

周度经济观察

——疫情冲击再现，利率下行未完

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年11月1日

内容提要

伴随国内疫情形势的反复，经济在供需两端均受到明显冲击，10月PMI数据显示经济活动再度走弱。从最新的病例和人流数据来看，疫情的影响仍未消退，这或许意味着经济的弱势在未来将持续。

考虑到国内房地产行业面临的流动性压力和严峻的疫情形势，短期之内实体部门难以从缩表转向扩表，叠加流动性环境的宽松，债券市场收益率总体仍处于下行的过程中。

美国三季度GDP温和增长，但不改放缓趋势。美联储可能在12月的议息会议上将加息幅度从75BP放缓至50BP，并在明年2月和3月各加息1次25BP，此后在5%的政策利率水平上继续观察加息对经济的影响以及通胀的走势。

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、疫情对经济再度形成冲击

10月中采制造业PMI为49.2，较上月回落0.9个百分点，历史同期环比下降0.4个百分点，表明经济活动边际走弱。

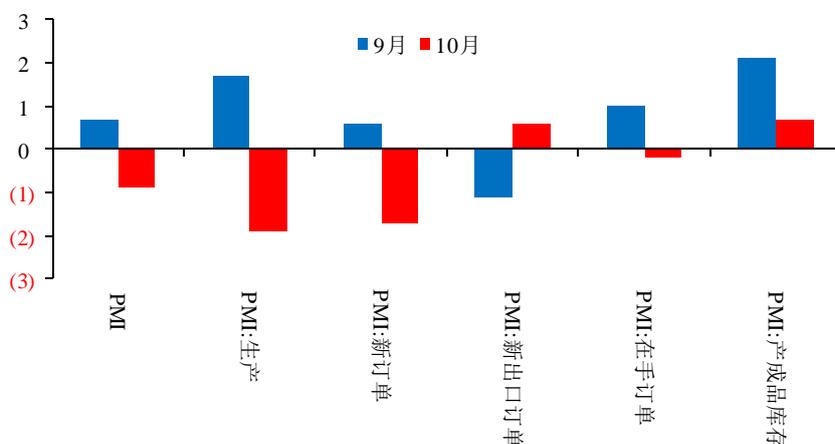
分项来看，生产和新订单的下降主导了PMI的回落，这背后反映了10月疫情的反复对经济活动的负面影响。同期供货商配送时间指数下降1.6至47.1，整车货运物流指数下滑，均是疫情形势恶化的结果。

价格层面，原材料购进价格重回扩张区间，尽管终端需求走弱，但页岩油等不少品种供应持续紧张，进而使得大宗商品价格表现较强。

10月服务业PMI为47，较上月回落1.9个百分点。建筑业PMI为58.2，较上月回落2个百分点。疫情和地产对经济活动的影响在延续。

总体而言，伴随国内疫情形势的恶化，经济在供需两端均受到明显冲击，经济活动再度走弱。从最新的病例和人流数据来看，疫情的影响仍未消退，这或许意味着经济的弱势在未来将持续。

图1: PMI分项绝对值变化, %



数据来源: Wind, 安信证券

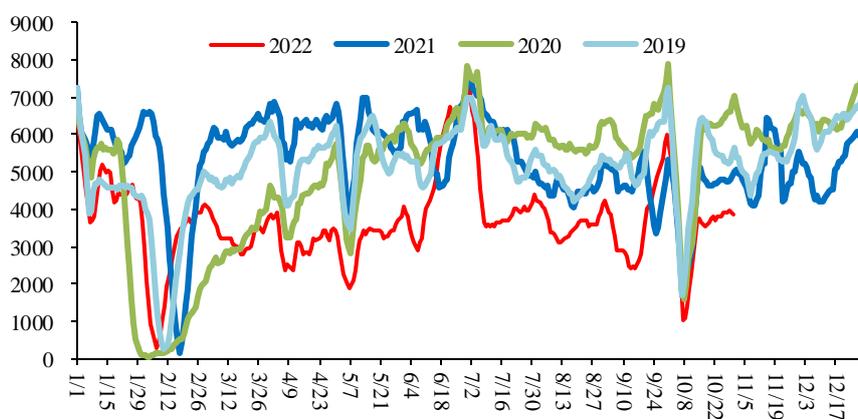
9 月底以来，伴随商品房和土地市场的进一步走弱，各部委密集出台稳地产的措施，主要包括降低商贷和公积金按揭利率、出售住房交纳的个人所得税退还等。

但高频数据显示 10 月以来的新房销售并未出现好转，居民购房支出占收入的比重在三季度也没有出现回升。

此外，当前二手房销售已经强于去年同期，接近 2018 年的水平，远好于新房市场。这一对比显示出居民对交房的担忧。

往后看，如果保交楼的不确定性没有消除，房地产企业的流动性压力没有得到缓解，那么房地产市场的弱势或将延续。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

当前稳增长政策主要集中在基建领域，但考虑到地方政府隐性债务的约束，以及卖地收入的下滑，基建投资难以完全对冲疫情和地产的影响。对未来经济的走势而言，疫情和地产政策的变化最为重要，这些政策走向的一个观察窗口期在 12 月中央经济工作会议。而在此之前，考虑到实体部门资产负债表收缩的惯性，以及冬季疫情容易扩散的特点，我们倾向于认为经济可能将持续面临下行的压力。

二、权益市场处于磨底阶段

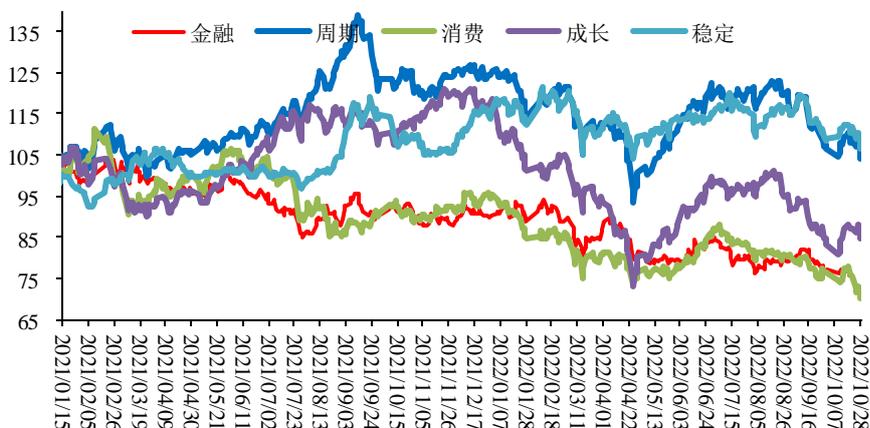
上周以来市场持续下跌，成交量低位回升，消费板块调整幅度最大，外资持仓更多的行业跌幅更大。

同期海外权益市场出现普遍上行，各国 10 年期国债利率持续回落，通胀交易出现回摆，因此 A 股市场上周以来的调整更多源自内部因素。

外汇市场表现类似。今年 10 月份以前，尽管人民币兑美元汇率持续贬值，但总体来自于美元升值的影响，人民币对一篮子汇率指数大致稳定。上周以来海外通胀交易出现回摆，美元指数回落，而人民币兑美元汇率却持续走弱，人民币对一篮子汇率指数下跌，显示国内政策和基本面的变化主导了近期汇率的走势。

对当前股市而言，疫情反复、房地产流动性问题、美联储加息对股市持续形成冲击。但当前市场估值处于极值水平，股市对不利因素已经得到了相对充分的吸收，市场系统性下跌的风险或许有限，市场的赔率在积累。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券
以 2021 年 1 月 2 日为 100

近期资金利率出现抬升，背后反映了监管对杠杆的控制和汇率的影响。尽管资金利率抬升，但在经济减速、权益市场走弱的背景下，1年和10年期国债收益率均出现边际回落，期限利差持平。

信用债市场的“资产荒”情况依然延续，信用利差再创新低。在经济减速的背景下，企业违约率本应上行，信用利差往往走阔，但由于居民部门风险偏好的下降，以及实体部门资产负债表的收缩，信用利差反而收窄。

往后看，考虑到国内房地产行业面临的流动性压力和严峻的疫情形势，短期之内实体部门难以从缩表转向扩表，叠加流动性环境的宽松，债券市场收益率总体仍处于下行的过程中。

图4：10年期国债和国开债，%

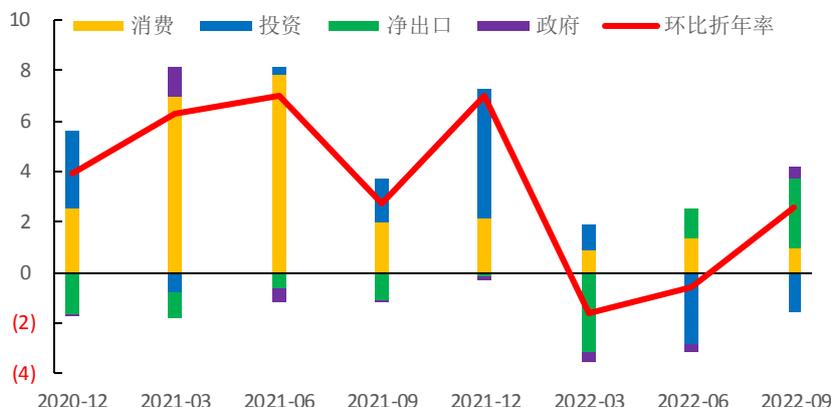


数据来源：Wind，安信证券

三、美国三季度 GDP 温和增长，但不改放缓趋势

美国第三季度 GDP 环比折年率为 2.6%，高于市场预期的 2.4%，扭转了前两个季度连续负增长（一季度-1.6%、二季度-0.6%）的技术性衰退局面，但其细项数据反映出美国经济仍处于放缓之中。

图5: 美国实际 GDP 分项拉动率, 百分点



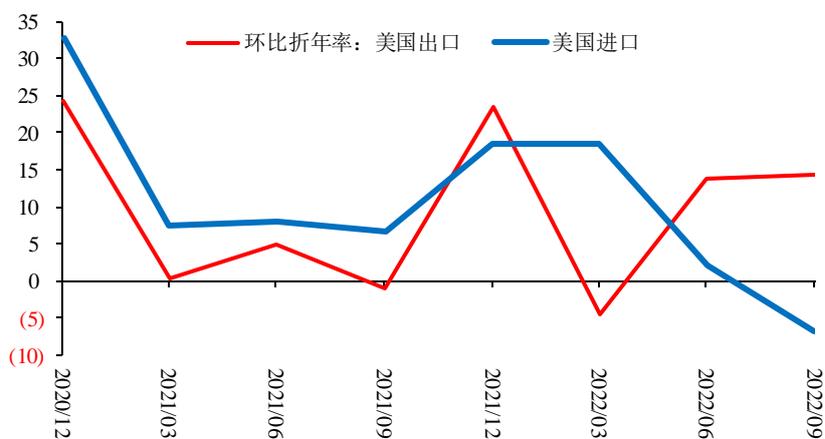
数据来源: Wind, 安信证券

从支出法下的 GDP 组成部分来看, 净出口是推动美国三季度 GDP 环比回升的最大贡献分项, 其对整体 GDP 环比的拉动率从 1.2 个百分点升至 2.8 个百分点。但是这并非来自于出口的扩张, 而是更多地由进口的萎缩所致, 反映出美国内需的下行。

从中可以看出在疫情时代经济活动大幅波动的情况下, 加总的 GDP 增速数据存在基数和分项的明显干扰, 例如今年一季度和第三季度的净出口、以及去年四季度和今年第二季度的存货摆动, 均对 GDP 环比产生了较大冲击。因此读数的高低并不能直接反映经济的强弱, 仅从环比的正负出发, 难以断定三季度美国经济的表现就一定强于前两个季度。

进一步结合细项数据来看, 三季度出口环比 14.4%, 较上季度小幅抬升 0.6 个百分点; 进口环比 -6.9%, 较上季度大幅下滑 9.1 个百分点, 明显低于去年四季度和今年一季度 18.5% 的中枢。在出口相对稳定、进口大幅回落的条件下, 净出口对 GDP 的拉动率被动上升, 这与今年一季度美国经济疫后复苏背景下, 进口的大幅回升对 GDP 造成下拉形成了对比。

图6: 美国出口和进口环比折年率, %

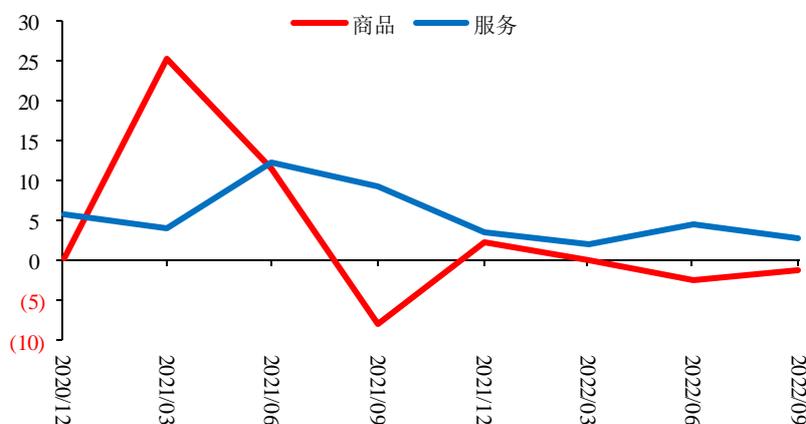


数据来源: Wind, 安信证券

消费方面, 三季度美国个人消费支出(占 GDP 比重 71%) 表现整体稳定, 环比从 2% 下滑至 1.4%, 对 GDP 的拉动率从 1.4 个百分点降至 1 个百分点, 与一季度持平, 但明显弱于去年下半年 2 个百分点左右的平均拉动率。

分项来看, 商品消费环比从 -2.6% 回升至 -1.2%, 但已连续三个季度处于负增长, 耐用品和非耐用品消费表现类似。服务消费环比从 4.6% 下降至 2.8%, 与过去三个季度的环比中枢相接近。总体上, 剔除价格影响后的个人消费支出数据反映了在疫情缓和的背景下、服务消费对商品消费的替代趋势。

图7: 美国商品消费和服务消费环比折年率, %

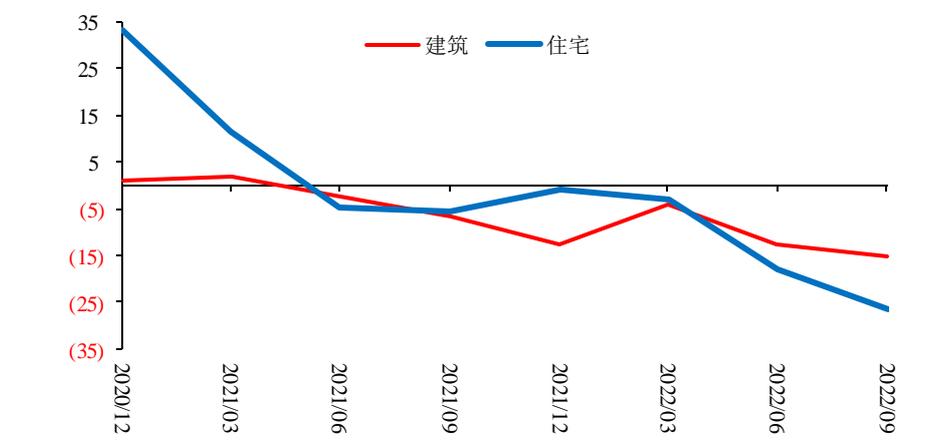


数据来源: Wind, 安信证券

投资方面，三季度美国国内私人投资（占 GDP 比重 18%）环比延续了二季度的负增长，但环比降幅从-14.1%收窄至-8.5%，对 GDP 的拉动率从-2.8 个百分点上
升至-1.6 个百分点。

分项来看，过往影响较大的存货摆动，对 GDP 环比的拉动率从-1.9 个百分点
收窄至-0.7 个百分点。而住宅投资则成为了拖累整体投资的最大分项，其环比增
速从-17.8%进一步下滑至-26.4%，已连续 6 个季度负增长，反映出美国房地产市
场的持续降温。建筑投资表现相似，环比增速从-12.7%进一步放缓至-15.3%。设
备投资表现相对较强，环比从-2%反弹至 10.8%，但这可能与飞机、卡车等运输设
备有关，不具有持续性。

图8：美国建筑和住宅投资环比折年率，%



数据来源：Wind. 安信证券

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_48029

