

国内经济修复遇波折，美联储鸽声渐起

——10月宏观月报

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：谢钰、马骏、刘雅丽、王丰

相关报告

- 1 宏观专题 20220822：专项债限额空间怎么用？——财政系列研究之三
- 2 宏观专题 20220826：如何评估本轮缺电的影响？——能源系列研究之二
- 3 宏观专题 20220911：拨云见日——四季度宏观经济和资本市场展望
- 4 宏观专题 20220918：美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 5 宏观专题 20220928：拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 6 宏观专题 20221010：地产销售潜在空间还剩多少？
- 7 宏观专题 20221017：未来五年，重要变化有哪些？
- 8 宏观专题 20221010：新发展格局有何成效？
- 9 宏观专题 20221023：谁将接任英国首相？——海外经济系列之九
- 10 宏观专题 20221114：疫情约束放松，海外消费如何修复？

投资要点

- **海外：美联储鸽声渐起，欧洲经济四面楚歌。**美国10月CPI大幅回落远超市场预期，主因二手车等核心商品加速下行。薪资增幅持续下行，而“工资-通胀螺旋”的迹象仍未显现。同时，总就业人数回落且非农新增就业人数放缓，指向劳动力市场持续降温。通胀和就业的缓和得益于美联储坚定的紧缩计划，而11月联储连续第四次加息75基点。鉴于加息对经济和通胀影响的滞后性，鲍威尔表示12月会议上或放缓加息步伐，但考虑暂停加息还为时尚早。我们认为，未来美联储加息节奏将从大步快跑逐渐转变为小步慢跑，而12月加息50基点的概率更高。能源危机仍在加速欧洲通胀上行，欧元区和英国通胀均续创历史新高。
- **国内：经济修复遇波折，出口低增长或成常态。**在海外需求趋弱和本土疫情频发的影响下，10月生产、投资和消费全面走低。整体来看，疫情制约和地产疲弱仍是目前经济恢复受阻的主要症结。不过，近期政策对于疫情防控和地产行业都有了新的变化。一方面，防控措施进一步优化，包括缩短密接集中隔离天数、取消次密接判定、简化风险区域划分、取消入境航班熔断机制等。另一方面，稳地产政策持续加码，针对民企发债的“第二支箭”落地后将一定程度改善房企的融资环境，并推动地产行业基本面的修复向好。我们预计，随着疫情对出行及消费场景的制约减弱，居民预期将改善，并带动市场需求恢复和经济循环畅通。届时，经济有望重回修复轨道。10月我国出口增速转负，主因外需持续放缓。进口增速回落，主因高基数和内需疲软。往后看，出口低增长或将成为常态，在稳增长政策发力的背景下，顺差未来或有收窄可能。
- **物价：通胀加速回落。**10月CPI同比、环比增速均有回落；PPI环比增速转正，同比增速跌至负增长区间。CPI同比增速回落，一方面是去年同期基数走高，另一方面是源于环比增速走低，其中食品项是主要拖累。食品中仅猪肉价格加速上涨。11月以来，猪价转降，鲜菜价格加速回落，鲜果价格略升，预计年内CPI同比或不会再向上突破。PPI同比增速在高基数下转负，环比增速延续升势，并自今年下半年以来首度转涨。但国内疫情散发下，偏弱的内需向生产端传导，国内定价的工业品价格升势不牢，年内PPI同比增速或保持低位。展望明年，CPI同比增速高点在一季度，PPI同比增速前低后高，整体仍低。
- **金融：新增社融显著回落。**10月新增社融规模显著回落，其中人民币贷款和政府债券是主要拖累。从信贷结构来看，依旧呈现出企业强于居民的格局，在政策对基建和制造业投资的支持力度较大的背景下，新增信贷大部分仍由企业部门贡献，而在地产销售持续低迷的背景下，居民部门中长贷同比少增额明显走扩。当前实体部门的实际融资需求依然疲弱，在疫情持续扰动和地产销售低迷的背景下，信用传导依旧不畅，宽信用仍需进一步发力。
- **政策：疫情防控优化、地产融资松绑。**随着外需放缓，内需对经济支撑的重要性增强，而当前制约内需的主要是疫情和地产，11月以来，政策对这两方面均有优化。疫情防控方面，政治局常委会部署，卫健委落实，明确进一步优化防控工作的二十条措施。地产方面，放松措施从需求侧转向融资端，特别是对民营房企的支持措施增多。宏观政策方面，财政提前下达2023年部分预算资金和政府债务限额；央行三季度货币政策执行报告表示警惕通胀反弹。产业政策方面，数字经济部署增多。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 10 月经济与政策：国内经济修复遇波折，美联储鸽声渐起.....	5 -
2. 政策：疫情防控优化，地产融资松绑.....	6 -
3. 海外：美联储鸽声渐起，欧洲经济四面楚歌.....	10 -
4. 国内供需：工业冲高回落，消费跌至负增	16 -
5. 外贸：出口低增长会成为常态么？	23 -
6. 物价：通胀加速回落	26 -
7. 金融：独木难支，融资恢复坎坷	29 -
8. 财政：收入增速跃升，支出增速反弹.....	31 -

图表目录

图表 1: 疫情防控优化调整	- 7 -
图表 2: 房地产开发资金来源占比 (%)	- 8 -
图表 3: 房地产开发各项资金来源同比增速 (%)	- 8 -
图表 4: 历次提前批专项债下达时间及额度	- 9 -
图表 5: 猪价与能繁母猪存栏同比增速	- 9 -
图表 6: 我国数字经济内部结构	- 10 -
图表 7: 美国通胀同比增速 (%)	- 10 -
图表 8: 美国 CPI 与核心 CPI (%)	- 11 -
图表 9: 布伦特原油现价与 CPI 汽油项指数	- 11 -
图表 10: 曼海姆价格指数领先二手车价格 (%)	- 12 -
图表 11: 房价与租金指数领先于 CPI 房租项 (%)	- 12 -
图表 12: 美国就业总人数 (万人)	- 12 -
图表 13: 美国劳动力市场职位空缺数与职位空缺率	- 13 -
图表 14: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 13 -
图表 15: 美联储资产负债表规模 (千亿美元)	- 13 -
图表 16: 各经济体政策利率变化 (%)	- 14 -
图表 17: 美国失业率与劳动参与率 (%)	- 14 -
图表 18: 主要经济体 CPI 同比 (%)	- 15 -
图表 19: 各经济体每日新增确诊病例数量 (万例)	- 15 -
图表 20: 各经济体每日新增死亡数量 (例)	- 15 -
图表 21: 各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 16 -
图表 22: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 16 -
图表 23: 工业增加值和服务业生产指数同比增速 (%)	- 16 -
图表 24: 20 个主要行业增加值增速 (%)	- 17 -
图表 25: 主要工业品产量同比增速 (%)	- 17 -
图表 26: 工业增加值、发电量同比增速 (%)	- 17 -
图表 27: 新能源汽车、集成电路、工业机器人产量同比增速 (%)	- 18 -
图表 28: 全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)	- 18 -
图表 29: 制造业投资同比增速 (%)	- 19 -
图表 30: 规上制造业企业利润总额同比增速 (%)	- 19 -
图表 31: 基建投资当月同比增速 (%)	- 19 -
图表 32: 房地产开发投资、资金来源同比增速 (%)	- 20 -
图表 33: 商品房销售面积、销售额同比增速 (%)	- 20 -

图表 34: 70 城新建住宅和百城住宅价格同比 (%)	- 20 -
图表 35: 地产分项数据当月同比增速变化 (%)	- 21 -
图表 36: 社会消费品零售增速及限额以上零售当月同比增速 (%)	- 21 -
图表 37: 必需品零售当月同比增速 (%)	- 22 -
图表 38: 汽车和石油类零售当月同比增速 (%)	- 22 -
图表 39: 家电音像、家具和建材类零售增速 (%)	- 22 -
图表 40: 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	- 22 -
图表 41: 我国出口与进口同比增速 (%)	- 23 -
图表 42: 出口和进口价格指数同比增速 (%)	- 24 -
图表 43: 对主要经济体出口金额同比增速 (%)	- 24 -
图表 44: 我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)	- 25 -
图表 45: 我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)	- 25 -
图表 46: 我国贸易差额 (亿美元)	- 26 -
图表 47: CPI 及核心 CPI 当月同比 (%)	- 26 -
图表 48: CPI 食品分项环比增速 (%)	- 27 -
图表 49: CPI 食品高频数据 (元/公斤)	- 27 -
图表 50: 生产资料和生活资料同比增速 (%)	- 28 -
图表 51: 各行业 10 月 PPI 环比增速较 9 月变化 (百分点)	- 28 -
图表 52: Brent 和 WTI 原油现货价格 (美元/桶)	- 29 -
图表 53: 我国社融分类别同比多增 (亿元)	- 29 -
图表 54: 居民和企业部门中长贷同比多增 (亿元)	- 30 -
图表 55: M1 与 M2 同比增速 (%)	- 30 -
图表 56: 社融存量同比增速 (%)	- 31 -
图表 57: 财政收入当月同比增速 (%)	- 31 -
图表 58: 各税种收入当月同比增速 (%)	- 32 -
图表 59: 财政支出当月同比增速 (%)	- 32 -
图表 60: 各项财政支出当月同比增速 (%)	- 33 -
图表 61: 政府性基金收入和土地出让收入累计同比 (%)	- 33 -

1. 10 月经济与政策：国内经济修复遇波折，美联储鸽声渐起

美联储鸽声渐起，欧洲经济四面楚歌。美联储加息的两大目标是通胀和经济。在**通胀方面**，美国 10 月 CPI 大幅回落远超预期，主因二手车等商品加速下行，同时推动核心 CPI 转向。在**经济表现上**，总就业人数有所回落，而非农新增就业人数也有所放缓，指向劳动力市场持续降温。薪资增幅整体仍在下行，而“工资-通胀螺旋”的迹象仍未显现。通胀回落和劳动力市场降温得益于美联储坚定的紧缩政策，11 月美联储连续第四次加息 75 基点。鉴于加息经济和通胀影响的滞后性，鲍威尔表示最快可能在 12 月会议上放缓加息步伐，但还没有到考虑暂停加息的时候。我们认为，未来美联储加息节奏将从大步快跑逐渐转变为小步慢跑，而 12 月加息 50 基点的概率更高。大西洋彼岸，**能源危机下的欧洲经济令人堪忧。**在**通胀方面**，能源价格仍在驱动通胀上行，欧元区 CPI 续创历史新高，而欧央行估计通胀将在 10%徘徊数月。在**经济方面**，欧央行公报警告欧元区经济活动将在未来几个季度大幅放缓。在**政策方面**，欧央行官员对于未来加息路径难达共识。在**疫情方面**，欧洲疫情虽持续好转，但新毒株 BN.1 带来更大的潜在威胁。

国内经济修复遇波折，出口低增长或成常态。10 月份工业增加值增速回落至 5%，指向工业生产再度放缓。10 月份全国固定资产投资当月增速下行至 5%，三大类投资中，基建、地产和制造业投资全面走缓。10 月份社消零售、限额以上零售增速均由正转负至 -0.5%，必需和可选消费品增速双双回落；而餐饮收入同比增速降幅走扩至 -8.1%。10 月份全国地产销售面积、销售额同比增速分别回落至 -23.2%、-23.7%。在**海外需求趋弱和本土疫情频发的影响下**，10 月生产、投资和消费全面走低。整体来看，疫情制约和地产疲弱仍是目前经济恢复受阻的主要症结。不过，近期政策对于疫情防控 and 地产行业都有了新的变化。一方面，防控措施进一步优化，包括缩短密接者集中隔离天数、取消次密接判定、简化风险区域划分、明确核酸检测的人群和范围、取消入境航班熔断机制等。另一方面，稳地产政策持续加码，针对民企发债的“第二支箭”落地后将一定程度改善房企的融资环境，并推动地产行业基本面的修复向好。我们预计，随着疫情对出行及消费场景的制约减弱，居民预期将随之改善，并带动市场需求恢复和经济循环畅通，届时，经济有望重回修复轨道。10 月我国出口增速转负，主因外需持续放缓。进口增速有所回落，主因去年同期高基数效应和内需疲软。展望未来，海外主要经济体货币收紧对需求的影响将持续显现，推动经济进一步放缓，这将导致外需对出口支撑持续减弱，**出口低增长或将成为常态**。往后看，仍需警惕外需超预期放缓对出口带来的拖累，而在国内稳增长政策发力的背景下，顺差未来或有收窄可能。

通胀加速回落。10 月 CPI 同比、环比增速均有回落；PPI 环比增速转正，同比增速在基数走高下跌至负增长区间。CPI 同比增速回落，一方面是去年同期基数走高，另一方面是源于环比增速走低，其中食品项是主要拖累。食品中仅猪肉价格加速上涨。在频繁抛储干预下，11 月以来，猪价转降，鲜菜价格加速回落，鲜果价格略升，预计年内 CPI 同比可能不会再向上突破。PPI 同比增速同样在高基数下跌至负增长区间，而环比增速延续升

势，并自今年下半年以来首度转涨。但国内疫情散发下，偏弱的内需向生产端传导，使得国内定价的工业品价格升势不牢，年内 PPI 同比增速或保持低位稳定。展望明年，CPI 同比增速高点在一季度，PPI 同比增速前低后高，整体仍在低位。

新增社融显著回落。2022 年 10 月新增社融规模显著回落，同比由多增转为少增，其中人民币贷款和政府债券是主要拖累，社融口径下的新增贷款创下 2009 年以来的同期新低，同比也由多增转为大幅少增，一定程度受到此前季末冲量透支效应的影响；此外，政府债融资较上月也有回落，同比少增额有所扩大。自 10 月以来，国内本土疫情多发散发，对居民消费与企业生产经营活动均构成一定的限制，而 10 月末票据利率显著回落也反映出实体部门的融资需求依然疲弱。从信贷结构来看，依旧呈现出企业强于居民的格局：一方面，10 月新增信贷大部分仍由企业部门贡献，居民部门新增贷款继 4 月后再度转负；另一方面，在地产销售持续低迷的背景下，居民部门中长贷同比少增额明显走扩，而在政策工具的支持下，企业中长贷维持同比多增。整体来看，在政策对基建和制造业投资的支持力度较大的背景下，企业的中长期贷款或仍有支撑。但当前实体部门的实际融资需求依然疲弱，在疫情持续扰动和地产销售低迷的背景下，信用传导依旧不畅，宽信用仍需进一步发力。我们预计，随着低基数效应的逐渐减弱，四季度社融增速或将震荡回落。

疫情防控优化、地产融资松绑。随着外需放缓，内需对经济支撑的重要性增强，而当前制约内需的主要是疫情和地产，11 月以来，政策对这两方面均有优化。**疫情防控方面**，政治局常委会部署，卫健委落实，明确进一步优化防控工作的二十条措施，强调核心防控措施优化调整和医疗资源的供给建设。**地产方面**，放松措施从需求侧转向融资端，特别是对民营房企的支持措施增多，包括中债增进公司积极为民营房企增信发债、“第二支箭”延期并扩容、支持优质房企开展保函置换预售监管资金、监管就房地产融资问题首发文等。**宏观政策方面**，财政提前下达 2023 年部分预算资金和政府债务限额，助力稳增长；央行三季度货币政策执行报告表示警惕通胀反弹。**产业政策方面**，近期数字经济部署增多，包括加强数字政府建设；推进中小企业数字化转型、乡村数字化；适度超前部署数字基础设施建设；虚拟现实、元宇宙等发展规划或方案出炉。

2. 政策：疫情防控优化，地产融资松绑

疫情防控优化：11 月 10 日，政治局常委会召开会议，研究部署进一步优化防控工作，卫健委随即跟进落实，明确进一步优化防控工作的二十条措施。一方面包括以下核心防控措施优化调整：1) 对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；2) 不再判定密接的密接；3) 将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”；4) 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员；5) 取消入境航班熔断机制，并将登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明等重要防控调整。另一方面强调加强医

疗供给，包括加强医疗资源建设、加快新冠肺炎治疗相关药物储备、有序推进新冠病毒疫苗接种、强化重点机构、重点人群保护等。交通运输部、文旅部随后对客运场站、国内邮轮等交通运输工具、旅行社、剧院等演出场所、剧本娱乐经营场所等疫情防控指南做出跟进调整。

11月17日国务院联防联控机制新闻发布会上，卫健委相关负责人对一些问题进行了细化解读。**如何科学精准开展核酸检测？**一是继续常态化核酸检测。二是发生本土疫情后，要按照分级分类的原则，确定检测人群的范围、频次和先后顺序。从疫情所在县区返回人员要主动向当地报备，严格落实“三天两检”（间隔24小时以上）。三是公共场所查验核酸检测阴性证明的有关要求。跨区域流动人员凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐交通工具，抵达目的地后要按照属地要求进行“落地检”，入住宾馆酒店和进入旅游景区人员需要查验健康码和72小时内核酸检测阴性证明。3岁以下婴幼儿等特殊人群可免于查验核酸检测阴性证明。**如何加强医疗服务能力建设和救治资源准备？**一是持续加强定点医院建设，要求各地指定综合能力强、救治水平高的医院作为定点医院，并要求ICU床位要达到床位总数的10%。二是加强方舱医院的建设。三是要持续加强发热门诊的建设。

图表1：疫情防控优化调整

	调整前	调整后
密接	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家健康监测
次密接	7天居家隔离	不再判定密接次密接
高风险区外溢者	7天集中隔离	7天居家隔离
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类
结束闭环作业高风险岗位人员	7天集中隔离或者7天居家隔离	5天居家健康监测
入境航班	登机前48小时2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制 登机前48小时内1次核酸检测阴性证明
入境人员		明确阳性判断标准为核酸检测Ct值<35 对解除集中隔离时 核酸检测Ct值35-40的人员进行风险评估
	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离
其他	加强医疗资源建设、有序推进新冠病毒疫苗接种，加快新冠肺炎治疗相关药物储备、强化重点机构重点人群保护、落实“四早”要求、加大一刀切，层层加码问题整改力度、加强封控隔离人员服务保障、优化校园疫情防控措施、落实企业和工业园区防控措施、分类有序做好滞留人员疏散。	

来源：卫健委，中泰证券研究所

地产融资松绑：11月以来地产放松从需求侧转向融资端，特别是对民营房企的支持措施增多。

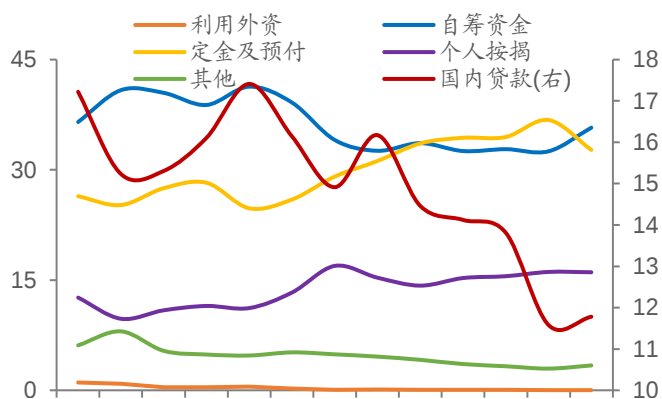
首先，中债增进公司积极为民营房企增信发债。目前正在推进十余家房企的增信发债，涉及金额约200亿元。

其次，“第二支箭”延期并扩容，监管为民营房企纾困。2018年，针对部分民营企业遇到的融资困难问题，央行会同有关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓展融资。近期交易商协会表示，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由央行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元，后续可视情况进一步扩容。

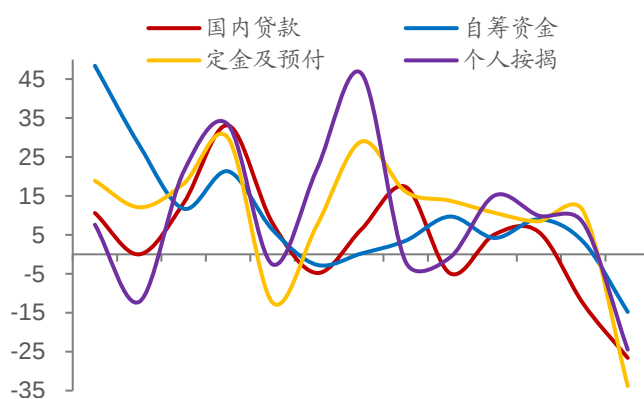
第三，支持优质房企开展保函置换预售监管资金。银保监会等印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，允许保函置换预售监管资金账户监管额度内资金，但不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%。

最后，监管就房地产融资问题首发文。央行、银保监会联合发文，从6方面16条措施，做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作。这是去年房企出险以来，监管首次就房地产融资问题出台专门性文件。文件有以下重要表示：1）“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”；2）稳定房地产开发贷、建筑企业信贷投放；3）支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；4）保持债券融资基本稳定，支持优质房地产企业发行债券融资；5）保持信托等资管产品融资稳定；6）延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。

图表2：房地产开发资金来源占比（%）



图表3：房地产开发各项资金来源同比增速（%）



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_49014

