



金融投资专业理财

## 全球衰退预期不改 内外需问题较显著

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
柳瑜萍  
期货从业资格证号：  
F0308127  
投资咨询证号：  
Z0012251

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



### 摘要

月初先行的美国非农及 CPI 等经济数据超预期使市场中充斥着对鹰派情绪的担忧，而后继公布的美国三季度 GDP 也为今年的首次增长，印证了美国经济基础相对牢固。然而在后半月发出的 PMI 数据及大型企业研究会的消费者信心则显现出美国经济活跃度已有所下降，衰退迹象逐渐浮出水面，外加部分联储官员释放鸽派信号，市场对美联储转鸽的预期大幅提振，总体风险偏好大幅上升。非美国国家方面欧洲央行在本月如预期加息 75 基点，但市场普遍认为欧洲加息终值将不及预期且欧洲央行将提前转鸽，欧洲多国债券收益率集体走低。但欧盟多国在应对先前飙升的能源价格上做好了相应的准备，天然气补库存已达到总储量的 97%，同时欧盟多国也达成了联合采购协议以限制天然气价格波动，在能源价格相对稳定的背景下缓解了欧洲的经济压力。英国新首相苏纳克及财政大臣上任后则提议将增税且削减公共支出，而市场在新首相上任后表现也相对稳定，当下投资者将放眼英国 11 月的加息决议来判断未来经济走势。

全球经济增速放缓及国内疫势蔓延对国内生产、需求、就业等方面依旧造成一定负面影响，而我国经济韧性较强，经济增速企稳回升。前期促消费政策的不断落地，需求端出现回暖迹象，但在九月新一轮疫情爆发下，接触型消费行业遭受冲击。疫后稳增长、稳市场主体、保就业各项政策短时间内加速落地，国内经济有望延续复苏态势。而政策上，更加倾向于基建、消费以及此前受疫情影响较大的中小微企业。在稳增长的货币政策基调不变，经济增速目标弱化和增量政策力度有限的背景下，预计后续经济将延续弱复苏态势，消费需求逐渐回暖，基建投资有望维持高位，制造业投资维持一定韧性，房地产投资静待政策效果体现。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	4
(一) 美国：内需粘性挥之不去，衰退节点或将延后 .....	4
(二) 欧元区：经济衰退愈加明显，欧央行或提早转鸽 .....	6
(三) 英国：政局动荡划上句点，新政临危受命 .....	7
(四) 日本：鸽派决心不变，外汇干预继续 .....	8
二、国内宏观经济回顾展望 .....	11
(一) 三大产业逐步修复，总体水平稳步回升 .....	11
(二) 高能耗行业增速回落，制造业重回收缩区间 .....	12
(三) “金九银十”到来，基建、制造业延续扩张 .....	13
1. 基建是今年经济增长的重要动力源 .....	14
2. 高新技术、基建相关制造业提振制造业投资增势良好 .....	14
3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持 .....	16
(四) 消费整体处于偏弱修复，地产持续低迷 .....	17
(五) 进出口超预期回落，需求端持续显疲软 .....	20
1. 海外购买力受挫明显，后续或回归常态 .....	20
2. 内需修复进程缓慢，进口延续量价齐跌 .....	22
(五) 季节性因素提振食品项，然终端需求仍偏弱 .....	24
1. 生猪惜售情绪浓烈，食品项引领通胀水平升温 .....	24
2. 能源价格下调外加内外需偏弱，PPI 增速持续放缓 .....	27
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主 .....	30
(一) 财政政策：稳就业为主要目标 .....	30
(二) 货币政策：“稳字当头，稳中求进” .....	31
免责声明 .....	36

研究报告全部内容不代表协会观点  
不构成任何投资建议

## 图表目录

图 1 美国 PMI 指数持续下降	4
图 2 总就业人数已超过疫情前峰值	4
图 3 新增非农就业仍由服务业主导	5
图 4 失业率及劳动参与率皆有下滑	5
图 5 整体 CPI 回落，但核心 CPI 再次超预期上涨	5
图 6 服务类价格受劳动力市场影响不断上升	错误!未定义书签。
图 7 欧元区制造及服务业 PMI 皆低于荣枯线	6
图 8 能源及粮食价格飙升导致欧元区通胀挥之不去	7
图 9 欧元区整体经济前景黯淡	7
图 10 英国综合 PMI 仍处于下行阶段	8
图 11 英国通胀水平加剧	8
图 12 全球经济放缓导致日本出口订单减少	9
图 13 日元贬值外加宽松货币政策使日本通胀水平上升	9
图 14 日元贬值导致贸易逆差扩大	10
图 15 GDP 累计同比与当季同比	11
图 16 三大产业对 GDP 拉动	11
图 17 服务业生产指数	错误!未定义书签。
图 18 制造业 PMI	13
图 19 服务业扩张幅度小幅回升	13
图 20 制造业 PMI 细分项对比	13
图 21 固投累计同比增速缓缓回落	13
图 22 基建投资细分项	14
图 23 财政收支同比增速及财政赤字	错误!未定义书签。
图 24 制造业投资细分项	15
图 25 新增企业中长期贷款	15
图 26 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）	16
图 27 成交土地溢价率：当周值	16
图 28 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）	17
图 29 新增居民中长期贷款	17
图 30 社会消费品零售总额增速	18
图 31 社零总额分项：当月同比	18
图 32 城镇调查失业率	19
图 33 全国城镇储户调查：就业感受指数	错误!未定义书签。
图 34 居民人均可支配收入及消费支出：实际累计同比	20
图 35 全国城镇储户调查：储蓄意愿较强	20
图 36 我国出口同比增速（%）	21
图 37 我国制造业新出口订单指数	21
图 38 我国对主要经济体出口增速（%）	22
图 39 我国进口同比增速（%）	23
图 40 主要进口商品金额同比增速（%）	23

图 41 进口商品价格指数（上年同月=100） .....	24
图 42 核心物价依旧平稳 .....	24
图 43 猪肉、菜价显著上涨带动总体食品价格走高 .....	25
图 44 猪肉出栏量持续恢复 .....	25
图 45 蔬菜价格已从高点回落 .....	26
图 46 原油价格震荡下行 .....	26
图 47 PPI 涨幅持续回落 .....	27
图 48 上游压力已逐步传到至中下游 .....	28
图 49 生产者购进价格受能源价格下调及需求影响进一步下降 .....	28
图 50 生产、生活资料剪刀差持续缩减 .....	29
图 51 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄 .....	29
图 52 公共财政收入同比增速（%） .....	31
图 53 地方财政收入同比增速（%） .....	31
图 54 社会融资规模存量增速 .....	32
图 55 新增人民币贷款当月值（亿元） .....	32
图 56 社会融资规模存量增速 .....	32
图 57 中长期贷款占新增人民币贷款比例变化 .....	33
图 58 企业端短中长贷款当月值（亿元） .....	33
图 59 居民端短中长贷款当月值（亿元） .....	34
图 60 实体投融资意愿偏弱 .....	35
图 61 新增人民币存款分项（亿元） .....	35

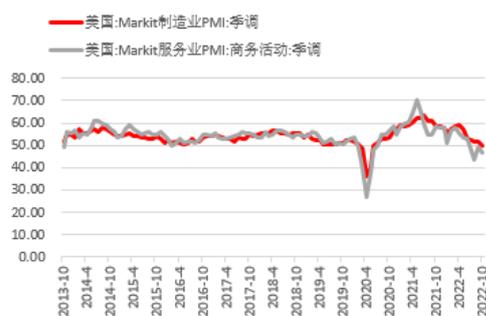
研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

## 一、国外宏观经济回顾展望

### (一) 美国：内需粘性挥之不去，衰退节点或将延后

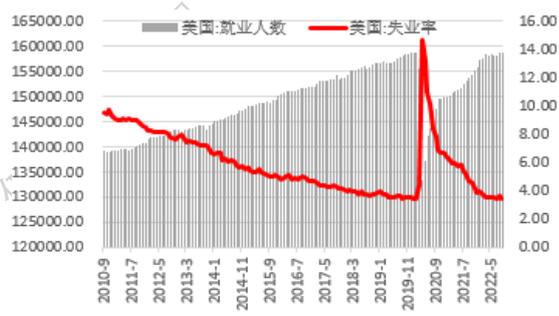
美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.9，低于预期的 51 及前值的 52，同时也是 2020 年 6 月后首次跌破 50 荣枯线。而服务业 PMI 初值则录得 46.6，远低于预期的 49.5 及前值 49.3 且为连续第四个月下降。10 月制造业新订单指数再次进入萎缩区间，在库存量大且通胀高企的背景下，客户订单开始下滑，且受强势美元的及全球经济衰退的影响，境外客户订单数量也有所下滑；而成本端受高利率及人工成本影响也有所上调。总的来看 10 月经济活跃度下滑速度较为明显，同时市场对经济前景情绪相较悲观。在需求端不断放缓的背景下，美国经济衰退的现象或愈加明显，而届时通胀水平或将进一步缓解。

图 1 美国 PMI 指数持续下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 总就业人数已超过疫情前峰值



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

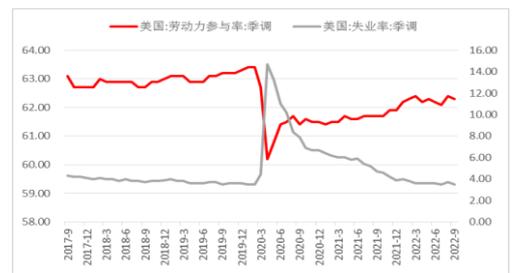
美国 9 月非农新增就业人数录得 26.3 万人，高于预期的 25.5 万人；而总就业人数也来到了 1.589 亿人，超过了疫情前的峰值。细分行业来看，9 月非农新增就业人员主要来自于服务业，整体延续了先前劳动力市场的恢复趋势。9 月失业率录得 3.5%，低于前值及预期的 3.7；而 9 月的劳动参与率也有小幅回调，录得 62.3%，前值 62.4%，上个月劳动参与率回升的迹象并未在本月延续。从 8 月的数据来看，劳动力市场供需不平衡的问题相对有所缓解，职位空缺数与失业人数的比例为 1.61，较 7 月的 1.79 有所下调。尽管如此，这个比例反映了劳动力市场仍处于严重的供需失衡的状况中，在职位空缺数较大的背景下职位空缺与失业人数比或在年底前难以回到相对健康的 1:1 水平。劳动力市场供需失衡的情况也近一步反映在了高涨的薪资水平上，9 月平均时薪录得 32.46 美元，较上月 32.36 美元有小幅提升，同比增速为 5.0%，较上月 5.2%有所放缓，而环比与前值相同。

图 3 新增非农就业仍由服务业主导



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

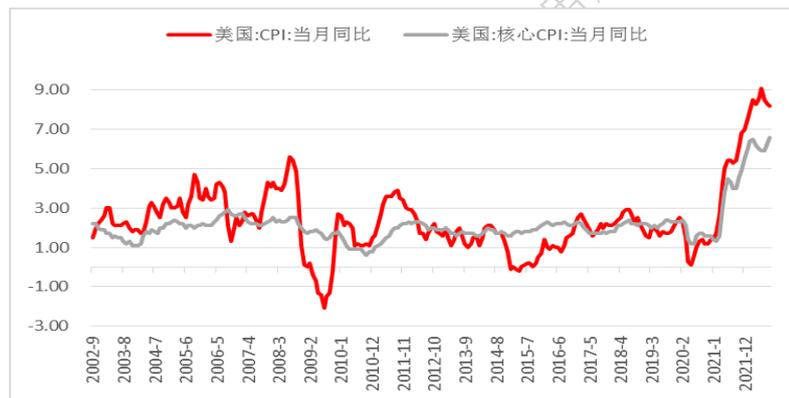
图 4 失业率及劳动参与率皆有下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

美国 9 月 CPI 同比上涨 8.2%，虽较前值 8.3% 继续回落但高于市场预期的 8.1%，而 9 月核心 CPI 则同比上涨 6.6%，高于前值及预期的 6.3%。9 月 CPI 的下滑仍受惠于能源价格的回落，然而总体服务价格的上涨使核心 CPI 大幅上调，在薪资不断上涨且内需水平强劲的背景下，美国通胀将难以在短期内有明显缓解。

图 5 整体 CPI 回落，但核心 CPI 再次超预期上涨



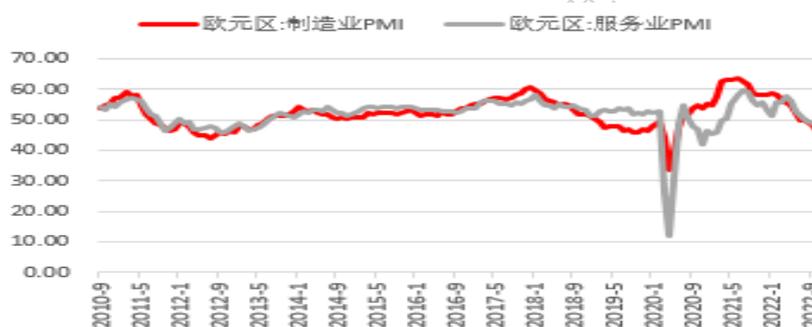
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

美国三季度实际 GDP 环比折年率录得 2.6%，为今年首次正增长，核心 PCE 物价指数则录得 4.5%，与预期相符。从细分项来看，服务类消费仍保持增长趋势，但商品消费则相对疲软，出口的增加及进口的下降也大幅拉动了本次 GDP 的增长。然而总体投资情绪低迷，且对利率较为敏感的住宅投资下滑则更为明显。GDP 数据较前两季虽有所好转，但细分板块的下滑或暗示着美国经济衰退正逐步逼近。在现有已公布数据显示美国劳动力市场仍久火热且通胀水平尚高的背景下，市场预计美联储在 11 月将再次加息 75 基点。然而月末经济数据反映美国需求水平或有所下调，外加数位美联储官员也接连释放了鸽派信号，市场认为在经济衰退的背景下，美联储将提早转鸽，然而倘若后继经济数据仍显示劳动力市场及通胀问题未得到解决，美国或迎来一波股债双杀的走势，而美元指数或重回先前高点。

## （二）欧元区：经济衰退愈加明显，欧央行或提早转鸽

欧元区 10 月制造业 PMI 录得 46.6，低于预期的 47.9 及前值 48.4，创下了 29 个月新低；服务业 PMI 初值录得 48.2，与预期相符但低于前值的 48.8，并也创下了 20 个月以来的新低。欧元区最大经济体德国的 PMI 数据再度大幅下滑，德国 10 月制造业 PMI 录得 45.7，低于预期的 47 及前值的 48，而服务业 PMI 录得 44.9，与市场预期相符但低于前值的 45。欧洲总体商业活跃度的再次下降无疑增加了市场对欧洲经济衰退的担忧，而令欧洲央行烦恼的通胀问题在 9 月也尚未有明显的好转。欧元区 9 月调和 CPI 同比上升 10%，高于预期的 9.7% 及前值 9.1%，继续创造新高，而核心调和 CPI 则同比上升 4.8%，高于预期的 4.7% 及前值的 4.3%。能源及食品价格的上涨仍为 9 月 CPI 上升的主要推手，9 月能源价格指数同比上涨 40.8%，食品、酒类和烟草价格指数则上涨了 11.8%。

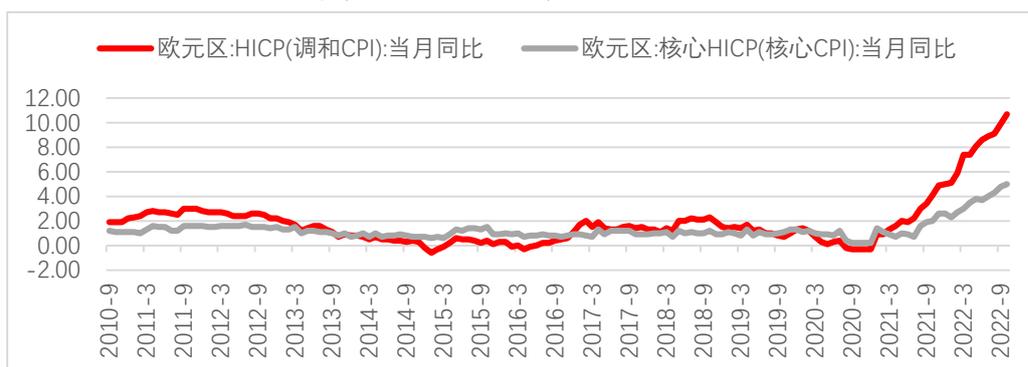
图 6 欧元区制造及服务 PMI 皆低于荣枯线



资料来源：wind，瑞达期货研究院

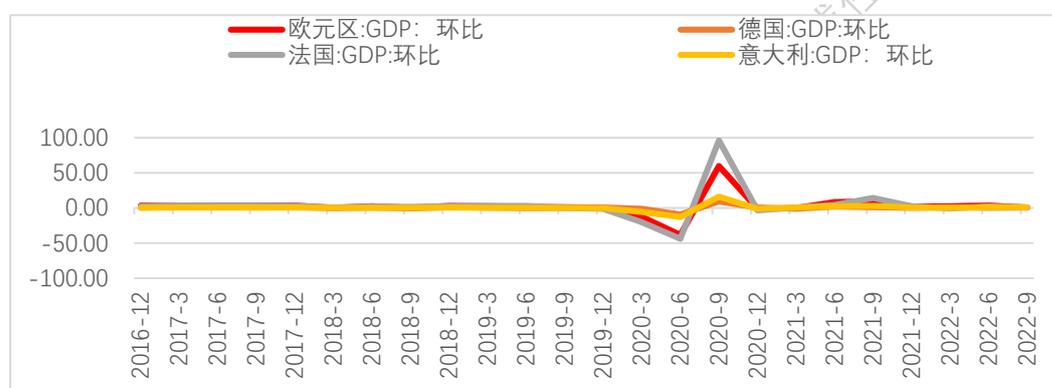
欧元区 8 月调和 CPI 同比上升 9.1%，高于预期的 9% 及前值 8.9%，继续创造新高，而核心调和 CPI 则同比上升 4.3%，高于预期及前值的 4%。欧洲能源供给受地缘冲突影响，8 月欧元区能源价格同比上涨 38.3%，虽较 7 月的 39.6% 有所回调但仍处于历史高位。能源价格上升所带来的通胀压力也进一步给予欧洲经济运行一定的压力，居民可支配收入持续下降，同时工业生产成本也逐渐提升。而在能源价格高涨的情况下，欧元区 9 月消费者信心指数录得 -28.8，创下了历史新低。

图 7 能源及粮食价格飙升导致欧元区通胀挥之不去



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 8 欧元区整体经济前景黯淡



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

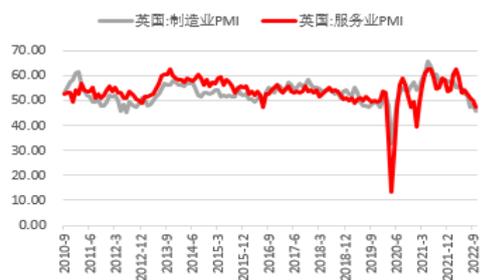
尽管 PMI 及通胀数据差强人意, 月底公布的德国三季度 GDP 环比 0 增长 0.3%, 高于预期的-0.2%及前值 0.1%。而在月底欧盟也达成联合采购天然气的协议来限制天然气价格的波动, 同时近期报道显示欧盟多国为即将到来的冬季也有所准备, 天然气补库存已达到总储量的 97%。消息放出后, 市场担心欧洲冬季天然气需求不及预期导致天然气价格下降, 而能源价格的下调将使欧洲多国的经济压力有所缓解; 倘若能源限价计划执行成功, 欧洲央行或将获得额外货币政策操作空间。

### (三) 英国: 政局动荡划上句点, 新政临危受命

英国 10 月制造业 PMI 录得 45.8, 远低于预期的 48 及前值 48.4, 为 2020 年 5 月以来的新低; 而服务业 PMI 录得 47.5, 低于预期的 49 及前值 50 的同时也落至荣枯线之下。在经历先前错误财政政策指引导致的金融市场动荡之后, 英国经济放缓程度加剧, 总体产出速度大幅下降。除经济活跃度以外, 英国的通胀数据也不容乐观, 英国 9 月核心 CPI 同比

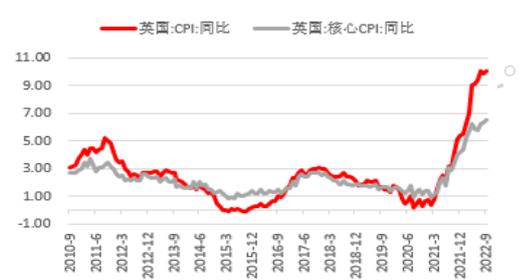
上涨 10.1%，高于预期的 10% 及前值 9.9%，而增速也来到了 40 年以来的最高水平；核心 CPI 则同比上涨了 6.5%，高于预期的 6.4% 及前值的 6.3%。与欧元区相似，9 月 CPI 上涨原因主要来自于食品价格的上升，食品和非酒精饮料价格在 9 月同比上涨了 14.5%，俄乌地缘冲突对欧洲粮食供应的影响也进一步反应在了总体价格通胀上。

图 9 英国综合 PMI 仍处于下行阶段



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 英国通胀水平加剧



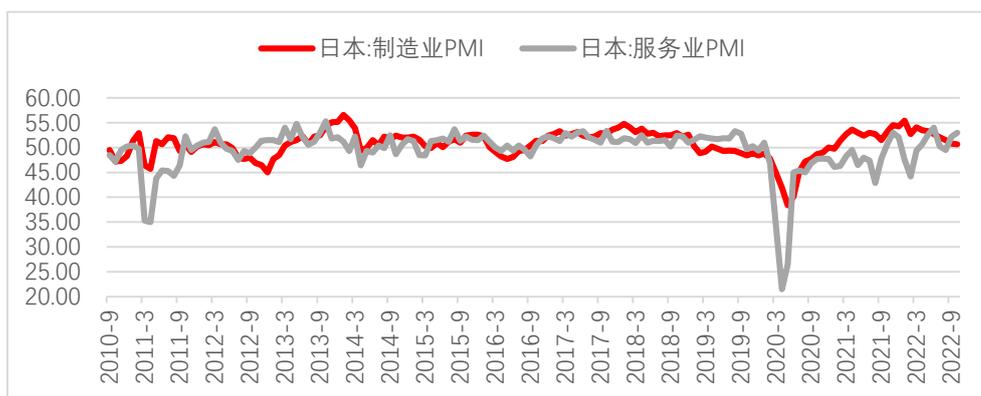
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

在新首相苏纳克上任后，英国养老金危机也暂时告一段落，然而英国的总体经济前景却并不乐观。在通胀高企的情况下，不少英国民众大幅减少食品及其他消费开支，GfK 消费者信心指数也仍维持于历史低位的 -47。目前英国财政政策与货币政策的决议将成为市场关注的重点。当前市场预期英国央行将再次加息 75 个基点来将基准利率从 2.25% 抬升至 3%，倘若加息幅度不如预期，财政削减计划规模或将获得一定缩减空间。

#### （四）日本：鸽派决心不变，外汇干预继续

日本 10 月制造业 PMI 录得 50.7，符合市场初值但低于前值的 50.8，10 月总体制造业产出及新订单大幅下降，在全球经济放缓外需减弱的情况下出口量进一步减少。日本失业率在 9 月录得 2.6%，较前值 2.5% 小幅提升。然而通胀方面，受日元不断贬值的影响，日本 CPI 在 9 月同比增幅达到 3%，与预期相符且高于前值的 2.8%，值得注意的是这也是 1991 年来首次突破 3%；剔除能源及食品的核心 CPI 同比上涨 1.8%，来到了 2015 年以来的最高水平。能源价格为日本 9 月通胀数据的核心驱动因素，而除此之外加工食品及家庭耐用品价格在 9 月也有所上涨，或侧面反映宽松货币政策下日本内需加强。

图 11 全球经济放缓导致日本出口订单减少



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

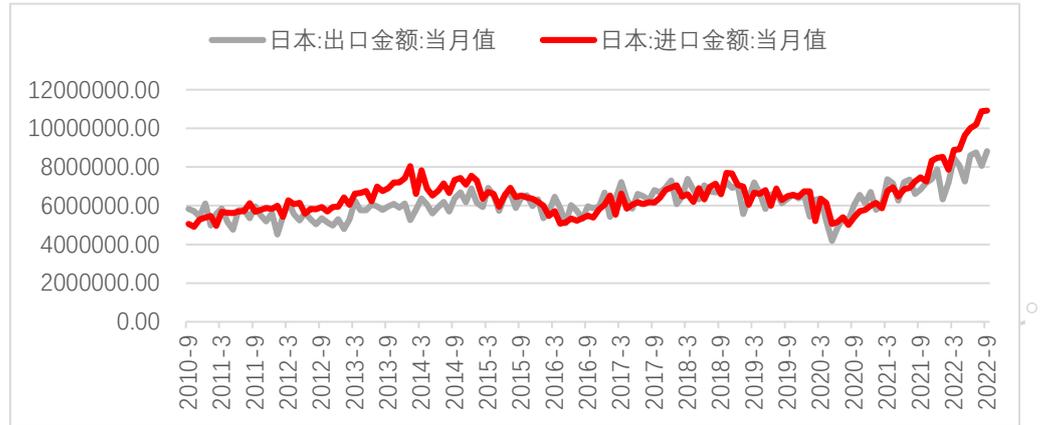
图 12 日元贬值外加宽松货币政策使日本通胀水平上升



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

在日元不断贬值的背景下，日本9月再次出现贸易逆差，贸易收支录得逆差6228亿日元。9月出口额同比增长13%，录得68412亿日元，进口额同比增长38.6%，录得74640亿日元。尽管日元不断贬值，贸易逆差连发，日本央行为继续刺激经济将保持宽松货币政策，而日本央行行长黑田东彦则表示在薪资涨幅达到3%以上且通胀水平长期高于2%之前，货币政策将维持宽松。而面对日元下行的压力，他指出适当的外汇干预将为日本央行赢得额外时间，而未来全球经济放缓后，市场预期的转变或将有利于日本央行的行动规划。

图 13 日元贬值导致贸易逆差扩大



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

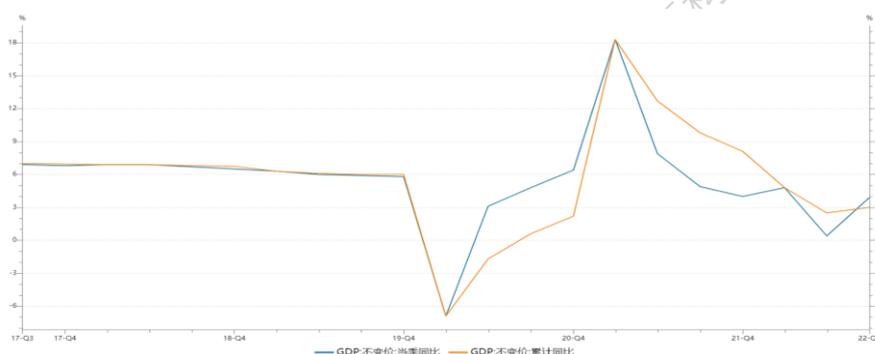
研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流使用, 不构成任何

## 二、国内宏观经济回顾展望

### (一) 三大产业逐步修复，总体水平稳步回升

三季度 GDP 同比增长 3.9%，较第二季度的 0.4% 显著改善。整体看，三季度经济稳步修复，第二产业的表现优于第三产业，政策支撑下的投资拉动特征更加明显，基建投资、制造业投资增速高位上行。三季度以来，二产的修复是经济数据改善的重要原因，第二产业增速同比增长 5.2%，改善幅度都好于第一、三产业。第二产业的修复主要受到财政支撑基建进而带动建筑业的回升，三季度建筑业增加值同比增长 7.8%，高于工业的 4.6%。三季度第三产业增加值同比增长 3.2%，相较于二季度 -0.4% 而言亦明显改善。

图 14 GDP 累计同比与当季同比



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 15 三大产业对 GDP 拉动



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

从需求端三驾马车来看，基建投资、制造业投资增速高位上行，拉升整体固定资产投资回升，尤其是基建中的电力投资、制造业中的高技术产业投资增速高于总体。消费温和修复，外需回落的环境下，出口增速受到一定抑制，而内需偏弱的国内环境中，房地产投资仍然

承压。九月份受疫情扰动，调查失业率逆季节性上升，其中外来务工人员受影响更大。结合二十大政策指引，预计四季度宏观政策或将继续发力，货币政策宽松态势持续，四季度GDP同比增速有望延续当前改善趋势。

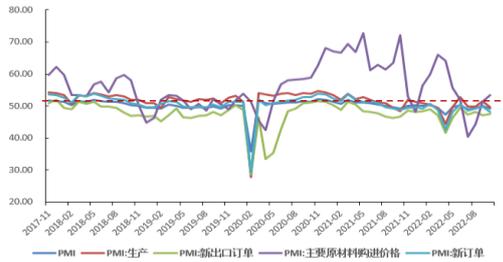
## （二）高能耗行业增速回落，制造业重回收缩区间

受国内疫情多发散发等影响，制造业景气度重返荣枯线以下。10月份制造业PMI录得49.2，比上月回落0.9个百分点，回落至临界点以下，恢复基础尚需稳固。制造业产需两端均有所放缓，生产指数和新订单指数双双走弱，分别较上月下降1.9和1.7个百分点，持续位于荣枯线以下，内需不足的现象依旧严峻。同时，与生产端趋势相一致，企业原材料采购力度减弱，采购量指数回落与临界线下，制造业市场气氛转冷；新出口订单已连续十八个月处于收缩区间，外需压力较为明显，后续或将在外贸数据中体现；10月主要原材料购进价格指数录得53.3，较上月上升2.0个百分点，出厂价格指数上升1.6个百分点，主要是受近期国内煤炭、钢铁价格边际上行影响，基建作为经济的重要抓手，表现亮眼，相关商品价格持续上行。中、小企业PMI持续受成本高涨影响，经营压力仍大，景气度水平为48.9和48.2，比上月下降0.8和0.1个百分点，继续位于临界点以下。但大型企业保持扩张，其生产指数为51.3，连续6个月高于临界点，不同规模企业经营分化明显。

全国疫情持续反复，服务业市场活跃度减弱，景气度回落至47.0，较上月下滑1.9个百分点。而建筑业PMI指数虽较上月回落2个百分点至68.2，但始终位于高景气区间，支撑整体非制造业景气水平，反映出基建稳增长力度较大。

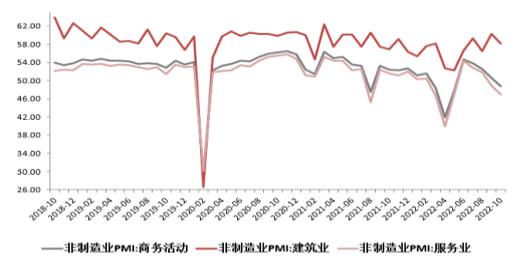
总的来看，目前我国经济下行压力依旧比较明显，内需疲软是关键。后续随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加一揽子稳增长政策逐步显效，我国经济料企稳回升。但需要注意的是，就业压力增大，10月从业人员指数降幅进一步扩大，问题较为明显，后续政策目标仍要以稳就业为主。极端气候影响已逐步褪去，建筑业施工进度或将进一步加快，在基础设施建设持续推进的背景下，为稳增长提供有力支撑。

图 16 制造业 PMI



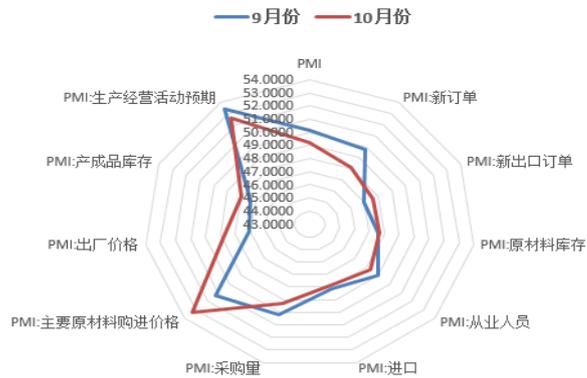
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 服务业扩张幅度小幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 制造业 PMI 细分项对比

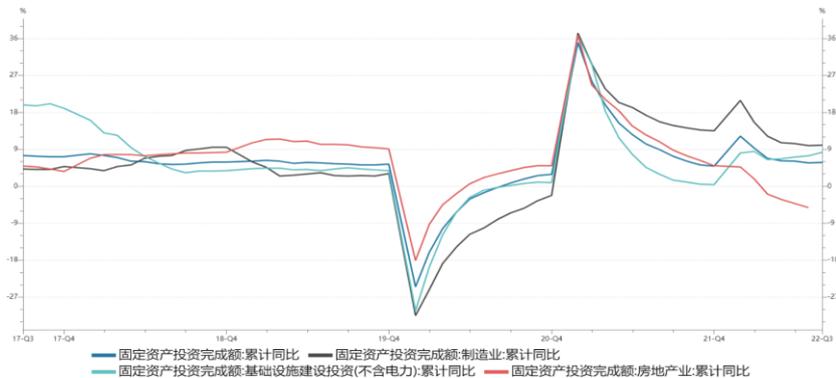


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### (三) “金九银十” 到来，基建、制造业延续扩张

今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至九月，固定资产投资同比增长 5.9%，涨幅小幅上涨 0.1 个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅持续扩大。在经济下行压力大的前提下，后续仍将继续大概率因城施策。

图 19 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

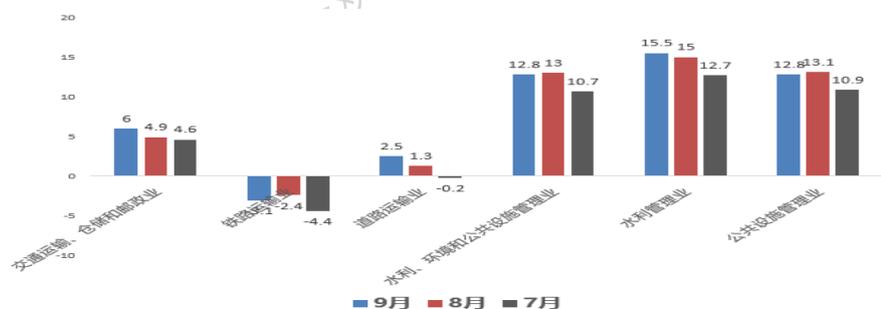
## 1. 基建是今年经济增长的重要动力源

九月基建投资增长 8.6%，高于八月的 8.3%，资金、项目双重松绑推动落实下，九月基建投资延续上涨态势。水利和公共设施管理业延续八月份较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。“金九银十”传统旺季的到来也对基建施工进度起到促进作用。

基于今年财政政策前置这一背景，2022 年新增地方专项债已发行基本结束，后续由于缺乏了大规模政策性资金流入，基建投资增速或有所回落。就前三季度数据看来，要完成全年 5.5% 的经济增长速度仍还有些差距，因而作为传统重要抓手的基建，接下来政府仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，从而达成稳经济这一目标。

今年政府专项债发行进度已基本发行完毕，考虑到专项债发行到资金使用一般不超过六个月，四季度基建产业链对经济的支撑有望进一步见效。预计全年基建增速将表现较好，若之后提前下达明年新增专项债额度，那么基建增速将进一步走高，或达两位数涨幅。需要注意的是，此轮基建投资显著上涨有别于 2009 年四万亿投资，新基建对于工业品价格的支撑或有所弱化。并且财政收入受留抵退税影响总体表现较为疲软，赤字空间有限，财政端或面临较大压力。

图 20 基建投资细分项



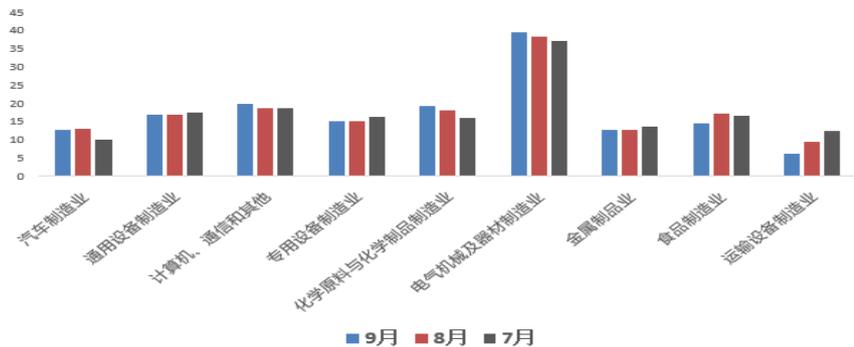
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## 2. 高新技术、基建相关制造业提振制造业投资增势良好

高新技术、基建相关制造业提振制造业投资重回两位数涨幅。九月制造业投资增长 10.1%，较上月小幅上涨 0.1%，前期出口高增行业（如新能源、汽车行业等）以及一些基建制造业（光伏）改善明显，叠加去年同期基数回落，制造业投资增速再度走高。高技术产业投资依旧亮眼，同比增长 20.2%，其中高技术制造业投资同比增长 23.4%，较上月进一步

提速，是推动经济结构转型升级的重要驱动力。

图 21 制造业投资细分项

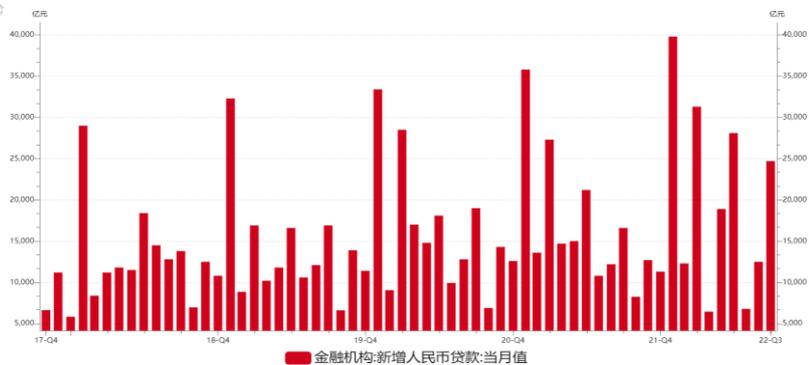


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心反弹，实体需求回暖，这在本月企业中长期贷款数据中也有所体现。此外，政策性工具是使得本月企业端信贷整体呈现回暖趋势的主要原因。根据国开行以及农发行数据来看，截至9月底，政府下达的6000亿政策性金融工具投放完毕。完成时间距离第二批政策性开发性金融工具新增3000亿不足一个月，新增额度已全部完成投放，因而9月相关配套贷款需求较为旺盛。

总体来说，制造业投资数据持续亮眼，主要因为两点：一是前期出口的高景气。前期出口高增长的新能源、汽车、化工等行业投资增速改善幅度较多，这与工业增加值增速走势也相一致；二是稳增长相关政策拾逐步落实。如国务院523会议推出了6方面33项稳经济等措施，抬升企业生产信心。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资仍是固投主要动力，高新技术行业是重心。随着低基数效应消退，外加疫情反复及出口增速的逐渐下行，整体制造业投资上行空间或受到制约，后续同比增速或将回落。

图 22 新增企业中长期贷款

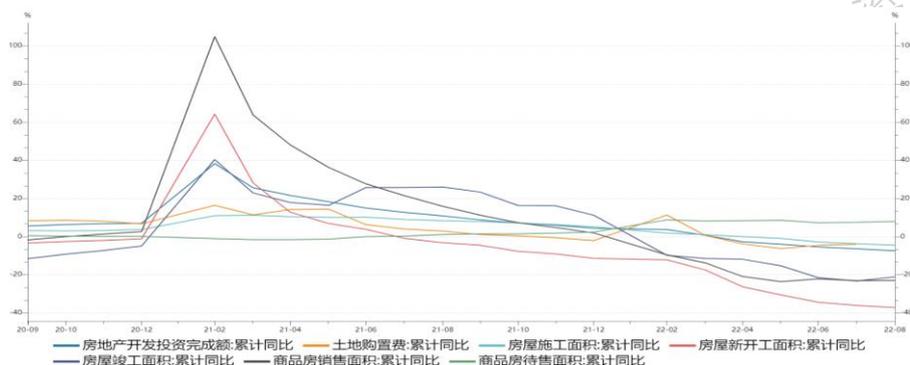


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

### 3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持

九月我国房地产开发投资下降 8.0%，连续六个月负增长且降幅持续扩大。商品房销售面积、购置土地面积、施工面积、新开工面积等指标累计同比表现不佳，但值得注意的是，九月份房屋竣工面积累计同比降幅缩窄 1.2 个百分点至 19.9%，在“保交楼”政策下竣工进度加快。除此之外，截至 10 月 23 日，土地成交溢价率均值也进一步回落至 2.02%，反映出房企拍地需求减弱，地产市场继续降温。

图 23 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

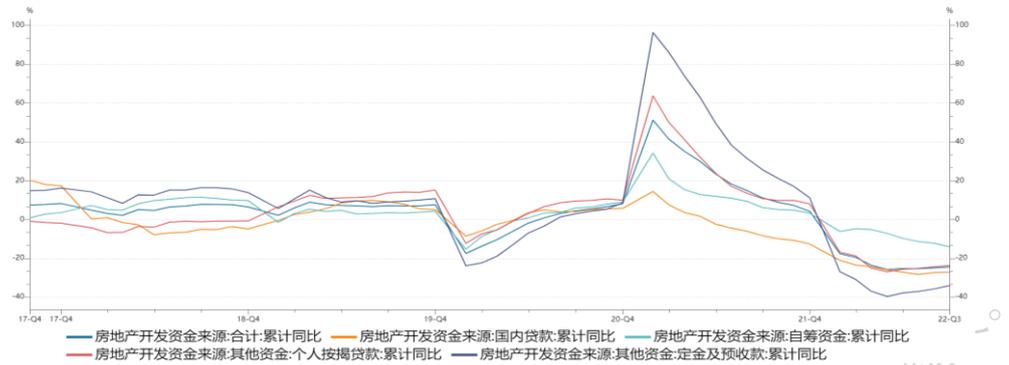
图 24 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

九月我国房地产开发资金同比下降 24.5%，虽小幅回升，但已连续六个月到达 20 个百分点以上的降幅，房地产市场总体较冷清。从具体分项中可以看到，来自个人贷款以及银行贷款的同比降幅分别为 23.7%、27.2%，房企面临的资金压力依然不小，侧面反映出居民购房的意愿不强，居民更愿意将资金放在储蓄上，这一点也可以从本月的新增居民中长期贷款数额得到印证，居民中长期贷款依然呈现同比少增的情况，这也意味当前地产尚未回暖，居民对楼市的信心未能提振因而购房意愿不足，导致居民中长期贷款需求不足。

图 25 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）

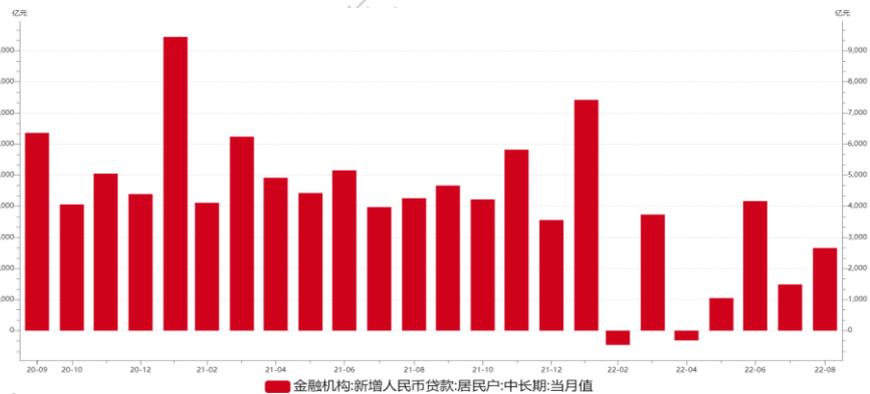


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

政策端需进一步发力，因城施策持续实施。十一前后政府进一步针对房市出台相关政策，如下调首套个人住房公积金贷款利率、居民换购住房退税优惠等，但对房地产作用较为有限，市场整体疲态未改，后续静待政策效果显现。

总体来看，九月份房地产投资表现延续弱趋势，多指标均下行，使得房地产市场持续承压。从金融数据来看，居民购房意愿虽有改善但总体不及往年同期水平，预计四季度地产投资增速将继续低位运行，大幅度回升的可能性不大。

图 26 新增居民中长期贷款

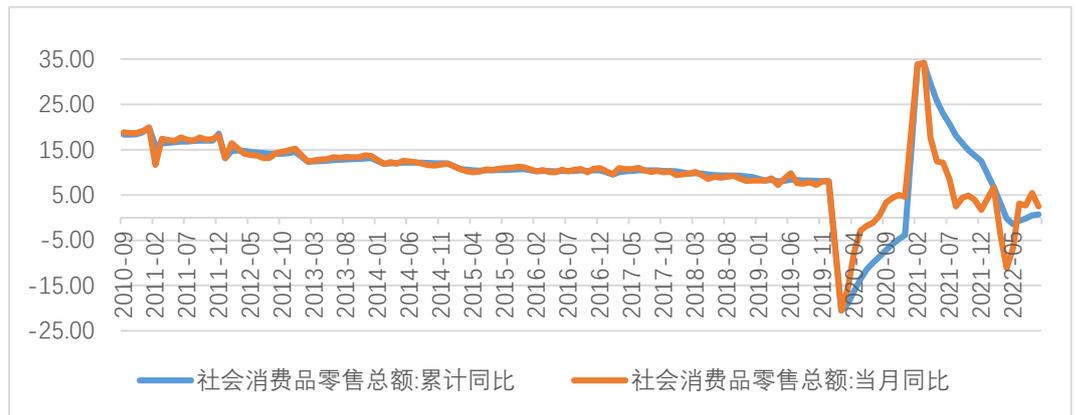


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

#### （四）消费整体处于偏弱修复，地产持续低迷

前三季度，社会消费品零售总额 320305 亿元，同比增长 0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 287131 亿元，增长 0.7%。9 月份，社会消费品零售总额 37745 亿元，同比增长 2.5%，增速有所回落存在基数扰动的影响。其中，除汽车以外的消费品零售额 33532 亿元，增长 1.2%。

图 27 社会消费品零售总额增速

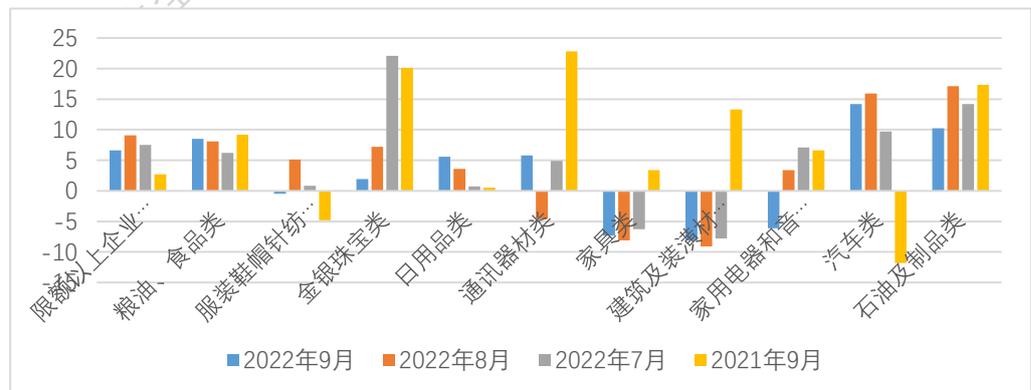


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

具体来看,九月份疫情多地散发,对餐饮、零售和出行等线下消费方面产生一定冲击,消费复苏节奏较慢。九月餐饮收入同比增速再度转负,当月同比下降 1.7%,较八月份下降了 10.1 个百分点,石油及制品类九月同比增速为 10.2%,较上月下降了 6.9 个百分点,结合能源价格因素,石油制品消费实际偏弱。九月汽车零售额同比增速小幅回落至 14.2%,除汽车以外的消费品零售额同比增长仅为 1.2%,限额以上企业商品零售总额当月同比增长 6.6%,高于社消总体增速,反映出汽车品类的高增长仍是消费增速回升的主要贡献项。

其他限额以上商品中,粮油、食品类和日用品类消费等必需消费当月同比增速仍处于较高增速水平;烟酒类、服装类和石油制品类等出行相关消费受到疫情限制增速明显回落,金银珠宝类等可选消费增速也较大幅度回落。此外,与房地产相关性较强的家具类和建筑及装潢材料类消费当月同比增速较八月降幅减小但仍同比下降,家电类当月同比增速由正转负,九月增速为-6.1%,侧面反映了地产链消费仍偏弱。

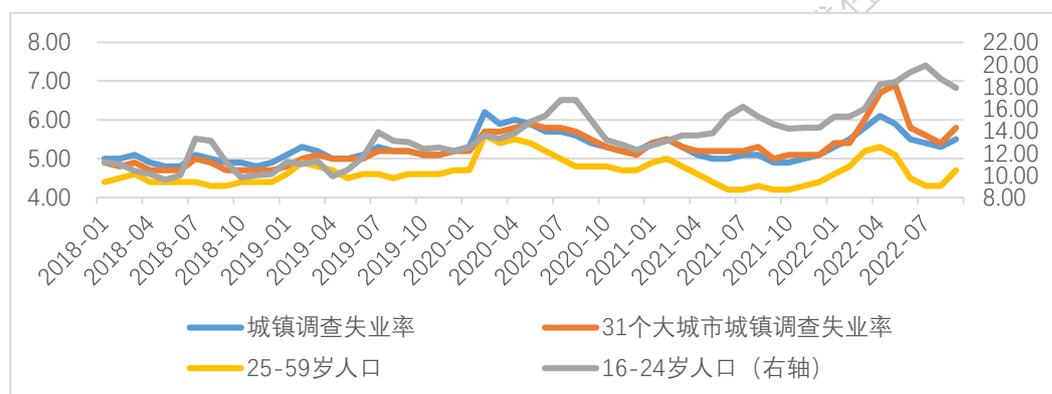
图 28 社零总额分项: 当月同比



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

从就业角度看，九月份，多地疫情散发对就业产生一定影响，失业率有所回升但结构好转。城镇调查失业率为 5.5%，较上月上升 0.2 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率为 5.8%，较上月回升 0.4 个百分点。具体来看，25-59 岁调查失业率较八月上升 0.4 个百分点至 4.7%，但青年人群的就业压力有所缓解，7 月 16-24 岁调查失业率创下新高至 19.9%，青年人群劳动力失业率连续两个月回落至 17.9%，八月份为 18.7%。央行全国城镇储户调查问卷显示就业感受指数降至 36.4%，创下十年来新低，因而就业局势的持续回暖需要进一步落实稳就业政策和加大稳就业力度，预计后续随着工业生产回暖、企业活力提升叠加稳就业政策发力，我国就业形势将保持稳定。

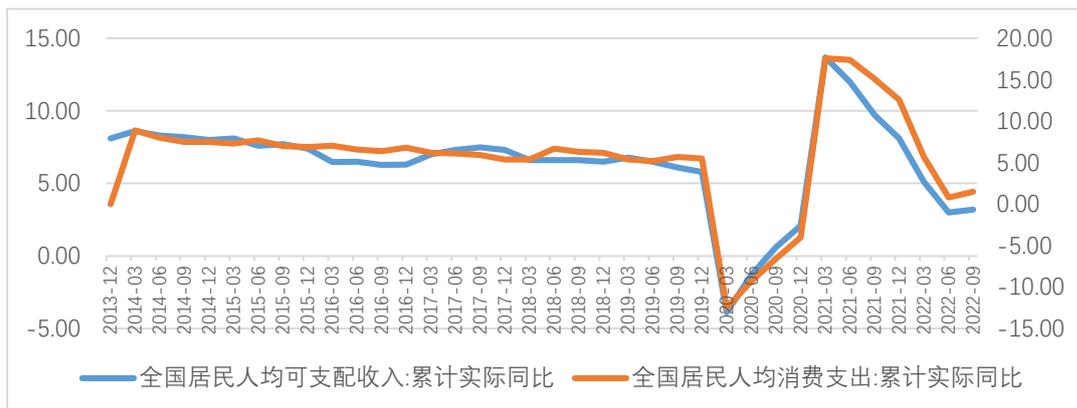
图 29 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

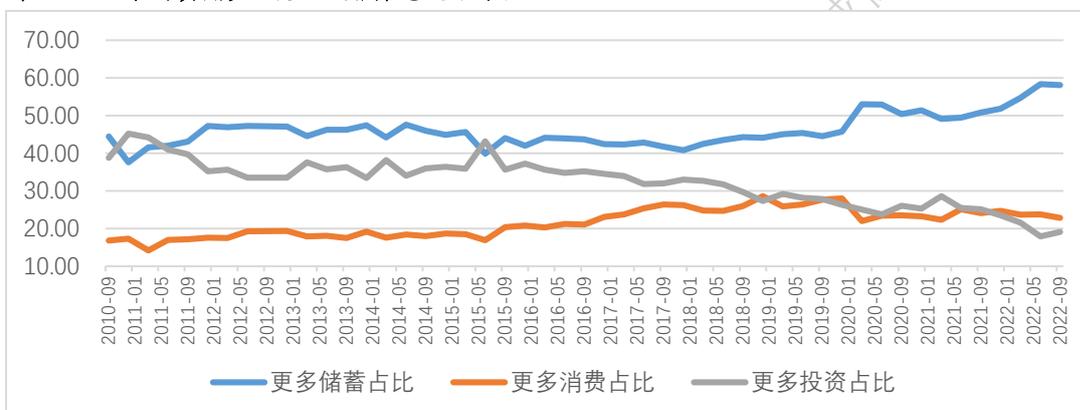
收入支出角度来看，前三季度，全国居民人均可支配收入 27650 元，同比增长 5.3%，扣除价格因素实际同比增长 3.2%，前三季度实际同比增长较上半年增速上升 0.2 个百分点；同时全国居民人均消费支出 17878 元，扣除价格因素实际同比增长 1.5%，较上半年居民消费增速显著回升，其中，城镇居民人均消费支出增速降幅缩窄至 0.2%，预计将支撑四季度消费逐渐回暖。此外，三季度央行储户问卷调查中的“更多储蓄占比”小幅回落至 58.1%，但仍处高位，受到疫情较大冲击居民消费意愿受损明显，家庭消费较为谨慎。当前居民消费能力、收入预期和消费意愿等方面受疫情冲击尚未恢复，消费增速短时间内快速修复的基础并不稳固，但在疫情逐渐好转和和相关消费政策的激励下，消费需求有望逐渐修复。

图 30 居民人均可支配收入及消费支出：实际累计同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 31 全国城镇储户调查：储蓄意愿较强



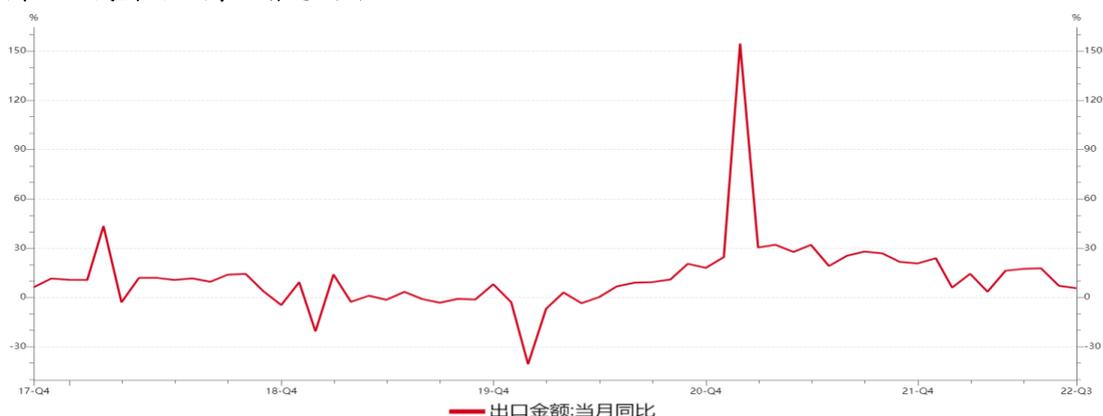
资料来源：wind，瑞达期货研究院

## (五) 进出口超预期回落，需求端持续显疲软

### 1. 海外购买力受挫明显，后续或回归常态

我国9月出口金额为3227.6亿美元，前值3149.2亿美元，同比增长5.7%，增速大幅回落并低于市场预期。在我们看来，近期出口数据连续走弱主要有三点原因：一是新兴经济体的制造业持续大幅改善，使得我国出口订单有一定流失，替代效应减弱，降低了欧美国家对我国的进口需求。二是去年基数走高所引起的下行压力。去年7月至9月出口同比增速逐步抬升，使9月出口数据承压。三是我国需求仍处于缓慢复苏阶段，后续随着我国政府稳增长等一系列配套措施逐步见效或有所改善。

图 32 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

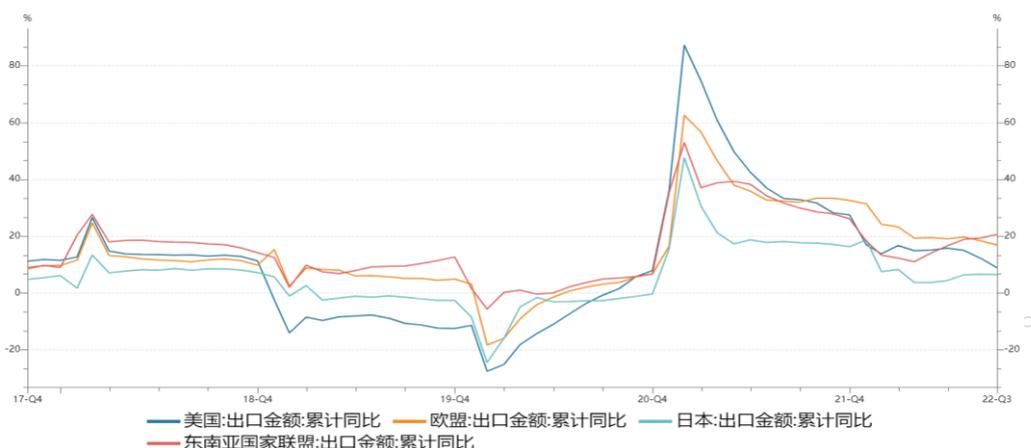
图 33 我国制造业新出口订单指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，中国对欧美日出口增速均有所下降，对美国出口回落幅度尤其明显。9月我国对美国出口增速继续回落4个百分点至-7.8%；对欧盟、日本出口同比增速分别-5.49%、-7.8%、-1.82个百分点。值得注意的是，9月对东盟出口当月同比增速为29.49%，较8月扩大4.36个百分点，主要是由于新兴经济体的工业生产快速修复带动需求走强，经济韧性较好，衰退预期比起发达国家来说较弱；而发达国家中，受全球衰退预期升温影响，外需较为疲软，使得我国出口增长放缓。

图 34 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看, 9 月手机、汽车是我国出口整体增速的主要贡献项, 涨幅较上月进一步扩张。具体来看, 9 月汽车出口数量同比增长 51.6%, 金额同比增长 64.6%, 量价齐升, 海外经济衰退的预期下, 推动了我国汽车产业高速发展; 手机出口数量同比下降 9.9%, 出口金额同比增长 6.7%, 量跌价升特征明显, 说明手机行业正向高端化转型。8 月铝材和钢材出口增速受海外生产下行影响较 8 月有所下滑, 但仍维持高位。除此之外, 9 月份传统消费品出口总体较弱。服装、鞋靴、箱包累计同比增速分别较 8 月-2.2、-2.9、-0.8 个百分点, 全球经济衰退预期的加强导致海外居民购买力及需求持续下降, 在海外各经济体央行持续加息的背景下, 中长期看或继续维持这一趋势。

总的来看, 由于全球经济衰退预期升温引发的外需受挫, 叠加我国内需的缓慢复苏, 本月我国出口增速进一步超预期回落, 新兴经济体接力欧美国国家支撑我国出口保持韧性。展望未来, 替代效应力度料逐步减弱, 部分将向新兴经济体转移, 此前因疫情所推动的高出口增速或逐步回归常态。此外, 大宗商品等原材料价格普遍回落或将导致我国大宗商品出口增速也有所回落。

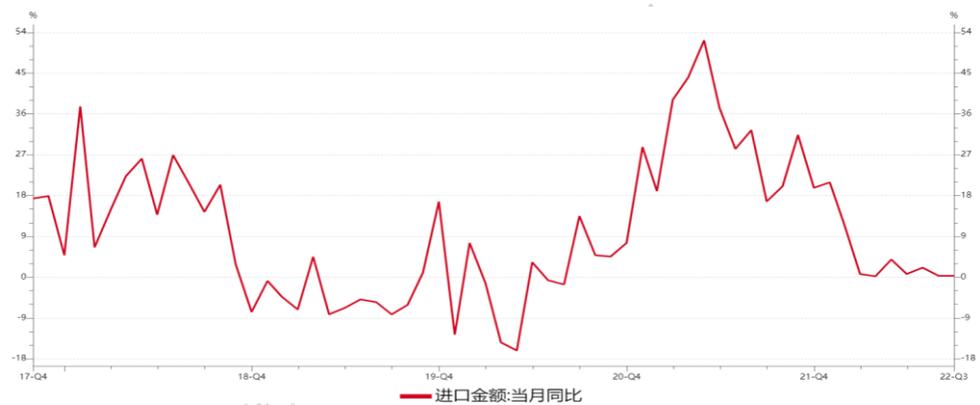
## 2. 内需修复进程缓慢, 进口延续量价齐跌

9 月份, 我国进口 2380.1 亿美元, 同比增长 0.3%, 预期增长 0.0%, 前值增长 0.3%。相比于此前进口增速迅速回落, 9 月份我国进口与上月持平, 有所企稳, 但总体依旧不乐观。结构上看, 铁矿砂、原油以及成品油同比延续下行。9 月进口数据延续了此前的量价特征, 价格仍是进口增速的主要贡献项。而由于当前大宗商品价格震荡向下, 主要进口产品

价格降低，且数量回落的情况尚未得到改善，价格降低最为直接的后果就是进口金额的明显回落。数量方面，9月原油、煤、天然气等主要进口大宗产品数量上较上月小幅增加，反映出在俄乌冲突长期化的影响下，全球能源危机尚未结束，国内能源保供稳价持续面临压力。而累计同比增速有所回落，主要是受去年较高基数影响。价格方面，月中旬开始国际农产品价格出现一定反弹，导致农产品对我国进口的拉动提升。需要注意的是，进口数量增速疲软反映的当前内需总体仍然不足。

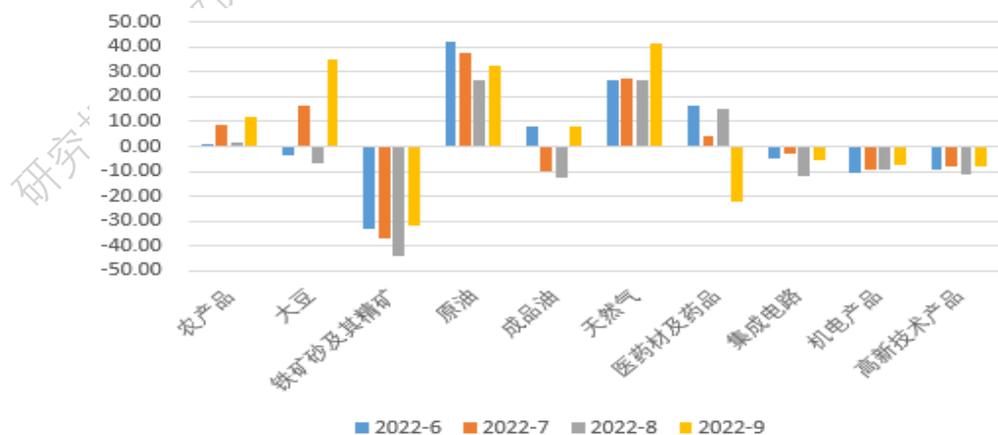
在全球经济衰退预期加深、货币政策全面收紧的背景下，能源、原材料等大宗价格从中长期趋势上看或逐渐回落，这将有助于国内 PPI 价格指数进一步下调，缓解生活资料价格抬升对通胀的影响，但对于进口金额增速，将造成一定量的拖累，叠加去年高基数效应，总体进口增速料低位运行。

图 35 我国进口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 36 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 37 进口商品价格指数（上年同月=100）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （五）季节性因素提振食品项，然终端需求仍偏弱

#### 1. 生猪惜售情绪浓烈，食品项引领通胀水平升温

9月CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.8%，均较上月小幅回升，主要是受整体食品项价格上行带动。其中，猪价、菜价涨幅回升最为明显，其余部分食品价格也受节日期间消费需求增加提振。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比增速较上月回落0.2个百分点，位于一个较为温和的水平，说明终端消费端通胀压力依旧处于可控区间，但同时也显示终端需求仍旧偏弱。

图 38 核心物价依旧平稳



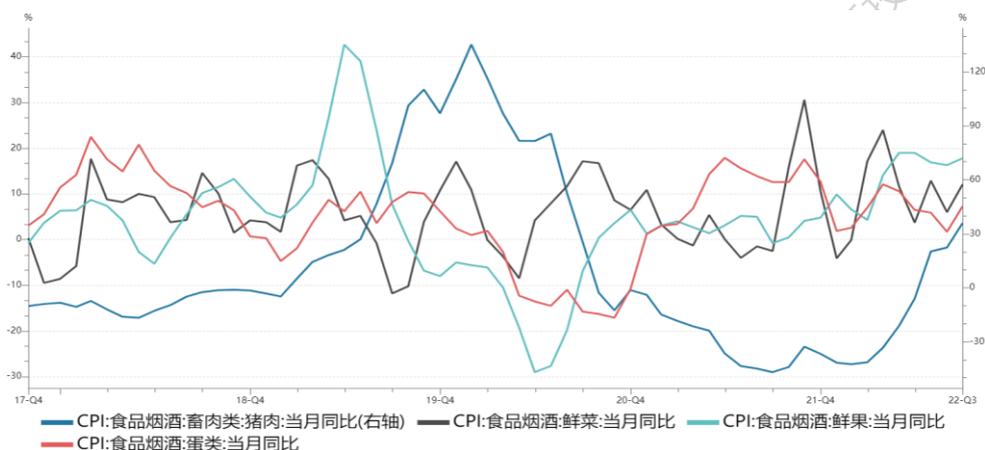
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，9月食品价格同比上涨8.8%，涨幅比上月扩大2.7个百分点，影响CPI上涨约1.56个百分点；环比上涨1.9%，涨幅比上月扩大1.4个百分点，影响CPI上涨约0.35个百分点。

猪肉价格上涨的预期下部分养殖户压栏惜售情绪加重，加之猪肉消费需求季节性回升，

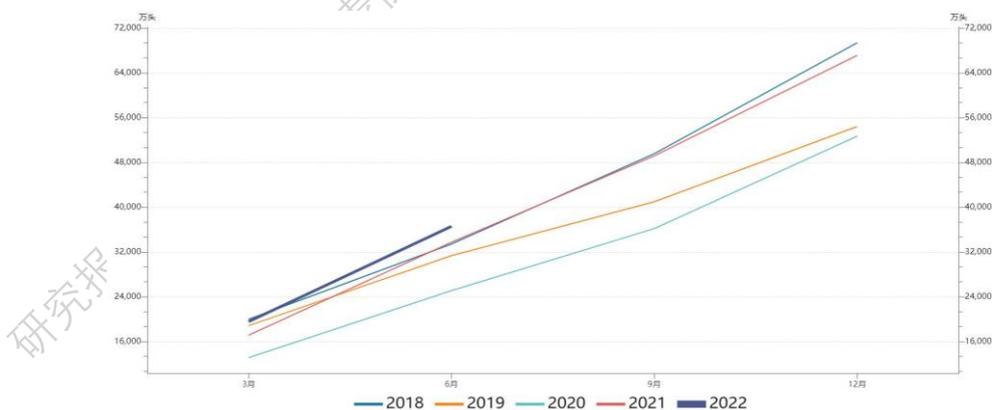
猪肉价格有所回升，从而带动食品项走高。9 月份猪肉价格上涨 36.0%，涨幅比上月扩大 13.6 个百分点；而从环比价格来看，本月上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 5.0 个百分点，猪价上行趋势再度上扬。具体来看，由于生猪产能逐步调整，国内养殖场生猪出栏量降低，出栏情绪减弱，部分养殖户压栏惜售，生猪供销总体偏弱；而从需求端来看，主要是受季节性因素影响，食品消费回升，并且这一趋势有望维持下去。展望四季度，中央料将冻猪肉储备投放到市场中，通过调节供给端从而达到供需平衡这一目标，同时由于本轮周期生猪产能去化相对温和，因此猪肉价格有望维持稳定。

图 39 猪肉、菜价显著上涨带动总体食品价格走高



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 40 猪肉出栏量持续恢复



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，菜价影响力较强。9 月受南方高温干旱天气影响，导致部分蔬菜产量下降，供给受到影响；且局部地区物流交通受阻，总体供应快速回落，需求与供应不匹配，导致鲜菜价格较上月有所回升，全月平均价格上涨 6.8%，涨幅比上月扩大 4.8 个百分点。

但从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格已从8月下旬高点回落，但9月平均价格略高于上月。接下来，从供应端看，高温干旱气候影响料逐步减弱，利于鲜菜供给增加；而从需求端看，传统消费旺季即将到来，加之居民物流改善，总体需求也将有所好转。此消彼长下，鲜菜价格料在区间内震荡向上。

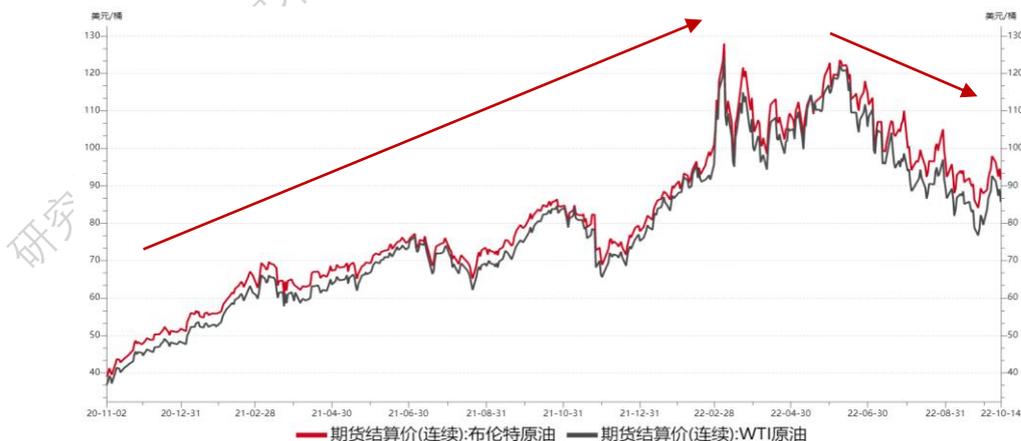
图 41 蔬菜价格已从高点回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，9月非食品价格环比由上月下降0.7%转为持平，依旧位于近十年低位水平。其中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降1.2%和1.3%。服务价格由上月持平转为下降0.1%，其中受暑期结束及疫情散发影响，跨区域出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别下降9.9%、2.9%和1.3%。疫情及油价下跌共致非食品价格环比表现不佳。

图 42 原油价格震荡下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

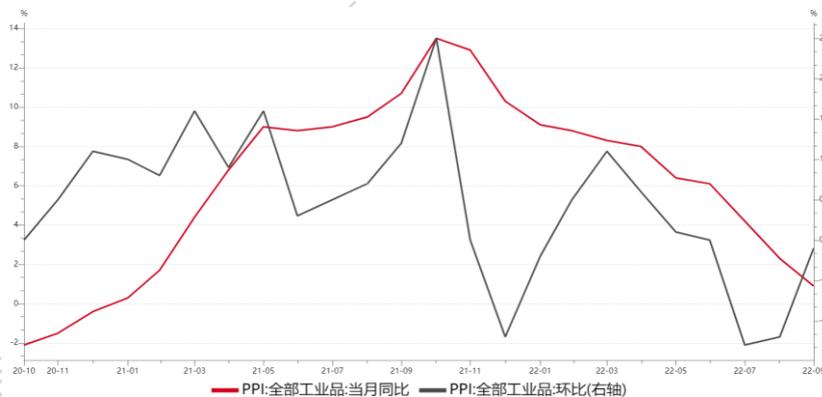
总体来看，猪肉、鲜菜价格涨幅的反弹，促使我国通胀水平再度升温，这与年初设定

的 3%政策目标线已逐步接近，若通胀维持这样的上涨趋势，那么对货币政策工具箱的相机抉择空间以及货币政策和财政政策、产业政策的配合空间来说可能将有所抑制。但由于消费恢复进度仍较为缓慢，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅甚至较上月回落 0.2 个百分点，核心通胀表现平稳，但同时这也显示出终端需求保持偏弱。后续随着消费端持续改善，叠加猪周期的共同作用下，CPI 料将缓慢上涨。

## 2. 能源价格下调外加内外需偏弱，PPI 增速持续放缓

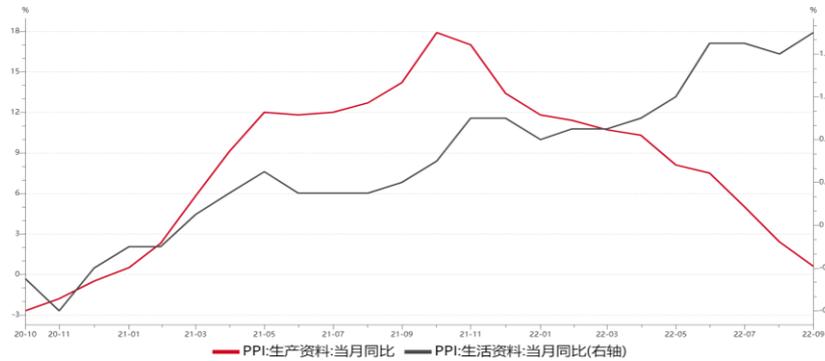
我国 9 月 PPI 同比上涨 0.9%，涨幅比上月回落 1.4 个百分点；从环比看，9 月 PPI 下降 0.1%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。生产资料延续了上月的放缓趋势，同比上涨 0.6%，较上月下降 1.8 个百分点，环比下降 0.2%。采掘、原材料、加工环比价格降幅均有所收窄。生活资料同比上涨 1.8%，而环比则由跌转涨，环比上涨 0.1%，较上月回升 0.2 个百分点。从细分类别来看，衣着及一般日用品价格较上月均无变化，耐用消费品环比由下降 0.4% 转为持平，而食品环比则上涨 0.3%。PPI 总体的下滑或印证了目前内外需求放缓的现象，而在全球经济持续衰退的预期下，未来 PPI 放缓趋势或将愈加明显。

图 43 PPI 涨幅持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 44 上游压力已逐步传到至中下游

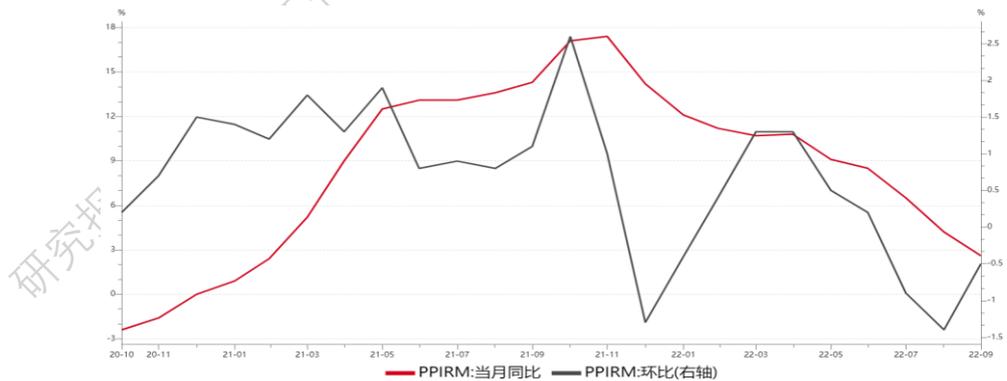


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

细分行业看,受国际原油价格下行影响,国内相关行业价格下降,其中石油和天然气开采业价格环比下降 3.8%,化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业价格也均小幅下降。基建投资项目进一步加速,保交楼进度也逐步推进,提振黑色金属、水泥等相关行业价格,使其降幅均有所收窄。其中黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅收窄 2.4 个百分点,有色金属冶炼和压延加工业价格降幅收窄 1.9 个百分点。而受季节性因素影响,储煤需求提升,煤炭开采和洗选业价格由下降 4.3% 转为上涨 0.5%。

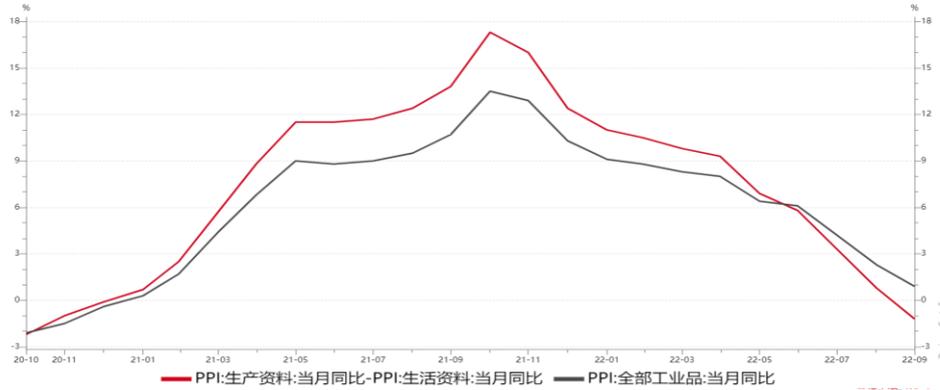
工业生产者购进价格同比增长 2.6%,较前值有回落,主要是市场需求放缓所导致;环比下降 0.5%,降幅小幅回升,价格下降速度减缓。细分类别来看,燃料、动力类价格受国际能源价格下降的影响继续回落,但降幅有所收窄,环比下降 0.6%。

图 45 生产者购进价格受能源价格下调及需求影响进一步下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

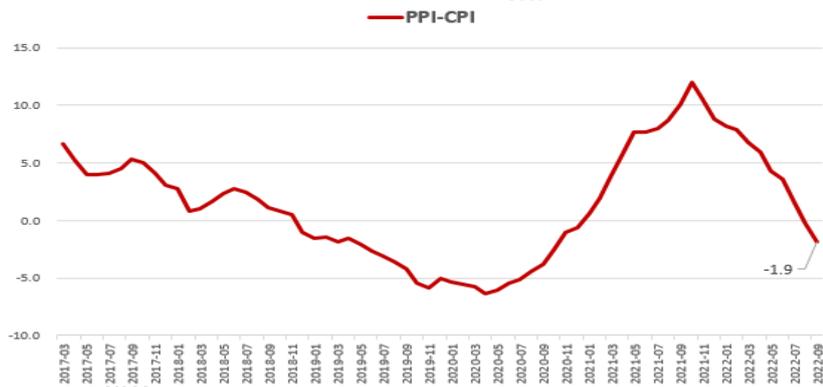
图 46 生产、生活资料剪刀差持续缩减



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

未来在国际油价持续下调且全球经济下行的情况下，PPI 数据增速或维持当前放缓趋势。同时国内房地产低迷状况难以在短时间内完全好转，且钢材去库存现象或将延续，外加内外需求较弱的情况尚存，整体大宗商品出厂价格或将持续受到影响。

图 47 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### 三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

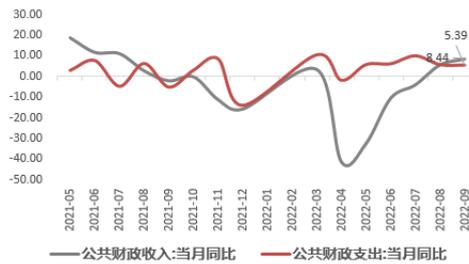
#### （一）财政政策：稳就业为主要目标

前三季度全国一般公共预算收入 153151 万亿元，同比下降 6.6%，降幅较上月收窄，扣除留抵退税因素后增长 4.1%，总体趋势小幅好转，与金融数据相一致。其中，税收收入 124365 亿元，扣除留抵退税因素后增长 1%；非税收入 28786 亿元，比上年同期增长 23.5%，涨幅继续扩大 2.3 个百分点。受前期减税退税影响，收入端累计同比增速仍为负增长，但随着大规模留抵退税集中退付任务已在 8 月基本完成，不再拖累税收收入，后续同比增速有望回正。值得关注的是，个人所得税当月同比增速 9.1%，维持亮眼表现，仍为财政收入支撑项。

财政支出继续发力，但幅度有限。至 9 月份，公共财政支出 190389 亿元，比上年同期增长 6.2%，增速小幅回落。从支出结构来看，教育、社会保障和就业等民生相关仍为重点，而基建类项目支出有所回落。单从 9 月来看，卫生健康、社会保障和就业、教育三个民生相关领域支出同比分别增长 24.6%、10%和 7.8%。其中，卫生健康支出增速较上月加快 13.0 个百分点，或与加大疫情防控投入有关，而稳就业、保增长、保民生一直是重中之重。可以看出，基建融资更多是受政策性因素影响，后续随着随着 5000 多亿元专项债结存限额在 10 月基本发行完毕、待落地使用，财政支出或有所回升，但基建支出或难以延续上半年的强度，将一定程度上影响经济恢复进度。

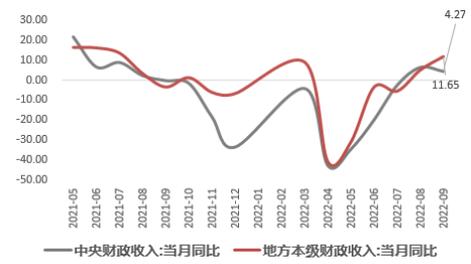
今年以来，财政收入受经济下行及留抵退税等政策影响，同比增速收缩幅度较为显著；而支出段为了缓解经济下行压力，同时保民生、保就业、保底线，财政前置特征明显且力度较大。接下来，财政政策发力或将继续依靠准财政工具。

图 48 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 地方财政收入同比增速 (%)

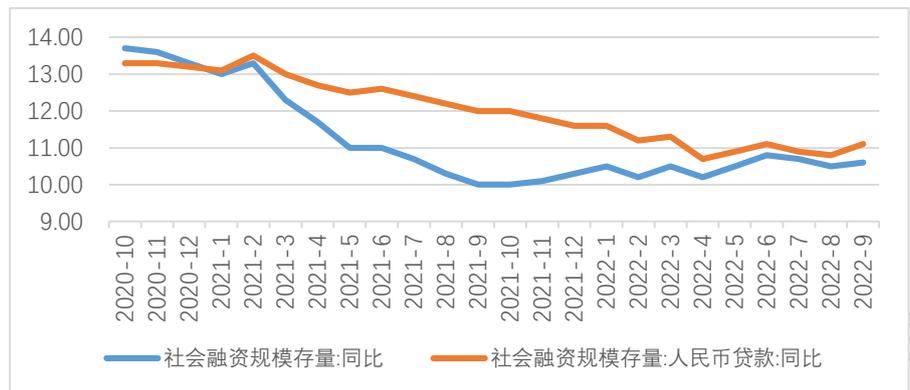


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## (二) 货币政策：“稳字当头，稳中求进”

社融总量结构双向好，扩张趋势待延续。9月社融总量大幅增加，新增社融总量为3.53万亿元，同比多增6245亿元。居民短期消费和企业投资需求回暖带动新增人民币贷款量延续增长趋势。表外融资有所回落，但较去年同期而言，仍表现良好。9月表外融资新增1449亿元，同比多增3555亿元，其中新增委托贷款1507亿元，对社融形成支撑。分项来看，直接融资新增7422亿元，其中企业债券净融资876亿元，同比少增261亿元；股票融资1021亿元，同比多增249亿元；政府债券净融资5525亿元，同比少增2541亿元，企业债券和政府债券对社融增量形成一定拖累，导致融资结构有所分化，主要是因为今年财政政策前置，使得专项债额度已基本发放完毕。但是此前在9月5日的国务院政策例行吹风会中提出，在向政策性开发性银行新增8000亿元信贷额度、新设3000亿元政策性开发性金融工具额度的基础上，追加3000亿元以上金融工具额度，额度大概率将于四季度发放；并且在国常会提出，要依法用好5000多亿元专项债结存限额。在稳经济政策接续发力的背景下，预计后续政府债券对社融依然形成支撑。

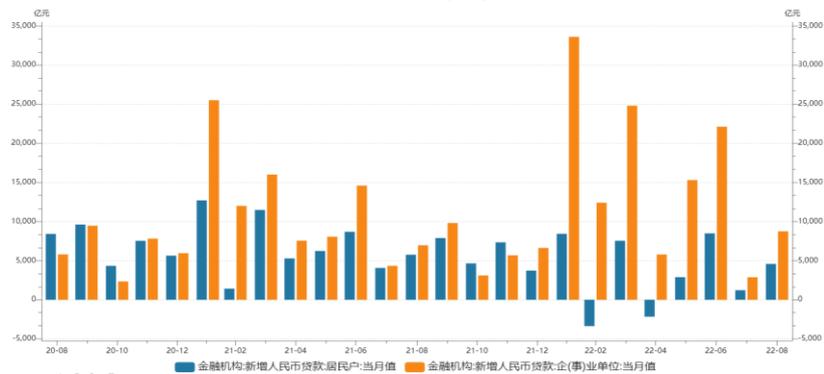
图 50 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

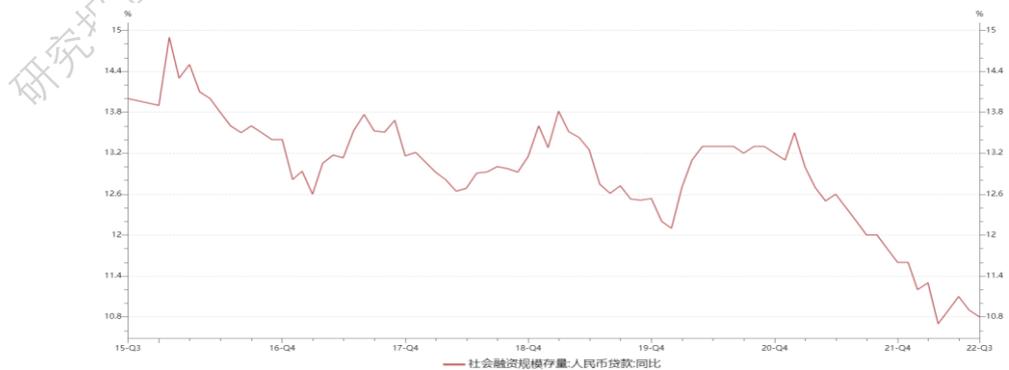
信贷结构改善, 居民端贷款持续疲软。9 月新增人民币贷款为 2.47 万亿元, 环比多增 1.2 亿元, 同比多增 8100 亿元。9 月份新增人民币贷款总量与结构均明显改善, 经济修复与政策落地内外因素共同促进信贷复苏。其中, 中长期贷款占比 68.60%, 较上月小幅下降, 中长期贷款少增量边际缩窄, 反应当前地产销售降幅缩窄, 房地产或边际回暖。

图 51 新增人民币贷款当月值 (亿元)



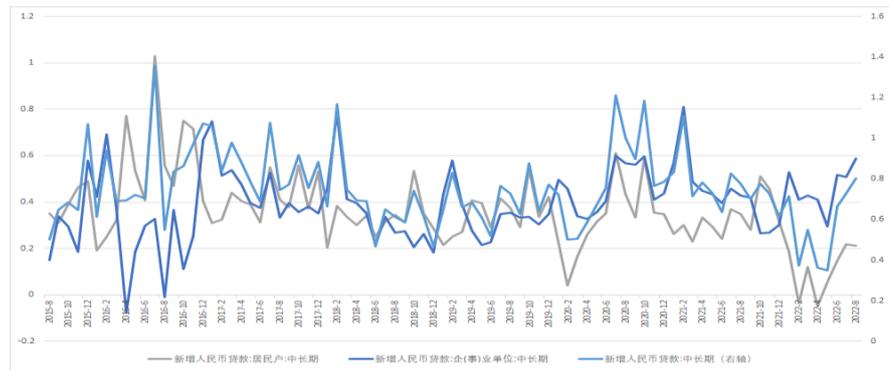
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 52 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

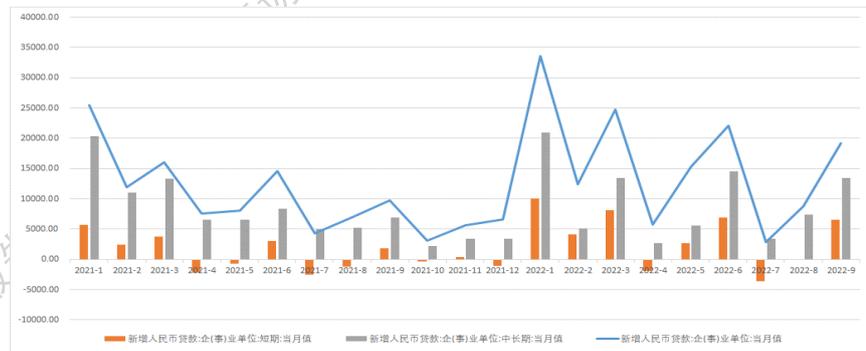
图 53 中长期贷款占新增人民币贷款比例变化



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

企业端来看, 当月新贷款增 19173 亿元, 同比多增 9370 亿元。结构上看, 短期贷款增加 6567 亿元, 中长期贷款增加 13488 亿元, 同比多增 6540 亿元。企业端信贷大幅改善并且结构好转, 短端贷款与中长端贷款均实现同比多增, 主要有以下几个原因: 首先, 基础设施基金大规模投放于 9 月份。根据国开行以及农发行数据来看, 截至 9 月底, 政府下达的 6000 亿政策性金融工具投放完毕。完成时间距离第二批政策性开发性金融工具新增 3000 亿不足一个月, 新增额度已全部完成投放, 因而 9 月相关配套贷款需求较为旺盛。其次, 经济内生修复信号显现。9 月制造业 PMI 景气度回升至荣枯线以上, 且需求端与供给端结构边际改善。经济逐步回暖有望引领实体融资需求上升。

图 54 企业端短中长贷款当月值 (亿元)

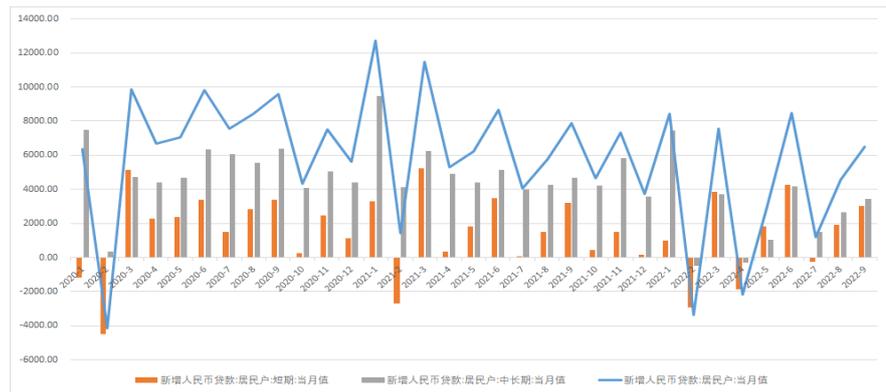


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

居民端来看, 居民贷款新增 6503 亿元, 同比少增 1346 亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别同比少增 181 亿元和 1211 亿元。相较 8 月份, 居民短端贷款与中长端贷款均同比下降, 说明内需依然疲软, 消费与房地产仍处于底部复苏阶段。随着步入秋冬季, 当前国内疫情尚未呈现稳定苗头, 居民短端消费或仍存在被抑制的可能。而居民中长期贷款呈现

同比少增的情况，这也意味着当前房地产领域尚未回暖，居民对楼市的信心未能提振。然而，10月份央行下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，这是继阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限后对楼市又一重磅利好，后续居民中长期贷款需求亦有回稳倾向。展望至年底，预计地产市场低迷对居民部门信用扩张的拖累短期内难见转势，中长期依然存在底部修复的倾向。

图 55 居民端短中长贷款当月值（亿元）

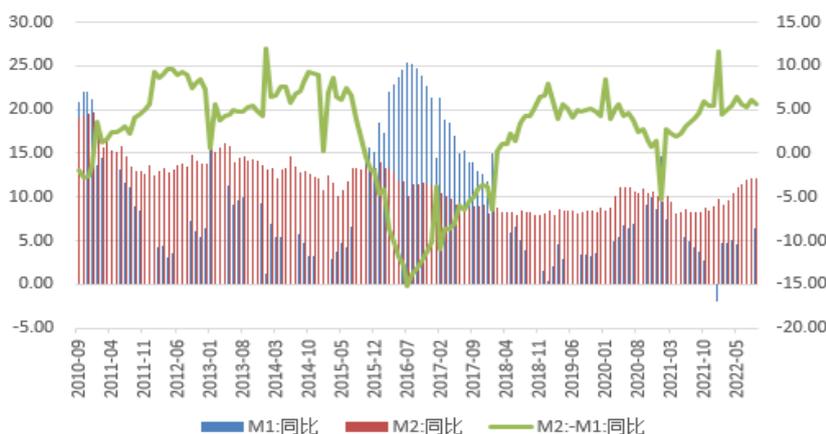


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2 增速处于高位但有所回落，与社融增速剪刀差缩小。9 月 M2 同比增长 12.1%，增速较上月末下降 0.1 个百分点，信贷扩张支撑 M2 增速继续维持高位。具体来看，居民存款增加 23894 亿元，同比多增 3232 亿元，9 月金融市场波动较大，居民风险偏好偏低，居民投资意愿较弱。与此同时，企业存款增加 7649 亿元，同比多增 2457 亿元，经济复苏基础尚不牢固，企业信心仍显不足，投资意愿偏弱。M2 与社融剪刀差有所收窄，或表明资金淤积和资金空转的问题有所缓解，不排除央行后续通过引导 MLF 和 LPR 利率下行手段刺激实体经济融资需求，政策支持下信贷进一步回暖，剪刀差有望继续收敛。本月 M2-M1 剪刀差较 6 月剪刀差收窄 0.4 个百分点至 5.7%，或表明实体经营活力有所改善。

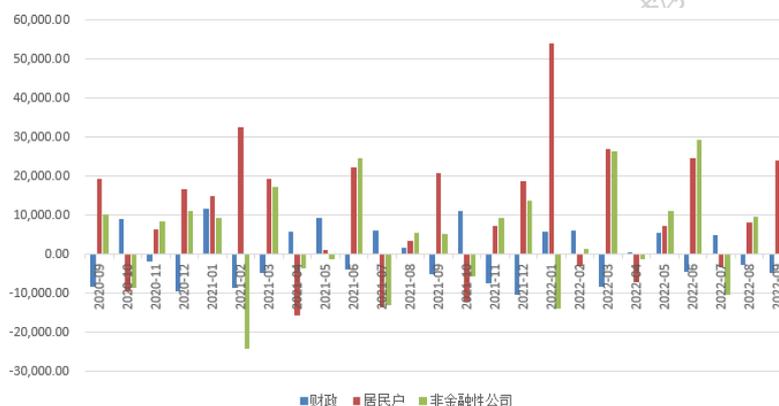
整体社会风险偏好与支出意愿较低背景下，政策效果有所显现，宽信用进程进一步推进，预计短期内货币政策仍将维持宽信用、宽货币，社融数据超预期向好提振了市场对后续经济实现稳增长的信心。

图 56 实体投融资意愿偏弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 57 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，9月金融数据在总量与结构上均延续了上个月的改善趋势，且表现超预期。在政策持续落地和效果显现情况下，预计房地产市场将逐步回暖，居民端加杠杆意愿将增强。九月份央行采取措施维护人民币汇率稳定来缓解外部压力，同时不排除采取进一步降息措施驱动宽信用落地的可能。金融数据能否实现延续改善，这也将成为实体经济实现修复的关键因素。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。