

周度经济观察

——经济恢复仍存波折，市场关注政策走向

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年9月20日

内容提要

8月疫情形势的边际好转、稳增长政策的发力，推动经济数据小幅改善。但考虑到疫情防控的压力、房地产流动性问题的演化以及出口的趋势回落，未来经济活动的恢复充满波折。

在目前经济和政策预期较弱、货币政策仍然宽松的环境下，权益市场单边持续下跌风险似乎有限。市场的趋势转折依赖于实体部门资产负债表的调整，而这一调整与疫情防控、房地产政策密切相关，值得密切留意。

本周三召开的美联储9月议息会议的关注点，或许不在于加息的幅度，而在于新一期SEP对明年底政策利率的预测，其可能将市场对降息时点的预期从明年底推迟至后年，进而使得利率敏感类资产出现进一步调整。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、消费好转，地产磨底

8月工业增加值同比4.2%，较上月小幅回升0.4个百分点。服务业生产指数同比1.8%，较上月回升1.2个百分点。工业和服务业的恢复可能与疫情好转有关。

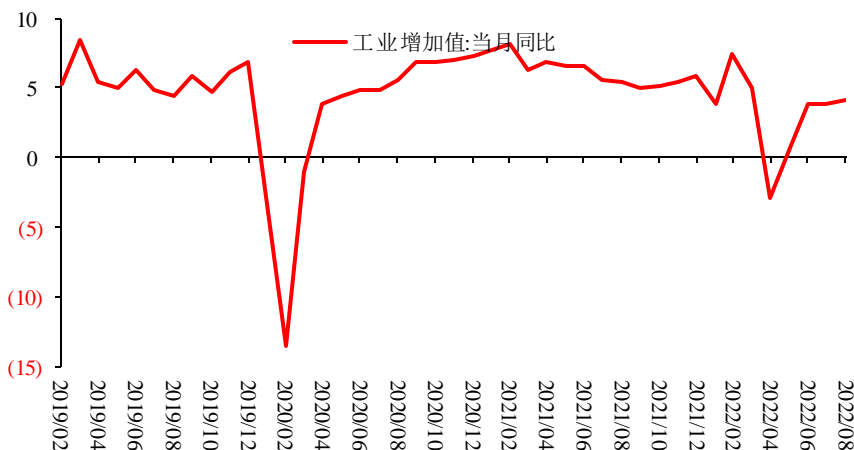
工业中三大门类涨跌不一，受高温天气影响，社会用电量大幅增长，推升公用事业增速。制造业小幅抬升，而采矿业显著回落。

从已公布的行业数据来看，汽车制造业，电力、热力的生产和供应业，黑色金属冶炼及压延加工业出现显著回升，同时石油和天然气开采业，医药制造业，酒、饮料和精制茶制造业的下行幅度较大。

价格层面，8月PPI环比为-1.2%，较上月回升0.1个百分点，南华工业品价格小幅反弹。

结合量价数据来看，疫情形势的边际好转推动经济需求端温和恢复。不过考虑到出口的减速、疫情形势的再度恶化以及房地产流动性问题的蔓延，未来经济活动的恢复充满波折。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

8月固定资产投资当月同比6.5%，较7月回升3个百分点。其中基建和制造业回升，是支撑投资的主要力量，同时房地产延续回落。

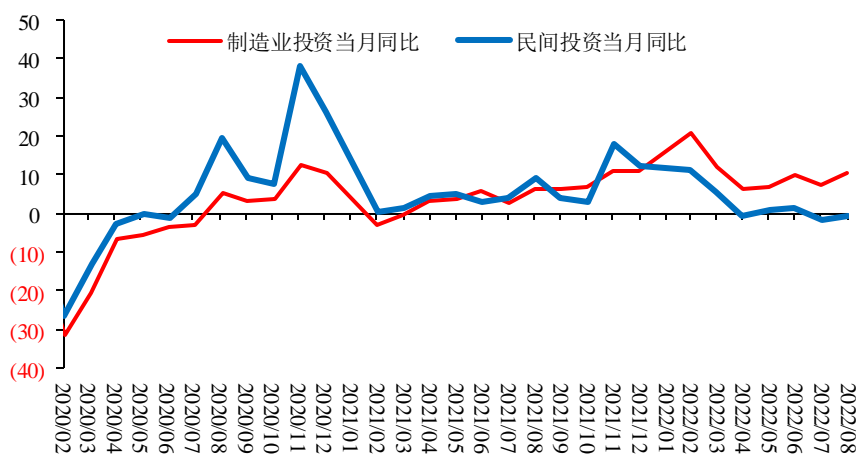
8月基建投资（含电力）当月同比为15.4%，较7月大幅回升3.9个百分点，体现了稳增长政策的效果。伴随预算内资金的使用，未来基建投资有望维持高位，成为对冲经济下行的主要力量。

8月制造业投资当月同比为10.6%，较上月回升3.1个百分点；民间投资当月同比为-0.5%，较上月回升1.4个百分点。

根据已经公布的数据，汽车、化学原料和有色等行业投资较7月显著增长，而纺织业、专用设备制造业以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的投资大幅回落。

当前制造业投资处于历史高位，实体部门的融资环境总体友好，但微观数据显示企业的投资意愿偏弱，未来制造业投资可能向上的动能有限。

图2：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

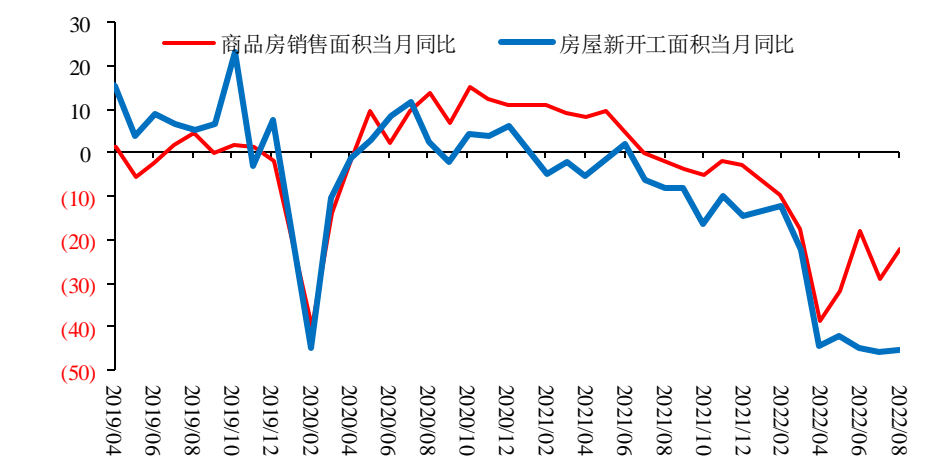
8月房地产投资当月同比增速-13.8%，较上月回落1.7个百分点。8月地产销售面积当月同比增速-22.2%，较7月大幅回升7个百分点，但仍然处于历史低位。在地产步入长周期下行的过程中，需求端刺激政策的效果也在逐步减弱。

8月地产新开工当月同比-45.2%，较上月小幅回升0.6个百分点。房地产企业仍处于流动性困境当中，新开工的减速幅度持续大于销售。

从9月以来的高频数据看，新房销售出现显著回落，略超季节性特征。二手房销售也出现边际回落。尽管多地的限购限贷政策在放松，但政策效果有限，商品房销售的趋势回暖或许还需等待。

近期随着龙湖和碧桂园成功在债券市场融资，并获得中债增信的担保，市场对房地产行业全面危机的担忧逐渐缓解。但考虑到房地产行业面临的巨大偿债压力，以及外部融资的普遍受限，房地产企业开工和投资活动的趋势改善仍然需要时间。

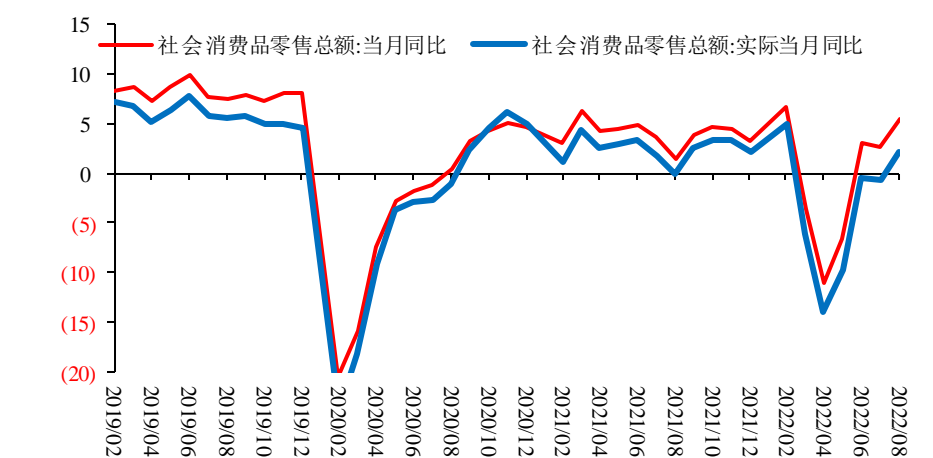
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

8月社会消费品零售名义同比5.4%，较上月回升2.7个百分点；实际增速2.2%，较上月回升3个百分点，消费的改善与疫情形势的边际好转有关。

图4: 社零名义和实际同比, %



数据来源: Wind, 安信证券; 2021年使用两年复合同比

分类别看, 限额以上和限额以下企业零售同步回升。分品类看, 汽车、服装、石油制品、日用品等回升幅度最大。而通讯器材、文化办公、家电和建材出现回落, 后者与房地产市场的走弱有关。

从9月以来的地铁客运数据来看, 疫情管控政策的趋严再次对消费活动的恢复形成扰动。在当前疫情形势下, 消费总体将维持弱势。

总体来看, 疫情形势的边际好转、稳增长政策的发力, 推动8月经济数据小幅改善。但考虑到疫情防控的压力、房地产流动性问题的演化以及出口的趋势回落, 未来经济活动的恢复仍然存在变数。如何改善市场主体的预期, 扭转实体部门资产负债表收缩的进程, 阻断房地产行业流动问题的蔓延, 是未来一段时间市场对政策的主要关注。

二、债券市场收益率或易下难上

上周以来市场出现调整, 金融和消费板块相对少跌, 大盘股代表的沪深300和上证50表现好于创业板指数。

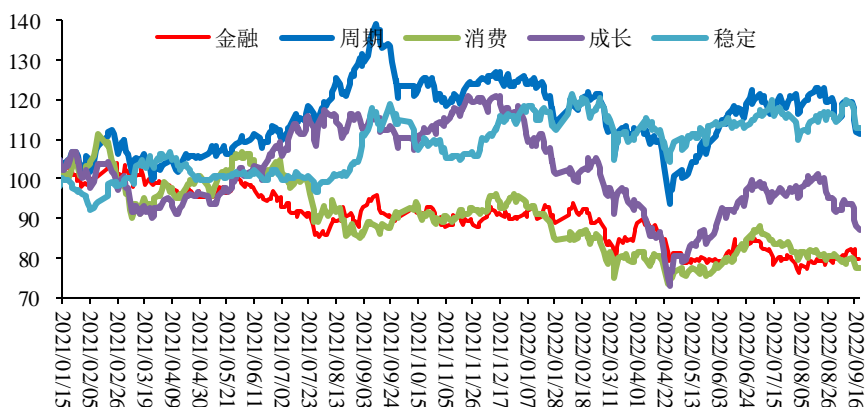
近期成长板块的调整与其估值较高、盈利预期转弱有关，实体部门资产负债表的收缩也在更为广泛地影响到经济的各个领域，进而对整个市场形成拖累。而实体部门资产负债表的收缩主要与国内疫情、以及房地产行业有关。未来一个月的时间，国内疫情管控政策或将维持当前的基调，房地产行业的弱势难以得到趋势性纠偏，这意味着实体部门资产负债表调整的过程或将延续。

但我们倾向于认为中国房地产行业出现系统性金融风险的概率有限，这一方面与国内不存在严重的过剩供应有关，另一方面来自于政府多年以来对房地产风险的高度警惕，银行资产负债表得到了较好保护。因此中国或许难以重现日本和美国房地产泡沫破灭的局面。

此外，当前我国实体部门资产负债表的调整并非不可逆的过程，未来伴随疫情管控政策的调整，实体部门消费和投资活动的恢复会正常展开，市场主体对风险类资产的配置有望向正常水平靠拢。

合并而言，在目前经济和政策预期较弱、货币政策仍然宽松的环境下，权益市场单边持续下跌风险似乎有限。市场的趋势转折依赖于实体部门资产负债表的调整，而这一调整与疫情防控、房地产政策密切相关，值得密切留意。

图5：各风格指数



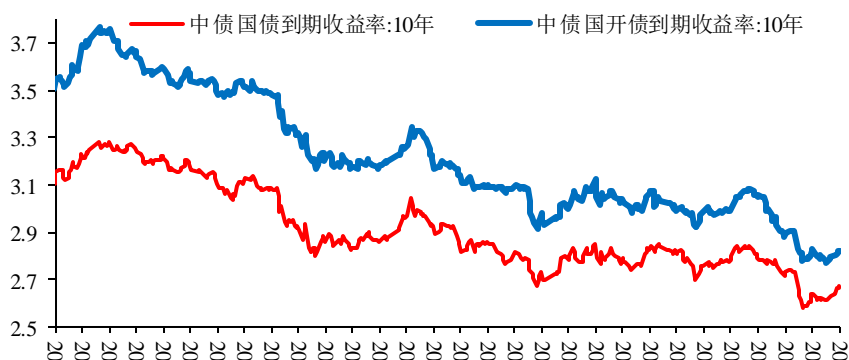
数据来源：Wind，安信证券；以2021年1月2日为100

上周资金利率边际回升，推动 1 年期国债收益率和同业存单利率上行，10 年期国债利率也同步小幅上行。

市场当前的担忧在于流动性环境宽松的持续性，尤其是在央行公开市场持续缩量操作的背景下，银行间市场低利率的环境是否可以维持。从商业银行资产负债表的角度来看，负债端的持续增加、以及实体端信贷需求的减少，是导致金融市场流动性充裕、债券市场收益率下行的主要原因。因此央行公开市场操作的变化可能难以主导债券市场的走向，而且从央行的角度来看，信用扩张的不畅、经济下行压力的增加，都有助于推动央行货币政策进一步的宽松。

我们倾向于认为当前债券市场仍然处于收益率下行的趋势之中，流动性环境的进一步宽松、实体部门资产负债表的收缩将导致收益率易下难上。

图6: 10年期国债和国开债



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_46295



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn