

强生产格局的政策支撑与可持续性——月度宏观经济回顾与展望

研究结论

- 9月依然维持着强生产、弱消费的格局。假设在没有疫情的情况下，社会消费品零售（其他指标同理）将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。疫情及其防控导致全国层面上：（1）消费3月损失3天，4月损失5天，5月损失3.9天，6月损失1天，7月损失1.2天，8月损失0.4天，9月损失1.2天；（2）投资3月损失1.55天，4月损失2.8天，5月损失2.1天；6月损失1.76天，7月损失2.3天，8月损失1.6天，9月损失1.5天；（3）工业增加值3月损失0.7天，4月损失2.9天，5月损失1.96天；6月损失1天，7月损失1.1天，8月损失0.9天，9月损失0.3天。
- 我们认为，政策的持续落地是强生产格局持续的重要因素。下半年以来，尽管多地疫情散发，对消费构成制约，但得益于供应链韧性给出口带来的支撑、长期防控过程中积累的经验、政策对基建与制造业投资带来的拉动等，生产体现出了更强的稳定性。尤其是政策因素，我们认为是强生产格局得以延续的关键原因。我们在上月月报《如何看待四季度宏观经济的引擎》中梳理了政策性金融工具投放情况，发现传统交通基础设施依然是重点，而代表高质量发展方向的行业同样获得支持，包括风电、光伏、学校、老旧小区改造等等。从金额来看，根据浙江省舟山市发改委透露的最新消息，全国两批次政策性金融工具达到7399亿元。
- 与此同时，近一两个月，设备更新改造贷款作为新的政策亮点，获得了市场关注。我们认为，这一再贷款虽然金额少于政策性金融工具，但对于制造业、服务业的帮助或更为直接：
- 一方面，资金投向显示，再贷款明确支持10个领域，包括教育、卫生健康、文旅体育等等。公开信息显示，教育行业获得了相当多规模的再贷款，典型项目如大学高质量设备更新和购置项目、经济开发区产教实训基地设备购置、职业学校、高校现代化智慧校园建设、提升教学效果等设备更新改造等等；医疗项目主要是医院采购、更新医疗设备；制造业领域的项目更加多元，包括动力电池回收利用体系建设、企业生产线数字化改造、零部件自动化改造、冷链物流建设及初加工生产线建设、现代中药生产基地、锂离子电池正极材料生产线技改项目等等，符合高质量发展的方向。
- 另一方面，这些政策对流动性的托底效应并非短期，从一系列公开信息来看：（1）兴业银行沈阳分行对抚顺新钢铁公司（已纳入人民银行设备再贷款清单）开通绿色通道，迅速完成了4.5亿元专项贷款的审批，并投放首笔贷款6922万元；（2）在获悉云浮市某三甲医院有购置设备的资金需求后，中国银行广东省分行仅用2天时间就审批通过了该医院设备更新改造项目3200万元授信额度，并于10月21日成功发放首笔贷款资金1247万元；（3）截至10月16日，光大银行累计批复设备更新改造专项贷款项目27个、金额55亿元，实现贷款投放1.5亿元。从中可以观察到，贷款投放与信贷额度有较大差距，实际到位的贷款有望在未来一段时期持续释放。
- 不论是政策性金融工具还是更新改造再贷款，投资都将转化为订单，进而引致生产需求，在地产、消费、出口均承压的背景下，为四季度乃至明年宏观经济生产端的韧性提供宝贵支撑。

风险提示

- 疫情最终走向还存在很大不确定性，对我国统筹疫情防控和经济社会发展工作提出了严峻挑战。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

生产重回荣枯线以下——10月PMI点评	2022-11-02
如何看待经济持续修复的动能？——9月经济数据点评	2022-10-31
欧洲产业对外转移，中国出口如何受益？	2022-10-31

目录

强生产格局的政策支撑与可持续性	3
经济数据回顾	5
弱需求压低 CPI 的“天花板”	5
赶工行情促使工业生产回暖	5
消费依然面临较大挑战	6
基建和制造业投资维持高增	6
欧美需求走弱，中国出口承压	6
年内社融依然存在较多支撑因素	7
风险提示	8

强生产格局的政策支撑与可持续性

9月依然维持着强生产、弱消费的格局。假设在没有疫情的情况下，社会消费品零售（其他指标同理）将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。疫情及其防控导致全国层面上：

- 消费3月损失3天，4月损失5天，5月损失3.9天，6月损失1天，7月损失1.2天，8月损失0.4天，9月损失1.2天；
- 投资3月损失1.55天，4月损失2.8天，5月损失2.1天；6月损失1.76天，7月损失2.3天，8月损失1.6天，9月损失1.5天；
- 工业增加值3月损失0.7天，4月损失2.9天，5月损失1.96天；6月损失1天，7月损失1.1天，8月损失0.9天，9月损失0.3天。

我们认为，政策的持续落地是强生产格局持续的重要因素。下半年以来，尽管多地疫情散发，对消费构成制约，但得益于供应链韧性给出口带来的支撑、长期防控过程中积累的经验、政策对基建与制造业投资带来的拉动等，生产体现出了更强的稳定性。尤其是政策因素，我们认为是强生产格局得以延续的关键原因。我们在上月月报《如何看待四季度宏观经济的引擎》中梳理了政策性金融工具投放情况，发现传统交通基础设施依然是重点，而代表高质量发展方向的行业同样获得支持，包括风电、光伏、学校、老旧小区改造等等。从金额来看，根据浙江省舟山市发改委透露的最新消息，全国两批次政策性金融工具达到7399亿元。

与此同时，近一两个月，设备更新改造贷款作为新的政策亮点，获得了市场关注。我们认为，这一再贷款虽然金额少于政策性金融工具，但对于制造业、服务业的帮助或更为直接：

一方面，资金投向显示，再贷款明确支持10个领域，包括教育、卫生健康、文旅体育等等。公开信息显示，教育行业获得了相当多规模的再贷款，典型项目如大学高质量设备更新和购置项目、经济开发区产教实训基地设备购置、职业学校、高校现代化智慧校园建设、提升教学效果等设备更新改造等等；医疗项目主要是医院采购、更新医疗设备；制造业领域的项目更加多元，包括动力电池回收利用体系建设、企业生产线数字化改造、零部件自动化改造、冷链物流建设及初加工生产线建设、现代中药生产基地、锂离子电池正极材料生产线技改项目等等，符合高质量发展的方向。

表1：设备更新贷款去向（不完全统计）

时间	地区	项目类型	授信金额（万元）	具体项目
10月28日	云南省	充电桩	5000	昆明市市属企业昆明发展投资集团有限公司投资建设的昆明市电动汽车配套充电基础设施建设项目
10月7日	青海省	高校	20000	青海大学高质量设备更新和购置项目
10月6日	江西省	高校	2880	上饶经开区产教实训基地设备购置
9月30日	上海市	高校		复旦大学
10月28日	山西省	高校	3000	渝水职业技术学校
10月5日	厦门	高校	270000	支持该高校现代化智慧校园建设、提升教学效果等设备更新改造
	宁夏自治区	农业	2000	晓鸣农牧红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业实训基地设备购置项目
9月30日	广东省	文旅体育	3300	支持中山华侨城实业发展有限公司文化和旅游项目设备购置
10月6日	江西省	文旅体育	1000	用于吉安市某景区设备购置

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

10月下旬	甘肃省	文旅体育	3000	用于生态修复工程基础设施及全民健身中心文旅体育类设备购置
10月7日	江西省	文旅体育	15000	江西上饶市广信旅游集团发展有限公司灵山景区(二期)
10月上旬	广东省	医疗	3200	云浮市某三甲医院“5万级”新冠核酸检测实验室项目建设
10月10日	江西省	医疗	15200	抚州市临川区第二人民医院设备更新改造
10月10日	江西省	医疗		南昌华瑞卓越医院有限公司项目设备更新改造
10月下旬	陕西省	医疗	1000	洋县和谐医院
10月12日	陕西省	医疗	15000	安康两家医院, 首批资金用于购置糖化血红蛋白仪、CT机
10月6日	安徽省	医疗	6850	固镇县某医院
10月17日	湖南省	医疗	3350	某民营上市公司专项用于客户采购更新医疗设备
10月3日	江西省	医疗	2610	南京大学第一附属医院
10月5日	安徽省	医疗	200	淮南市中医院山南新院
10月7日	江西省	医疗	8000	江西省分宜县人民医院
10月2日	云南省	医疗	500	保山市第三人民医院
10月5日	云南省	医疗	200	勐海民族医院有限责任公司
	贵州省	医疗、教育	18000	四家医疗及教育领域客户投放专项贷款共计 1.8 亿元
10月10日	江西省	制造业	5000	江西睿达新能源科技有限公司动力电池回收利用体系建设设备购置更新项目
10月18日	江西省	制造业	5000	用于江西安驰新能源科技有限公司生产线数字化改造项目的设备购置
10月13日	广西省	制造业	1800	用于企业年产 180 万吨高档纸板生产线的设备购置与更新改造, 帮助企业节约综合成本、提升生产效率
	山东省	制造业	4400	汽车零部件自动化改造项目
10月31日	山东省	制造业	5000	专项用于支持平邑县玉泉食品有限公司冷链物流建设及初加工生产线建设项目
	辽宁	制造业	45000	抚顺新钢铁公司
	江西省	制造业	3000	华润江中科创城现代中药生产基地一期项目设备
10月1日	浙江省	制造业	2000	浙江某工程公司用以支持装配式钢结构建筑设备采购
	贵州省	制造业	7000	用于支持振华新材料沙文一期锂离子电池正极材料生产线技改项目
	内蒙古	制造业	14200	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司
	广东省	制造业	600	某体育用品公司
	浙江省	制造业	800	浙江某科技股份
	浙江省	制造业	12600	义乌某太阳能科技有限公司
10月6日	浙江省	制造业	700	舟山市某智能科技股份有限公司

数据来源: 新华社等, 东方证券研究所

另一方面, 这些政策对流动性的托底效应并非短期, 从一系列公开信息来看:

- 兴业银行沈阳分行对抚顺新钢铁公司(已纳入人民银行设备再贷款清单)开通绿色审批通道, 迅速完成了 4.5 亿元专项贷款的审批, 并投放首笔贷款 6922 万元;
- 在获悉云浮市某三甲医院有购置设备的资金需求后, 中国银行广东省分行仅用 2 天时间就审批通过了该医院设备更新改造项目 3200 万元授信额度, 并于 10 月 21 日成功发放首笔贷款资金 1247 万元;
- 截至 10 月 16 日, 光大银行累计批复设备更新改造专项贷款项目 27 个、金额 55 亿元, 实现贷款投放 1.5 亿元。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

从中可以观察到，贷款投放与信贷额度有较大差距，实际到位的贷款有望在未来一段时期持续释放。

综合来看，不论是政策性金融工具还是更新改造再贷款，投资都将转化为订单，进而引致生产需求，在地产、消费、出口均承压的背景下，为四季度乃至明年宏观经济生产端的韧性提供宝贵支撑。

经济数据回顾

弱需求压低 CPI 的“天花板”

9 月 CPI 同比上涨 2.8%，前值 2.5%，环比 0.3%，前值-0.1%。以猪价为首的食品价格依然是引领 CPI 向上的主要动能，但能源和服务价格环比下行压制 CPI：（1）9 月 CPI 食品项同比上涨 8.8%（前值 6.1%，下同），其中猪价同比上涨 36%（22.4%），受高温天气和节假日的影响，鲜菜、鲜果、蛋分别同比上涨 12.1%（6%）、17.8%（16.3%）、7.3%（1.7%）；（2）国际油价下跌推动工业消费品涨幅回落，9 月工业消费品价格同比上涨 2.6%（3%）。

后疫情时期消费复苏的“天花板”导致服务业的价格中枢低于疫情之前，核心 CPI 和 CPI 服务分项持续低迷，并且每轮疫情反弹均带来服务 CPI 下滑。9 月不包括食品和能源的核心 CPI 同比为 0.6%（0.8%），低于 2016-2019 年同期的均值 1.8%；CPI 服务项同比 0.5%（0.7%），低于 2016-2019 年同期均值 2.3%。服务价格的变动也反映了旅游消费的新特征，即出行消费减少、周边游比重提升，统计局提到，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环比分别下降 9.9%、2.9%和 1.3%；本地游和周边游增多，交通工具租赁费价格环比上涨 4.0%。

PPI 同比上涨 0.9%，前值 2.3%，环比-0.1%，前值-1.2%。上游价格回落推动 PPI 环比延续负增，叠加基数效应的影响，PPI 同比持续回落。分行业来看：（1）能源相关行业价格回落，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业 PPI 同比分别为-2.7%（8.6%）、31.1%（35%）；（2）基建项目加速开工建设，据报道，9 月有超 1.5 万亿元基建项目密集开工，带动金属、水泥等相关行业需求回暖，部分上游黑色和有色行业价格环比降幅收窄、同比下降斜率放缓，黑色、有色金属冶炼和压延加工业 PPI 同比分别为-18%（-15.1%）、-4.4%（-1.5%）；（3）受高温天气的影响，电力、热力生产和供应业价格上行，同比为 10.1%（9.2%）。在此背景下，PPI-CPI 剪刀差继续下行，9 月剪刀差为-1.9%（-0.2%），后续关注通胀格局变化对盈利的影响。

值得注意的是，两大价格指数接连低于市场预期，9 月 CPI 同比上涨 2.8%（万得一致预期 3%），PPI 同比上涨 0.9%（万得一致预期 1.1%）。我们认为三方面的因素制约了价格上行，其一，国际原油等大宗商品价格波动下降，输入性通胀压力减轻；其二，国内需求相对疲弱，新冠疫情影响了服务消费，对应于 CPI 服务项和核心 CPI 继续下探；其三，CPI 同比权重中猪肉的占比下降，9 月猪肉的同比权重为 1.25%，为 2013 年以来的最低值，导致猪价对 CPI 同比走势的影响减弱。

赶工行情促使工业生产回暖

9 月工业生产加速回暖，尤其是制造业同比增速明显回升，原因之一在于去年同期基数偏低，2021 年 9 月工业增加值同比增长 3.1%（5.3%）；更为重要的是，生产走出了 8 月高温、限电等不利影响，迎来了赶工行情和加速修复阶段。9 月工业增加值同比增长 6.3%，比上个月加快 2.1 个百分点，其中，制造业增加值同比增长 6.4%（3.1%），3 年平均增速比上月提高 0.5 个百分点。分行业来看，9 月黑色、有色金属冶炼及加工业分别同比增长 10.6%（-1.3%）、7.8%（3.6%），

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

或反映基建项目加快实施，带动金属等产品需求回升；化学原料及化学制品制造业同比增长 12.1%（3.8%），可能受益于欧洲“能源危机”，行业成本优势和供应链优势助推化工品出口；电器机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业维持高景气，分别同比增长 15.8%（14.8%）、10.6%（5.5%）；汽车制造业增速有所放缓，同比增长 23.7%（30.5%）。由于国内疫情多点散发以及赶工潮接近尾声，10月 PMI 产需双双回落，展望后续，生产存在下行压力。

消费依然面临较大挑战

社零环比增长 0.43%，高于去年环比均值 0.3%，但受基数效应影响，实际同比再度转负。疫情反复仍是制约消费的主要因素，后疫情时期餐饮消费增速与地铁客运量的走势基本一致，可见疫情反弹缩小了居民出行半径，从而压制以餐饮为代表的线下消费；其次，在地产低迷的背景下，地产后周期消费品需求也较为疲弱。政策对推动消费复苏起到了积极作用，汽车消费自 6 月以来保持高增长，但刺激的效果正逐步减弱。9 月社零实际同比-0.68%（2.23%），环比 0.43%（-0.05%），同比与环比走势分化反映出基数效应的影响：1）9 月，受疫情影响较大的餐饮收入同比-1.7%（8.4%），3 年平均-0.5%（-1.3%）；2）地产后周期消费品表现低迷，家具、建筑及装潢材料的限额以上零售额同比分别为-7.3%（-8.1%）、-8.1%（-9.1%）；3）汽车消费表现依然亮眼，但是对整体消费的提振作用逐步减弱，限额以上汽车零售额同比增长 14.2%（15.9%）。10 月以来国内日新增病例数波动较大（10 月下旬有所上升），叠加汽车政策刺激效果减弱、地产低迷难以在 10 月逆转，10 月消费数据仍然面临较大挑战。

基建和制造业投资维持高增

1-9 月固定资产投资累计同比增长 5.9%，前值 5.8%。基建继续扮演逆周期托底的角色，但地产投资的拖累加大，具体来看：

（1）1-9 月广义基建投资累计同比增长 11.2%（10.4%），随着增量财政政策落地，基建对经济的支撑力度加大。在出口走弱的背景下，稳增长政策发力预计还将持续，基建将是主要抓手——近期政策性开发性金融工具对基建的带动作用明显，两批金融工具均已完成投放，总额度将近 7000 亿，其中农发行和进出口行投放了 3143 亿，带动总投资将近 4 万亿，随着第二批金融工具的落地，年内广义基建增速有望达到两位数增长，起到托底四季度经济的作用，这一作用大概率将延续到明年。

（2）制造业投资累计同比上行至 10.1%（10%），9 月 14 日国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，年内制造业投资有望维持高增长

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_48412

