加码，对供需两端产生扰动经济修复再度边际放缓。具体来看，工业生产与服务业生产双双走弱，服务业生产更是回落至 6 月以来最低位。国内需求持续疲弱，地产投资低位下行拖累固定资产投资整体回落，疫情扰动下消费增速再度转负。出口增速自 2020 年 3 月以来首现负值，外需对经济修复的支撑弱化。后续来看，当前海外滞胀风险不减，外需仍有下行压力，且内需持续偏弱背景下，经济修复仍面临压力，但随着疫情防控政策的进一步优化，房地产边际放松政策持续出台，多项稳增长政策发力生效，叠加基数作用，四季度经济增速或呈稳中趋升态势，增速或延续回升至 4.5%，纵观全年，我们维持此前判断，全年增速或为 3.4% 左右。

从资产配置来看，在疫情防控优化等因素影响下，市场信心有所回暖，或利好股票市场走势，但考虑到后续经济或仍呈弱修复状态，权益上行空间或仍有限，债市收益率或呈区间波动走势；同时，在全球流动性偏紧、海外经济衰退的背景下，大宗商品价格仍面临一定的下行压力，建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复力度调整股票配置比例。。

表 1 2022 年 10 月中国宏观经济核心指标一览表

	2022 年									2021 年		
	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	1-2 月	10 月*	10 月	同比变化
工业增加值 (同比, %)	5	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5	7.5	5.2	3.5	↓
服务业生产指数 (同比, %)	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	5.5	3.8	↓
投资 (累计同比, %)	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2	3.8	6.1	↑
制造业投资 (%)	9.7	10.1	10	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9	-	14.2	↓
房地产投资 (%)	-8.8	-8	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	0.7	3.7	6.8	7.2	↓
基建投资 (不含电力, %)	8.7	8.6	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	8.5	8.1	-	1	↑
民间投资 (%)	1.6	2	2.3	2.7	3.5	4.1	5.3	8.4	11.4	3.8	8.5	↓
社零额 (同比, %)	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	-	4.9	↓
出口: 同比 (% , 美元)	-0.3	5.7	7.1	18	17.7	16.4	3.6	14.4	16.1	-	26.8	↓
进口: 同比 (% , 美元)	-0.7	0.3	0.3	2.3	1	4	0.1	0.5	16.6	-	20.05	↓
贸易顺差 (亿美元)	851.5	847.4	793.9	1012.7	979.4	775	499.7	453.3	1107.9	-	848	↑
CPI (同比, %)	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	-	1.5	↑
PPI (同比, %)	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8	8.3	8.9	-	13.5	↓

M2: (同比, %)	11.8	12.1	12.2	12	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	-	8.7	↑
社会融资规模	9079	35271	24322	7620	51701	28338	9430	46475	73835	-	16176	↓

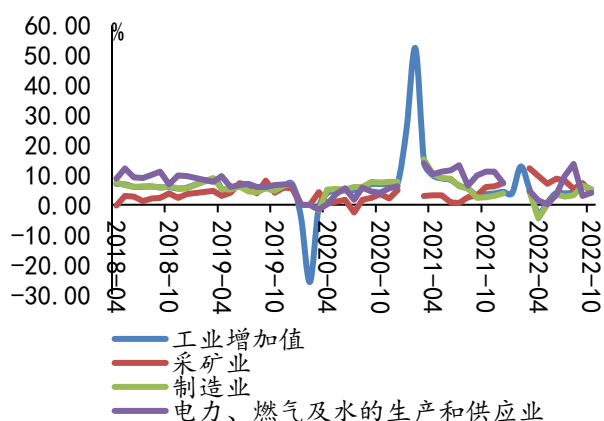
(注: ↓、↑、↔分别表示与上年同期相比, 相关指标数值为下降、上升或持平, *表示两年复合增速)

一、生产：工业生产走弱，服务业生产显著回落

(一) 疫情对生产端造成扰动，工业生产边际回落

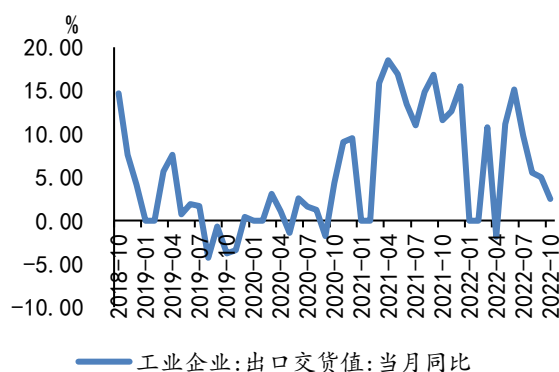
疫情反复以及外需走弱下，工业生产边际回落。10 月规模以上工业增加值同比增长 5%，较 9 月回落 0.4 个百分点，且不及去年同期的两年复合增速水平。一方面，10 月外需继续走弱，出口交货值对工业生产的带动作用弱化；另一方面，10 月以来，疫情在全国多点散发，疫情及疫情防控政策影响下，工业生产受到扰动；此外，房地产持续处于深度收缩区间，对相关链条生产亦产生一定拖累。值得注意的是，消费不足叠加基数作用，本月汽车行业工业增加值同比增速延续上月回落趋势，10 月为 18.7%，较 9 月回落 5 个百分点，对工业同比增速的支撑有所减弱。后续看，随着疫情防控政策进一步优化，叠加稳增长政策支持，工业生产或将有所改善，但地产持续低迷、外需下行压力不减或对生产修复幅度形成一定制约，预计工业增加值整体保持窄幅波动态势。

图 1：工业增加值边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：出口交货值有所回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情反复扰动下，服务业生产指数大幅回落

疫情多地散发，服务业生产指数同比增速回落至零左右。疫情反复及疫情防控政策下，服务业修复同样受限，服务业生产指数低位回落，较前值回落 1.2 个百分点至 0.1%，大幅低于去年同期 5.5% 的两年复合增速水平。后续来看，虽然随着疫情防控政策的进一步优化有利于服务业边际回暖，但 10 月份，服务业商务活动指数延续 7 月以来的回落走势，较上月回落 1.9 个百分点至 47%，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，均低于 45.0%，预计后续服务业生产修复仍将受到疫情制约。11 月 15 日，文化和旅游部发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》，提出跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，跨省游客凭 48 小时核酸检测阴性证明即可乘坐跨省交通工具，预计将对线下服务业生产改善带来一定助力，但考虑到当前为旅游淡季且各地防控政策存在差异，预计短期内改善作用较为有限，服务业生产短期内或仍处于相对低位。

图 3：服务业生产回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

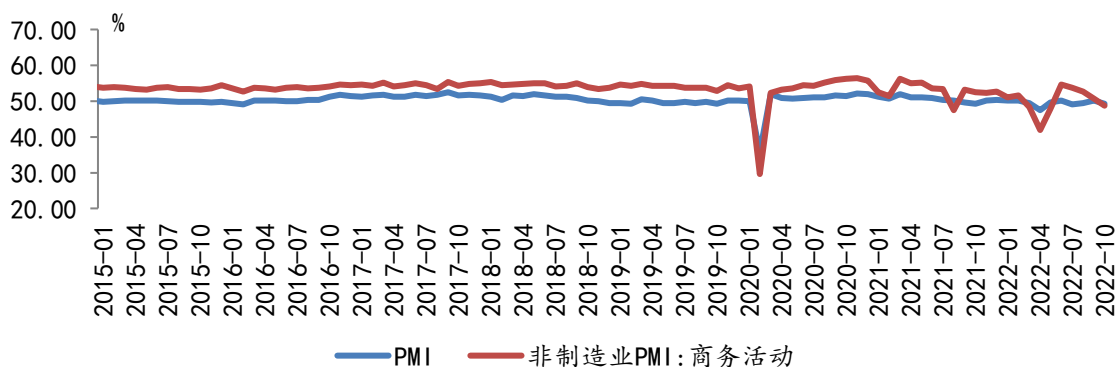
（三）产需两端放缓，PMI 再次回落至景气线之下

制造业 PMI 止升转降，重回景气线之下。10 月制造业 PMI 为 49.2%，较前值回落 0.9 个百分点，重回荣枯线之下。疫情多地散发下，产需两端均有所放缓，其中生产指数为 49.6%，较上月回落 1.9 个百分点，降至临界点之下；内需疲弱新订单指数下滑，新订单指数较前值回落 1.7 个百分点至 48.1%，新出口订单仍位于低位收缩区间。

综合 PMI 产出指数为 49%，较上月回落 1.9 个百分点。同时，本月出厂价格指数继续低于原材料购进价格指数，企业盈利进一步承压。此外，不同规模企业景气水平均回落，中小企业景气水平继续位于景气线之下，中小型企业生产经营压力仍较大。

疫情多地散发下非制造业 PMI 再次回落至景气线之下。10 月非制造业商务活动指数较上月回落 1.9 个百分点至 48.7%，重回荣枯线之上下，值得注意的是，除今年 10 月外，2020 年新冠疫情暴发以来，非制造业 PMI 仅在 2020 年 2 月、2021 年 8 月以及今年 3-5 月等几个月份位于临界点以下，提示需高度关注疫情及严格的疫情防控政策对非制造业生产带来的冲击。服务业商务活动指数延续 7 月以来的回落走势，较上月回落 1.9 个百分点至 47%，建筑业商务活动指数回落 2 个百分点，但仍位于 58.2% 的高景气区间。

图 4：PMI 及非制造业 PMI 回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

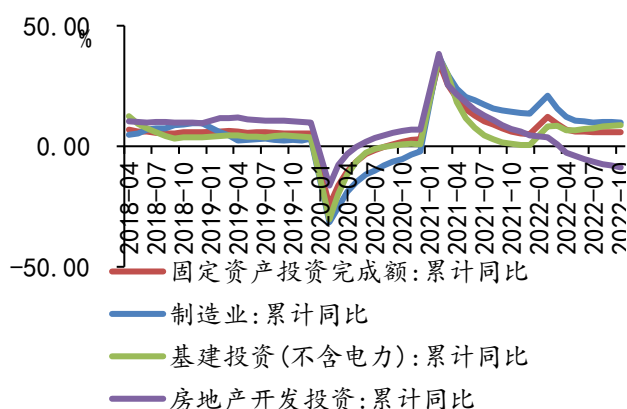
二、需求：内外需求均回落，稳增长扩需求仍需加力

（一）房地产投资继续下行，拖累固定资产投资

基建投资升至年内高位，制造业投资略有回落，地产投资持续低位运行并拖累投资整体增速。1-10 月固定资产投资同比增长 5.8%，低于前值的 5.9%，未能延续回升势头。其中在 5000 多亿元专项债地方结存限额在 10 月底前发行完毕的政策要求以及前期政策性开发性金融工具落地生效带动下，基建投资增速延续 5 月以来的回升态势，已升至年内高点，但增幅较前值有所收窄。制造业投资增速为 9.7%，较 1-10 月回升

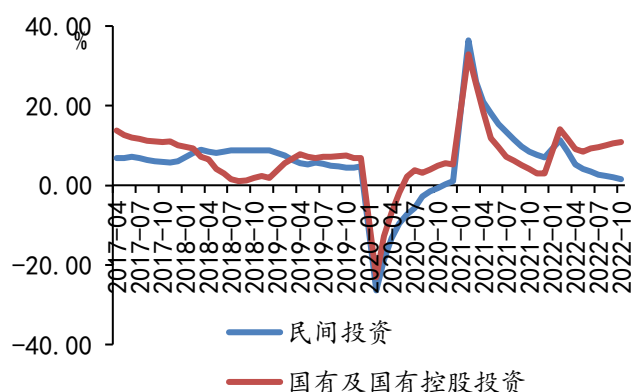
落 0.4 个百分点。1-10 月房地产开发投资增长-8.8%，低于前值的-8.0%，房地产投资仍未见底。前 10 个月，民间投资增长延续放缓态势，较 1-9 月回落 0.4 个百分点至 1.6%。后续看，随着 5000 多亿元专项债地方结存限额使用完毕，且预计四季度提前下发的专项债额度或于明年初才能落地支持项目建设，预计年内基建增速或稳中趋缓。11 月以来，政策加大对房企融资端支持。11 月 8 日，交易商协会表示，将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，与此前已经出台的多项地产支持政策形成合力，有利于房地产市场逐渐企稳，但考虑到政策显效存在时滞，预计短期内房地产投资仍将处于低位运行态势。在出口下行压力加大、工业企业利润增速放缓等因素影响下，后续制造业投资预计延续高位窄幅波动态势。市场投资信心依旧偏弱，民间投资等市场主体自发性投资预计仍偏弱。

图 5：固定资产投资回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：民间投资延续回落走势



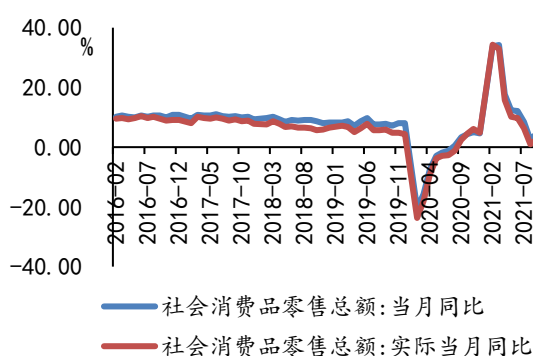
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情反弹消费大幅回落，关注消费意愿低迷问题

消费边际回落，社零额同比增速转负。10 月社零额同比-0.5%，较上月大幅回落 3 个百分点。10 月疫情多点散发对消费修复产生冲击，尤其是对线下接触型消费产生明显扰动，其中 10 月餐饮消费收入（含限额以下住宿和餐饮业零售额、限额以上住宿和餐饮业餐费收入）同比下降 8.1%，降幅较 9 月扩大 6.4 个百分点，为 2022 年 6 月以来最低点。值得一提的是，虽然疫情及疫情防控政策下物流运输受到一定影响，但 10 月实物商品网上零售额以及网上商品和服务零售额累计同比增速均延续 6 月以来的改善趋势，增速较前值分别回升 1.1 个百分点和 0.9 个百分点至 7.2%和 4.9%，或与双

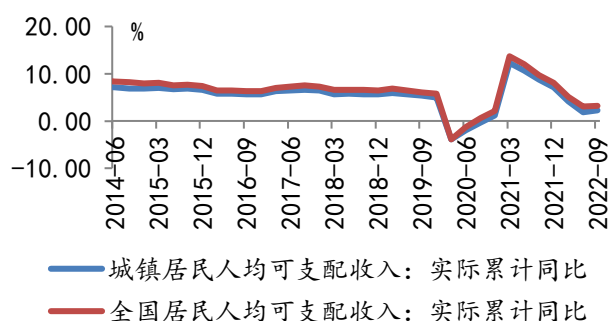
11 购物节提前有关。此外，消费不振也与疫情以来居民收入增速进一步放缓、消费倾向降低等有关，三季度央行储户调查问卷数据显示，三季度储户更多储蓄占比虽较二季度小幅回落 0.2 个百分点至 58.1%，但仍为有记录以来的次低点，显示消费意愿仍不足。后续看，随着疫情防控政策的优化，以及稳消费政策继续发力，消费存在修复基础，但当前就业压力尤其是青年就业压力仍较为突出，且居民储蓄意愿较高，消费信心仍不足，后续消费修复节奏或偏慢。

图 7：社零额同比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8：疫情以来居民收入进一步放缓

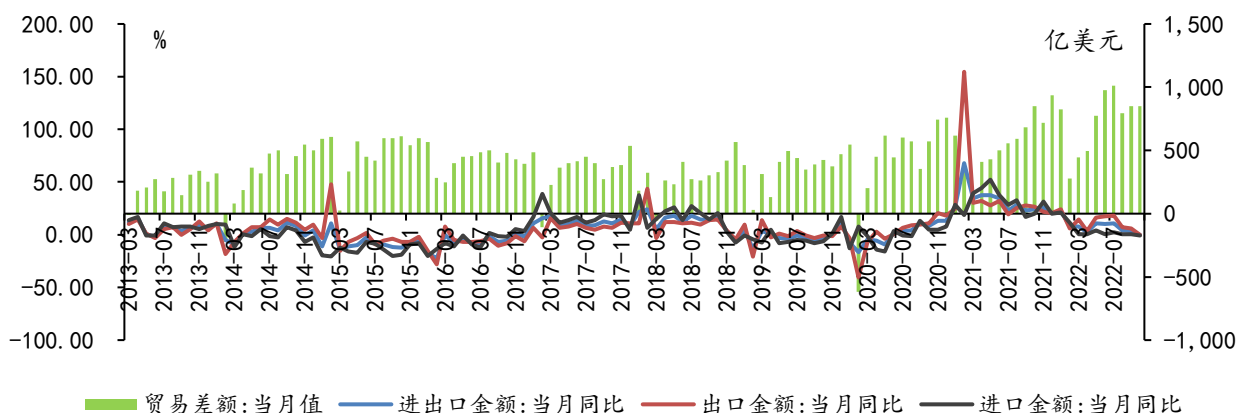


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）进出口增速均转负，需求疲弱外贸下行压力进一步加大

内外需疲弱下进出口增速双双转负，外贸下行压力加大。11 月美联储宣布再次加息 75 基点，这是美联储年内第六次加息，也是连续第四次宣布加息 75 个基点。美联储短期内连续大幅加息下，美元指数持续位于高位，人民币汇率虽相对美元有所走贬，但相对其他货币则为升值，因此对出口支撑有限。海外滞胀风险上行，外需继续放缓同样对出口产生压制。截止 10 月，欧元区制造业 PMI 已经连续 4 个月位于收缩区间，美国制造业 PMI10 月也已降至荣枯线之下。同时内需不振下进口增速持续承压。10 月出口增速延续 8 月以来的回落走势，出口 2983.7 亿美元，同比下降 0.3%，较 9 月份大幅回落 6 个百分点；10 月份进口 2132.2 亿美元，同比下降 0.7%，较 9 月份回落 1 个百分点。展望后续，基数作用下，短期内不排除出口增速小幅转正可能，但全球经济走弱趋势不改，外需回落背景下，出口增速短期内仍将低位运行。同时房地产低迷态势短期难显著改善、疫情反复下消费修复持续受到制约，且出口回落对制造业生产产生扰动或也在一定程度上抑制进口需求，后续进口预计仍位于低位。

图 9：国内进出口及贸易差额走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、价格：需求走弱 CPI 回落，基数作用下 PPI 降至负数

（一）高基数叠加消费需求疲弱，CPI 同比回落

上年同期基数较高以及双节过后消费需求回落，10 月 CPI 回落。10 月，CPI 同比上涨 2.1%，较前值回落 0.7 个百分点；环比上涨 0.3%，较上月回落 0.2 个百分点。具体来看，虽然猪肉价格上涨对食品价格带来支撑，但本月蔬、果大量上市，价格大幅回落下带动食品价格涨幅收窄，10 月食品价格同比上涨 7%，涨幅较上月回落 1.8 个百分点；汽油、柴油等成品油价格延续回落下非食品价格涨幅较上月回落 0.4 个百分点，同比上涨 1.1%。从八大类看，本月除居住价格下降外，其余类别价格同比均上涨，但多数（仅其他用品及服务项涨幅较上月回升）涨幅较上月回落或持平。值得一提的是，剔除了食品和能源的核心 CPI 与上月持平，保持在 0.6%，表明经济运行中终端需求仍

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_48877

