



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、水利等国家重大的建设工程；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。

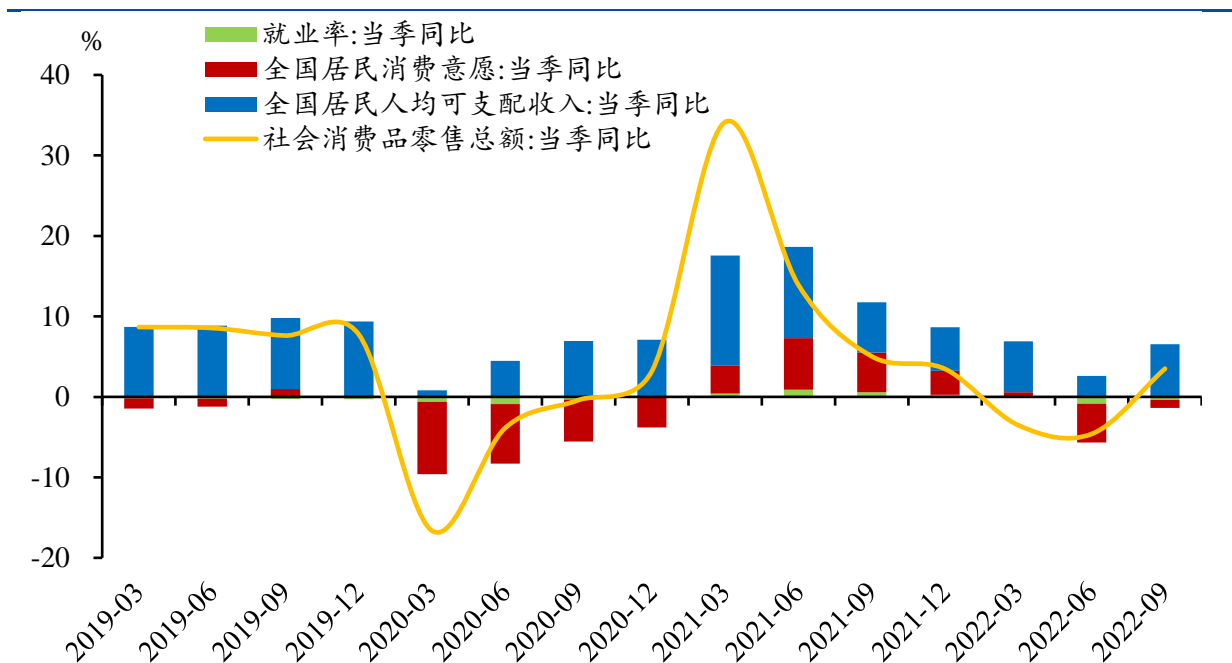
本文将用三因子（影响消费的三个核心中枢）框架来揭示疫情频发之下、高失业率之下、储蓄意愿较高之下消费能保持恢复的原因。

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。

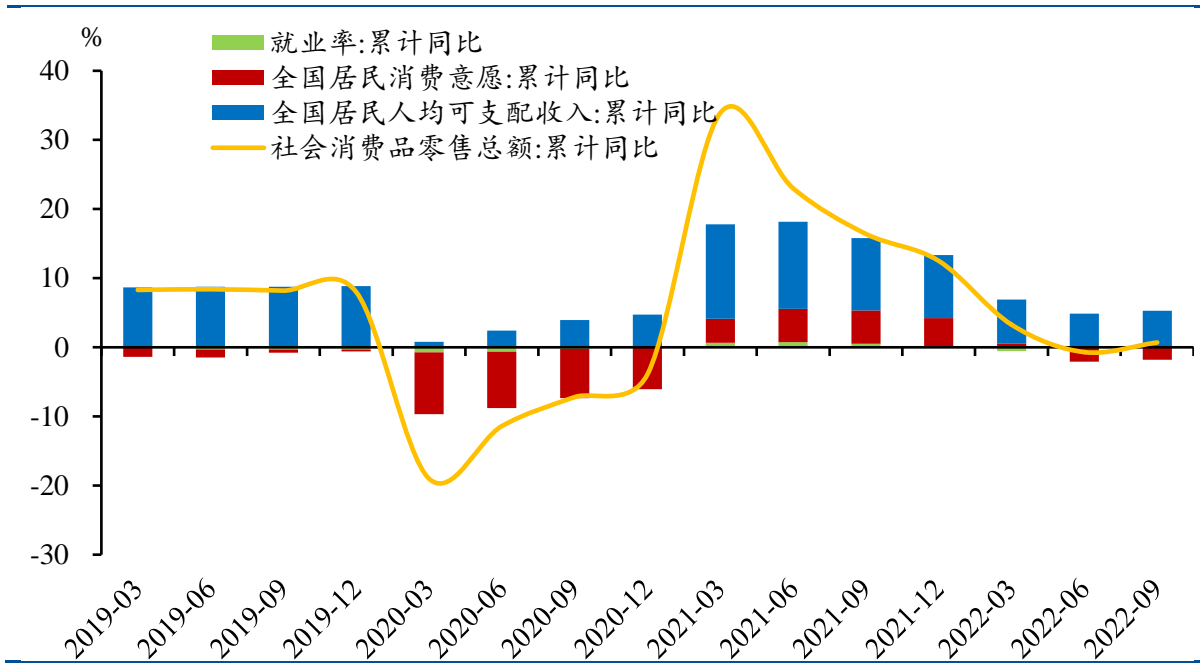
换句话说，收入因子在三季度增速回升，消费意愿因子和就业因子在三季度降幅收窄，消费的核心中枢呈现上移趋势，整体的增速之和较二季度明显回升。但请注意，这只是边际上的中枢上移，三季度三因子增速之和的绝对值略低于一季度，这是和广大居民的切身感受相符的。更通俗地讲，就是三季度消费形势确实比二季度好多了但并未较一季度有多大的提升。

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）

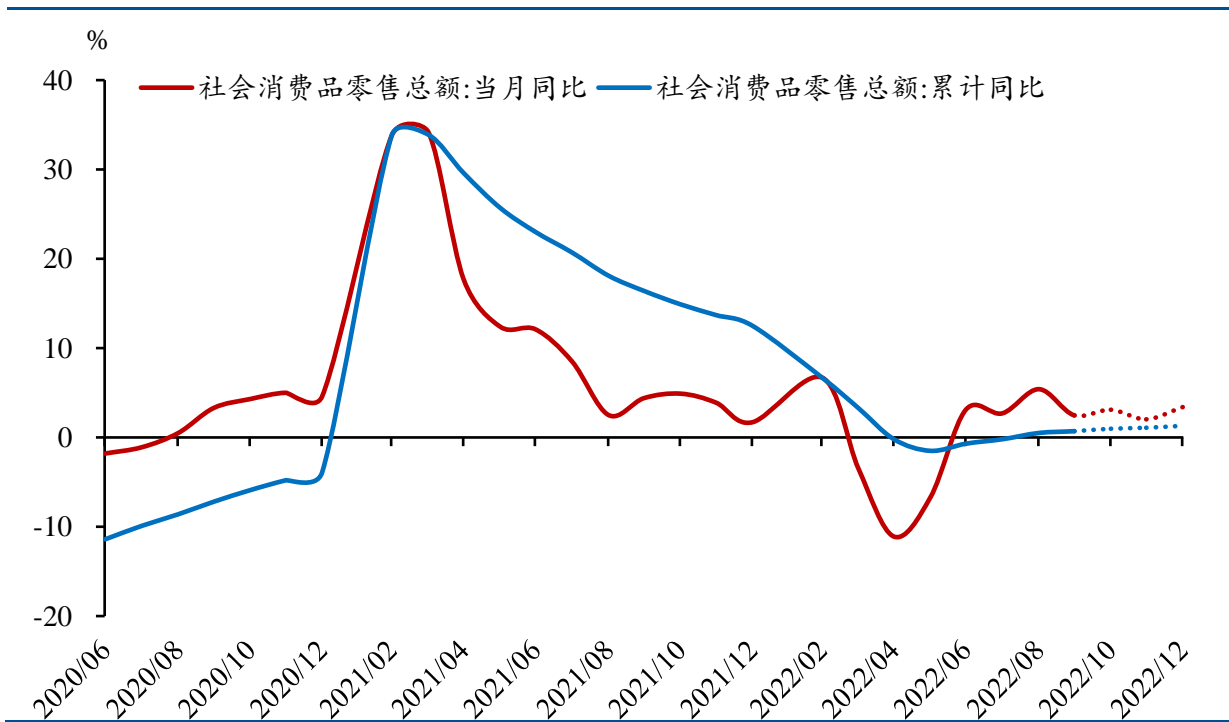


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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


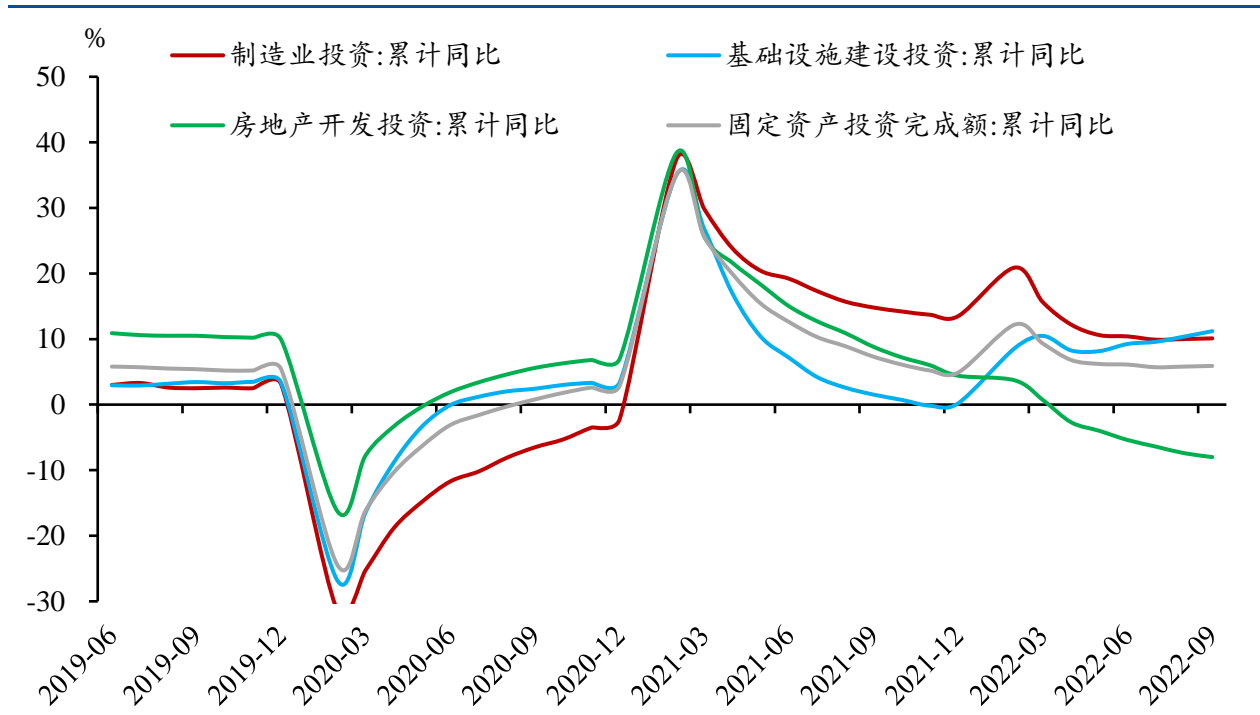
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注：虚线为预测值

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%，房地产开发投资同比下降8%。结构分化比较明显。

9月房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

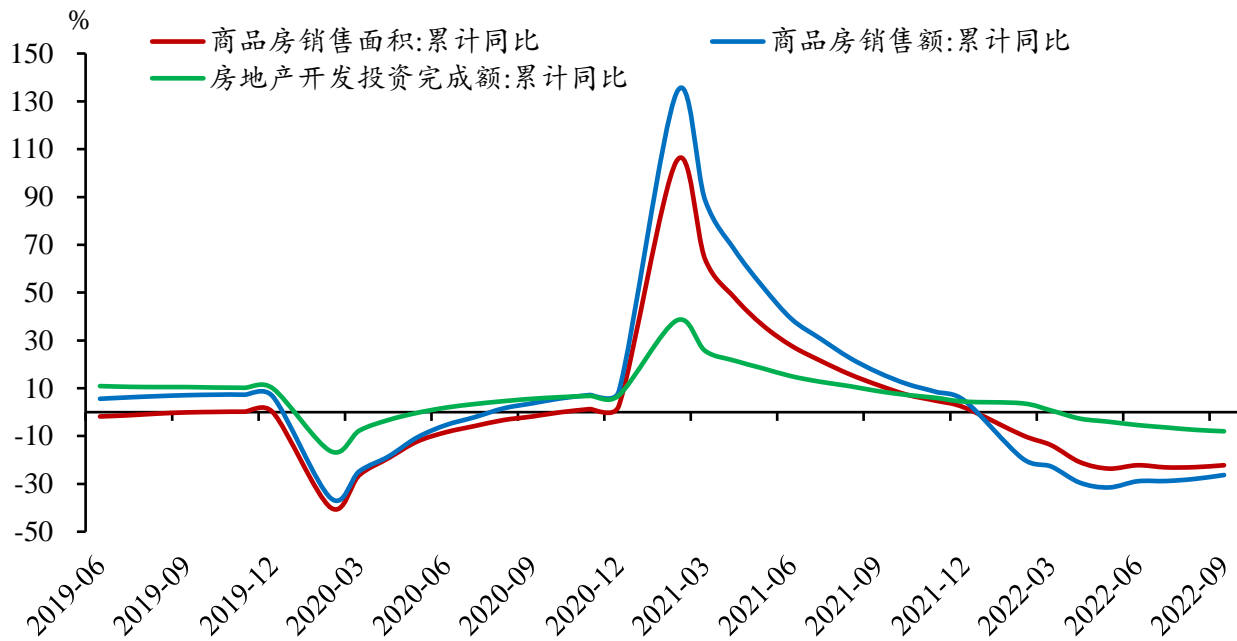


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

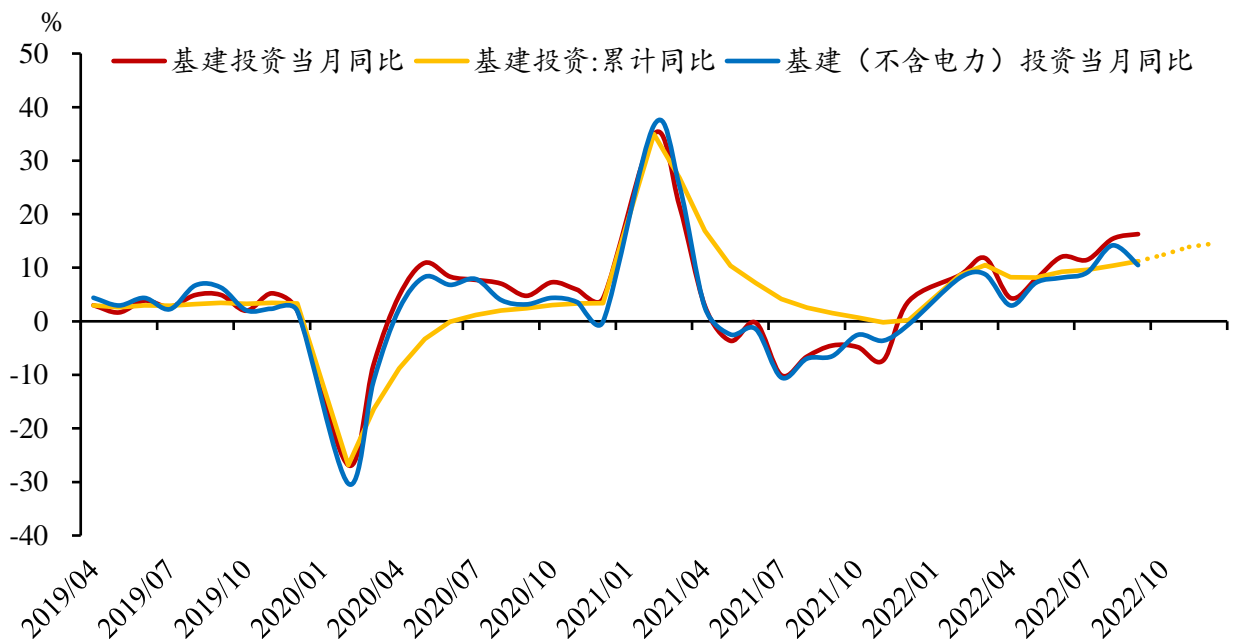
地产端，我们认为在9月底以来央地一系列刺激政策的带动下，地产投资的降幅有望迎来收窄（事实上，9月商品房销售额和销售面积降幅已经略有收窄，新增居民中长贷降幅也有所收窄，新增居民中长期贷款与商品房销售的关系参考《比起地产，消费才更令人担忧》）。若降幅收窄的趋势能持续下去，地产投资有望实现企稳，当然这可能需要比较漫长的时间。

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

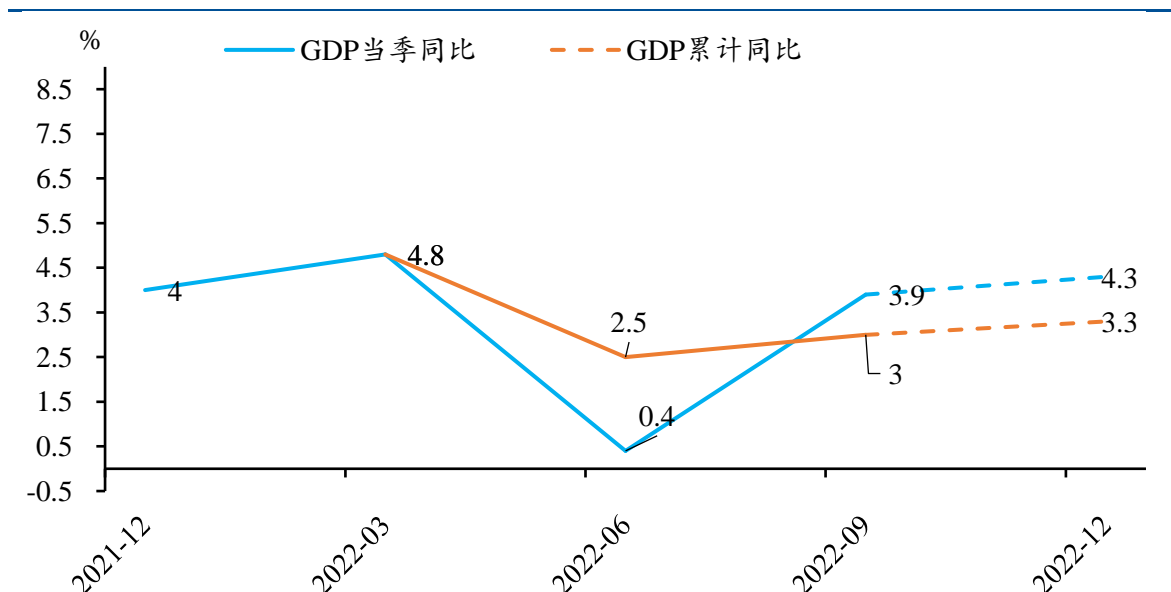
统计局指出，前三季度 GDP 同比增长 3%，最终消费支出、资本形成总额和净出口的拉动分别为 1.2、0.8 和 1 个百分点，请注意，这是在众多月份疫情严重程度超预期下实现的，这充分显示了消费的韧性。着眼四季度，社零有望保持稳定恢复，但增速如前文所述，四季度可能不如三季度高。

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%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

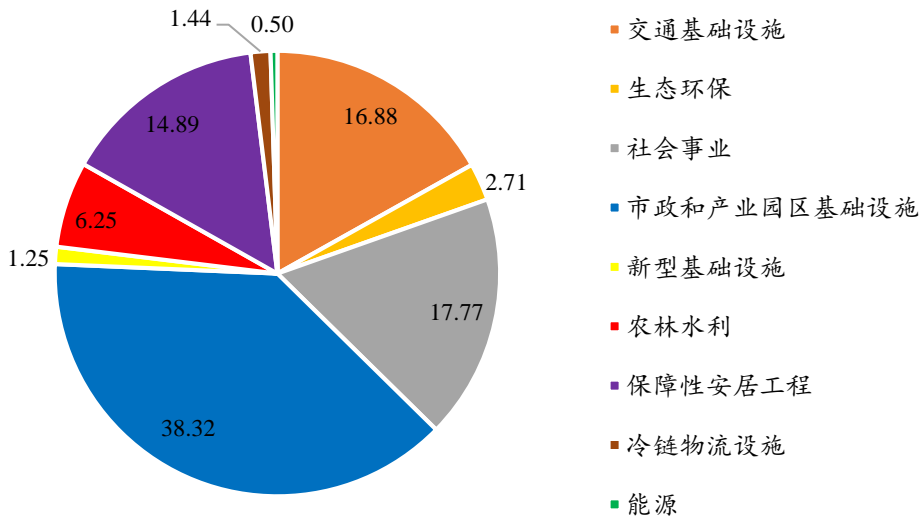
四、四季度的投资重点可以放在各项增量政策的支持领域上

前文指出，为了对冲经济的各项下行压力，四季度需要各项增量政策具备较高的完成度。既然如此，四季度的投资方向建议可以优先放在增量政策的重点支持领域上。

首先看设备更新改造专项再贷款，第一财经报道指出该政策支持教育、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。

专项债结存限额方面，根据各地方政府截至 10 月 24 日披露的项目信息，约 3500 多亿的资金主要投向了市政及产业园区基础设施、交通基础设施、民生社会事业等领域。

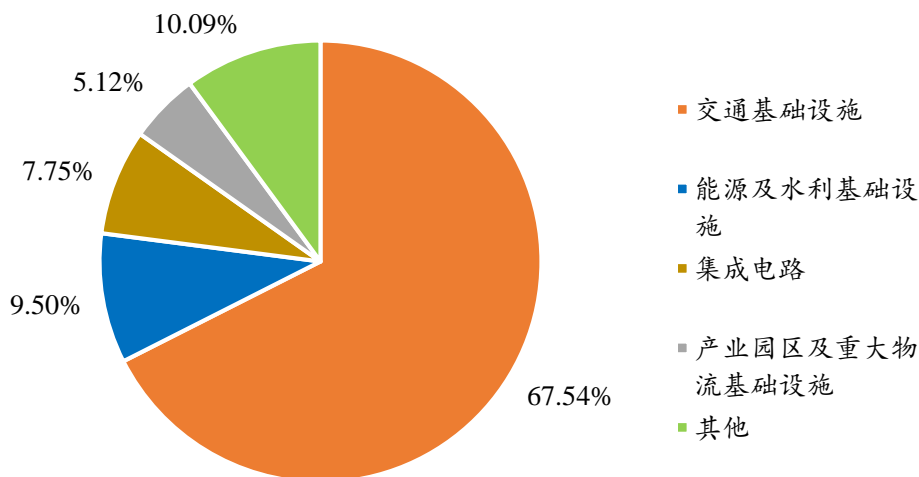
图 8：根据截至 10 月 24 日披露的专项债结存限额项目信息整理出的投向结构 (%)



资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

政策行的基础设施基金主要投向国家的重大交通、能源和水利工程。如进出口行基础设施基金投向领域如下：

图 9：中国进出口银行基础设施基金投向结构



资料来源：进出口银行官网，信达证券研发中心

至于今年四季度一系列的政策工具是否能有效形成实物工作量，我们认为“是”的可能性更大。专项债方面依据在于：在监管部门 8 月末通知地方新增专项债原则上需要在 10 月底前使用完毕后，浙江省财政厅于 10 月初发布了《关于调整部分新增债券资金用途的公告》，公告的附件有一张地方政府新增专项债券资金用途调整表，里面明确记录着由于一些项目（产业园区项目居多）进展缓慢，导致专项债无法在 10 月底使用完毕，所以才将专项债资金调整到了能快速施工的项目中（医院、水利项目居多）。类似的还有河北省、大连市等也发布了类似文件。

政策性开发性金融工具方面的依据在于：三大政策行一致表示要促进项目建设尽快形成实物工作量。

设备更新改造专项再贷款方面的依据在于：第一财经记者披露不少地方在国庆假期期间也加班加点，进行项目调研、项目签约。10 月 3 日，农业银行江西省分行向南京大学第一附属医院放款 2610 万元，打响了全省设备更新改造贷款落地“第一枪”。该笔贷款从需求对接到调查、审批，再到发放，仅用时 3 天。从各地已经申报的项目数量和意向贷款金额来看，都非常火爆。

这也就表示：从今年看，各项增量政策的高完成度是有一定保证的，进而四季度的基建、制造业等投资形成实物量是有一定保证的。

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

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。