

周度经济观察

——忽如一夜春风来

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 11 月 15 日

内容提要

10 月经济活动的减速主要与疫情形势的恶化有关。近期伴随疫情管控政策的调整、以及房地产行业针对性政策的出台，经济恢复的预期出现改善，但考虑到政策落地的时滞、以及疫情形势的严峻性，未来两个月经济的表现或将仍然偏弱。

今年以来权益市场主要受到疫情、地产和外部形势这三重因素的压制。近期疫情、地产政策调整，美联储加息进入后半段，中美高层会见缓和了地缘政治风险。伴随压制因素的转向，权益市场或将转入持续上行的过程中。消费和金融板块的表现有望继续占优。

美国通胀的见顶回落，叠加经济增速的放缓，使得美联储加息的节奏有望逐步放缓。随着美国加息进入后半场，当前美债收益率和美元指数或许已经处在顶部区域。

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、四季度经济持续偏弱，但明年恢复方向确定

10月工业增加值当月同比5%，较上月回落1.3个百分点，经济出现明显减速。

三大门类涨跌不一，公用事业增速小幅回升1.1个百分点至4%，采矿业回落3.2个百分点至4%，制造业回落1.2个百分点至5.2%。

从已公布的行业数据看，煤炭开采和洗选业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的下行幅度较大；医药制造业、非金属矿物制品业、石油和天然气开采业出现显著回升。

10月服务业生产指数当月同比0.1%，较上月回落1.2个百分点，这与疫情形势恶化、防控措施趋严有关。

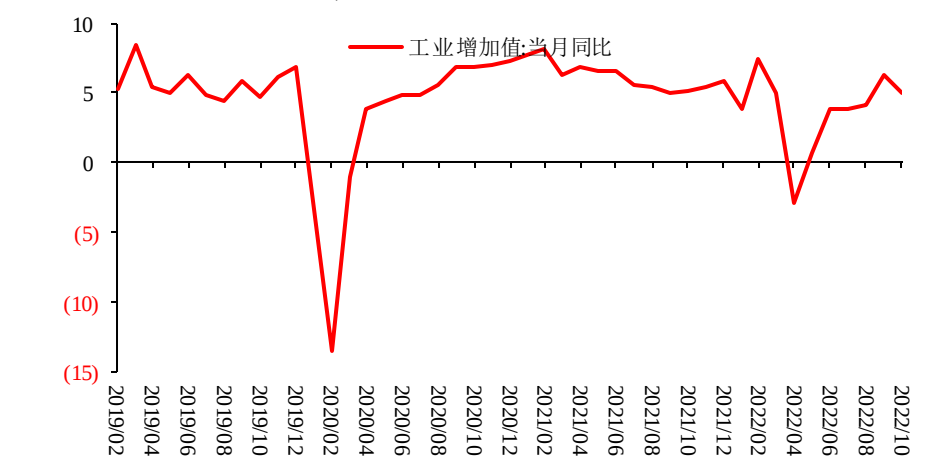
物量数据的表现类似，粗钢、水泥、原煤、钢材出现不同程度的下滑。

价格层面，10月PPI环比低位反弹，石油产业链的回落相对较多，煤炭和有色金属价格反弹。与服务业相关的核心PPI表现弱于季节性。

结合量价数据来看，10月经济活动的减速主要与疫情形势的恶化有关，这一影响在服务业、消费领域的表现尤其明显。

近期伴随国内疫情管控政策的调整、以及房地产行业针对性政策的出台，经济恢复的预期出现改善，但考虑到政策落地的时滞、以及疫情形势的严峻性，未来两个月经济的表现或将仍然偏弱。

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

10 月固定资产投资当月同比为 5%，较 9 月回落 1.6 个百分点。制造业、基建和地产投资全面走弱。

10 月基建投资（含电力）当月同比为 12.8%，较 9 月下降 3.5 个百分点，基建从年内高位回落。今年以来基建是稳增长的主要抓手，伴随近期房地产政策的转向和疫情管控政策的调整，基建发力的必要性或许在下降，尤其考虑到当前基建增速已经处于高位、地方政府收入下滑，未来基建投资或将温和走弱。

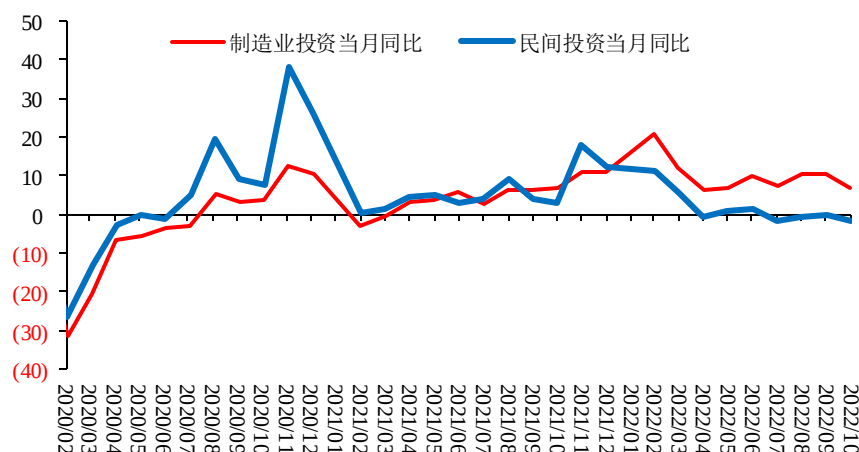
10 月制造业投资当月同比为 6.9%，较上月回落 3.8 个百分点。民间投资当月同比-1.8，较上月回落 1.7 个百分点，裂口边际收窄。

根据已经公布的数据，金属制品业、专用设备制造、通用设备制造业的投资大幅回落，对制造业投资形成拖累；而食品制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业等行业投资出现反弹。

制造业投资的减速、以及向民间投资的靠拢，反映出私人部门投资的影响在逐步占据主导，企业投资意愿偏弱的局面导致了投资低迷的结果。尽管当前疫情防控政策出现调整，但在疫情形势仍然严峻的背景下，企业投资意愿的恢复可能

在四季度偏慢，同时叠加出口的减速，四季度制造业投资可能面临持续减速的风险。

图2：制造业投资和民间投资同比，%

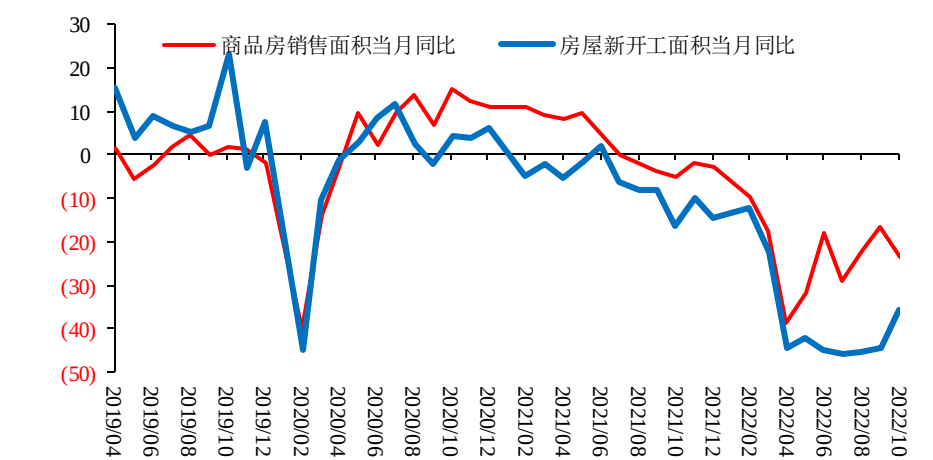


数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

10 月房地产投资当月同比增速-16.1%，较上月回落 4 个百分点，创近三年新低。同期地产销售面积增速-23.2%，较 6 月回落 6.7 个百分点，显示前期需求端刺激政策的效果不佳。10 月地产新开工同比-35.6%，较上月大幅回升 8.6 个百分点，这主要受到低基数的影响。

房地产行业的困境主要受到流动性问题的困扰，11 月以来监管当局针对这一问题出台了全面细致的政策，这意味着房地产行业流动性问题有望得到解决。尽管政策的落地需要时间，但未来地产数据改善的趋势相对确定。

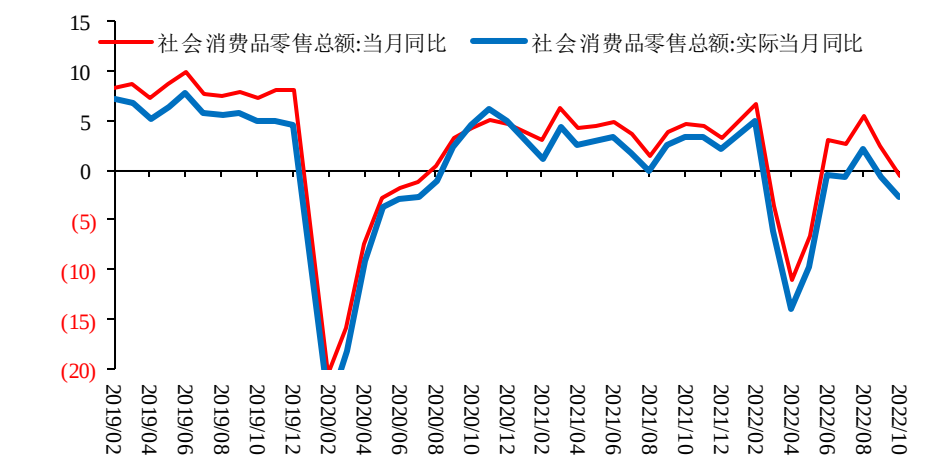
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

10月社会消费品零售名义增速-0.5%，较上月回落3个百分点，实际增速-2.7%，较上月回落2个百分点。

图4：社零名义和实际同比，%

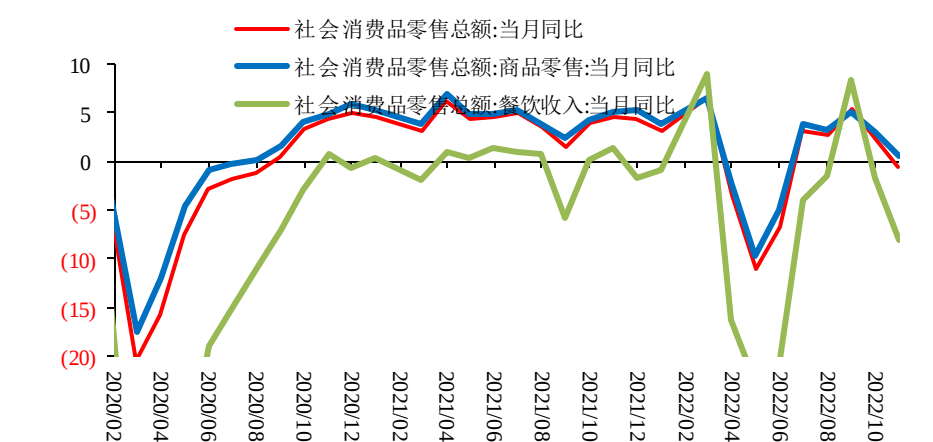


数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

分品类看，通讯器材、汽车、烟酒、家电等回落幅度最大。药品和食品跌幅不大，本身低位的建材也小幅回落。总体而言，必选消费回落幅度相对小，可选消费回落幅度更大，餐饮也明显下滑，这表明疫情对消费的影响占据主导。

往后看，随着疫情防控政策的调整，短期内消费或将继续承压。中期来看，消费复苏或许可以开始期待。

图5：社零不同种类增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

总体而言，10 月数据表明，我国经济内生增长的动能偏弱，疫情的恶化、海外经济的下滑加速了我国经济的走弱。

对四季度的经济而言，尽管疫情和地产政策均出现较大调整，但是政策落地需要时间，而且疫情形势相对严峻，因此四季度国内经济表现或将维持偏弱。但随着时间的推移，明年我国经济有望从低位反弹，消费和房地产行业有望成为经济恢复的主要支撑。

二、政策全面转向，市场反弹进行中

正如我们此前多份周报中提及，今年以来，权益市场在流动性环境偏宽松的状态下反而出现大幅下跌，是相当少见的。

我们倾向于认为，出现这一情况的根本原因是居民部门的风险偏好大幅下降，从现金流量表的角度，较以往显著增持存款、货币基金等安全型资产，减持股票、权益型公募基金、房地产和贷款等风险型资产。

出现这一变化的原因可能包括疫情和管制措施对居民长期收入预期的恶化、房地产行业流动性压力的蔓延和房价上涨预期出现动摇，或许还包含教育和互联网行业整顿的影响。这些冲击使得居民在储蓄的配置上更加注重安全，调高了安全资产的比重，降低了风险资产比重。这是今年以来权益市场走弱的根本原因。

上周以来，房地产和疫情这两大核心变量在政策层面均出现了巨大的变化。

11月8日交易商协会宣布扩大民营企业债券融资支持工具，新增“直接购买债券”方式，潜在规模2500亿元。

11月11日央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及对房地产企业支持的16条内容。

11月14日，银保监会、住建部、央行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。

今年5月份以来，尽管房地产放松政策不断，但房地产行业问题并未出现改善，核心在于房地产市场的困境更多在于供给侧，是企业的流动性问题。对企业而言，政策放松带来销售回暖弱于流动性环境的恶化带来的拖累。而对于金融机构而言，在房地产行业展期不断的背景下，给予房企市场化融资也是风险大于收益。

从11月房企16条当中，可以看到此前的核心堵点被疏通。

在微观层面，对尽职人员免责，在委托代理机制上避免了上下级利益不一致的问题，使得政策层面的融资支持能够落地。

而政策银行为保交楼提供借款，也相当于财政提供了支持。当下房地产行业属于流动性问题，靠行业采用市场化手段自救的效果在过去半年相当有限，必须凭借外部流动性的支持。

参考日本的经验，在房地产泡沫破灭后，采用“救债权不救资产”的方针，没有财政投入，不良债权问题始终没有解决。直到 1998 年山一证券破产，动用财政去解决不良债权才取得朝野共识，房地产泡沫的后续问题才逐渐收尾。

我们认为当前政策是一个好的开始，考虑到居民缩表预期短期难以扭转，房地产销售大幅改善短期或难出现。但政策显示监管层对问题理解非常充分，对症下药。即便当下政策效果有限，但后续政策可以期待，房地产行业的流动性问题未来有望逐渐得到解决。

这将推升房地产链条的整体估值，对银行和地产后周期板块显著利好。房地产市场的企稳也将改善居民的风险偏好，使得居民开始增持风险资产，逐渐转向扩表，对权益市场中期向好提供基础。

11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》。

这将对居民消费倾向、收入预期和预期的稳定性形成提振，而且这可能是中

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_48801

