

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2022年11月15日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

【数据点评】

三大因素拖累 10 月经济 但形势正在边际好转

【内容摘要】

受疫情反复、外需降温、房地产低迷三大因素拖累，10月经济面临新的下行压力。

具体来看，10月日均新增密接人数达到疫情以来最高水平，导致服务业生产明显回落，消费甚至转为负增长；10月按美元计出口增速降至-0.3%，出现自2020年6月以来的首次负增长，拖累10月工业生产和制造业投资增速放缓；10月房地产销售继续转弱，居民加杠杆意愿不强，导致相关数据全面下滑。基建投资仍然增长稳健，但有独木难撑之势。

进入11月以来，内外部形势都有边际改善趋势：一是国内疫情防控政策进一步优化，二是监管层加大对于房企的支持力度，三是美联储加息幅度有放缓迹象。我们倾向于认为，内外部环境的边际改善，叠加各项稳经济政策效应的进一步发挥，四季度经济仍有望保持回稳向上势头。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

三大因素拖累 10 月经济，但形势正在边际好转

温彬 王静文

经济数据

根据统计局数据，10 月工业增加值同比增长 5.0%，较上月回落 1.3 个百分点。服务业生产指数同比增长 0.1%，较上月回落 1.2 个百分点。社会消费品零售同比-0.5%，较上月回落 3.0 个百分点。1-10 月固定资产投资同比增长 5.8%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点，其中基建投资同比增长 8.7%，较 1-9 月加快 0.1 个百分点；制造业投资同比增长 9.7%，较 1-9 月回升 0.4 个百分点；房地产开发投资同比增长-8.8%，较 1-9 月回落 0.8 个百分点。

10 月数据显示，受疫情反复、外需降温、房地产低迷等因素拖累，经济面临新的下行压力。从生产端看，工业和服务业双双回落；从需求端看，出口年内首次转为负增长，消费同样转为负增，基建、制造业和房地产开发投资当月同比增速均出现回落。

进入 11 月以来，内外部形势均有边际好转趋向，包括国内疫情防控政策进一步优化、房地产支持政策加码，以及美联储加息预期降温等，叠加各项稳经济政策效应进一步发挥，预计四季度经济仍有望保持回稳向上势头。

一、生产：工业和服务业双双回落

10月规模以上工业增加值同比增长5.0%，低于上月的6.3%。环比增长0.33%，低于上月的0.84%。10月疫情反复叠加内外需回落，以及企业仍处于主动去库存阶段，导致工业生产增速回落。

三大门类中，采矿业和制造业增速均有放缓，公用事业则有所加快。采矿业同比增长4.0%，低于上月的7.2%；制造业同比增长5.2%，低于上月的6.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.0%，高于上月的2.9%。

从细分行业来看，10月汽车制造业同比增长18.7%，低于上月的23.7%，已连续两个月放缓。高技术制造业增加值同比增长10.6%，高于上月的9.3%，显示产业升级仍在加快。

展望下一阶段，预计工业生产将受到正反两方面因素影响。一方面，疫情防控政策边际调整，基建投资继续较快增长，房地产市场逐渐企稳，内需将延续恢复势头。但另一方面，外需受全球经济放缓影响有所回落。10月工业企业实现出口交货值同比名义增长2.5%，低于上月的5.0%；10月按美元计出口同比增长-0.3%，出现自2020年6月以来的首次负增长。

10月全国服务业生产指数同比增长0.1%，低于上月的1.3%。10月服务业商务活动指数为47.0%，较上月回落1.9个百分点，仅高于今年3月的46.7%和4月的40.0%，为年内第三低水平。

服务业景气度回落，同疫情反弹密不可分。10月本土日均

新增确诊量为 265 例，较上月的 184 例小幅提升，日均密接病例超过 4.3 万例，大幅高于上月的 2.6 万例，这也是 2020 年初疫情以来的月度最高水平。

受此影响，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，业务总量下降。国庆节期间出游人次和旅游收入恢复率较中秋节继续回落。

图 1：工业增加值同比增速回落

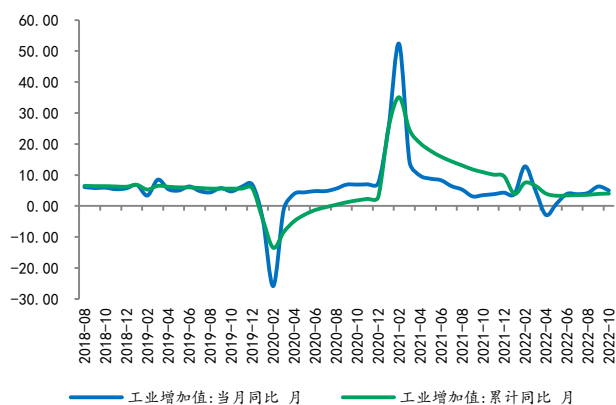


图 2：服务业生产指数同比回落



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

二、消费：同环比均转为负增，消费意愿有待提振

10 月社会消费品零售同比-0.5%，低于上月的 2.5%，降至 6 月以来的最低增速。环比-0.68%，低于上月的 0.43%。同环比增速均转为负增。

主要消费品中，基本生活类、中西药品类继续保持较快增长，但可选消费降幅较大。具体来看，汽车消费同比增速由 14.2%

回落至 3.9%；建材类消费降幅由-8.1%扩大至-8.7%，、家电类降幅由-6.1%扩大至-14.1%；金银珠宝类、通讯器材类、石油及制品类增速分别较上月回落 4.6、14.7 和 9.3 个百分点。

当前消费恢复主要受三方面因素制约：一是消费场景受限。10 月以来，国内疫情呈现“点多、面广、频发”特点，冲击线下接触型消费，最为典型的餐饮消费同比下降 8.1%，降幅较上月扩大 6.4 个百分点。二是消费能力削弱。10 月城镇调查失业率持平至 5.5%，较二季度均值有所上升，一定程度上拖累居民消费能力。三是消费意愿低迷。10 月居民部门新增存款同比减少近 7000 亿元，显示居民的预防性储蓄倾向仍然偏高，消费意愿有待提振。

下一阶段消费仍将受到两方面因素的影响：一方面，居民消费信心仍处于偏低水平，预防性储蓄率仍然居高不下，另一方面，居民消费基础仍然稳健，一旦疫情防控政策放开，生活半径扩大，消费仍有望保持在一定的增长水平。

图 3：消费同比增速回落

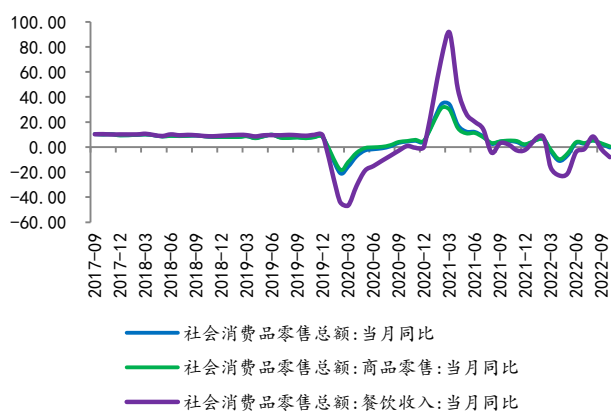


图 4：汽车消费显现疲态

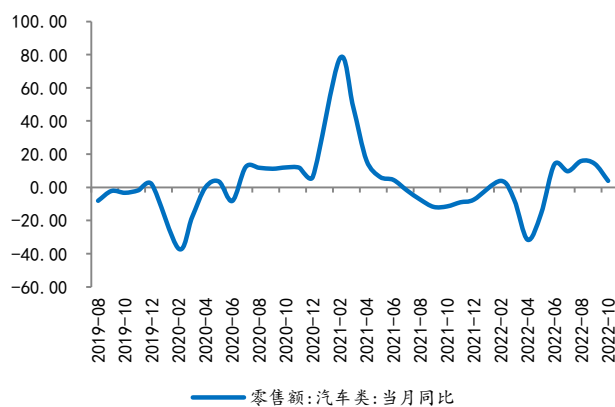


图 5：储蓄倾向处于高位

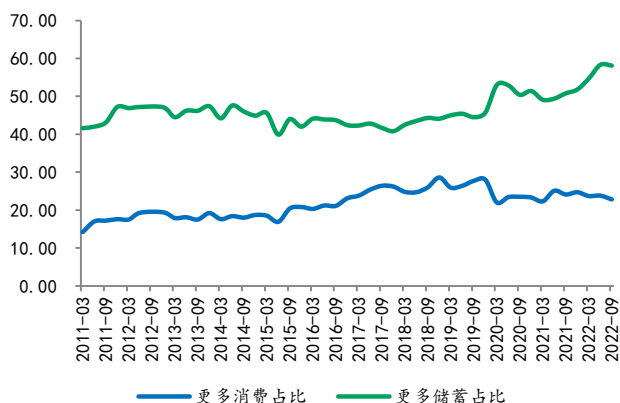
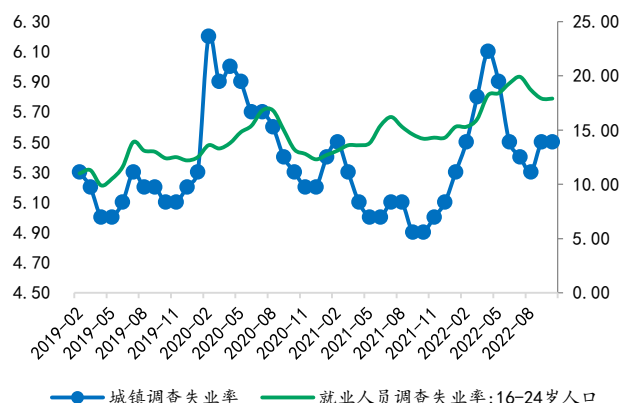


图 6：失业率大体持平



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

三、投资：基建累计增速回升，制造业累计增速回落

1-10 月固定资产投资同比增长 5.8%，低于 1-9 月的 5.9%，未能延续前两个月的回升势头。我们测算的 10 月单月同比增速为 5.0%，低于上月的 6.5%。环比增长 0.12%，低于上月的 0.53%。

从结构来看，基建投资累计增速小幅回升，制造业投资累计增速回落，房地产开发投资累计增速则继续下滑。

1-10 月（不含电力）基建投资同比增长 8.7%，略高于 1-9 月的 8.6%，升至年内最高水平，但增幅已现疲态。单月同比增速则由上月的 10.5% 回落至 9.4%，连续两个月放缓。

5000 亿元专项债结存限额于 10 月加速落地，以及政策性、开发性政策工具带动项目开工建设加快形成实物工作量，使基建投资单月增速仍接近两位数水平。但 10 月建筑业商务活动指标由 60.2% 回落至 58.2%，石油沥青装置开工率由上月的 43.7%

回落至 42.1%，显示基建景气度有所回落。由于提前下发的专项债额度要迟至明年 1 月份才能落地，预计年内基建投资增速将渐进放缓。

1-10 月制造业投资同比增长 9.7%，低于 1-9 月的 10.1%。单月同比增速则由上月的 10.7% 回落至 6.9%，为 5 月以来最低水平，基本符合我们的预期。

10 月以来，监管层引导金融机构加大对于设备更新改造的支持，企业对于未来预期也有好转，但 10 月制造业投资增速仍然出现回落，其原因主要包括出口增速的明显降温、企业利润增速尚未改观，以及去年同期基数小幅走高等。预计这一趋势将延伸至年底。

图 7：基建投资发挥托底作用

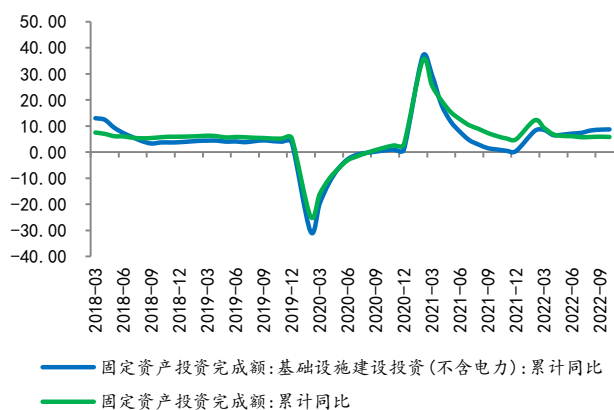
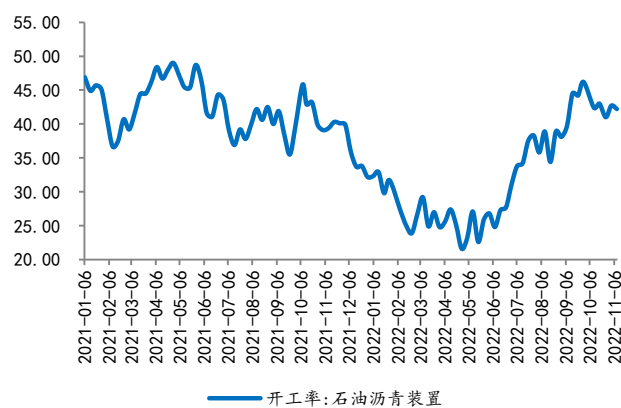


图 8：石油沥青装置开工率放缓



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

图 9：制造业投资增速有所回落

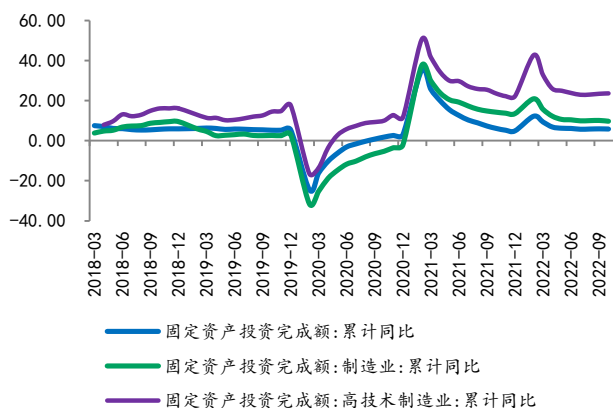
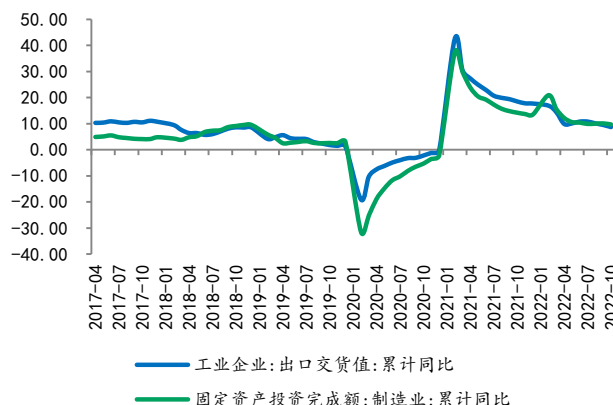


图 10：出口放缓将拖累制造业投资增速



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

四、房地产：销售转弱，市场仍未触底

1-10 月房地产开发投资增长-8.8%，低于 1-9 月的-8.0%，继续刷新 2020 年 3 月以来的最低累计增速。10 月开发投资同比-16.0%，仅略好于 2020 年 2 月的-16.3%，为历史次低水平。

从销售端来看，10 月单月商品房销售面积同比-23.2%，弱于上月的-16.2%；商品房销售额同比-23.7%，弱于上月的-14.2%。10 月居民部门中长期贷款仅新增 332 亿元，同比少增 3889 亿元。尽管 9 月底监管部门追加了一些支持政策，但疫情反复和居民收入增速放缓、预期不佳等因素仍然限制了居民部门加杠杆力度。

从施工端来看，10 月施工面积同比-32.6%，略好于上月的-43.2%；新开工面积-35.1%，略好于上月的-44.4%，同比降幅收窄，主要由于去年同期基数回落。10 月竣工面积同比-9.4%，弱

于上月的-6.0%，“保交房”政策效力有所消退。

从资金来源来看，10月房企到位资金同比-26.0%，弱于上月的-21.3%。其中，以按揭和定金、预收款为主的其他资金同比-30.6%，弱于上月的-17.3%，这与商品房销售低迷互相印证。但国内贷款同比-18.4%，好于上月的-25.4%；自筹资金-20.7%，好于上月的-25.5%，在监管部门的引导之下，金融机构的过度避险行为略有改善，房企获得的资金支持有所提升。

10月国房景气指数为94.7%，继续下滑，市场仍处于寻底阶段。今年以来，政策从供给端和需求端都在持续放松，但并未带来销售的触底反弹，目前看，民营房企的信用风险是房地产市场问题的关键。由于风险无法缓释，金融机构过度避险，使其资金来源难以保证，施工竣工均受到影响，进而影响市场销售和资金回笼，并形成恶性循环。11月以来的政策开始侧重于加大供给端资金支持，这将有助于降低市场硬着陆风险，但从政策底到市场底的传导仍需时日。

图 11：房地产开发投资增速继续下滑

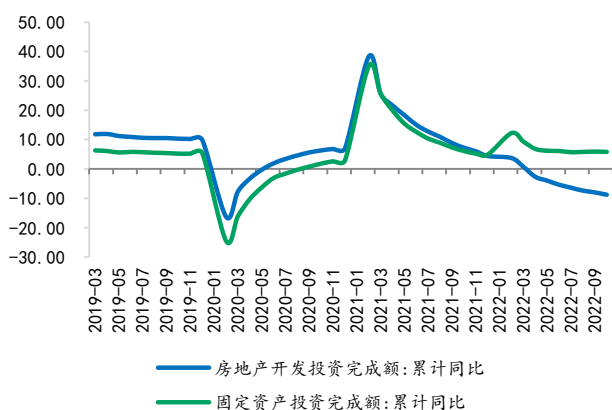


图 12：销售、竣工回落，施工、新开工反弹

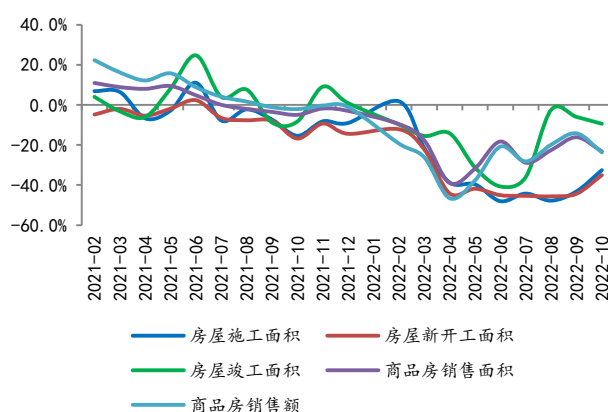


图 13：资金来源增速降幅扩大

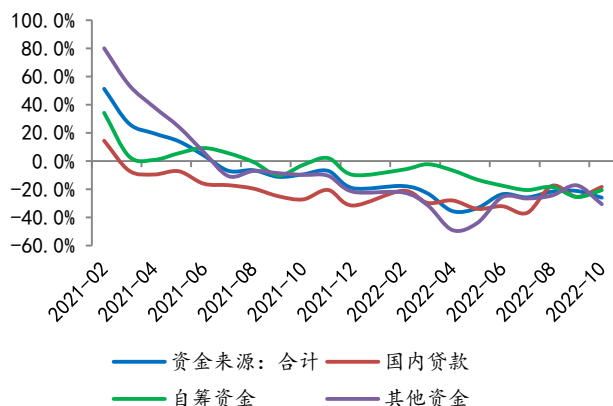
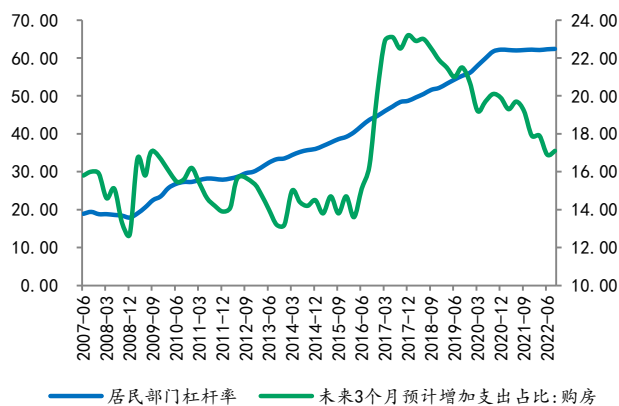


图 14：居民部门加杠杆意愿不足



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

五、政策：紧抓时间窗口推动经济回稳向上

从 10 月经济数据来看，受疫情反复、外需降温、房地产低迷等因素影响，经济面临新的下行压力。

10 月 26 日的国务院常务会议再次部署政策落实工作，这一二十大之后、四季度以来的首次会议要求，“通过抓落实持续释放政策效应，稳就业稳物价，努力推动四季度经济好于三季度，保持经济运行在合理区间。”，具体措施包括“推动扩投资促消费政策加快见效”，“要在四季度形成更多实物工作量”，“因城施策支持刚性和改善性住房需求”等。

进入 11 月后，内外部形势都有边际改善趋向：一是国内疫情防控政策进一步优化，要求在“尽快遏制疫情扩散蔓延”的同时，也能“尽快恢复正常生产生活秩序”。最新政策缩短了密接者的隔离时间、不再判定密接的密接、将风险区由“高、

中、低”三类调整为“高、低”两类等，这将有助于提振居民信心，切实稳住经济。

二是监管层扩大对民营企业债券融资的支持，并推出支持房地产市场平稳健康发展的 16 条举措，涉及稳定房地产开发贷投放、支持个人贷款合理需求、支持优质房企发债融资、推动“保交楼”专项借款投放等多个方面。这将缓解市场对民企开发商的挤兑，进一步改善房企的融资环境。但能否提振居民购房意愿，仍需要观察。

三是美国物价见顶回落，美联储加息预期略有降温，市场预期的 12 月份加息幅度已经由此前的 75 个基点下调为 50 个基点。外部环境的不确定性下降，将有助于我国货币政策继续保持稳健偏宽松态势。

我们倾向于认为，内外部环境的边际改善，叠加各项稳经济政策效应的进一步发挥，四季度经济仍有望保持回稳向上势头。

近期研究成果

1. 2022 年四季度展望系列之一：国内经济有望延续温和复苏（2022 年 10 月 17 日）
2. 2022 年四季度展望系列之二：全球经济：遏制通胀的衰退处方（2022 年 10 月 20 日）
3. 2022 年四季度展望系列之三：内外周期错位下的信贷、金融市场运行及大类资产配置策略（2022 年 10 月 24 日）
4. 三季度经济恢复向好，内需贡献加大（2022 年 10 月 24 日）
5. 外需回落出口减速但仍有韧性（2022 年 10 月 25 日）
6. 9 月财政收入持续回暖，财政支出略有放缓（2022 年 10 月 26 日）
7. 10 月经济景气走弱，需加快释放政策效应（2022 年 10 月 31 日）
8. 专项债结存限额密集发行——10 月地方债发行数据点评（2022 年 11 月 1 日）
9. 美联储加息 75bp 符合预期，后续加息节奏或将放缓（2022 年 11 月 4 日）
10. 美国经济会陷入衰退吗？——9 大领先指标观察（2022 年 11 月 4 日）
11. 经济修复动能仍显不足，11 月债市预计低位震荡（2022 年 11 月 10 日）
12. 10 月新增信贷社融回落，逆周期政策需加力显效（2022 年 11 月 10 日）
13. 物价涨幅同比回落，需求不足仍是主要矛盾（2022 年 11 月 10 日）
14. 美国 CPI 超预期回落，放缓加息概率进一步加大（2022 年 11 月 11 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

