

## 经济开启正常化之路

- 我国经济在今年10月仍然低迷。地产行业因融资紧缩而形成的恶性循环仍未被打破，随之而来的种种反常现象在经济中继续存在。
- 尽管国内经济仍然沿惯性运行在整体偏弱、反常现象不少的轨道上，但宏观政策已经有了积极变化。政策已开始着手解决地产融资紧缩这个当前经济运行的主要矛盾。只要找准了主要矛盾，用对了政策，经济可以重回常态。
- 中国经济从反常状况向常态回归的路径虽然已经开启，但在这条正常化之路上能走多快，乃至这条路径终点是过去我们熟悉的“常态”，还是一个“新的常态”，现在还很难讲。对投资者来说，现在虽然可以比几个月前乐观些了，但仍然需要审慎观察形势变化。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

刚出炉的宏观经济数据显示，我国经济在 10 月份仍然低迷，继续表现出偏离过去 10 年规律的诸多反常现象。但在这背后，近期宏观政策的调整已经开启了中国经济的正常化之路。尽管这条正常化之路现在看上去还很崎岖，但经济运行的方向终究还是改变了——这是投资者近期最该关注的东西。

在 2022 年 9 月 19 日发表的《更需关注经济中的反常之处》一文中<sup>[1]</sup>，笔者列举了中国经济今年表现出的诸多反常之处。它们包括：异常偏低的进口、弱得反常的终端需求、少见的主动降库存、反常衰弱的房地产行业、反常的货币政策应对。这些反常现象很大程度上是地产融资紧缩政策的结果。在今年 10 月的经济数据中，地产融资紧缩的状况没有改观，随之而来的反常现象仍继续存在。

10 月经济数据中，地产行业和非地产行业的融资分化加剧。在这个月，地产投资到位资金同比负增长 27%，而地产之外其他行业的投资到位资金则同比正增长 17%。二者的增速差拉大了 44 个百分点——地产行业面临的融资形势仍然严峻。（图表 1）

图表 1. 地产融资和非地产融资间的分化拉大



资料来源：万得，中银证券

直到今年 10 月，地产行业因融资紧缩而形成的恶性循环仍未被打破。在 2022 年 5 月 18 日发表的《疫情之外，地产是另一个关键》一文中<sup>[2]</sup>，笔者曾论述过：“如果不能化解地产开发商的系统性信用风险，金融机构和购房者对开发商的信心不能重建，地产行业就很难回归正常状态，反倒可能在恶性循环中越陷越深。”这是为什么近几个月货币政策已经很宽松，利率已经处于低位，地产行业却没能复苏的主要原因。在 10 月数据中，房屋按揭贷款与国债利率走势的背离继续存在，表明行业内的恶性循环尚未打破，行业还未恢复正常。（图表 2）

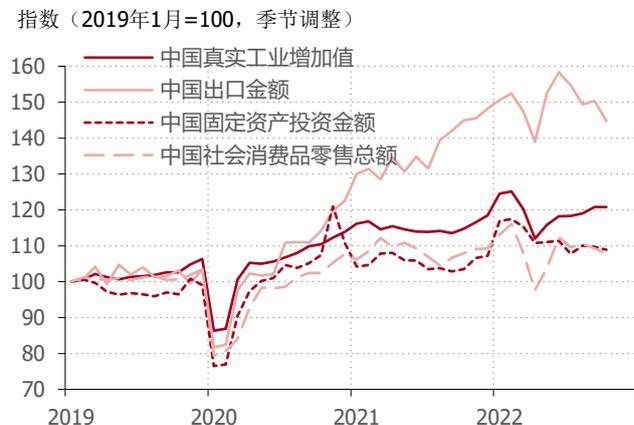
**图表 2. 个人按揭贷款增速与国债利率降幅之间的背离依旧明显**



资料来源: 万得, 中银证券

受地产行业拖累, 再加上出口下滑, 今年 10 月我国经济整体低迷。季节调整之后, 10 月我国出口金额、固定资产投资金额和社会消费品零售总额都小幅低于上月, 仅工业增加值与上月持平。而这四个重要宏观经济指标的绝对水平均低于今年 1 季度, 表明我国经济活动尚未恢复到今年年初的水平。(图表 3)

**图表 3. 我国主要经济指标的绝对水平平均低于 2022 年年初**



资料来源: 万得, 中银证券

在 2022 年 9 月 19 日发表的《更需关注经济中的反常之处》一文中, 笔者还写道:“当前中国经济运行明显偏离过去十多年的运行规律……如果过去的经验不再成立, 经济前景就难以预料, 经济向好的预期就很难形成——这是当前各经济主体‘预期偏弱’的核心原因。”那时的笔者虽然也有些“预期偏弱”, 仍然对宏观政策有期待。在那篇文章中的结尾部分, 笔者写道:“相信在实事求是的路线之下, 宏观政策最终能找到适合经济实际的方向和发力点, 进而把国内经济稳定下来。但要把这种信心变成现实, 还有待宏观政策的恰当施行。在那之前, 市场将继续处在观望之中。”

两个月过去了, 尽管国内经济仍然沿惯性运行在整体偏弱、反常现象不少的轨道上, 但宏观政策已经有了积极变化, 从而给人更强信心。

11月4日，刘鹤副总理在《人民日报》上发表了题为《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》的重要文章（简称《有机结合》）<sup>[3]</sup>。刘副总理可以说是供给侧改革的重要设计者，对包括地产业在内的各行业融资政策有很高话语权。在《有机结合》这篇长文中，刘副总理阐述了“扩大内需”与“深化供给侧结构性改革”的辩证关系。文中，刘副总理说：“在一个较长的历史时期内，保持宏观经济稳定和持续增长，对于全面建设社会主义现代化国家具有重要基础性作用。”相比刘副总理之前的各种表态，文中的这类表述传递出了“稳增长”的更强决心。而将扩大内需与供给侧改革并列，也意味着扩大内需政策不再是短期权益之计，而已变成长期的宏观政策导向。

另据媒体报道，人民银行和银保监会于11月11日联合下发了《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》（以下简称《通知》），推出了16条措施来支持房地产市场平稳健康发展<sup>[4]</sup>。《通知》主要内容有稳定房地产开发贷款、支持个人住房贷款、稳定建筑企业信贷投放、通过各种融资方式来维护开发商和建筑企业的资金链等。

无论是刘副总理的文章，还是人民银行和银保监会推出的16条举措，都是市场等待许久的政策调整之明确信号。这些信号表明，政策已开始着手解决地产融资紧缩这个当前经济运行的主要矛盾。只要找准了主要矛盾，用对了政策，就可以有效改善经济形势。

当然，现在还不能太乐观。近期的政策信号只是开启了中国经济回归正常化的道路。中国经济在这条路上能走多快，最终是否能走通，取决于后续政策的进一步精准调控。

以稳定地产市场的《通知》为例。《通知》的整体思路是“保地产项目”而不是“保地产开发商”。《通知》的第一条明确说：“金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险，在保证债权安全、资金封闭运作的前提下，按照市场化原则满足房地产项目合理融资需求。”注意，这里要满足的是“房地产项目合理融资需求”，而不是“房地产开发商合理融资需求”。这样的举措是否能化解地产开发商的信用风险，打消银行放贷和购房者买房时的疑虑，从而打破地产行业的恶性循环，现在还难下定论。此外，地产开发商在经历了长时间的政策打压之后，其经营信心可能已大受打击。就算融资能恢复，开发商还有多少心气来做地产开发，也需要再观察。

因此，目前只能说中国经济从反常状况向常态回归的路径已经开启，但中国经济在这条正常化之路上能走多快，乃至这条路径终点究竟是过去我们熟悉的“常态”，还是一个“新的常态”，现在还很难讲。对投资者来说，现在虽然可以比几个月前乐观些了，但仍然需要审慎观察形势变化。（完）

---

[1] 徐高，2022年9月19日，《更需关注经济中的反常之处》，[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9429](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9429)。

[2] 徐高，2022年5月18日，《疫情之外，地产是另一个关键》，[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9101](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9101)。

[3] 刘鹤，2022年11月4日，《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》，[http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-11/04/content\\_5724222.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-11/04/content_5724222.htm)。

[4] 搜狐，2022年11月13日，《重磅！央行、银保监会：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（全文）》，[https://www.sohu.com/a/605246522\\_121123903](https://www.sohu.com/a/605246522_121123903)。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371