

2022年11月13日

# 和光同尘

## ——22Q4 宏观经济金融展望

### 主要内容：

- 顺差来源漂移，地产供需分离，基建高光可期。** 1) 顺差来源漂移：从外需过热转向产业替代。我们小幅下修 2022 全年出口同比（美元计价）预测至 9.0%；同时亦下修进口同比（美元计价）预测至 2.3%，净出口仍有望拉动实际 GDP 增长约 0.2 个百分点。 2) 地产需求持续低迷，保交付或推动投资跌幅收窄。 尽管刺激地产需求的因城施策放松措施再度加码，但无法短期扭转人口单向流动、各地人口和土地关系冷热不均的失衡局面，预计全年房地产销售面积同比-20.6%。 在建项目保交付要求优先度提升，地产开发融资进一步改善，预计地产投资跌幅四季度有望收窄。 3) 汽车消费热潮降温，疫情散发再度冲击服务。 商品消费方面，持续 4 个月的汽车消费热潮降温，地产竣工的阶段性走弱对可选商品消费的后置拖累日益凸显，加之疫情对必需品消费持续形成扰动，预计 10-12 月总商品零售同比分别为 1.7%、1.4%、4.4%，全年商品零售同比预计 1.8%。 服务消费方面，近日防控“二十条”新措施在坚持动态清零的同时，更强调精准防控和避免过度冲击经济，预计对年内最后一个半月的服务消费形成一定的促进效果。 4) 基建高光绽放，制造业投资提前。专项债集中加码、政策性开发性融资超大力度保障，年内传统基建投资有望延续高光表现。全年累计同比小幅上修至 11.2%（上修 0.7%）。制造业投资在前有留抵退税、后有设备更新贷款工具支持基础上，今年制造业投资是有所提前，明年增速或将再度有所下行。 综合分析，预计 10-12 月固定资产投资累计同比增速预计分别为 5.9%、5.9%、5.8%。
- 内需仍偏弱能源有保障，通胀“大缓和”。** 1) CPI 方面，食品供给相对稳定，可选商品、服务消费内需相对不足，10 月 CPI 如预期出现“大缓和”，该过程预计持续至明年全年，预计 11 月 CPI 同比降至 1.8%。2) PPI 方面，因全球原油供给趋紧、国内煤炭需求有所恢复，能源价格或再度趋于上行，年底至年初 PPI 或将趋于上行，但整体工业品供给充足的格局仍然延续，将保障整体 PPI 仍将好于海外主要经济体两位数 PPI 涨幅。
- 货币信用：信用需求偏弱，降准必要性提升。** 1) 信贷社融：地产需求清淡，基建融资降温，政府发债支撑。地产需求清淡，基建项目约束隐现，新增信贷预计至 2023 年均难重获高增。 预计 11-12 月新增信贷分别约为 1.19 万亿和 1.09 万亿，对应 2022 年全年新增信贷约 21 万亿。11-12 月，乃至 2023 年，财政债务大幅拉开格局都是稳增长、优化内需结构所必须的操作，预计在政府债务融资的推动下，社融新增表现好于信贷。 预计 11-12 月新增社融规模分别约为 2.2 万亿、2.33 万亿。3) 货币操作：期待 11 月全面降准 25bp 置换 MLF。今年以来银行资产端利率下行幅度远大于负债端，不利于可持续的提升信用传导效率，等额续作 MLF 只可解近忧、难以缓远虑。此外 11-12 月也将迎来 1.5 万亿 MLF 到期压力，我们维持 11 月全面降准 25bp 置换 4000 亿 MLF 的判断不变。降准能够为货币向信用的传导提供可能性，但并不是传导疏通的充分条件。
- GDP：内需动能尚不强，财政基建迎高光。** 1) 消费出口降温，基建拉动有限，工业生产或趋回落。预计 10-12 月工业增加值当月同比实际增速分别为 5.8%、5.1%、3.7%。2) 地产消费仍冷，财政基建高光，Q4 GDP 或增 4.0%。预计 2022 年四季度实际 GDP 同比增速有望稳定在 4.0% 左右，小幅好于三季度表现，从而全年实际 GDP 可望获得 3.4% 左右的增长。但展望 2023 年，仅依靠低基数下消费的温和反弹难以推动实际 GDP 增长恢复至 5.0% 甚至更高水平，只有政府部门大幅扩张财政赤字格局，拉动一般预算赤字率至 3.3% 以上，并考虑通过个税减税等方式，有效改善中等收入群体居民收入预期，才有望促进 2023 年实际 GDP 增长 4.5% 或更高。
- 风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期。**

### 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

### 研究支持

屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com  
贾东旭 A0230522100003  
jiadx@swsresearch.com  
王茂宇 A0230521120001  
wangmy2@swsresearch.com

### 联系人

秦泰  
(8621)23297818x  
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1.顺差来源漂移，地产供需分离，基建高光可期 .....</b>	<b>4</b>
1.1 顺差来源漂移：从外需过热转向产业替代.....	4
1.2 地产需求持续低迷，保交付或推动投资跌幅收窄 .....	6
1.3 汽车消费热潮降温，疫情散发再度冲击服务 .....	7
1.4 基建高光绽放，制造业投资提前 .....	9
<b>2. 内需仍偏弱能源有保障，通胀“大缓和” .....</b>	<b>11</b>
2.1 CPI“大缓和”趋势开启，预计持续至明年全年.....	11
2.2 国内工业品供给整体充足，PPI 弱于海外超高涨幅.....	12
<b>3. 货币信用：信用需求偏弱，降准必要性提升 .....</b>	<b>13</b>
3.1 信贷社融：地产需求清淡，基建融资降温，政府发债支撑 .....	13
3.2 货币操作：期待 11 月全面降准 25bp 置换 MLF.....	15
<b>4. GDP：内需动能尚不强，财政基建迎高光.....</b>	<b>16</b>
4.1 消费出口降温，基建拉动有限，工业生产或趋回落.....	16
4.2 地产消费仍冷，财政基建高光，Q4 GDP 或增 4.0% .....	17

## 图表目录

图 1: 主要发达经济体核心商品零售 三年平均增速 (%) .....	4
图 2: 主要发达经济体核心商品零售 三年平均增速 (%) .....	5
图 3: 出口、进口同比增速及货物贸易顺差预测 .....	5
图 4: 30 大中城市商品房成交面积: 10 月以来地产销售再度走弱.....	6
图 5: 房地产开发投资同比及预测 (%) .....	7
图 6: 乘用车批发、零售同比 .....	8
图 7: 限额以上商品零售同比及结构 (%) .....	8
图 8: 日度新增感染人数 (7DMA, 例) .....	8
图 9: 一线城市之间人员流动 10 月明显回落.....	8
图 10: 社会消费品零售总额同比及预测 (%) .....	9
图 11: 基建投资同比增速及贡献结构 (%) .....	10
图 12: 新增专项债发行 (亿元) .....	10
图 13: 新增专项债发行完成情况 (%) .....	10
图 14: 固定资产投资、贡献结构及预测 (%) .....	11
图 15: CPI 同比及预测 (%) .....	12
图 16: PPI 同比及预测 (%) .....	13
图 17: 贷款余额同比、贡献结构及预测 (%) .....	14
图 18: 社融存量同比、贡献结构及预测 (%) .....	14
图 19: 基础货币同比、结构及预测 (%) .....	15
图 20: 货币乘数同比及预测 (%) .....	16
图 21: 工业增加值实际同比、三年平均增速及预测 (%) .....	17
图 22: 汽车半钢胎与汽车产量增速比较匹配 .....	17
图 23: 高炉开工率与月度钢材产量也较为匹配.....	17
图 24: 国债净融资累计进度 (%) .....	18
图 25: 一般公共预算收支同比及预测 (%) .....	18
图 26: 实际 GDP 同比、贡献结构及预测 (%) .....	18

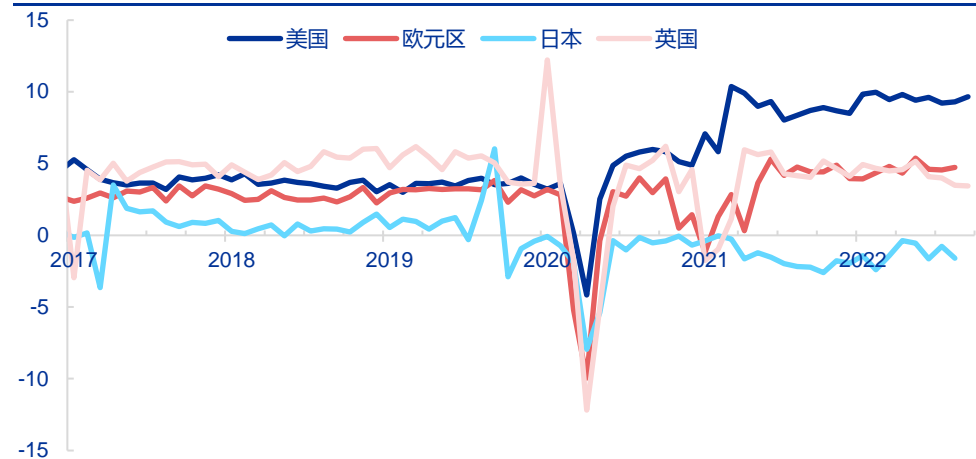
# 1. 顺差来源漂移，地产供需分离，基建高光可期

## 1.1 顺差来源漂移：从外需过热转向产业替代

有鉴于海外商品消费需求逐步降温、美国工业生产强劲恢复、以及我国近期疫情较为集中于出口重点产业主要分布区等因素，我们预计四季度出口增速将在近几个月的回落之后底部徘徊。但我国自疫情以来持续呈现的产业链完整性和厚度所构成的强大韧性，仍将在进口中间品方面持续形成替代，从而预计净出口仍将在四季度构成经济增长的净贡献而不至于转为拖累。

首先，发达经济体货币紧缩已经进入最剧烈的阶段，居民消费需求开始回落但预计这一降温过程是逐步的而非断崖式的。海外发达国家本轮普遍性的消费过热，最主要的触发因素是疫情形成大流行之后各国普遍实施的大规模财政补贴，其中尤以美国为甚，由此发达国家居民普遍获得大量额外储蓄，并在2021年四季度各国财政补贴普遍退出之后，仍持续转化为居民商品消费的购买力，并成为发达国家通胀飙升的主要原因。主要发达经济体当前正普遍以剧烈的货币紧缩来对抗因此前过度实施财政补贴而导致的消费需求过热，但过度储蓄之后的购买力释放过程将持续较长时间，并不会一蹴而就。从主要发达经济体核心商品零售的三年平均增长趋势来看，美国仍大幅高于疫情前水平、尚未形成回落趋势，欧英则与疫情前增长趋势接近，唯老龄化最严重的日本居民消费需求遭遇重创，财政补贴亦无法扭转。

图 1：主要发达经济体核心商品零售 三年平均增速 (%)

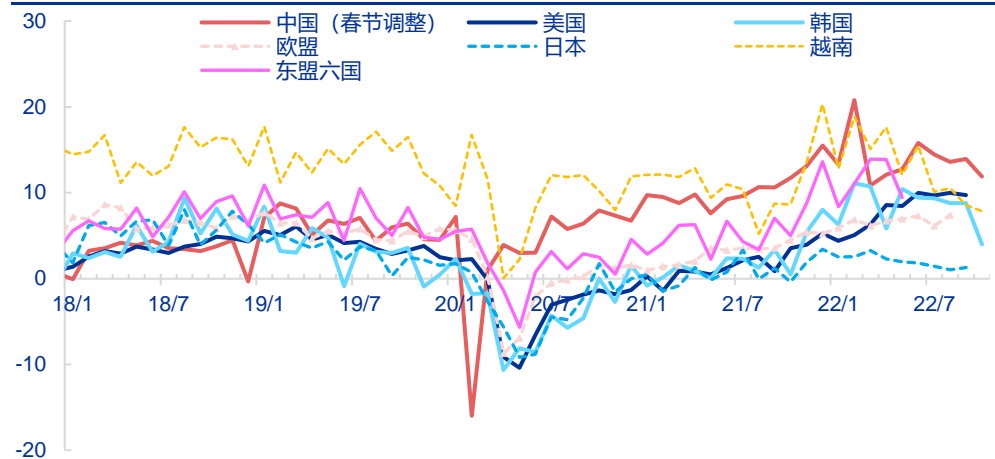


资料来源：CEIC，申万宏源研究

但美国工业生产恢复日趋强劲，正在对我国出口形成一定的新增压力，加之美国政府刻意实施的对我国部分关键环节、关键高科技企业生产的行政性抑制措施，这一因素值得给予高度关注。俄乌冲突爆发以来，欧洲各国之间原本协同无间的产业链，突然集体暴露于严重的能源战略安全隐患之下，各国均不完整的产业链相互撕扯，自2020年下半年开始的一年半时间中持续向好的工业生产恢复之路遭遇阻碍，部分产能开始向产业链相对完整、能源供给更有保障的美国转移，因此今年以来美国工业生产加速恢复，与勉力维持的欧洲此消彼长。但整体上发达国家工业生产的恢复，加上

美国政府刻意实施的对华先进制造业生产的部分关键环节的行政性限制措施，近几个月以来我国生产企业确实开始感受到更大的竞争压力。在这样的背景下，近期国内疫情再趋复杂化，郑州、广深等高端电子产业布局集中的区域疫情反复、再度冲击生产，也加剧了出口阶段性下滑的程度。

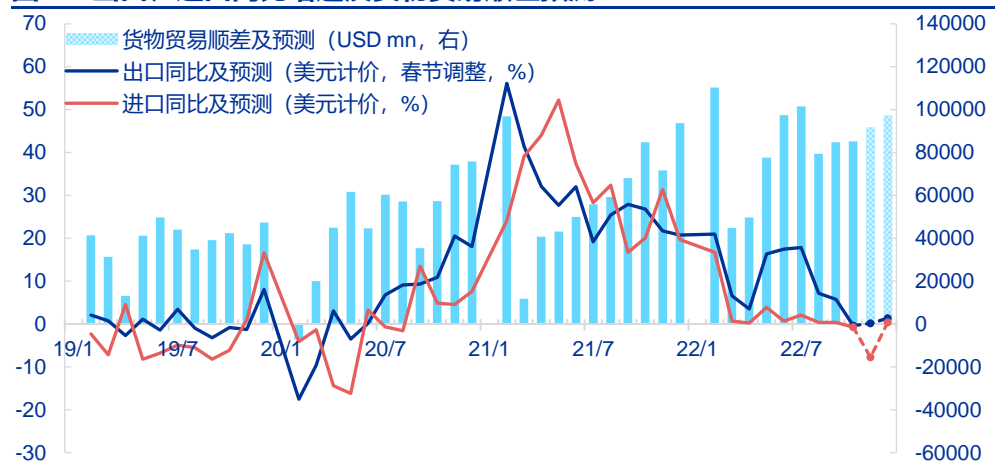
图 2：主要经济体出口 三年平均增速 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

但一方面，我国产业链的完整性、厚度一骑绝尘，在中间品进口方面正在持续形成国内产业对进口关键中高端中间品的持续替代；另一方面，如果假设国内疫情未来会趋于缓和而对生产端冲击减弱，那么我国出口增速有望全年维持于 9% 以上，净出口仍可对四季度经济形成正增长贡献。我们分别小幅下修 11-12 月、22Q4、2022 全年出口同比（美元计价）预测至 0.1%、1.3%、0.4%、9.0%；同时亦下修对应时间区间的进口同比（美元计价）预测至 -7.7%、0.4%、-2.8%、2.3%，这意味着我国 22Q4 货物贸易顺差或仍可获得 10% 左右的正增长，从而净出口仍有望拉动实际 GDP 增长约 0.2 个百分点，与此前预期基本一致。这意味着我国今年净出口拉动经济增长仍可能高达 0.6 个百分点，尽管拉动强度弱于疫情爆发后的 2020-2021 年，但较疫情前仍更加强势。工业产业链潜移默化的升级进程映照出内需不足（而非对外需的担忧）可能才是当前经济下行压力的主要来源。

图 3：出口、进口同比增速及货物贸易顺差预测

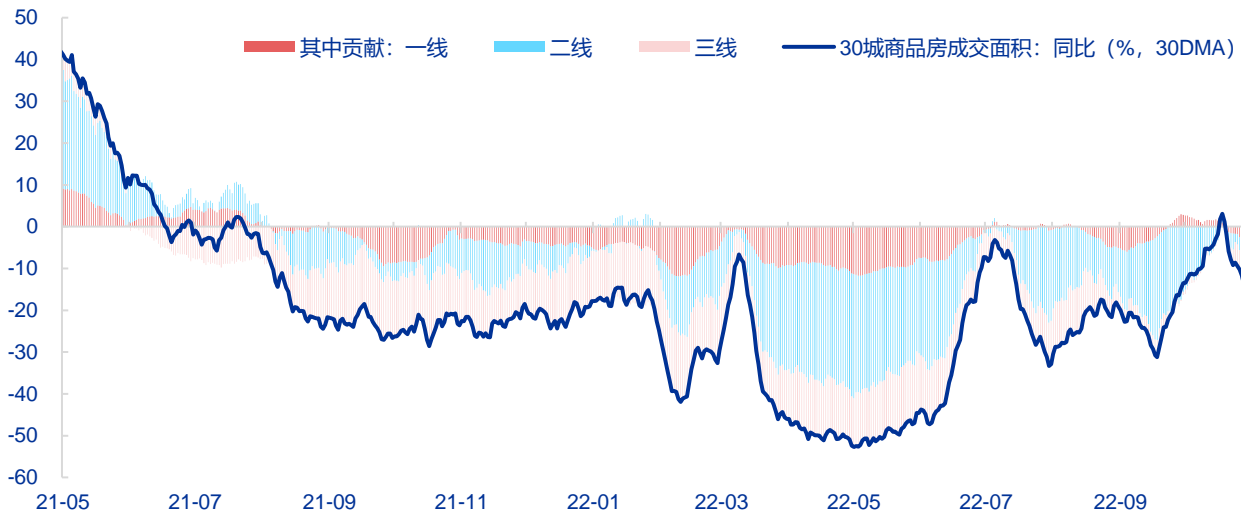


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.2 地产需求持续低迷，保交付或推动投资跌幅收窄

尽管刺激地产需求的因城施策放松措施再度加码，但无法短期扭转人口单向流动、各地人口和土地关系冷热不均的失衡局面，疫情较为复杂，10月地产需求持续低迷。今年2月以来，全国二线以下城市集中开始实施“因城施策”放松和刺激地产需求的措施，包括下调首套住房首付比例、下调公积金贷款利率、住房转让个税退税、“房票”代替货币化棚改等措施，以应对自去年下半年开始的地产需求持续走弱趋势。9月底因城施策刺激需求政策再度加码，允许房价连续下跌的城市下调、甚至取消首套商贷利率下限，政策刺激力度已经较大。但本轮席卷全国多数城市的地产需求降温、以及居民部门持续去杠杆的情形，在较大程度上可能是过去十余年间工业化再度向东南沿海地区集中、人口集中向城镇化率已经很高的地区单向流动所导致的“人地关系”冷热不均的长期结构性失衡的集中体现，因城施策刺激措施短期内无法扭转二三线城市常住人口趋于流出、土地潜在供给过多的问题，从而很难短期内见到全国地产需求的明显改善。加之10月多个城市遭遇复杂化的疫情散发，房地产交易活跃度在8-9月有所提升之后再度降温，10月高频的30大中城市商品房成交面积同比在低基数效应下仍再次小幅下探至-18.0%左右。我们预计10-12月房地产成交面积同比增速分别为-15.9%、-18.5%、-15.2%，全年房地产销售面积同比-20.6%。

图 4：30 大中城市商品房成交面积：10 月以来地产销售再度走弱



资料来源：CEIC，申万宏源研究

而与此同时，在建项目保交付要求优先级提升，地产开发融资进一步改善，预计地产投资跌幅四季度有望收窄。近数年来，预售项目在地产销售中的比例持续提升，令今年以来的地产投资与地产销售之间可以形成一定程度的脱钩，而影响到当期经济增长表现的其实主要是地产投资和竣工。也就是说，前两年以来的预售项目如果能够在今明两年加速建设、加快竣工交付，则有希望能够避免地产产业链对经济增速形成过大的拖累。三季度房地产开发贷款余额同比较Q2大幅回升2.4个百分点至2.2%，而9月2000亿保交楼政策性借款首单已落地，加之郑州与国开行签署1600亿棚改贷款，以及各地房地产纾困基金的持续落实，房地产信用融资改善速度加快，共同传

导为 9 月净地产投资（地产投资扣除不计入 GDP 的土地购置费）同比有所改善，由 7 月-17.5%回升至 9 月-13.6%。而在目前保交楼政策继续强化的背景下，预计房企融资压力逐步缓解，加之基数进一步走低，预计 10-12 月房地产开发投资单月同比分别为-11.1%、-10.5%、-1.5%，累计同比则分别预计为-8.3%、-8.5%、-8.0%。

年内地产政策仍着力改善房地产企业和已经预售项目融资，力图实现施工环节“去库存”，力保年底投资、竣工跌幅能够有所收窄，避免过度拖累经济增长。地产投资将持续好于地产销售与新开工对应的内生性下行幅度。预计全年商品房销售面积同比-20.6%、新开工面积同比-37%、房地产投资-8.0%，对应的 Q1-Q4 房地产开发投资当季同比分别为 0.7%、-9.1%、-12.7%、-8.1%。

图 5：房地产开发投资同比及预测 (%)



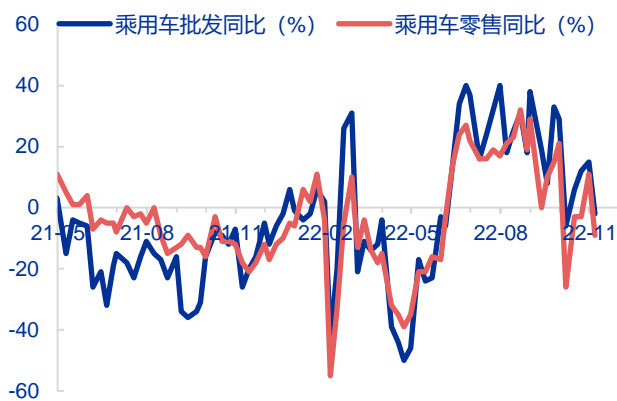
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 1.3 汽车消费热潮降温，疫情散发再度冲击服务

商品消费方面，持续 4 个月的汽车消费热潮降温，地产竣工的阶段性走弱对可选商品消费的后置拖累日益凸显，加之疫情对必需品消费持续形成扰动，四季度商品零售增速预计小幅回落。今年以来商品消费受两大逻辑共振下行压力的影响而整体表现不强，其一是疫情影响的月份商品消费往往走弱，其二是地产周期向下对可选商品消费的后置抑制性影响。汽车因主要产区在 4-5 月的大范围封控措施而一度面临严重的生产和交付困难；上海 6 月初解封之后，适逢新能源车企集中推广一批新车型，居民部门一度在 6-9 月之间集中释放购车需求，限额以上零售口径汽车消费 4 个月月均同比增长 16.0%左右，已经基本填补 3-5 月的缺口。根据乘联会的高频数据，10 月乘用车零售同比增速降至 11.0%，分别较 8 月、9 月下降达 18 个百分点和 10 个百分点，显示汽车消费热潮已经开始降温。这意味着除汽车外的其他可选商品消费今年以来因前期竣工增速不断走低而导致的需求下滑现象可能在四季度有所凸显。实际上如果剔除汽车、石油制品，其他可选商品消费今年的表现甚至比 2020 年还明显更差。10 月以来疫情在多个城市出现反复，对必需品消费也将形成新的暂时性扰动。综合上述因素，我们预计 10-12 月总商品零售同比分别为 1.7%、1.4%、4.4%，Q4

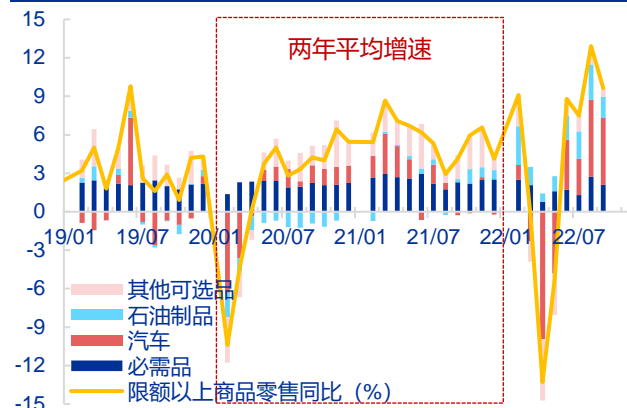
平均为 2.5%，较 Q3 低 0.9 个百分点左右，全年商品零售同比预计 1.8%，较 2021 年的两年平均增速仍低 2.7 个百分点。

图 6：乘用车批发、零售同比



资料来源：CEIC，申万宏源研究

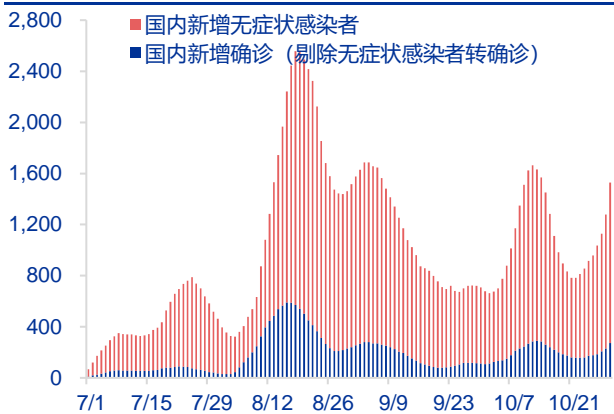
图 7：限额以上商品零售同比及结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

服务消费方面，多地出现的疫情反复、以及 10 月全国防控措施阶段性升级，令今年国庆假期旅游收入同比再度回落，反映出各类服务消费缺乏恢复动能。10 月全国疫情在国庆期间和月末形成两个峰值，相比 9 月平稳改善的疫情环境进一步复杂化。受此影响，各地防控政策开始收紧，人员流动明显下行，京沪深之间公路迁徙指数同比下行 12.6 个百分点至 -26.9%，居民服务消费或再遇波折。我们预计零售口径的餐饮收入同比 10-12 月分别为 -0.7%、0.3%、0.3%，从而 Q4 平均同比零增长，较 Q3 亦小幅弱化。

图 8：日度新增感染人数（7DMA，例）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：一线城市之间人员流动 10 月明显回落

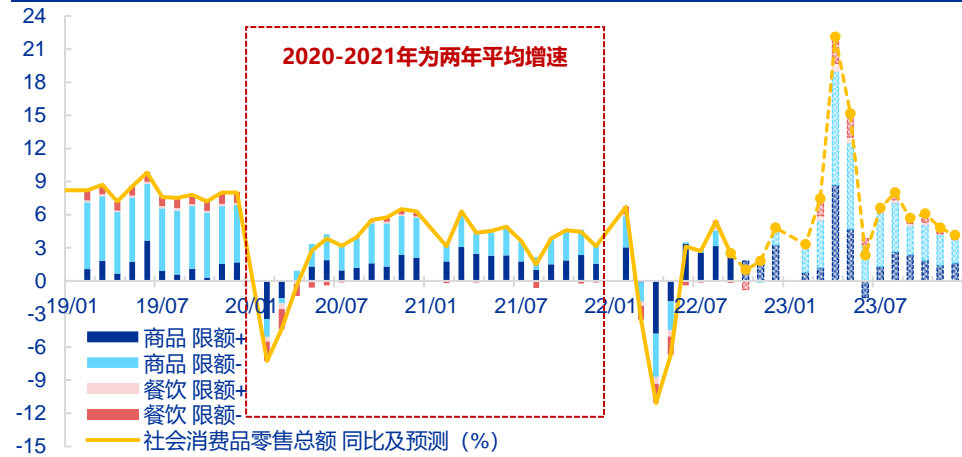


资料来源：CEIC，申万宏源研究

但近日防控“二十条”新措施在坚持动态清零的同时，更加强调精准防控和避免过度冲击经济增长，预计对年内最后一个半月的服务消费形成一定的促进效果。综合上述商品消费和小部分包括在零售口径内的服务消费变化趋势，我们预计 10-12 月社会消费品零售总额同比分别为 1.0%、1.8%、4.8%，从而 Q4 平均同比为 2.5%，较 Q3 回落约 1 个百分点，对应的全年零售同比预计为 1.2%。在今年低基数基础上，2023 年假设地产竣工跌幅可望有所收窄、并假设疫情防控形势较今年有所改善，则 2023 年有望迎来 7%左右的零售同比稳健恢复。



图 10：社会消费品零售总额同比及预测 (%)



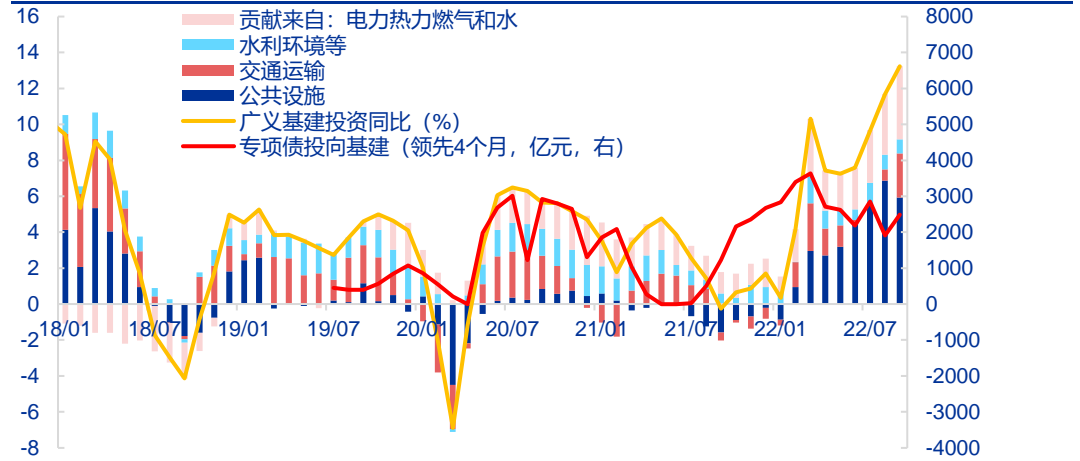
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.4 基建高光绽放，制造业投资提前

**专项债集中加码、政策性开发性融资超大力度保障，年内传统基建投资有望延续高光表现，成为四季度稳增长主要动力来源。**今年（尤其是下半年）在财政政策和政策性、开发性银行的超大力度融资保障支持下，基建投资（特别是传统的城建类投资）获得了 2018 年资管新规落地以来最高的阶段性增长。由于地产、消费两大内需仍面临较大的下行压力，时至 8-9 月，中央政策层面再度强化了对四季度基建稳增长的融资支持要求，一方面提出 10 月要将结存的 5000 亿左右新增专项债限额重新发行完毕，另一方面再度加码政策性开发性金融工具，我们根据政策性开发性银行公开披露的最新进展估算，第三批政策性开发性金融工具总规模可能再度可达到 1500 亿-2500 亿左右，或与政策性开发性银行今年大幅增加的基建贷款额度一起，成为四季度最大的增量基建融资来源，对四季度基建稳增长形成持续的支持。此外 10 月 26 日国常会加码要求“推动项目加快开工建设，确保工程质量”以及“对未按时开工的，调整资金用于新项目”，表达出希望缩短基建融资与落实到实物工作量之间的滞后时间的政策目标，年内基建投资发挥更大稳增长作用的概率进一步提升。我们维持对四季度基建投资的强劲预期，分别小幅上调 10-12 月单月基建投资同比增速预测至 11.2%、16.2%、14.0%，对应四季度同比 13.7%，全年累计同比小幅上修至 11.2%（上修 0.7%）。

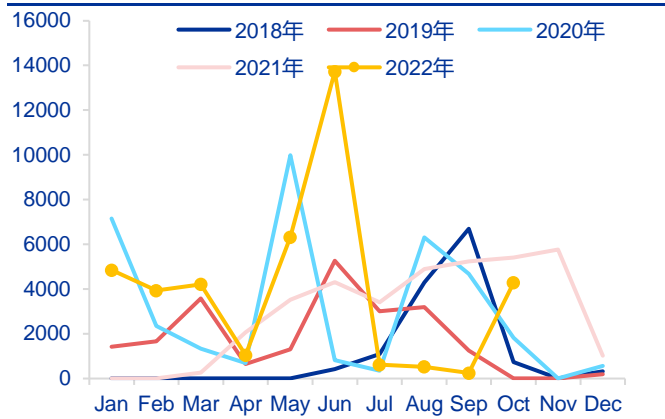
但今年以来基建融资呈现脉冲特征，10 月信贷社融结构隐现基建项目约束，加之今年年内基建融资已经相当充分地运用了专项债等财政资源和政策性开发性银行的金融杠杆资源，2023 年我们难以期待基建投资在增速方面维持今年的五年高点。我们维持此前测算的预测，即 2023 年在不少于 4.15 万亿新增专项债额度、以及政策性开发性银行持续提供信贷大力保障的前提下，预计 2023 年基建投资同比增速有所回落到 6.5%，这一水平仍将成为 2018 年以来较高增长的一年，但相比于今年，基建投资在明年对经济增长的支持力度的小幅下降可能是难以避免的。

图 11：基建投资同比增速及贡献结构 (%)



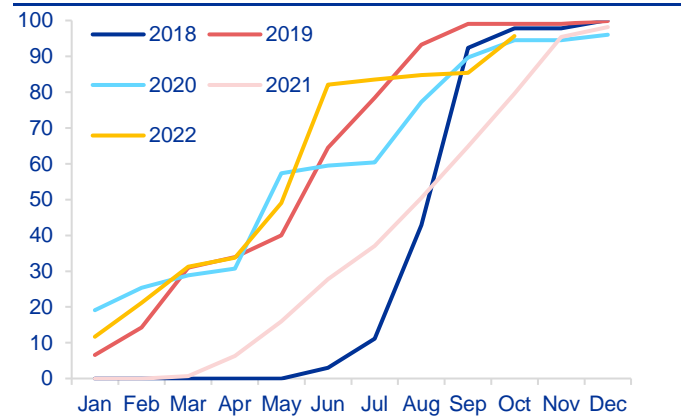
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：新增专项债发行 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：新增专项债发行完成情况 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

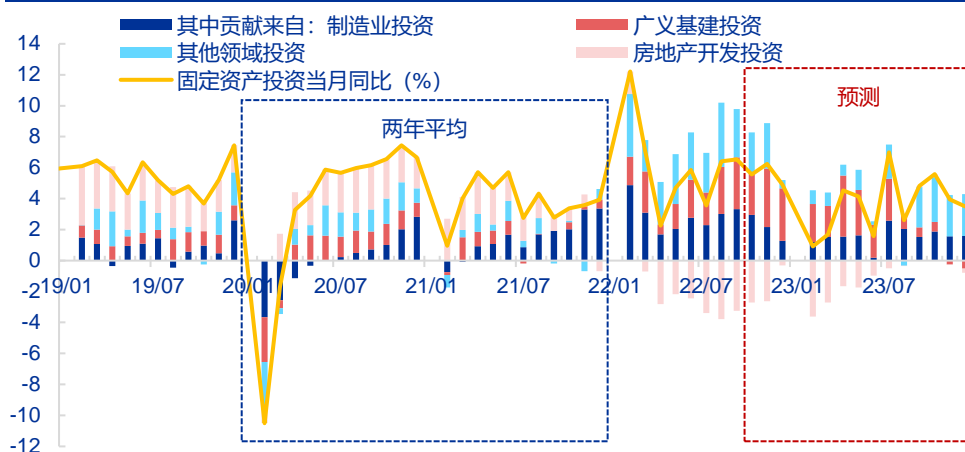
制造业投资在外需尚可、内需偏弱的环境下，内生增速本应中规中矩，而在前有留抵退税、后有设备更新贷款工具支持基础上，实际上今年的制造业投资是有所提前，预计四季度增速小幅回落但整体仍高，明年增速或将再度有所下行。二季度以来，虽然外需逐步降温，但上海疫情发生后，国务院决定大幅提前制造业存量留抵退税的操作时点，对制造业投资增速持续回升形成一定支持作用。而8月以来，虽然存量留抵退税政策到期，但9月国常会先后部署“高技术产业四季度设备购置的支出允许当年一次性税前全额扣除并100%加计扣除”、“四季度设备更新投资予以低于0.7%的低息贷款和2000亿再贷款资金支持”两项政策接续，预计四季度制造业投资增速虽趋于回落，但仍将处于较强区间，预计10-12月制造业投资当月同比分别为9.5%、6.6%、3.8%，对应的累计同比预计分别为10.0%、9.6%、9.0%。四个季度当季同比（四季度为预测值）对应分别为15.6%、8.1%、9.7%、6.6%。预计2023年制造业投资增速向制成品需求趋势回落，初步预测2023年同比增长5.0%。

此外，除三大类投资外的其他领域投资中包含有较多新基建、数字基建、补链强链等相关的投资内容，也属于当前政策明确支持鼓励的基础设施建设范畴，4-9月该项单月同比增速持续处于12%及以上，9月仍处于16%，预计10-12月同比分别为

12.8%、15.4%、2.5%，全年其他领域投资同比增速预计可达 13.3%，显著高于去年的-0.2%，对下半年固定投资稳增长作用的发挥具有至关重要的意义。初步展望 2023 年该类别投资增速也将有所回落。

综合分析，预计 10-12 月固定资产投资单月同比分别为 5.6%、6.2%、4.9%，较 9 月 (6.5%) 小幅回落，对应的累计同比增速预计分别为 5.9%、5.9%、5.8%，全年小幅上修 0.1 个百分点。结构上来看，我们对年内的基建投资、制造业投资有所上修，房地产开发投资小幅下修。预计 Q4 固定资产投资同比增长 5.6%，此前三个季度则分别为 9.3%、4.5%、5.6%。初步预测 2023 年固定资产投资增速下行至 3.6%，但扣除不计入 GDP 的土地购置费，净固定投资增速 2022 年、2023 年同比增速预计分别为 6.8%和 4.4%。考虑到 22Q4、以及 2023 年工业品价格或降至通缩区间，固定投资对实际 GDP 增长的拉动作用预计在 Q4 达到阶段性高峰之后，2023 年或将维持与 2022 年接近的稳定强度。

图 14：固定资产投资、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

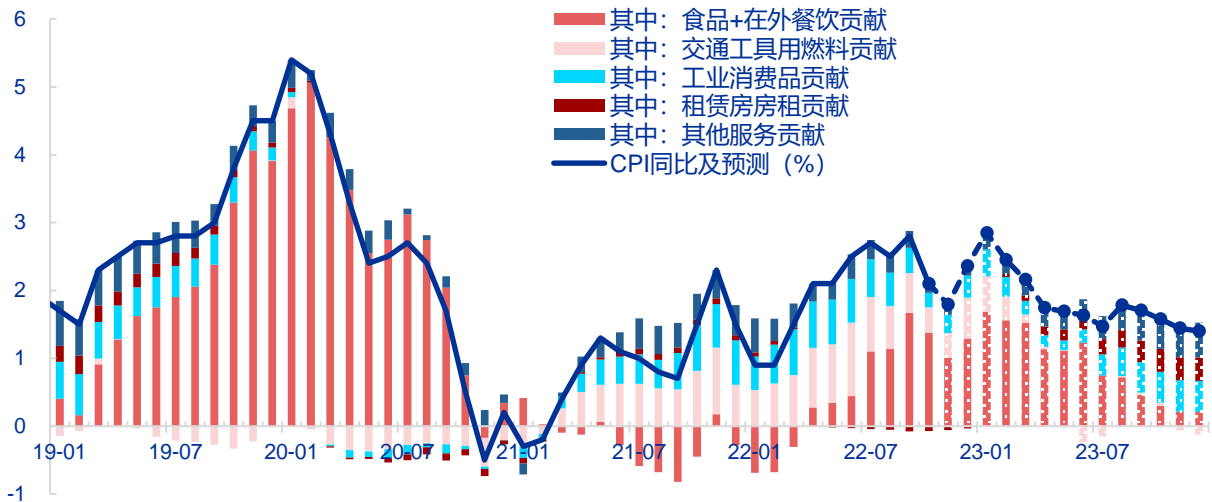
## 2. 内需仍偏弱能源有保障，通胀“大缓和”

### 2.1 CPI “大缓和”趋势开启，预计持续至明年全年

CPI 方面，食品供给相对稳定，可选商品、服务消费内需相对不足，10 月 CPI 如预期出现“大缓和”，该过程预计持续至明年全年，预计 11 月 CPI 同比降至 1.8%。10 月以来，猪肉价格涨速加快，目前已涨至 40 元/公斤，为 21 年 5 月以来首次。但本轮猪肉价格的快速上涨，并不类似于 19 年非洲猪瘟时期因生猪存栏快速收缩导致的价格上行压力，三季度生猪存栏稳定于合理充足水平。更多源于部分养殖企业在亏损一年半后形成集中性的压栏惜售动机，导致三季度生猪出栏速度明显放缓，令短期猪肉供给偏紧，但递延供给意味着未来生猪供给也会迎来一次性集中释放，食品 CPI 缺乏持续上涨动力，后续将逐步成为 CPI 拖累项。与此同时，后地产周期可选商品消费、以及受疫情散发影响的服务消费后续恢复路径预计相当温和，初步预计 11 月、12 月 CPI 同比分别为 1.8%、2.4%，明年年初或因春节效应小幅冲高至 2.8%左

右，但之后将快速回落，目前压栏的生猪供给或也在明年形成集中性释放，亦将对 CPI 构成下行压力，预计 2023 年整体 CPI 同比均值 1.8%，低于今年水平 (2.0%)，这意味着货币政策并无来自通胀的紧缩压力，内需促进类政策值得期待。

图 15: CPI 同比及预测 (%)

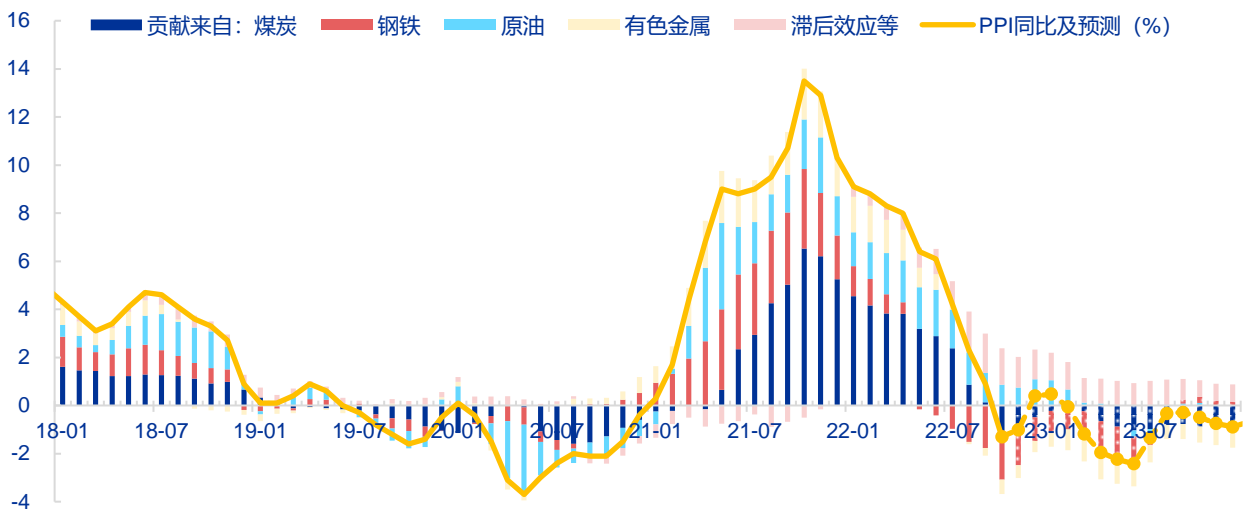


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 国内工业品供给整体充足，PPI 弱于海外超高涨幅

PPI 方面，因全球原油供给趋紧、国内煤炭需求有所恢复，能源价格或再度趋于上行，年底至年初 PPI 或将趋于上行，但整体工业品供给充足的格局仍然延续，将保障整体 PPI 仍将好于海外主要经济体两位数 PPI 涨幅。OPEC+ 决定自 11 月开始减产 200 万桶/日，虽然因部分产油国已在维持低于协议要求的偏低产量，自 11 月开始的新一轮减产实际幅度可能在 100 万桶/日左右，但原油供给三季度以来逐步回升的趋势不可避免的受到阻碍。与此同时，全球服务消费需求逐步恢复，将推动全球原油需求由当前低位逐步回补，原油供需格局难以避免的由三季度供过于求扭转为四季度及明年上半年供不应求，预计油价年底与明年上半年均将维持在 100 美元/桶(布油)附近的较高区间；同时国内冬季用煤需求上升，基建投资阶段性走强，也可能拉动煤炭冶金产业链价格修复，PPI 同比 11 月至明年年初或迎来一轮小幅回升，当前我们初步预计 11 月、12 月 PPI 同比分别回升至 -1.0%，0.4%，但仍将好于美国 (14.3%)、日本 (9.7%)、德国 (45.8%) 的当前 PPI 水平。展望明年，上半年原油价格预计高企，但当前 OPEC 份额已处于历史低位，若拜登政府中期选举受挫令“清洁能源”政策受阻，美国页岩油产量明年或较快释放，亦将触发 OPEC 竞争性增产，则明年下半年油价或见到一轮较快回落过程，至年底或回落至 90 美元/桶以下。与此同时，预计国内保障能源安全政策继续强化，推动煤炭产量继续较快释放，煤价明年全年或见到小幅回落，综合分析，预计 2023 年 PPI 同比均值 -1% (2022 年预计 4.3%)。

图 16: PPI 同比及预测 (%)



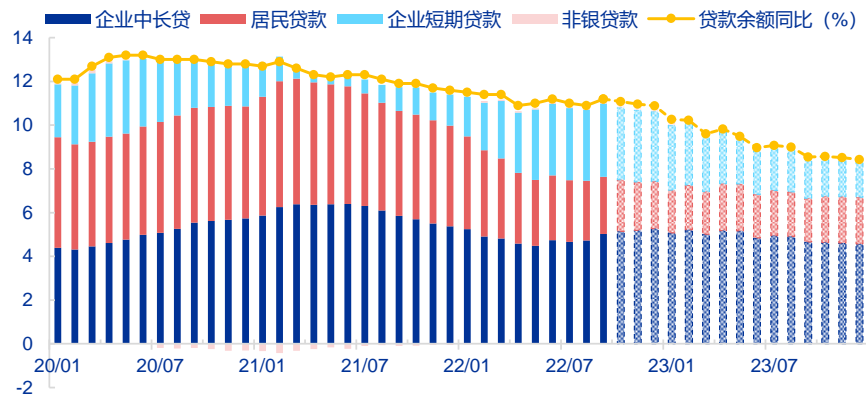
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3. 货币信用：信用需求偏弱，降准必要性提升

#### 3.1 信贷社融：地产需求清淡，基建融资降温，政府发债支撑

**地产需求清淡，基建项目约束隐现，新增信贷预计至 2023 年均难重获高增。**10 月金融数据从三个方面凸显出内需下行压力：其一是地产需求再度探底居民中长贷地量，其二是基建投资项目约束隐约可见，专项债发行、政策性银行融资发放速度均大幅放慢，其三是市场寄予厚望的制造业投资至少在融资端并未能抵消地产偏弱、基建脉冲间隙的融资下行幅度。这三点原因都是结构性、长期性的。房地产需求的偏弱并非货币政策今年以来支持力度不大，而是源于工业化再度向东南沿海地区集中之后，城镇化人口向人地关系紧张地区单向流动所导致的全国范围内人地关系的进一步失衡。当前房地产需求疲弱的格局，若想要根本性扭转，需要期待深层次的工业化、城镇化再平衡战略逐步显效，而这注定是一个长期的过程。基建投资今年下半年对财政和政策性开发性银行融资能力都已经进行了较大程度的透支，当前项目约束隐现，直至明年预计均难以再度出现大幅多增的融资需求，加之制造业投资在政策鼓励下向今年集中，2023 年新增信贷预计难以重获高增。我们预计 11-12 月新增信贷分别约为 1.19 万亿和 1.09 万亿，对应 2022 年全年新增信贷约 21 万亿，贷款余额同比增速至年底约 11.0%，较 2021 年下行约 0.6 个百分点。而 2023 年预计居民部门去杠杆过程仍将延续，居民中长贷新增仍然较少，企业中长贷则在基建融资勉力支撑、地产开发融资需求持续释放对冲制造业等融资需求减少的背景下，小幅少于 2022 年，而如果假设明年疫情防控形势较 2022 年有所改善，则企业短期融资需求预计有所降温，综合分析，预计 2023 年全年新增信贷约 18 万亿，贷款余额同比增速降至 8.4% 左右。

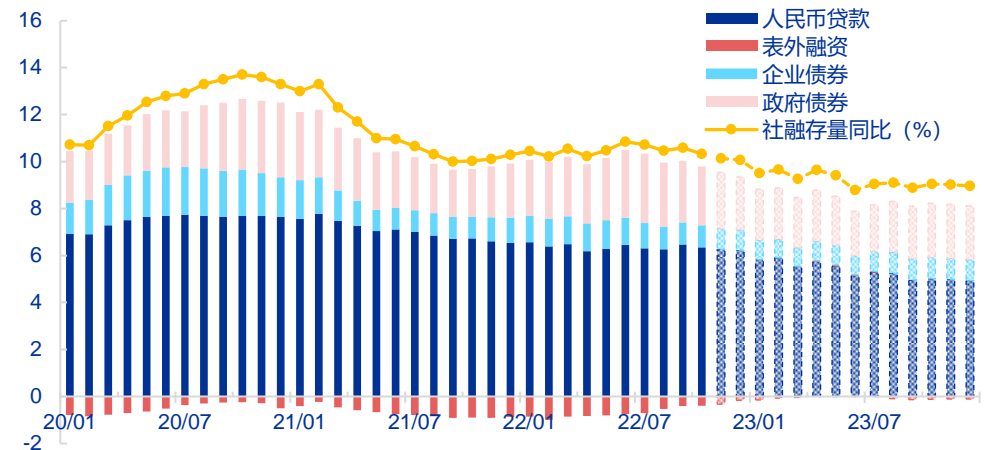
图 17：贷款余额同比、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

11-12 月，乃至 2023 年，财政债务大幅拉开格局都是稳增长、优化内需结构所必须的操作，预计在政府债务融资的推动下，社融新增表现好于信贷。今年至今，尽管专项债已经超出年初计划新增规模基本完成发行，但一般公共预算内债务尚未发行完毕，并且由于财政收入和调入资金在疫情影响、新增缓税措施、土地出让金超预期大幅回落等因素的共同作用下，预计将显著低于两会时的预算水平，从而不得不在今年一方面充分利用去年财政存款较多的跨年资金资源，另一方面需足额甚至超额发行一般预算债务以弥补资金缺口，由此有望推动 11-12 月社融存量增速保持基本稳定态势。预计 11-12 月新增社融规模分别约为 2.2 万亿、2.33 万亿，社融存量同比增速则预计较 10 月小幅回落 0.2 个百分点至 10.1%。而展望 2023 年，稳增长的主线逻辑仍需依赖政府部门大幅扩张一般公共预算赤字率至 3.3% 以上，并将宝贵的财政资源用于改善中等收入群体居民收入分配和收入预期、由此直接改善居民消费意愿，才有望提升政策有效性，为稳定内需注入新的动能。此外地产开发融资政策的进一步放松可能意味着 2023 年社融口径表外融资不会出现大幅净减少，也有望对社融存量增速形成较好的稳定作用。初步预计 2023 年新增社融规模约 33.4 万亿，较 2022 年约多增 1.2 万亿，社融存量同比预计较 2022 年小幅下行 1.1 个百分点至 9.0% 左右。

图 18：社融存量同比、贡献结构及预测 (%)

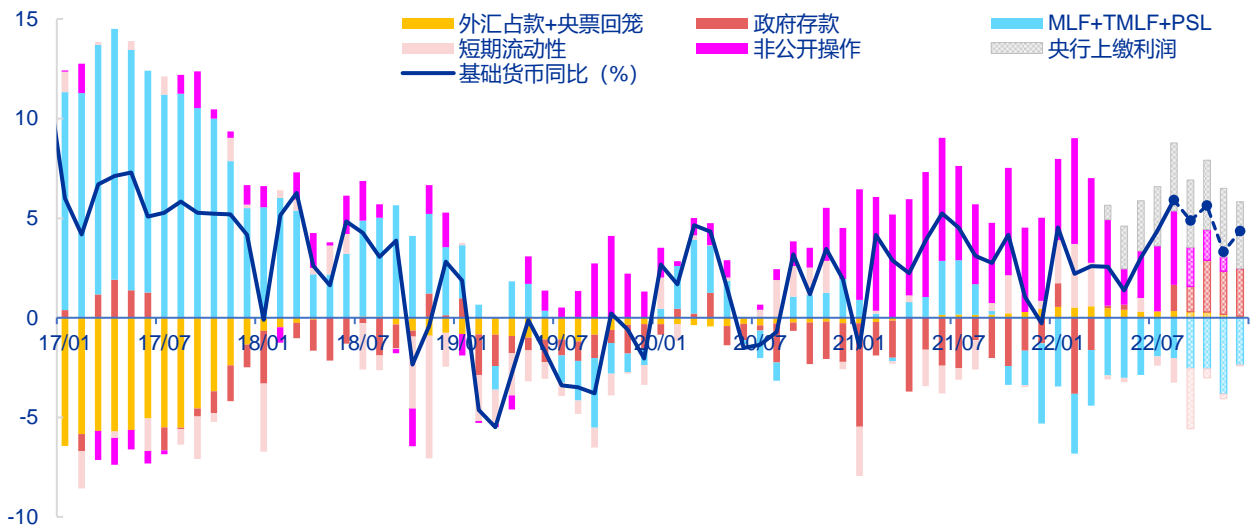


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3.2 货币操作：期待 11 月全面降准 25bp 置换 MLF

继 8-9 月央行连续两个月月均缩量 2000 亿续作 MLF 后, 10 月 MLF 等量续作, 充分显示央行短期保障流动性合理充裕、以呵护 9 月以来来之不易的信用需求改善的决心。但 9 月以来的信用需求改善更多依赖短期基建稳增长以及保交楼政策加码的推动, 而信用需求的持续改善则有赖于引导信贷利率的适度下行, 但基础货币投放成本较高的 MLF 将约束商业银行负债端成本下行空间, 今年以来银行资产端利率下行幅度远大于负债端, 不利于可持续的提升信用传导效率, 等额续作 MLF 只可解近忧、难以缓远虑。今年以来, 央行先后三次下调 LPR 利率, 尤其是 5 年期 LPR, 较去年年底调降 35bp, 与此同时, 央行先后出台包括下调房贷 LPR 加点 20bp、阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限在内的各类引导信贷利率下行的政策, 近期武汉、天津等地首套房贷利率已低至 4.0% 以下。而与此同时, 虽然今年 4 月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制, 亦引导 9 月国有大行启动新一轮存款利率下调, 普遍下调 15bp 左右, 但明显小于商业银行资产端利率下降幅度。商业银行息差被进一步挤压。在此背景下, 继续选择续作高成本的 MLF, 将进一步约束商业银行负债端成本的下行空间。

图 19: 基础货币同比、结构及预测 (%)

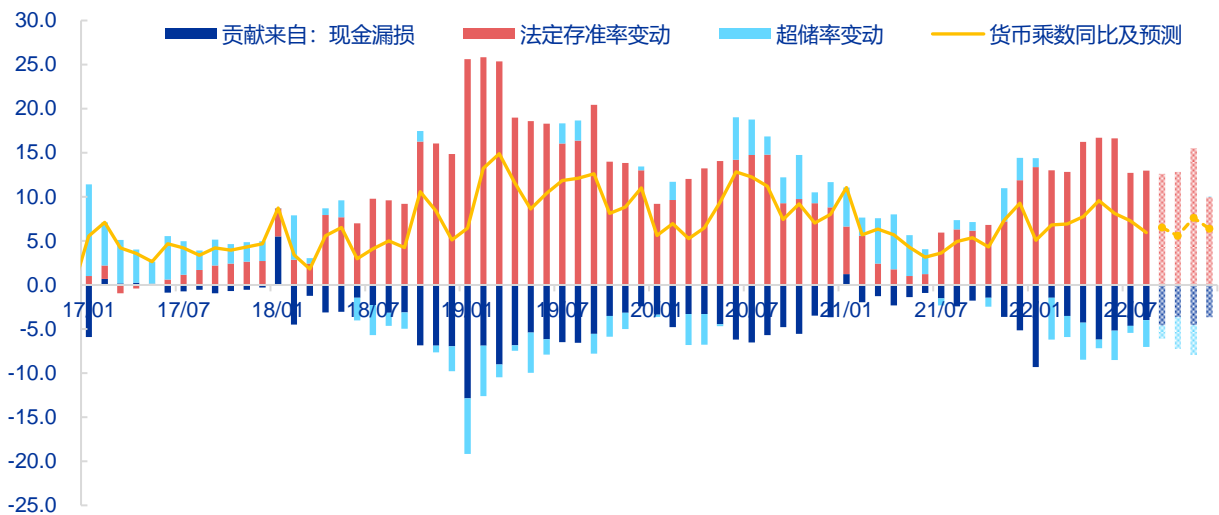


资料来源：CEIC，申万宏源研究

因此，通过低成本的降准置换高成本的 MLF，在维持流动性合理充裕的同时降低商业银行负债端成本，是提升信用传导效率、推动信用需求持续性改善的不二选择，此外 11-12 月也将迎来 1.5 万亿 MLF 到期压力，我们维持 11 月全面降准 25bp 置换 4000 亿 MLF 的判断不变。10 月金融数据从三个方面凸显出内需下行压力：其一是地产需求再度探底居民中长贷地量，其二是基建投资项目约束隐约可见，专项债发行、政策性银行融资发放速度均大幅放慢，其三是市场寄予厚望的制造业投资至少在融资端并未能抵消地产偏弱、基建脉冲间隙的融资下行幅度。从货币操作的角度来看，这三点内需下行压力的根源都是结构性、长期性的，不是利率偏高的问题，因而当前环境下我们并不会特别期待进一步的 7 天逆回购利率或 LPR 下调等降息操作。9 月

以来随着前期淤积在银行间的货币流动性逐步转化为信用扩张，银行间资金利率逐步向上向政策利率水平靠拢。11月降准仍是有迫切性的，但主要的潜在改善指向流动性投放的规模和对商业银行负债端成本的呵护，降准能够为货币向信用的传导提供可能性，但并不是传导疏通的充分条件。与海外需求强、供给弱的格局不同的是，我国供给无虞但需求清淡，通胀压力可控，并不会触发货币政策被动收紧。此外我国资本账户开放程度不高，资金有外流压力但整体可控，货币政策仍能保持一定独立性。因此，货币政策预计仍将维持中性偏松的流动性环境。配合财政积极扩张的同时稳定地产产业链。8-9月央行连续实施MLF缩量操作，降准置换高成本MLF的通道或已打开，我们预计11月全面降准25bp以置换约4000亿存量MLF，在此过程中，一方面能保障流动性不至于过度充裕，引导目前淤积于银行间的流动性逐步向信用端传导，资金利率或小幅抬升，向上接近政策利率；另一方面也可通过降准引导降低银行负债端成本下降，继而进一步向信贷利率下降传导，稳定地产产业链与各类投资需求。

图 20：货币乘数同比及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 4. GDP：内需动能尚不强，财政基建迎高光

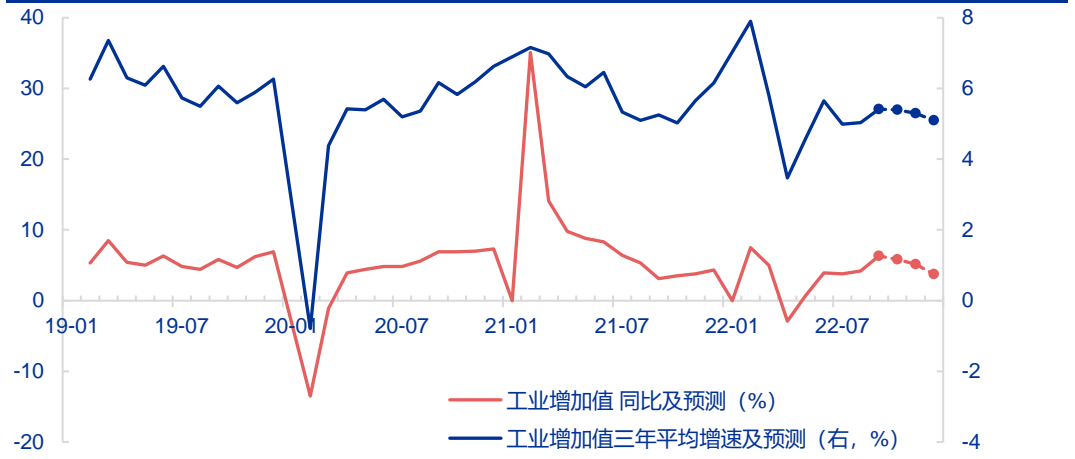
### 4.1 消费出口降温，基建拉动有限，工业生产或趋回落

四季度居民商品消费、出口增速均有降温，尽管基建投资实际拉动作用进一步强化，但可持续性有限上游生产预计也相对谨慎，加之 Q3 再度小幅补库存，Q4 去库存压力增加，预计 Q4 工业生产增速较 9 月有所回落，但整体或稍好于 Q3。10 月高炉开工率均值 82.4%，较 8 月小幅上升 24bp，但靠近下游的汽车半钢胎开工率大幅回落 490bp 至 56.3%，显示汽车生产对前期供给缺口的填补过程逐步结束，在整体工业品需求回落的背景下，逐步呈现出降温态势。加之部分出口重点商品布局集中的地区疫情防控形势较为复杂，基建投资稳增长强度提升但在财政资金紧张的压力下，预计高增趋势很难延续至 2023 年，对上游工业企业生产的拉动作用也相对有限。10



月 PMI 生产指数已经在这种需求结构的影响下出现了比较明显的回落。我们预计 10-12 月工业增加值当月同比实际增速分别为 5.8%、5.1%、3.7%，较 9 月（6.3% 阶段性高点）均有所回落，但对应 Q4 工业生产实际同比仍有望达到 4.9%，较 Q3 预计小幅改善 0.1 个百分点，对应全年工业增加值实际同比 4.1% 左右。

图 21：工业增加值实际同比、三年平均增速及预测（%）



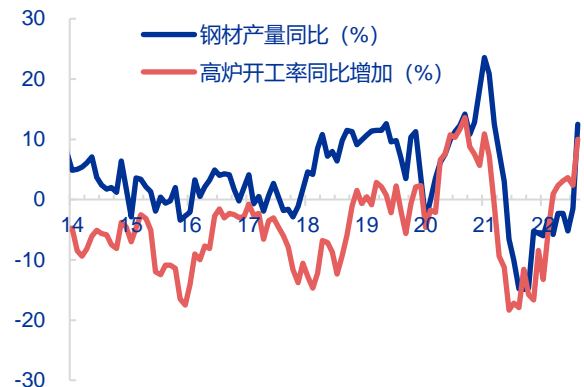
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22：汽车半钢胎与汽车产量增速比较匹配



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：高炉开工率与月度钢材产量也较为匹配



资料来源：CEIC，申万宏源研究

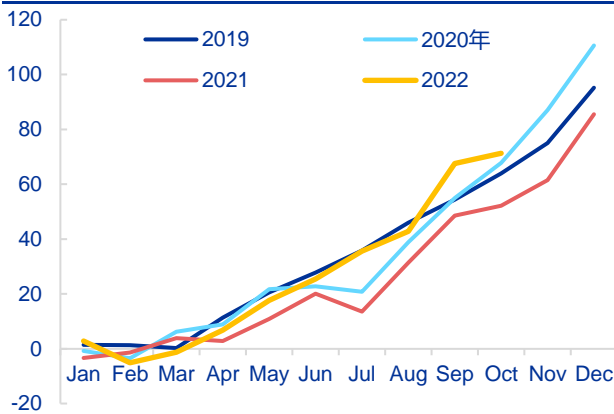
## 4.2 地产消费仍冷，财政基建高光，Q4 GDP 或增 4.0%

四季度仍是稳增长任务较为艰巨的一个阶段。地产需求持续超过一年半的结构性趋弱并非短期货币刺激可以解决的问题，长期来看自然是需要工业化、城镇化再平衡战略显现效果，但在中长期保持乐观的同时，我们仍需直面地产周期的中短期偏弱已经对其下游的可选商品消费形成越来越明显的拖累，也就是说，地产——消费两大内需内生增长动能的基础，在四季度均无法看到趋势性扭转为改善的明确迹象。由此，财政政策不得不阶段性动用历年存量的资金资源以扩大财政支出、阶段性拉动政府消费，同时也需要加速落实今年以来超大规模资金保障的基建投资实物工作量。短期来看，一个好消息是随着地产投资、竣工基数的走低，四季度地产投资、竣工同比下滑

幅度都将有所收窄，对经济增长的拖累将有所缓和；同时市场自年初开始就持续有所担心的出口下滑、净出口对经济增长的支持逆转为拖累的风险也在国内产业链稳步升级的过程中已经不那么令人担心，我们预计 2022 年四季度实际 GDP 同比增速有望稳定在 4.0%左右，小幅好于三季度表现，从而全年实际 GDP 可望获得 3.4%左右的增长。

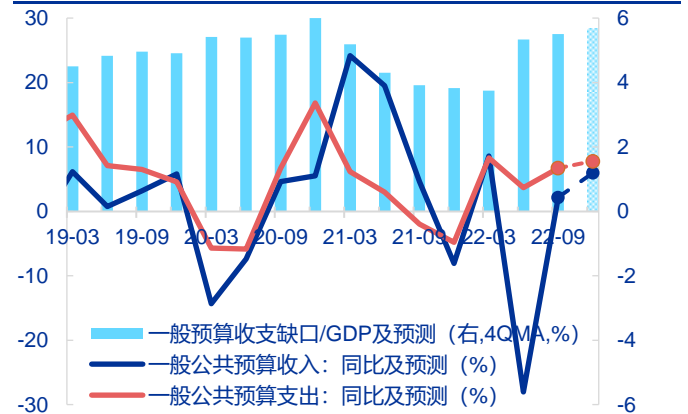
但展望 2023 年，地产难以期待大幅反弹，基建、制造业投资、净出口对经济增长的拉动作用也都不同程度地将有所弱化，仅依靠低基数下消费的温和反弹难以推动实际 GDP 增长恢复至 5.0%甚至更高水平，我们维持前期预测的政策格局，即只有政府部门大幅扩张财政赤字格局，拉动一般预算赤字率至 3.3%以上，并考虑通过个税减税等方式，有效改善中等收入群体居民收入预期，才有望促进 2023 年实际 GDP 增长 4.5%或更高，并且同时可以获得优化的经济结构。而货币政策预计将以中性偏松的操作方向予以配合，降准置换 MLF 可能是贯穿 2023 年传导效率最高的操作方式，值得期待，在此基础上才可能出现 1Y、5Y LPR 同步下调 30-50BP 之间的引导实体经济信用需求有所改善的利率操作。

图 24：国债净融资累计进度 (%)



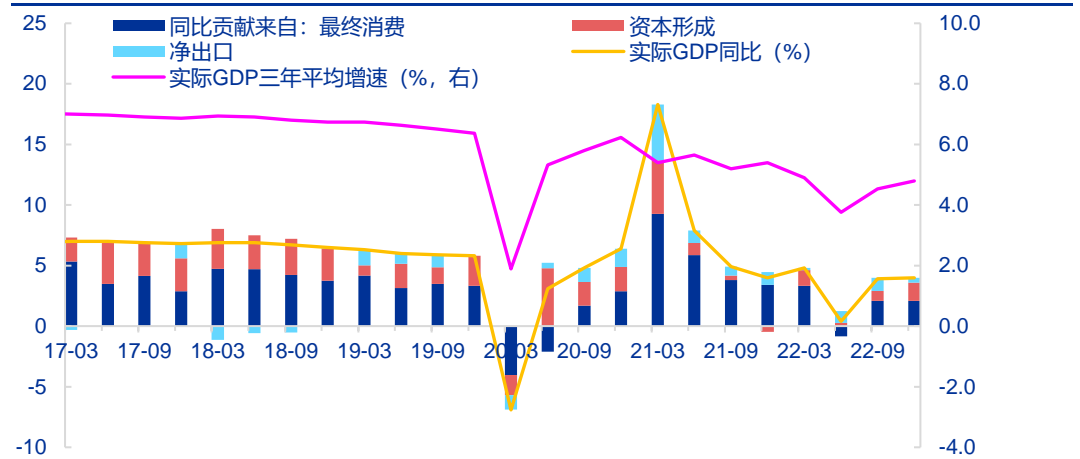
资料来源：CEIC, Wind, 申万宏源研究

图 25：一般公共预算收支同比及预测 (%)



资料来源：CEIC, 申万宏源研究

图 26：实际 GDP 同比、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC, 申万宏源研究 注：22Q4 为预测值

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华东 B 组	谢文霓	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swhysc.com">xiewenni@swhysc.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
华南组	李昇	0755-82990609	<a href="mailto:Lisheng5@swhysc.com">Lisheng5@swhysc.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。