



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuijun@fcsc.com

有效需求不足阻碍经济复苏步伐

2022 年 11 月 15 日

摘要:

- 10 月工业增加值同比增长 5.0%，较 9 月回落 1.3 个百分点。工业企业产销率为 96.6%，较 9 月上落 0.3 个百分点；而出口交货值同比增速为 2.5%，也较 9 月回落 2.5 个百分点；外需已经连续走弱，但内需的转强却一波三折，明显受到有效需求不足的阻碍。
- 从固定资产投资看，基建增速的上升已经难以抵消房地产的下滑，而制造业投资增速受到投资边际效率快速下降的影响。1-9 月工业企业利润同比增速为 -2.3%，是自 2020 年以来首次转为负值；而从以金融机构一般性贷款加权平均利润减去 PPI 同比为代表的实际资金成本看，9 月在 3% 以上，而 10 月在 5% 以上。
- 社会消费品零售增速受到边际消费倾向快速下滑的影响。由于青年人的边际消费倾向远高于平均水平，2022 年以来青年人的就业状况出现明显恶化导致整体消费信心不足，消费者信心指数处于 2001 年有记录以来的低位。2022 年城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于 GDP 增速。只有解决城镇居民可支配收入的增长问题，才能解决消费问题。
- 资产价值特别是房地产价值的下滑使城镇居民的流动性偏好明显上升。出于对交易动机、谨慎动机和投机动机的需求，居民逐渐开始收缩资产负债表，更喜欢存款而不喜欢贷款，更喜欢流动性高的股市而不是房产。从 2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比看，2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少。
- 由于新冠疫情的反复，对消费中的社会零售、以及服务业的影响很大。10 月的服务业生产指数同比为 0.1%，较 9 月回落 1.2 个百分点；10 月社会消费品零售总额实际增速为 -2.7%，较 9 月回落 2 个百分点。从与房地产相关的消费看，10 月建筑及装潢材料类、家具类、以及家用电器和器材类名义增速分别为 -8.7%、-6.6% 和 -14.1%；这三个行业在 15 个行业中增速排名均较低，显示房地产的不景气对需求的影响。

一、10月中国工业生产和国内外需求数据全面回落

从2022年10月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的数据看（表1所示），从经过季节调整后的环比数据看，10月数据不仅低于9月，而且低于8月；而从同比看，10月工业增加值同比增长5.0%，较9月回落1.3个百分点；10月社会消费品零售总额同比名义增长-0.5%，较9月回落3个百分点；实际增长-2.7%，较9月回落2个百分点；10月出口同比增长-0.3%，较9月回落6个百分点。固定资产投资中，1-10月基建投资表现最强，同比增速8.7%，较1-9回升0.3个百分点；而制造业投资表现居中，1-10月同比增速为9.7%，较1-9月低0.4个百分点；而房地产投资表现最差，1-10月同比增速为-8.8%，较1-9月低0.8个百分点。

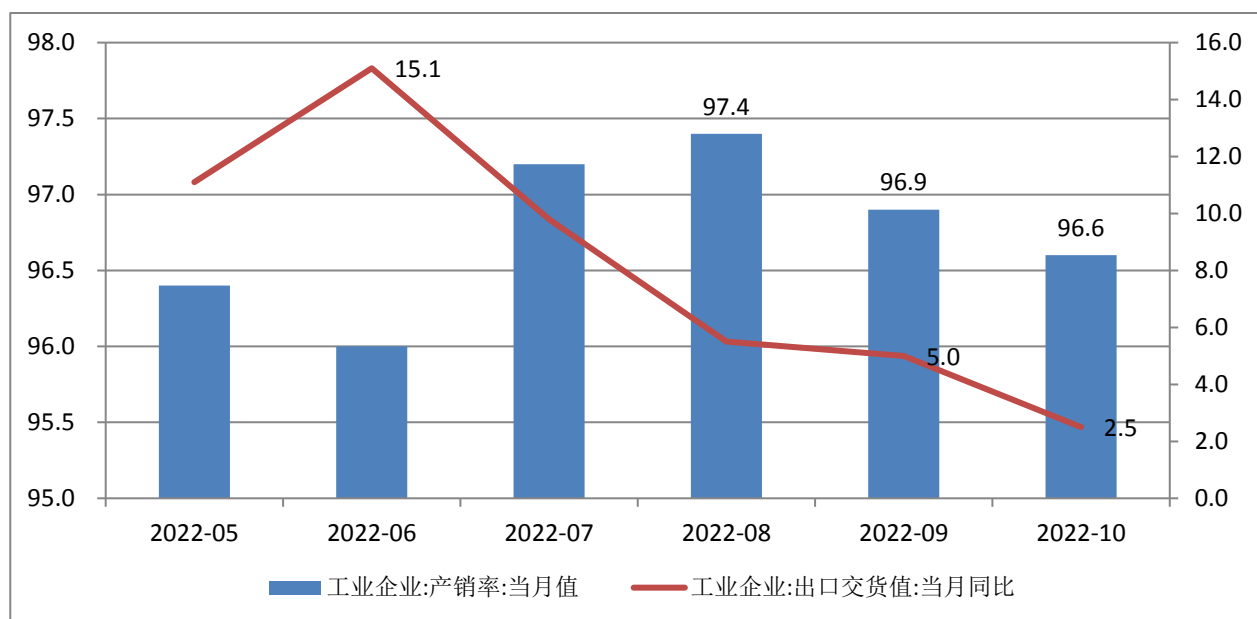
表1 今年8-10月生产、零售、投资和进出口数据一览表

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	8月	9月	10月	8月	9月	10月
工业增加值（实际）	4.2	6.3	5.0	0.39	0.84	0.33
社会消费品零售总额（名义）	5.4	2.5	-0.5	-0.29	0.14	-0.68
社会消费品零售总额（实际）	2.2	-0.7	-2.7			
固定资产投资（累计）	5.8	5.9	5.8	0.36	0.48	0.12
其中：房地产	-7.4	-8.0	-8.8			
基建（不含电力）	8.3	8.6	8.7			
制造业	10.0	10.1	9.7			
进出口增速（美元）						
其中：出口增速	7.1	5.7	-0.3			
进口增速	0.3	0.3	-0.7			
贸易顺差（亿美元）	794	847	852			

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

而从工业企业产销率看，10月为96.6%，较9月上落0.3个百分点；而出口交货值同比增速为2.5%，也较9月回落2.5个百分点。工业企业产销率和出口交货值增速的同步回落，反映10月国内外需求均较9月又有所恶化。

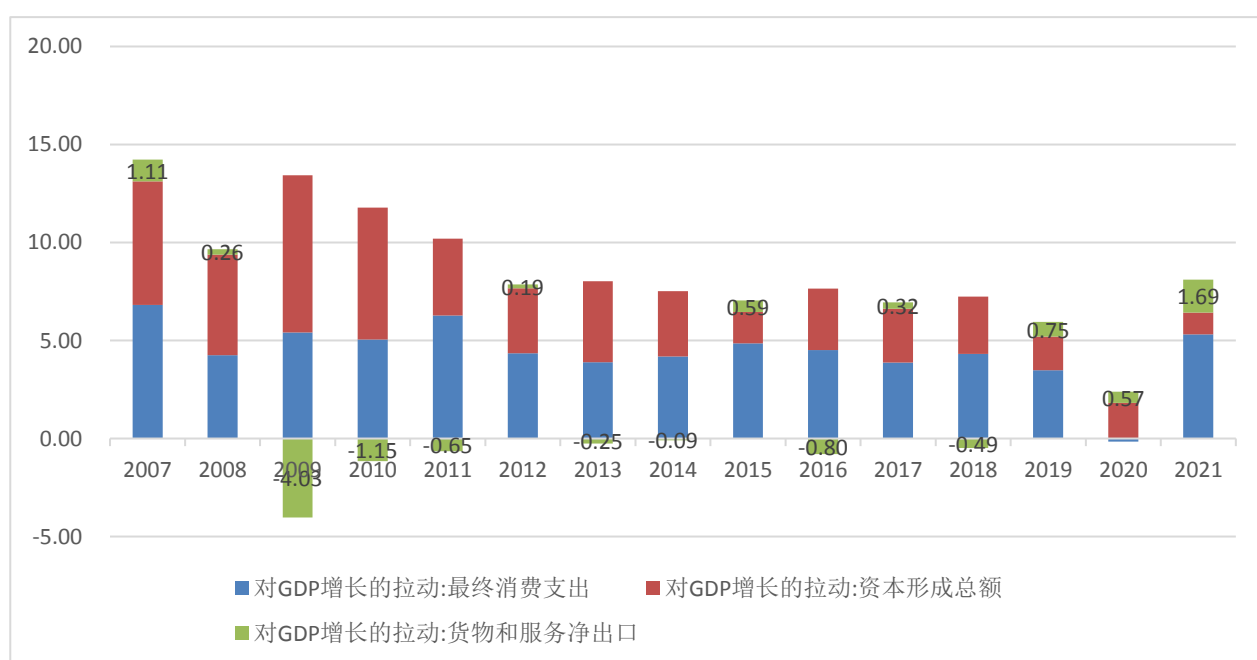
图1 10月工业企业产销率和出口交货值增速均较9月有所回落



资料来源：WIND 第一创业整理

工业企业出口交货值同比增速的回落，与出口增速的回落相一致。由于外需的走弱，出口增速从6月的17.4%回落到10月的-0.3%；而过去三年，由于新冠疫情的影响，中国出口对GDP的拉动处于历史较高水平（如图2所示），贡献率分别达到12.6%、25.3%和20.9%。

图2 过去三年净出口对GDP的拉动处于历史较高水平



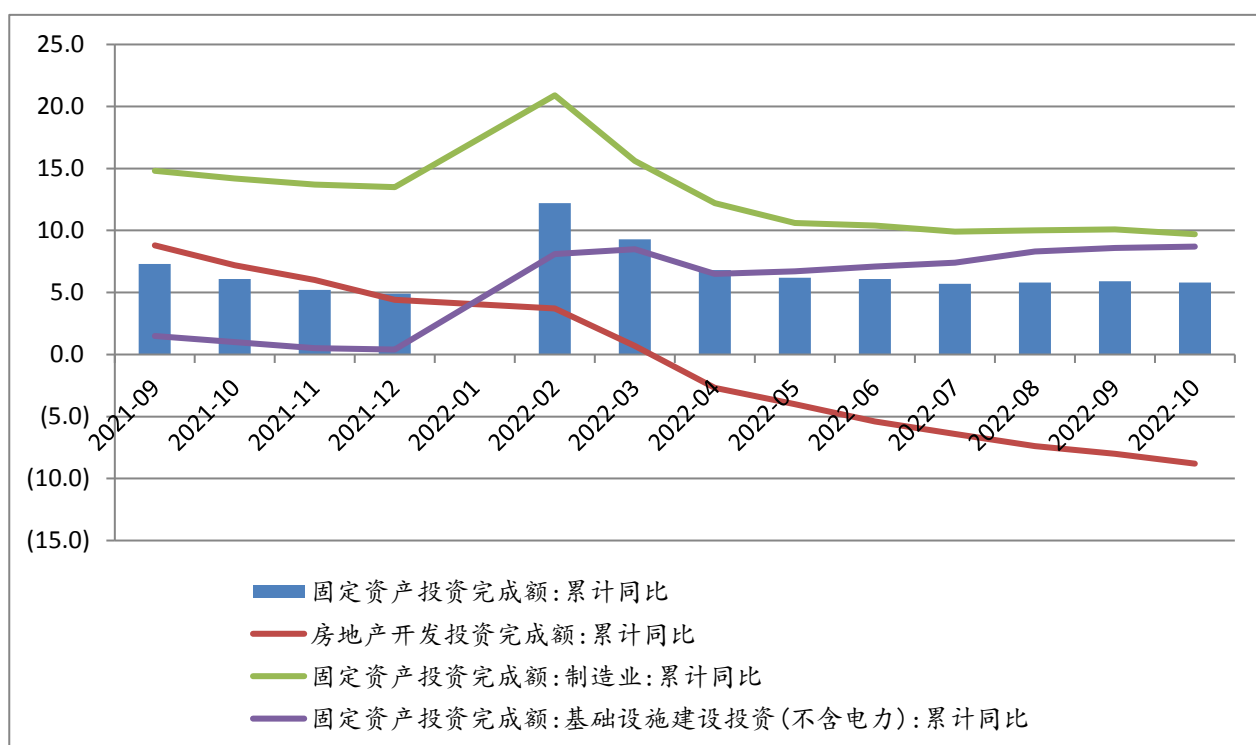
资料来源：WIND 第一创业整理

对于一个大国经济而言，净出口不仅受世界经济的影响，而且受国内经济的影响更大。从图 2 中 2007 年以来的经验看，净出口走弱对应着内需的转强，这是因为自次贷危机以来，中国的经济周期明显领先于世界经济，世界经济走弱时国内经济刚好转强。但从今年的情况看，外需已经连续走弱，但内需的转强却一波三折，明显受到有效需求不足的阻碍。

二、凯恩斯关于有效需求不足三大原因的基本理论仍然起作用

首先，1-10 月制造业投资增速受到投资边际效率快速下降的影响。图 3 所示，从 1-10 月固定资产投资同比增速为 5.8%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点。从各分类看，表现最差的仍是房地产投资，一如既往地走弱，1-10 月同比增速下滑 0.8 个百分点，而基建投资同比增速只上升 0.3 个百分点。基建的上升已经难以抵消房地产的下滑，这里制造业投资的走向就显得更为关键了。

图 3 1-10 月固定资产投资下滑受到制造业投资的影响最大



资料来源: WIND 第一创业整理

而图 4 显示，影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，1-9 月工业企业利润同比增速为 -2.3%，是自 2020 年以来首次转为负值，下滑趋势十分明显；而从资金成本看，由于 10 月 PPI 同比也是自 2021 年以来首次转为负值，为 -1.3%，较 9 月 0.9% 下滑 2.2 个百分点，导致以金融机构一般性贷款加权平均利润减去 PPI 同比为代表的实际资金成本的快

速上升，9月在3%以上，而10月在5%以上。考虑到工业企业利润转为负值，制造业投资同比增速的下滑，明显受到投资边际效率快速下降的影响。

图4 1-10月制造业投资增速下滑受实际资金成本和企业利润两方面影响



资料来源：WIND 第一创业整理

其次，10月社会消费品零售增速受到边际消费倾向快速下滑的影响。从就业情况看，10月城镇调查失业率为5.5%，与上月持平；其中，16-24岁人口的城镇调查失业率，10月为17.9%，也与上月持平，但仍远高于疫情前水平（2020年1月为12.5%）。由于新冠疫情的持续影响，我国目前青年人的就业状况出现明显恶化；由于青年人的消费倾向远高于平均水平，导致整体消费信心不足，9月消费者信心指数只有87.2，明显低于疫情前的水平（2020年1月为126.4），处于2001年有记录以来的低位。显然，青年人城镇调查失业率的上升（如图5所示），会恶化城镇居民的收入预期和消费能力，对消费信心的恢复很不利。因此，只有解决城镇居民的就业问题，才能从根本上解决消费后劲不足问题。

从居民收入情况看，边际消费倾向快速下滑使消费的增长赶不上收入的增长，其结果往往是消费需求的不足。如图6所示，2022年前三季度，城镇居民人均可支配收入名义增长4.3%，实际增长2.3%，明显低于3.0%的GDP增速。从居民消费支出情况看，城镇居民名义增长1.8%，实际增长-0.2%，城市人均消费支出增速要远低于可支配收入增速，反映消费意愿的不足；而在2021年，城市消费支出增速要高于收入增速。不过，2021年只是特例，从2019和2020年的情况看，城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于GDP增速。可见，消费是收入的函数，可支配收入和消费之间，存在着稳定的关系，只有解决城镇居民可支配收入的增长问题，才能解决消费问题。

图5 16-24岁城镇调查失业率的上升使消费者信心指数处于历史低位

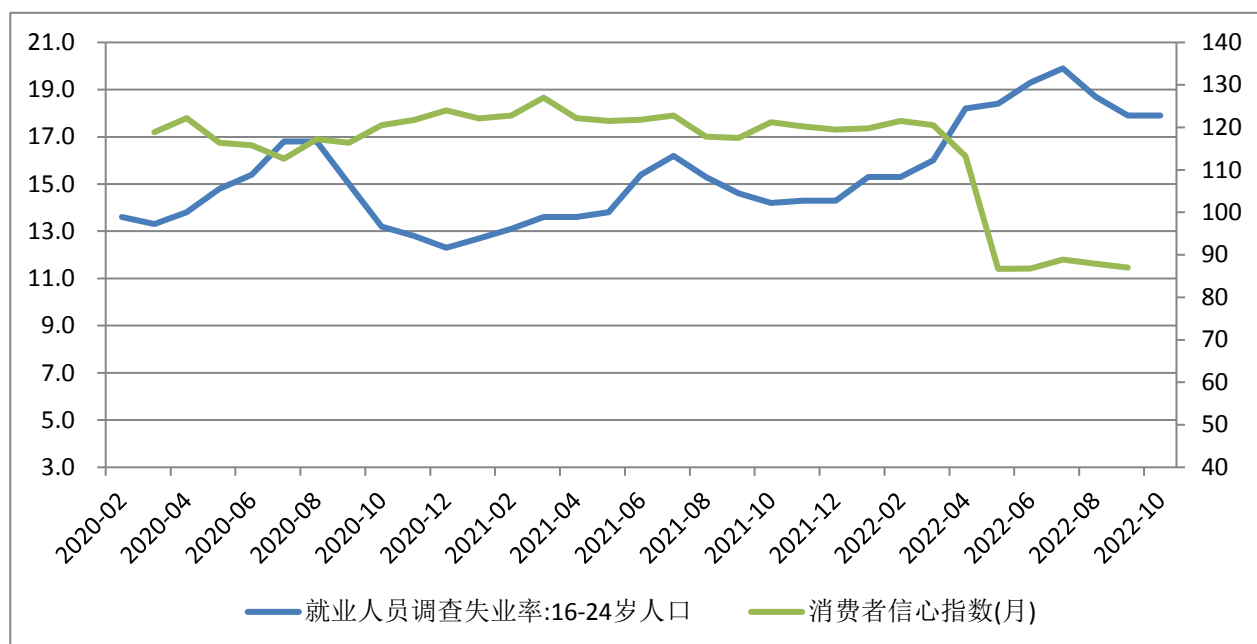
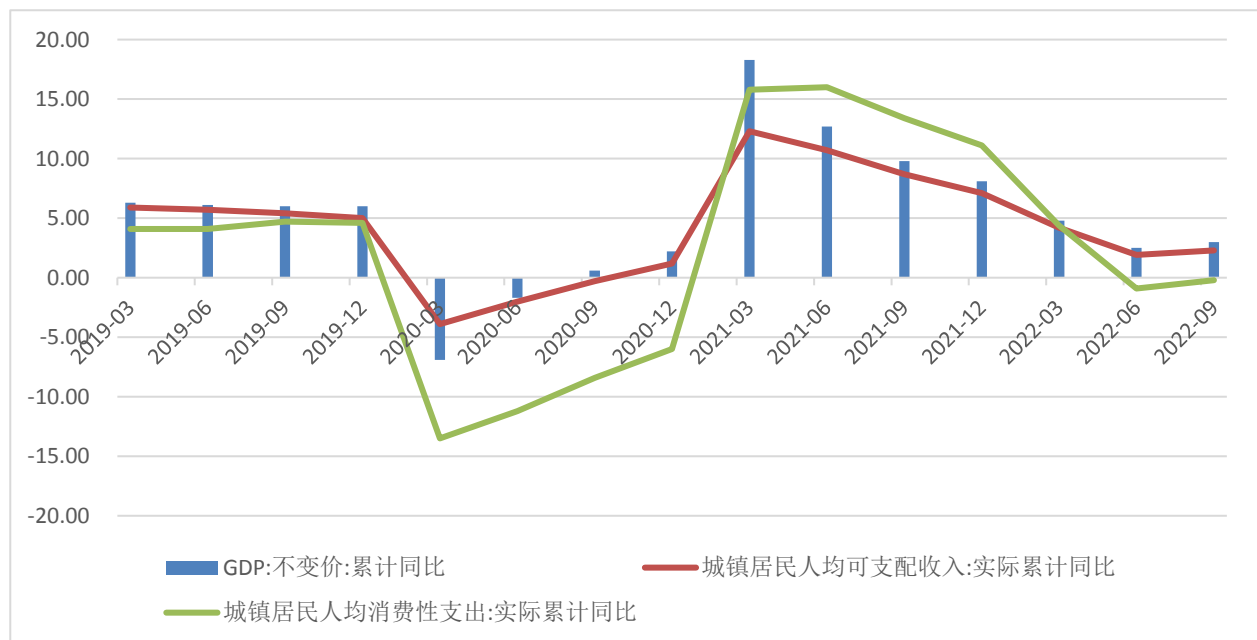


图6 2019年以来城镇居民收入和消费增速与GDP增速的对比

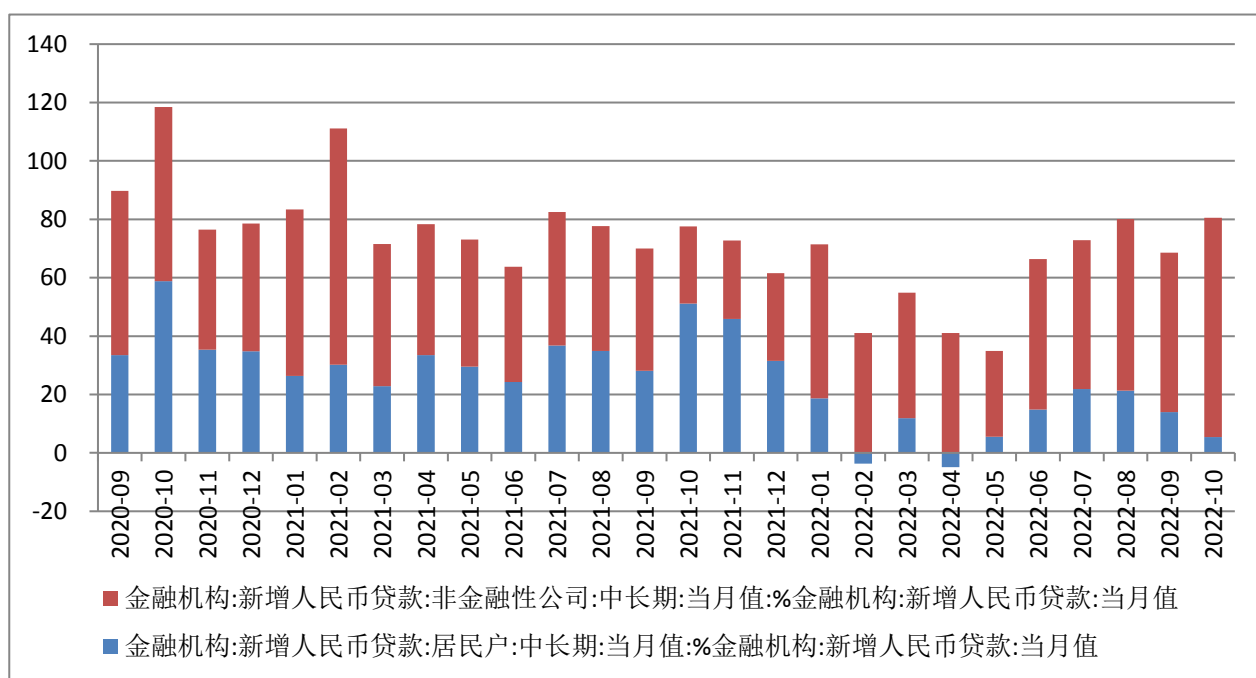


资料来源：WIND 第一创业整理

最后，资产价值特别是房地产价值的下滑使城镇居民的流动性偏好明显上升。近年来，房地产市场景气不断下滑，房地产价格下滑且变现难度增加，而房地产又是城镇居民最重要的资产。出于对交易动机、谨慎动机和投机动机的需求，人们出于对未来收入的担心，逐渐开始收缩资产负债表，更喜欢存款而不喜欢贷款，

更喜欢流动性高的股市而不是房产。从 2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比看，2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少（图 7 所示），10 月居民新增中长期贷款 332 亿元，较去年同期少增 3889 亿元；企业中长期贷款 4623 亿元，较去年同期多增 2433 亿元。从信贷数据也可以看出，居民对中长期信贷的需求远低于企业，由于居民中长期贷款主要投资于房产，因而而中长期贷款对居民负债率和资产流动性的影响肯定是最大的。

图 7 2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少



资料来源：WIND 第一创业整理

三、新冠疫情和房地产下行周期对有效需求的进一步影响

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_48892

