

宏观

证券研究报告

2022年11月01日

汽车和基建韧性几何？

关于10月经济数据的问题，市场担心的主要不是因为疫情和季节性等短期因素导致的经济下行，而是6月以来持续支撑国内经济修复的两条主线——基建投资和汽车消费，是否会转向下行？

第一，10月汽车消费的走弱的主要原因是疫情影响了汽车销售的线下场景。考虑到后续消费场景修复、政策延续等我们预计汽车消费的高增速有望延续。

第二，基建放缓或主要是因为项目施工进度受疫情影响。考虑到一方面建筑业活动的预期指数维持高位，另一方面基建近期再次获得增量资金支持。对后续基建我们依然维持乐观。

风险提示：关注后续海外需求的变化，关注国内疫情的演变，关注国内基建落地情况

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

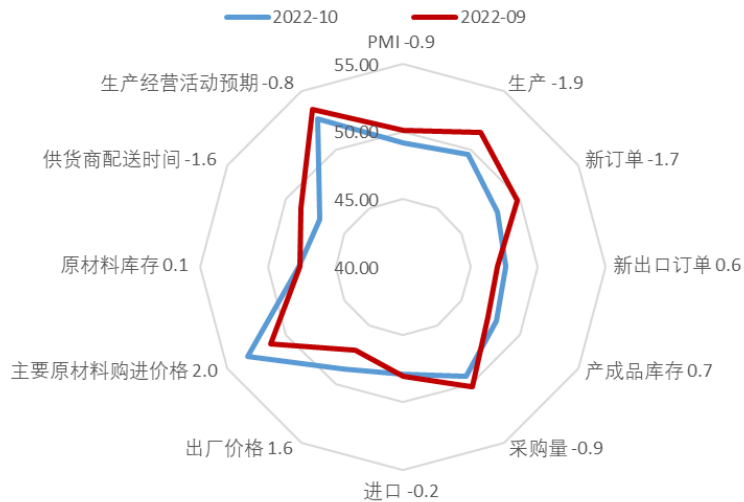
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：大盘风格进入超配区间——10月资产配置报告》 2022-10-27
- 2 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10月第4周资产配置报告》 2022-10-26
- 3 《宏观报告：宏观-迟到的经济数据》 2022-10-25

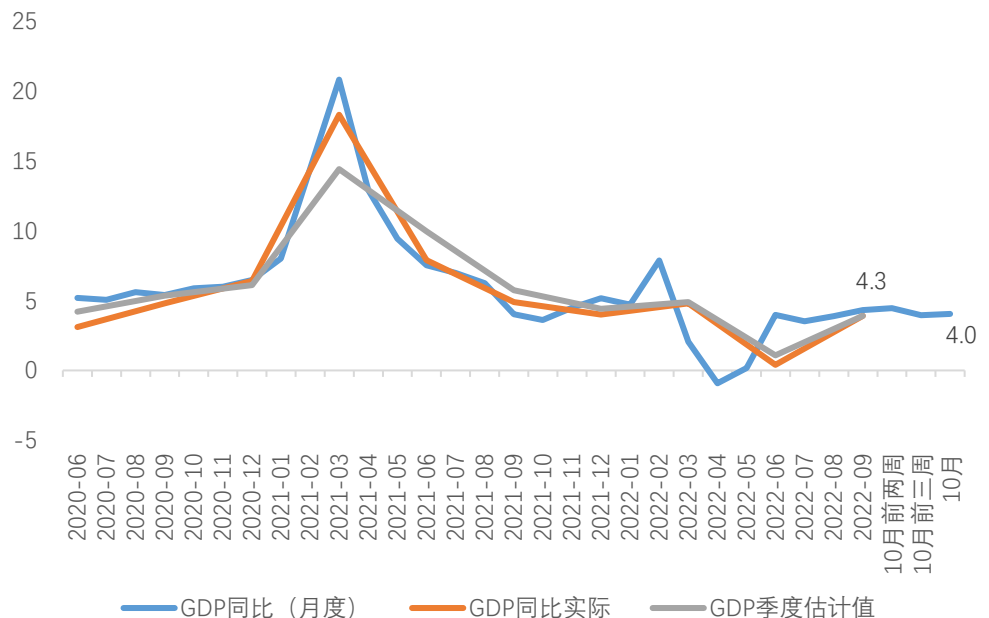
在 10 月高频数据已经向市场传递了经济再度走弱的信号之后,10 月制造业 PMI 下降了 0.9 个百分点至 49.2%, 重回荣枯线之下。原因也容易解释: 1) 受生产淡季的季节性影响(2017 年-2021 年 10 月 PMI 生产指数平均下降 1 个百分点), 又叠加了今年以来“季末高-季初低”的脉冲特征; 2) 受疫情反复的影响, 经济出现了类似今年 7 月的短期下行; 3) 考虑到供应商配送时间是一个逆指数(约推动 10 月 PMI 上行 0.25 个百分点), PMI 数据反映的实际经济格局其实更弱。4) 根据我们的月度 GDP 预测模型, 10 月 GDP 同比增速为 4%, 低于 9 月 0.3 个百分点。

图 1: 10 月 PMI 数据分项一览(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 月度 GDP 同比回落(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (为更好的体现趋势, 这里不包括 2021 年 2 月数据)

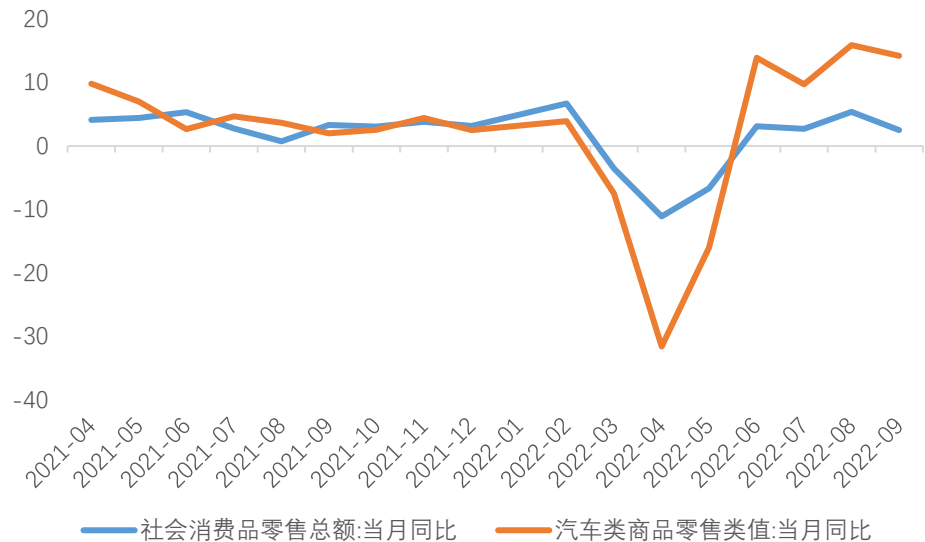
关于 10 月经济数据的问题, 市场担心的主要不是因为疫情和季节性等短期因素导致的经济下行, 而是 6 月以来持续支撑国内经济修复的两条主线——基建投资和汽车消费, 韧性能否延续?

6 月以来, 基建和汽车对固投和消费具有明显贡献, 其中基建投资累计同比增速从 9.25%

上行至 9 月的 11.2%，汽车制造业投资累计同比增速从 8.9% 上行至 12.7%，汽车销售累计同比增速从 -5.7% 上行至 0.4%。但是这两条主线在 10 月明显走弱，特别是汽车。

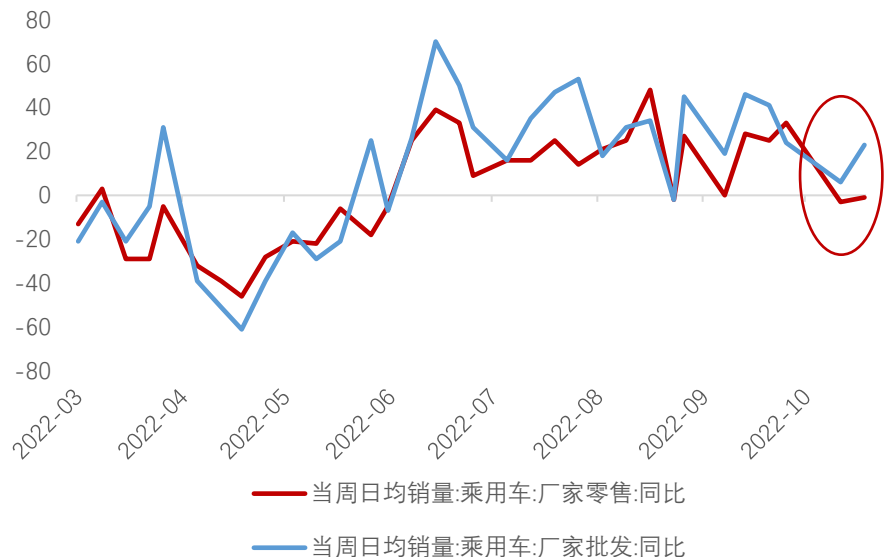
10 月汽车销售开始出现疲弱迹象。乘联会数据显示 1-23 日国内乘用车市场零售 106.3 万辆，同比去年下降 3%，较上月同期下降 6%¹（9 月同比上涨 21.5%²）。而 2013 年以来，乘联会数据与社零数据的相关性高达 89%，乘联会汽车销售数据的回落大概率表明 10 月汽车消费走弱。

图 3：6 月以来汽车消费同比增速快速回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（2021 年使用两年复合同比增速）

图 4：10 月汽车消费走弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

10 月汽车消费的走弱的主要原因是疫情影响了汽车销售的线下场景，部分地方车展活动延期举办。除汽车外，线下服务业也受到疫情影响。10 月服务业商务活动指数降至 47.0%，低于 9 月 1.9 个百分点，统计局表示零售、道路运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等待

¹ <http://www.cpcauto.com/newslist.php?types=csjd&id=2901>

² [乘用车市场信息联席会 \(cpcauto.com\)](http://www.cpcauto.com)

触性聚集性服务行业的商务活动指数低位回落³。

图 5：国内疫情再次反复（单位：例）



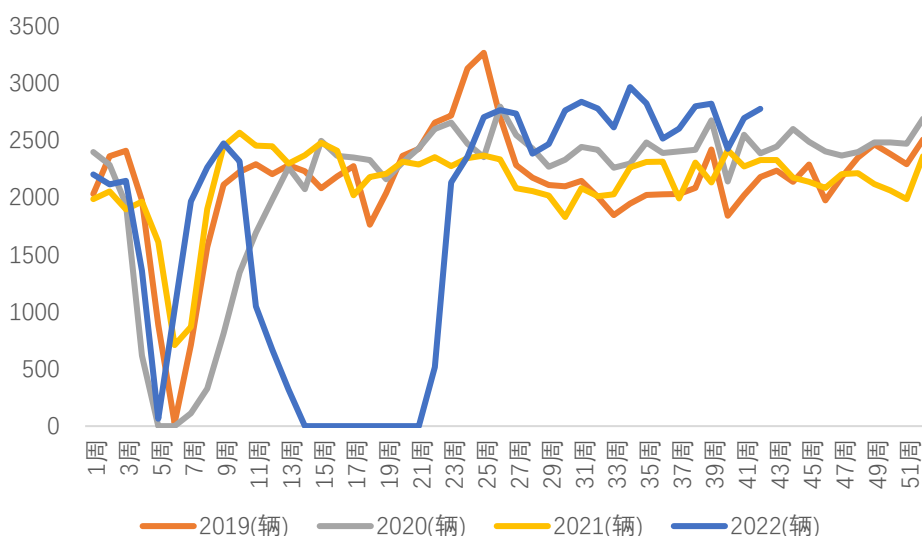
资料来源：wind，天风证券研究所

从两个原因看，我们预计汽车消费的高增速有望延续。

一是从批发和二手车销售等高频数据上看，目前居民的购车意愿依旧较高，上海二手汽车交易量维持高位，今年 6 月以来持续超过 2019-2021 年同期水平。同时，虽然 10 月乘用车零售数据同比转负，但是狭义乘用车批发数据持续好转，前三周批发同比增速分别为 -6%、14%和 23%，这表明虽然终端销售在疫情扰动下有所回落，但是中游批发商预期依旧较好。

二是目前汽车销售累计同比增速刚转正，后续随着疫情影响减弱、原定车展落地举办以及临近年末，居民在政策到期前（购置税减半政策截止 12 月末⁴）提前购车，最后两个月的汽车消费有望维持高增。

图 6：二手汽车交易量维持高位（单位：辆）



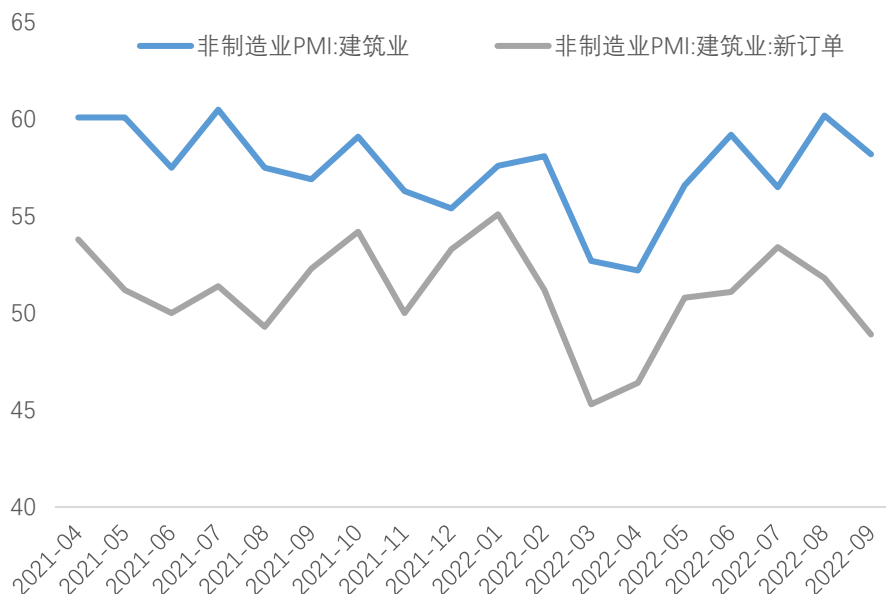
资料来源：wind，天风证券研究所

³ 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2022 年 10 月中国采购经理指数 (stats.gov.cn)

⁴ 财政部 税务总局关于减征部分乘用车车辆购置税的公告 (chinatax.gov.cn)

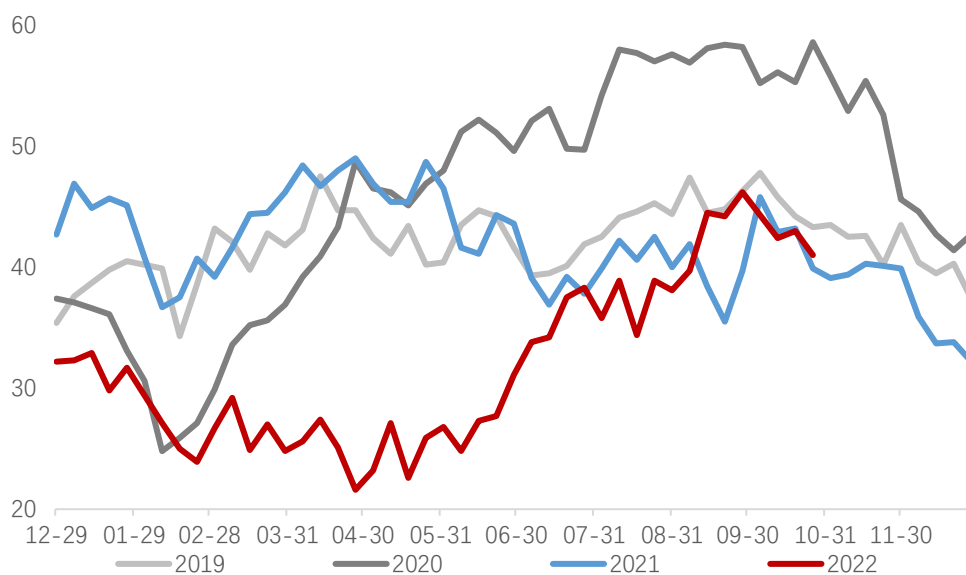
10月建筑业PMI和相关高频数据也出现回落。其中10月建筑业商务活动指数为58.2%，比上月下降2.0个百分点，建筑业新订单指数为48.9%，比上月下降2.9个百分点。10月高炉开工率、石油沥青装置开工率、水泥熟料产能利用率等与建筑建材相关的高频数据均有所回落。由于地产投资在目前阶段尚没有大起大落的可能，因此建筑业的波动可能主要是10月基建投资增速放缓所致。目前看，基建放缓的主要原因是项目施工进度受到疫情影响，以及10月部分华北地区环保限产导致高耗能行业生产回落(10月高耗能行业PMI为48.8%，低于上月1.8个百分点；唐山出台环保限产政策)。

图7：10月建筑业PMI有所回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图8：石油沥青装置开工率略有回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

对后续基建我们依然维持乐观。

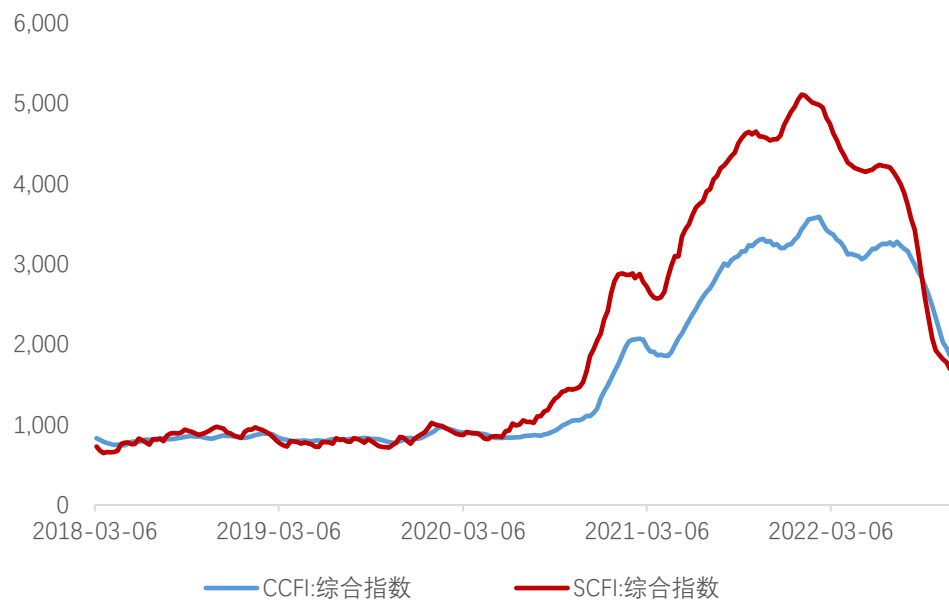
一方面从PMI数据来看，建筑业活动的预期指数维持高位，10月土木工程建筑业商务活

动指数为 60.8%，连续两个月位于高位景气区⁵，建筑业业务活动预期指数为 64.2%，比上月上升 1.5 个百分点，为近期高点。

另一方面，基建近期再次获得增量资金支持。wind 数据显示 10 月新增专项债发行规模 4279 亿元，此前新增 5000 亿专项债正在加速落地。按照政策要求，新增专项债会优先支持在建项目，争取年内形成更多实物工作量。⁶ 考虑到政策发力的增量项目重点在南方区域，预计 11、12 月基建投资同比有望继续维持高位。（详见《迟到的经济数据》，2022.10.25）

除汽车和建筑业之外，10 月 PMI 出口新订单指数超预期上行 0.6 个百分点，与表现偏弱的出口高频数据略有背离。10 月末 CCFI 和 SCFI 运价指数相比于的 9 月末分别回落 20% 和 11.7%，10 月上旬 8 大重点港口外贸集装箱吞吐量同比下行 9.4%。结合高频数据，我们预计本月出口可能依旧偏弱，但降幅相比于 8、9 月会明显收窄，出口增速下台阶后进入走平阶段。

图 9：出口运价指数继续



资料来源：wind，天风证券研究所

⁵ [国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2022 年 10 月中国采购经理指数 \(stats.gov.cn\)](http://stats.gov.cn)

⁶ [李克强主持召开国务院常务会议 部署加力支持就业创业的政策 拓展就业空间培育壮大市场主体和经济新动能等 总理 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com