



Research and
Development Center

拿什么对冲地产和出口的下行压力？



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

拿什么对冲地产和出口的下行压力?

2022年10月25日

摘要: 9月地产投资降幅进一步扩大, 出口增速也明显回落, 消费恢复的水平也比较低, 展望四季度, 经济仍然存在下行压力。那么该拿什么来对冲两大指标的下行, 我们给出的答案是: 各项增量政策的高完成度落地。

- **虽然消费的核心中枢出现上移, 但绝对水平不高。**在三因子(就业、收入和消费意愿)框架中, 用三个因子当季增速的和来拟合社零当季增速, 相关性可达0.85以上。从当季同比看, 三大因子的增速从一到三季度都呈现出V型趋势, 不同的是, 收入增速的V型是在正区间内的, 而消费意愿和就业率增速的V型更多是在负区间内的。如此呈现的中枢上移, 三季度三因子增速之和的绝对值还要略低于一季度, 这是和广大居民的切身感受相符的, 即三季度的消费形势确实比二季度好多了但并未较一季度有明显提升。后续四季度的社零增速我们预计在2.8%左右, 全年社零预计达到1.3%左右的增长。
- **投资增速存在明显上限, 出口大概率还会回落。**前三季度固定资产投资同比增长5.9%。分领域看, 基建投资同比增长11.2%, 制造业投资同比增长10.1%, 地产开发投资同比下降8%, 增速分化比较明显。9月地产开发投资降幅较8月进一步扩大, 虽然基建、制造业的投资额增长比较多, 但受地产端的拖累, 今年下半年的固投整体上表现出不高不低的增长状态, 一直徘徊在6%附近。后续地产企稳可能需要比较漫长的时间, 短期内难恢复; 基建由于投资堵点被临时性打通, 大概率仍会保持强势, 全年有望实现15%左右的增长。出口方面, 参照此前外需走弱拖累出口的逻辑, 四季度增速大概率还会回落。
- **四季度要实现4-4.5%左右的GDP增速, 需要各项增量政策高完成度落地有一定保证。**面对消费中枢上移但绝对水平不高, 地产市场持续下行, 出口增速大概率回落的局面, 四季度可能只有凭借各项增量政策的高完成度落地才可能实现高于三季度的经济增速。我们预计四季度有望实现4%-4.5%的增长, 具体多高, 要看实际落地, 形成实物量的充分程度。如果四季度是4.3%左右, 那么全年将在3.3%左右, 即比前三季度增加约0.3个百分点。
- **基于各项增量政策高完成度的需要, 四季度投资的重点板块可以放在各项增量政策的重点支持领域上。**政策性开发性金融工具方面, 三大政策行基础设施基金主要投向交通、能源、水利等国家重大的基建工程; 专项债结存限额重点投向地方市政及产业园区以及地方的交通、水利设施; 专项再贷款政策主要支持教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域。
- **风险因素:** 气温下降疫情出现严重爆发、政策落地效果不足等

目 录

一、消费的核心中枢开始上移.....	3
二、投资增速存在明显上限.....	5
三、四季度需要各项增量政策高完成度落地有一定保证	7
四、四季度的投资重点可以放在各项增量政策的支持领域上.....	7
风险因素	10

图 目 录

图 1：消费中枢开始上移（当季同比视角）	3
图 2：消费中枢开始上移（累计同比视角）	4
图 3：社零全年可能实现 1.3%左右的增速	4
图 4：固投受地产端拖累明显	5
图 5：9 月地产销售降幅略有收窄	6
图 6：全年基建增速有望达到 15%左右	6
图 7：增量政策高完成度落地情况下全年 GDP 增速可能是 3.3%	7
图 8：根据截至 10 月 24 日披露的专项债结存限额项目信息整理出的投向结构（%）	8
图 9：中国进出口银行基础设施基金投向结构	8

一、消费的核心中枢开始上移

前三季度社零同比增长 0.7%，较上半年加快 1.4 个百分点，较 1-8 月加快 0.2 个百分点；三季度社零同比增长 3.5%，较二季度加快 8.1 个百分点；9 月社零同比增长 2.5%，增幅较 8 月回落 2.9 个百分点。借用统计局的话，“消费市场在波动中恢复”。

数据带给我们的是消费持续恢复，但消费恢复的逻辑在哪，尤其是在疫情多点频发的现状下，广大居民可能直观上觉得今年不适合花钱，而是适合储蓄。其实这样的感觉并没有什么问题，央行披露的反映居民储蓄意愿的更多储蓄占比也确实处于扩张区间。

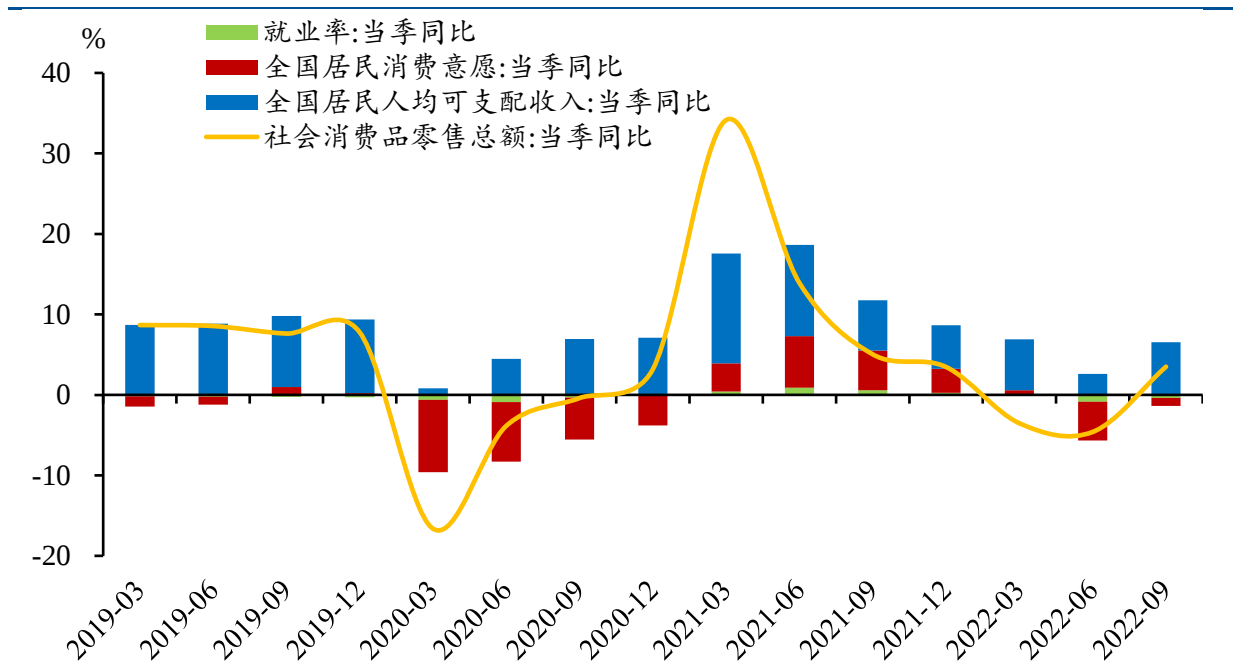
本文将用三因子（影响消费的三个核心中枢）框架来揭示疫情频发之下、高失业率之下、储蓄意愿较高之下消费能保持恢复的原因。

所谓三因子，就是就业、收入和消费意愿。用三个因子当季增速的和来拟合社零当季增速，相关性可达 0.85 以上，累计同比增速对应的相关性可达 0.95 以上。从今年当季和累计同比看，三大因子的增速从一到三季度都呈现出 V 型趋势，不同的是，全国居民人均可支配收入增速的 V 型是在正区间内的，而消费意愿（全国居民人均消费支出/全国居民人均可支配收入）和就业率（1-城镇调查失业率）增速的 V 型更多是在负区间内的。

换句话说，收入因子在三季度增速回升，消费意愿因子和就业因子在三季度降幅收窄，消费的核心中枢呈现上移趋势，整体的增速之和较二季度明显回升。但请注意，这只是边际上的中枢上移，三季度三因子增速之和的绝对值略低于一季度，这是和广大居民的切身感受相符的。更通俗地讲，就是三季度消费形势确实比二季度好多了但并未较一季度有多大的提升。

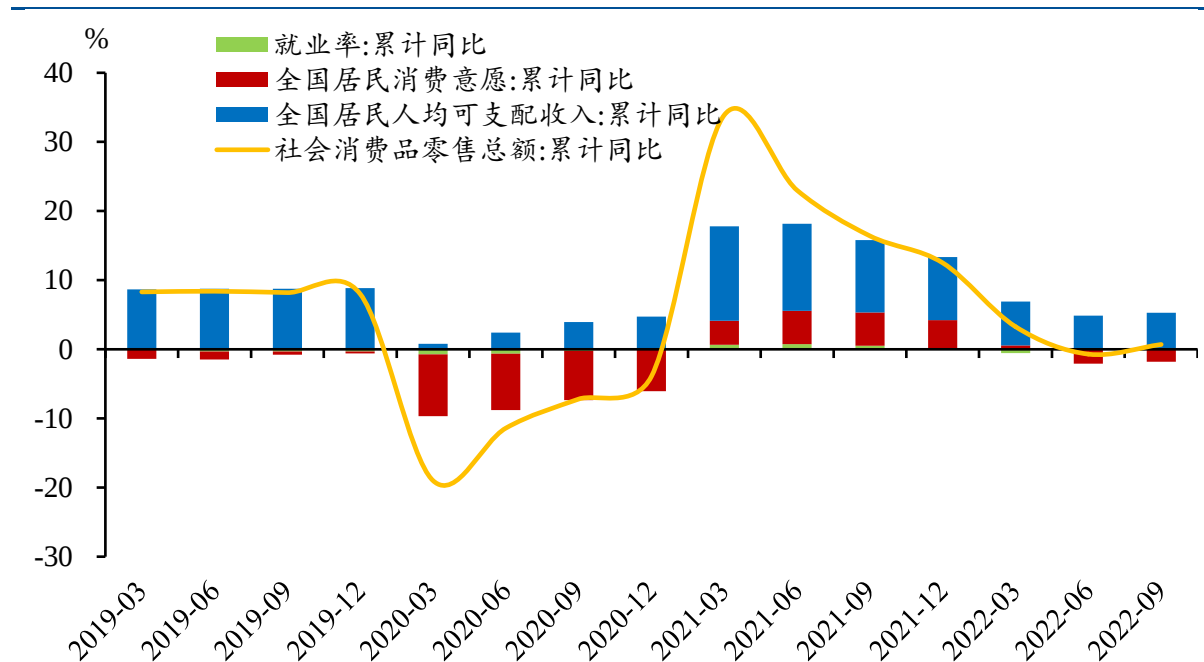
再看疫情、高失业率和储蓄意愿较高这几个不利因素，其实都已经被处于负区间的消费意愿和就业增速反映出来了，而社零增速之所以能够回升，主要就是消费的几个核心中枢的边际上移。如果没有疫情，那么消费意愿增速可能也是正的，社零增速大概率比现实数据更高。

图 1：消费中枢开始上移（当季同比视角）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

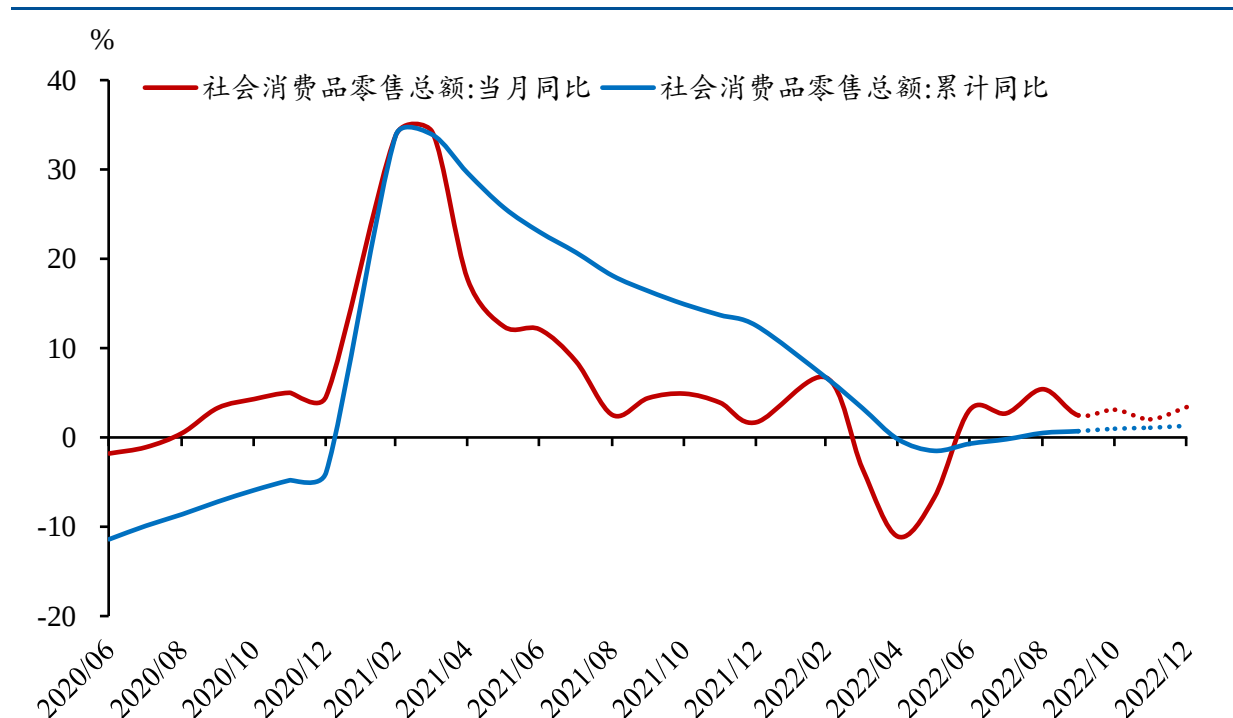
图 2：消费中枢开始上移（累计同比视角）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

至于四季度的社零，我们预期在一系列增量工具和各地促消费政策的推动下当季能达到 2.8% 左右的同比增长，也就是保持稳定恢复。全年社零预计能达到 1.3% 左右的增速。

图 3：社零全年可能实现 1.3% 左右的增速



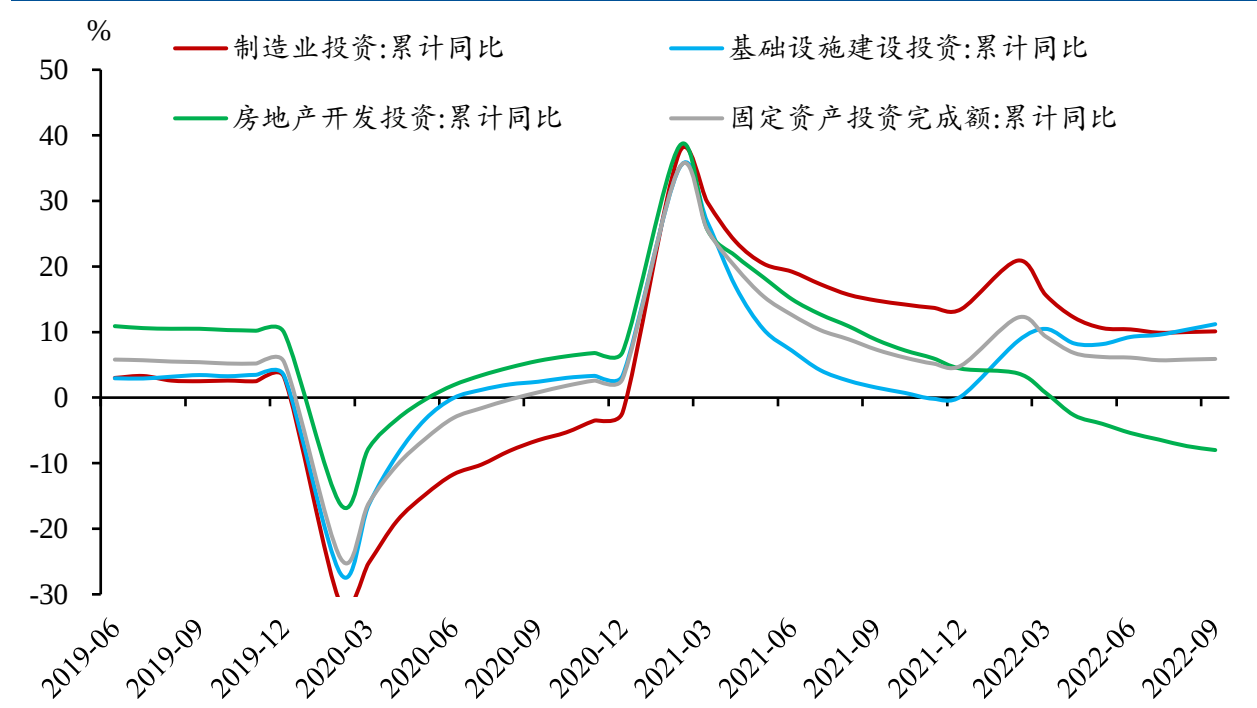
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注：虚线为预测值

二、投资增速存在明显上限

前三季度固定资产投资同比增长5.9%，分领域看，基建投资同比增长11.2%，制造业投资同比增长10.1%，地产开发投资同比下降8%。结构分化比较明显。

9月地产开发投资降幅较8月进一步扩大，虽然基建、制造业的投资额增长比较多，但受地产端的拖累，今年下半年的固定资产投资整体上表现出不高不低的增长状态，一直徘徊在6%附近。

图4：固投受地产端拖累明显



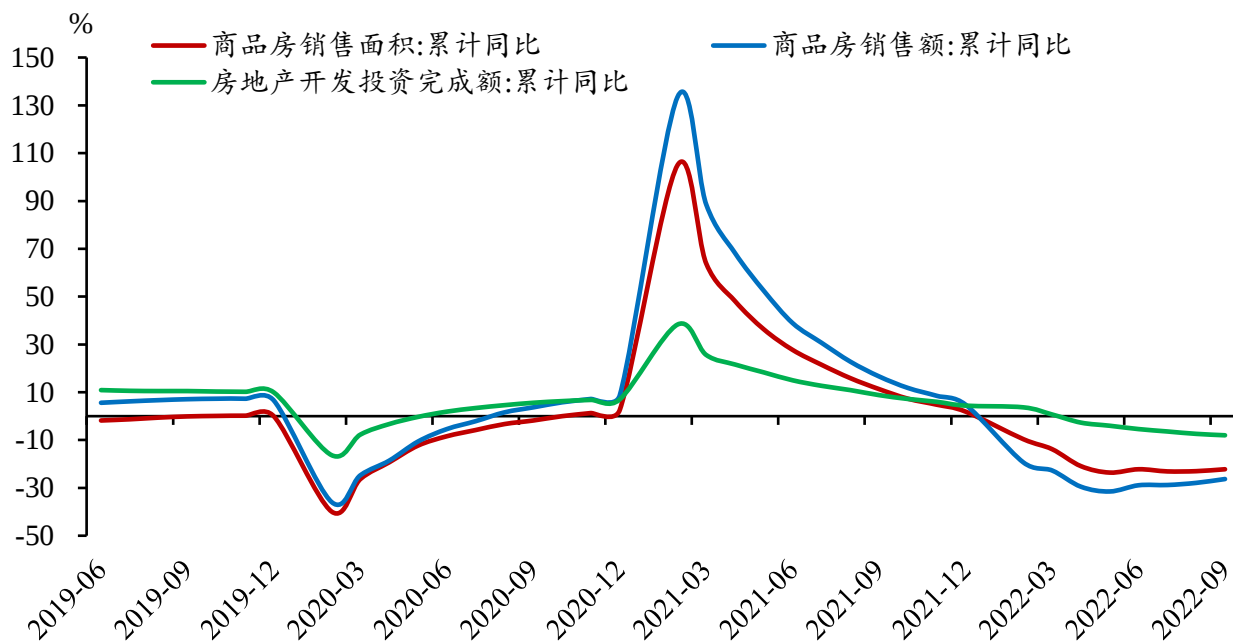
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

地产端，我们认为在9月底以来央地一系列刺激政策的带动下，地产投资的降幅有望迎来收窄（事实上，9月商品房销售额和销售面积降幅已经略有收窄，新增居民中长贷降幅也有所收窄，新增居民中长期贷款与商品房销售的关系参考《比起地产，消费才更令人担忧》）。若降幅收窄的趋势能持续下去，地产投资有望实现企稳，当然这可能需要比较漫长的时间。

基建端，由于基建投资的堵点（项目资本金难到位、难安排）被三大政策行6000多亿的基础设施基金（主要用于补充重大项目资本金）临时性打通（参考《需求边际回暖——四季度股债双牛的逻辑之二》），9月基建投资同比增长16.28%，继续创下年内当月增速的新高。前三季度基建投资同比增长11.2%，较1-8月加快了0.83个百分点。我们认为在设备更新改造专项再贷款、专项债结存限额和基础设施基金（这些政策主要在四季度发力）的推动下，基建全年有望实现15%左右的同比增速。

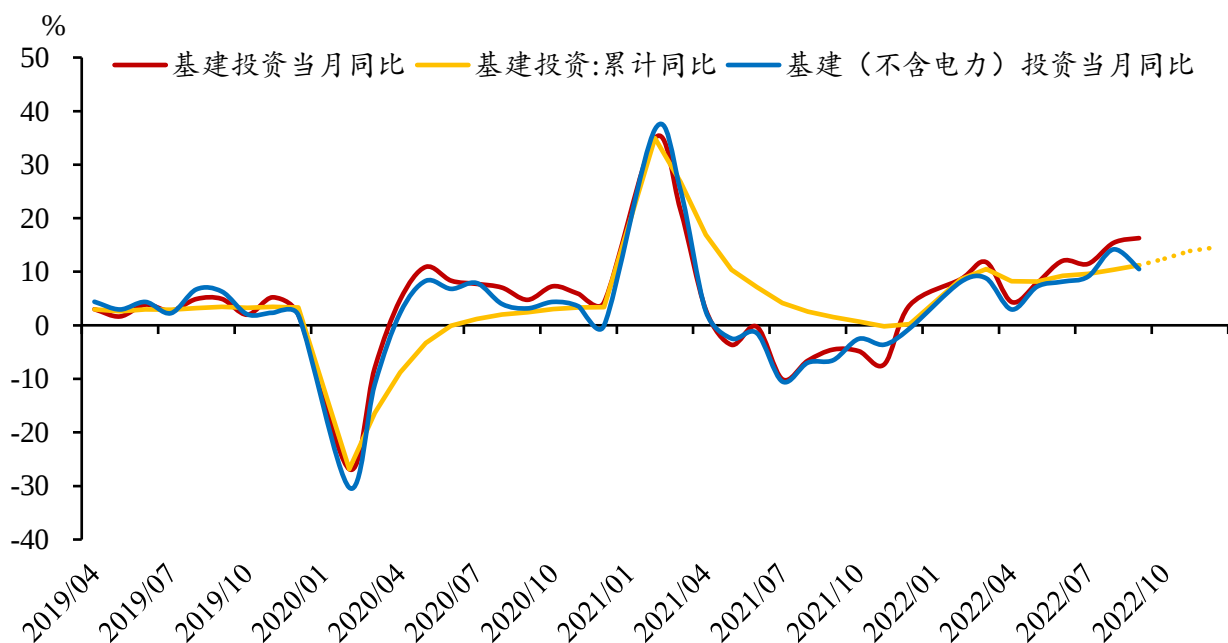
这里提一下基建淡季的问题。四季度气温下降，不利于施工，这个是几乎每年都存在的问题，同比增速是剔除了季节性的增速。进入寒冬后，基建投资的环比增速可能会下降，但本文强调的是同比。

图 5：9 月地产销售降幅略有收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：全年基建增速有望达到 15%左右



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值



三、四季度需要各项增量政策高完成度落地有一定保证

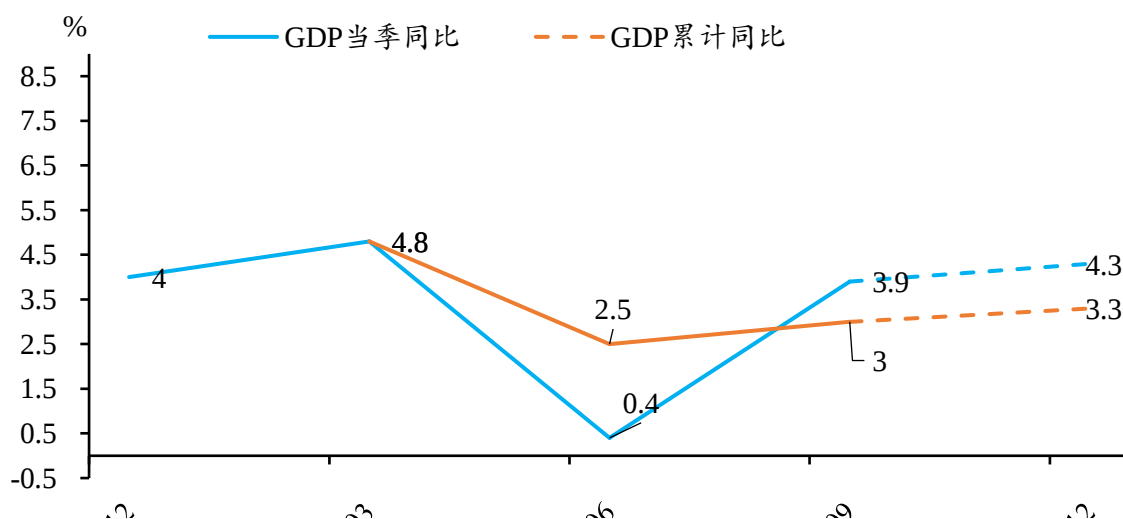
统计局指出，前三季度 GDP 同比增长 3%，最终消费支出、资本形成总额和净出口的拉动分别为 1.2、0.8 和 1 个百分点，请注意，这是在众多月份疫情严重程度超预期下实现的，这充分显示了消费的韧性。着眼四季度，社零有望保持稳定恢复，但增速如前文所述，四季度可能不如三季度高。

资本形成方面，基建大概率会继续强势，地产端对投资的拖累还会比较明显，制造业投资维持在 10%附近相对稳定。我们预计四季度固投增速大概率会比三季度高，但需要具备一定的条件：今年大量的促基建和民生资金要能在四季度形成实物工作量，即作为补充项目项目资本金的基础设施基金、设备更新改造专项再贷款和专项债结存限额。这些投资主要会在四季度形成实物工作量，而去年四季度并没有这样的工具，地方政府专项债虽然发行了约 1.2 万亿元，但实物量大部分是在今年体现的。

出口方面，9 月同比增速较 8 月继续回落，符合《外需走弱拖累出口的逻辑不变》的判断，我们预计后续出口大概率还会回调。

综上所述，我们预计四季度的 GDP 增速可能不会比三季度有大幅的提升，需要凭借各项增量政策的高完成度落地，四季度才有望实现明显高于三季度的 GDP 增速。若能够完成高完成落地，我们预计四季度经济增速在 4%-4.5% 之间。至于区间内是高是低，要取决于各项增量政策的完成度到底有多高，实物工作量形成有多充分。如果四季度是 4.3% 左右，那么全年将在 3.3% 左右，即比前三季度增加约 0.3 个百分点。

图 7：增量政策高完成度落地情况下全年 GDP 增速可能是 3.3%



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_47669

