



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

有效需求不足阻碍经济复苏步伐

2022年11月15日

摘要:

- 10月工业增加值同比增长5.0%，较9月回落1.3个百分点。工业企业产销率为96.6%，较9月上落0.3个百分点；而出口交货值同比增速为2.5%，也较9月回落2.5个百分点；外需已经连续走弱，但内需的转强却一波三折，明显受到有效需求不足的阻碍。
- 从固定资产投资看，基建增速的上升已经难以抵消房地产的下滑，而制造业投资增速受到投资边际效率快速下降的影响。1-9月工业企业利润同比增速为-2.3%，是自2020年以来首次转为负值；而从以金融机构一般性贷款加权平均利润减去PPI同比为代表的实际资金成本看，9月在3%以上，而10月在5%以上。
- 社会消费品零售增速受到边际消费倾向快速下滑的影响。由于青年人的边际消费倾向远高于平均水平，2022年以来青年人的就业状况出现明显恶化导致整体消费信心不足，消费者信心指数处于2001年有记录以来的低位。2022年城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于GDP增速。只有解决城镇居民可支配收入的增长问题，才能解决消费问题。
- 资产价值特别是房地产价值的下滑使城镇居民的流动性偏好明显上升。出于对交易动机、谨慎动机和投机动机的需求，居民逐渐开始收缩资产负债表，更喜欢存款而不喜欢贷款，更喜欢流动性高的股市而不是房产。从2022年以来居民户在中长期贷款中的占比看，2022年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少。
- 由于新冠疫情的反复，对消费中的社会零售、以及服务业的影响很大。10月的服务业生产指数同比为0.1%，较9月回落1.2个百分点；10月社会消费品零售总额实际增速为-2.7%，较9月回落2个百分点。从与房地产相关的消费看，10月建筑及装潢材料类、家具类、以及家用电器和器材类名义增速分别为-8.7%、-6.6%；和-14.1%；这三个行业在15个行业中增速排名均较低，显示房地产的不景气对需求的影响。

一、10月中国工业生产和国内外需求数据全面回落

从2022年10月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的数据看（表1所示），从经过季节调整后的环比数据看，10月数据不仅低于9月，而且低于8月；而从同比看，10月工业增加值同比增长5.0%，较9月回落1.3个百分点；10月社会消费品零售总额同比名义增长-0.5%，较9月回落3个百分点；实际增长-2.7%，较9月回落2个百分点；10月出口同比增长-0.3%，较9月回落6个百分点。固定资产投资中，1-10月基建投资表现最强，同比增速8.7%，较1-9回升0.3个百分点；而制造业投资表现居中，1-10月同比增速为9.7%，较1-9月低0.4个百分点；而房地产投资表现最差，1-10月同比增速为-8.8%，较1-9月低0.8个百分点。

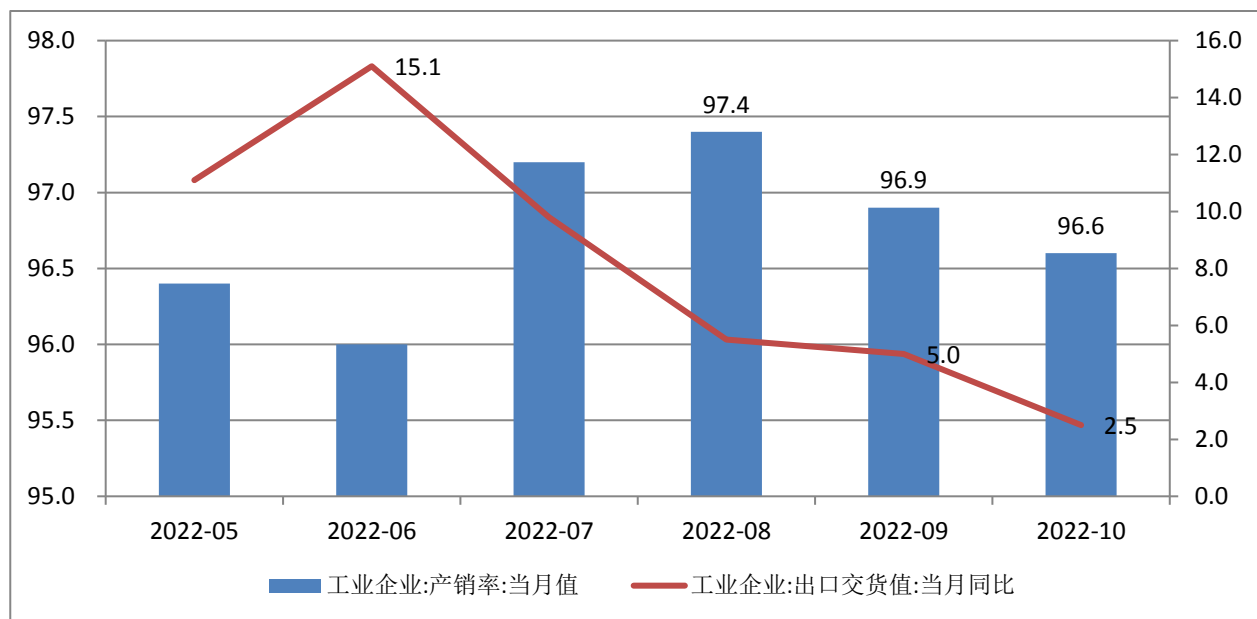
表1 今年8-10月生产、零售、投资和进出口数据一览表

| | 同比 (%) | | | 季调环比 (%) | | |
|---------------|--------|------|------|----------|------|-------|
| | 8月 | 9月 | 10月 | 8月 | 9月 | 10月 |
| 工业增加值（实际） | 4.2 | 6.3 | 5.0 | 0.39 | 0.84 | 0.33 |
| 社会消费品零售总额（名义） | 5.4 | 2.5 | -0.5 | -0.29 | 0.14 | -0.68 |
| 社会消费品零售总额（实际） | 2.2 | -0.7 | -2.7 | | | |
| 固定资产投资（累计） | 5.8 | 5.9 | 5.8 | 0.36 | 0.48 | 0.12 |
| 其中：房地产 | -7.4 | -8.0 | -8.8 | | | |
| 基建（不含电力） | 8.3 | 8.6 | 8.7 | | | |
| 制造业 | 10.0 | 10.1 | 9.7 | | | |
| 进出口增速（美元） | | | | | | |
| 其中：出口增速 | 7.1 | 5.7 | -0.3 | | | |
| 进口增速 | 0.3 | 0.3 | -0.7 | | | |
| 贸易顺差（亿美元） | 794 | 847 | 852 | | | |

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

而从工业企业产销率看，10月为96.6%，较9月上落0.3个百分点；而出口交货值同比增速为2.5%，也较9月回落2.5个百分点。工业企业产销率和出口交货值增速的同步回落，反映10月国内外需求均较9月又有所恶化。

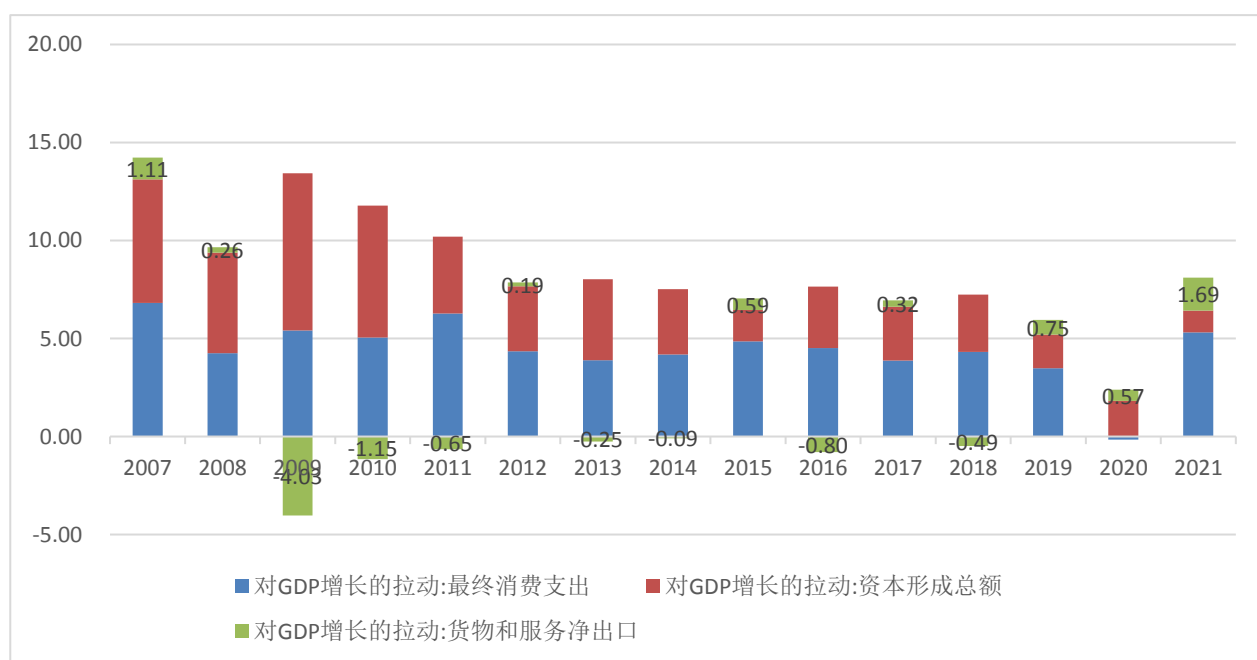
图1 10月工业企业产销率和出口交货值增速均较9月有所回落



资料来源: WIND 第一创业整理

工业企业出口交货值同比增速的回落,与出口增速的回落相一致。由于外需的走弱,出口增速从6月的17.4%回落到10月的-0.3%;而过去三年,由于新冠疫情的影响,中国出口对GDP的拉动处于历史较高水平(如图2所示),贡献率分别达到12.6%、25.3%和20.9%。

图2 过去三年净出口对GDP的拉动处于历史较高水平



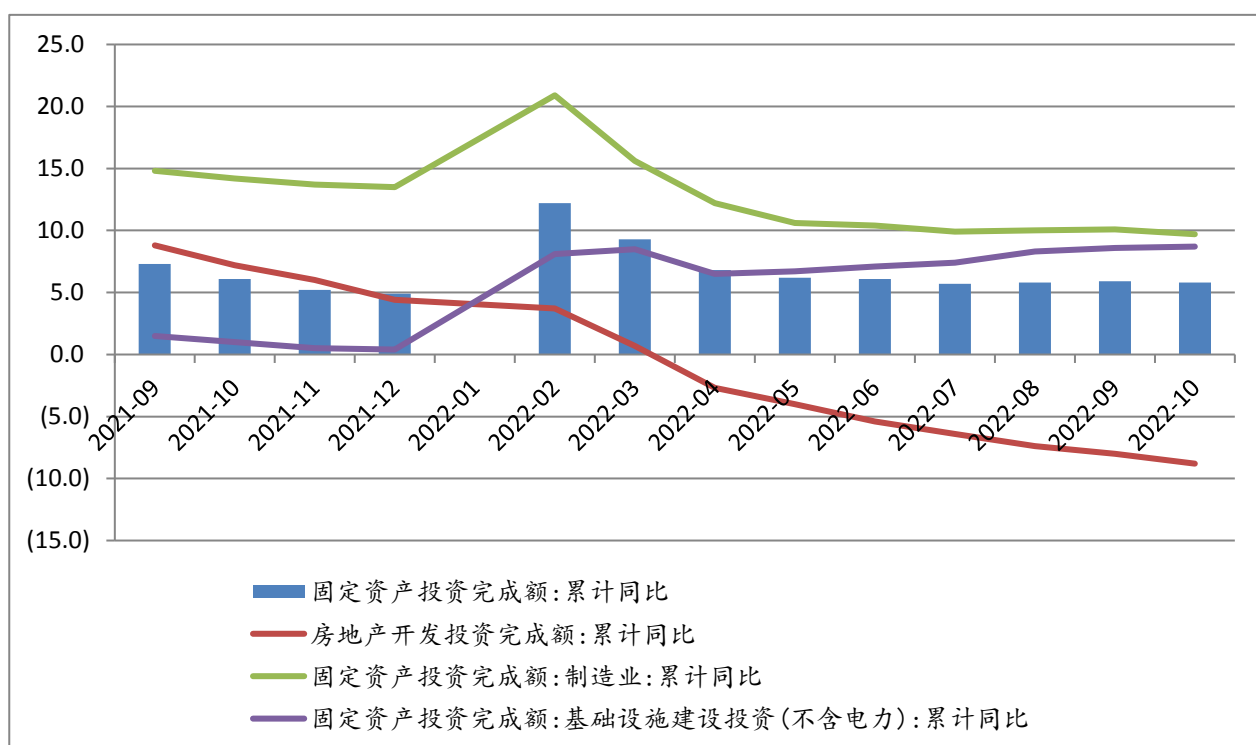
资料来源: WIND 第一创业整理

对于一个大国经济而言，净出口不仅受世界经济的影响，而且受国内经济的影响更大。从图 2 中 2007 年以来的经验看，净出口走弱对应着内需的转强，这是因为自次贷危机以来，中国的经济周期明显领先于世界经济，世界经济走弱时国内经济刚好转强。但从今年的情况看，外需已经连续走弱，但内需的转强却一波三折，明显受到有效需求不足的阻碍。

二、凯恩斯关于有效需求不足三大原因的基本理论仍然起作用

首先，1-10 月制造业投资增速受到投资边际效率快速下降的影响。图 3 所示，从 1-10 月固定资产投资同比增速为 5.8%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点。从各分类看，表现最差的仍是房地产投资，一如既往地走弱，1-10 月同比增速下滑 0.8 个百分点，而基建投资同比增速只上升 0.3 个百分点。基建的上升已经难以抵消房地产的下滑，这里制造业投资的走向就显得更为关键了。

图 3 1-10 月固定资产投资下滑受到制造业投资的影响最大



资料来源: WIND 第一创业整理

而图 4 显示，影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，1-9 月工业企业利润同比增速为 -2.3%，是自 2020 年以来首次转为负值，下滑趋势十分明显；而从资金成本看，由于 10 月 PPI 同比也是自 2021 年以来首次转为负值，为 -1.3%，较 9 月 0.9% 下滑 2.2 个百分点，导致以金融机构一般性贷款加权平均利润减去 PPI 同比为代表的实际资金成本的快

速上升，9月在3%以上，而10月在5%以上。考虑到工业企业利润转为负值，制造业投资同比增速的下滑，明显受到投资边际效率快速下降的影响。

图4 1-10月制造业投资增速下滑受实际资金成本和企业利润两方面影响



资料来源: WIND 第一创业整理

其次，10月社会消费品零售增速受到边际消费倾向快速下滑的影响。从就业情况看，10月城镇调查失业率为5.5%，与上月持平；其中，16-24岁人口的城镇调查失业率，10月为17.9%，也与上月持平，但仍远高于疫情前水平(2020年1月为12.5%)。由于新冠疫情的持续影响，我国目前青年人的就业状况出现明显恶化；由于青年人的消费倾向远高于平均水平，导致整体消费信心不足，9月消费者信心指数只有87.2，明显低于疫情前的水平(2020年1月为126.4)，处于2001年有记录以来的低位。显然，青年人城镇调查失业率的上升(如图5所示)，会恶化城镇居民的收入预期和消费能力，对消费信心的恢复很不利。因此，只有解决城镇居民的就业问题，才能从根本上解决消费后劲不足问题。

从居民收入情况看，边际消费倾向快速下滑使消费的增长赶不上收入的增长，其结果往往是消费需求的不足。如图6所示，2022年前三季度，城镇居民人均可支配收入名义增长4.3%，实际增长2.3%，明显低于3.0%的GDP增速。从居民消费支出情况看，城镇居民名义增长1.8%，实际增长-0.2%，城市人均消费支出增速要远低于可支配收入增速，反映消费意愿的不足；而在2021年，城市消费支出增速要高于收入增速。不过，2021年只是特例，从2019和2020年的情况看，城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于GDP增速。可见，消费是收入的函数，可支配收入和消费之间，存在着稳定的关系，只有解决城镇居民可支配收入的增长问题，才能解决消费问题。

图5 16-24岁城镇调查失业率的上升使消费者信心指数处于历史低位

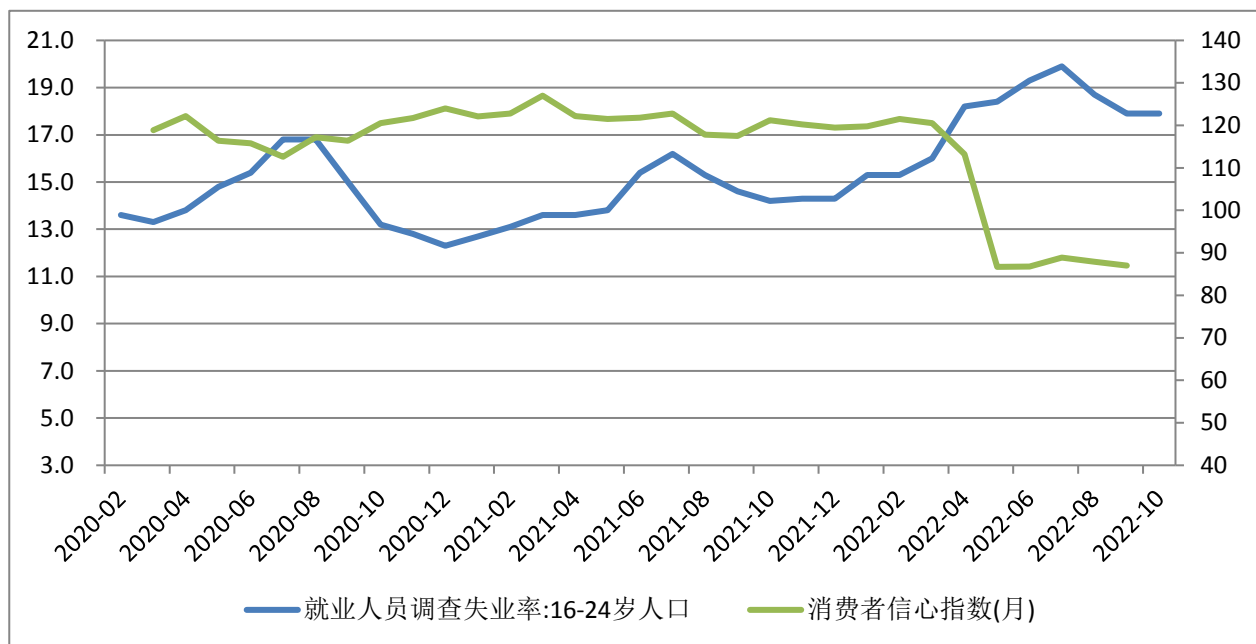
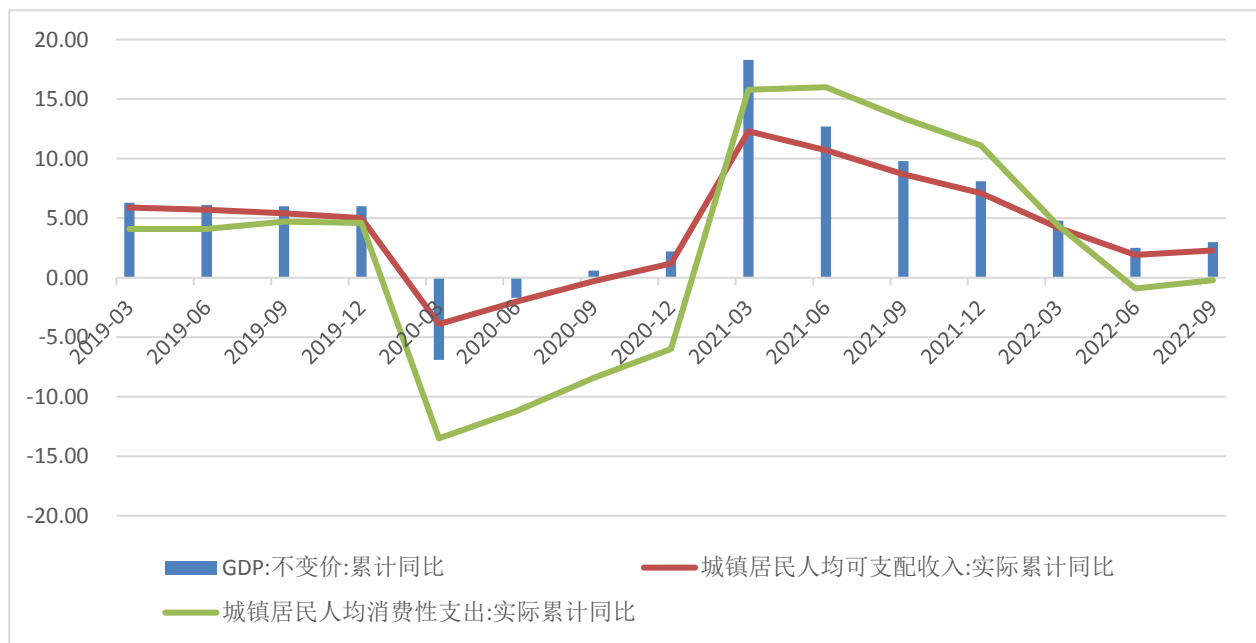


图6 2019年以来城镇居民收入和消费增速与GDP增速的对比

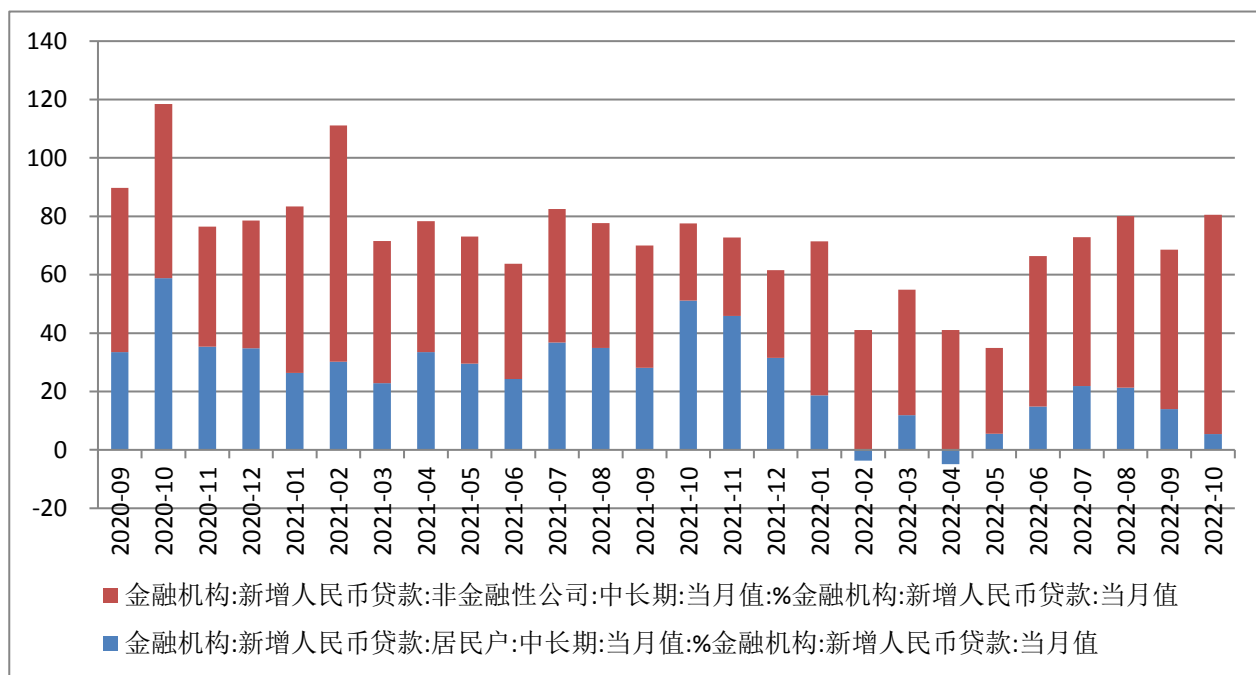


资料来源: WIND 第一创业整理

最后,资产价值特别是房地产价值的下滑使城镇居民的流动性偏好明显上升。近年来,房地产市场景气不断下滑,房地产价格下滑且变现难度增加,而房地产又是城镇居民最重要的资产。出于对交易动机、谨慎动机和投机动机的需求,人们出于对未来收入的担心,逐渐开始收缩资产负债表,更喜欢存款而不喜欢贷款,

更喜欢流动性高的股市而不是房产。从 2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比看，2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少（图 7 所示），10 月居民新增中长期贷款 332 亿元，较去年同期少增 3889 亿元；企业中长期贷款 4623 亿元，较去年同期多增 2433 亿元。从信贷数据也可以看出，居民对中长期信贷的需求远低于企业，由于居民中长期贷款主要投资于房产，因而而中长期贷款对居民负债率和资产流动性的影响肯定是最大的。

图 7 2022 年以来居民户在中长期贷款中的占比急剧减少



资料来源：WIND 第一创业整理

三、新冠疫情和房地产下行周期对有效需求的进一步影响

由于新冠疫情的反复，对消费中的社会零售、以及服务业的影响很大。如图 8 所示，8-10 月全国新冠肺炎新增确诊病例数分别为 13856 例、7172 例和 9885 例，特别是 11 月以来全面新增确诊病例数快速上升，居民出行受到限制，对服务业的影响非常大。10 月的服务业生产指数同比为 0.1%，较 9 月回落 1.2 个百分点；10 月社会消费品零售总额实际增速为-2.7%，较 9 月回落 2 个百分点。

从社会消费品零售总额名义增速看，10 月为-0.5%，较 9 月回落 3 个百分点。其中，除汽车以外的社会消费品零售总额名义增速为-0.9%，较 9 月回落 2.1 个百分点。具体从限额以上单位分行业增速看（图 9 所示），10 月 15 个行业中只有 5 个行业为正，只占三分之一；而多达 10 个行业为负，占到三分之二。10 月名义同比增速为正的行业包括：中西药类（8.9%）、粮油仪器类（8.3%）、饮料类（4.1%）、

汽车类 (3.9%) 和石油制品类 (0.9%)。可见, 全部为必需消费品行业, 其中汽车作为代步工具, 随着居民收入水平的提高, 已经成为必需品。

图 8 全国新增新冠病例数对服务业和零售业均有较大影响

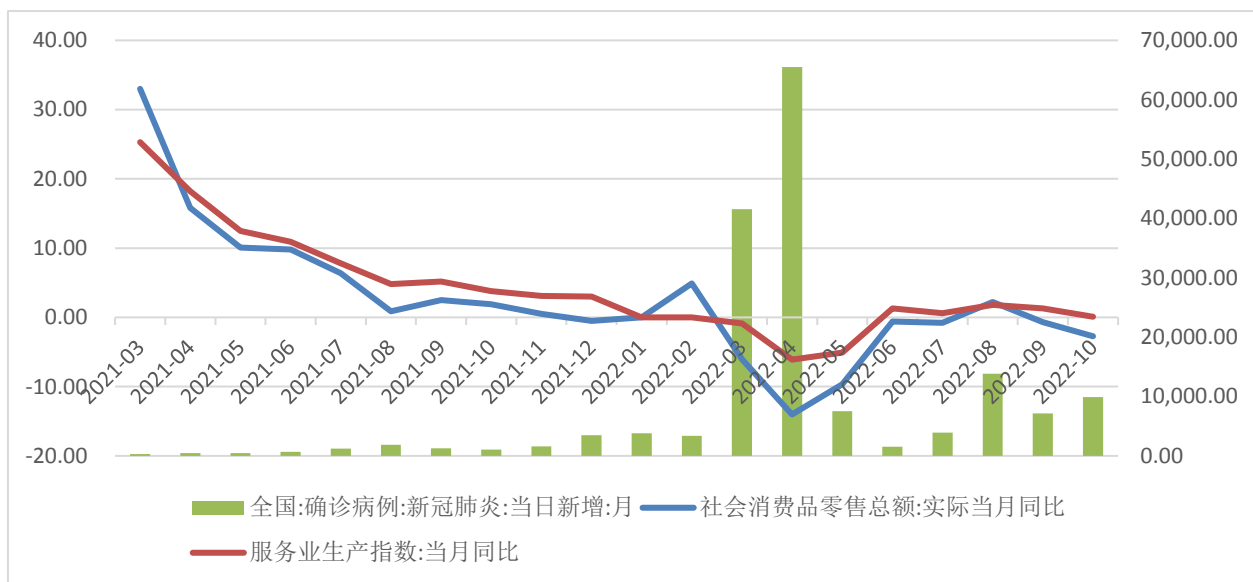
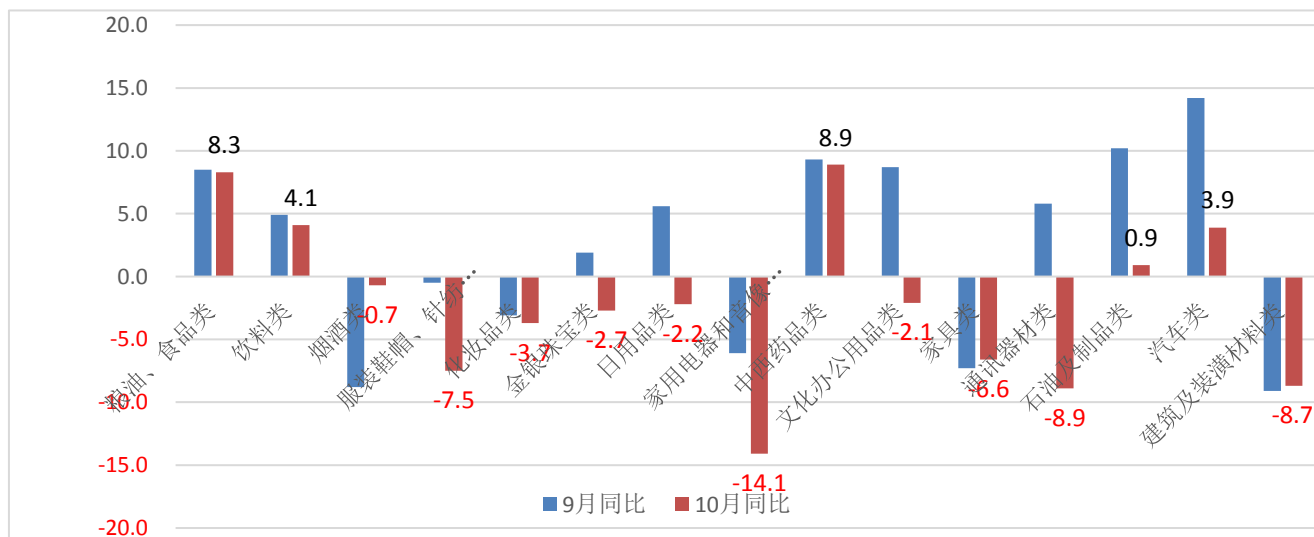


图 9 9-10 月各行业社会消费品零售总额名义增速的变化



资料来源: WIND 第一创业整理

而从与房地产相关的消费看 (图 10 所示), 8-10 月建筑及装潢材料类的名义增速分别为 -9.1%、-8.1% 和 -8.7%; 8-10 月家具类名义增速分别为 -8.3%、-7.3% 和 -6.6%; 8-10 月家用电器和器材类名义增速为 3.4%、-6.1% 和 -14.1%; 这三个行业 10 月在 15 个行业中名义同比增速排名均较低。由此可以看出, 房地产业的低迷状况仍在持续, 8-10 月国房景气指数分别为 95.07、94.86 和 94.7, 由于房地产的产业链较长, 对内需的影响是显而易见的。

图 10 8-10 月与房地产相关消费的低迷突显房地产业的不景气

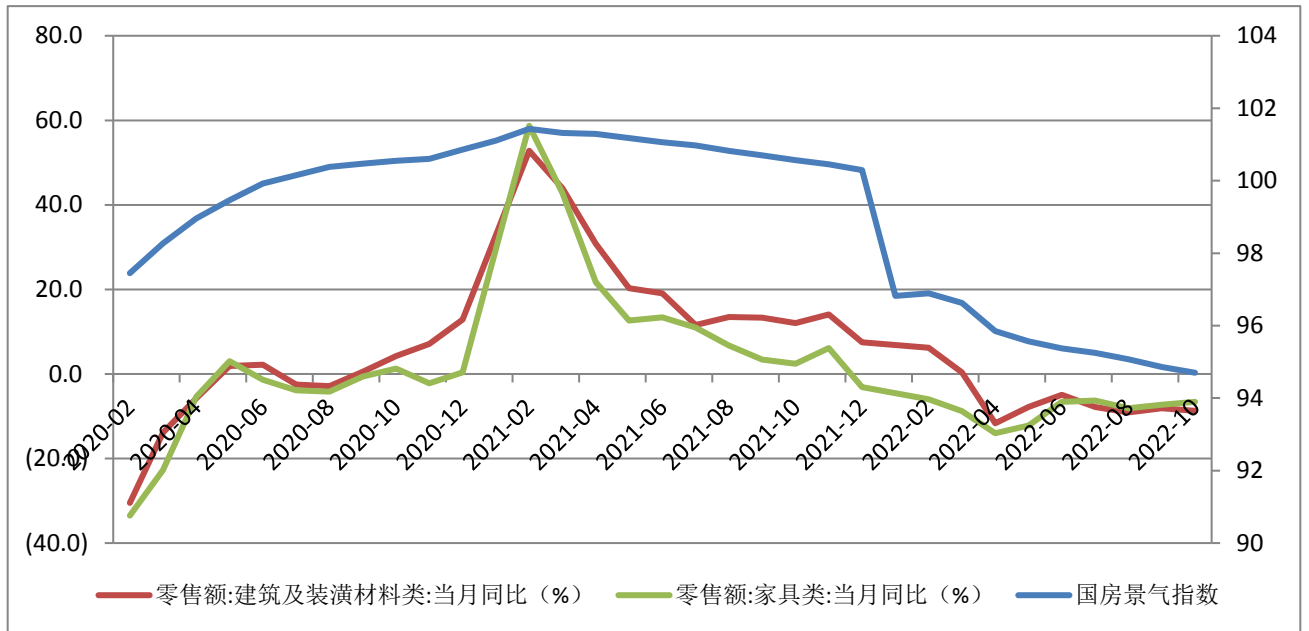
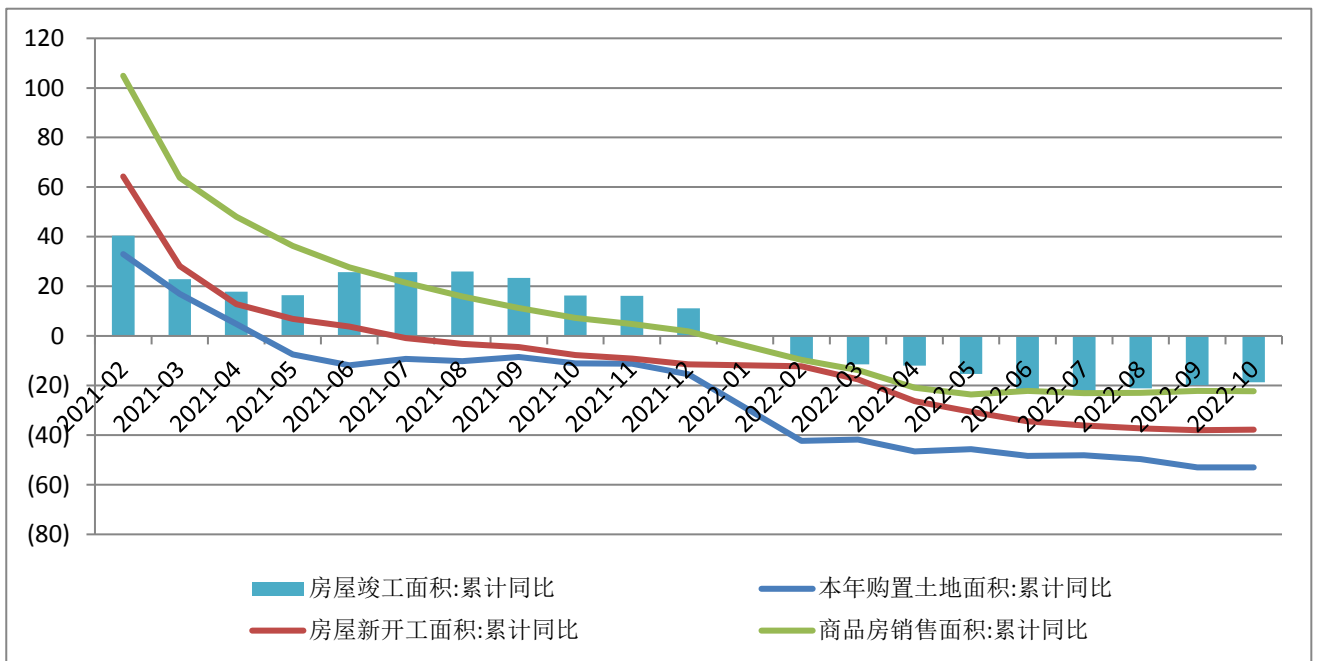


图 11 1-10 月房地产新开工和房屋竣工面积同比增速有企稳迹象



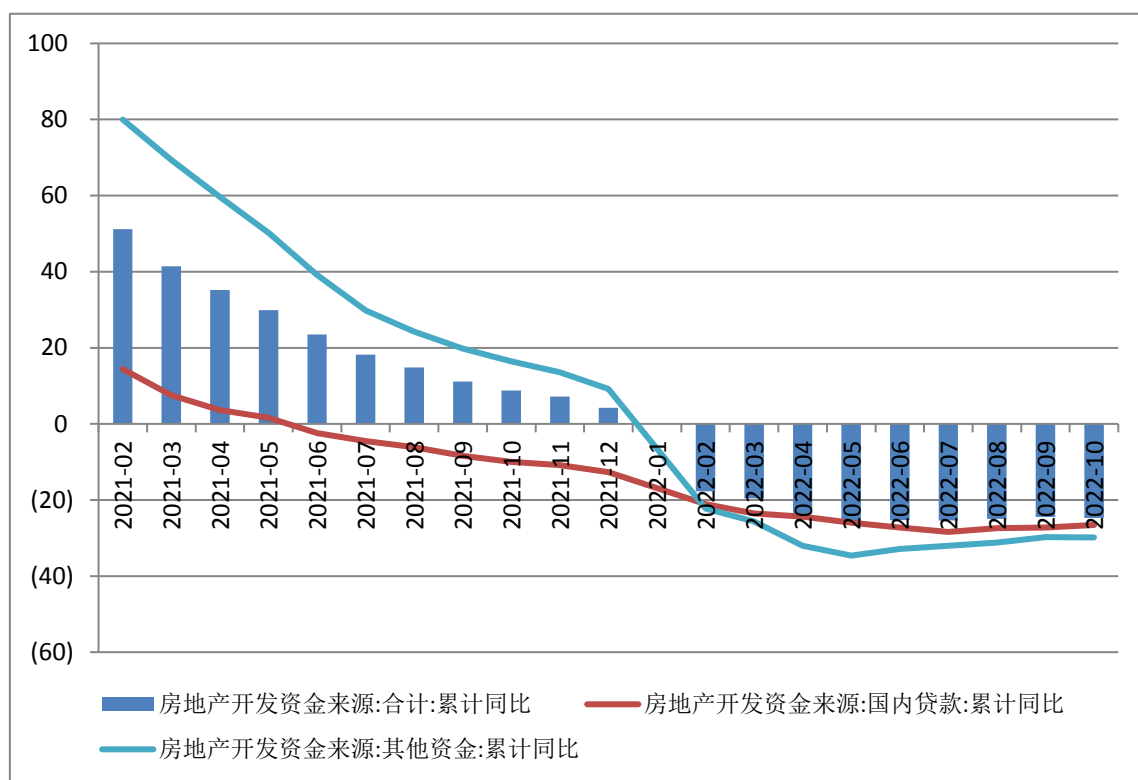
资料来源: WIND 第一创业整理

而从 10 月房地产具体数据看, 图 11 所示, 从 1-10 月的房屋新开工同比增速为-27.8%, 较上月回升 0.2 个百分点; 竣工面积同比增速为-18.7%, 较上月回升 1.2 个百分点; 房屋销售面积同比增速为-22.3%, 较上月回落 0.1 个百分点; 房屋施工面积同比增速为-5.7%, 较上月回落 0.4 个百分点。可见, 1-10 月房地产

新开工和房屋竣工面积同比增速有企稳迹象，但这种改善仍需进一步观察。从与房地产相关的建筑及装潢材料类和家具类零售同比增速看，这种改善只是下跌速度放缓而已，房地产产业的低迷状况仍在持续。

而从房地产资金来源看（图 12 所示），1-10 月房地产开发资金来源同比增速为-24.7%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；其中，其它资金来源同比增速为-29.9%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点；国内贷款同比增速为-26.6%，较 1-9 月回升 0.6 个百分点。昨天，央行和银保监会联合发布的《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》（银发〔2022〕254 号，下称“254 号文”），随着楼市金融十六条的实施，房地产融资状态将会进一步好转。

图 12 1-10 月房地产资金来源中银行信贷增速有所改善



资料来源：WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135