

周度经济观察

——经济仍在减速趋势中

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 11 月 16 日

内容提要

10 月消费数据小幅回暖，同时基建与制造业投资对冲了房地产投资的下滑，进而带动总需求小幅回升。

近期尽管房地产融资政策出现边际放松，但考虑到地方政府对预售资金监管的收紧，以及美元债、理财、信托等融资渠道的大幅收缩，房地产行业总体的流动性压力激增，房地产行业去杠杆的进程延续。

往后看，房地产行业的走弱将对宏观经济形成持续而广泛的冲击，这一行业的调整远未结束，宏观经济仍然处于减速的趋势中。

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、经济仍在减速趋势中

10月工业同比增速为3.5%，两年复合增速为5.2%，较9月小幅抬升0.2个百分点。从已经公布的行业数据看，黑色、非金属矿物制品等上游行业出现普遍走弱，而纺织、农副食品加工、食品制造业等下游行业表现较强。

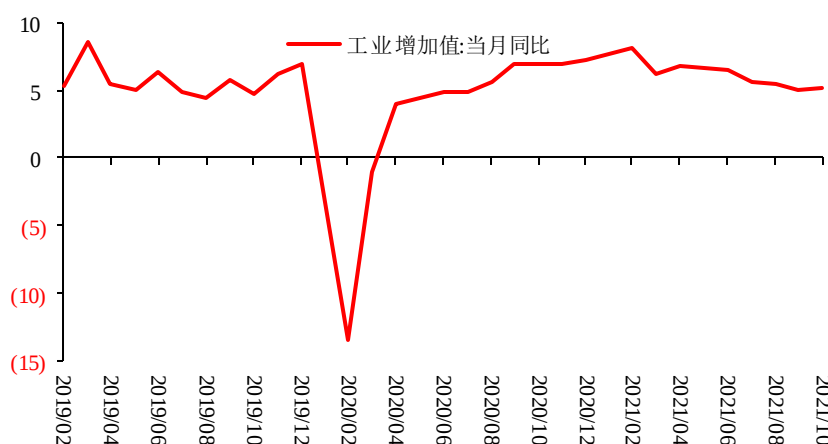
物量数据的表现类似，粗钢、水泥、焦炭、铁矿石产量出现下降。

价格层面，10月PPI环比增速大幅抬升，尽管10月下旬以来大宗商品价格快速回落，但10月总体的价格中枢高于上月。

结合量价数据来看，在经历了9月的大幅下滑后，10月需求层面出现边际改善，这一需求的改善对冲了供应层面的收紧，进而使得工业增速小幅抬升。

往后看，尽管近期房地产政策出现边际调整，但地产政策的转折尚未出现，这意味房地产行业对宏观经济的拖累将延续，同时伴随疫情在国内的扩散以及疫情防控政策的升级，四季度工业增速下行的压力趋增。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

10月固定资产投资两年复合增速4.4%，较9月上行1.4个百分点，其中制造业投资和基建投资小幅上行，房地产投资持续走弱。

10月基建投资（含电力）两年复合增速为1.1%，较上月小幅抬升1.1个百分点。基建投资的反弹可能与地方政府专项债加速发行和使用有关，这一力量在未来两个月将延续，但房地产政策的收紧对地方政府财政收支的影响已经开始显现，这将使得未来基建投资的反弹相对温和。

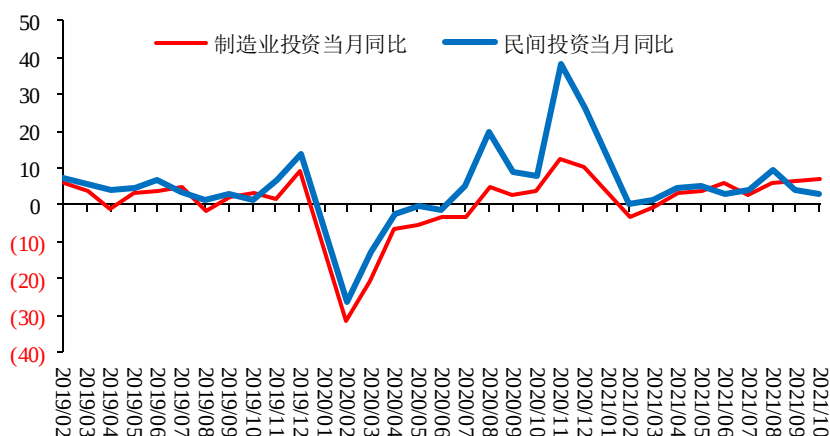
10月制造业投资两年复合增速为6.9%，较上月小幅回升0.5个百分点。

根据已经公布的数据，10月通用设备、汽车、电气机械及器材等中下游行业的涨幅居前，而纺织，医药，计算机、通信和其他电子设备等行业表现较弱。

制造业投资名义增速的回升可能与工业品价格的上涨有关，而实际的制造业投资可能表现仍然偏弱，这与企业中长期贷款的下滑、以及上市公司偏弱的资本开支表现相一致，反映了企业投资意愿始终维持在较低水平。

往后看，考虑到冬季疫情可能的反复会压制企业投资意愿，以及中国出口景气度的趋势下行，未来制造业投资可能将在当前水平波动。

图2：制造业投资和民间投资同比，%



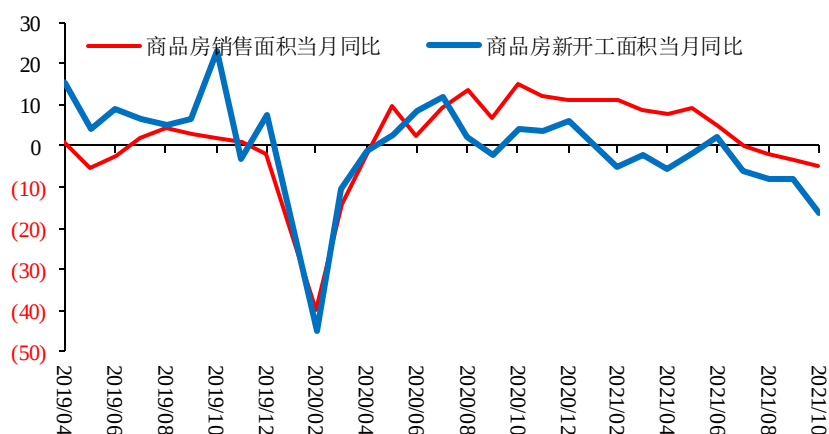
数据来源：Wind，安信证券

10 月房地产投资两年复合增速 3.0%，较上月下滑 0.9 个百分点。与此同时，地产销售和新开工增速在负增长区间加速下行，百城住宅价格环比持续走弱。

近期房地产融资政策出现边际放松，房地产中资美元债以及股票价格出现反弹，市场开始关注房地产政策的拐点是否已经出现。从当前的情况来看，地方政府加强预售资金监管，使得短期之内房地产企业流动性压力激增（房地产投资的资金来源中定金及预收款、个人按揭贷款两项占比接近 50%），同时美元债、理财、信托等融资渠道的大幅收缩，最终引发房地产行业流动性局面进一步恶化。因此短期之内开发贷、按揭贷的放松难以完全对冲这一流动性缺口，房地产行业的出清仍在延续。

往后看，即便房地产行业的流动性压力缓解，但房地产行业仍将经历债务去化的过程，这意味着在比较长的时间内房地产行业拿地、新开工、投资数据都会走弱。未来宏观经济减速最主要的拖累将来自房地产领域。

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

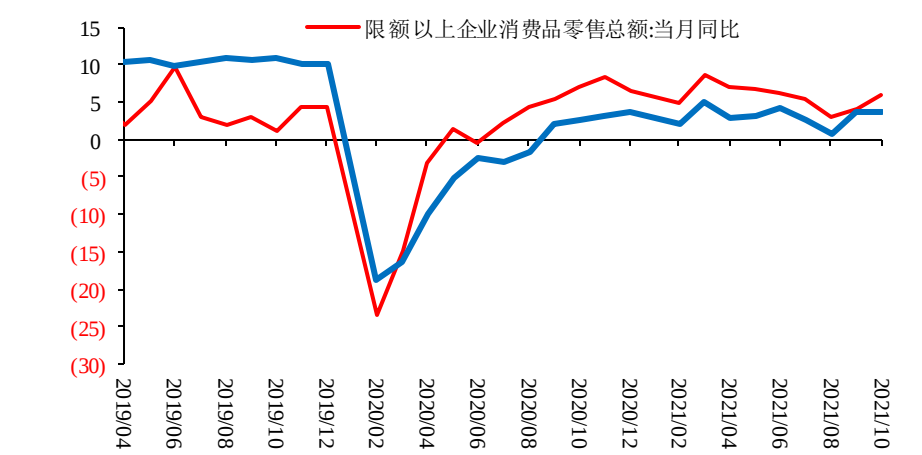
10 月社会消费品零售两年复合名义增速 4.6%，较上月上升 1.2 个百分点。

分类别看，限额以下企业零售走平，限额以上企业零售回升。除油价上涨、推动石油及制品大幅抬升以外，通讯器材、化妆品、家电、服装均出现不同程度的回升，反映出消费的恢复具有普遍性。

我们猜测 10 月消费的回升与疫情的影响减弱有关。从国内新增确诊病例的情况来看，9 月中下旬我国持续有本土确诊病例的出现，而 10 月从下旬开始才出现本土确诊病例，疫情影响的时间短于 9 月。而且疫情爆发的初期，其对居民消费活动的影响往往最大，随后伴随疫情的控制，消费往往会出现补偿性恢复。

往后看，考虑到冬季疫情反复的压力趋增，欧洲各国又出现疫情扩散的迹象，我国居民部门消费倾向在四季度可能仍受到明显抑制，社会消费品零售增速将在远低于疫情前的中枢波动。

图4：社会消费品零售当月名义同比：限额以上 V.S. 以下，%



数据来源：Wind，安信证券

10 月消费数据小幅回暖，同时基建与制造业投资对冲了房地产投资的下滑，进而带动总需求小幅回升。

往后看，房地产行业的走弱将对宏观经济形成持续而广泛的冲击，这一行业的调整远未结束，宏观经济仍然处于减速的趋势中。

二、地产政策边际放松

上周以来，权益市场小幅上涨，金融和成长板块涨幅居前，周期居中，而消费和稳定板块基本持平。

金融板块的上涨体现了房地产政策边际放松的影响，市场的讨论聚焦于房地产政策的拐点是否已经出现。我们倾向于认为当前政策更多是短期纠偏，意在防止市场出现无序出清和踩踏现象，避免引发系统性风险。从中长期来看，房地产行业去杠杆的方向没有变化，整个行业高杠杆、高周转的模式将被彻底终结，这一过程将伴随着大量企业的退出。

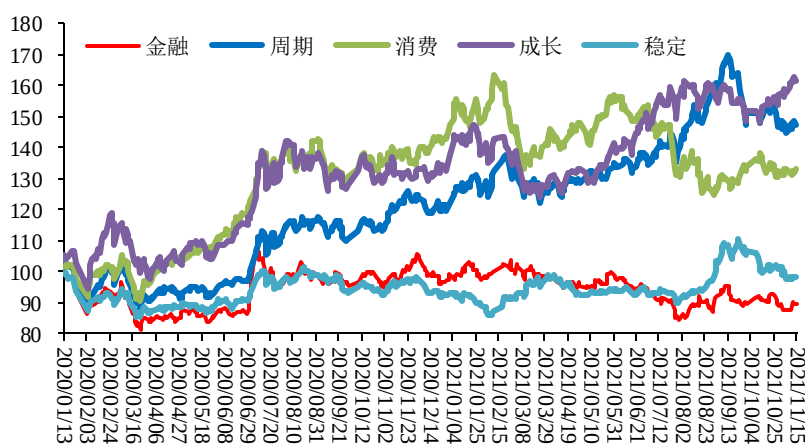
在房地产行业指数反弹的同时，煤炭、钢铁、化工等大宗商品价格大幅回落。如果说煤炭价格的回落有政策保供稳价的影响，那么钢铁、化工等品种的走弱更多反映了市场对房地产行业流动性压力激增的担忧。从当前的政策来看，这一流动性压力还没有得到实质缓解，这使得房地产产业链相关行业的表现持续承压。

近期众多消费品开始提价，但这一提价更多是成本上涨压力的传导，而非需求恢复所致。从“双十一”的数据来看，居民的消费仍然处于偏弱的水平，这使得消费板块盈利的恢复仍然需要时间，不过在方向上，消费恢复的进程相对确定。

合并而言，在流动性中性偏松的背景下，权益市场系统性下跌的风险较低。不过经济的加速下滑、以及房地产政策的收紧，导致上市公司盈利的下行在更广泛的行业体现出来，进而推动资金涌向新能源等少数高景气的行业。

往后看，市场风格的切换需要关注房地产行业政策的演化，这一政策的最终转折将对流动性环境以及相关产业链的盈利形成显著影响，而当前房地产行业的放松更多是短期纠偏，市场当前的格局将延续。

图5：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

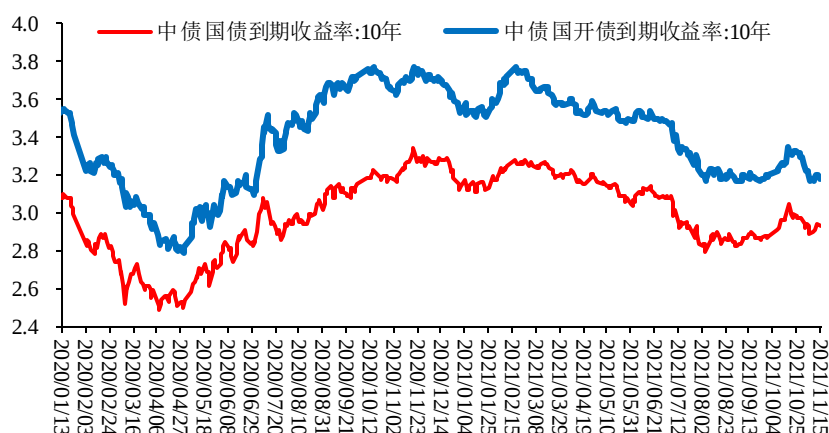
上周以来 DR001 和 DR007 分别在 1.9%、2.1%附近波动，银行间市场流动性维持中性偏松的格局。

房地产政策的边际放松引发长端利率小幅上行，而在经济数据公布后，利率重新下行，显示经济基本面的走弱对利率的影响更为主导。

随着通胀压力的缓解，以及终端需求的走弱，债券市场利多的信号在积累。未来市场的走向需要关注房地产行业政策的变化，这一变化对信用环境和宏观经济将产生显著影响。

今年四季度，宏观经济的减速、流动性环境的宽松以及房地产行业的债务去化，将推动利率水平进一步下行。

图6：10年期国债和国开债到期收益率，%

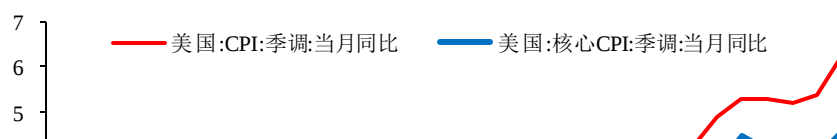


数据来源：Wind，安信证券

三、美国通胀再创历史新高

美国 10 月通胀数据整体表现强于市场预期。10 月美国 CPI 同比 6.2%（预期 5.9%、前值 5.4%），突破了 6-9 月 5.3%的中枢水平，创 1991 年以来历史新高；核心 CPI 同比 4.6%（预期 4.3%、前值 4%），同为近 30 年来历史高点。伴随着冬季来临下的疫情反复和能源价格飙升，市场对通胀的关注再度升温。

图7：美国 CPI 和核心 CPI 同比，%



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_29540

