

10 月经济再现下行波动，防疫措施优化有望缓解本轮疫情冲击烈度

——2022 年 10 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：10 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，增速较上月回落 1.3 个百分点；10 月社会消费品零售总额同比下降 0.5%，增速较上月回落 3.0 个百分点；1-10 月全国固定资产投资同比增长 5.8%，增速较前值回落 0.1 个百分点。

基本观点：

整体上看，主要受疫情升温影响，10 月宏观数据普遍回落，四季度开局经济下行压力有所加大。其中，主要受疫情反弹扰动，10 月工业增加值同比增速放缓，但与需求端相比，当月 5.0% 的增长水平仍反映出工业生产的较强韧性。10 月社零同比转负，主因当月国内疫情反弹，疫情防控随之升级，对消费的负面影响逐步体现。投资方面，10 月基建投资（宽口径）继续保持两位数高增，有效对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。

展望未来，近期优化疫情防控 20 条出台，本轮疫情对宏观经济的冲击烈度将明显低于二季度，以金融支持房地产 16 条为标志，后续稳增长政策也有望进一步加码。其中，在内外兼顾考虑下，货币政策将主要通过结构性工具定向发力，短期实施降息降准的可能性不大，而财政政策将成为年底前稳住经济大盘的主要发力点，其中在税费减免、加大促消费力度方面空间较大。

具体解读如下：

一、主要受疫情反弹扰动，10 月工业增加值同比增速放缓，但与需求端相比，当月 5.0% 的增长水平仍反映出工业生产的较强韧性。

10 月工业增加值同比增长 5.0%，增速较上月放缓 1.3 个百分点。这与 10 月制造业 PMI 生产指数为 49.6%，较上月大幅下滑 1.9 个百分点，降至收缩区间相印证。我们认为，疫情波动是 10 月工业生产增速放缓的主要原因。尽管 10 月日均新增感染人数与上月基本持平（10 月前 30 日本土确诊+无症状病例日均 1189 例，仅略高于 9 月的 1019 例），但当月省会及大型城市疫情波动更为明显，对工业企业生产经营和市场需求影响较大。这表明当前如何有效控制疫情，实施精细化防控，仍是影响宏观经济运行的重要因素。

不过，在疫情波动、地产投资下行、消费修复缓慢背景下，10月工业增加值仍录得5.0%的同比增长，表明工业生产韧性较强。我们认为，主要有以下四个方面支撑因素：一是10月疫情波动并未引发大规模停工停产，对货运交通物流的影响也较为有限。二是稳增长政策从供需两端发力，供给端在财税、金融等方面不断加大对工业企业扶持力度，在帮助企业维持经营的同时，也有利于稳定企业预期，需求端政策支持下，基建投资提速、制造业投资保持高增等，对工业生产也有提振。

三是尽管10月以美元计价的出口额增速继续下滑，但这与价格因素减弱、人民币兑美元大幅贬值有关。从出口数量来看，10月出口货运量同比增长7.9%，增速较上月加快5.3个百分点，对以不变价统计的工业增加值增速仍有提振。

四是工业增加值统计的是规模以上工业企业，而受终端消费修复偏缓影响较大的多为处于产业链中下游的中小企业。从PMI分项数据表现来看，当前大中企业经营状况要明显好于小型企业——10月大型制造业企业PMI仍处扩张区间。因此，偏强的工业增加值数据可能存在对整体工业生产强度的高估。

展望后续，11月11日优化疫情防控的20条措施发布，预示疫情防控对工业生产和货运交通物流的影响将进一步减弱，加之基建投资高增带动相关工业品需求，国内消费重回修复通道，将对工业生产起到积极的提振作用。不过，近期出口减速势头显现，且随全球经济增速放缓，四季度出口增速可能再下一个台阶，加之房地产投资仍难以摆脱负增，将压制工业生产提速空间。我们判断，年底前工业增加值将维持在5.5-6.0%左右的同比增长水平，这将对四季度我国GDP增速继续向潜在增长水平回归发挥积极作用。

二、10月社零同比转负，主因当月国内疫情反弹，疫情防控随之升级，对消费的负面影响逐步体现。

10月社零同比下降0.5%，增速较上月放缓3.0个百分点，这主要受国内疫情反弹影响。10月中下旬以来，国内新增感染数量呈现较快上升势头，疫情防控随之升级，对消费的负面影响逐步体现。这也反映于，10月餐饮收入增速下滑幅度要明显超过商品消费——当月餐饮收入同比下降8.1%，降幅较上月扩大6.4个百分点，商品零售同比增长0.5%，增速较上月放缓2.5个百分点。

从限额以上不同商品零售额增速来看，10月可选消费品零售额增速多数出现较大幅度下滑，且普遍处于同比负增状态，但粮油食品、中西药品等类别零售额保持高增，这也符合疫情冲击下消费的结构特征。其中，由于疫情反弹影响线下销售，10月汽车零售额同比增速较上月下滑10.3个百分点至3.9%，对当月社零整体增速的下拉作用明显；10月石油制品零售额同比下降9.3%（前值为增长0.9%），主要原因是当月成品油价格下调，而去年同期价格走高；另外，10月楼市表现弱于9月，商品房销售同比降幅

扩大，家电、家具、建筑装饰材料等涉房消费继续受到拖累，当月家电零售额同比下降 14.1%，降幅较上月扩大 8.0 个百分点。

今年以来，受疫情波动影响，社零增速所反映的消费修复过程较为波折，这也是 10 月社零再现同比负增的主要原因。进入 11 月，国内疫情进一步升温，对消费的干扰仍存。但 11 月 11 日优化疫情防控的 20 条措施发布，进一步提升了防控的科学性、精准性，预计 11 月中下旬疫情对消费的负面扰动将有所缓解。同时考虑到去年同期基数走低，11 月社零同比有望反弹至 1% 左右的低速增长状态。这一增长水平与当前 5% 左右的工业增加值增速形成对比，凸显出宏观经济“生产强、消费弱”的特征。这也意味着，接下来为稳定宏观经济大局，促进消费修复，政策面仍需要在适度扩大消费券、消费补贴发放范围和力度，填补居民购买力缺口，刺激消费需求方面继续发力。

三、投资方面，10 月基建投资（宽口径）继续保持两位数高增，有效对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。

1-10 月，固定资产投资累计同比增长 5.9%，增速较前三季度小幅回落 0.1 个百分点。据我们测算，10 月当月固定资产投资同比增速为 5.0%，也较上月回落 1.6 个百分点。其中，10 月当月各分项投资增速均有不同程度回落。

三大投资板块中，基建投资累计增速保持加快势头，1-10 月基建投资（宽口径，下同）增速达到 11.2%，较前值加快 0.2 个百分点，连续 5 个月走高。据我们测算，10 月当月基建投资同比增速为 12.8%，较 9 月增速回落 3.3 个百分点。首先，月度基建投资连续 5 个月保持两位数高增，背后是今年专项债发行前置，加之一揽子稳住经济大盘政策及接续政策中支持基建投资力度很大，这抵消了严控地方政府隐性债务风险对城投平台融资的抑制效应，以及地方政府土地出让金收入下滑带来的影响，为今年以来基建投资高增长提供了充足的资金来源。

其次，今年以来受疫情波动等超预期因素频发影响，政策面显著加大了逆周期调节力度，基建投资提速符合市场普遍预期。最后，10 月当月基建投资减速，一方面符合数据正常波动特征，或也与今年新增专项债额度在 6 月底基本发完、加发的 5000 亿专项债于 10 月开闸，造成阶段性资金断档等因素有关。我们判断，本轮疫情升温对基建施工的影响不大。展望未来，伴随加发的 5000 亿专项债资金加快投放，以及四季度基建投资稳增长需求上升，11 月当月基建投资将再度提速。我们预计全年基建投资累计同比增速将达到 12.0% 左右，有望拉动 GDP 增速加快 1.2 个百分点。这意味着基建投资在今年稳住经济大盘过程中发挥了中流砥柱作用。

10月房地产投资加速下滑。据我们测算，10月当月房地产投资同比下滑16.1%，降幅较上月扩大4个百分点，带动1-10月房地产投资累计增速降至-8.8%，降幅较前值扩大0.8个百分点。这与下半年以来楼市持续低迷相印证，背后是近期房企风险仍在暴露，房地产施工数据持续下滑。当前抑制房地产投资的主要原因是楼市销售低迷，其中“金九银十”成色明显不足。

11月13日，落款为中国人民银行和银保监会联合发布的《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》在市场广为传播，引发广泛关注。这意味着以引导房地产行业尽快实现软着陆为目标，金融支持政策全面加码。预计后期政策面将在引导房贷利率下行方面进一步发力。我们判断，在存款利率下行驱动下，未来即使政策利率（MLF利率）不动，5年期LPR报价也还有一定下调空间。这是扭转楼市预期、带动楼市尽快企稳回暖的关键。预计在各项政策调整到位支持下，2023年一季度商品房销量有望转入趋势性回升过程，但房地产投资回升还将经历更长一段过程。这样来看，年底前月度房地产投资都将处于两位数下滑过程，全年累计同比降幅也将接近两位数。

1-10月制造业投资同比增速为9.7%，较前值回落0.4个百分点，继续处于高位增长状态。据我们测算，10月当月制造业投资同比增速为6.9%，较上月回落3.8个百分点，符合市场普遍预期。首先，今年以来制造业投资韧性很强，背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增；另外，前期海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。最后，10月当月制造业投资减速，主要受全球经济放缓、美欧经济衰退阴影渐浓影响，以民间投资为主的制造业投资信心受到一定影响。

展望未来，包括9月央行设立设备更新改造专项再贷款工具在内，政策面对制造业投资的支持力度正在进一步加大。这样来看，短期内制造业投资仍有望保持较强韧性。我们判断，尽管上年同期基数较高，但年底前制造业投资同比增速持续大幅下滑的可能性不大，全年仍有望保持8-9%的较快增长水平，将继续为促投资发挥重要支撑作用。

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_48805

