

宏观

证券研究报告

2022年12月16日

经济的黎明之前

11月经济数据是对此前PMI数据和金融数据探底的再确认。重要的是，在国内疫情政策进一步优化的情况下，疫情对经济的中长期冲击正在迅速转变为短期冲击，市场逐渐将目光转向了本轮疫情后的经济修复情况上。

具体到与疫后复苏最相关的三个经济方向，分别是地产、消费、工业生产。

第一，地产持续下行既拖累了当前经济，也制约了疫后经济修复的高度。

第二，消费尚处于黎明之前，正式修复或要等到疫情高峰过后。

第三，关注工业生产可能面临的短期压力。

风险提示：国内后续疫情演变对经济的冲击超预期；地产的下行压力超预期；消费修复低于预期

作者

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

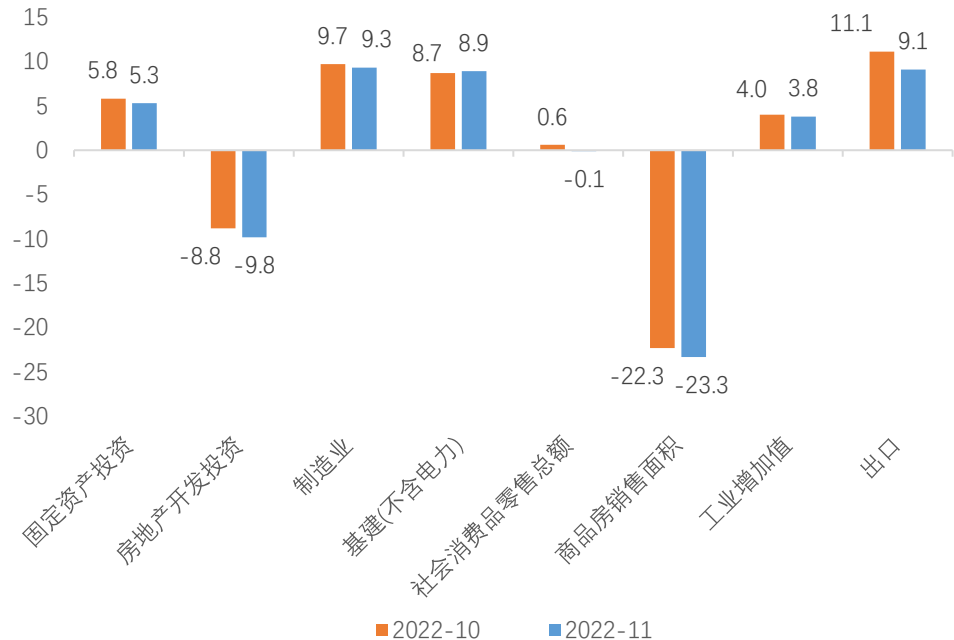
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：对直觉的背离——2023年房地产市场展望》 2022-12-10
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”-12月第2周资产配置报告》 2022-12-09
- 3 《宏观报告：向内生动能要增长-12月政治局会议解读》 2022-12-08

11月在国内疫情反复、外需回落的背景下，市场对经济数据偏弱已有预期。除基建投资增速上行外，其他数据同比增速均有所回落，如在资金压力下，地产投资累计增速下行至-9.8%，并带动固投累计增速下滑0.5个百分点至5.3%；社零消费当月增速-5.9%，带动累计增速由正转负至-0.1%；工业增加值当月同比从10月的5%下滑至2.2%。但是制造业投资依然保持高增长的韧性，在高新技术制造业（累计同比23%）的带动下，累计增速仅略比10月下滑0.4个百分点至9.3%。

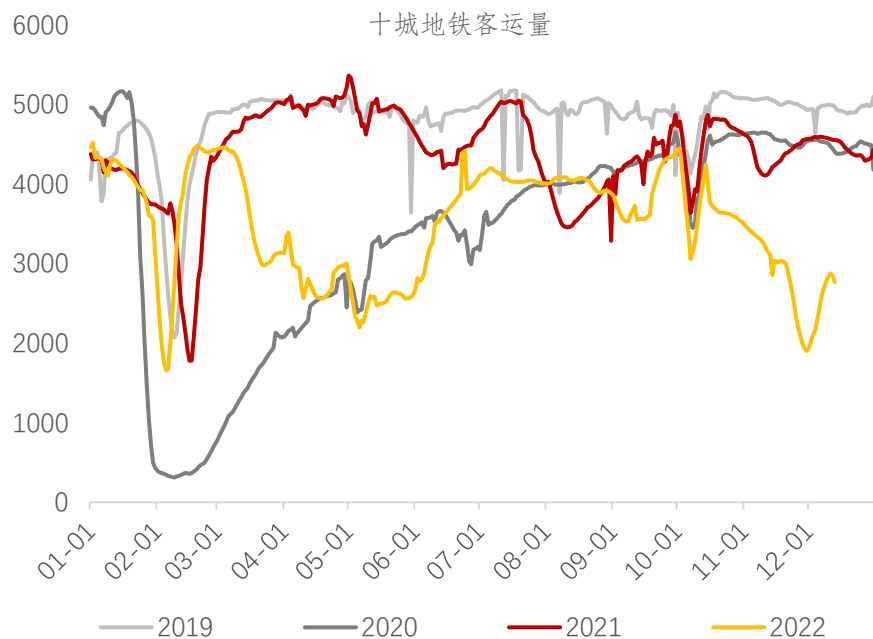
图1：经济数据累计同比数据（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

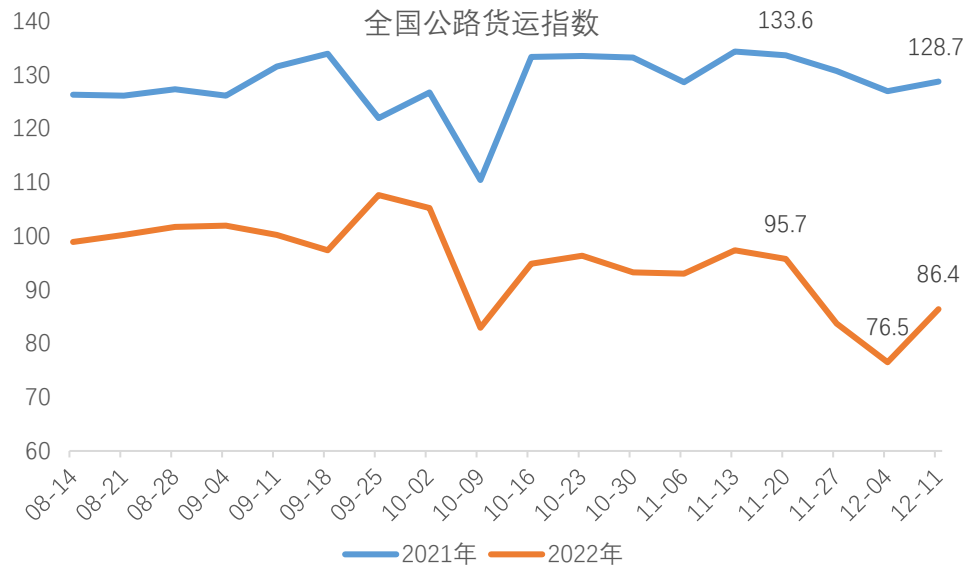
11月经济数据是对此前PMI数据和金融数据探底的再确认。更重要的是，在国内疫情政策进一步优化的情况下，疫情对经济的中长期冲击正在迅速转变为短期冲击，市场逐渐将目光转向了本轮疫情后的经济修复情况上。高频数据也显示随着国内各地防疫政策的优化，目前居民出行（地铁客运量）、物流（全国公路货运指数）等数据相比于11月末有所好转。这也意味着经济数据所显示的后续经济趋势更值得关注。

图2：居民出行已经有所好转（单位：万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：物流数据有所回升



资料来源：G7，天风证券研究所

具体到与疫后复苏最相关的三个经济方向，分别是地产、消费、工业生产。

第一，地产持续下行既拖累了当前经济，也制约了疫后经济修复的高度。

11月受疫情等因素影响，地产销售仍处于下行磨底阶段（累计同比-23.3%，前值-22.3%），融资端未见明显改善（到位资金累计同比下降25.7%，前值-24.7%），地产投资进一步下行（累计同比-9.8%，前值-8.8%）。

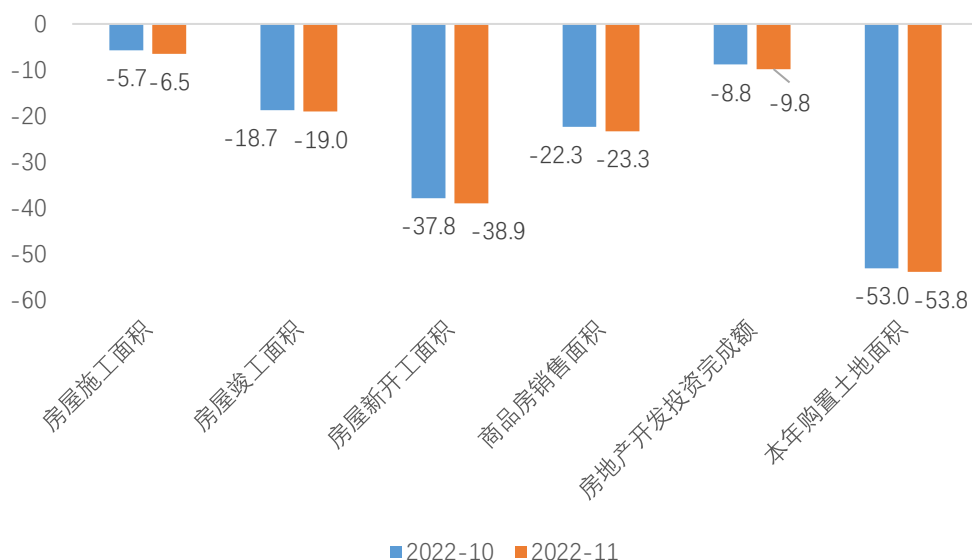
11月以来尽管“第二支箭”、“金融16条”、“第三支箭”等供给侧政策频出，但政策能够支持的范围相对较小（详见《地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》），11月房企外部融资与销售回款继续承压，国内贷款累计同比-26.9%，销售回款累计同比-31.3%。

在资金压力下，除拿地和新开工持续偏弱外，房企施工和竣工端也难以得到保障，11月施工和竣工累计同比增速进一步回落至-6.5%和-19%。同时，10月房企的施工强度（单位施工面积的建安类支出）也明显低于往年同期。受房地产投资下滑影响，11月固定资产投资同比增速继续回落。

地产资金端的改善尚需时日，而需求端已进入了长周期回落，预计明年房企的前端投资大概率继续偏弱，土地购置费可能出现-33%左右的下跌。在中性假设下，我们预计2023年房地产开发投资完成额增速可能进一步下滑至-11%。（详见《2023年房地产市场展望-对直觉的背离》）

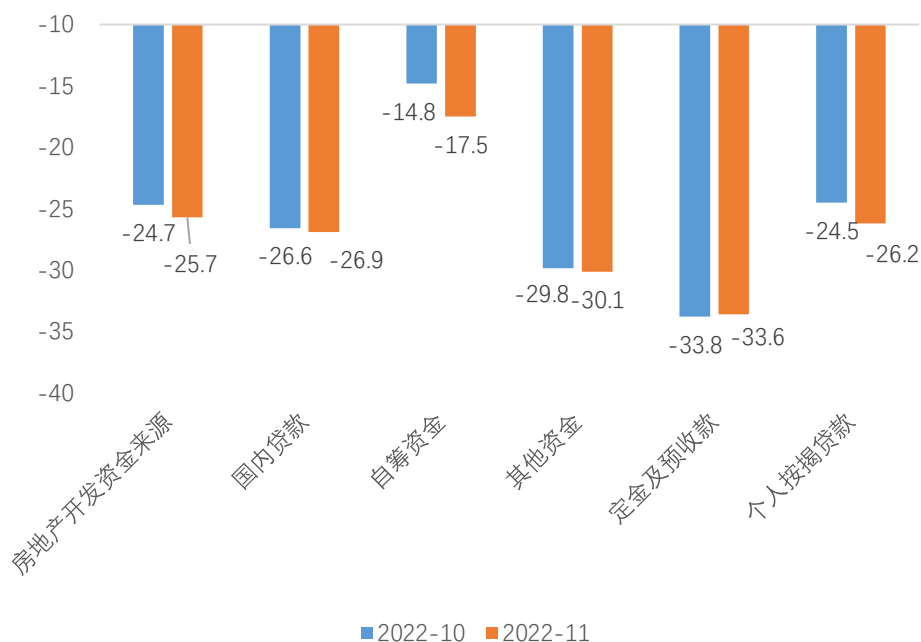
偏弱的地产投资也制约着疫情后经济修复的高度，我们预计明年国内经济只是短周期见底而非新一轮的周期开启。另外，经历了一年多的下滑后，经济也逐渐表现出了“去地产化”的特征，例如房地产投资占固定资产投资的比重从2021年11月的27.8%回落至2022年11月的23.8%，占比回落意味着地产对经济的拖累持续下降。

图 4：地产投资分项（累计同比，单位：%）



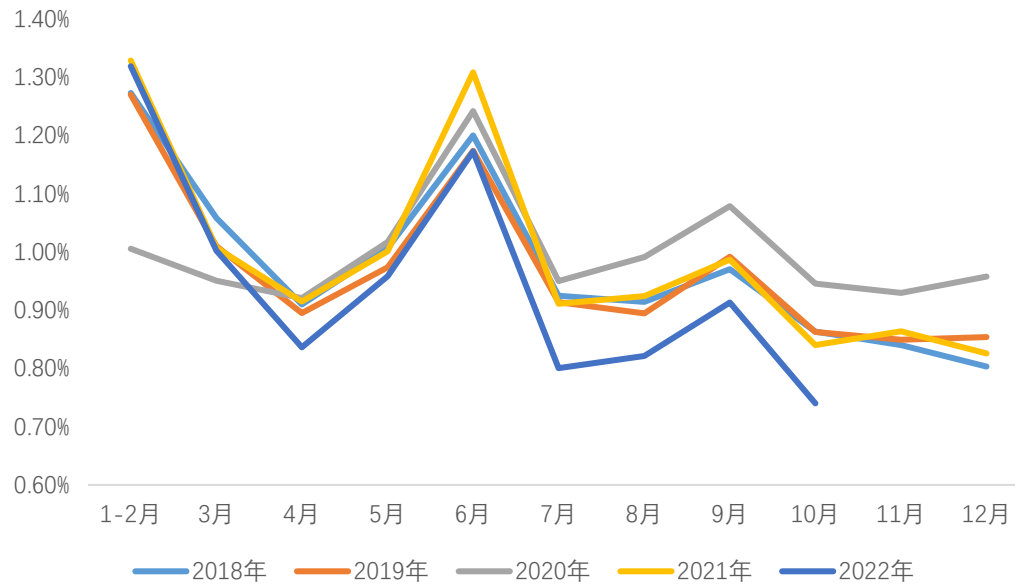
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 地产融资端的改善还需要时间 (累计同比, 单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 房企施工强度低于往年季节性



资料来源：wind，天风证券研究所（注：当月施工强度=（房地产建筑工程+安装工程+设备工具支出）/施工面积，用于表示当月单位施工面积的建安资金投入）

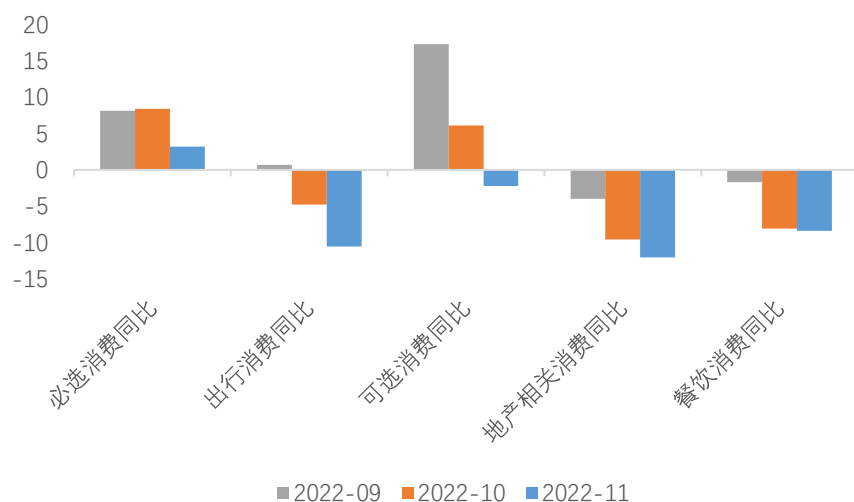
第二，消费尚处于黎明之前，正式修复或要等到本轮疫情高峰过后。

11月社零同比增速相比于10月下滑5.4个百分点至-5.9%。消费偏弱有几个原因：一是疫情反弹导致的消费场景缺失，居民消费意愿下降，11月餐饮、出行等消费明显下行，餐饮收入同比-8.4%，服装、鞋帽、针纺织品类同比-15.6%。但居民囤药需求或有上行，11月中西药品类同比8.3%，在分项中表现突出。

二是消费能力和收入预期偏弱，11月居民各项消费支出均有所回落，其中可选消费下滑明显。受疫情等因素影响，11月全国城镇调查失业率为5.7%，比上月上升0.2个百分点；25-59岁劳动力调查失业率为5.0%，比上月上升0.3个百分点，失业率持续上行对应于居民消费全面承压。

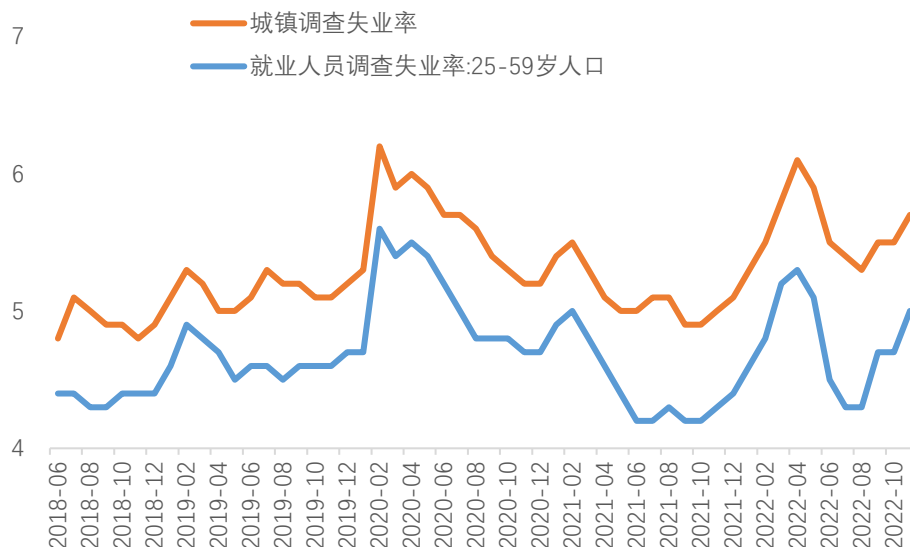
三是地产后周期消费的持续拖累，在地产销售持续低迷的情况下，11月地产类商品零售乏力，家用电器和音像器材类同比-17.3%，建筑及装潢材料类同比-10%，家具类同比-4%。

图7：零售的分项数据（单位：%）



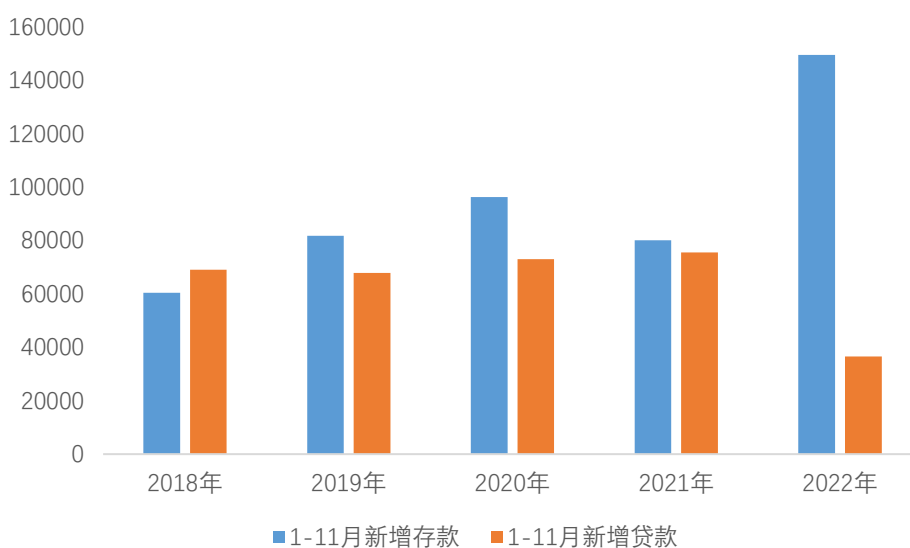
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：居民失业率上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：居民存款高增而贷款低增（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

往后看，国内消费短期或将继续承压。随着国内疫情防控力度放松，国内正处于疫情快速上行期，春节大规模的人口流动或推动国内本轮疫情达到峰值。钟南山院士团队此前也表示本轮疫情每天感染人数的峰值会在 2023 年的 1 月底至 2 月出现。¹

根据海外地区经验，在第一轮奥密克戎疫情上升期，受居民出行意愿弱、线下消费场景缺失等因素影响，消费往往会面临下行压力，比如今年 2-3 月，中国香港零售业总销货价值指数同比增速为-14.6%、-13.79%；日本零售业商业销售额同比增速为-0.9%、0.7%（详见《消费的黎明之前》）。对应国内今年 12 月至明年初的消费依旧面临下行压力。如今年双十二全国邮政快递揽收量为 4.53 亿件²，低于 2021 年，2021 年双十二邮政快递企业揽收量为 4.6 亿件，同比增长超 20%³，19 年同比增长达 24.6%⁴。

¹ https://m.gmw.cn/toutiao/2022-12/11/content_1303220694.htm

² <https://mp.weixin.qq.com/s/ydblR7xzMuR9A0RWgtvbw>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/9lhpgVri-3nVsmZQCXRQRA>

消费的修复或需要等到明年 2 月之后，彼时随着疫情的冲击高峰过去，叠加部分超额存款释放，明年消费有望逐渐回暖。但是海外经验显示消费的修复速度和最终恢复的程度与经济密切相关，在经济大概率仅是弱复苏的情况下（明年地产拖累、出口上半年或继续承压），消费的修复或需要政策的进一步帮扶，两年平均同比增速能否修复至 2021 年上半年水平有待进一步观察。

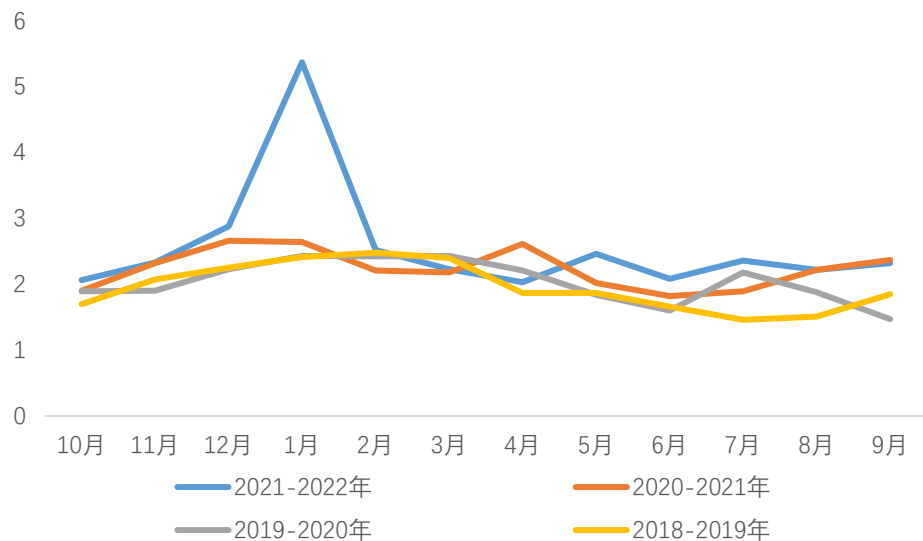
第三，关注工业生产可能面临的短期压力。

11 月工业增加值同比增速下滑 2.8 个百分点至 2.2%，其中高技术制造业生产从 10.6% 快速下滑至 2%，制造业生产从 5.2% 下滑至 2%。11 月工业增加值增速回落，既有内外需走弱导致的生产下降，如服装销售疲软对应了纺织业同比下滑 4.7%，可能也与疫情冲击下国内产业链和供应链承压有关。

11 月国内疫情分化，各地的疫情和管控力度并不一致。分化的疫情和管控措施导致 11 月国内物流承压，如 G7 数据显示受疫情影响，多地道路交通不畅，全国公路货运指数从 11 月初的 93 以上，快速下滑至 12 月初的 76.5⁵。供应链不畅可能也导致了国内生产端承压。不过 12 月随着“新十条”的落地，国内物流情况已经有所好转（见图 3）。

后续需要关注在疫情冲击下，短期大规模的人群感染可能会对国内正常的生产造成短期扰动。如美国数据显示在 2022 年年初因为健康导致的缺勤人数明显的跳升，同期美国奥密克戎感染人数再创新高，1 月新冠肺炎确诊病例超 2000 万人次。

图 10：美国因健康问题导致的工作缺勤（单位：%）



资料来源：CDC，天风证券研究所

不过从海外经验来看，相比于消费，工业生产在第一轮奥密克戎疫情受到的压力更小，并且我们的实证研究发现奥密克戎对劳动参与率的影响较低（详见《谁是劳动力下降的元凶》），奥密克戎感染率上升对于工业生产没有显著的中长期影响。另外，1 月正处于春节假期的生产淡季，疫情对生产的短期冲击从全年维度来看更加轻微。

需要额外警惕的是，在供应端短期承压的情况下，商品价格特别是必需品价格可能会出现短期冲高，如极端情况下，今年 4-5 月份上海 CPI 同比从 1-3 月均值的 1.77% 上行至 4.3% 和 4.6%。

总的来说，目前国内经济或将面临 2020 年以来的新一轮大规模疫情冲击，地产乏力、消费承压的格局短期延续，而疫情之后经济的修复则是未来的曙光。

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/RV3uctHXUd1EQHDKgeB7Qw>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/7MxLzLAgyPMRxsUx3r2wQQ>

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