

利率压制缓解，经济改善可期

——2023年宏观经济与资产展望

宏观团队 首席分析师：孙付 SAC NO:S1120520050004

2022年10月31日



● 2023年宏观经济两大特征：美债利率见顶回落、中国经济增速回升。主要资产（股债汇）定价压力缓解。

● 中国经济增速有望回升至5.7%，内需较为显著改善。单季GDP增速分别为：4.0%、8.3%、5.5%、5.0%。

消费：防疫优化、政策刺激，消费修复、回升。

基建：实物工作量明显提升。

制造业：政策支持，保持扩张。

房地产：筑底、企稳。

● 通胀平淡：CPI渐次回落，PPI低位徘徊。

● 货币流动性：1) 货币政策保持相对宽松：Q2之前，市场利率仍会低于政策利率；Q2之后，市场利率逐步向政策利率靠拢；2) 预计全年社融增速约9.5%，与GDP的匹配关系看，仍较充裕。

● 大类资产展望：

美债：长短端先后见顶回落

中债：二季度后长端利率向3%靠拢

美元：相对高位盘整（100-110）

人民币汇率：贬值压力缓解

金属商品：延续弱勢

原油：高位震荡（80-100美元/桶）

● 风险提示：疫情较明显反复、宏观经济出现超预期波动。

- 1 海外经济分析与展望
- 2 中国经济分析与展望
 - 2.1 国内疫情及防控政策
 - 2.2 经济继续修复回升
 - 2.3 通胀压力相对较小
 - 2.4 货币政策保持宽松
- 3 大类资产展望
- 4 风险提示



1 海外经济与展望

海外经济增长三大特征

欧美通胀形势

加息政策与欧债风险

● **海外经济增长三大特征：**

- 1) 两大因素导致欧美经济放缓：高通胀打击消费者信心、影响工业生产；强加息带来利率上扬，对经济产生抑制效应。
- 2) 相比欧洲经济，美国经济韧劲较强。
- 3) 美国经济结构特征：服务消费、产能投资持续改善；政策退出、利率中枢上移，商品消费、住宅销售和投资回落。

● **2022年10月以后，美国通胀回落将会加快：**

- 1) 持续加息对经济的抑制效应逐步显现；
- 2) 强势美元下大部分商品价格持续回落；
- 3) 基数效应。

● **美联储加息政策：**加息可能延续至2023年一季度，终点目标大概为：4.75%-5%。

● **警惕欧债危机重燃风险。**

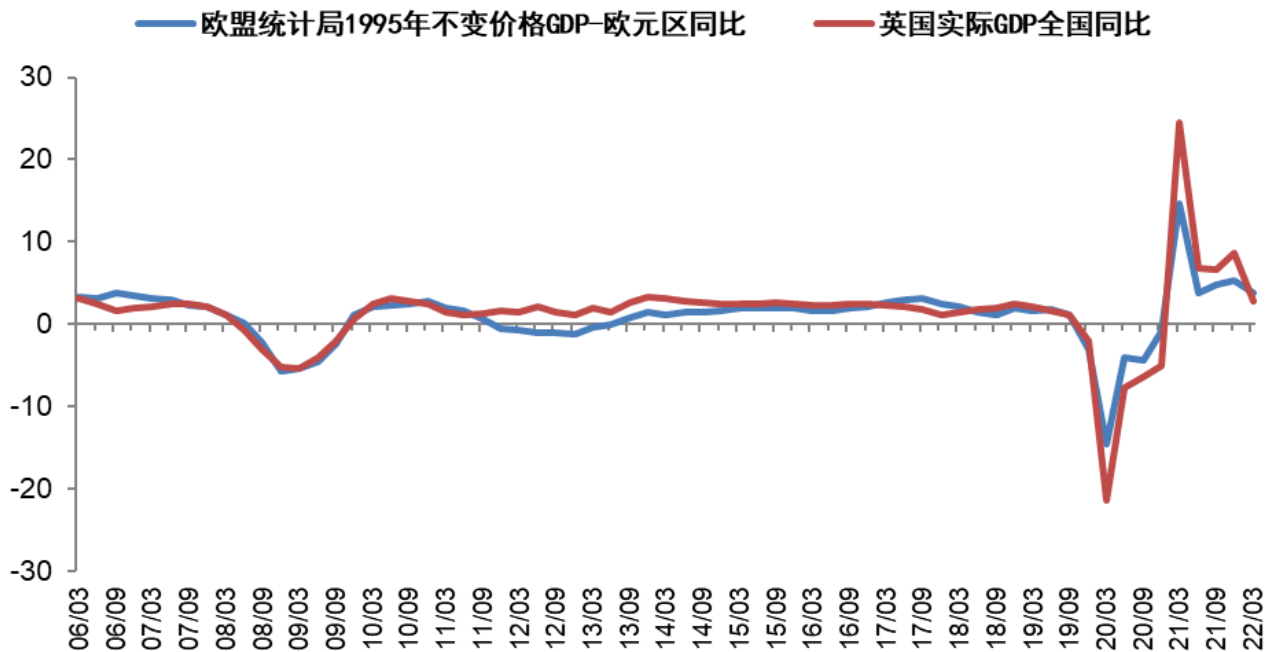
指标	各分项贡献率 (%)											
	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12	2020/9	2020/6	2020/3	2019/12	2019/9
实际GDP(年化环比: %)	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9	35.3	-29.9	-4.6	1.8	3.6
国内需求	-1.74	1.49	7.12	3.74	7.60	7.34	5.59	38.06	-31.15	-4.56	0.48	3.33
个人消费	1.4	0.9	2.1	2.0	7.8	7.0	2.5	26.3	-23.1	-4.3	1.6	2.3
耐用消费品	-0.2	0.6	0.4	-2.2	0.9	3.2	0.1	6.2	0.1	-0.8	0.5	0.7
非耐用消费品	-0.4	-0.7	0.1	0.3	1.7	2.1	0.0	4.6	-2.2	0.8	0.0	0.5
服务	2.0	0.9	1.6	3.9	5.2	1.7	2.5	15.5	-21.0	-4.2	1.0	1.1
国内私人投资	-2.83	0.98	5.14	1.78	0.3	-0.82	3.07	12.69	-9.65	-0.88	-1.48	0.48
非住宅投资	0.01	0.98	0.17	0.1	1.29	1.18	1.46	2.91	-4.12	-1.16	-0.24	0.55
住宅投资	-0.93	-0.15	-0.05	-0.29	-0.24	0.52	1.3	2.21	-1.18	0.63	0	0.16
库存变动	-1.91	0.15	5.01	1.96	-0.75	-2.52	0.3	7.57	-4.35	-0.35	-1.24	-0.24
政府支出	-0.29	-0.40	-0.16	-0.02	-0.54	1.18	-0.01	-0.97	1.57	0.57	0.41	0.58
净出口	1.16	-3.13	-0.16	-1.08	-0.60	-1.03	-1.68	-2.74	1.29	-0.05	1.31	0.28
出口	1.51	-0.53	2.37	-0.13	0.51	0.03	2.20	4.98	-8.66	-1.82	0.13	0.02
进口	-0.35	-2.60	-2.53	-0.95	-1.11	-1.06	-3.88	-7.72	9.95	1.77	1.18	0.26

今年是疫后向常态恢复：服务消费、产能投资持续改善；但伴随政策退出、利率中枢上移，商品消费和住宅投资有所回落。

俄乌冲突后，欧洲相当部分能源进口转向美国，对美国油气行业形成利好。



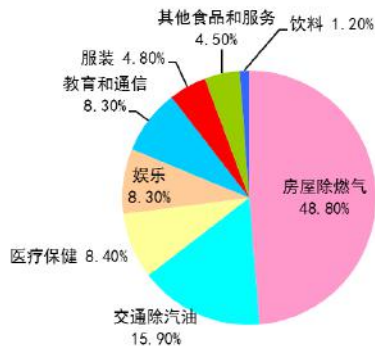
2022年二季度，欧元区GDP同比回落至4.3%、英国降至4.4%。下半年将显著降温、回落。



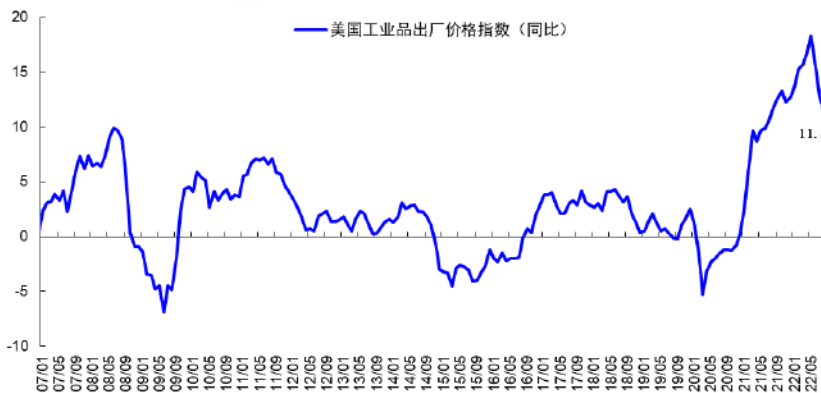
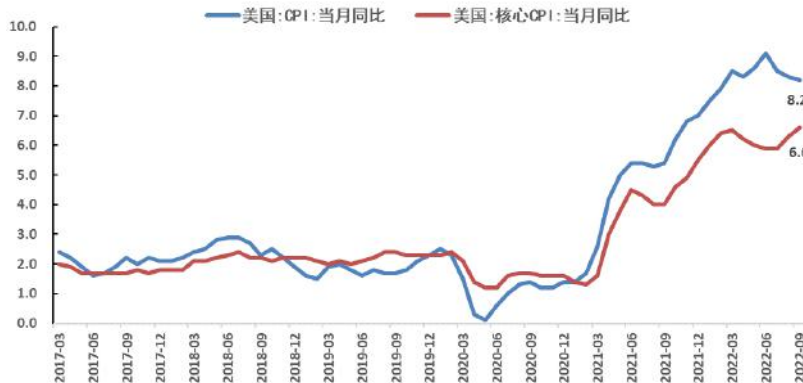
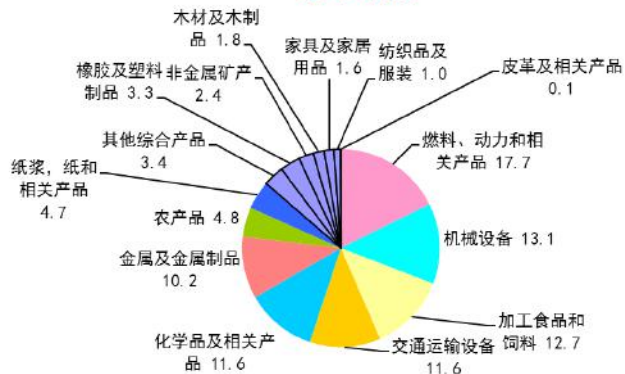
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

2022年9月美国CPI为8.2%（高点在6月），核心CPI为6.6%（新高）；9月PPI为11.5%，较前期有所回落。

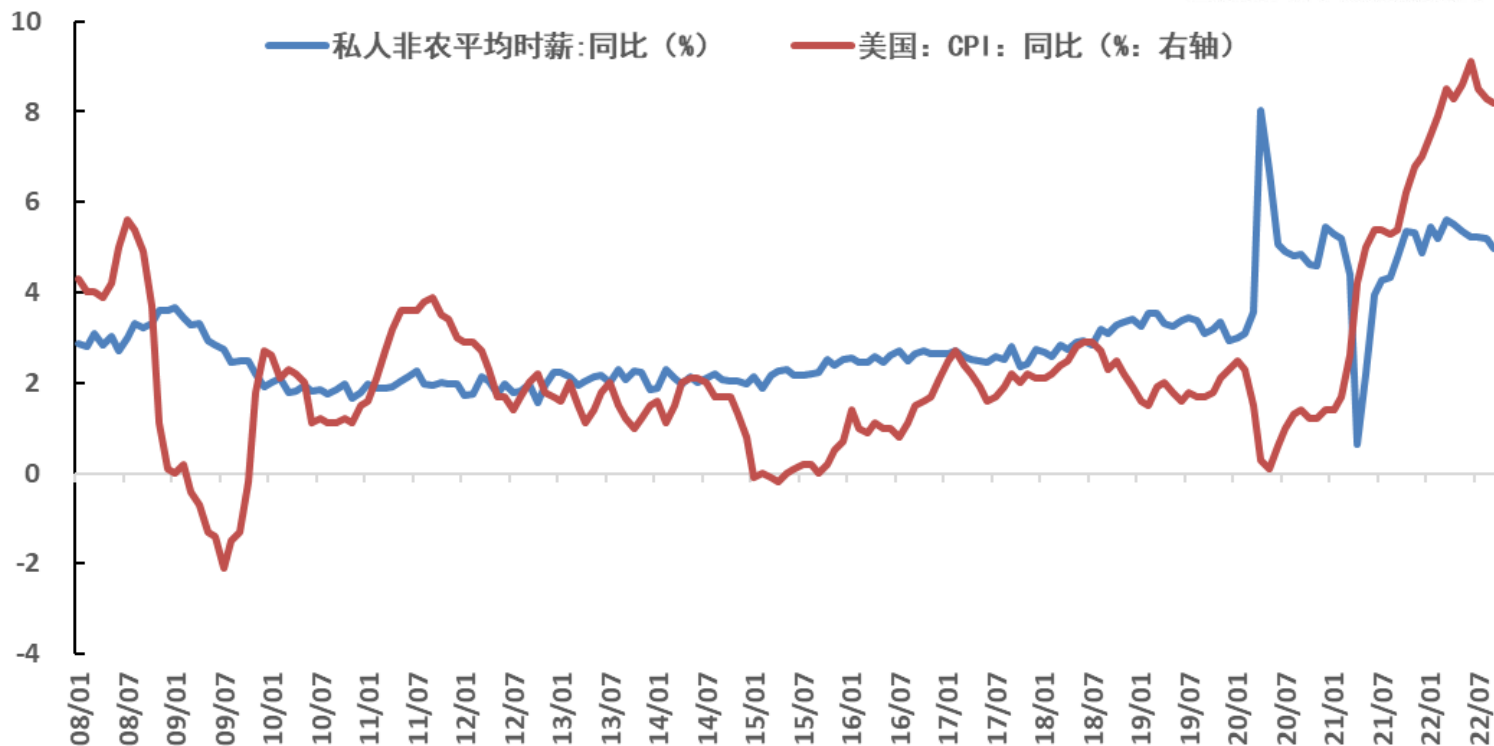
美国核心CPI构成



美国PPI构成



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



通胀逻辑：财政刺激（赤字扩大及赤字货币化），推升货币增速（M2）回升，带来通胀上行；疫情带来的供应链冲击导致供给短缺；俄乌战争带来大宗商品价格上涨。

从经验数据看，美国货币增速领先通胀（核心PCE）5-9个月；本轮美国货币增速上行自2020年3月开始，通胀上行自2021年3月开始，间隔12个月。

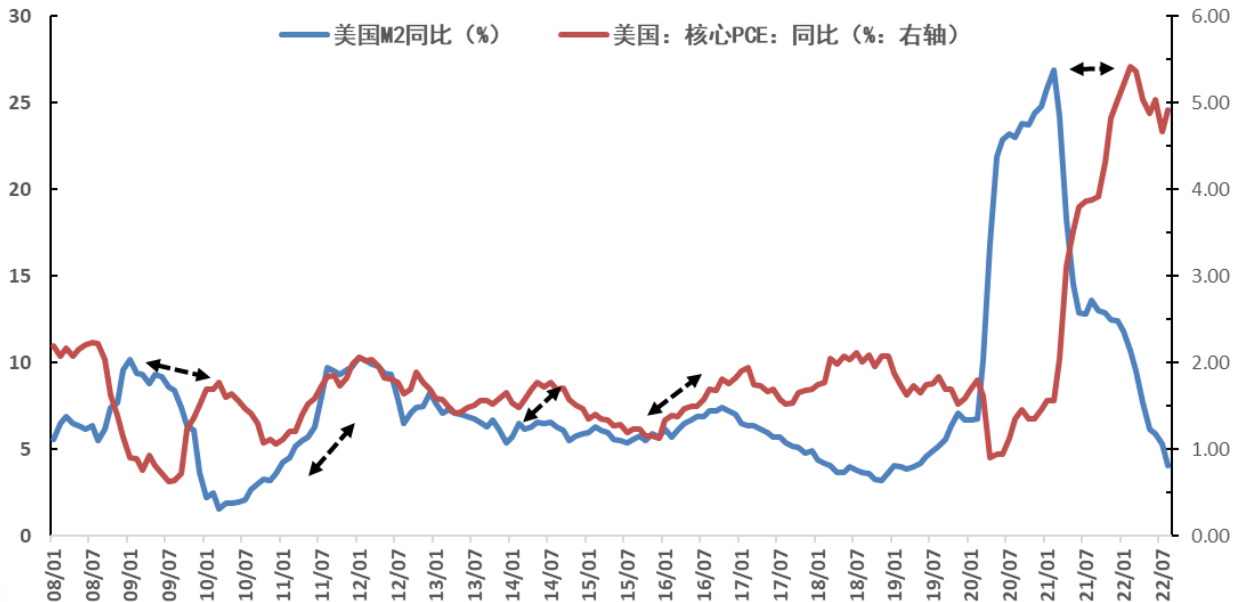
货币增速在2021年2月见顶回落，通胀高点在2022年3月。

通胀见顶后会有所回落，但节奏将较为缓慢（3-9月），原因：

- 1) 美国已出现“通胀-工资”互相助推现象；
- 2) 俄乌战争对原油供给的持续影响；
- 3) 后疫情时代，旅游航空等服务需求回升，带动油价及服务价格上行。

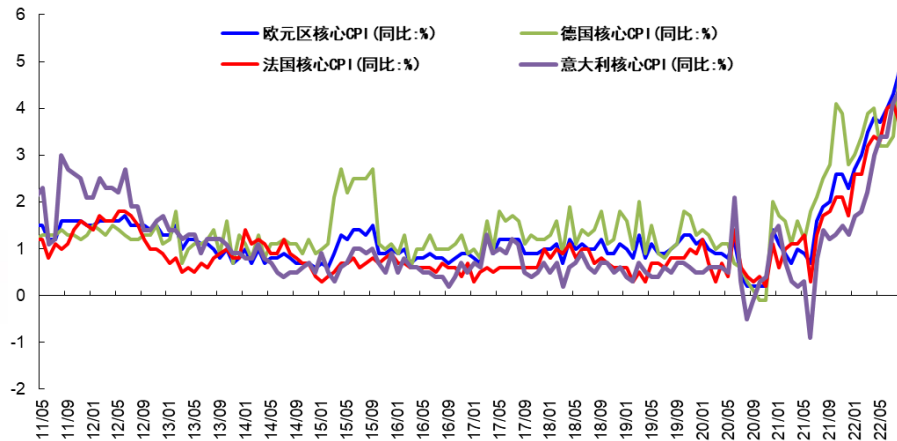
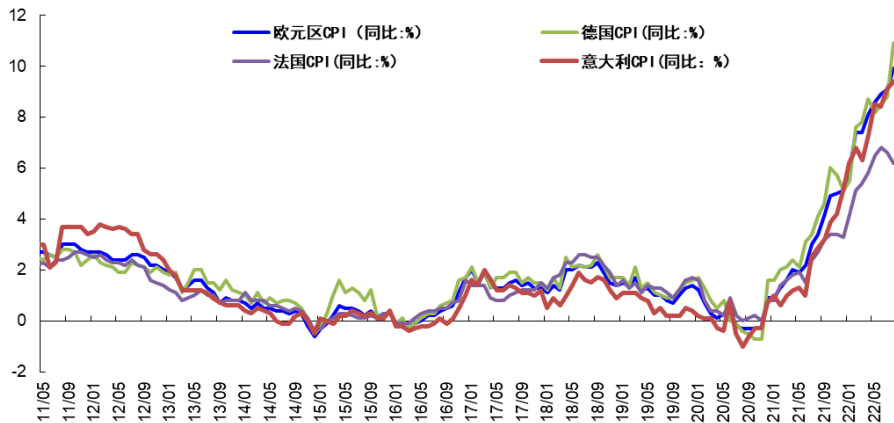
2022年10月以后，美国通胀回落将会加快：

- 1) 持续加息对经济的抑制效应逐步显现；
- 2) 强势美元下大部分商品价格持续回落；
- 3) 基数效应。



截止到2022年9月，通胀处于历史高位：

欧元区：一般CPI达到9.9%；核心CPI达到4.8%。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

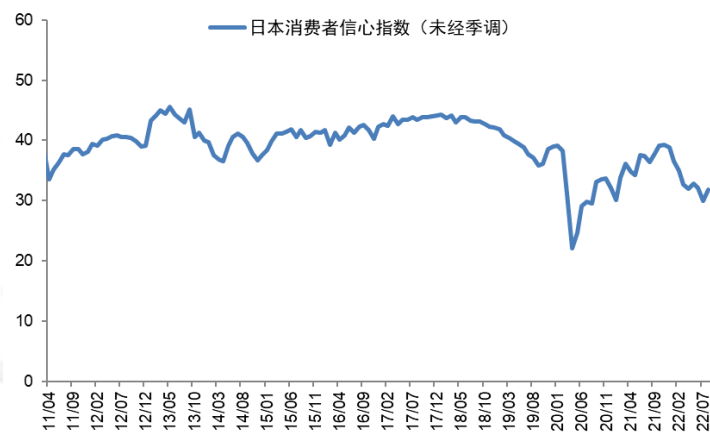
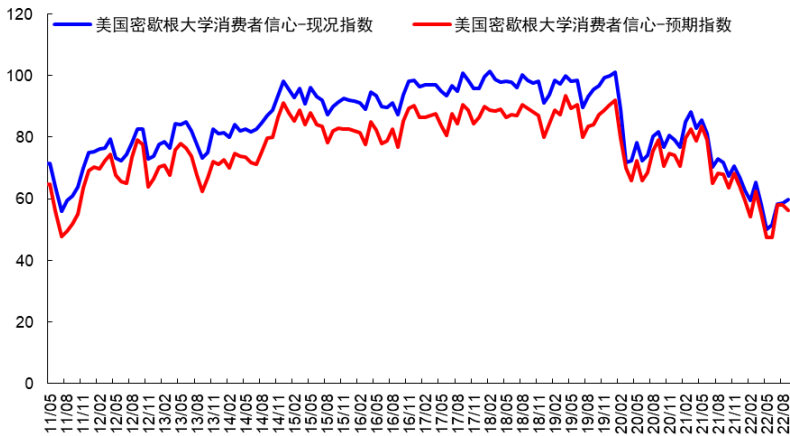
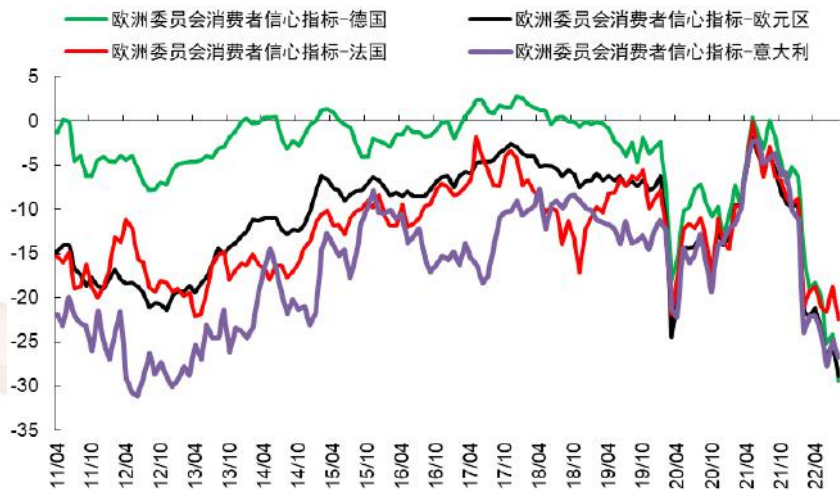
截止到2022年8月，通胀显著回升：

日本：一般CPI达到3%附近；核心CPI达到0.7%附近。

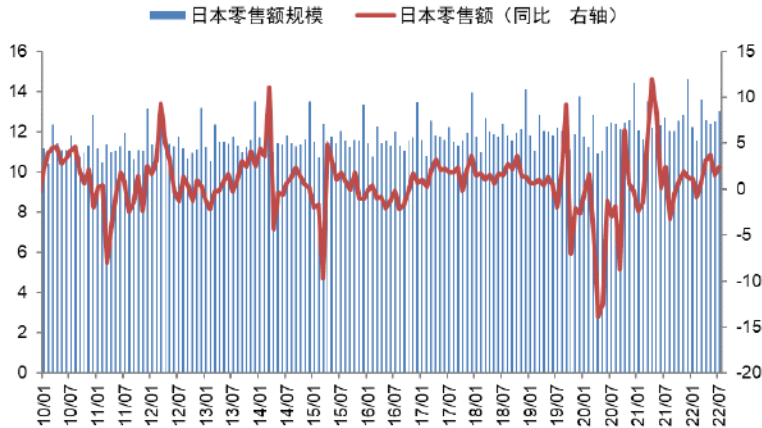
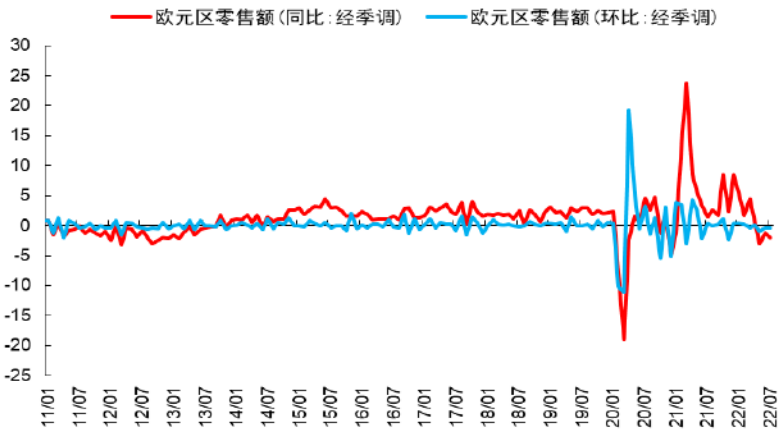
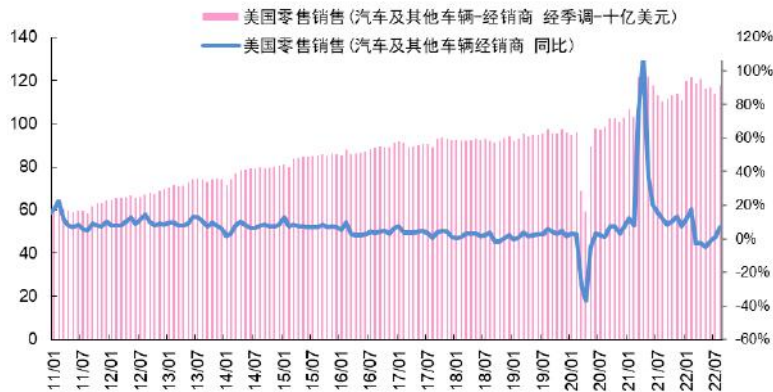
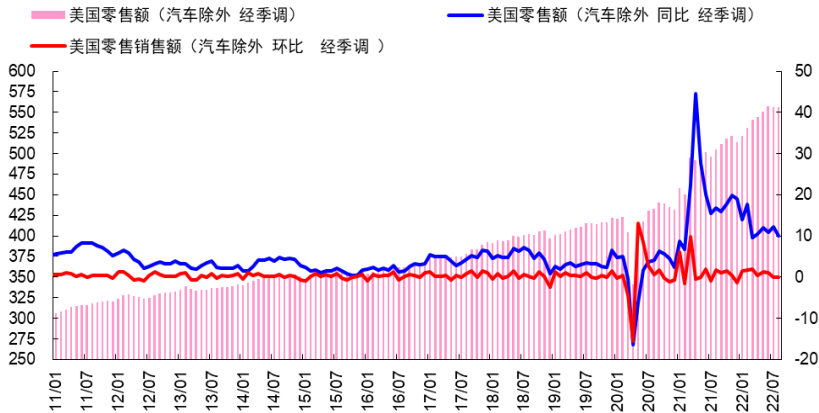


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

通胀最为显著的欧洲和美国，消费者信心遭受重挫，特别欧元区。

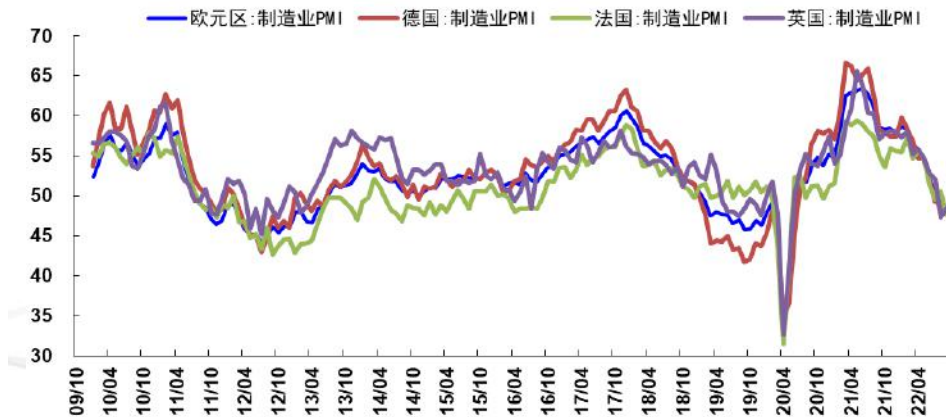
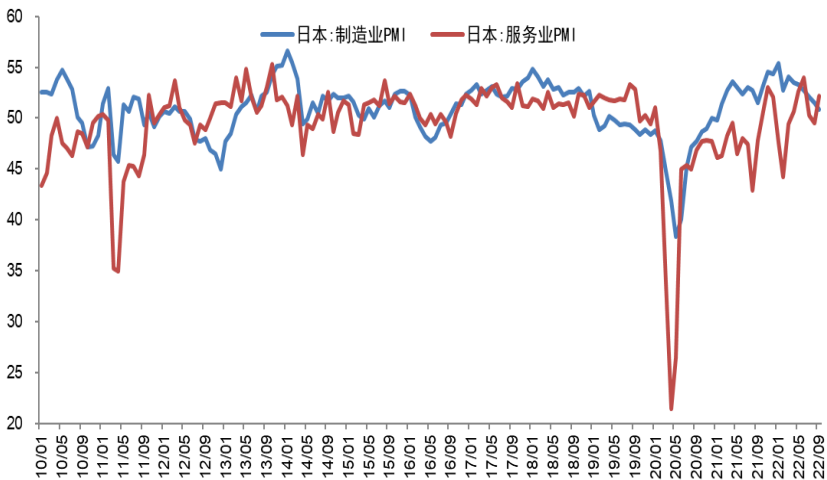
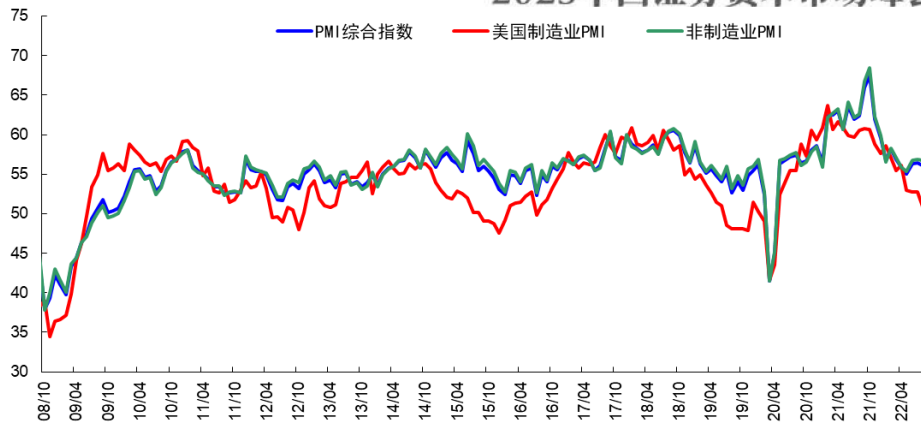


资料来源：WIND资讯、华西证券研究所



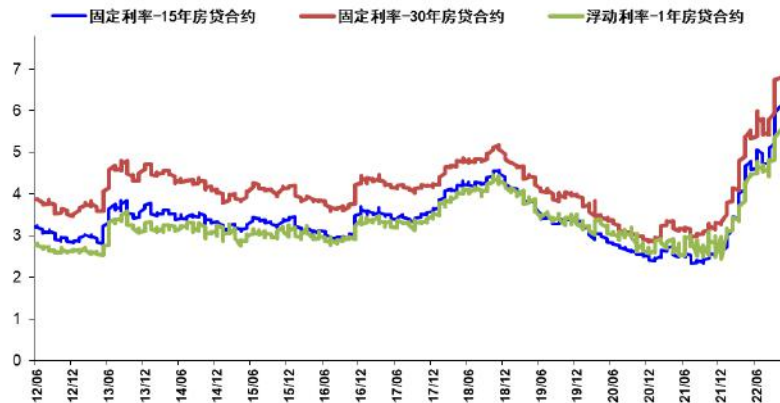
2022年以来，欧美日制造业景气度降温。

7月以来欧元区制造业PMI降至荣枯线之下，并持续变差。

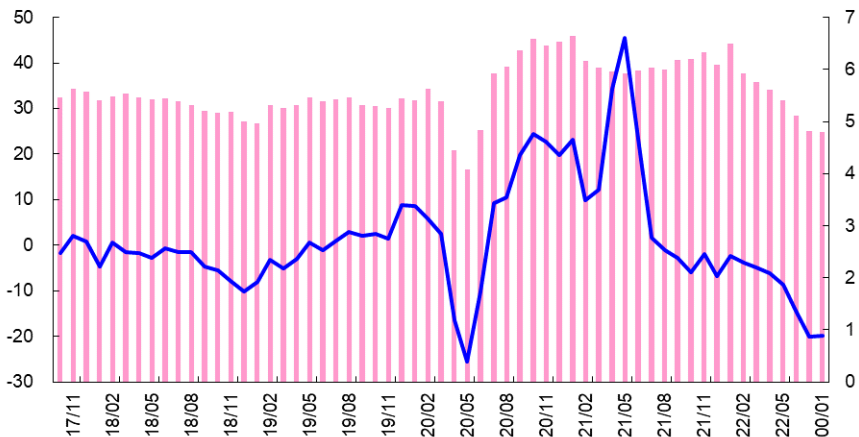


疫情期间：宽松财政对居民收入形成支持，叠加持续货币宽松使得房贷利率处于低位，美国房地产市场保持高景气度。

伴随财政刺激退潮，房贷利率中枢显著上移，房地产市场较为明显降温。

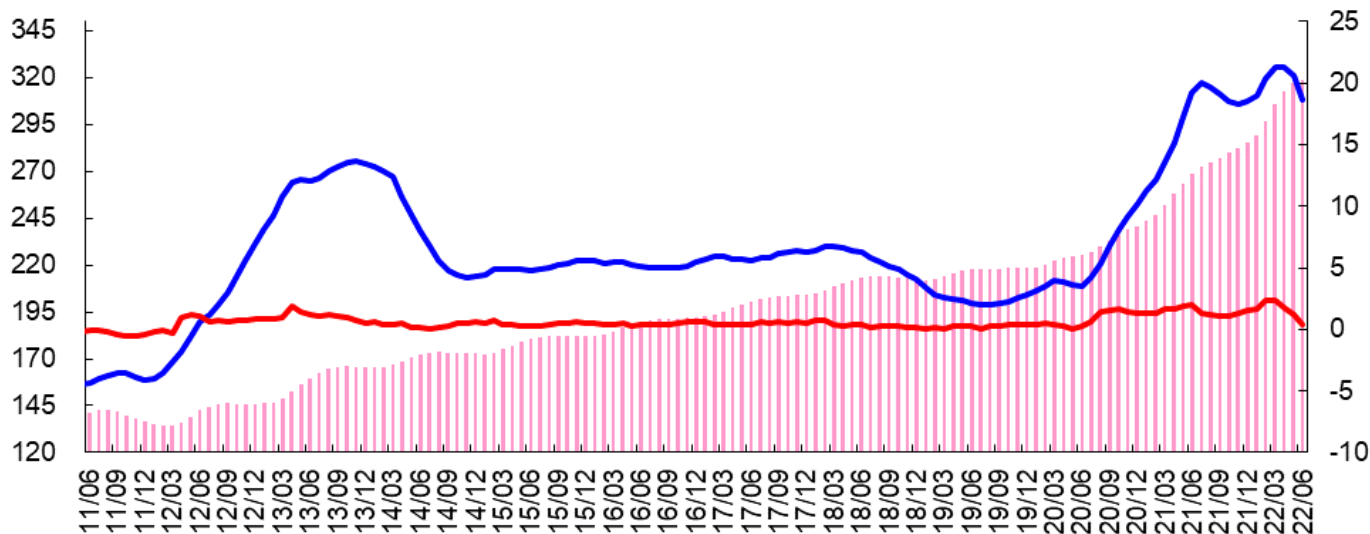


美国现房销售总量 (百万套: 季调年率 右轴) — 美国现房销售总量 (同比)

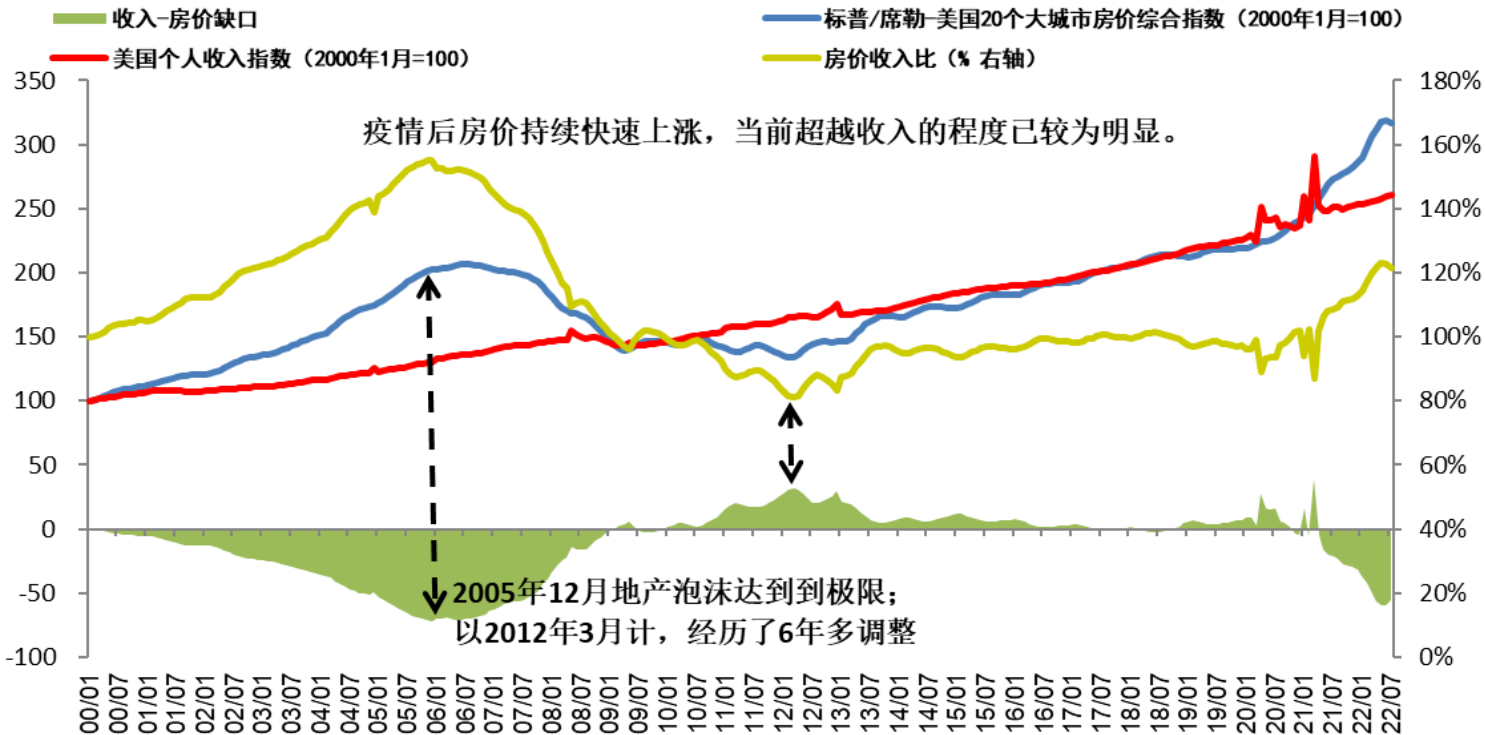


美国房价持续上涨的原因：1) 疫情后财政支持下，居民购房需求较好，并带来库存水平下降；2) 2022年大宗商品价格上涨及通胀显著回升下，导致相关建筑材料及人工成本上行，并传导至房价中。

■ 标普/席勒美国20个大城市房价综合指数
■ 标普/席勒美国20个大城市房价（同比 右轴）
■ 标普/席勒美国20个大城市房价（环比 右轴）

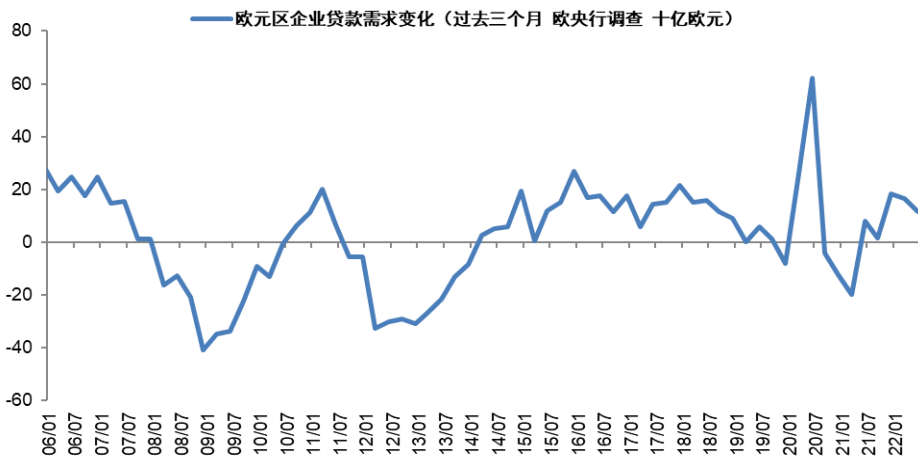
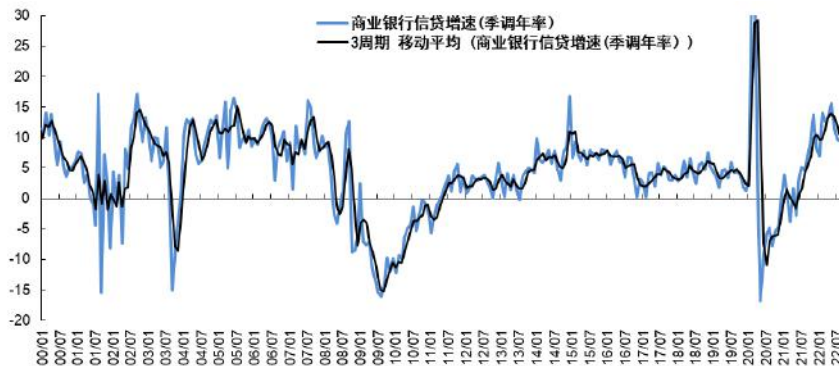


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

截止2022年9月：美国信贷保持扩张态势；欧元区企业信贷需求边际有所走弱。



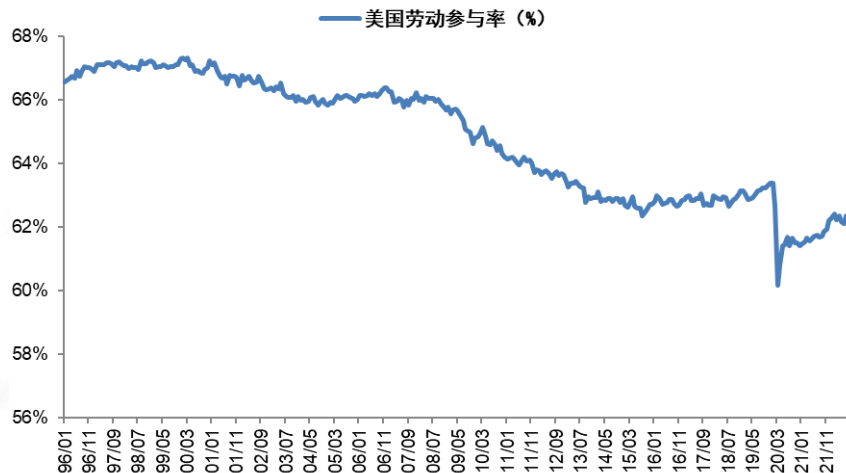
美国就业已显著改善，9月失业率降至3.5%；就业规模已超过疫情前（2020,2）。

劳动参与率较疫情前仍偏低，原因：1) 长期因素：人口老龄化；2) 疫情致经济结构变化，就业职位相应改变。

劳动力成本高企：1) 前期财政补贴抬升了收入中枢及预期；2) 高通胀带来工资相应上涨；2) 较低劳动参与率下，劳动供需偏紧张。

— 80年代失业率调整过程（1982年11月-1990年9月）
— 大危机后失业率调整过程（2009年10月-2017年10月）
— 新冠疫情下失业率调整过程（2020年4月-2022年9月）

美国失业率已下降至3.5%，
本轮改善节奏较快。



● 加息状况与未来展望：

美联储9月加息75BP（基准利率达到：3%-3.25%），这是美联储2022年以来的第五次加息，也是连续第三次75pb，创自1981年以来最密集加息幅度。

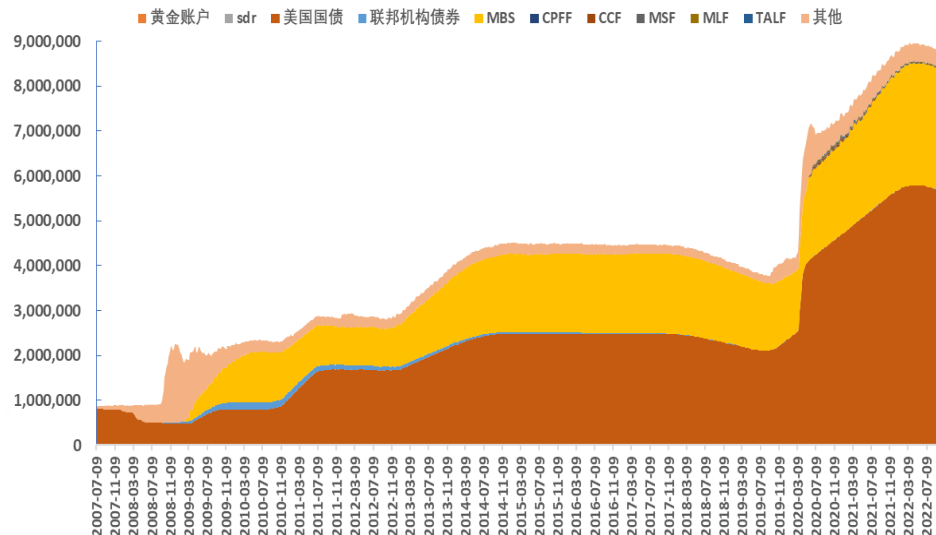
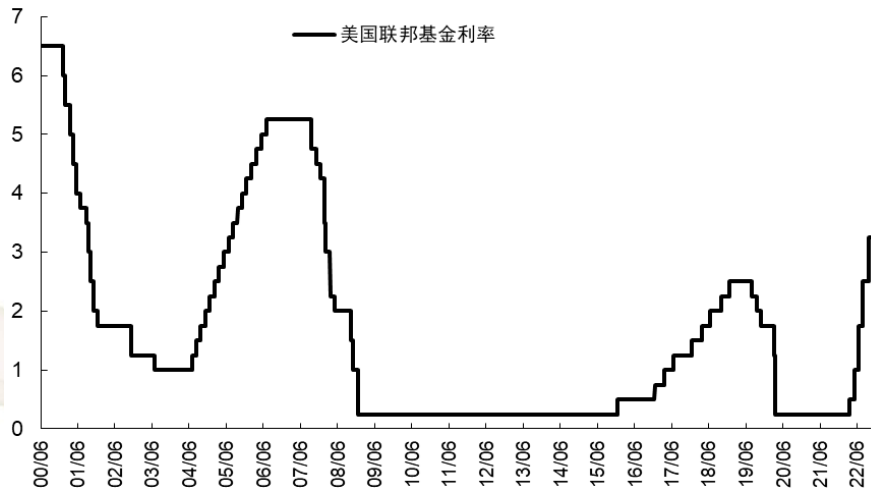
今年或仍有125bp加息空间：9月美国通胀继续超出市场预期，数据公布后，市场对于联储的加息预期再度上行，CME联储观察显示，11月加息75bp的概率升至95%，12月加息50bp的概率升至51.8%。

● 加息过程可能延续至2023年一季度，终点目标大概为：4.75%-5%；明年年末可能存在政策逆转（降息）。

美联储后续加息概率

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	5.0%	95.0%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	2.6%	51.8%	45.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	36.7%	47.5%	14.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	22.3%	43.0%	27.8%	5.8%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.0%	42.7%	28.1%	6.1%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	22.5%	42.4%	27.5%	5.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	4.7%	25.5%	40.1%	24.3%	5.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.0%	8.0%	27.8%	37.6%	21.2%	4.3%
2023/11/1	0.0%	0.3%	3.2%	14.3%	30.9%	32.4%	15.8%	2.9%
2023/12/13	0.1%	1.4%	7.2%	20.3%	31.5%	26.4%	11.2%	1.9%

● **缩表按原计划提速。**委员会决定继续按5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，9月缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。而此前6-8月每月的缩减规模为475亿美元（300亿美元国债，175亿美元MBS）。



● 欧元区经济面临的“四重压力”

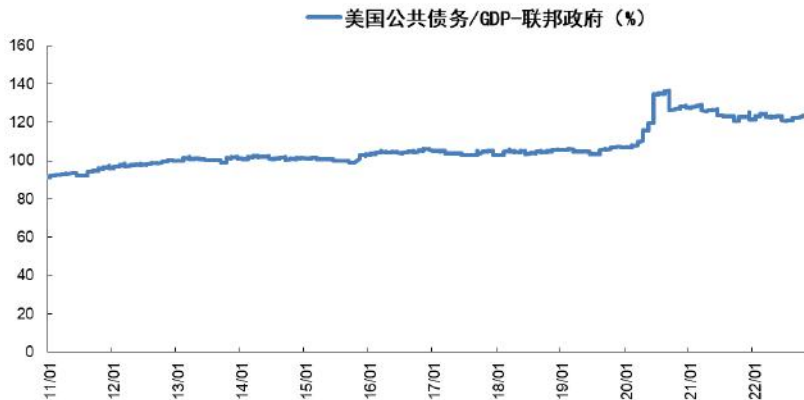
1) 通胀高企，短期仍未有明显见顶信号；2) 供需两弱，经济下行风险加大；3) 引擎“熄火”，德、法经济前景不容乐观；4) 能源“危机”，俄乌冲突长期化的买单方。

● 欧债危机后，边缘国政府杠杆率并未明显去化。希腊、意大利政府杠杆率继续抬升，较欧债危机时抬升近20个百分点。疫情扰动以及过高的福利政策是边缘国家政府杠杆率难以去化的根本原因

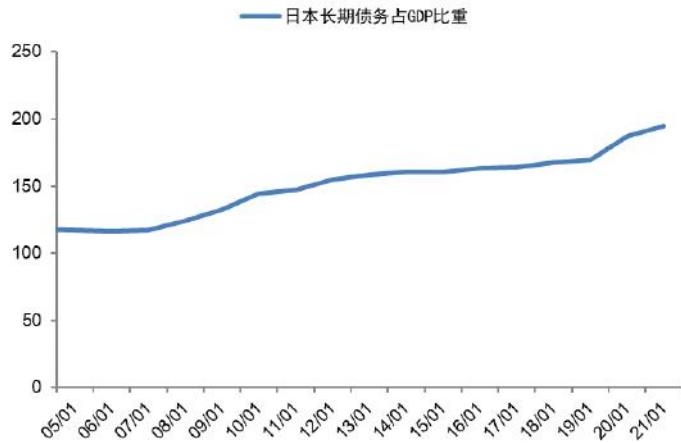
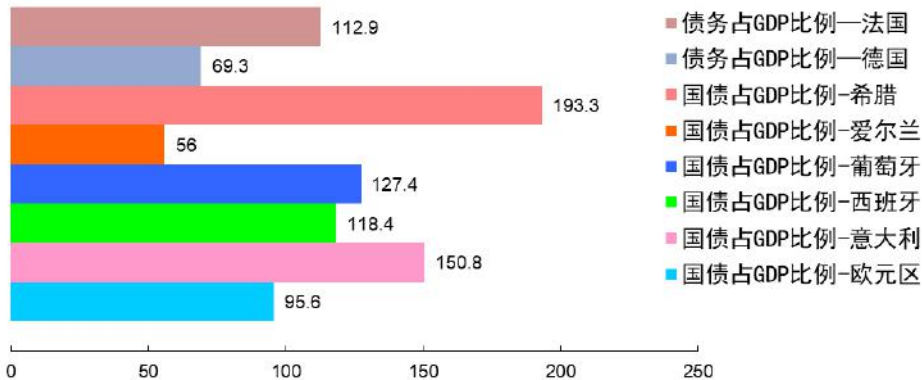
● 意大利，当下欧元区的薄弱一环。1) 政局动荡，政治碎片化严重。受政治体制影响，意大利政府更迭频繁发生，让原本动能就不足的意大利经济进一步蒙上阴影。2) 经济增长缓慢，但社会福利不减。欧债危机后，意大利社会福利占GDP的比重逐年抬升，2021年占比接近31%，高于其他南欧边缘国家。3) 债务到期规模庞大，2023年将是压力最大的一年，届时到期规模将高达4392亿美元，德-意利差升至78%分位区间。

● 当下欧元区面临的问题堪比当年欧债危机之时，甚至更为棘手，上述提到的因素都会成为悬于欧盟头顶的“堰塞湖”，一旦有类似当年评级机构下调主权评级等外部因素的推波助澜，欧盟或将重新陷入债务危机泥淖。

● 具体研究内容参见我们7月31日研报“欧债危机是否会重演？”



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所





2 中国经济分析与展望

2.1 国内疫情及防控政策

2.2 经济继续修复回升

2.3 通胀压力相对较小

2.4 货币政策保持宽松

● **国内增长**：伴随稳增长政策效果持续显现、疫情影响逐步减弱，2023年中国经济增速将继续修复、回升。预计全年GDP增速约5.7%，单季增速分别为：4.0%、8.3%、5.5%和5.0%。

消费：疫情防控优化，中央和地方消费刺激政策频出，消费将逐步回升。

基建：项目较为充足、资金保障支持、督促落实有力，基建实物工作量将较明显提升。预计基建投资增速在10%附近。

房地产：处于“筑底”阶段，推出全方位稳定政策，保交楼、促销售，有望企稳。

● **通胀压力整体可控**：CPI一季度或短暂破3，随后震荡回落，全年中枢2.0%；PPI低位震荡，8月之后才会逐步转正，全年中枢-0.5%。

● **货币流动性**：1) 货币政策保持相对宽松：2023年Q2之前，市场利率仍会低于政策利率；Q2之后，市场利率逐步向政策利率靠拢；2) 预计全年社融增速约9.5%，与GDP的匹配关系看，仍较充裕。

● **延续“积极的财政政策”**，着力扩大内需和促进经济结构优化。预计财政赤字率约3%，新增地方政府专项债规模约4万亿元。



2.1 国内疫情及防控政策

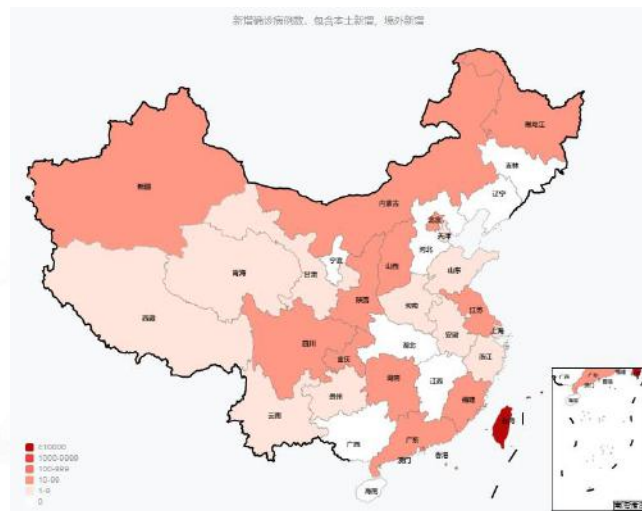
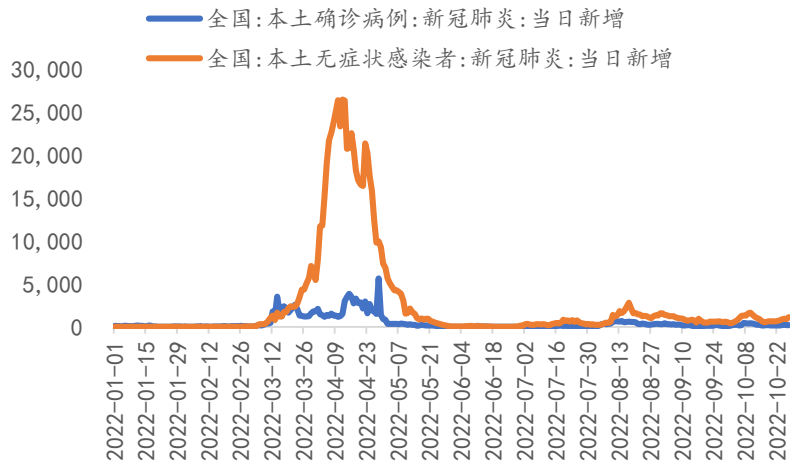
当前国内疫情状况

疫情防控政策变化趋势

10月以来，国内疫情多点散发，新增本土病例有所反复。

根据10月28日国家卫健委数据，全国新增本土病例324例，新增无症状感染者1153例。

其中，广东当日新增感染者数量为77例，高于50例；福建、江苏、陕西、四川和北京等地当日新增本土感染者数量高于10例。此外，上海、贵州、浙江、河南等多地出现本土感染者，当日感染者数量均为个位数。



注：图为新增确诊病例数，包含本土新增、境外新增

目前我国疫情防控主要依据《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，利用“三公联动”的疫情信息划分了封控区、管控区、防范区，并对三区采取不同的管控措施，体现了精准的要求。具体而言：

1、优化调整风险人员的隔离管理期限和方式；2、统一封管控区和中高风险区划定标准；3、完善疫情监测要求；4、优化区域核酸检测策略。

近期，2022年10月25日，国家发改委等六部门印发的《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》提出，在做好新冠肺炎疫情防控前提下，便利跨国公司、外商投资企业高管、技术人员及其家属出入境。各地方要用好用足中外人员往来“快捷通道”。（上海、江苏等地已优化入境人员防控政策）

当前，我国已经积累了应对奥密克戎等变异株的防控经验，预计后续防疫政策选择将更加快速、精准、灵活，尽量避免对经济形成强干扰。



2.2 经济有望继续改善

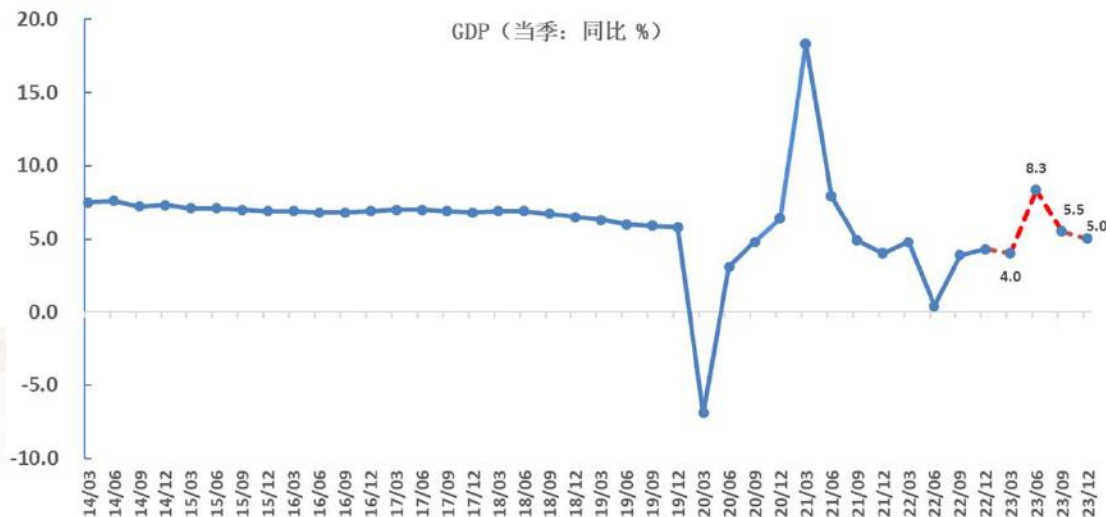
疫情断续反复，消费受到扰动

基建投资延续高增长，仍是稳增长发力重点

房地产市场处于“筑底”阶段

出口伴随海外经济放缓边际走弱

- 2022年Q3我国GDP同比增长3.9%，明显好于二季度。展望未来，虽然本土疫情反复和海外经济体增长放缓仍会对国内经济产生持续影响，但政策对基建、消费和房地产等方面支持力度加大、效果逐步显现，经济将延续修复改善态势。预计四季度经济增速将升至4.3%附近。
- 伴随稳增长政策效果持续显现、疫情影响逐步减弱，2023年中国经济增速将继续修复、回升。预计明年一季度至四季度GDP增速分别为4.0%、8.3%、5.5%和5.0%，全年增速同比约5.7%。



表：2023年主要宏观经济指标预测（亿元 %）

年份	GDP	物价水平		工业增 加值 (%)	消费品零售增速 (%)		固定资产投资增速 (%)				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)		消费名 义增速 (%)	消费实 际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差额 (亿美元)	新增信 贷规模 (亿元)	社融余 额增速 (%)	新增社 融规模 (亿元)
2023年E	5.7	2.0	-0.5	6	6.5	5.5	6	-6.5	10	8	3.5	4.5	8595.7	200000	9.5	331000
2022年E	3.5	2.1	4.2	4.8	4	2.5	6.5	-8.5	13	10.5	9	4.5	8576.7	215000	10.8	345000
2021年	8.1	0.9	8.0	9.6	12.5	10.7	4.9	4.4	0.2	13.5	29.9	30	6759.2	199462	10.3	313500
2020年	2.2	2.5	-1.8	2.8	-3.9	-5.2	2.9	7	3.4	-2.2	3.6	-0.6	5240	196382	13.3	348634
2019年	6.0	2.9	-0.3	5.7	8	6	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168171	10.7	256735
2018年	6.7	2.1	3.5	6.2	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161663	10.3	224900
2017年	6.9	1.6	6.3	6.6	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016年	6.8	2.0	-1.4	6	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015年	7.0	1.4	-5.2	6.1	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900
2014年	7.4	2.0	-1.9	8.3	12.0	10.9	15.7	10.5	20.3	13.5	6	0.5	3830.6	97800	14.2	165300

注明：截至2022年9月，

工业增加值：当月同比6.3%，累计同比3.9%；**服务业生产指数**：当月同比1.3%，累计同比0.1%；

名义社零：当月同比2.5%，累计同比0.7%；**实际社零**：当月同比-0.7%，累计同比-2.1%；

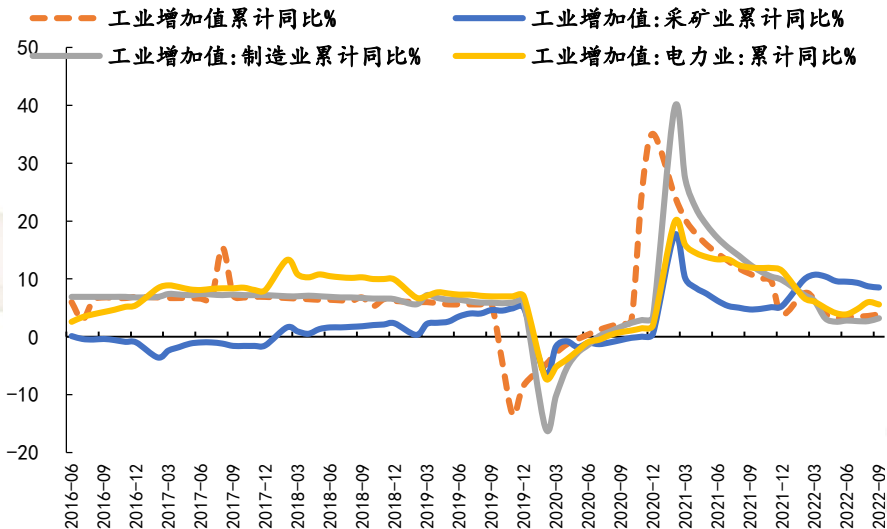
固定资产投资：累计增速5.9%，其中，制造业10.1%，房地产开发投资-8.0%，基建（含电力）11.2%；

出口：当月同比5.7%，累计同比12.5%；**进口**：当月同比0.3%，累计同比4.1%。

信用扩张：累计新增信贷规模18.1万亿元，累计新增社融规模27.8万亿元，社融存量增速10.6%。

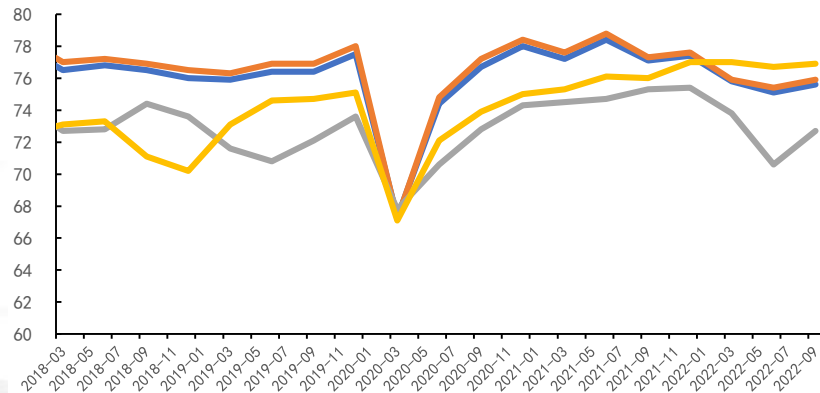
9月规模以上工业增加值同比实际增长6.3%，较前值继续上升2.1个百分点。1-9月规模以上工业增加值累计同比增长3.9%。随着稳增长政策持续加码、部分行业需求回暖，工业增加值加快回升。从数值来看已接近疫情前同期水平，预计后续工业增加值将继续回升。

从产能角度来看，三季度，全国工业产能利用率为75.6%，较二季度回升0.5个百分点。在41个工业大类行业中，25个行业产能利用率环比回升，回升面达到61.0%。后续随着需求端的逐步改善，产能利用率将继续回升。



Legend for Capacity Utilization:

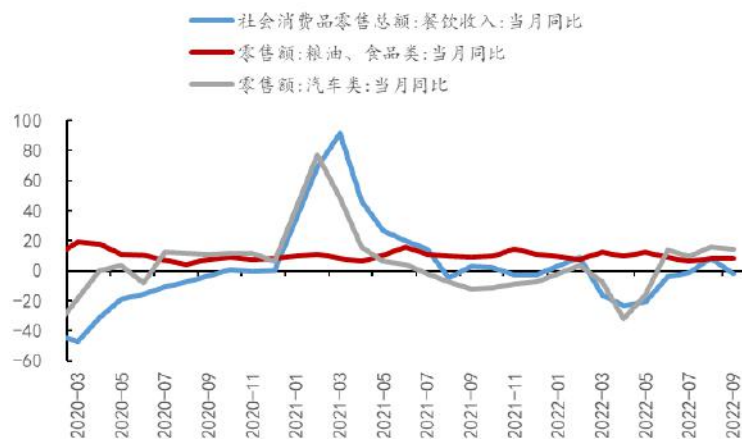
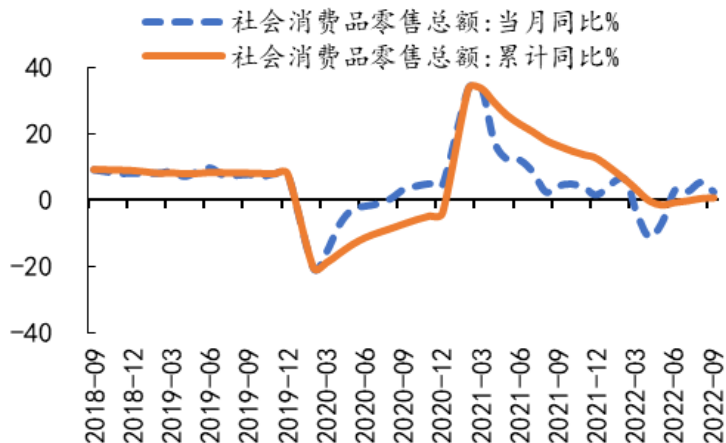
- 工业产能利用率:当季值
- 产能利用率:制造业:当季值
- 产能利用率:电力、热力、燃气及水生产和供应业:当季值
- 产能利用率:采矿业:当季值



9月社会消费品零售总额同比增长2.5%，回落2.9个百分点。1-9月份社会消费品零售总额同比上升0.7%。

消费结构呈现分化。基本生活消费稳定，例如：粮油食品类商品零售额增长8.5%，日用品类商品零售额增长5.6%；受到政策支持的汽车类维持高增长，增速为14.2%；餐饮收入有所回落，恢复基础仍需巩固。9月餐饮收入同比增速为-1.7%，较前值回落10.1个百分点。

年初以来，受疫情反复、多点散发的影响，消费市场在波动中保持修复态势。结合高频数据来看，各地新冠疫情的影响仍在，未来应持续关注疫情对消费的影响。



国家层面的消费刺激政策在持续加码：

7月13日，国务院常务会议要求，多措并举扩消费，确定支持绿色智能家电消费的措施；7月28日，商务部等13部门发布《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，促进绿色智能家电消费。

7月29日，国务院常务会议指出，延续免征新能源汽车购置税政策。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。积极发展数字消费。深入落实餐饮、零售等困难行业扶持政策，全面延续服务业增值税加计抵减，确保应享尽享，帮扶市场主体渡过难关、支撑消费；

8月18日，国务院常务会议指出，决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，促进大宗消费。同时，部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施。

9月19日，发改委例行发布会指出，正加快研究推动出台政策举措，积极打造消费新场景，促进消费加快复苏；

9月29日，商务部例行发布会指出，商务部将“抓重点、拓场景、畅流通”，继续促进消费持续恢复。

10月26日，四季度首次国常会聚焦消费，指出要针对有效需求不足的矛盾，推动促消费政策加快见效。促进消费恢复成为经济主拉动力。

此外，地方政府提振消费的措施也在加速出台：

8月5日，云南省印发《云南省促消费稳增长三年行动计划（2022—2024年）》，提出进一步优化提升消费环境，提振消费信心、释放消费潜力。

8月10日，浙江启动新一轮促消费措施，推出家电以旧换新、推进绿色智能家电下乡等举措。

8月20日，广西政府办公厅印发《关于进一步促进消费的若干措施》，围绕鼓励汽车消费、升级家电家居消费、提振餐饮消费等13方面提出39条措施，综合施策释放消费潜力，促进广西消费持续恢复。

9月13日，甘肃省省政府办公厅印发《甘肃省进一步释放消费潜力促进消费增长的若干措施》，从系统全面促进消费的角度，提出了7方面29项重点举措。

9月29日，威海市促消费政策加码，市政府新闻发布会表示将继续发放家电、乘用车和商用车消费券。和第一轮不同，下一轮消费券将采取定额发放模式，首批定额消费券已投入500万元，用于家电和汽车消费券的发放。

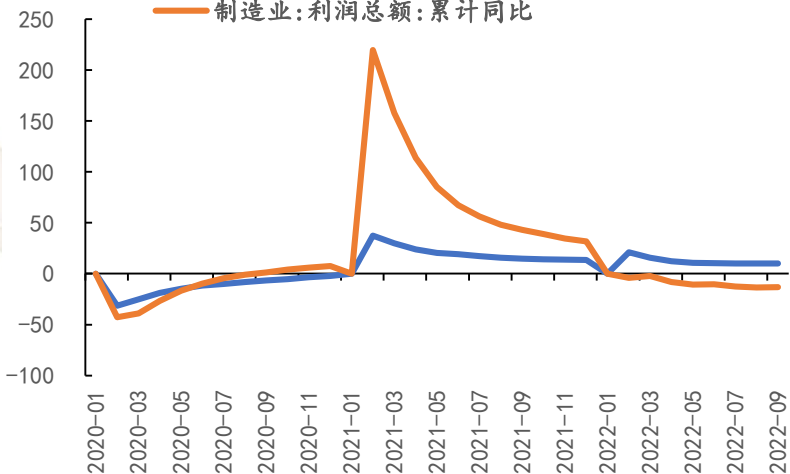
10月25日，上海市促消费政策加码，第三轮“爱购上海”电子消费券报名启动，第三轮上海电子消费券发放活动共投入3亿元市级财政资金。

1-9月制造业投资同比增长10.1%，较前值小幅上升0.1个百分点，制造业投资增速由降转升。

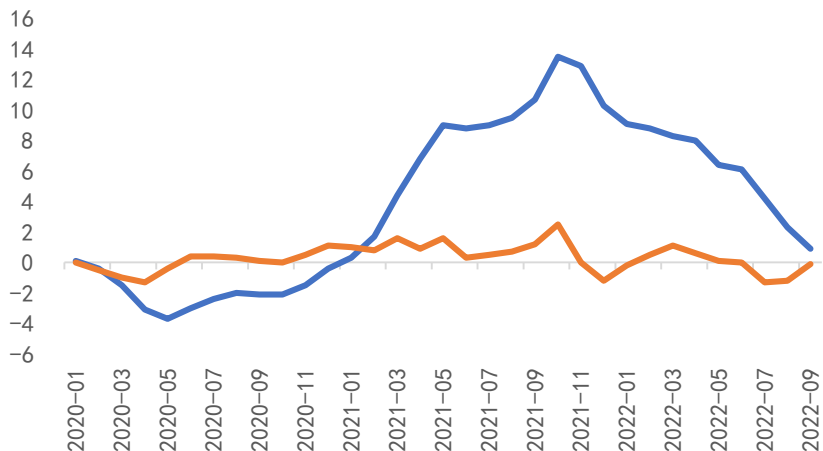
从历史数据看，制造业投资增速与企业利润情况较为相关，制造业企业盈利影响企业投资扩产意愿。

今年上半年受到疫情干扰以及前期上游价格高企影响，制造业企业利润增速下滑明显，但自8月起，PPI延续回落，成本压力逐步缓解，制造业利润降幅收窄，投资增速由降转升。

固定资产投资完成额:制造业:累计同比
 制造业:利润总额:累计同比



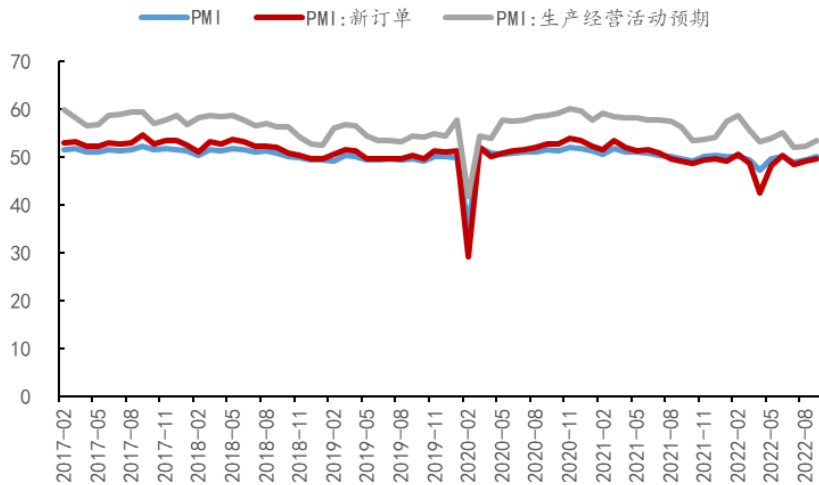
PPI:全部工业品:当月同比
 PPI:全部工业品:环比



9月制造业PMI指数为50.1，重回扩张区间，生产经营活动预期持续位于临界值以上。

同时，央行9月28日宣布，设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。10月26日，四季度首次国常会也指出，加快设备更新改造贷款投放，同等支持采购国内外设备，扩大制造业需求并引导预期。

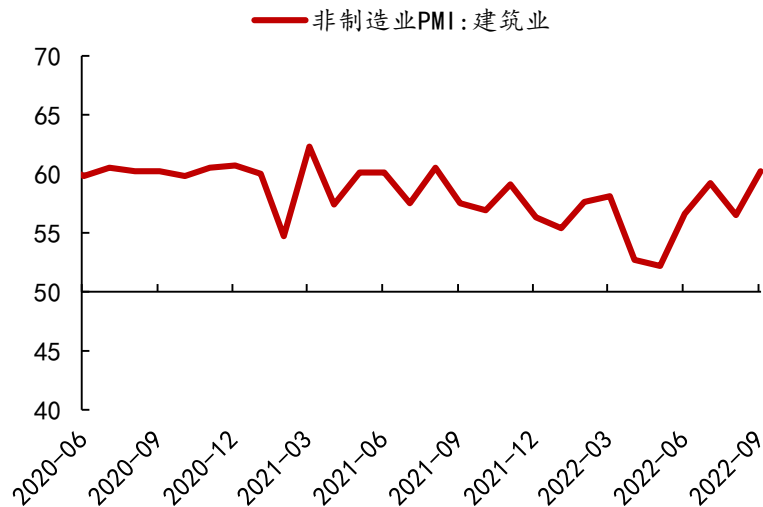
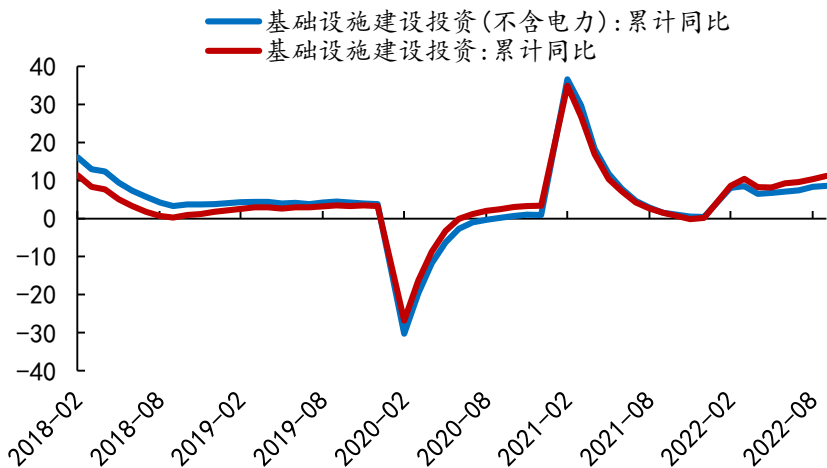
展望未来，制造业投资增速将会继续改善，后续还应持续观察企业利润及订单修复情况对制造业投资的影响。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

2022年1-9月基建投资（不含电力）同比增长8.6%，较前值小幅上升0.3个百分点；全口径基建投资同比增速为11.2%，小幅上升0.83个百分点。基建投资增速与前值总体持平，延续此前的高速增长。

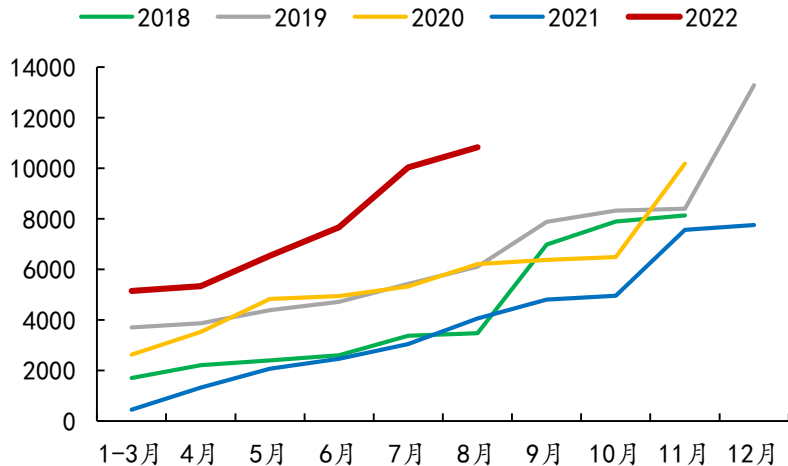
同时，建筑业PMI等指标来看，后续基建将延续回升态势。



今年发改委加快项目前期储备与审批，推动基建项目尽快开工建设。1-8月，发改委审批核准固定资产投资项目74个，总投资10830亿元，约是去年同期的2.6倍。

新开工基建项目大幅增加。据国家统计局消息，1-8月份，基础设施新开工项目个数达到5.2万个，比去年同期增加1.2万个，基础设施投资新开工项目计划总投资同比增长了16.6%，其中亿元及以上新开工项目计划总投资同比增长了18.8%。

发改委项目审核显著提速

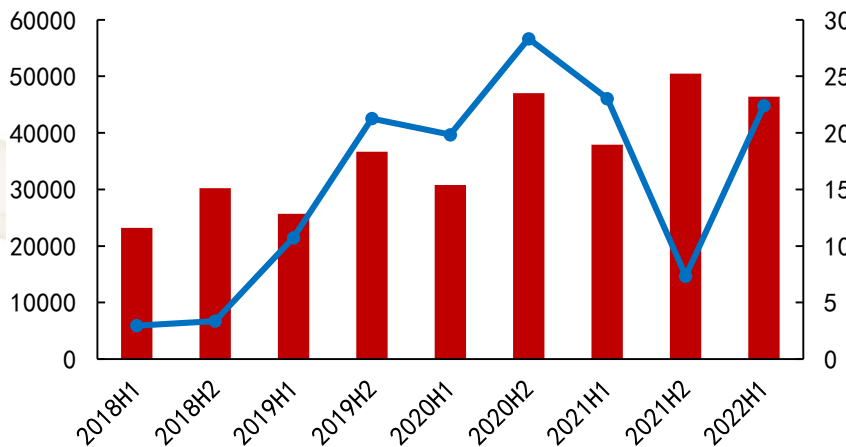


此外，建筑央企新签订单高速增长。上半年七大建筑央企（中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国化学、中国中冶）的新签基建合同金额约为4.6万亿元，同比增速22.4%。从部分企业公布的9月数据来看，基建新签订单的累计同比增速或将继续维持在高位。

从项目看，发改委项目审核显著提速，新开工基建项目大幅增加，建筑央企新签订单高速增长，后续拟在建基建项目储备丰富，为今年四季度以及明年基建增长提供了良好基础。

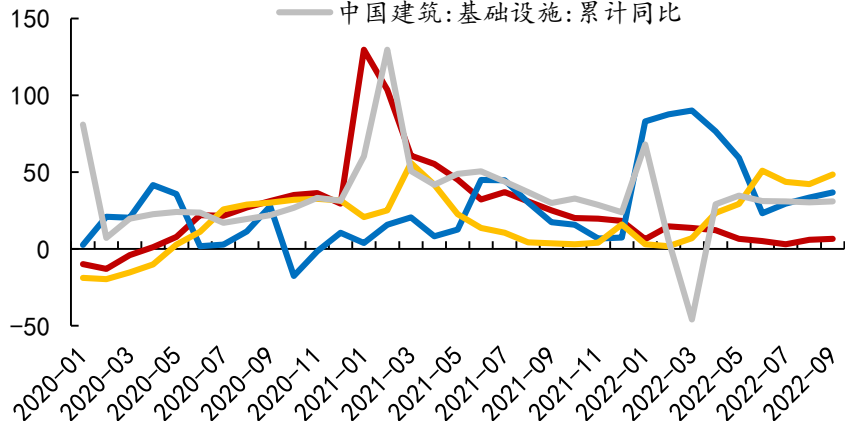
建筑央企新签合同金额（亿元）与同比增速（%）

■ 新签合同额:基建 ● 同比增速(右, %)



建筑央企新签订单累计同比（%）

■ 中国中冶:累计同比
■ 中国化学:累计同比
■ 中国电建:累计同比
■ 中国建筑:基础设施:累计同比

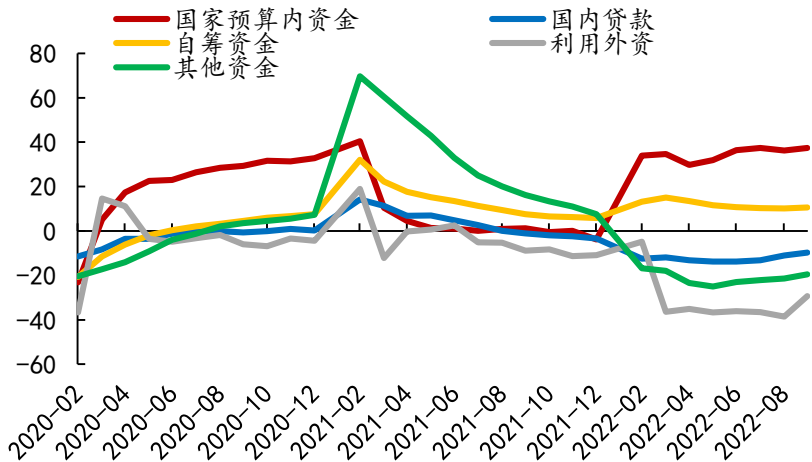


1-9月，固定资产投资到位资金当中，国家预算内资金同比增长37.4%，较上月提升1.2个百分点。

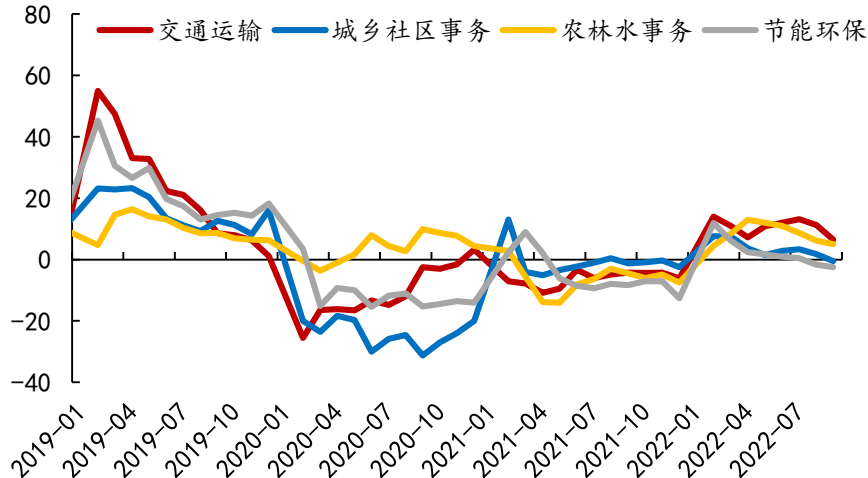
1-9月，一般公共预算支出中与基建相关的四项（节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输）共支出约4.3万亿元，同比增速约2.8%，连续4个月下降。其中，交通运输支出同比增速达到6.5%，较上月下降4.7个百分点。

国家预算内资金虽仍是基建投资的重要资金来源，但公共财政对于基建的支撑力度有所减弱，四季度基建投资或将主要依靠专项债和政策性开发性金融工具的资金支持。

固定资产投资资金来源:累计同比 (%)



一般公共预算基建相关分项:累计同比 (%)

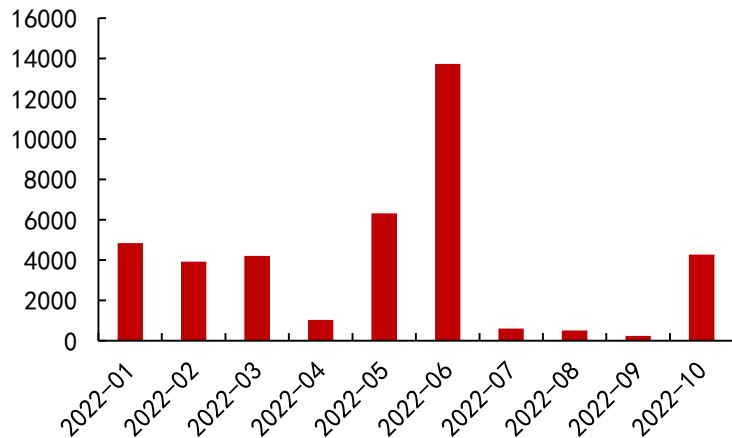


8月24日国常会新增使用的5000多亿元专项债结存限额在10月份集中发行，当月新增专项债发行规模达到约4300亿元。

根据财政部之前透露，此次5000多亿元专项债结存限额资金将重点支持交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程，以及新能源项目和新型基础设施项目建设。

9月28日召开的稳经济大盘四季度工作推进会议指出，“依法依规提前下达明年专项债部分限额。”明年专项债限额的提前下达可对今年四季度至明年一季度的项目投资提供有效的资金支持。

■ 新增专项债发行金额(亿元)



历年专项债额度提前发放情况

年份	实际下达时间	额度(万亿元)	占当年额度比例(%)
2018	2018-12	0.81	60
2019	2019-12	1	46.5
2020	2021-03	1.77	47.2
2021	2021-11	1.46	40

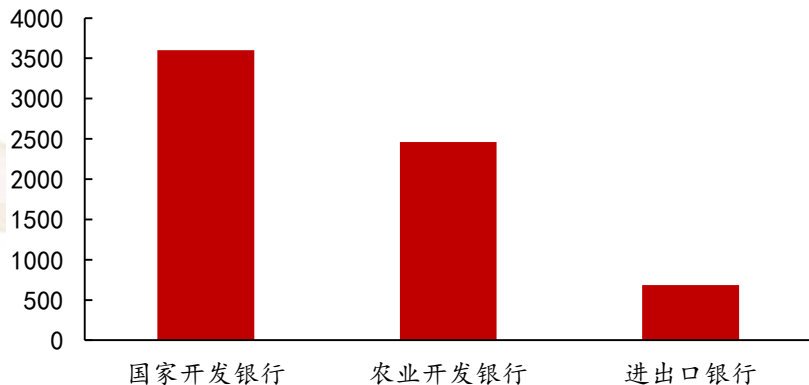
政策性开发性金融工具落地速度较快，成为预算内资金的重要资金补充。

6月29日，国务院常务会确定3000亿元政策性、开发性金融工具用于支持重大项目建设。

8月24日，国务院常务会议在之前3000亿元政策性开发性金融工具已基本落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度。

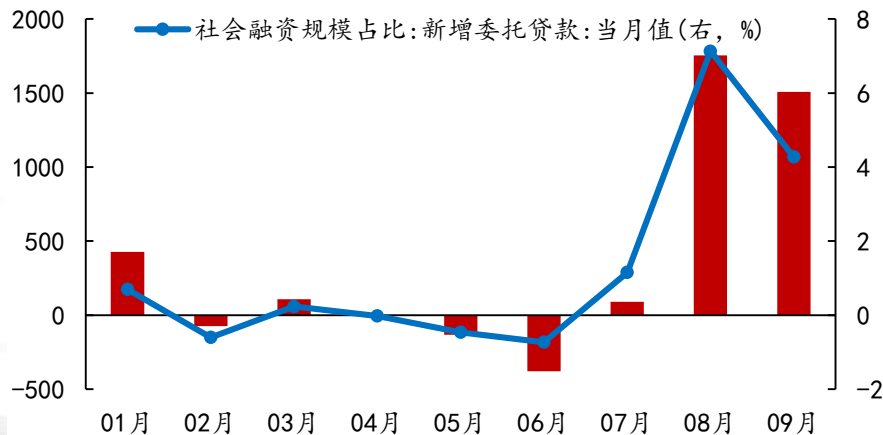
银保监会政策银行部主任周民源在10月14日接受采访时介绍，开发银行、政策性银行已投放政策性开发性金融工具7300多亿元。

■ 政策性开发性金融工具资金投放金额



■ 社会融资规模:新增委托贷款:当月值

● 社会融资规模占比:新增委托贷款:当月值(右, %)

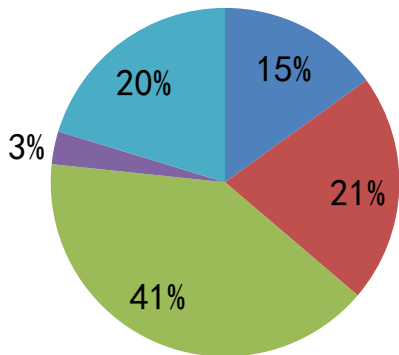


根据已公布的数据，政策性开发性金融工具主要投向交通基础设施、能源基础设施、城乡冷链和重大物流基础设施、农业农村基础设施、社会事业、市政和产业园区基础设施、保障性安居工程、新型基础设施八大领域。

同时，资金投向注重向经济大省、重点省市倾斜，助力相关省份挑起稳经济大梁。农发行向广东、江苏、山东、浙江、河南和四川6个经济大省投放基金1222亿元、支持项目819个，占比分别为50%和49%；截至9月28日，进出口银行向广东、江苏、山东、浙江、河南和四川投放基金252亿元，约占同期投放额度的50.4%。

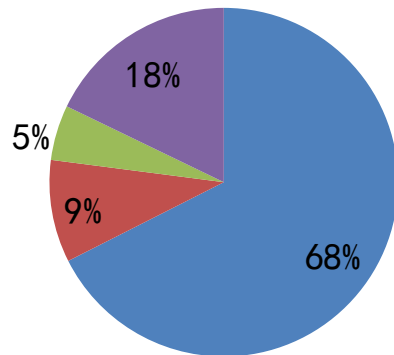
农发行政策性金融工具投向

■ 水利 ■ 交通 ■ 市政和产业园区 ■ 职业教育项目 ■ 其他



进出口银行政策性金融工具投向

■ 交通 ■ 能源与水利 ■ 产业园区及重大物流 ■ 其他

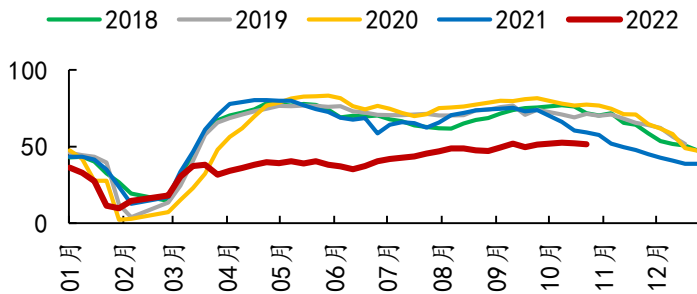


随着政策性、开发性金融工具的加速投放，各商业银行也积极推进落实相关基建项目配套融资。

银行	时间	配套融资情况
中国工商银行	截止8月12日	已实现对基础设施基金投资涉及的5个省、8个项目完成贷款审批金额近370亿元，累计实现配套融资投放合计逾26亿元。
	9月初	工商银行广东省分行向“阳春至信宜(粤桂界)高速公路项目”发放项目前期贷款3亿元，这是广东省首笔政策性、开发性金融工具的配套融资。
	截至9月24日	工商银行新疆分行，已审批3000亿、8000亿清单内项目12个，审批金额271亿元，已实现贷款投放项目7个，发放金额67亿元。
	截至9月31日	在服务重大项目方面，工行紧紧围绕基础设施基金投资项目配套融资、交通水利能源网络型基础设施等五大重点领域和“十四五”规划重点项目营销，基建领域贷款余额比上年末增加逾6400亿元。
中国银行	截至9月16日	中国银行已完成基础设施基金投资项目配套融资审批逾2500亿元，实现配套融资投放近75亿元，涉及17个省市，涵盖公路、铁路、机场、水利、产业园区、风电光伏等领域。
中国建设银行	截至9月26日	两批基础设施基金授信总额达2816亿元，确保基金项目配套融资有效推进。
	截至9月31日	基础设施行业领域贷款余额人民币5.66万亿元，较上年末增加近人民币5800亿元，支持国家基础设施和民生项目建设
中国农业银行	截至9月16日	农业银行完成配套融资审批超过3600亿元，投放超过100亿元。
交通银行	8月25日	为浙江省综合交通发展“十二五”规划中的重要高速项目柯诸高速项目授信10亿元并发放首笔贷款8000万元。
	8月25日	交行新疆区分行为农发行已投基金的某火光储多能互补项目发放配套贷款5亿元，以信用方式支持绿色能源基础设施建设
光大银行	截至9月27日	光大银行已投放7笔“国家基础设施基金重大项目”配套融资，投放金额1.78亿元；已为17个项目批复授信，总金额超100亿元。
中国邮政银行	截止至9月2日	中国邮政储蓄银行已完成10个基础设施基金支持项目的授信审批，授信金额合计198亿元
北京银行	8月30日	北京银行长沙分行向长沙机场改扩建工程成功投放首笔银团贷款。此次银团贷款业务总规模115亿元，期限30年，北京银行长沙分行作为承贷份额最大的参与行，承贷6亿元。

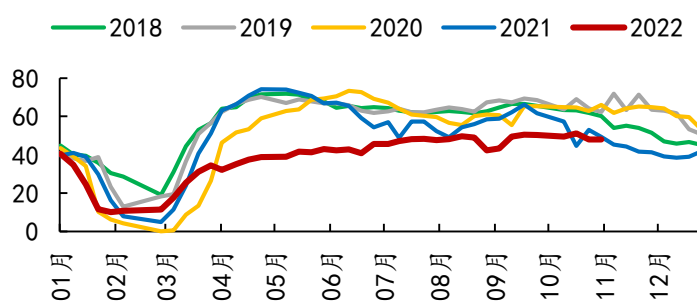
施工端，近期中高频指标显示，基建施工进度在逐步提升。宏观基建增速与微观基建数据之间的背离也开始逐步改善。

水泥发运率:全国:当周值



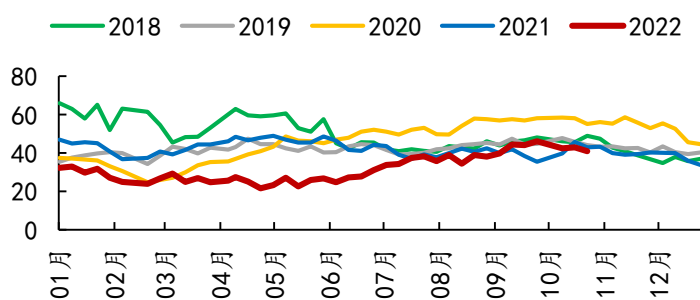
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

磨机运转率:全国:当周值



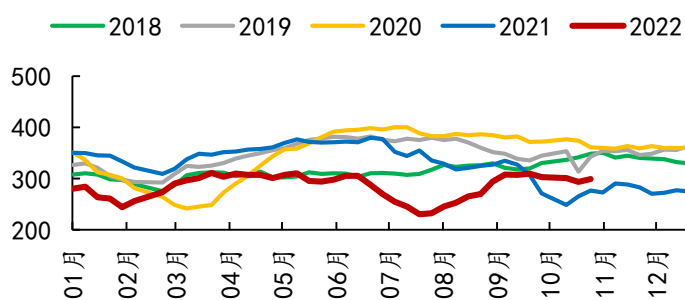
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

开工率:石油沥青装置



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

2023E各口径财政赤字率测算一览

2010-2022E各口径财政赤字率测算一览														
	全国公共 财政收支 差额预算	全国政府 性基金收 支差额预 算	狭义赤字 合计	PSL新增 额度	政策性银 行金融债 净融资	城投债净 融资	铁道债净 融资	国债净融 资	地方债净 融资	广义赤字 合计	名义GDP	政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率	狭义赤字 率	广义赤字率
2010	10500	656	11156		7037	1952	1450	7027	2000	19465	412119	3.0%	2.5%	4.7%
2011	9000	790	9790		11459	2320	890	4185	2000	20854	487940	2.0%	2.0%	4.3%
2012	8000	817	8817		13495	6877	1250	5149	500	27271	538580	1.6%	1.6%	5.1%
2013	12000	781	12781		10810	6840	1540	9166	2116	30471	592963	2.0%	2.2%	5.1%
2014	13500	807	14307		10500	12979	1625	8868	3008	36979	643563	2.1%	2.2%	5.7%
2015	16200	1721	17921	10812	10678	9735	1600	10700	36637	80162	688858	2.3%	2.6%	11.6%
2016	21800	4248	26048	9714	14599	14761	1330	13150	58022	111575	746395	3.0%	3.5%	14.9%
2017	23800	8299	32099	6350	12023	5405	1440	14734	41166	81119	832036	3.0%	3.9%	9.7%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	4196	1150	14463	33262	69895	919281	2.6%	4.1%	7.6%
2019	27600	21854	49454	2670	13853	12497	380	17547	30472	77419	990865	2.8%	5.0%	7.8%
2020	37600	44677	82277	202	25483	23081	600	40353	43681	133400	1016000	3.6%	8.1%	13.1%
2021	35700	36739	72439	0	21542	23979	1020	21883	48142	116566	1143670	3.2%	6.3%	10.2%
2022E	33700	36500	70200	2000	20000	15500	130	26500	43700	107830	1218008	2.8%	5.8%	8.9%
2023E	39000	40000	79000	0	20000	16000	500	30000	49000	115500	1299615	3.0%	6.1%	8.9%

说明：政府财政赤字率目标 = 全国公共财政收支差额预算/名义GDP:E

狭义赤字率 = (全国公共财政收支差额预算+全国政府性基金收支差额预算)/名义GDP

广义赤字率 = (PSL新增余额+政策性银行金融债净融资+城投债净融资+铁道债净融资+国债净融资+地方债净融资)/名义GDP

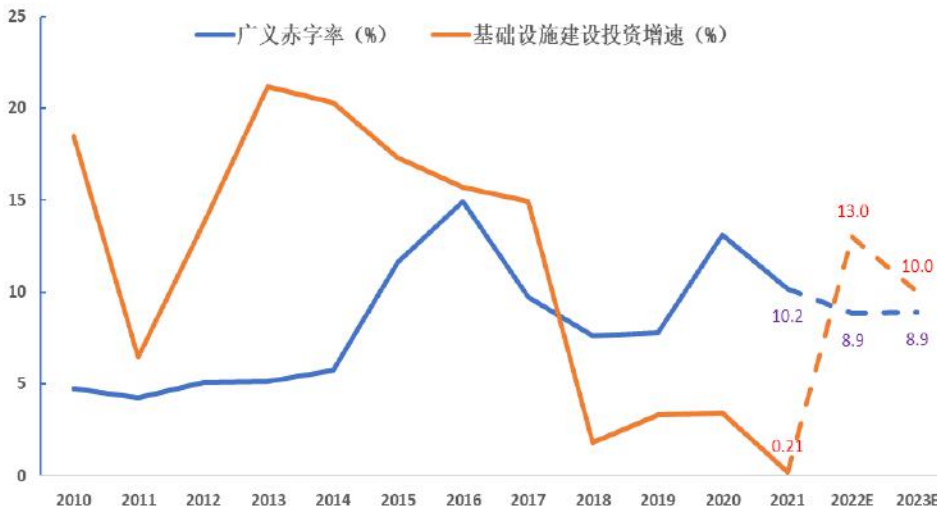
2020年国债净融资中包括特别抗疫国债净融资10000亿元。

从全口径财政收支来看，受房地产市场影响，国有土地使用权出让相关收入的回升或仍需要时间。一般公共预算和专项债资金仍将是明年基建投资的重要资金来源。同时，广义财政资金也将是重要的补充来源。

从节奏上看，8月24日国常会新增的政策性开发性金融工具，在9-10月份已经完成了4300亿元的投放；4000多亿元新增专项债在10月集中发行；明年专项债部分限额也将提前下达。此外，六大经济强省中除河南和山东外都属于南方地区，基建投资受冬季天气因素影响也相对较弱。

随着相关基建项目资金逐步落地，从10月开始，基建实物工作量将会出现较明显提升。从今年年末到明年年初的基建投资将维持在一个较高的增速水平上。

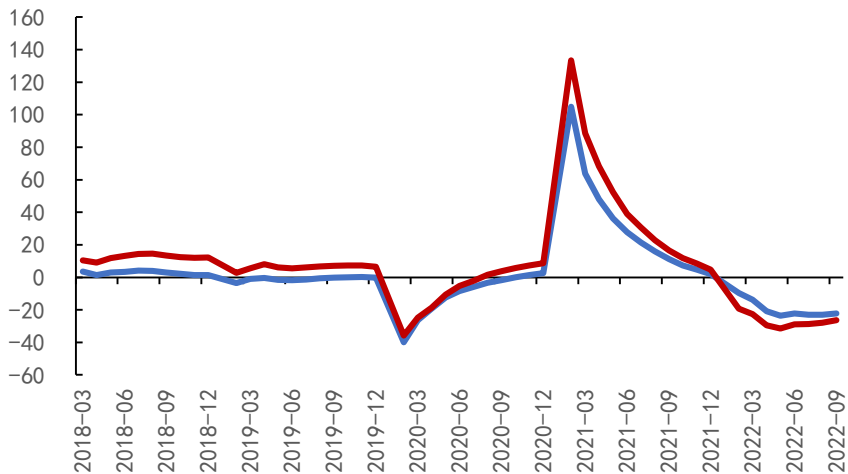
综上，预计明年基建投资将继续保持较高增长，全年增速在10%附近。



2022年以来，房地产销售持续下滑，需求端维持偏弱状态。受到本土疫情反复、房企信用事件和经济增长放缓的影响，消费者信心和预期较明显下滑，商品房销售面积和销售额维持负增长。

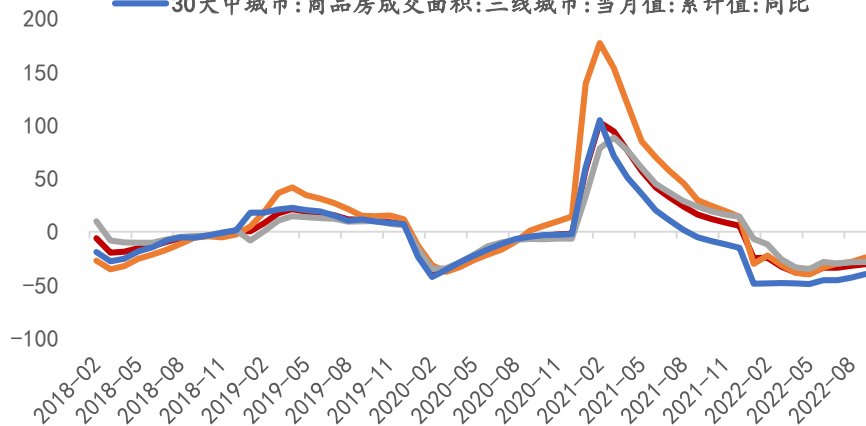
其中，2022年9月销售面积和销售额较年初分别下降12.6和7个百分点至-22.2%和-26.3%。分城市来看，截至2022年9月，三线城市的商品房成交面积同比下降40%，下降幅度要大于一线城市

— 商品房销售面积:累计同比 — 商品房销售额:累计同比



B.4

— 30大中城市:商品房成交面积:当月值:累计值:同比
— 30大中城市:商品房成交面积:一线城市:当月值:累计值:同比
— 30大中城市:商品房成交面积:二线城市:当月值:累计值:同比
— 30大中城市:商品房成交面积:三线城市:当月值:累计值:同比



7月28日，中央政治局会议指出：“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。”

8月31日，国常会指出：“支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。促进汽车等大宗消费。”

9月29日，央行货币政策委员会三季度例会指出“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。”

10月26日，四季度首次国常会指出：“因城施策支持刚性和改善性住房需求”。

中央层面的促销售政策持续加码：

5月15日，中国人民银行、银保监会发布通知，将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20个基点。

5月20日，5年期贷款市场报价利率下调15BP至4.45%，成为LPR改革以来5年期调降幅度最大的一次。

8月22日，5年期贷款市场报价利率下调15BP至4.3%。

9月29日，中国人民银行发布《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消首套商业性个人住房贷款利率下限。

9月30日，中国人民银行决定，自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。同日，财政部和税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》，支持居民改善住房条件。

房贷利率下调有利于刺激房地产市场需求，促进房地产贷款增长。

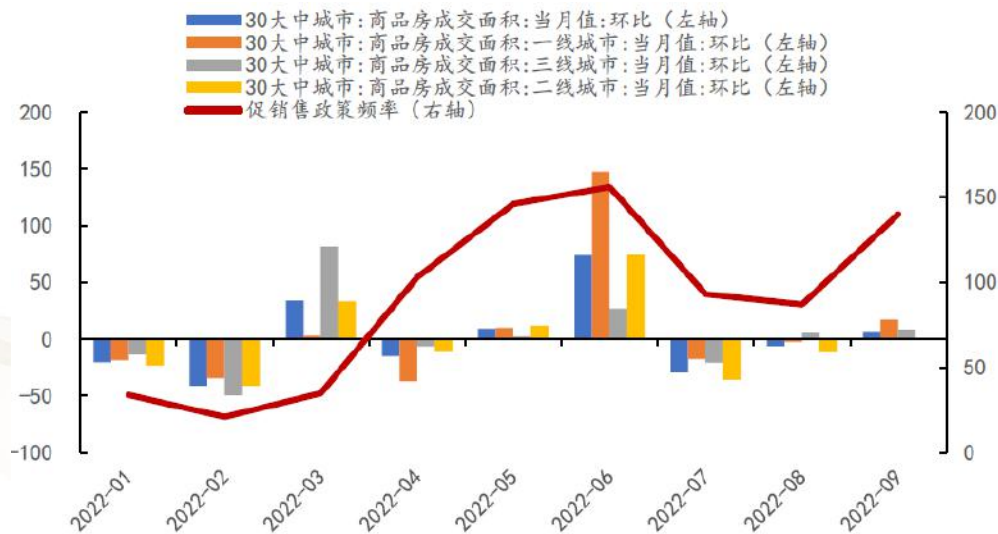
各地促销售政策持续加码。各地因城施策做出的房地产调控政策变化可以大体分为：“放松限购”、“购房补贴”、“公积金政策”、“首付比例调整”、“房贷利率调整”、“放松限售”、“二手房带押过户”、“多孩家庭住房扶持政策”、“一人购房全家帮政策”、“出租破限购政策”以及“集中购房政策”等11类，如表所示。

类型	城市	日期	政策内容
放松限购	福州市	3月30日	外地户籍在福州主城区内购房已无需提供社保或纳税证明或落户，并且已经可以办理过户手续。
	厦门市	5月24日	非户籍人口持有半年以上劳动合同即可在岛外区域购房。
	青岛市	6月3日	青岛西海岸新区、高新区和城阳区别发文，全面取消区域住房限购政策
购房补贴	淮北市	4月13日	明确个人或家庭购买家庭首套房，给予600元/平方米奖励（最高不超过6万元）；购买家庭非首套一手商品房，给予400元/平方米奖励（最高不超过4万元）；个人、家庭或者企业购买新建非住宅商品房的，给予150元/平方米奖励（最高不超过3万元）
	固原市	7月15日	在市区购买新建商品房和二手房（含住宅、非住宅），购房面积144平方米以下的首套房按购房合同价款的10%给予补贴，二套房按购房合同价款的5%给予补贴。
	徐州市	7月18日	在市区（含铜山区、高新区、贾汪区、经开区、港务区）范围内，家庭购买新建普通商品住宅（单套建筑面积在144平方米以下，不含定销商品房），可获得合同价格1%补贴。
公积金政策	丽水市	4月6日	提高公积金贷款最高额度，双缴存职工最高限额由50万元调整为70万元，单缴存职工最高限额由25万元调整为35万元；职工首套房最低首付比例降为20%。
	昆明市	4月16日	加大住房公积金对首套房、改善性住房等合理购房需求的支持力度，适度调高住房公积金贷款额度，降低购买二套房首付比例。
	天津市	5月22日	发布《关于调整住房公积金有关政策的通知》，住房公积金首套房最高贷款额上调至80万元。
首付比例调整	南通市	2月25日	首次购房、首次申请住房贷款的购房者首付比例从之前最低30%，降至最低20%。
	德州市	3月4日	首套房首付比例由之前的最低30%降至最低20%。
	昆明市	3月4日	部分客户首套房的首付比例最低可以申请到20%。
房贷利率调整	苏州市	3月22日	多家银行的首套房最低贷款利率由2月末的4.8%进一步下调至当前的4.6%，苏州成为全国首个房贷利率“无加点”的地区。
	杭州市	3月27日	多家银行二手房房贷利率从月初时首套房利率5.6%和二套房利率5.7%分别降到5.3%和5.5%。
	合肥市	6月20日	首套房利率从5.03%下调至4.25%，二套房利率从5.62%降至5.52%
放松限售	青岛市	3月4日	新房网签满5年便可交易，二手房拿证2年即可交易
	宜昌市	4月14日	明确新建商品房住房网签备案2年内上市交易不再受限制
	哈尔滨市	5月23日	废止限售政策，即日起，购房人完成不动产权属登记，取得不动产证即可上市交易

类型	城市	日期	政策内容
二手房带押过户	昆明市	8月3日	举行了存量房“带押过户”合并登记工作启动仪式，成功办理云南首笔二手房“带押过户”合并登记业务。
	济南市	8月17日	济南市自然资源和规划局协同市住房公积金中心和银行、公证等机构历时近半年积极探索，在全国首次创新推出二手房“带押过户”登记新模式。
	南京市	9月21日	南京将全面推行二手房“带押过户”（即存在抵押的房产不用提前还贷就能完成过户）模式，并深入指导中国建设银行形成全流程闭环模式，进一步优化业务办理流程。
多孩家庭住房扶持政策	扬州市	5月9日	在物生育二孩及以上家庭在市区购房的，可不适用现行限购政策。
	遂宁市	5月23日	符合政策生育二孩、三孩的家庭，在市主城区购买新建商品住房并办理了不动产登记证书的，按建筑面积给予每平方米50元的财政补贴，单户补贴最高不超过6000元
	厦门市	5月24日	厦门户籍的二孩及以上家庭可在全市范围内购买第三套住房（面积180平方米以下），但二孩中有一人需为未成年人
一人购房全家帮政策	珠海市	6月1日	珠海市缴存职工可提取账户余额的90%帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）购房支付首付款，也可还贷提取逐月提取公积金用于帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）偿还购房贷款
	唐山市	7月15日	凡是在唐山市区域内，单身职工贷款购房，其父母可作为共同还款人提供还贷帮助；已婚职工贷款购房，双方父母可作为共同还款人提供还贷帮助。
	资阳市	9月26日	缴存职工在资阳市行政区域内购买自住住房，可申请提取父母或子女住房公积金用于支付购房款；缴存职工与父母或子女在资阳市行政区域内共同购买自住住房，申请住房公积金贷款的，不受缴存职工占该共同购买房屋产权份额的限制。
出租破限购政策	长沙市	5月8日	已实现网签备案交房或已办理不动产登记的房屋，盘活供作租赁住房后，不纳入家庭住房套数计算
	成都市	7月6日	居民自愿将自有住房用于保障性租赁住房，住房纳入保障性租赁住房房源库后，居民即可申请在出租住房所在限购区域取得新增购买一套住房资格
	西安市	8月19日	住房被纳入保障性租赁住房管理并正式签订租赁合同后，出租人家庭可在限购区域获得新增购买一套住房的资格
集中购房政策	湘潭市	6月20日	引导企业为高等院校、园区、企业用人单位的高端人才组织集中采购，提供优质房源
	长春市	7月8日	支持机关单位、国有企事业单位、大专院校、科研院所和社会群体与房地产开发企业接洽，组织商品房集中批量购买活动。
	郑州市	8月26日	引导区内开发企业对优先发展类产业等单位人才购房进行让利销售，对集中组织购买20套及以上商品住宅的开发企业，财政予以奖励。

施政频率不断提升，需求端初显成效。根据我们整理，从1月份到9月份，各城市颁布的“促销售”政策接近800余项。从下图中可以看出，施政频率与房地产销售之间存在一定的相关关系。在政策发布的高峰期，房地产销售边际改善明显，说明因城施策有助于住房需求的释放。

9月以来，各城市因城施策的节奏再次加快，特别是一线和二线城市政策出台频率和力度明显增加。我们预计四季度将会有更多城市结合自身实际情况颁布各类促销售政策，从而进一步促进居民购房需求释放，带动房地产市场整体活跃度的提升。



中央层面：8月19日，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门将出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。

地方层面：通过我们的梳理，地方政府在推进“保交楼”的过程中，主要的政策有三类：**成立纾困基金、加强监管专款专用和返还相关资金。**

其中，“成立纾困基金”主要通过向房地产企业或项目提供贷款，弥补流动性缺口，缓解资金不足的问题；“加强监管专款专用”主要是通过加强对商品房预售资金的监管，确保后续资金全部用于项目本身，防止进一步出现停工；“返还相关资金”主要通过政府返还部分资金来弥补房企流动性缺口。

省份或城市	政策内容
第一类：成立纾困基金	
河南郑州	郑州市政府办印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》（以下简称方案），主要用于缓解房地产项目停工、停按揭月供带来的社会问题和金融风险，提振市场信心，这也是全国首个落地的地方性房地产纾困基金。
江苏	江苏省资产管理公司设立房地产纾困基金，共计20亿元
广西南宁	计划成立房地产平稳基金，预期首期规模30亿元
第二类：加强监管专款专用	
江苏苏州	问题项目所在区域的街道办事处与区级职能部门联合成立工作组入驻项目现场，督促项目尽早复工，并监督项目工程质量，全面落实“一楼一策一专班”。
重庆	成立房地产问题项目风险化解处置小组，安排房地产专班跟进项目建设进度，并对项目账户资金封闭管理
广东东莞	东莞市住建局发布《关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知（征求意见稿）》，对监管部门、银行、开发商在预售资金监管上的责任规定进行了进一步的细化。
湖南长沙	长沙对商品房预售资金实行全程全额监管，确保后续预售房款全部用于项目本身，防止预售资金被挪用
第三类：返还相关资金	
江西赣州	地方政府决定收购房企绿地集团的部分未动工地块，根据施工进度退还绿地近4亿元土地出让金用于项目施工建设。
长春	长春省直住房公积金管理中心印发《关于返还存量贷款保证金的通知》：房地产开发企业的开发项目在我中心留存贷款保证金的，凡符合贷款信誉良好、项目未有逾期贷款（连续三期、累计六期）条件的，签订《住房公积金贷款合作补充协议》，贷款保证金予以全部返还。

企业层面：除了中央和地方发力推动“保交楼”外，各大房地产企业也在通过各种措施实现自救。根据我们的梳理，大致有四种类型：**引进信托公司接管项目、债权人收购出险企业优质项目、拍卖项目公司债权引入投资方、合作开发项目由资金方接管。**

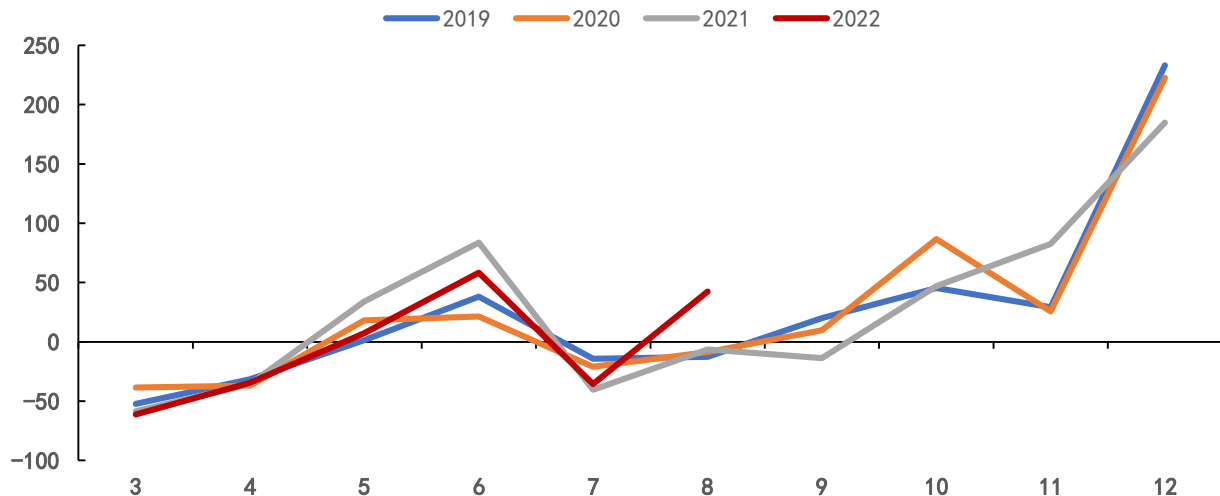
类型	案例
引进信托公司接管项目	恒大集团陆续与光大信托、五矿信托等多家信托公司签署协议，将部分城市项目剥离给信托公司，信托公司则向项目公司投入资金以保障项目后续开发建设，确保完成保交楼任务
债权人收购出险企业优质项目	在深圳市政府协调下，中信集团已收购佳兆业在深圳的4个项目，总货值约500亿元，极大程度上保障了出险企业优质项目的如期交房。
拍卖项目公司债权引入投资方	在阿里拍卖平台，无锡市翠竹房地产开发有限公司债权拟被转让，起拍价10.05亿元，以期尽快引入投资人续建无锡恒泰悦景府项目。
合作开发项目由资金方接管	融创在重庆垫江、蔡家和万州等区域项目，将由资金方宏亨接手收购股权，并成立城市公司主导后续项目开发建设。而在此过程中，宏亨也将积极寻找其他资金介入合作开发。

“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式也在积极探索中。各地方政府也在积极探索“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式。“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式则是将出险项目转换为保障性租赁住房和棚改项目，具体说明见下表。目前官方对于这两种模式还在探索中，后续进展需要持续跟踪。

类型	案例
保障性租赁住房	针对已经建成或即将建成，但销售困难、大量积压房企资金的现房、准现房项目，通过政府购买现房作为安置房、完善保障性租赁住房政策体系、探索保障性租赁住房退出机制等措施，提高存量房去化率，恢复被收购房地产企业现金流。
棚改统贷统还	针对棚户区、城中村改造项目，通过市级平台统贷统还、积极组织项目前期手续、提供充足抵质押物、有效做大平台公司、研究探索房票机制等措施，安置房建设主体由开发商转变为政府平台公司，将安置房全部包装为棚改项目，盘活土地资源，保证金融机构的贷款安全性，解决好被拆迁群众安置问题

保交楼初显成效，关注后续政策进展。总体来说，中央、地方政府以及企业为“保交楼”做出的努力，在一定程度上缓解当前的房地产困境。8月的竣工面积环比增速相较于前几年同期出现了大幅提升，竣工节奏加快。在四季度，随着“保交楼”专项借款进一步落位，各地针对停工项目的解决措施亦将不断落实，“保交楼”工作有望取得更多实质性进展。

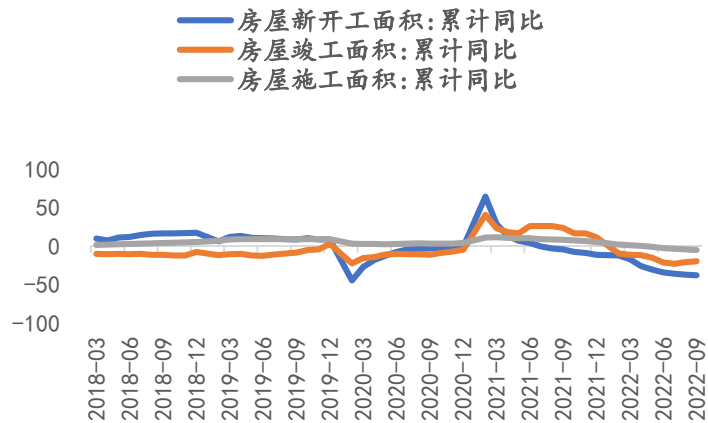
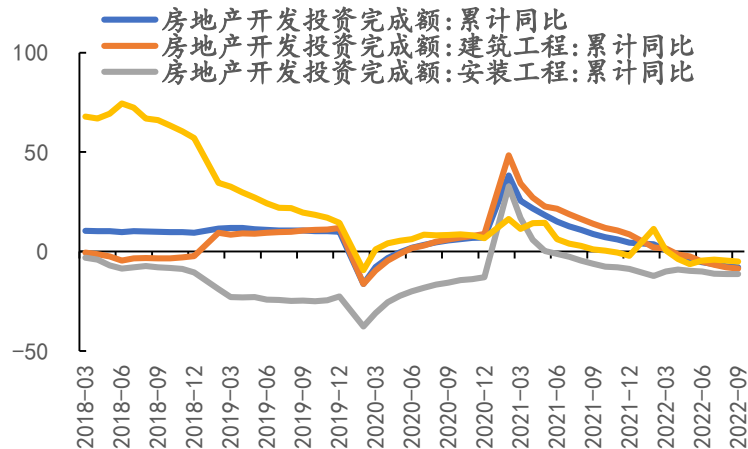
历年各月房地产竣工面积环比 (%)



去年下半年以来，由于房地产销售以及土地成交回落，房地产开发投资增速持续下滑。今年1-9月房地产开发投资完成额累计同比增速降至-8%。

房地产施工、新开工和竣工面积同比降幅也不断扩大，其中施工面积和竣工面积在9月份同比增长-38%和-5.3%。

结合当前的数据来看，房地产投资开发仍处于筑底阶段。



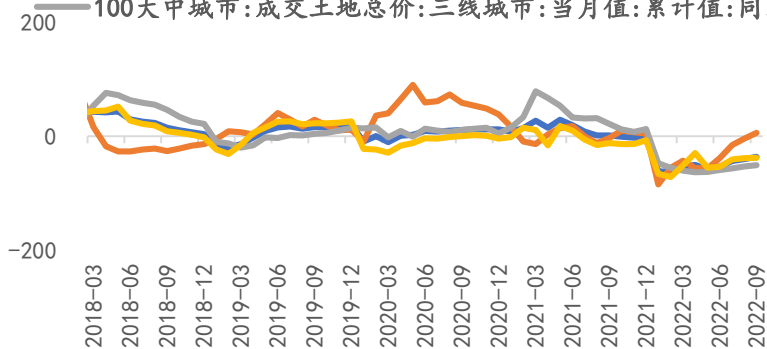
根据房地产投资的逻辑，**房地产销售不断改善是促进投资的前提，而房企拿地又是开工、施工的先指标。**

2022年上半年，房企拿地规模持续下降，100大中城市土地成交总价同比增长-53.3%，其中二、三线城市下降幅度最大，分别为-59.1%和-53.9%。进入6月以后，一线城市拿地快速回暖，但二三线城市并没有出现显著的回升。

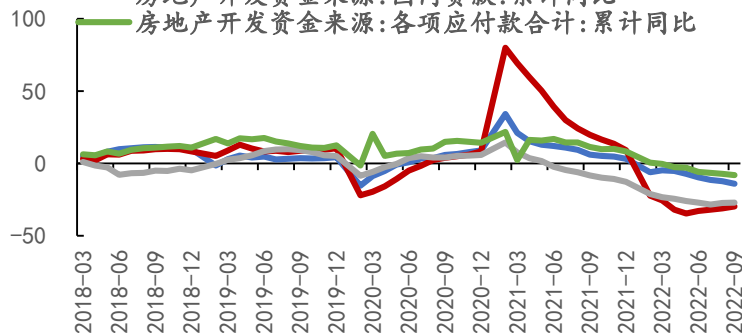
同时，房地产销售是地产开发的重要资金来源，房地产投资的企稳将依赖于房地产销售的企稳。当前房地产需求端偏弱状态将持续压制房地产开发资金提升。

展望未来，房地产投资的企稳仍需时间，特别是二三线城市。后续房地产投资的具体走势将取决于房地产销售的回升节奏以及各地房地产调控政策与保交楼情况。

— 100大中城市:成交土地总价:当月值:累计值:同比
— 100大中城市:成交土地总价:一线城市:当月值:累计值:同比
— 100大中城市:成交土地总价:三线城市:当月值:累计值:同比



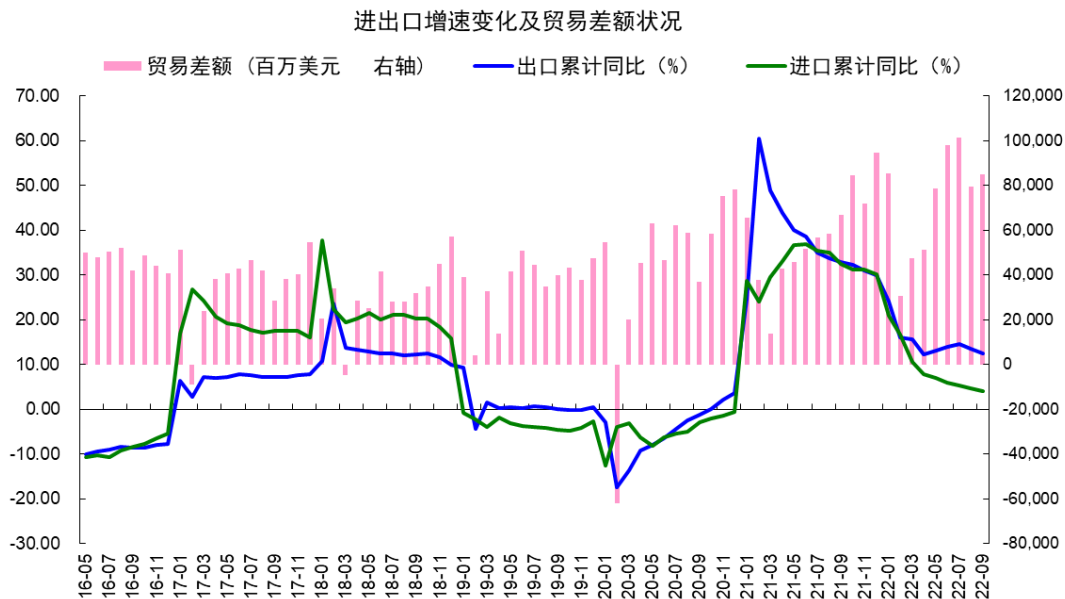
— 房地产开发资金来源:自筹资金:累计同比
— 房地产开发资金来源:其他资金:累计同比
— 房地产开发资金来源:国内贷款:累计同比
— 房地产开发资金来源:各项应付款合计:累计同比



资料来源: WIND资讯, 华西证券研究所

2022年以来，我国出口增速先降后升再降，呈现倒N型走势。

以美元计，2022年9月我国出口同比增长5.7%，较前值下降1.4个百分点，增速继续回落。前9个月全国出口累计同比增长12.5%。



➤ 原因分析:

1-4月出口增速回落，主要原因有两方面：

一方面，海外主要经济体的制造业扩张速度进一步回落，外需增速继续放缓；另一方面，我国供应链受到本土疫情冲击，港口运量下降，导致我国新出口订单明显回落。

5-7月出口增速回升，主要原因在于：

国内疫情保持平稳，物流供应链和出口企业生产继续改善，出口增速及订单均现扩张；结构上看，机电和高新技术产品出口继续提升，农产品和传统大宗商品出口增速回落。

8-9月出口增速出现回落，主要原因在于：

首先，5-7月，国内集中消化过往积压订单并完成出货，8月份后边际回落。其次，大宗商品价格持续下行，对出口支撑作用逐步转弱。同时，海外主要经济体增长放缓对国内出口也产生了抑制效应。

➤ 未来展望:

从近期数据来看，9月PMI新出口订单报47，继续回落；海外发达经济体制造业景气度仍在不断下降；强美元和弱需求会对大宗商品产生持续的影响，价格仍存在下行空间。

未来出口增速或将仍有所回落。

今年上半年，我国出台多项政策以稳外贸、保出口。9月27日，新一轮稳外贸的政策也陆续出台，商务部发布《支持外贸稳定发展若干政策措施》。

相关政策

政策内容

《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》

优化外汇和跨境人民币业务办理，促进外贸出口平稳发展：
1. 提升贸易便利化水平，推广优质企业贸易外汇收支便利化政策；进一步拓宽结算渠道，为跨境电子商务、外贸综合服务贸易新业态相关市场主体提供高效、低成本的跨境资金结算服务。
2. 便利企业和投资者开展跨境投融资，优化业务流程和服务。

《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》

“四稳”：
稳规模——挖掘进出口潜力是外贸总量的必要保障。
稳动能——充分发挥海外仓贸易带动功能、金融依托功能和物流基础设施的功能。
稳链条——保障外贸供应链产业链稳定畅通的着力点。
稳主体——支持外贸企业发展是稳外贸的核心。
一是强化出口信用保险与出口退税政策衔接。

《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》

二是完善加工贸易出口退税政策。
三是挖掘离境退税政策潜力。

《关于开展内外贸一体化试点的通知》

1. 完善法规制度，促进标准认证衔接，创新推进同线同标同质。鼓励第三方合格评定服务机构国际化发展。
2. 培育一体化经营主体和内外贸一体化人才。加快数字化发展，实现生产端到消费端全链路数字直连，提高企业柔性生产和智能制造能力，更好适配市场需求。
3. 打造内外贸融合发展平台，优化内外贸发展环境。发挥自由贸易试验区等高水平对外开放平台的示范引领作用，对标高标准国际经贸规则推进高水平制度型开放。

《关于推动外贸保稳提质的意见》

1. 加强外贸企业生产经营保障；2. 促进外贸货物运输保通保畅；3. 增强海运物流服务稳外贸功能；4. 推动跨境电商加快发展提质增效；5. 加大出口信用保险支持；6. 加大进出口信贷支持；7. 进一步加强对中小微外贸企业金融支持；8. 加快提升外贸企业应对汇率风险能力；9. 持续优化跨境贸易人民币结算环境；10. 促进企业用好线上渠道扩大贸易成交；11. 鼓励创新、绿色、高附加值产品开拓国际市场；12. 加强进口促进平台培育建设；13. 支持加工贸易稳定发展。

《支持外贸稳定发展若干政策措施》

1. 增强外贸履约能力，进一步开拓国际市场；
2. 激发创新活力，助力稳外贸；
3. 强化保障能力，促进贸易畅通。



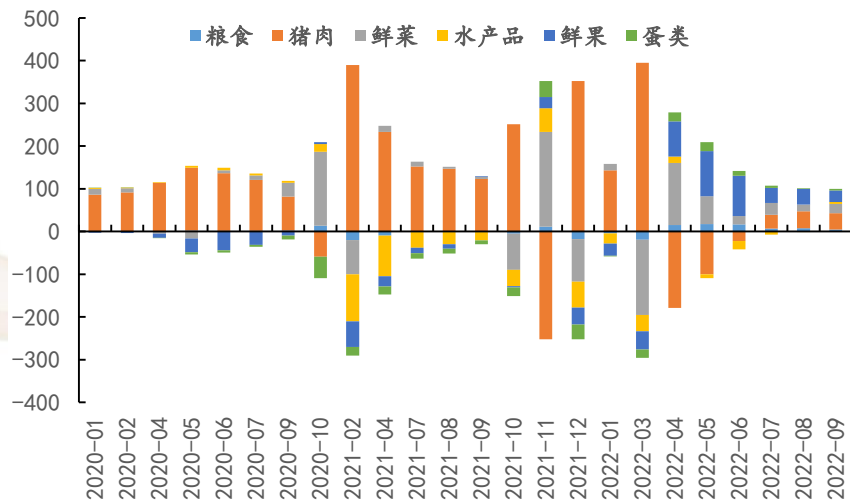
2.3 通胀压力相对较小

CPI短暂冲高回落，整体压力较小

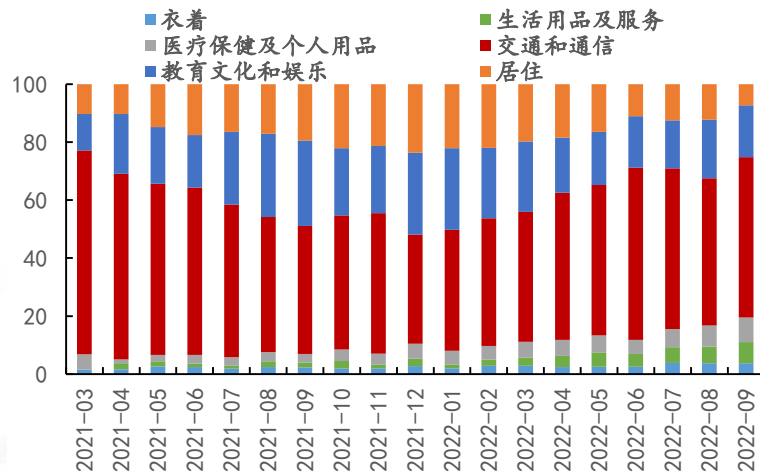
PPI保持低位震荡，Q3后转正回升

● 对于CPI未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对CPI的贡献率可以看出，**CPI食品烟酒分项受猪肉和鲜菜价格影响较大，而CPI非食品烟酒分项受原油价格以及服务业价格影响较大。**

食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)

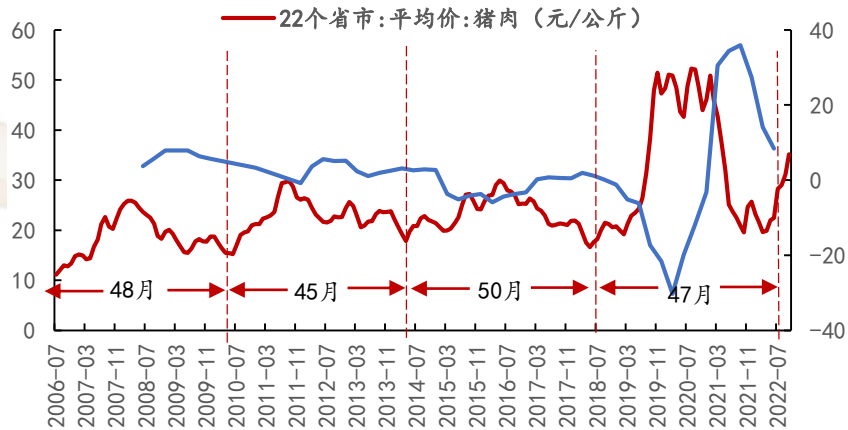


● 从周期角度看，本轮猪价涨幅已经较大，后续继续上行空间相对有限。本轮猪肉价格涨幅约80%，涨幅已接近前三轮涨幅均值（95%），后续继续上行的空间已相对有限。

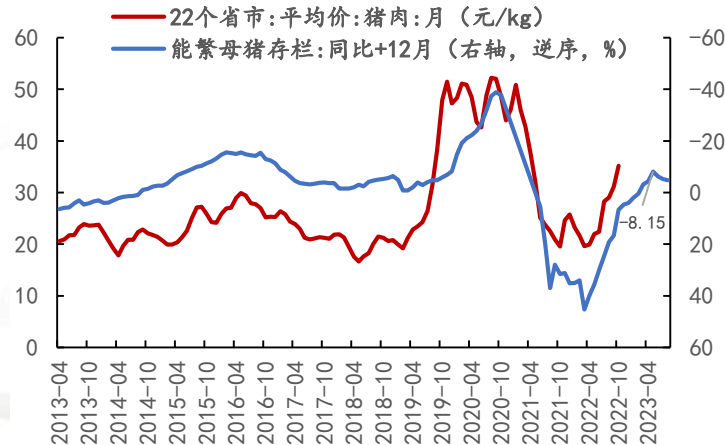
● 从供给端来看，能繁母猪存栏同比见底，同样预示本轮猪价上涨或接近尾声。能繁母猪存栏量是预判猪价走势的核心指标，能繁母猪存栏同比于今年5月见底，按照能繁母猪领先猪价12个月推断，本轮猪价或在明年Q2逐步见顶。不过结合当前猪价表现出的淡季不淡特征来看，猪价见顶时间或将进一步提前至Q1。

● 综合周期和供给两个角度判断，我们认为明年Q1猪价或将阶段性见顶，随后逐步回落，价格中枢在28元/公斤左右。

2006年以来我国大致经历了四轮猪周期



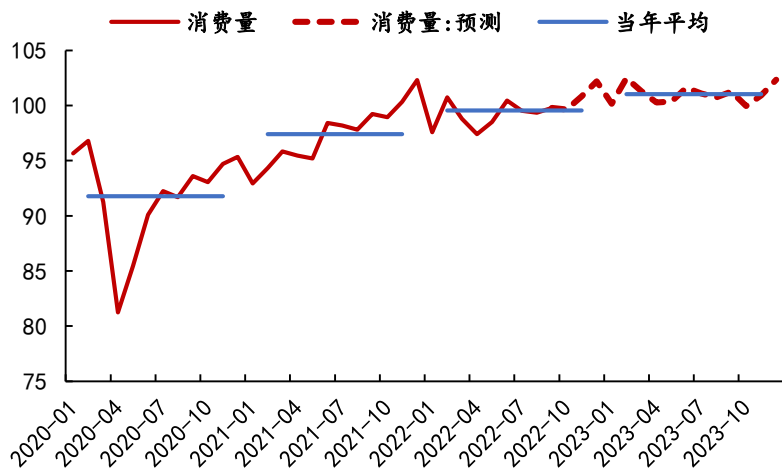
能繁母猪存栏同比领先猪价12个月左右



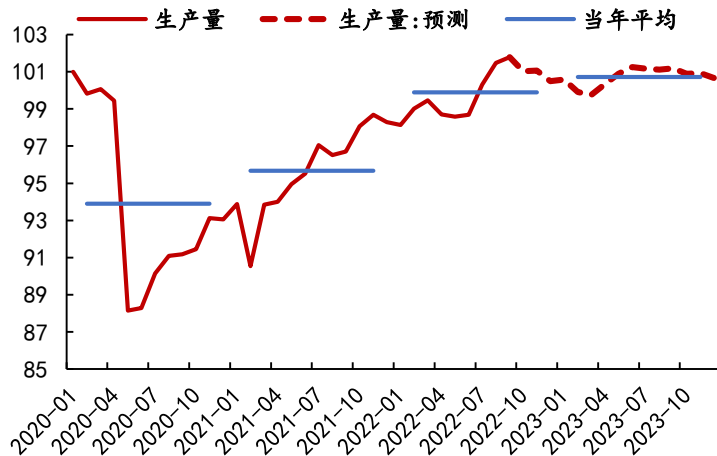
● 从需求端来看，全球经济疲软导致石油需求转弱。EIA预计2023年全球石油需求为10104万桶/日，增速较2022年进一步下降0.7个百分点，至1.5%。

● 从供给端来看，OPEC+大幅减产以及俄罗斯原油供给不确定背景下，全球原油供给增速显著回落。10月5日，OPEC+宣布减产200万桶/天，约占当前生产计划的4.6%。EIA预测2023年俄罗斯产量为930万桶/天，较2022年下降约150万桶/天，降幅约为14.2%。

2023年全球石油消费增长转弱(百万桶/天)



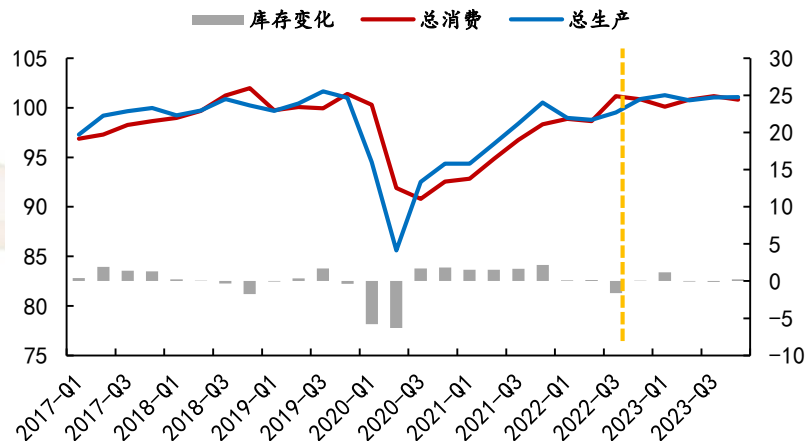
2023年全球石油产量增速同样回落 (百万桶/天)



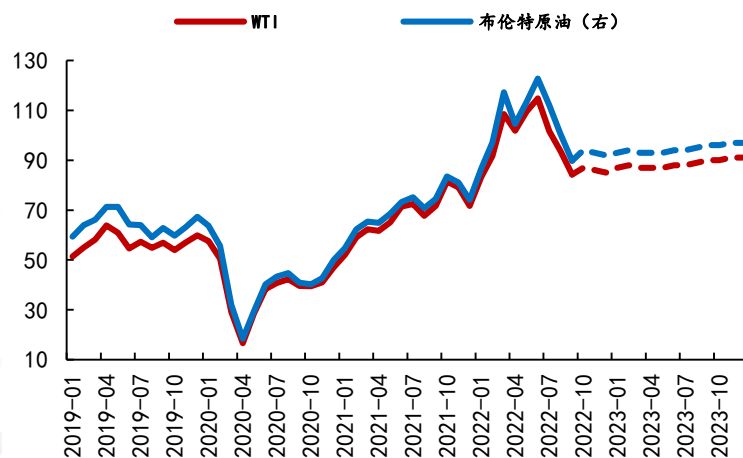
● **综合供需两个方面来看，未来油价或维持高位震荡态势。**虽然经济增长偏弱导致石油需求下降，但是供给端OPEC产量的大幅下降以及俄罗斯原油供应的不确定性，将会对油价产生一定支撑，预计未来油价将大体维持在高位震荡。

根据EIA的预测，2023年初原油供需走势小幅分离，需求走高供给下降，而后在明年三季度重回平衡。据此，EIA预测WTI原油价格在2022年12月为85美元/桶，2023年回升到平均89美元/桶附近；布伦特原油2023年均价则将维持在95美元/桶附近。

EIA预测的原油供需基本面（百万桶/天）



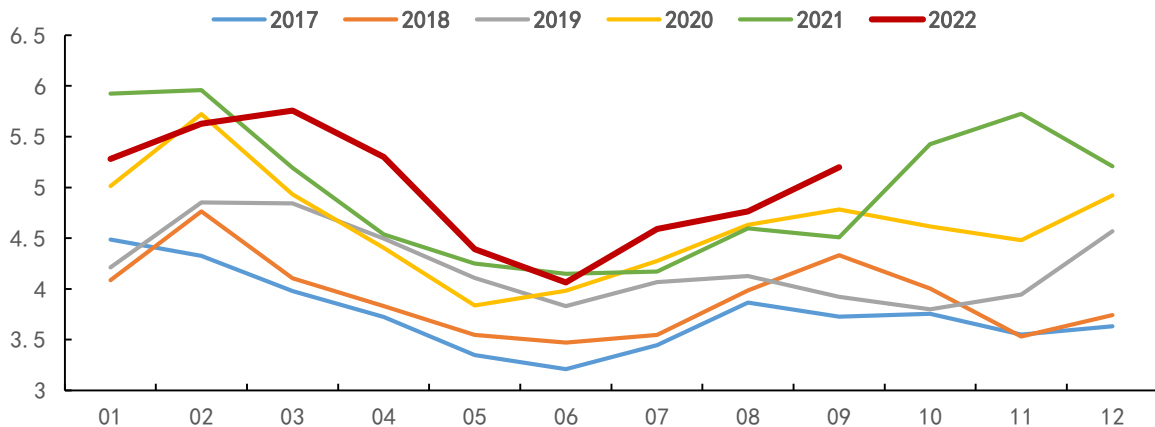
2023年原油价格或在高位震荡（美元/桶）



● **鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。**鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。

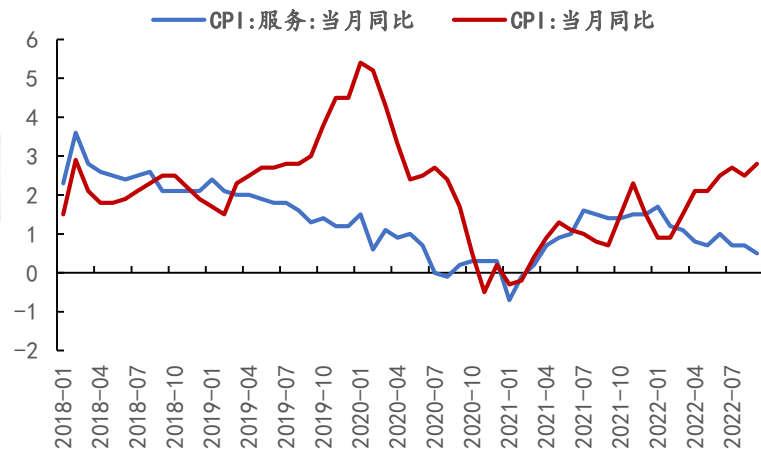
● **今年以来，蔬菜价格整体高于往年同期。**3-5月主要是受到国内疫情扰动，而6-9月则是因为极端的高温干旱天气，对于蔬菜的生产、运输产生了一定影响。往后看，随着扰动因素的减弱，蔬菜价格的波动也会逐步回归至正常区间。

鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征

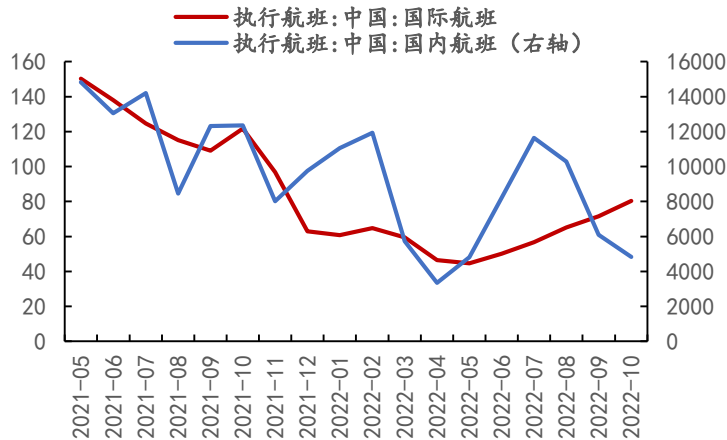


- **服务业价格或将逐步回升：**今年3月份以来，受国内疫情扰动影响，服务消费相对低迷。CPI服务分项当月同比震荡下行，截至9月已经从年初的同比1.7%下降至0.5%。
- **往后看，国内疫情防控存在边际优化的可能。**1) 中国香港已于9月26日优化了海外人员抵港隔离时间，从“3+4”改为“0+3”；2) 全国多场品牌马拉松赛事相继宣布重启；3) 国际航班执行架次自5月以来呈现稳步回升态势。
- **因此，我们预计后续服务价格或将逐步企稳回升，对于CPI的拖累也将逐步减弱。**

今年以来CPI服务分项当月同比连续下行（%）

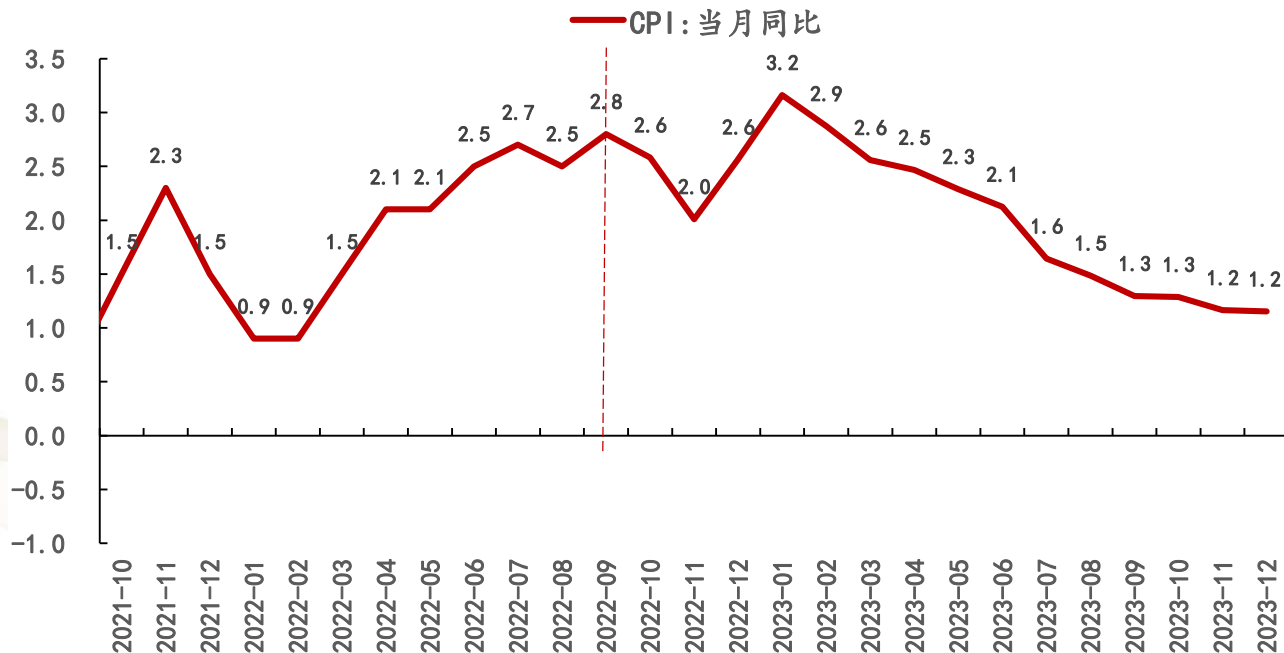


国际航班执行架次企稳回升（架次）



● 综上对CPI核心驱动因素的分析 and 判断，对CPI同比走势预测如下：**2023年CPI整体呈现震荡下行态势，Q1受低基数以及猪肉价格冲顶影响或将短暂破3，随后震荡回落，全年中枢2.0%，压力整体较小。**

2023年 CPI同比走势预测(%)



● PPI主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述5个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导PPI走势；另一方面，这5个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对PPI产生影响。

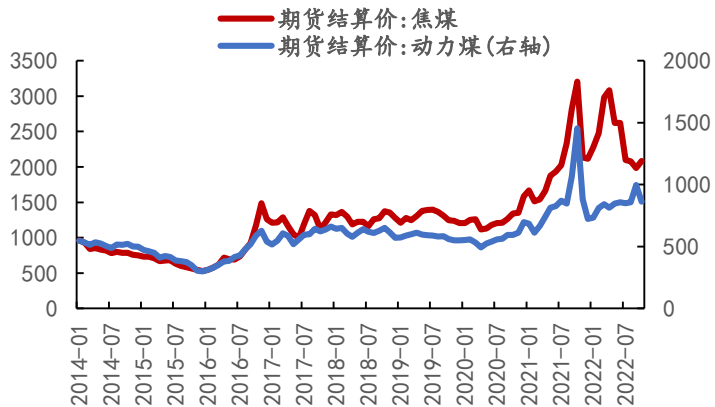
五大行业占PPI权重及对PPI贡献

工业大类	工业子行业	PPI权重	对PPI同比贡献	对PPI环比贡献
石油开采及加工	石油和天然气开采业	0.73%	5.17%	1.57%
	石油加工、炼焦和核燃料加工业	3.11%	13.81%	12.62%
	合计	3.84%	18.97%	14.19%
煤炭开采及加工	煤炭开采和洗选业	1.88%	9.20%	10.77%
钢铁开采及加工	黑色金属矿采选业	0.65%	1.09%	4.53%
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.55%	8.62%	27.25%
	合计	6.20%	9.71%	31.78%
有色开采及加工	有色金属矿采选业	0.57%	2.08%	0.08%
	有色金属冶炼和压延加工业	4.21%	5.31%	-0.77%
	合计	4.78%	7.39%	-0.69%
化学原料制造	化学原料和化学制品制造业	7.54%	8.75%	6.54%
合计		24.24%	54.02%	62.59%

● **保供政策调控下，煤炭价格或将保持相对平稳。**在经历了2021年下半年煤炭价格的快速飙升之后，监管层加强了对煤炭供需及价格的调控。预计后续在政策的强力调控下，供需不平衡的状态将得到进一步缓解，煤炭价格也将保持相对平稳。

● **稳增长政策密集出台，钢材价格或将稳中有升。**今年受地产疲弱、疫情扰动等因素影响，钢材价格整体呈现震荡回落态势，不过跌幅明显收窄，有逐步企稳迹象。往后看，随着房地产放松政策的不断加码以及基建实物工作的加快落地，对于钢材的需求或将逐步回升，而参考今年发改委对于粗钢产量的压降强调了有保有压、避免一刀切，预计后续也较难出现大规模的供给缺口，钢材价格或将呈现稳中有升的态势。

煤炭价格整体平稳（元/吨）



钢材价格或将稳中有升



● **有色金属价格或仍将震荡下行。**一方面，美联储加息节奏仍快以及非美经济相对弱势助推美元保持强势，而美元的强势将对以美元定价的有色等大宗价格产生较为明显的压制。另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数已经从高点逐步回落，并且没有企稳迹象，背后反映的是全球需求的走弱，也会带动有色价格震荡下行。

● **化学原料制品高位震荡。**该类商品的价格受原油影响较大，明年年原油价格维持高位震荡，该类商品价格或将保持同步。

强势美元将会压制大宗价格

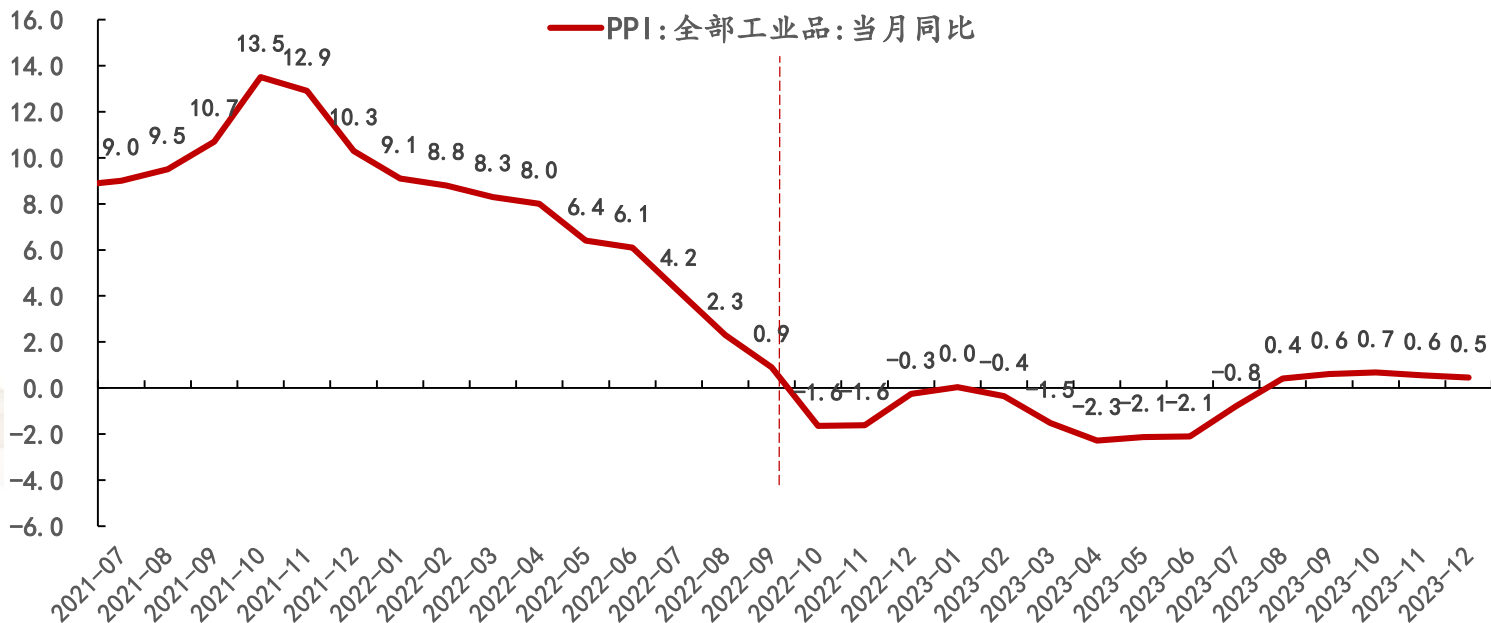


全球制造业PMI走弱带动有色价格回落



● 综上对PPI核心驱动因素的分析 and 判断，对PPI同比走势预测如下：**2023年，PPI整体呈低位震荡态势，Q1短暂回升后再度探底，8月之后才会逐步转正，全年中枢-0.5%。**

2023年 PPI同比走势预测(%)





2.4 货币政策保持相对宽松

短期经济压力仍在，保持政策宽松

逆回购操作保持灵活，市场利率仍低于政策利率；关注Q2后变化

结构性货币政策工具持续发力

存贷联动稳定利差，增强服务实体动力

预计2023年社融增速约9.5%

● 2022年9月29日召开的货政策委员会三季度例会明确了未来一段时间货币政策基调。

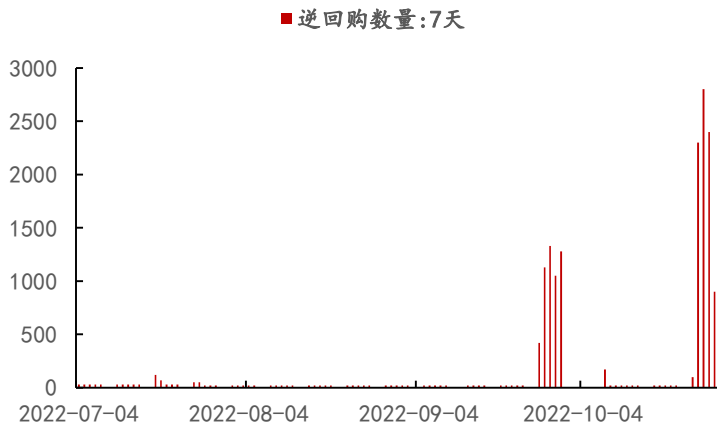
1) 三重压力仍然存在。例会指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济总体延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。

2) 加大稳健货币政策实施力度。例会指出，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，攻坚克难，为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。

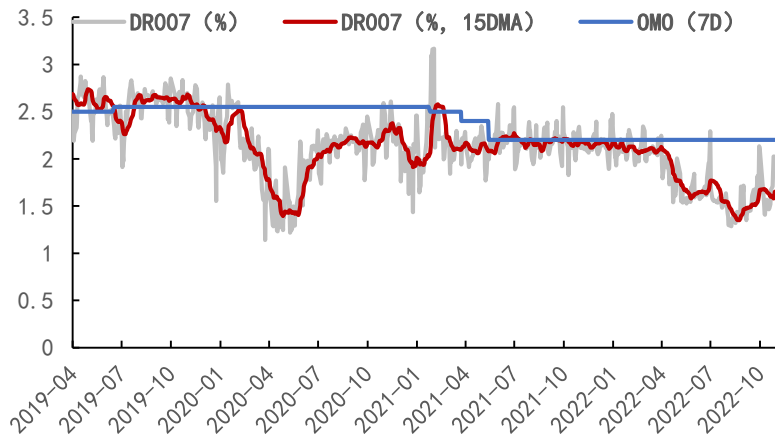
3) 继续强调结构性工具做好加法。例会指出，结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款，落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，综合施策支持区域协调发展。

- **季末加大投放，平时保持“微量”**：自7月央行改变过往逆回购100亿元倍数的投放“习惯”以来，逆回购操作继续保持灵活。平时基本保持20、30亿元左右的“微量”投放，月末或季末流动性紧张时加大投放量，例如，10月25-27日，连续3天的逆回购数量都在2000亿元以上。
- **市场利率仍低于政策利率**。DR007除少数时点接近OMO政策利率外，绝大部分时间仍低于政策利率，DR007 15日移动平均目前仍在1.6%附近，流动性依然较为宽松。

逆回购操作保持灵活（亿元）



DR007仍低于OMO利率（%）



● 结构性货币政策兼顾总量和结构双重功能：

一方面，结构性货币政策工具建立激励相容机制，将央行资金与金融机构对特定领域和行业的信贷投放挂钩，发挥精准滴灌实体经济的独特优势；另一方面，结构性货币政策工具具有基础货币投放功能，有助于保持银行体系流动性合理充裕，支持信贷平稳增长。

● 近期新增一项结构性工具：9月28日，央行宣布设立设备更新改造专项再贷款，规模2000亿元以上；同时PSL工具再度重启，9月净新增1082亿元。

结构性货币政策工具梳理

	设立时间	支持对象	规模、利率
普惠小微企业贷款延期支持工具	2020-06	小微企业	央行提供400亿元再贷款资金，通过SPV与地方法人银行签订利率互换协议，向地方法人银行提供激励，以对普惠小微企业贷款“应延尽延”。
普惠小微企业信用贷款支持计划	2020-06	小微企业	央行提供4000亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，向地方法人银行提供优惠资金支持，提高小微企业信用贷款比重。
碳减排支持工具	2021-11	重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域。	人民银行按碳减排贷款本金的60%向金融机构提供工具资金，“先贷后借”直达机制，期限1年，可展期两次，利率1.75%。
煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021-11	支持煤炭安全高效绿色智能开采等七个重点领域。	初始额度2000亿元，2022年5月增加1000亿元，“先贷后借”直达机制，利率1.75%。
科技创新专项再贷款	2022-04	科技创新企业	额度2000亿元，利率1.75%，采取“先贷后借”直达机制，期限1年，可展期两次
普惠养老专项再贷款	2022-04	养老机构	额度400亿元，利率为1.75%， “先贷后借”的直达机制，期限1年，可展期两次。
交通物流专项再贷款	2022-05	支持道路货运运输企业等四个群体	额度1000亿元，利率1.75%， “先贷后借”直达机制，期限1年，可展期一次。
设备更新改造专项再贷款	2022-09	支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造	额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年

● **存款利率下调**：工农中建等多家国有大行宣布从9月15日开始下调存款利率，其中，三年期定期存款和大额存单利率下调15个基点，一年期和五年期定期存款利率下调10个基点，活期存款利率下调5个基点。

● **存贷联动有助于稳定银行利差**：存贷联动意味着如果后续因实体经济修复缓慢，MLF、LPR利率再度下调，存款利率仍可能跟随调降。下调银行成本端利率有助于保持利差水平处于合理区间，促进银行体系更好地为实体经济增长服务。

商业银行净息差 (%)

建设银行存款利率变动公告 (%)

项目	年利率 (%)	
一、活期存款	0.25	
二、定期存款	1. 整存整取	
	三个月	1.25
	六个月	1.45
	一年	1.65
	二年	2.15
	三年	2.00
2. 零存整取、整存零取、存本取息	一年	1.25
	三年	1.45
	五年	1.45
	3. 定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行
三、协定存款	0.9	
四、通知存款	一天	0.45
	七天	1.00

● 经济保持温和修复，货币政策仍需保驾护航

1) 价：2023年Q2之前，经济整体保持温和修复，市场利率仍会低于政策利率；Q2之后，伴随经济内在动能增强，市场利率逐步向政策利率靠拢。

2) 量：保持逆回购灵活续作和MLF的适当补充，结构性货币政策仍会持续发力，流动性环境仍处于合理宽裕状态。

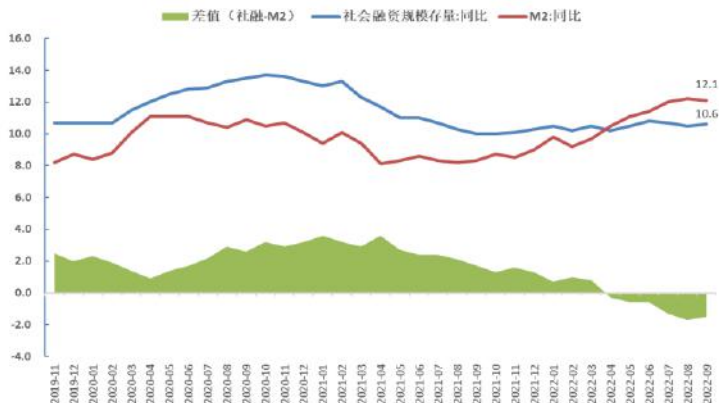
● 2023年社融或有所回落

经济温和修复下，预计明年新增社融约33.1万亿元，其中新增信贷20万亿元，存量社融增速约9.5%。

虽然社融增速较2022年有所回落，但从与GDP的匹配关系来看，仍较为充裕。

表：社融规模及增速（万亿元 %）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 (E)	2023 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	20	20	21.5	20
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1.3	-2.67	0	0
新增企业债	0.6	2.63	3.24	4.4	3.3	2.5	2.5
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.9	1.2	1.2	1.2
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.3	7	7.3	7.9
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	2.56	2.52	2	1.5
新增社融	26.15	22.49	25.58	34.86	31.35	34.5	33.1
存量社融	205.9	227	251.3	284.2	314.1	348.6	381.7
存量社融同比	14.10%	10.30%	10.70%	13.30%	10.30%	10.80%	9.50%
名义GDP增速	11.50%	10.50%	7.30%	2.70%	12.80%	6.50%	6.70%
杠杆率系数 (dr)	2.60%	-0.20%	3.40%	10.60%	-2.50%	4.30%	2.80%





3 大类资产展望

美债：长短端利率先后见顶回落

中债：Q2后向3%靠拢

美元：保持相对强势

人民币汇率：后续贬值空间有限

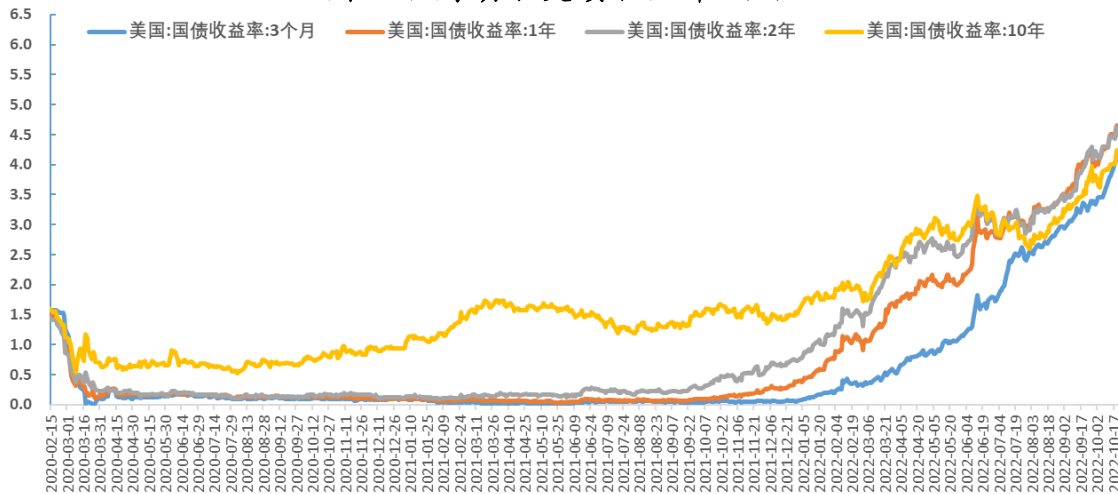
金属商品：强美元下偏弱

原油：保持相对高位震荡

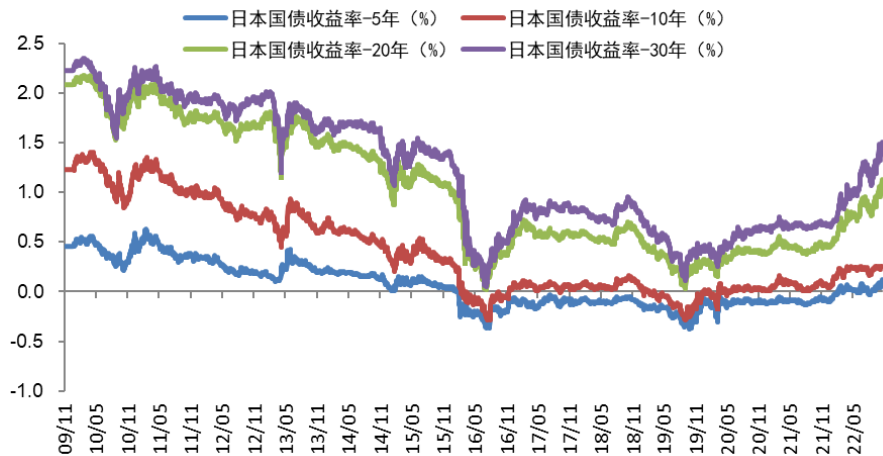
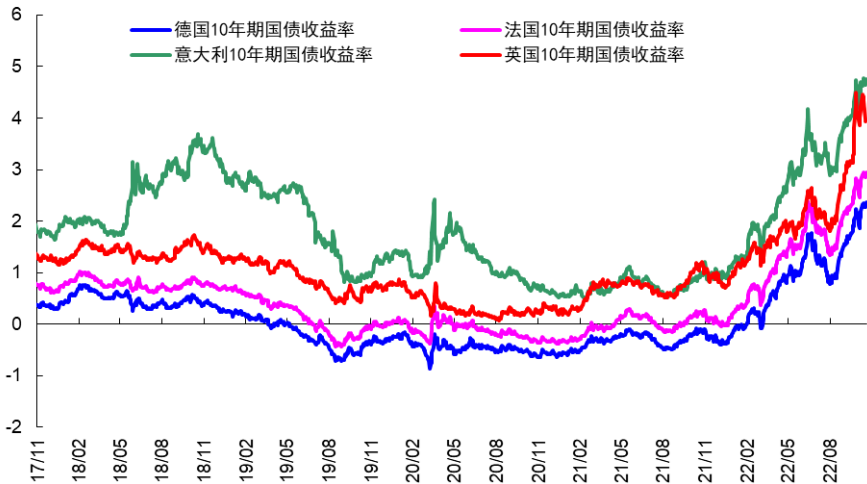
- 美债利率：短端踏加息节奏上行，长端四季度见顶、后续将有所回落。
- 中债利率：10年国债利率短期在2.6%-2.7%附近波动，2023年Q2之后向3%靠拢。
- 美元：尽管美联储加息节奏将会放缓，但中期看，美国经济会持续强于欧洲，美元将保持相对强势。
- 商品：金属价格呈现弱勢，原油价格维持相对高位。

- **历史回顾：**2015, 12-2019, 3, 联邦基金利率从0-0.25%抬升至2.5%，加息250BP。3个月期美债利率从0-0.2%上升至2.5%附近，基本跟随加息节奏和幅度；10年美债利率从2.2%上升至2.6%附近，高点在2018年10月，3.24%，最大上行幅度100BP。长短端利率在2019年3月底倒挂。
- **政策预期及判断：**加息过程可能延续至2023年一季度，终点目标大概为：4.75%-5%，预计2022年10月后仍有约3次加息，幅度约175BP。
- **利率判断：**2022年1月以来，3个月期美债利率从0%上升至10月21日4.1%；10年美债利率从1.5%上升至4.2%。短端上行274BP（跟随加息幅度及预期），长端上行150BP（还受基本面预期影响）。
预计年底3个月期美债利率升至4.5%附近；10年美债利率在四季度见顶，后续将有所回落。

图：不同期限美债收益率 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

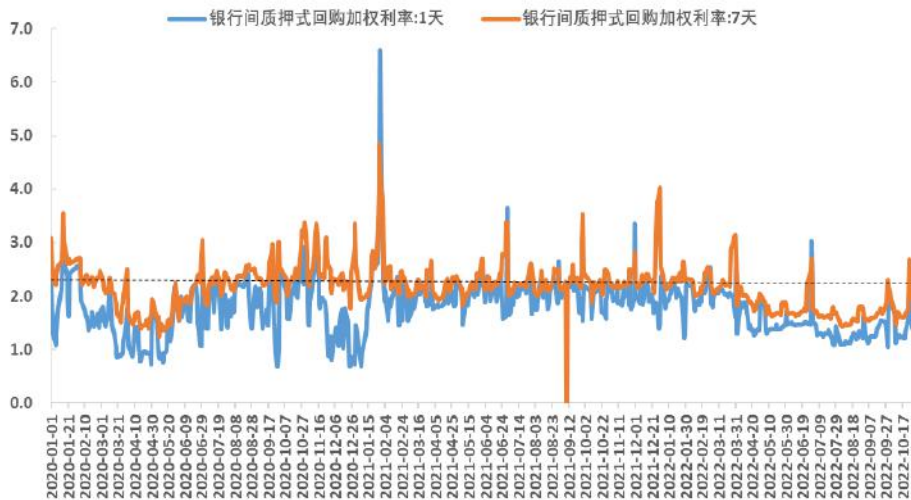


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

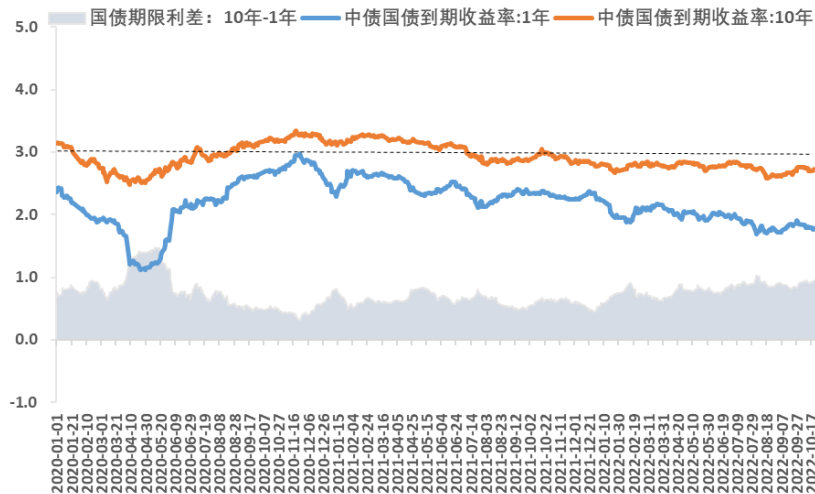
● 2023年Q2之前，经济修复温和，市场利率仍会低于政策利率；Q2之后，伴随经济内在动能增强，市场利率逐步向政策利率靠拢。

● 预计10年国债收益率短期在2.6%-2.7%附近波动，2023年Q2之后向3%靠拢。

图：短期资金利率（%）



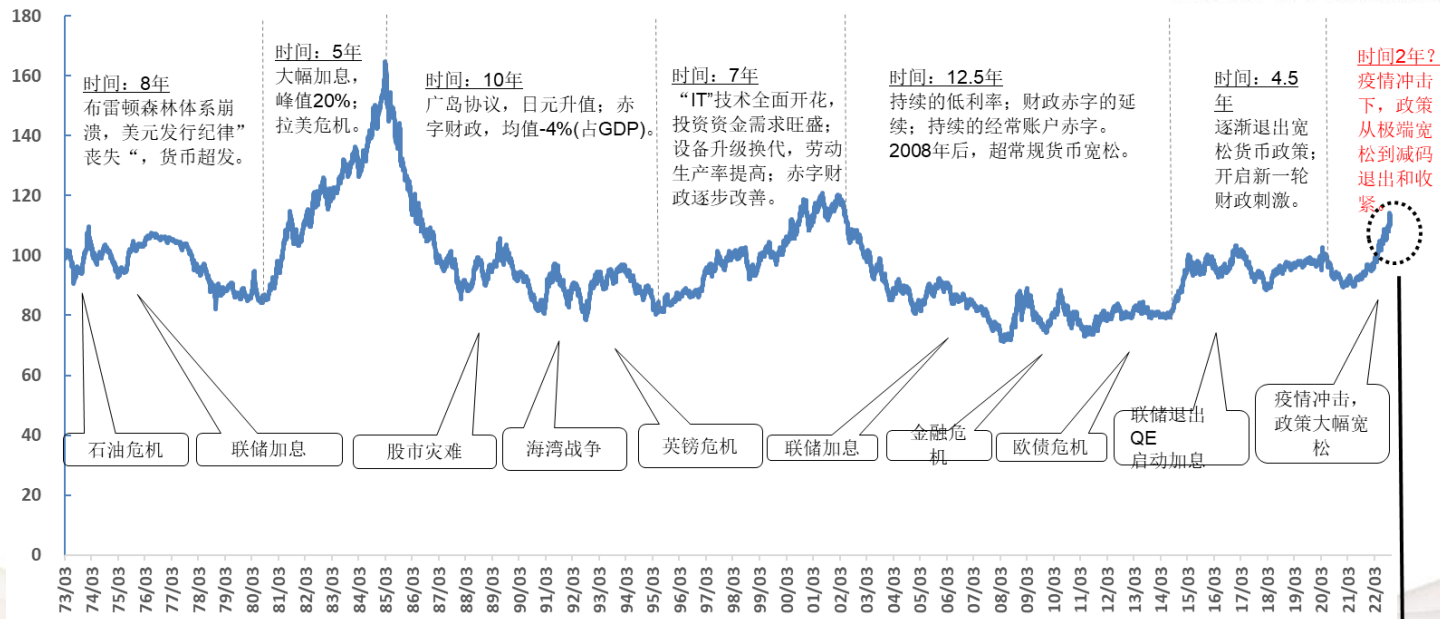
图：国债收益率（%）



- 2023年美债利率回落、Q2后中债利率可能有所回升，中美利率倒挂幅度将收窄。
- 利率倒挂收窄将缓解人民币贬值压力。

图：中美10年国债利率与利差 (%)





美元指数：保持相对强势

尽管美联储加息节奏将会放缓，但中期看，美国经济会持续强于欧洲，美元将保持相对强势。



	变化方向 (2022, 1, 1-2022, 10, 28)	变化幅度 (2022, 1, 1-2022, 10, 28)
人民币对美元	贬值	13.70%
人民币对欧元	升值	0.01%
人民币对日元	升值	11.08%
人民币对英镑	升值	3.07%
CFETS人民币汇率指数	走弱	-0.80%
美元指数	走强	15.32%

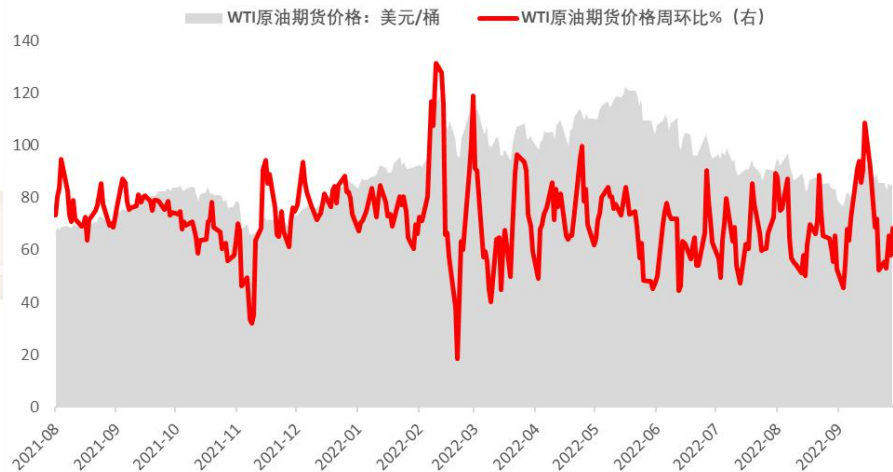
2022年以来，人民币对美元贬值较为明显，总体人民币汇率指数亦小幅走弱。

人民币贬值主要源于美元明显走强所致。

阶段性贬值压力较为充分释放，后续贬值空间较为有限。

- **基本金属**：欧美需求放缓、巴西等资源国疫后供给边际回升、美元持续走强，基本金属价格显著回落。
- **原油**：俄乌冲突及美国页岩油开采资本开支不足下，原油供给总体偏紧；短期（1-2个季度）需求放缓可能带来油价回调，但中期（1年以上）油价仍将维持相对高位（85美元/桶以上）。

图：原油期货价格（美元/桶）



图：主要金属期货价格（美元/吨）

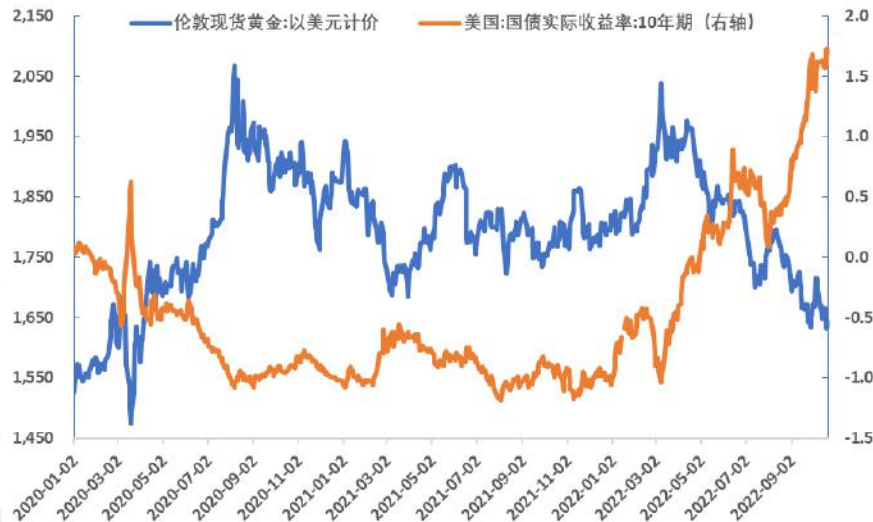


- 黄金的核心定价因素：美债实际利率和美元指数。
- 黄金价格受抑制：实际利率上行并维持在高位；美元保持强势。
- 黄金价格呈现弱势。

图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



由于新冠疫情对经济活动影响较大，如果疫情出现反复，将会对我们的相关预测带来较大的不确定性；宏观经济出现超预期波动，比如中美贸易摩擦出现超预期的变化，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢谢！！

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。 。
本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。