



孙彬彬：是否调高经济预期？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要

节后债市怎么看？首先还是回到国内基本面。

我们预计三季度 GDP 同比 4.1%；9 月工增当月同比 5.4%，9 月固定资产投资累计同比 6.0%，社会消费品零售总额当月同比 2.0%，CPI 同比 3.0%，PPI 同比 0.9%，出口当月同比 4.3%，进口当月同比-0.31%，新增信贷 1.9 万亿，新增社融 3.03 万亿，M2 同比 12.5%。

从产需两端来看，规上工增和基建是主要支撑项，但前期政策影响叠加疫情持续反复，消费和地产仍然低迷，出口增速又开始下滑，经济总体仅仅是弱修复。

后续基本面怎么看？关键在于增量政策。

“金 9”成色不显，且出口下行之下国内稳增长压力进一步提升。因此黄金周之前，央行连续两天夜间“紧急公告”地产政策调整，财政部发文减免房屋交易个人所得税。在居民和企业资产负债表衰退、预期低迷之下，叠加“房住不炒”基调不变，上述政策效果可能有限。

但政策背后的意图明显，总理在稳经济大盘四季度工作推进会议中强调，“四季度经济在全年份量最重，不少政策将在四季度发挥更大效能……要围绕重点工作狠抓政策落实，促进经济回稳向上确保运行在合理区间”，地方提出“决战四季度、大干一百天”计划。大会前夕，政策有更

为积极的行动，一切有利于稳增长的政策都可能纳入考量。

基本面弱修复和政策刺激力度有所加大，PMI 读数站上 50，后续社融预计同样保持弱修复，债市需要消化对应压力。

节前利率调整基本回到降息前，从点位考虑，后续可能在哪个位置？



出于国内基本面和政策面考虑，市场可以类比年初 1-2 月，在降息以后，政策面，特别是地产政策密集落地，同时经济和社融都存在有效修复，尤其是社融开门红确立，由此带来利率回升至高于降息前的位置。

我们认为：如果当前和后续政策带动下社融仅仅是弱修复，从社融走势考虑，利率回升压力要低于 2 月，所以降息前的位置和 1 年期 MLF 仍然

是目前十年国债较为有效的一个参考。

而且，从货币政策逻辑出发，10月流动性大概率还是维持在高于合理充裕水平，但是毕竟社融存在弱修复，所以资金利率会继续呈现局部收敛，只是考虑特定时点维稳考虑，预计资金利率不会简单上行。至于外围我们还是倾向于央行继续维护内外均衡对内为主。综合评估我们预计10月隔夜资金利率继续维持在1.2-1.5%。

当然，节后一周资金利率可能会有所回落。

债券市场此前问题在于高估了长期问题而低估短期变化。总体利率走势，并不会完全脱离区间震荡的格局，预计利率还不会就此简单站上2.75，我们还是强调社融这个逻辑，以此评估增量政策效果和对应利率位置。

目录

1. 实体经济数据	5
1.1. 预计三季度 GDP 同比约 4.1%，9 月工业增加值同比 5.4%	5
1.2. 预计 9 月固定资产投资累计同比约 6.0%	6
1.3. 预计 9 月社会消费品零售总额同比 2.0%	9
1.4. 预计 9 月 CPI 同比 3.0%，9 月 PPI 同比 0.9%	10
2. 进出口数据	12
2.1. 预计 9 月出口同比 4.3%	12
2.2. 预计 9 月进口同比-0.31%	14
3. 货币信贷数据	14
3.1. 预计 9 月新增信贷 1.9 万亿	14
3.2. 预计 9 月新增社融 3.03 万亿，M2 同比 12.5%	17
4. 小结	19
5. 市场点评与展望	20
5.1. 市场点评：净投放加码维护季末流动性平稳，长债收益率震荡上行	20
6. 一级市场	20
7. 二级市场	21
8. 资金利率	22
9. 国债期货：国债期货窄幅震荡	24
10. 利率互换：利率明显上行	24
11. 外汇走势：美元持续走强	24
12. 大宗商品：原油价格震荡下跌	25
13. 海外债市：美债收益率飙升	26

表 1: 2022 年 9 月经济数据预测

	202109	202110	202111	202207	202208	202209E	2022Q3	202210E	202211E
GDP							4.1		
CPI (%)	0.7	1.5	2.3	2.7	2.5	3.0	-	2.3	2.0
PPI (%)	10.7	13.5	12.9	4.2	2.3	0.9	-	-1.2	-0.8
工业增加值 (当月, %)	3.1	3.5	3.8	3.8	4.2	5.4	4.5	4.9	4.4
固定资产投资 (%)	7.3	6.1	5.2	5.7	5.8	6.0	6.0	6.3	6.5
消费 (%)	4.4	4.9	3.9	2.7	5.4	2.0	3.3	1.9	2.4
进口 (%, 美元计价)	16.69	20.05	31.36	2.2	0.3	-0.3	2.3	4.8	-1.3
出口 (%, 美元计价)	27.93	26.81	21.68	17.9	7.1	4.3	9.7	2.0	-3.7
新增贷款 (亿元)	16600	8262	12700	6790	12500	19000	-	8500	14000
社会融资总量 (亿元)	29026	16176	25983	7620	24322	30300	-	17000	23600
M2 (%)	8.3	8.7	8.5	12	12.2	12.5	-	12.5	12.4

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1. 实体经济观察

1.1. 预计三季度 GDP 同比约 4.1%，9 月工业增加值同比 5.4%

8 月经济延续弱修复。进入 9 月，政策集中落实影响下，生产端修复斜率大概率有所提升。

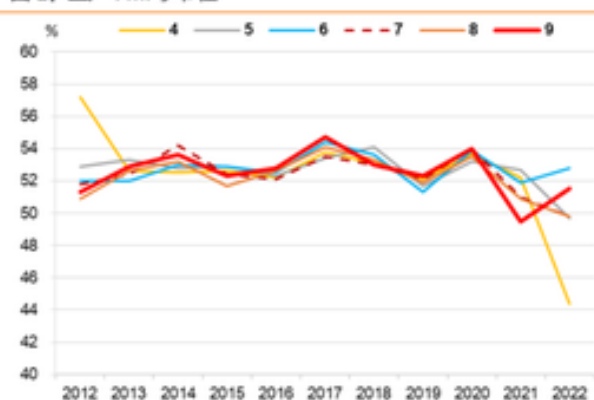
从 PMI 角度观察，通常来讲 9 月相比 8 月 PMI 生产指数季节性回升，但 2012 年以来最大回升幅度仅 0.6 个百分点。今年 9 月 PMI 生产指数超预期回升 1.7 个百分点至 51.5%，工业生产表现的确强劲。

观察高频数据来看，9 月高频数据环比超预期改善。建筑相关产业链、涤纶长丝等行业开工率 9 月环比多数回升，跟踪的工业生产关键指标中仅汽车轮胎开工环比有所回落。

我们预计 9 月工业增加值同比约 5.4%，三季度工业增加值增速约为 4.5%，三季度 GDP 同比约 4.1%。GDP 与工增的缺口大概率维持较低水平，一方面是 2021 年年初高基数影响逐渐消退，另一方面在于 PMI 角度

观察的大中小企业分化程度减弱，基于规上企业口径测算的工业增加值的指向性有所提升。

图 1：生产 PMI 季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：焦化企业开工率与工增环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：涤纶长丝开工率与工增环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：唐山钢厂产能利用率与工增环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：9 月各项高频环比表现（百分点）

	2019/9/30	2020/9/30	2021/9/30	2022/9/30
开工率：焦化企业(100家)：产能<100万吨：月：环比增加	-2.40	1.09	-2.77	6.77
开工率：焦化企业(100家)：产能100-200万吨：月：环比增加	-1.41	2.71	-6.54	4.62
开工率：焦化企业(100家)：产能>200万吨：月：环比增加	-4.97	-0.12	-6.96	8.29
唐山钢厂：高炉开工率：月：环比增加	-4.20	-3.97	0.52	3.13
开工率：汽车轮胎：全钢胎：月：环比增加	5.38	0.11	-9.06	-1.79
开工率：汽车轮胎：半钢胎：月：环比增加	3.05	0.44	-8.77	-1.67
开工率：涤纶长丝：江浙地区：月：环比增加	2.74	0.62	-8.46	10.91
PTA产业链负荷率：PTA工厂：月：环比增加	1.62	1.68	1.43	0.87
开工率：石油沥青装置：月：环比增加	1.60	1.12	-2.20	6.43
唐山钢厂：产能利用率：月：环比增加	1.68	-4.38	1.61	4.14
工业增加值：定基指数：环比	9.21	10.56	8.28	?

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 预计 9 月固定资产投资累计同比约 6.0%

9 月建筑业 PMI 大幅回升 3.7 个百分点至 60.2%，建筑业回升至高位景气区间。一方面得益于极端天气影响逐渐消退，另一方面 8.24 国常会一系列接续政策集中落实，进一步推动基建项目落地，建筑业生产活动扩张加快。

9 月土木工程建筑业商务活动指数回升 3.9 个百分点至 61%，是近 4 个月高点；观察高频数据来看，9 月石油沥青开工率大幅回升，预计基建短期对经济仍然有支撑。

往后看，基建对经济支撑的持续性有待观察。一方面，9-10 月是政策集中落实窗口期，但 11 月以后政策工具有待接续，且入冬之后天气因素可能对施工形成拖累。

图 6：PMI 建筑业分项

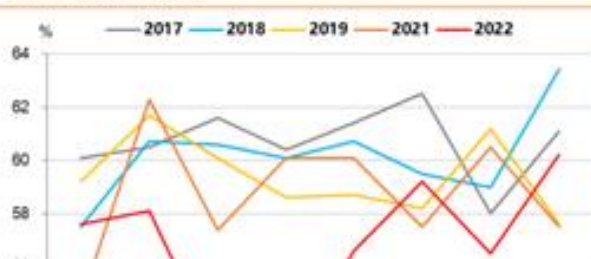
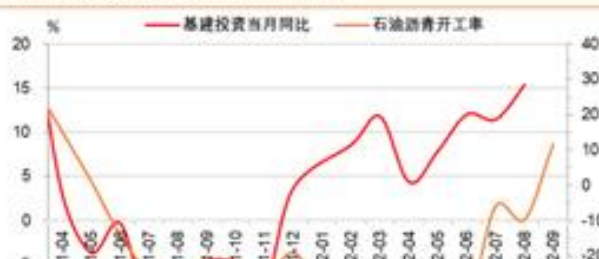


图 7：基建投资与石油沥青装置开工率



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_47041

