

**分析师：杨畅****执业证书编号：S0740519090004**

电话：021-20315708

Email: [yangchang@r.qlzq.com.cn](mailto:yangchang@r.qlzq.com.cn)**投资要点**

- 防控优化为宏观经济修复和实体消费场景修复创造了条件；
  - 在经济增长框架中，外需面临全球经济回落的压制，稳住内需或许是政策重点考量；
  - 稳住内需既依靠自身修复，也需要政策带动；
  - 在内需中，房地产开发投资受居民购房需求变化，预计难以出现大幅度提振；制造业投资属于中间环节，等待下游需求拉动；消费中的必选消费项已经修复较为明显；
  - 核心增量抓手或仍在基建投资与可选消费上；
  - 基建投资的观察视角需要“旧瓶装新酒”，或呈现两个维度、三个方向的拓围；
  - 可选消费项下，包括耐用消费、服务消费、健康消费等细分领域，有望成为聚焦重点。
- 
- **风险提示事件：1、政策变动风险。2、疫情反复超预期风险。**

**相关报告**

## 内容目录

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 1. 防控优化为宏观经济修复创造条件 ..... | 3 - |
| 2. 经济既靠自身修复，也需政策带动 ..... | 5 - |
| 3. 风险提示 .....            | 9 - |

## 图表目录

|                                         |     |
|-----------------------------------------|-----|
| 图表 1: 社会融资规模 .....                      | 3 - |
| 图表 2: 社会融资规模新旧口径及水泥、螺纹钢高频数据 .....       | 4 - |
| 图表 3: 商品房销售面积较房地产开发投资的领先性以及地产高频指标 ..... | 6 - |
| 图表 4: 传统基建相关高频指标 .....                  | 7 - |
| 图表 5: 民间投资与制造业投资的同步性 .....              | 8 - |
| 图表 6: 乘用车厂商批发与零售高频指标 .....              | 8 - |

## 1. 防控优化为宏观经济修复创造条件

从10月社融数据观察，整体经济处于低位待修复状态。10月社融增量9079亿元（前值3.53万亿），同比少增7097亿元（前值多增6245亿元），单月社融增量为年内次低点。在细分项中，对实体经济发放的人民币贷款新增4431亿元（前值2.57万亿元），同比少增3321亿元（前值多增7931亿元）。

图表1：社会融资规模

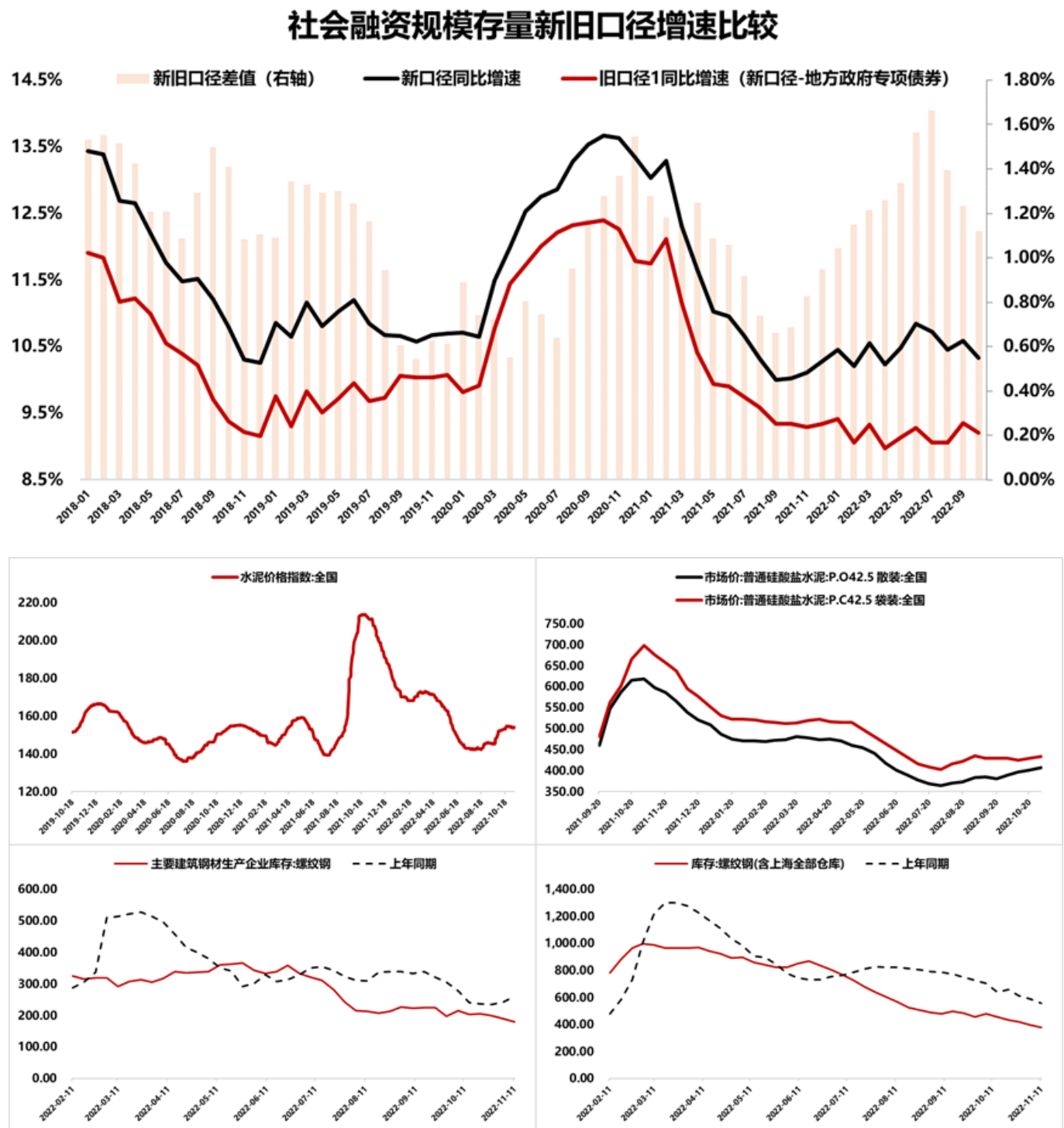
| 当月新增（亿元）   | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 社融         | 9079    | 35271   | 24608   | 7722    | 51802   | 28363   |
| 分项         |         |         |         |         |         |         |
| 社融-人民币贷款   | 4431    | 25686   | 13344   | 4088    | 30540   | 18230   |
| 金融机构-人民币贷款 | 6152    | 24700   | 12500   | 6790    | 28100   | 18900   |
| 居民短期贷款     | -512    | 3038    | 1922    | -269    | 4282    | 1840    |
| 居民中长期贷款    | 332     | 3456    | 2658    | 1486    | 4167    | 1047    |
| 企业短期贷款     | -1843   | 6567    | -121    | -3546   | 6906    | 2642    |
| 企业中长期贷款    | 4623    | 13488   | 7353    | 3459    | 14497   | 5551    |
| 票据融资       | 1905    | -827    | 1591    | 3136    | 796     | 7129    |
| 政府债        | 2791    | 5533    | 3045    | 3998    | 16216   | 10582   |
| 企业债        | 2325    | 185     | 1407    | 897     | 2222    | 314     |
| 非标资产余额     | -1748   | 1449    | 4769    | -3053   | -142    | -1819   |
| 股票融资       | 788     | 1022    | 1251    | 1437    | 589     | 292     |
| 新增同比变动（亿元） | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
| 社融         | -7097   | 6245    | -5285   | -3030   | 14785   | 8841    |
| 分项         |         |         |         |         |         |         |
| 社融-人民币贷款   | -3321   | 7931    | 631     | -4303   | 7358    | 3936    |
| 金融机构-人民币贷款 | -2110   | 8100    | 300     | -4010   | 6900    | 3900    |
| 居民短期贷款     | -938    | -181    | 426     | -354    | 782     | 34      |
| 居民中长期贷款    | -3889   | -1211   | -1601   | -2488   | -989    | -3379   |
| 企业短期贷款     | -1555   | 4741    | 1028    | -969    | 3815    | 3286    |
| 企业中长期贷款    | 2433    | 6540    | 2138    | -1478   | 6130    | -977    |
| 票据融资       | 745     | -2180   | -1222   | 1365    | -1951   | 5591    |
| 政府债        | -3376   | -2533   | -6693   | 2178    | 8708    | 3881    |
| 企业债        | 64      | -952    | -3242   | -2194   | -1705   | 1391    |
| 非标资产余额     | 372     | 3555    | 5827    | 985     | 1599    | 810     |
| 股票融资       | 1000    | 1907    | 890     | 1173    | 218     | 676     |

来源：WIND、中泰证券研究所

10月社融存量同比增长10.33%（前值10.58%），剔除掉地方政府专项债后的社融增速9.21%（前值9.35%）。新旧口径差值为1.12个百分点

(前值 1.23 个百分点), 连续 4 个月收窄, 这也反映了地方政府专项债对于拉动社融的重要作用。从高频数据看, 水泥价格自 7 月中下旬以来, 低位企稳回升, 螺纹钢库存继续走低, 或反映前期密集发行的地方政府专项债在基建端逐步形成实物工作量。

图表 2: 社会融资规模新旧口径及水泥、螺纹钢高频数据



来源: WIND、中泰证券研究所

整体贷款需求仍然偏弱, 另外还体现在新增人民币贷款年内低点。10

月新增人民币贷款 6118 亿元（前值 2.47 万亿元），同比少增 2143 亿元（前值多增 8108 亿元）。分部门看，住户贷款减少 180 亿元（前值增加 6503 亿元），同比少增 4827 亿元（前值少增 1383 亿元），连续 12 个月同比少增。但亮点在于企（事）业单位贷款，当月增加 4626 亿元（前值 1.92 万亿元），同比多增 1525 亿元（前值多增 9370 亿元）。

从社融数据上看，整体经济仍然处于低位待修复的状态。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》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。我们认为，优化防控工作的二十条措施，是对 10 日中央政治局常委会精神的贯彻落实，在坚定不移贯彻“动态清零”总方针的前提下，在对疫情风险进行准确分析后，更加科学精准开展防控工作。二十条措施的调整优化，有利于高效统筹疫情防控和经济社会发展，真正达到最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们认为，上述措施是针对疫情风险变化的精准调控，尽可能通过管住小网格、小区域、小范围，避免简单操作导致的范围过大，进而拉长防疫战线、延长防疫时间。在上述措施调整下，有利于为宏观经济的修复和实体消费场景的修复，创造更加良好的条件。

## 2. 经济既靠自身修复，也需政策带动

根据经济增长框架，首先看外需，根据海关总署公布的数据，2022 年 10 月，以美元计价，我国外贸进出口总值 5115.9 亿美元，同比下降 0.4%，其中出口 2983.7 亿美元，同比下降 0.3%；进口 2132.9 亿美元，同比下降 0.7%。贸易差值 851.5 亿美元。

其中，10 月出口金额同比下降 0.3%（前值增长 5.7%），同比增速较上月大幅回落 6 个百分点，从 7 月份以来连续 3 个月同比增速回落；是自 2020 年 5 月以来的 29 个月首次同比增速进入下降区间；是自今年 5 月份以来单月金额首次回落至 3000 亿美元以下。现阶段，从外部形势看，全球制造业 PMI 与服务业 PMI 均回落至景气线下，全球经济整体上行动能不足；与此同时，较中国出口具有领先性的 OECD 综合领先指数仍在持续回落通道，或将表明未来出口同比增速仍然存在一定压力。

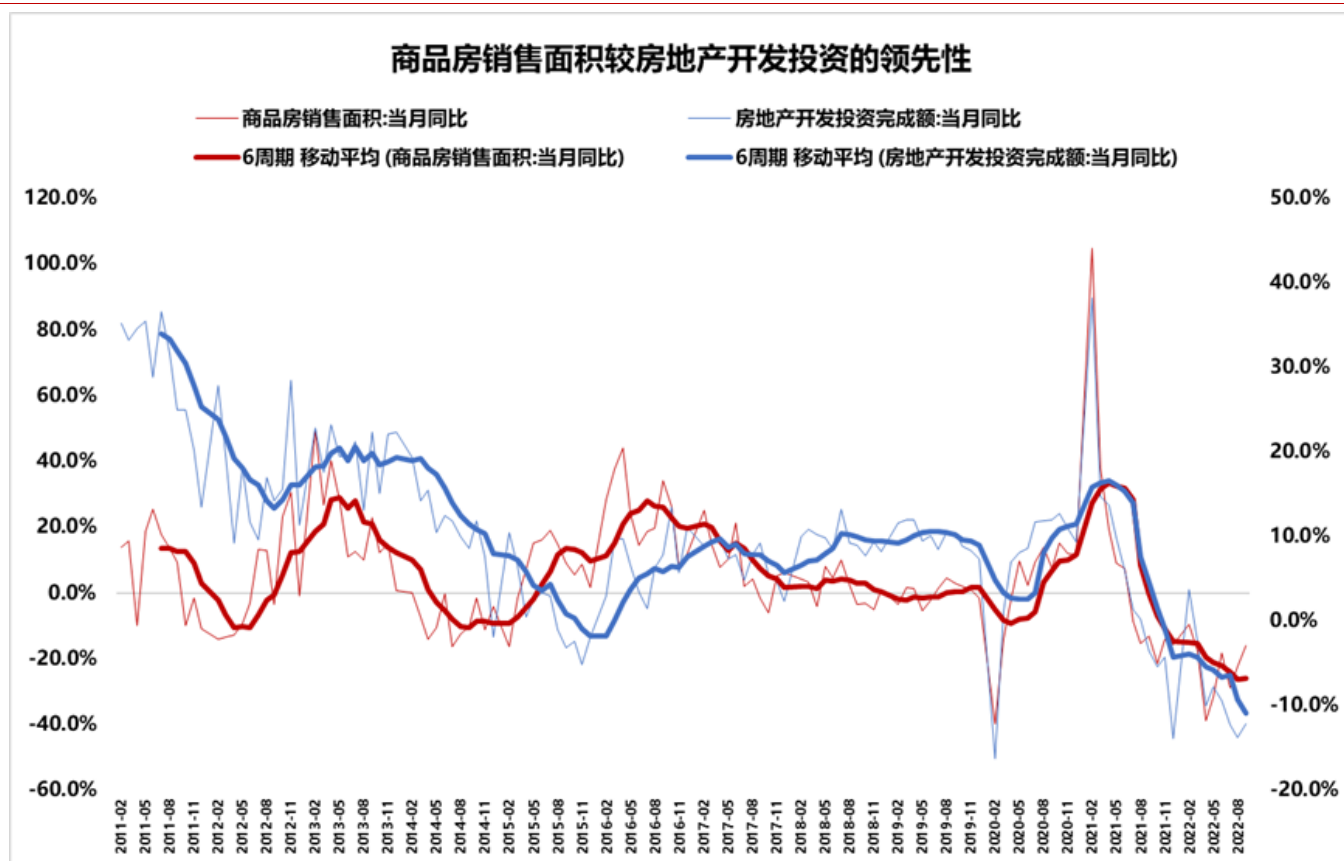
与此同时，进口金额同比增速 26 个月以来首次进入负值区间。10 月进口金额同比下降 0.7%（前值增长 0.3%），同时 8 月与 9 月均同比仅增长 0.3%，表明内需偏弱的状况在 10 月进一步延续。与进口增速呈现一定同步特征的波罗的海干散货指数（BDI）较前期明显回落，再叠加上年同期较高基数，或指向未来月份进口增速仍然可能录得较低水平。整体上看，受制于全球经济整体回落的态势，外需压力仍然存在进一步加大的可能；在外需不确定性增加的背景下，尽可能稳住内需或许将是政策着力的重点。

其次看内需。根据国家统计局公布的 10 月制造业 PMI 数据，其中，新

订单当月 48.1% (前值 49.8%), 回落 1.7 个百分点, 收缩速度加大; 新出口订单 47.6% (前值 47.0%), 回升 0.6 个百分点, 仍在收缩区间, 收缩速度放缓; 新订单与新出口订单的差值为 0.5 个百分点 (前值 2.8 个百分点), 明显收窄, 或表明内需出现明显回落。

作为内需的主要抓手之一: 投资。其一, 房地产开发投资。从社零数据中的居民中长期贷款来看, 同比少增且少增幅度进一步扩大, 表明了居民加杠杆意图仍然偏弱; 另外, 从高频数据来看, 30 大中城市商品房成交面积也偏稳; 二者均指向 10 月经济数据中的商品房销售面积或仍将偏弱。从今年月度房地产销售面积数据来看, 月度同比跌幅出现逐步收窄的迹象, 但仍然处于负增长区间, 由于房地产销售面积对房地产开发投资具有明显的领先性, 下游销售端仍然是拉动中游投资端的核心力量, 对于未来房地产开发投资的预期仍然不应过高。从政策端看, 尽管近期针对部分房地产开发企业遇到的融资困难问题, 有关部门采取政策组合支持企业拓展融资, 但我们认为, 这或许能够缓解企业在资金链上的压力, 对于下游需求的提振作用, 或许仍待观察。

图表 3: 商品房销售面积较房地产开发投资的领先性以及地产高频指标



| 类别 | 中国宏观经济指标                | 频次 | 单位    | 最新报告时间     | 最新报告值   | 近12个月报告期 |         |         |        |         |         |         |         |         |         |         |         |  |  |  | 走势图 |
|----|-------------------------|----|-------|------------|---------|----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|--|--|-----|
| 地产 | 30大中城市:商品房成交套数:当周值      | 周  | 套     | 2022-11-05 | 24769.0 | 27753.0  | 26498.0 | 25470.0 | 9694.0 | 37463.0 | 34033.0 | 19483.0 | 19886.0 | 20851.0 | 25227.0 | 25949.0 | 22657.0 |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交面积:当周值      | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 277.1   | 312.4    | 298.7   | 284.5   | 99.5   | 485.7   | 371.4   | 219.5   | 205.0   | 293.9   | 279.4   | 274.8   | 241.3   |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交套数:一线城市:当周值 | 周  | 套     | 2022-11-05 | 6768.0  | 7266.0   | 7433.0  | 6960.0  | 2255.0 | 9391.0  | 8487.0  | 7489.0  | 6922.0  | 6709.0  | 6691.0  | 6332.0  | 5717.0  |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交面积:一线城市:当周值 | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 71.2    | 86.0     | 88.0    | 71.8    | 23.2   | 102.7   | 88.5    | 79.0    | 72.0    | 71.2    | 72.1    | 77.5    | 60.6    |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交套数:二线城市:当周值 | 周  | 套     | 2022-11-05 | 12238.0 | 12008.0  | 12892.0 | 11982.0 | 3950.0 | 18894.0 | 15277.0 | 7933.0  | 7288.0  | 12770.0 | 12857.0 | 11104.0 | 10996.0 |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交面积:二线城市:当周值 | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 149.7   | 148.9    | 158.2   | 148.3   | 50.3   | 244.0   | 191.1   | 97.9    | 85.7    | 153.4   | 148.1   | 126.5   | 129.4   |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交套数:三线城市:当周值 | 周  | 套     | 2022-11-05 | 5755.0  | 8467.0   | 6189.0  | 6968.0  | 3529.0 | 9786.0  | 9899.0  | 4351.0  | 5086.0  | 7372.0  | 6179.0  | 7513.0  | 5944.0  |  |  |  |     |
|    | 30大中城市:商品房成交面积:三线城市:当周值 | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 56.3    | 85.6     | 60.6    | 64.4    | 25.9   | 88.9    | 91.8    | 42.7    | 47.3    | 69.3    | 59.1    | 71.0    | 51.3    |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地数量:当周值      | 周  | 宗     | 2022-11-05 | 577.0   | 709.0    | 726.0   | 671.0   | 285.0  | 663.0   | 611.0   | 442.0   | 459.0   | 586.0   | 491.0   | 474.0   | 418.0   |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地占地面积:当周值    | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 2144.7  | 2296.2   | 2348.8  | 2065.2  | 967.2  | 3070.9  | 2399.5  | 1324.0  | 1850.2  | 2893.5  | 2647.8  | 1791.8  | 1519.3  |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地规划建筑面积:当周值  | 周  | 万平方米  | 2022-11-05 | 3946.1  | 3998.8   | 4412.4  | 3842.6  | 1371.0 | 5291.3  | 4127.8  | 2563.3  | 2588.6  | 3652.3  | 3690.2  | 3095.6  | 2223.8  |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地总价:当周值      | 周  | 亿元    | 2022-11-05 | 568.9   | 1183.1   | 982.6   | 886.1   | 159.7  | 1053.2  | 2082.0  | 852.2   | 259.5   | 773.0   | 313.6   | 308.3   | 217.9   |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地楼面均价:当周值    | 周  | 元/平方米 | 2022-11-05 | 1404.0  | 2992.0   | 2046.0  | 2176.0  | 1365.0 | 2029.0  | 5044.0  | 3325.0  | 937.0   | 2117.0  | 992.0   | 965.0   | 980.0   |  |  |  |     |
|    | 100大中城市:成交土地溢价率:当周值     | 周  | %     | 2022-11-05 | 5.4     | 0.9      | 1.9     | 2.3     | 10.1   | 2.6     | 3.4     | 3.5     | 5.3     | 2.0     | 1.6     | 5.4     | 2.9     |  |  |  |     |

来源: WIND、中泰证券研究所

**其二，基建投资。**从今年表现来看，基建是拉动固定资产投资的核心力量。前9个月基建投资累计同比增长8.6%(前值8.3%，上年全年0.4%)，基建投资持续发力的特征较为明显。但是从高频数据来看，全国水泥平均价格呈现出短期走高迹象，但水泥发运率、磨机运转率呈现出回落走势，而且伴随着逐步进入冬季休工期，可能会影响短期传统基建的进展。但需要注意的是，现在的基建投资或许是“旧瓶装新酒”，存在两个维度的扩围：一是从经济口基建向社会口基建扩围。9月7日国务院常务会，提出“对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年”，尤其是对于学校、医院等社会口基础设施建设，打开了政策窗口，后续进一步加大力度的可能性仍然存在。二是从传统基建向上向下向外扩围。在重大报告中，均有明确的指引。例如明确指出，要“推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”，尤其是“航天强国”的表述，有望将基础设施向上扩展至空天；要“实施城市更新行动，加强城市基础设施建设”，有望将基础设施建设进一步向老旧小区改造、城市生态廊道、绿色生态网络、低碳化改造建筑等方向扩围；要“发展海洋经济，保护海洋生态环境，加快建设海洋强国”，有望将基础设施建设进一步向地表以外的海上拓展，加大海水淡化、海风发电等项目建设。

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\\_48825](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48825)

