

南京银行资金运营中心金融市场研究部 王丽君 邓露 刘怡庆

内容摘要：

宏观经济方面，10 月经济呈现供需两弱的局面。一方面受疫情多地散发影响，内需继续走弱，消费进入负增长。另一方面外需也加速下行，对国内制造业形成拖累。失业率维持在较高位置，经济整体修复程度较弱。在需求较差的背景下，通胀也低于预期，CPI 下行至 2.1%，PPI 由正转负。虽然经济较差，但 11 月疫情、地产政策放松后，之前对经济形成拖累的两大因素边际改善，市场普遍预期经济即将好转。

11 月以来资金利率整体上行，资金面稳中偏宽，流动性合理充裕。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。国内疫情再度发酵，近期经济金融数据均不及预期，货币政策难收紧。预计资金利率将围绕政策利率波动，资金面稳中偏宽。近期央行和银保监会联合发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，从多个方面支持优质房企融资，预计后续地产投资将逐步企稳，助力宏观经济稳定发展。

11 月以来，收益率快速上行，主要原因是之前对债市形成支撑的三大因素有所转变。一是资金面逐步趋紧，资金利率中枢上行带动债市去杠杆。二是疫情和地产政策放松，之前对经济形成拖累的两大因素边际好转，使得经济修复预期增强。总体而言，国内基本面对债市的支撑减弱，尽管出口开始加速下行、经济数据表现仍然欠佳，但受疫情和地产放松的影响，预期已经出现较大幅度反转，对债市形成利空。同时资金利率继续向政策利率收敛，将带动短端上行，收益率曲线或走平。建议交易盘保持谨慎，短期利空冲击较多，且数据真空期预期难以扭转，利率上行风险较大。但疫情放开初期，经济恢复或与预期仍有差距，带来交易性机会，若利率上行幅度较大、利空情绪释放后，可轻仓小幅介入。配置盘在 10Y 国债上行至 2.85% 以上后可逐步介入，品种上中等久期国债相对较好。

目录

一、宏观经济：疫情继续拖累经济，但预期边际好转	3
（一）疫情冲击供需两弱，但预期边际好转	4
1、地产及制造业投资下行，基建支撑减弱。	4
2、地产：销售受疫情拖累继续下滑，新开工有所修复	4
3、消费当月负增长，受疫情和双十一促销挤出影响	6
4、失业率保持高位，大型城市受疫情冲击较大	7
5、外需明显走弱，出口加速下行	8
6、数据下行，但疫情、地产放松使得预期好转	11
（二）生产：多数行业生产放缓，医药制造业增速提高	12
（三）CPI 低于预期，PPI 由正转负	14
1、食品增速放缓、基数抬升带动 CPI 下行	14
2、预计后续 CPI 先下后上	15
二、流动性及货币政策：资金面稳中偏宽，多渠道助力房企融资	17
（一）流动性回顾：资金利率整体上行，质押式回购成交量回落	17
（二）金融数据：社融不及预期，居民融资需求疲弱	21
（三）下阶段流动性展望：重点发力稳地产，资金面稳中偏宽	24
三、利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险	25
（一）利率债走势回顾	25
1、收益率快速上行	25
2、3Y、5Y 隐含税率上行幅度较大	27
（二）利率债影响因素分析	28
1、经济基本面：数据仍然较差，但疫情和地产边际放松带动预期增强	28
2、通胀：CPI 和 PPI 均低于预期，显示内需较弱	28
3、广义流动性：社融增速再度回落，居民贷款同比少增	28
4、狭义流动性：资金利率中枢抬升，债市杠杆继续下降	29

5、债券供需：年底利率债供给规模有所上升	31
6、中美利差：倒挂幅度缩窄，外部约束放缓	32
(三) 利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险	32

一、宏观经济：疫情继续拖累经济，但预期边际好转

10 月以来，经济数据表现欠佳。受地产和疫情拖累，10 月内需仍然较为疲弱。海外方面外需明显走弱，出口增速加速下行。通胀数据均低于预期，核心 CPI 低位运行。但 11 月以来，疫情和地产政策边际放松，前期拖累经济的两大因素均有所改善，对市场预期形成较强提振。

从 PMI 指数来看，10 月份制造业 PMI 为 49.2%，较上月下降 0.9 个百分点，在连续 2 个月环比上升后再次下降，显示指数走势有所波动，经济恢复势头仍需巩固。指数下降，主要受价格和疫情两方面因素影响。一方面，国际大宗商品波动频频，我国制造业原材料价格加快上升。另一方面，10 月国内疫情多点频发，对消费活动和人员上岗均有一定影响，加上原材料成本加快上升，企业生产有所放缓，市场需求继续下降。经济恢复势头有所波动，但仍有积极表现值得关注。新出口订单指数环比回升，出口贸易有所回稳，从出口结构来看，基础原材料行业出口好转，在国际基础原材料供给紧张的情况下，我国基础原材料出口为全球供应链稳定运行起到了重要作用。非制造业方面，市场供需和就业相关指数连续下降显示非制造业恢复力度有所不足。疫情对接触型服务业的持续扰动仍是拖累非制造业恢复的主导因素。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2022-10	49.2	49.6	48.1	47.6	43.9	48.0	49.3	47.9	48.7	53.3	47.7	48.3	47.1	52.6
2022-09	50.1	51.5	49.8	47.0	44.1	47.3	50.2	48.1	47.1	51.3	47.6	49.0	48.7	53.4
变动	-0.9	-1.9	-1.7	0.6	-0.2	0.7	-0.9	-0.2	1.6	2.0	0.1	-0.7	-1.6	-0.8

（一）疫情冲击供需两弱，但预期边际好转

1、地产及制造业投资下行，基建支撑减弱。

10月固定资产投资增速下行。1-10月，固定资产投资累计同比增速为5.8%（前值5.9%），回落0.1个百分点；当月同比增速4.27%，较上月降低2.39个百分点。

从当月增速来看，三大分项均下跌。其中房地产投资当月同比增速-16%，较前值下降3.88个百分点，延续快速下行趋势。制造业投资当月同比增速6.88%，较前值下降3.77个百分点，制造业投资前期一直保持较高增速，但10月出现较大幅度下行，主要受疫情影响生产、内需疲弱及出口加速下滑拖累。基建投资当月同比增速12.79%，较前值下降3.49个百分点，基建投资支撑有所减弱。

图表 2 固定资产投资当月同比增速（%）

指标名称	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建
2022-10	4.27%	-16.00%	6.88%	12.79%
2022-09	6.66%	-12.12%	10.66%	16.28%
2022-08	5.82%	-7.39%	10.00%	10.37%

从制造业各行业来看，10月中下游行业增速下行较多，高技术行业、有色金属增速小幅回升。具体来看，金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业累计同比增速分别下降1.6、2.1、1.6个百分点至11%、14.6%、13.4%。计算机、通信和其他电子设备业累计同比增速上行0.9个百分点至20.8%，有色金属制品业累计同比增速上行1.4个百分点至15.3%，汽车制造业累计同比增速上行0.1个百分点至12.8%，显示新能源汽车行业景气度仍然较高，带动相关原材料投资增速上行。

2、地产：销售受疫情拖累继续下滑，新开工有所修复

2022年10月，房地产投资累计增速-8.8%，较前值（-8%）下降0.8个百分点。当月同比增速-16%，较前值下降3.9个百分点。

从分项来看，竣工对地产继续形成支撑，累计同比增速-18.7%，较上月提高1.2个百分点。销售增速再度下行，受10月假期、疫情多地散发等影响，销售

当月同比增速下降7.1个百分点至-23.23%。但新开工增速略有好转，当月同比增速上行9.3个百分点至-35.08%，新开工增速降幅未再扩大。从资金来源看，受销售欠佳影响，当月资金来源增速下降4.7个百分点至-26%，与10月居民贷款降幅较大一致。

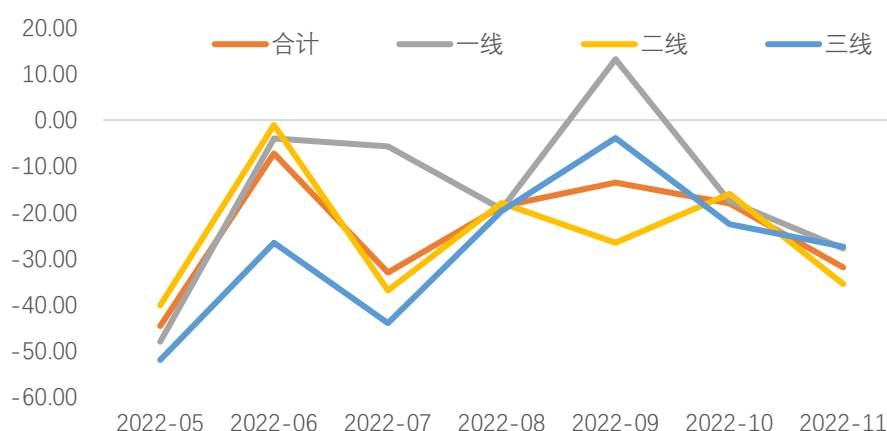
总体而言，受疫情等因素影响，地产销售的恢复较为曲折，但新开工增速逐步在低位企稳，竣工继续形成支撑。

图表 3 房地产分项当月同比增速（%）

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2022 年 10 月	-23.23	-16.00	-35.08	-9.42	-26.00	-53.05
2022 年 9 月	-16.16	-12.12	-44.35	-5.99	-21.27	-65.01
变动	-7.1	-3.9	9.3	-3.4	-4.7	12.0

30 大中城市地产销售数据显示，11 月地产销售仍然欠佳，一、二、三线城市销售增速均回落。截止 11 月 13 日，总体月均销售面积同比增速从-18.03%下降至-32.3%，一、二、三线城市普遍下跌。具体来看，一线城市销售同比增速从-17.54%下降至-27.55%，二线城市销售同比增速从-15.93%下滑至-35.31%，三线城市销售同比增速从-22.56%下滑至-30.02%。销售增速的持续下滑一方面受疫情散发下居民出行受限影响，另一方面也反映当前居民资产负债表仍然处于修复过程中，举债意愿较弱。

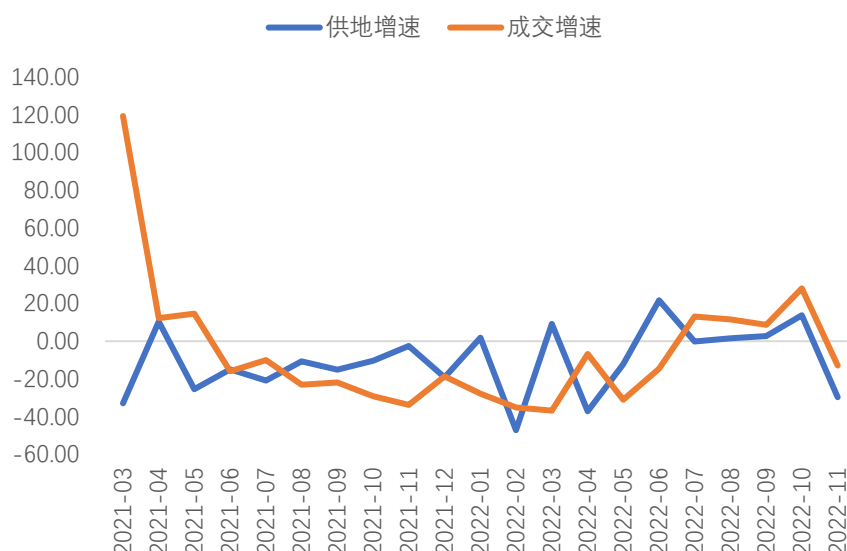
图表 4 30 大中城市日均成交面积同比增速（%）



从土地成交情况来看，10 月土地成交增速回升明显，土地成交同比增速从

8.7%上升至 28.06%，但 11 月再度下滑，增速下降至-12.86%。土地供应同比增速从 13.81%下降至-29.66%。

图表 5 100 大中城市土地成交面积同比增速 (%)



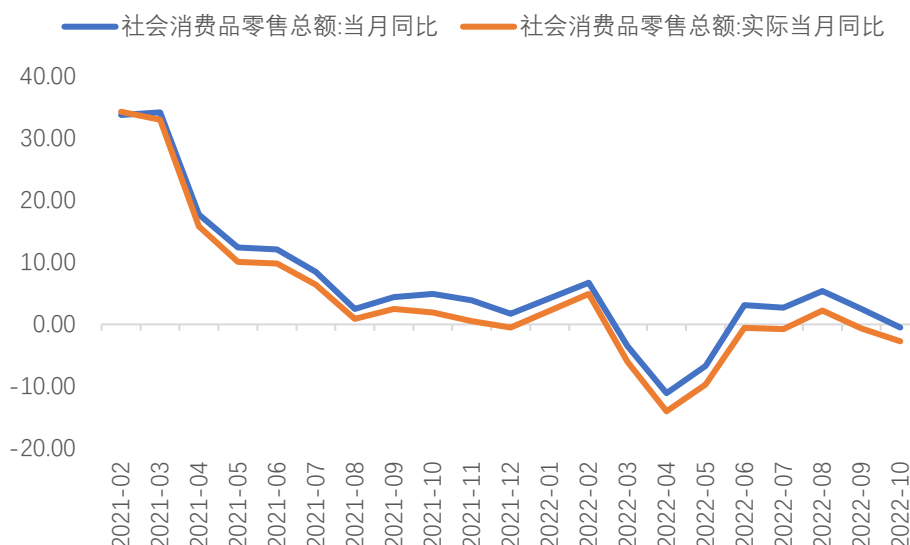
向后看，随着稳地产十六项政策的出台，房地产企业融资环境有所改善，预计能够对保交楼形成支撑。在地产负循环打破后，居民预期或有所好转，带动销售回升。

3、消费当月负增长，受疫情和双十一促销挤出影响

10 月消费当月负增长，同比增速-0.5%，较前值降低 3 个百分点。10 月消费较差的主要原因一是多地疫情散发，二是居民需求较弱，多个分项增速下降。

从细项看，对 10 月消费形成拖累的主要有四点：一是餐饮消费，受疫情多地散发影响，餐饮消费增速继续下降至-8.1%，较前值降低 6.4 个百分点。二是地产相关消费，家电、装潢当月同比增速分别为-14.1%、-8.7%，较前值分别下降 8、0.6 个百分点。三是日常用品消费，化妆品、金银珠宝、日用品、通讯器材同比增速分别下降 0.6、4.6、7.8、14.7 个百分点至-3.7%、-2.7%、-2.2%、-8.9%，或受双十一促销挤出影响，10 月消费多以定金方式支付。四是汽车消费，当月同比增速 3.9%，较前值大幅下降 10.3 个百分点。

图表 6 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



从居民收入来看，前三季度，城镇居民可支配收入同比增速为4.3%，较前值提高0.7个百分点，但仍然低于一季度5.4%，居民收入处于缓慢回升的过程中。从央行公布的三季度储户调查问卷来看，选择更多消费的比例有所下降，为22.8%，较前值低1个百分点；选择更多储蓄的比例仍然较高，为58.1%，显示当前居民消费意愿仍然较弱。

从央行三季度调查问卷来看，选择更多消费的城镇储户占比继续下降，从23.8%下跌至22.8%，显示当前居民消费意愿仍然较弱，叠加失业率较高，预计消费恢复较为曲折。

4、失业率保持高位，大型城市受疫情冲击较大

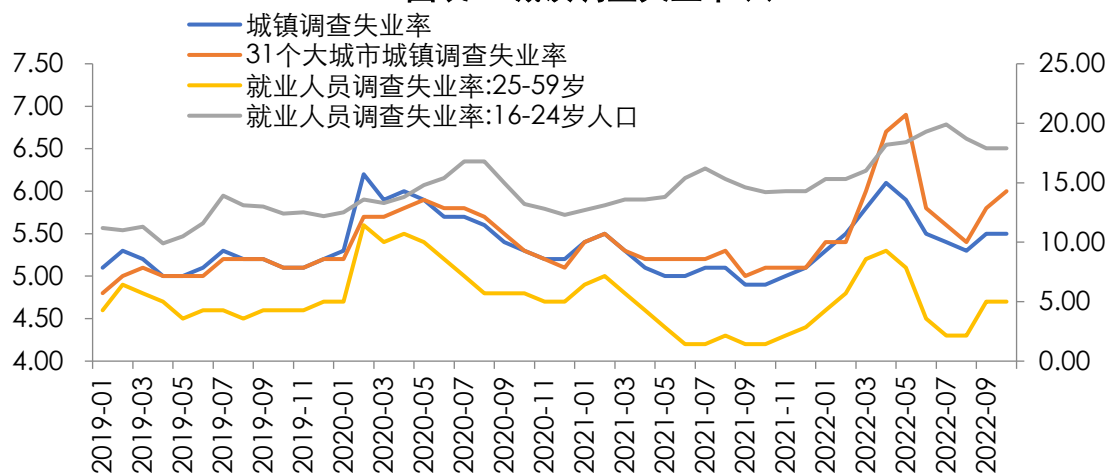
10月，全国城镇调查失业率5.5%，与前值持平。31个大城市城镇调查失业率为6%，较前值提高0.2个百分点。

从结构来看，10月大型城市失业率上升幅度较大，主要受10月郑州、广州、重庆等多个城市疫情反弹影响。外来农业户籍人员就业稳定性相对较低，受疫情影响更为明显，失业率保持在5.5%高位。

从年龄结构来看，25—59岁劳动力失业率为4.7%，与前值持平。16—24岁

群体调查失业率17.9%，与前值持平。青年团体失业率下行放缓，显示疫情对服务业冲击仍然较为严重。

图表 7 城镇调查失业率(%)



从PMI指数看，大、中、小型企业用人需求均有所恶化。10月PMI从业人员指数从49%下降至48.3%，BCI企业招工前瞻指数从57.1%下降至54.55%。

5、外需明显走弱，出口加速下行

10月出口增速延续下行趋势，且下行速度加快，主要受外需快速走弱拖累，进口仍然较为低迷，价格支撑进一步下降。贸易顺差维持高位，对汇率形成一定支撑。高频数据显示运价指数继续下行、加息对经济的负面冲击显现，预计后续出口增速继续下行。

(1) 出口增速加速下行，外需明显走弱。

按美元计，10月份出口累计同比增速为11.1%，较前值降低1.4个百分点。

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_49027

