# 全民免疫高峰短期拖累经济增长，权益资产或迎来中长期配置窗口

——宏观经济与大类资产配置月报（2022 年 11 月）

联络人

作者：
中诚信国际 研究院

王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-664288877-352
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319
chwang01@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

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）

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

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）

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731；
gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

## 本期要点

### 主要观点

11 月，受疫情在全国多地频繁散发和严格的疫情防控措施影响，经济下行压力进一步加大。具体来看，工业与服务业生产大幅走弱，服务业生产指数再度跌落至负值。需求收缩压力进一步显现，除基建投资在政策支持下逆势上扬外，制造业投资增长放缓、地产投资下滑加深，投资增速回落；社会消费品零售总额和出口同比下滑幅度均超过 5%，降幅较上月明显扩大。从通胀水平来看，受食品价格回落等因素影响，CPI 落入 2%以下区间；原油价格回落叠加翘尾因素影响弱化，PPI 继续负增长。从金融数据看，信贷与政府债同比少增规模较大，社融增速为今年以来最低，宽信用政策仍待持续发力；美元指数高位波动，国内宏观基本面仍偏弱，人民币汇率小幅走贬，整体保持平稳，跨境资本流动基本保持平稳。

**后续来看，**12 月以来，随着疫情防控“新十条”的出台，各地纷纷放开疫情防控措施，明年二季度后疫情给中国经济运行带来的不确定性影响将有所降低，但当前及未来几个月内，全国各地仍然面临疫情放开后全民免疫高峰的陆续冲击，今年四季度和明年一季度疫情对经济的负面冲击仍然较大。受此因素影响，我们将四季度经济增速预测从此前的 4.5%下调至 3.3%，对 2022 年全年经济增长的预测从此前的 3.4%下调至 3%。2023 年经济将有望修复加快，全年 GDP 增速或为 4.6%左右，一季度大概率为全年经济增长低点。

**从大类资产配置看，** 11 月 16 日-12 月 15 日，风险资产小幅上涨，上证综指、深证成指涨幅分别为 1.10%、0.06%；债市收益率波动上行，截至 12 月 15 日，10 年期国债收益率为 2.8829%。后续看，短期内经济修复依然面临一定挑战，股票市场持续上行动力不足，债券市场或呈区间波动状态，但考虑到疫情防控政策放开提振经济修复预期，市场积极因素不断增多，A 股或迎来中长期配置窗口；同时在全球流动性偏紧、海外经济下行压力下，大宗商品价格下行可能性较高，仍建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置。

11 月，受疫情在全国多地频繁散发和严格的疫情防控措施影响，经济下行压力进一步加大。具体来看，工业与服务业生产大幅走弱，服务业生产指数更是再度跌落至负值。需求收缩压力进一步显现，除基建投资在政策支持下逆势上扬外，制造业投资下行、地产投资下滑加深，投资增速回落；社会消费品零售总额和出口同比下滑均超过 5%，降幅较上月明显扩大。12 月以来，随着疫情防控“新十条”的出台，各地纷纷放开疫情防控措施，明年二季度后疫情给中国经济运行带来的不确定性影响将有所降低，但当前及未来几个月内，全国各地仍然面临疫情放开后全民免疫高峰的陆续冲击，今年四季度和明年一季度疫情对经济的负面冲击仍然较大。**受此因素影响，我们将四季度经济增速预测从此前的 4.5%下调至 3.3%，对 2022 年全年经济增长的预测从此前的 3.4%下调至 3%。**

近日召开的中央经济工作会议对明年经济工作做出了具体部署，明确了明年宏观政策的扩张取向，强调“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度”；会议就中长期经济转型与社会发展做出了具体安排，产业政策强调“发展和安全并举”，科技政策强调“聚焦自立自强”，社会政策强调“兜牢民生底线”，观大势、谋全局，体现了高度的战略思维，对于稳定各界预期、提振市场信心具有重要作用。**展望明年，考虑到全民免疫高峰的影响，明年一季度大概率为全年 GDP 增长低点，后续随着疫情影响弱化、市场信心修复、稳增长政策效果显现，经济将有望企稳回升，明年经济增长将大概率好于今年，我们认为，2023 年全年增速为 4.6%左右。**

从资产配置来看，近期在稳增长政策加码下，股票市场反弹明显，但目前全国疫情形势仍较为严峻，经济修复仍面临一定挑战，短期内股票市场持续上行动力不足，但考虑到到疫情防控政策放开提振经济修复预期，市场积极因素不断增多，A 股或迎来中长期配置窗口。同时，在经济修复仍较弱、海外资金流出压力有所减轻、流动性合理充裕的背景下，短期内债市收益率或呈区间波动走势。此外，在全球流动性偏紧、海外经济下行压力下，大宗商品价格下行可能性较高，仍建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置。

**表 1　2022 年 11 月中国宏观经济核心指标一览表**

| | 2022 年 | | | | | | | | | | 2021 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 11 月 | 10 月 | 9 月 | 8 月 | 7 月 | 6 月 | 5 月 | 4 月 | 3 月 | 1-2 月 | 11 月 | 同比变化 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **工业增加值（同比，%）** | 2.2 | 5 | 6.3 | 4.2 | 3.8 | 3.9 | 0.7 | -2.9 | 5 | 7.5 | 3.8 | ↓ |
| **服务业生产指数（同比，%）** | -1.9 | 0.1 | 1.3 | 1.8 | 0.6 | 1.3 | -5.1 | -6.1 | -0.9 | 4.2 | 3.1 | ↓ |
| **投资（累计同比，%）** | 5.3 | 5.8 | 5.9 | 5.8 | 5.7 | 6.1 | 6.2 | 6.8 | 9.3 | 12.2 | 5.2 | ↑ |
| 制造业投资（%） | 9.3 | 9.7 | 10.1 | 10 | 9.9 | 10.4 | 10.6 | 12.2 | 15.6 | 20.9 | 13.7 | ↓ |
| 房地产投资（%） | -9.8 | -8.8 | -8 | -7.4 | -6.4 | -5.4 | -4 | -2.7 | 0.7 | 3.7 | 6.0 | ↓ |
| 基建投资（不含电力，%） | 8.9 | 8.7 | 8.6 | 8.3 | 7.4 | 7.1 | 6.7 | 6.5 | 8.5 | 8.1 | 0.5 | ↑ |
| 民间投资（%） | 1.1 | 1.6 | 2 | 2.3 | 2.7 | 3.5 | 4.1 | 5.3 | 8.4 | 11.4 | 7.7 | ↓ |
| **社零额（同比，%）** | -5.9 | -0.5 | 2.5 | 5.4 | 2.7 | 3.1 | -6.7 | -11.1 | -3.5 | 6.7 | 3.9 | ↓ |
| **出口：同比（%,美元）** | -8.7 | -0.3 | 5.7 | 7.1 | 18 | 17.7 | 16.4 | 3.6 | 14.4 | 16.1 | 21.5 | ↓ |
| **进口：同比（%,美元）** | -10.6 | -0.7 | 0.3 | 0.3 | 2.3 | 1 | 4 | 0.1 | 0.5 | 16.6 | 31.3 | ↓ |
| **贸易顺差（亿美元）** | 698.4 | 851.5 | 847.4 | 793.9 | 1012.7 | 979.4 | 775 | 499.7 | 453.3 | 1107.9 | 712.6 | ↓ |
| **CPI（同比，%）** | 1.6 | 2.1 | 2.8 | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 1.5 | 0.9 | 2.3 | ↓ |
| **PPI（同比，%）** | -1.3 | -1.3 | 0.9 | 2.3 | 4.2 | 6.1 | 6.4 | 8 | 8.3 | 8.9 | 12.9 | ↓ |
| **M2：（同比，%）** | 12.4 | 11.8 | 12.1 | 12.2 | 12 | 11.4 | 11.1 | 10.5 | 9.7 | 9.2 | 8.5 | ↑ |
| **社会融资规模** | 19900 | 9079 | 35271 | 24322 | 7620 | 51701 | 28338 | 9430 | 46475 | 73835 | 25983 | ↓ |

（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）

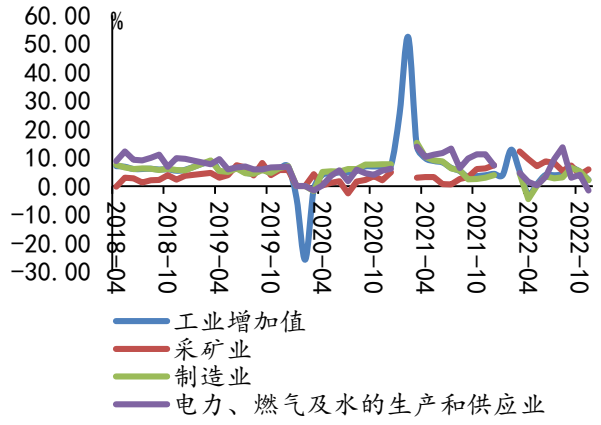
# 一、生产：工业生产、服务业生产均显著回落

## （一）疫情扰动、需求羸弱，工业生产延续回落

**疫情多点散发叠、房地产持续疲弱叠加外需下行压力进一步加大，工业生产显著回落。**11 月规模以上工业增加值同比增长 2.2%，较 10 月回落 2.8 个百分点，大幅低于去年同期 5.4%的两年复合增速水平。11 月疫情仍在全国多地呈多点散发态势，疫情及严格的疫情防控政策继续对国内供需两端产生干扰。与此同时，11 月外需走弱压力进一步加大，出口交货值同比增速由正转负，由上月的 2.5%下降至 6.6%，为 2009 年 11 月以来的最低值，外贸承压加大下，出口相关生产环节受到扰动。此外，11 月以来，稳房地产政策频出，三箭齐发，但是政策出台到落地见效存在时滞，房地产低迷态势不改，对房地产链条的相关生产环节拖累依旧存在。值得注意的是 11 月汽车制造业同比增长 4.9%，较上月的 18.7%大幅放缓，已连续三个月回落，对工业生产的支撑边际弱化。高技术制造业增加值同比增长 8.0%，虽低于上月的 10.6%，但仍大幅高于制造业整体增速水平，我国产业升级持续推进。后续看，12 月以来，我国疫情防控

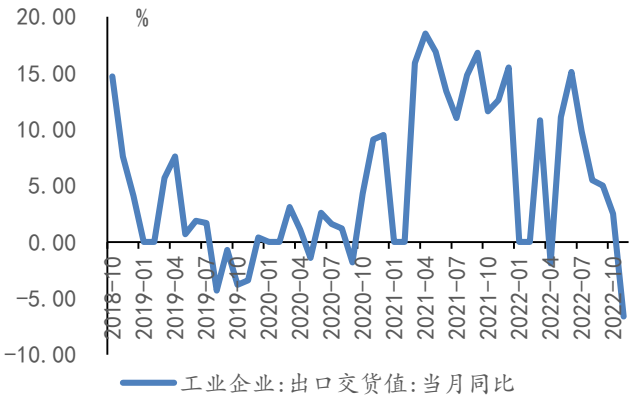
政策进一步优化，但疫情多点散发态势仍存，不利于工业生产修复，同时房地产低迷态势出现根本性改善仍尚需时日，出口下行压力进一步加大也将对相关环节的生产产生制约，综合来看，短期内生产预计或仍将处于低位。

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

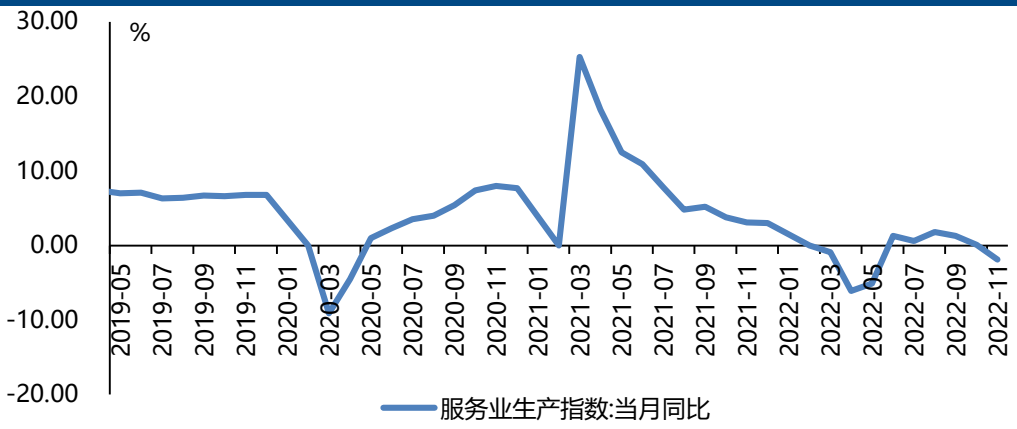



数据来源：Wind,中诚信国际整理

## （二）疫情反复下服务业生产指数再次下滑

**疫情反复，服务业生产指数同比增速由正转负。**11 月疫情继续在全国呈多点散发态势，疫情反复及其防控政策，持续冲击服务业生产修复。11 月 11 日，国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控的二十条措施，但是由于各地对于政策的理解和执行力度不一，如存在部分地区大幅放松防疫政策导致感染人数短期大幅上升的同时也存在部分地区对防疫政策层层加码，均对服务业生产造成扰动。11 月服务业生产指数延续 9 月以来的回落态势，由正转负，较前值大幅回落 2 个百分点至-1.9%，为全年第三低增速水平（4 月为-6.1%，5 月为-5.1%），大幅低于去年同期 5.6%的两年复合增速水平。后续来看，12 月 7 日，疫情防控十条新举措出台。虽然随着疫情防控政策的进一步优化有利于服务业回暖，但是随着政策逐渐全面放开，短期内服务业生产仍将面临感染人数上升的冲击。结合先行指标来看，11 月服务业商务活动指数延续回落走势，较上月回落 1.9 个百分点至 45.1%的深度收缩区间，连续三个月低于荣枯线，其中道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数更是低于 38.0%。预计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



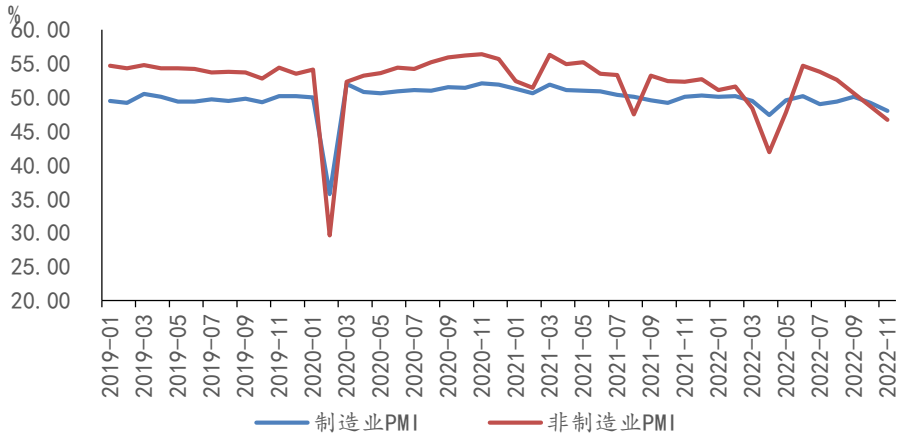

数据来源：Wind,中诚信国际整理

## （三）制造业 PMI 与非制造业双双持续位于景气线之下

**疫情反复制造业 PMI 延续回落走势，持续位于景气线之下。**受国内疫情点多面广频发影响，11 月制造业 PMI 为 48%，较前值回落 1.2 个百分点，继续位于荣枯线之下。从分项指数来看，内外需求均走弱，新订单指数较前值大幅回落 1.7 个百分点至 46.4%，新出口订单指数未能延续上月升势，较上月回落 0.9 个百分点至 46.7%；受需求疲弱和疫情冲击下生产受到干扰影响，供应商配送时间指数下降 0.4 个百分点至 46.7%，已经连续 5 个月放缓；生产指数较上月大幅回落 1.8 个百分点至 47.8%，仅高于 4 月份（44.4%），为年内次低点。库存方面，原材料库存较上月回落 1 个百分点至 46.7%，产成品库存指数较上月微升 0.1 个百分点至 48.1%，仍出于被动补库存阶段。价格方面，受原油价格回落影响原材料购进价格指数较上月回落 2.6 个百分点至 50.7%，出厂价格指数回落 1.3 个百分点至 47.4%，预计短期内 PPI 同比或继续位于负增长区间。从不同企业规模，大型企业、中型企业和小型企业景气度延续回落，大型企业 PMI 较上月回落 1 个百分点至 49.1%，中型企业 PMI 较上月回落 0.8 个百分点至 48.1%，小型企业较上月大幅回落 2.6 个百分点至 45.6%，均处于收缩区间。

**非制造业 PMI 仍位于景气线之下，尤需关注疫情对服务业的干扰。**11 月非制造业商务活动指数较上月回落 2 个百分点至 46.7%，继续位于荣枯线之下，其中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 45.1%，为除 4 月份（40%）外年内次低点，需高度关注疫情及严格的疫情防控措施对服务业生产带来的严重干扰。建筑业商务活动指数回落 2.8 个百分点，虽仍位于 55.4%的高景气区间，但为 6 月以来的最低水平。

图 4：PMI 及非制造业 PMI 双双低于景气线




数据来源：Wind,中诚信国际整理

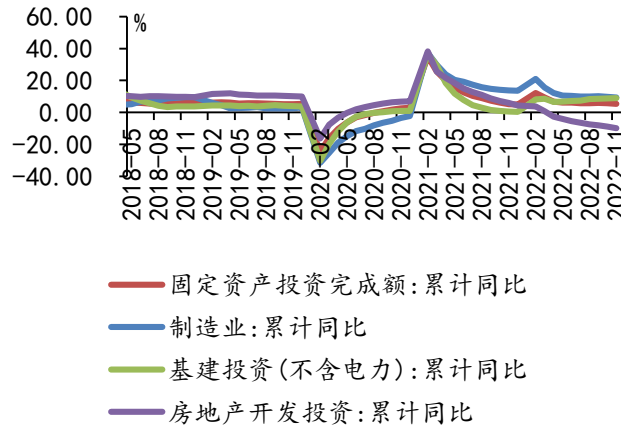
# 二、需求：内需持续疲弱，外需下行压力进一步加大

## （一）基建独木难支，房地产拖累投资整体增速降至年内低点

**基建投资小幅上升至年内新高，制造业投资小幅回落，地产投资降幅扩大，投资整体增速至年内低点。**1-11 月固定资产投资同比增长 5.3%，低于前值的 5.8%，连续两个月回落。在前期政策性开发性金融工具落地生效，加快形成实物工作量，以及 5000 多亿元专项债结存限额加快使用带动下，基建投资增速延续 5 月以来的回升态势，较上月回升 0.2 个百分点至 8.9%，为 2021 年 6 月以来最高水平。制造业投资增速为 9.3%，较 1-10 月回落 0.4 个百分点，连续两个月回落，为 2021 年 2 月以来的最低值，对固定资产投资的支撑有所减弱。房地产开发投资进一步回落，下降 9.8%，低于前值的-8.8%，房地产投资仍处于探底过程中。前 11 个月，民间投资增长较 1-10 月回落 0.5 个百分点至 1.1%，同样为 2021 年 2 月以来的最低值。后续看，随着政策性金融工具和专项债结存限额落地使用，以及 2023 年部分专项债额度有望提前下达并支持项目建设，预计短期内基建增速或呈高位窄幅波动态势。11 月以来，稳房地产政策“三箭齐发”，持续加大对房企融资端支持，加上此前在刺激房地产市场需求端出台的多项政策，房地产市场有望逐渐企稳回暖，但政策更多惠及头部企业，同时疫情疤痕效应下居民购房信心及意愿制约仍存，预计短期内房地产投资仍将处于低位运行态势。12 月 15 日发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，指出“加大制造业投资支持力度”、“引导各类优质要素向制造业集聚”，预计后续制造业支持政策

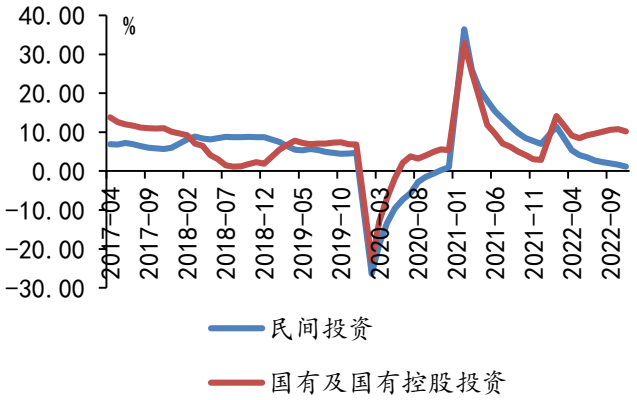
仍将延续发力，但在出口进一步承压、工业企业利润增速放缓影响下，制造业投资增速仍将保持韧性，但持续大幅上行动力不足。预期走弱、投资信心不足尚未得到根本性扭转，预计民间投资等市场主体自发性投资短期仍偏弱。

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

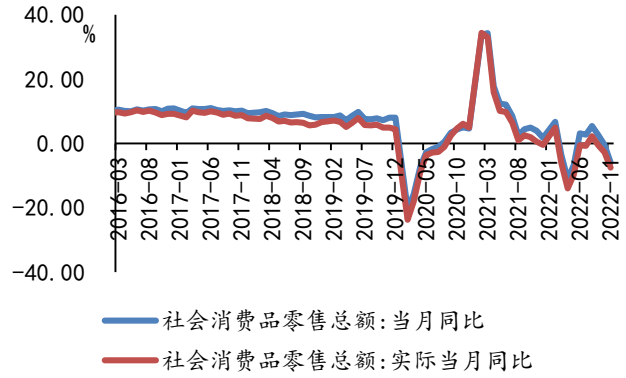



数据来源：Wind,中诚信国际整理

## （二）疫情“疤痕效应”下居民消费能力、意愿不足

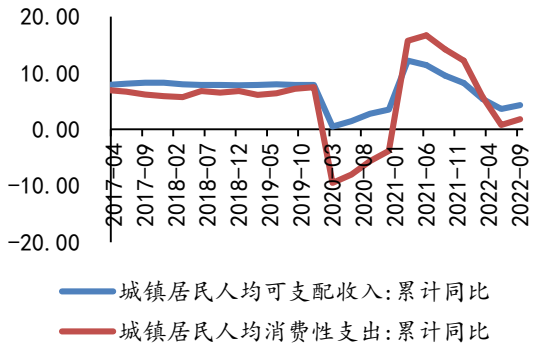
**消费延续回落态势，社零额同比增速降幅进一步扩大。**11 月社零额同比-5.9%，较上月大幅回落 5.4 个百分点，为 6 月以来的最低点。11 月疫情继续呈多点散发，对消费尤其是对线下接触型消费产生明显扰动，其中 11 月餐饮消费收入同比增速下降 8.4%，降幅较 10 月扩大 0.3 个百分点。值得一提的是，本月网上零售额累计同比增速并未延续 6 月以来的改善态势，增速前值回落 0.7 个百分点，或与双 11 购物节结束以及疫情及疫情防控政策下物流运输不畅有关。与此同时，消费显著下滑也与居民消费能力不足以及消费意愿低迷有关。疫情以来，居民收入增速放缓且就业压力有所加大，11 月城镇调查失业率回升至 5.7%，为 6 月以来最高水平，10 月消费者信心指数下降至 86.8%，仅高于 4 月 86.7%，为历史次低水平。后续看，伴随疫情防控政策的优化，消费场景的逐渐恢复，叠加稳消费政策持续发力，消费仍存修复基础，但居民消费意愿低迷、消费信心不足的问题仍然存在，且就业压力仍较为突出，消费显著改善仍需时日，稳消费政策仍需加码。

图 7：社零额同比回落




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）内外需求疲弱，进出口降幅进一步扩大

**外需走弱、内需低迷，进出口增速降幅均扩大。**内外需求不足拖累下，11 月出口增速延续 10 月份的负增长态势，且降幅进一步扩大，出口同比下降 8.7%，较 10 月份大幅回落 9 个百分点，为 2020 年 3 月以来最低值；进口同比下降 10.6%，较 10 月份大幅回落 9.9 个百分点。贸易顺差为 698.4 亿美元，较上月收窄 153.14 亿美元，1-11 月贸易顺差累计 8020 亿美元，较去年同期增加 2248 亿美元。

**后续看，外需疲弱出口仍将承压，明年二季度进口或有望改善。**从出口看，当前全球经济走弱趋势不改，海外主要经济体通胀仍旧高企下紧缩性货币政策持续，外需仍存进一步回落压力，在此背景下，出口仍承压。从进口来看，12 月本就为开工淡季，疫情防控政策放开后的全民免疫高峰的到来短期内进一步拖累生产，且出口下行压力加大也将继续制约加工制造环节的进口需求，叠加海外经济体持续加息态势不改下短期内大宗商品价格回落，价格因素对进口支撑或有限，短期内进口或仍处于低位运行态势，但随着疫情高峰逐步过去，国内生产逐步恢复正常状态，同时 3 月后高基数对进口增速的拖累减轻，明年二季度进口或

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_50582