

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

相关研究

- 股债暂平淡，等待新逻辑
- 7 月金融数据点评：社融羸弱的一些理解
- 7 月物价数据点评：长债中枢 2.9%

点评：

- 10 月经济数据显示，经济呈现企稳迹象，社零、投资和工业增速均超出市场预期。我们在 8 月的经济数据点评中（[首创宏观_8 月经济数据点评_经济开始稳了，债市没机会，周期股缓一缓_20210916](#)）就曾提出“若无较大疫情，经济将保持低位平稳，股债大体震荡”。回头来看，除了地产的下行超出预期，其他判断大体正确。
- 地产相关指标无疑是当前市场最为关注的变量。地产指标在下半年出现了全面的下行，10 月明显加剧。特别是新开工面积，出现了较大幅度的下滑。上周政策出手维稳后，危机模式暂时解除，房地产相关股债大幅反弹，债券收益率明显上行，黑色系商品价格暂时企稳。
- 除了地产之外，其他许多重要的经济变量在 10 月的表现明显超出市场预期。比如制造业产出、基建投资、制造业投资及社零指标均出现了企稳并略微向上的走势。这与我们在 8 月经济数据点评的判断类似。我们认为，这主要和 2021 年上半年社融环比增速低位企稳有关。
- 在 8 月的经济数据点评中，我们提到，7-8 月的疫情要比 1-2 月的疫情严重，但经济影响要比 1-2 月小。从 10 月的数据上看，这一现象再次出现。10-11 月的疫情要比 7-8 月严重，但经济影响更小一些。这说明，经济对疫情进一步脱敏。这可能意味着，如果疫情规律没有新的客观变化，即使当前疫情多发的现象持续，经济特别是服务业的修复中枢依然缓慢向上。
- 往后看，我们延续之前的判断：经济在延续低位平稳，因此股债依然大体保持震荡格局，等待新的逻辑。变数在于地产及疫情的变化，值得跟踪和关注。

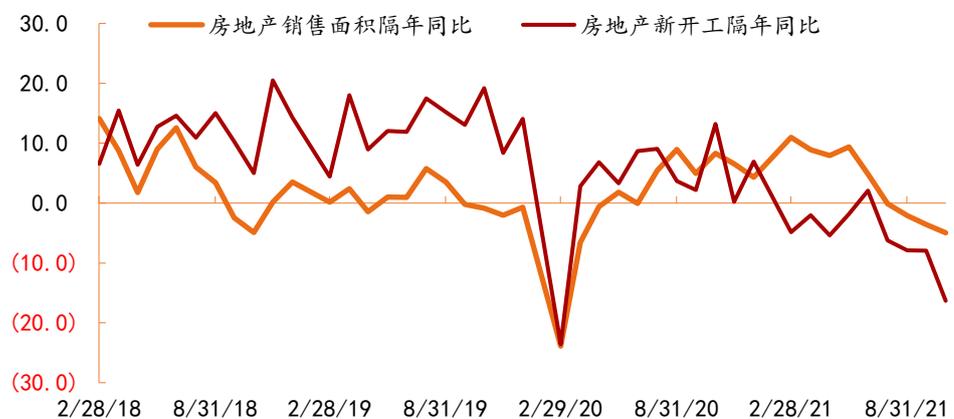
风险提示：疫情超预期

10 月经济数据显示，经济呈现企稳迹象，社零、投资和工业增速均超出市场预期。我们在 8 月的经济数据点评中（[首创宏观_8 月经济数据点评_经济开始稳了，债市没机会，周期股缓一缓_20210916](#)）就曾提出“若无较大疫情，经济将保持低位平稳，股债大体震荡”。回头来看，除了地产的下行超出预期，其他判断大体正确。

地产相关指标无疑是当前市场最为关注的变量。地产指标在下半年出现了全面的下行，10 月明显加剧。特别是新开工面积，出现了较大幅度的下滑。上周政策出手维稳后，危机模式暂时解除，房地产相关股债大幅反弹，债券收益率明显上行，黑色系商品价格暂时企稳。

众所周知，本次地产是“成也萧何败也萧何”，往后看，还得看“萧何”怎么处理。当前市场较为一致的预期是，房地产各项指标可能不会出现大幅反弹，对经济的拖累仍在。在当前的政治经济背景下，作为市场主体，猜“萧何”怎么做是很难的，占优的策略是紧密跟踪并灵活应对。

图 1：房地产指标全面下行



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：制造业低位平稳



资料来源：Wind, 首创证券

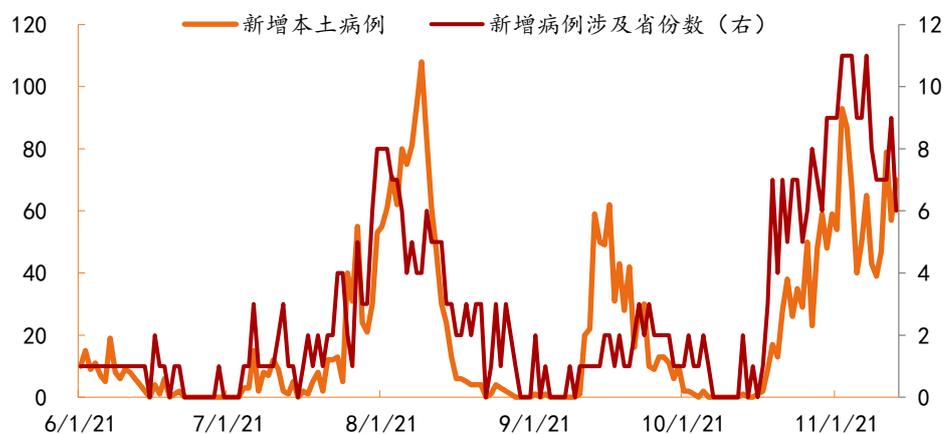
除了地产之外，其他许多重要的经济变量在 10 月的表现明显超出市场预期。比如制造业产出、基建投资、制造业投资及社零指标均出现了企稳并略微向上的走势。这与

我们在 8 月经济数据点评的判断类似。我们认为，这主要和 2021 年上半年社融环比增速低位企稳有关。

除了地产和社融，当前一个影响经济的关键变量是疫情。值得高度注意的是，8-10 月的数据显示，经济特别是服务业正在对疫情进一步脱敏。

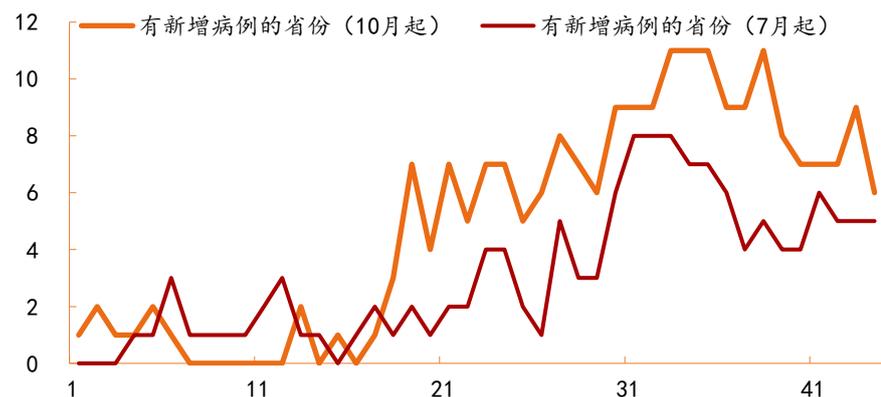
在 8 月的经济数据点评中，我们提到，7-8 月的疫情要比 1-2 月的疫情严重，但经济影响要比 1-2 月小。从 10 月的数据上看，这一现象再次出现。10-11 月的疫情要比 7-8 月严重，但经济影响更小一些。这说明，经济对疫情进一步脱敏。这可能意味着，如果疫情规律没有新的客观变化，即使当前疫情多发的现象持续，经济特别是服务业的修复中枢依然缓慢向上。

图 3：10-11 月疫情要比 7-8 月疫情涉及范围更广



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：10-11 月疫情要比 7-8 月疫情涉及范围更广



资料来源：Wind, 首创证券

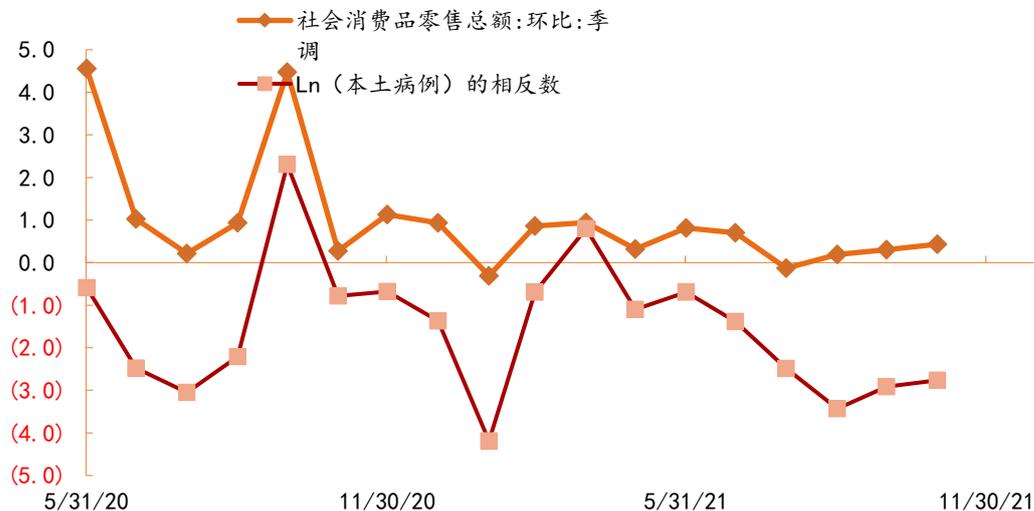
注：横轴为天数。

首先，图 3-4 显示，10-11 月疫情明显要比 7-8 月疫情的影响范围更广，更加复杂，病例数也更多。从时间上看，10 月的病例从 16 号开始，7 月的病例从 20 号开始。因此，10-11 月疫情的影响应该更大，特别的，10 月的影响应该要比 7 月的大。

然而，从经济各项指标特别是服务业的指标来看，10-11 月疫情对经济的影响似乎

要比7-8月的更小。7月的社零环比为负值，而10月的社零环比为正值。

图 5：社零环比与疫情

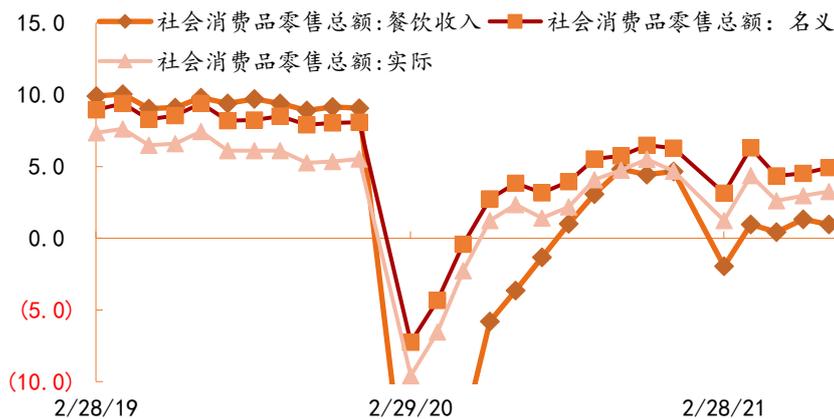


资料来源：Wind, 首创证券

注：本图的原始想法出自上银基金陆润震先生。

观察社零指标的两年复合同比变动，我们发现，10月的同比增速都要比7月的高，无论是社零的名义同比还是实际同比，或者是餐饮收入同比。另外，从服务业生产指数同比上观察，10月的数据和7月的数据基本持平。

图 6：社零复合同比（%）



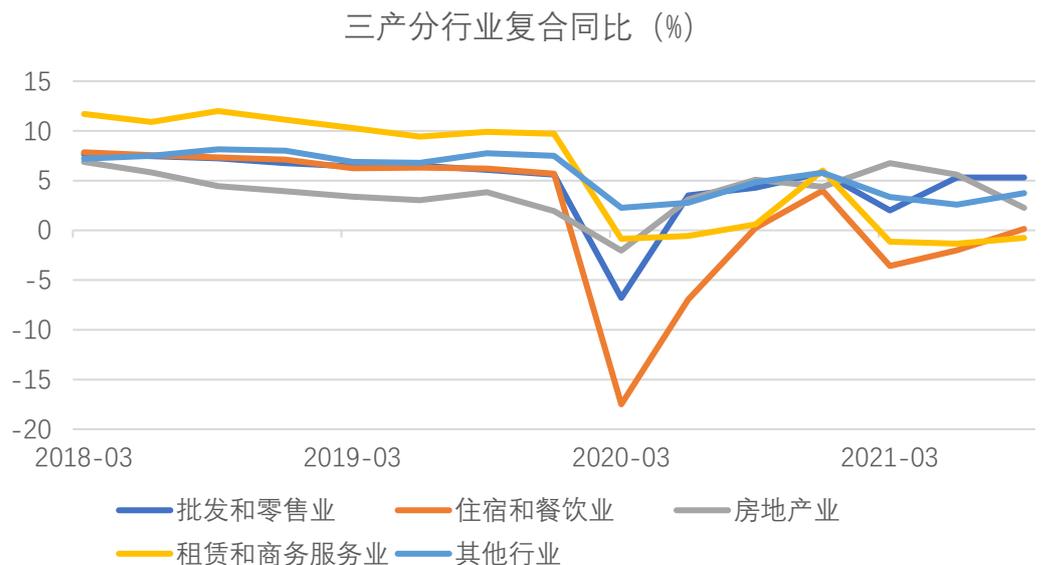
资料来源：Wind, 首创证券

图 7: 服务业生产指数同比



资料来源: Wind, 首创证券

图 8: 三产分行业同比



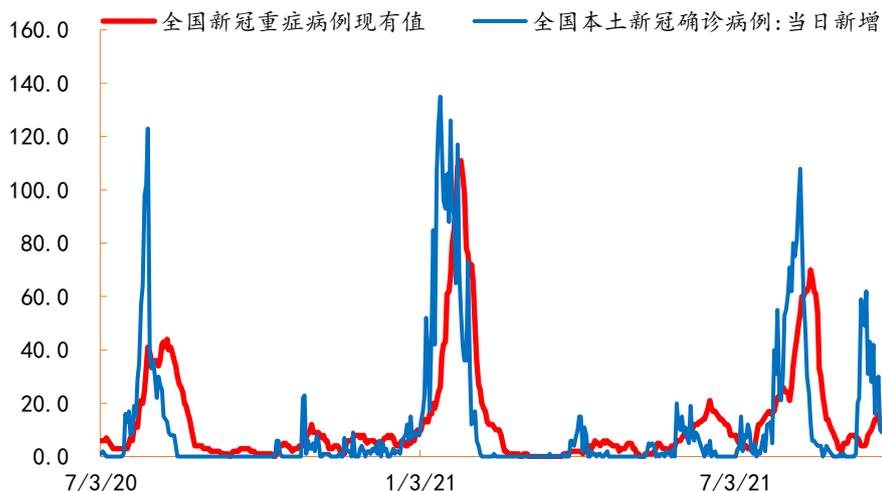
资料来源: Wind, 首创证券

三季度分行业同比增速也表现出类似的特征, 只是因为数据发布的晚而没引起市场足够的重视。我们知道疫情对三产的影响很大且显而易见。然而, 三产的韧性超出预期。由于 1-2 月的石家庄疫情, 三产的各大行业均在一季度明显回落。第二季度的疫情好转, 然而三产增速的回升有限。然而, 在三季度爆发全国性疫情之下, 三产的许多行业增速居然继续回升。这说明三产的很多行业内生增长动力较强。

这背后的原因是什么呢? 目前的答案是开放的。我们猜测, 这可能和社会和经济在逐渐适应疫情有关。很多经济上的需求可以通过线上或其他方式来满足。

首先, 在疫苗普遍接种的情况下, 新冠重症的比例在明显下降, 而且死亡比例基本没有出现。因此, 民众的防备心理或许有所下降。

图 9：新冠病例



资料来源：Wind, 首创证券

按照这个逻辑，出行数据应该出现好转。然而，从各种出行数据观察，情况的改善并不非常明显。比如，10 月的国内航班次数就要明显少于 7 月。这也是市场对消费较为悲观的主要原因。

图 10：国内航班数



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29670



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>