

周度经济观察

——国庆消费偏弱，地产放松需等待

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年10月10日

内容提要

今年国庆出游的恢复程度弱于五一、端午和中秋节假日期间的表现，这或许与近期福建、黑龙江、新疆等地疫情反复，以及防疫措施加强有关。随着冬季的到来，国内疫情反复的压力趋增，居民消费倾向偏低的情形或将持续。

近期央行、银保监会对房地产市场的表态，主要着眼于保障购房者权益、稳定市场预期，避免商品房销售出现普遍的紧缩，进而引发金融风险的扩散，而针对房地产企业债务出清的政策并没有实质改变。

尽管9月美国非农数据表现欠佳，但市场对美联储 Taper 的预期稳定。四季度随着美联储 Taper 的宣布和执行，美股有望维持震荡，而出现类似2013年大幅调整的概率较低。

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，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

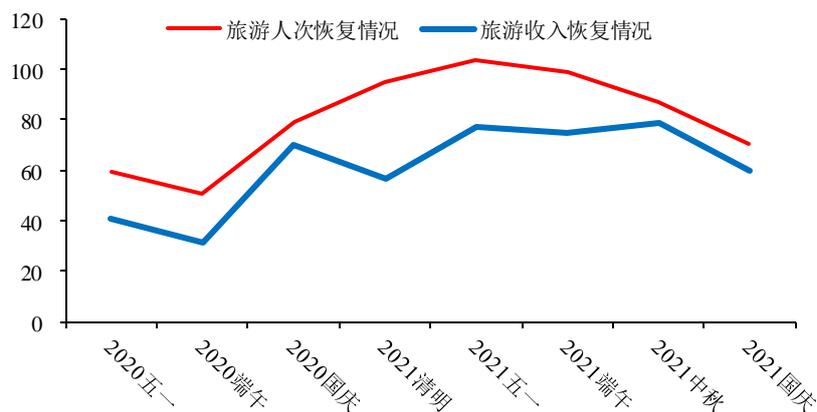
3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、国庆旅游数据表现较弱

文化旅游部数据显示, 2021年国庆7天假期, 全国国内旅游出游5.15亿人次, 同比减少1.5%, 恢复至疫前同期的70.1%; 实现国内旅游收入3890.61亿元, 同比减少4.7%, 恢复至疫前同期的59.9%。此外, 交通运输部数据显示, 国庆假期全国预计发送旅客4.03亿人次, 较2019年同期日均下降33.9%, 较2020年同期(中秋国庆8天假期)日均下降7.5%。

整体来看, 此次国庆期间的出游数据恢复程度弱于今年五一、端午和中秋节假日期间的数据表现。这或许与近期福建、黑龙江、新疆等地疫情反复, 以及部分地区防疫措施加强有关。今年以来旅游收入较疫情前同期相比, 恢复程度大多维持在70%-80%左右, 表明居民消费倾向仍然较低, 预防性储蓄的影响仍在延续。往后看, 随着冬季的到来, 国内疫情反复的压力趋增, 居民消费倾向偏低的情况或将持续。

图1: 疫情以来国内假期出游人次和收入恢复情况, %



数据来源: Wind, 安信证券

注: 和2019年同期相比

在经济内生增长动能不足、房地产行业数据全面走弱的背景下, 市场对地产

政策边际放松的预期略有升温，但我们倾向于认为在恒大债务解决方案正式落地之前，地产政策实质调整的概率偏低。

针对房地产行业，央行在《三季度货币政策执行报告》中首次提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，9月29日央行、银保监会联合召开座谈会时进一步指出“要保持房地产金融政策连续稳定，金融部门要配合相关部门和地方政府，维护住房消费者合法权益”，我们认为央行的表态主要着眼于保障购房者权益、稳定市场预期，避免商品房销售出现普遍的紧缩，进而引发金融风险的扩散，实际上针对房地产企业债务出清的政策并没有改变。

当前恒大的债务中涉及的债权人范围广泛、数量众多，因此债务处置方案的制定和出台需要时间，具体方案有望在四季度公布。恒大债务处置方案的公布和执行，意味着房地产行业债务去化最猛烈的时刻已经到来，在恒大以及少数地产公司债务市场化出清后，房地产行业政策可能将迎来调整。

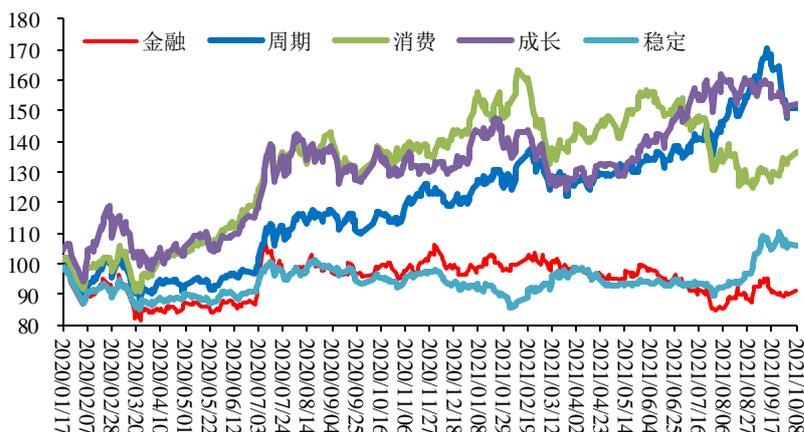
二、供应释放、周期调整

近期内蒙古能源局出台政策加快释放部分煤矿产能，10月8日国常会提出一系列措施加强能源供应保障，这是决策当局对9月中旬以来普遍出现的限电停产现象的纠偏。

随着这些政策的落地，当前部分地区煤炭紧缺的局面将得到明显缓解，限电停产措施的力度有望减弱。此前煤炭价格的上涨主要与供应层面的收紧有关，因此伴随相关产能的释放，煤炭价格可能将迎来调整，周期指数已经在反应这一价格变化的预期，这一趋势有望延续。

对权益市场整体而言，中美关系的短期缓和、限电限产政策对经济冲击的减弱，对市场相对有利，未来恒大债务处置以及美联储 Taper 的落地将推动市场持续上行。

图2：各风格指数表现（定基数）



数据来源：Wind，安信证券

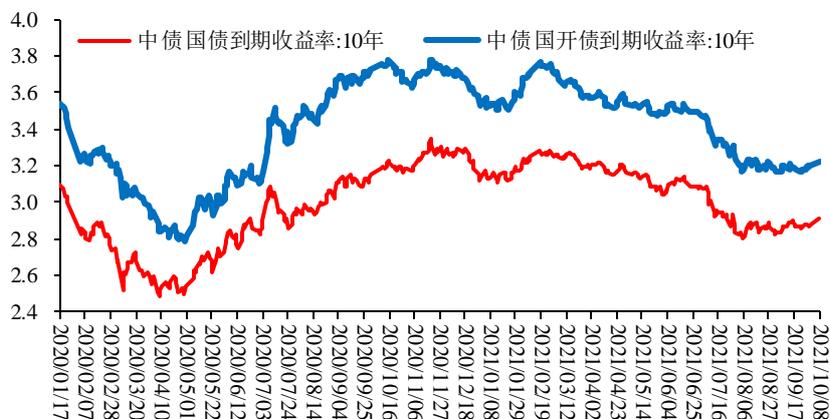
注：2020年1月4日为100

债券市场方面，10年期国债收益率自8月以来稳定在2.8%至2.9%的区间震荡，这主要与经济下行压力的增加、以及市场风险偏好的下降有关，显示出市场对经济下行的定价已经相对充分。

在经历完7月的全面降准后，8月以来市场对流动性宽松的预期较高，但央行货币政策正常化的取向使得流动性投放整体平稳，由此导致的预期差使得短端的1年期国债利率持续上行，存单利率也维持在2.7左右的中枢。

往后看，在对房地产和隐性债务的监管政策保持收紧的情况下，此前作为融资主力军的地产企业和地方融资平台受到明显抑制，由宽信用和基建发力导致收益率上行的概率较低。而未来经济基本面走弱的趋势较为明确，货币政策为了应对经济下行，将使得流动性环境易紧难松，10月央行存款准备金率的下调可能推动利率下行。

图3：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、中美关系迎来转机，弱非农数据不改 Taper 节奏

10月4日，美国贸易代表戴琪在美国智库战略与国际研究中心发表题为“美中贸易关系新路径”的演讲，首次公开阐述了拜登政府对华贸易政策愿景。

10月6日，中央外事委员会办公室主任杨洁篪同美国国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤，就气候变化和共同关心的地区问题交换了意见。

10月9日，国务院副总理刘鹤与戴琪举行视频通话，表示应该加强双边经贸往来与合作，就取消加征关税和制裁进行了交涉，对中美第一阶段经贸协议落实情况交换了意见，就中国经济发展模式、产业政策等问题阐明了立场，双方同意未来继续保持沟通，为两国经贸关系健康发展和世界经济复苏创造良好条件。

近期中美密集的联系显示出两国关系逐渐缓和。如果放在更长的历史视野下，通过对比美国三任总统的对华政策可以发现，美方致力于通过贸易政策改变中方的经济行为模式，并通过评估政策效果，从而不断调整对华策略。

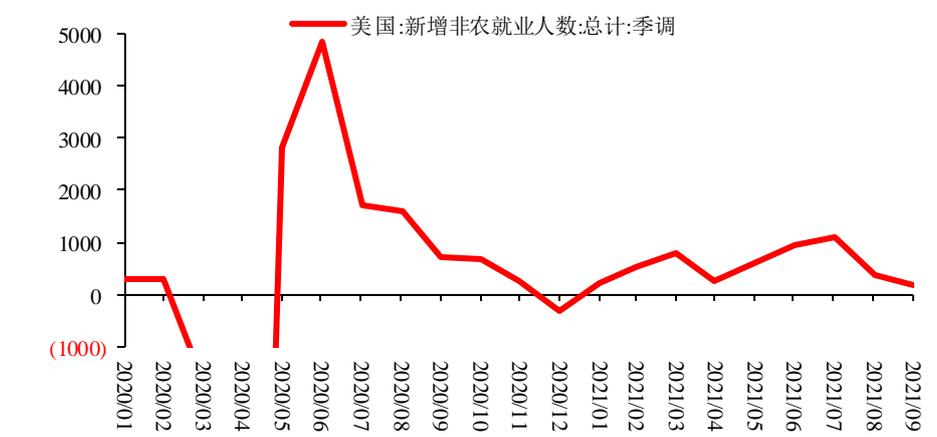
在奥巴马时期，美国一方面通过 WTO 框架与中国进行相关问题的交涉，另一方面通过贸易谈判施加压力。

在特朗普时期，美国放弃 WTO 等国际贸易组织的框架，试图通过单边关税等强制行为放大贸易政策的威慑力，但与此同时美国进口部门也承担了较高成本。

在拜登时期，美国有望对部分产品进行行政性豁免，针对中国制定更多关税和市场准入方面的细化规定，并且更多地与盟友协商建立新的贸易规则，带动盟友更多地参考中国在宏观调控和产业政策方面的经验。

从当前中美双方表态来看，尽管美国未来完全放弃关税武器的可能性有限，但是中美仍将致力于避免全面脱钩，在气候变化等领域加强协调合作，共同降低实际有效关税水平。而中美关系的缓和将提振市场情绪，改善市场风险偏好，尤其是在豁免部分产品关税后，将利好我国出口行业，例如机电产品、以及关系美国居民衣食住行等生活成本的消费品等。

图4：美国新增非农就业人数，千人



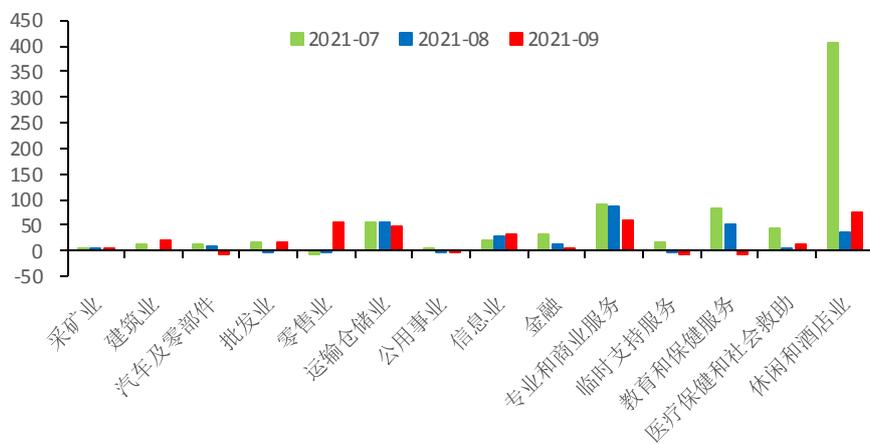
数据来源：Wind，安信证券

美国 9 月非农新增就业 19.4 万人，远低于市场预期的 50 万人，创今年以来新低。但 8 月非农新增就业从 23.5 万人上修至 36.6 万人、7 月从 105.3 万人上修至 109.1 万人。

拆项来看，9 月私营部门新增就业 31.7 万人，但政府部门减少 12.3 万人，是

非农数据下滑的主要拖累。从就业细分行业来看，休闲和酒店业、零售业一改 8 月颓势，9 月分别新增 5.6 万人和 7.4 万人，显示出第三波疫情好转后美国服务业持续复苏；运输仓储业、信息业、专业和商业服务新增就业基本延续了此前的复苏态势；而教育和保健服务新增就业较上月减少 5.8 万人，滑落至负增长区间，这可能与美国学校迟迟未能恢复线下正常教学活动有关。

图5：美国非农新增就业分行业，千人



数据来源：Wind，安信证券

美国 9 月失业率录得 4.8%，环比下降 0.4 个百分点，好于市场预期的 5.1%，创 2020 年 3 月以来新低。但劳动参与率小幅回落 0.1 个百分点至 61.6%，与此同时，非农平均时薪年率上行 0.3 个百分点至 4.6%（预期 4.6%），职位空缺率仍保

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_27487



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn