

为什么经济拐点或就在当下？

——中国经济如何走向复苏（三）

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

内容提要：

针对市场关于库存推动三季度经济企稳且后继乏力的观点和对近期经济数据反复的担忧，我们重申经济拐点或就在当下。首先，研究表明库存是经济滞后指标，在三季度库存回补之前，终端需求应该已经有所企稳。其次，尽管短期经济指标有好有坏，最重要的经济领先指标社融已持续回升。最后，10月地产超预期下滑或对短期经济构成一些扰动，但是我们认为这种幅度的下滑不可持续。我们继续维持地产以外总需求分项正在以“量变引发质变”的方式对冲地产的下行，并推动经济复苏的观点。

核心观点：

中国经济是否已经到达复苏拐点仍有争议。我们在《是时候强烈看多中国经济——中国经济如何走向复苏（二）》中提出，伴随着地产以外总需求分项的持续扩张和其占GDP比重的上升，积极因素正在以“量变引发质变”的方式对冲地产下行；地产虽然下行，但是三季度中国经济已经超预期复苏，或说明这一拐点正在到来。有观点则质疑，三季度经济企稳或主要与库存回升有关；而近期包括物价等经济数据走弱，或说明未来经济仍有下行压力，且地产可能持续起到拖累作用。

库存是经济滞后指标，终端需求一般先于库存回升企稳。我们对历史的回顾表明，工业产成品库存是发电量和工业增加值的滞后指标。有关库存周期的理论也表明，在进入主动加库存阶段之前，先有被动去库存。这意味着即使三季度中国经济企稳有库存投资的贡献，但在库存上升之前，终端需求就已经回升，那些地产以外的终端需求因素已然可以对冲地产投资的下行。

经济领先指标改善。10月以来经济指标确实有所反复，包括物价等一些指标表现低迷。但是，最重要的经济领先指标社融存量已经连续四个月环比回升。有观点质疑社融中除了政府债券以外的其他分项表现欠佳，特别是企业信贷需求。我们则认为需要在财政“转杠杆”的背景下理解金融数据。“隐债置换”影响了融资平台的融资需求——是企业信贷需求很重要的一部分，而中央政府加杠杆则形成对冲。因此，对金融数据而言，需要关注的是社融整体的增长。实际上，制造业部门的信贷增速仍处于高位。

地产拖累短期经济，但不可持续。10月以来经济数据偏弱可能也受到地产投资超预期加速下行的影响。但是我们认为单月超过3%的环比下行不可持续，实际上，地产的加速下行或已引发了政策调整。我们的测算显示，地产投资占GDP的比重已经由顶峰时期的超过10%下降到当前的约6.8%，未来可能还会继续下降。叠加稳增长政策的推出，我们认为，投资者无需过度担忧地产投资打断正在出现的经济复苏。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

相关报告

- 1、《10年期美债破5%，70时代会重演吗？：——美国国债近期波动的复盘和研究》2023.10.27
- 2、《是时候强烈看多中国经济了：——中国经济如何走向复苏（二）》2023.10.27

正文目录

1. 引言	3
2. 补库存的需求难以解释三季度经济企稳	4
3. 经济领先指标已然回升	5
4. 地产投资对经济的拖累或持续下降	8
5. 风险提示	10

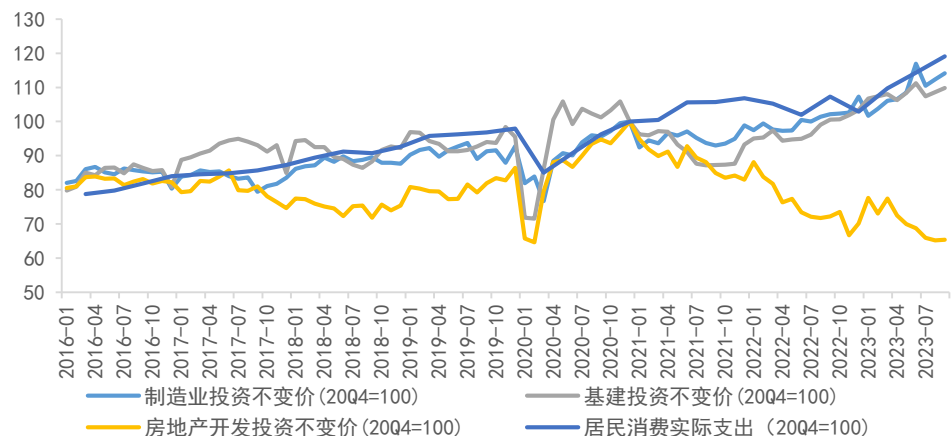
图表目录

图表 1: 一些主要需求分项的定基指数 (20Q4=100)	3
图表 2: 中国发电量同比领先工业产成品库存同比增速	4
图表 3: 社融同比和环比季调年化趋势增速	5
图表 4: 在政府债券之外社融存量同比表现平淡	6
图表 5: 企业中长期融资存量同比增速下滑	6
图表 6: 房地产企业贷款余额同比	7
图表 7: 地方融资平台债券余额同比增速	7
图表 8: 本外部工业企业中长期贷款和人民币制造业中长期贷款同比增速	8
图表 9: 固定资产投资-房地产业、房地产开发投资的四年同比差距扩大	9
图表 10: 单月房地产固定资产投资 (亿元)	9
图表 11: 房地产固定资本形成占中国固定资本形成的比重	10

1. 引言

10月27日，我们在《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何复苏（二）》中提出，由于制造业投资、基建投资、居民消费等扩张的总需求分项占GDP的比重越来越高，收缩的地产投资占GDP的比重越来越低，积极因素有望以“量变引发质变”的方式对冲地产下行，推动中国经济逐步迎来从衰退到复苏¹的拐点。

图表1：一些主要需求分项的定基指数（20Q4=100）



注：投资相关指标用PPI做了价格调整。资料来源：Wind，国联证券研究所

2023年三季度，中国经济在地产销售、投资继续猛烈下行之际已然企稳，我们认为这个拐点很可能已然到来（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何复苏（二）》）。这一看法引发了一些投资者的关注和不同意见。

例如，一些投资者认为库存的调整可能对经济的修复起了关键作用，经济企稳也许并非取决于终端需求；也有一些投资者认为物价等方面的数据仍然偏弱，经济企稳或仍有待时日；还有一些投资者认为10月经济数据重新转弱，可能意味着经济下行压力重新增加，地产的持续下行可能还会在未来某些时候拖累经济增长。

我们重申中国经济的拐点或已然到来的观点，并对支撑观点的逻辑做出一些补充：

- 库存是中国经济的滞后指标，终端需求回升之后才能带动库存回升；因此，即使不考虑补库存的需求，终端需求在三季度也已经可以对冲地产下行的压力。
- 经济拐点出现之际，经济指标有好有坏是正常现象；重要的是，经济的领先

¹ 我们对经济衰退的定义是产出缺口为负，且向负方向发展，而复苏的定义是负产出缺口收敛。

指标——社融——已经出现明显回升。

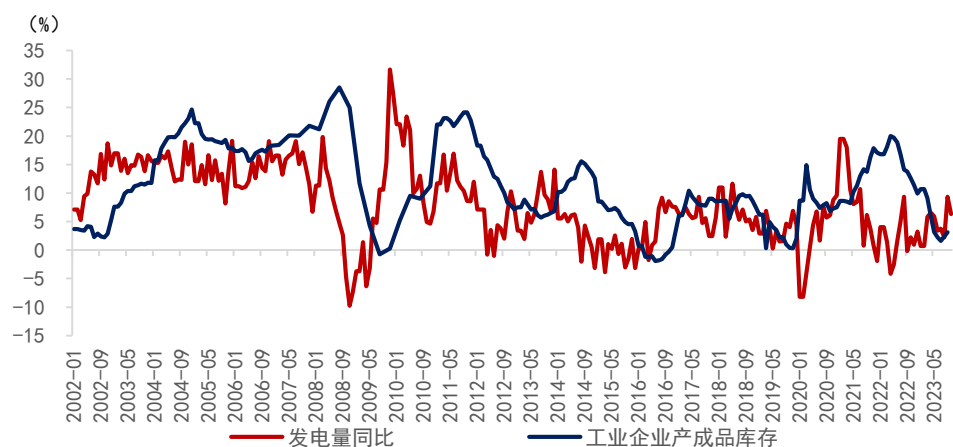
- 10月经济数据除了可能受到工作日因素的扰动之外(《经济复苏中的小波折——10月经济数据点评》, 地产投资较大幅度的下行可能也有影响。但是地产投资的加速下行难以持续, 且其占固定资产投资和 GDP 的比重也在进一步降低。在未来, 地产对经济的拖累只会更趋弱化。
- 近期货币、财政与地产政策的调整对防风险、避免地产市场加速下行、基建投资低于预期也有重要作用。考虑到市场对此已经有较多关注, 我们不再详细讨论。

2. 补库存的需求难以解释三季度经济企稳

虽然市场普遍认为库存回升是三季度经济企稳的主要原因, 但是我们的研究表明, 库存是经济的滞后指标。在库存回补之前, 总需求就已经开始企稳。

投资者普遍认为库存的回补是三季度经济企稳的主要原因, 也因此对后续经济是否能够持续改善存有疑虑。然而, 从历史上看, 工业企业产成品库存一直是工业增加值以及发电量的滞后指标——至少在 2020 年疫情导致同比数据失真之前都是如此。

图表2: 中国发电量同比领先工业产成品库存同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

实际上, 从存货周期的理论来看, 也是要经历被动去库存阶段, 才会进入主动加库存阶段。在被动去库存阶段, 终端需求已经改善, 生产供不应求, 被迫动用库存来满足客户需求; 然后才会出现终端需求继续改善和补库存同时出现, 推动生产进一步回升的现象。

如果说三季度经济企稳有补库存的贡献，那么无论是历史经验还是理论分析都表明，终端需求在库存回补之前就已然改善。这意味着即使不考虑库存投资，那些总需求中的积极分项也已经可以逐步对冲地产下行的压力。

3. 经济领先指标已然回升

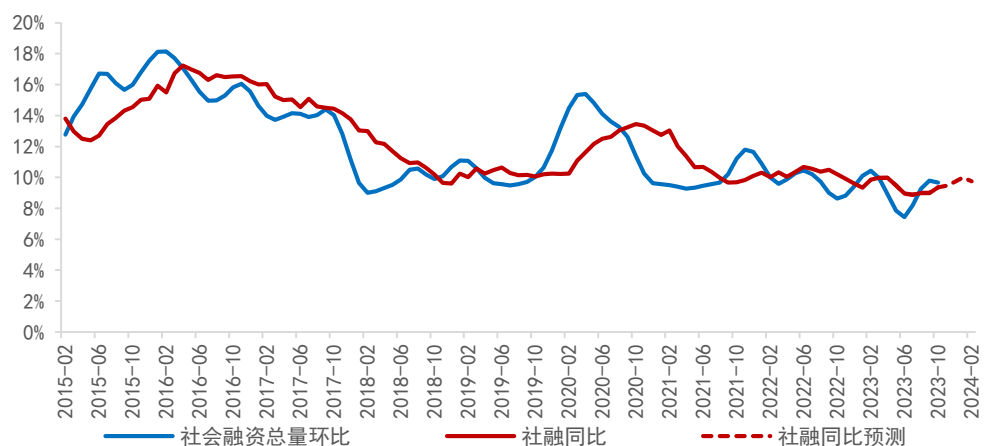
针对部分投资者担忧近期一些经济指标偏弱的看法，我们认为经济拐点位置上，经济指标通常存在分化。而真正重要的经济领先指标的反弹则意味着拐点之后经济大概率向上。

处在经济拐点的位置上，一些经济指标特别是滞后和同步指标有好有坏属于正常现象。比如说，虽然10月份价格的数据相对低迷，但是10月份进口的数据比较强劲。有点像气候上的“二八月、乱穿衣”。

曾任央行货币政策委员会委员的宋国青教授也提到：“如果是冰天雪地或者烈日炎炎，让不同的人来描述天气状况，最多也只会程度上的差别。到了乱穿衣的季节，就会有人说冷，有人说热，这也反映出（经济）情况与过去不一样了²。”

这种情况下，还是需要观察经济领先指标的表现。我们注意到中国经济最重要的领先指标社会融资总量环比从三季度以来已然出现连续4个月的回升。

图表3：社融同比和环比季调年化趋势增速



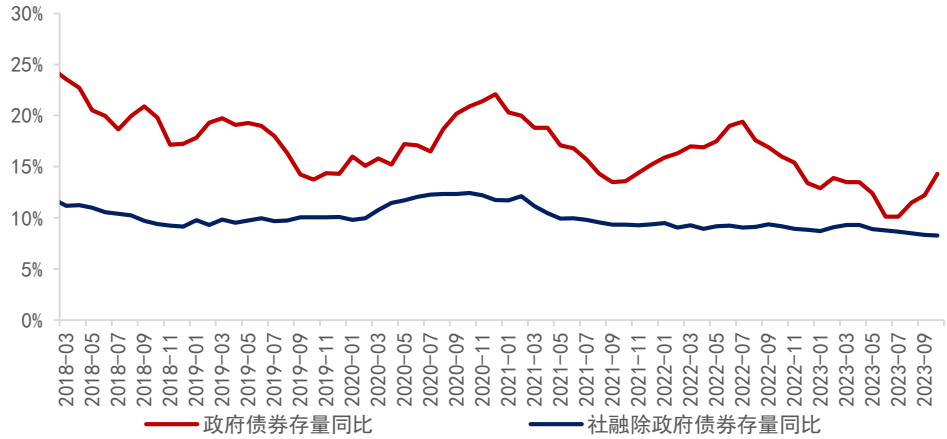
资料来源：Wind, 国联证券研究所整理

市场确实认可社融回升，但是普遍认为除了政府债券以外的社融分项较差，特别是反映企业中长期资金需求的一些指标，似乎说明企业部门所代表的经济内生性动

² 宋国青，《二八月、乱穿衣》，《财经》2003年第12期

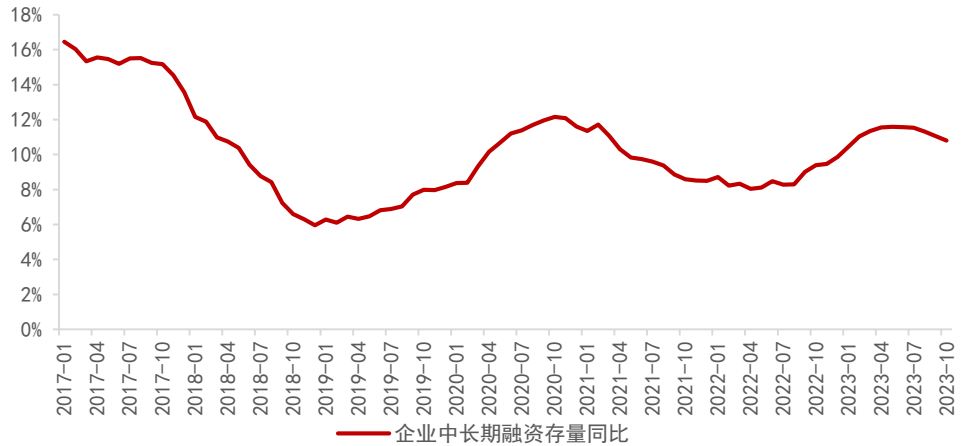
能比较疲软。

图表4：在政府债券之外社融存量同比表现平淡



资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表5：企业中长期融资存量同比增速下滑



资料来源：Wind, 国联证券研究所；注：企业中长期融资存量包括企业中长期贷款+信托委托贷款+企业债券的余额。

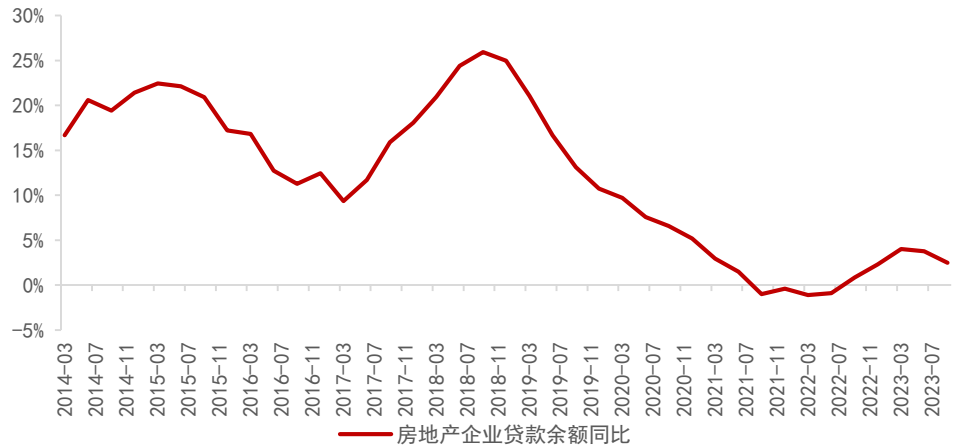
我们认为，需要在财政政策“转杠杆”的大背景下理解有关金融数据。近期1万亿国债发行用于水利基建建设、人民银行重启PSL支持保障房等工程、乃至于市场对明年财政政策可能进一步扩大赤字的讨论，都意味着中央政府广义财政赤字的扩张。

但是，中央政府赤字扩张很大程度是为了对冲地方政府预算特别是隐性预算的收缩。受到地方政府隐性债务置换的影响，地方融资平台的融资需求下降；近期基建投资的增速也有所放缓。财政政策调整很大程度上不是简单的加杠杆，而是转杠杆。

从金融数据来看，这意味着政府债券发行上升，但是融资平台信贷需求放缓。后

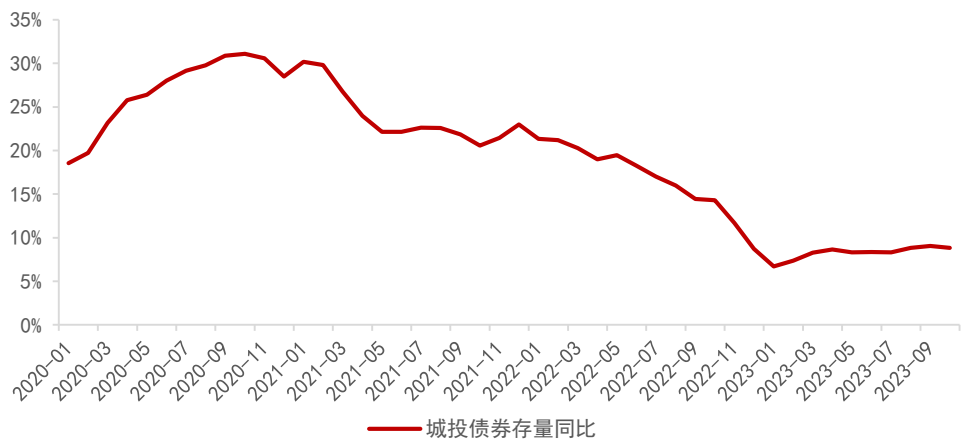
者叠加地产企业本身的信贷需求放缓毫无疑问会影响企业中长期融资存量的增速。所以当前的金融数据，确实是分析整体社融更有意义，而仅仅针对私人部门的融资分析则可能忽略了财政部门转杠杆的影响。

图表6：房地产企业贷款余额同比



资料来源：Wind, 国联证券研究所

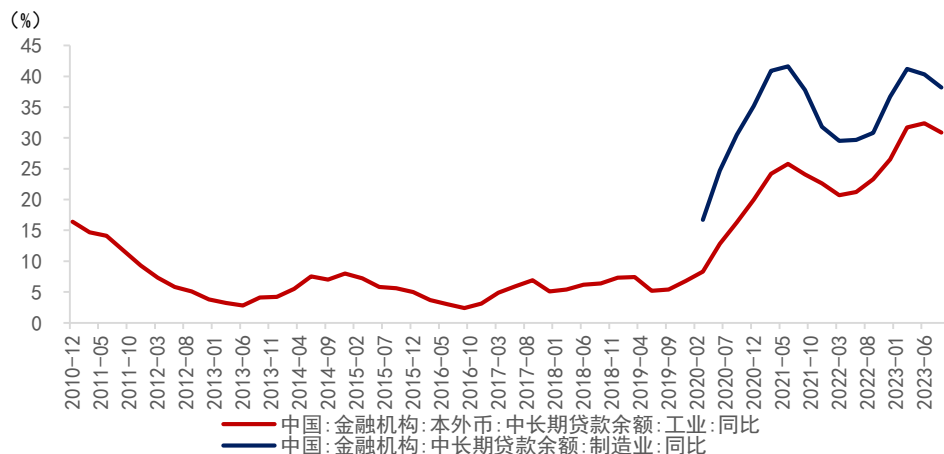
图表7：地方融资平台债券余额同比增速



资料来源：Wind, 国联证券研究所

实际上，工业和制造业部门的信贷增速仍然处于高位，反映出实体企业的确也处于活跃状态。只是由于工业和制造业部门在整体企业信贷余额中占比仅有 10-15%，所以对整体企业部门信贷的影响不是非常显著。

图8：本外部工业企业中长期贷款和人民币制造业中长期贷款同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

偏低的M1同比增速等其他一些金融指标其实也可以有类似的解释——地产、城投等企业的活期存款增长或比较低迷，但是很可能制造业与基建地产以外的服务业企业的活期存款增长并不慢。

4. 地产投资对经济的拖累或持续下降

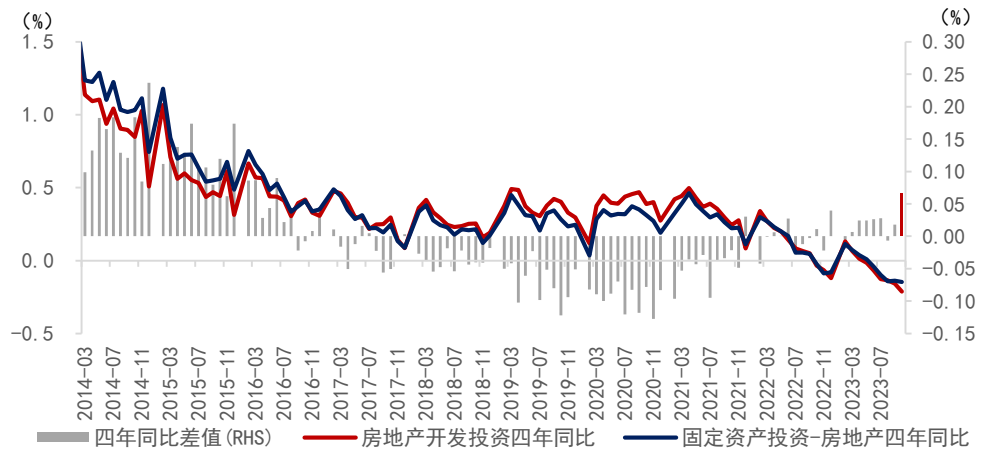
10月份的经济数据确实有一些回落，除了工作日较去年少一天之外，地产投资的大幅下滑影响可能很大（《经济复苏中的小波折——10月经济数据点评》）。但是，地产投资这种程度的下滑难以持续；叠加政策调整，后续地产下行对经济的冲击也会越来越小。

实际上，10月的地产数据有些异常。房地产固定资产投资四年同比增速有所企稳，但是房地产开发投资持续大幅下滑。

这两个指标统计口径的一个主要差异是：“若仅仅是对老旧小区进行改造，其投入金额不计入房地产开发投资，但符合固定资产投资标准的，可纳入固定资产投资统计范畴³。”我们认为，这或许反映出老旧小区改造等一些政府主导的地产投资活动已经逐步对地产行业的固定资产投资构成支撑。

³ https://tjj.xinqing.gov.cn/tjsi/tjzs/202304/t20230414_184954.html

图表9：固定资产投资-房地产业、房地产开发投资的四年同比差距扩大

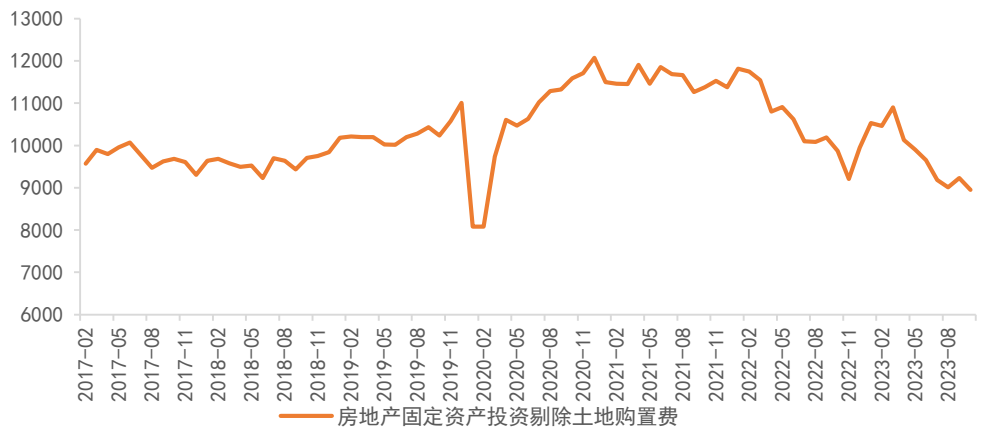


资料来源：Wind, 国联证券研究所

然而，即使是考虑表现较好的房地产固定资产投资，在扣除土地购置费之后，其绝对规模依旧大幅下滑。这或许表明，地产投资增速的放缓对10月总需求的拖累仍是非常显著的。

不过，单月环比下滑超过3%（年化超过30%），在历史上看也是罕见的。考虑到政策已然进行调整⁴，我们认为这种程度的房地产投资下行或难以持续。

图表10：单月房地产固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind, 国联证券研究所

近期，包括深圳、广州等一线城市进一步放松地产调控的措施已经推出。此外，同花顺等有关媒体也报道监管部门正在要求银行实现地产贷款投放的三个不低于⁵。

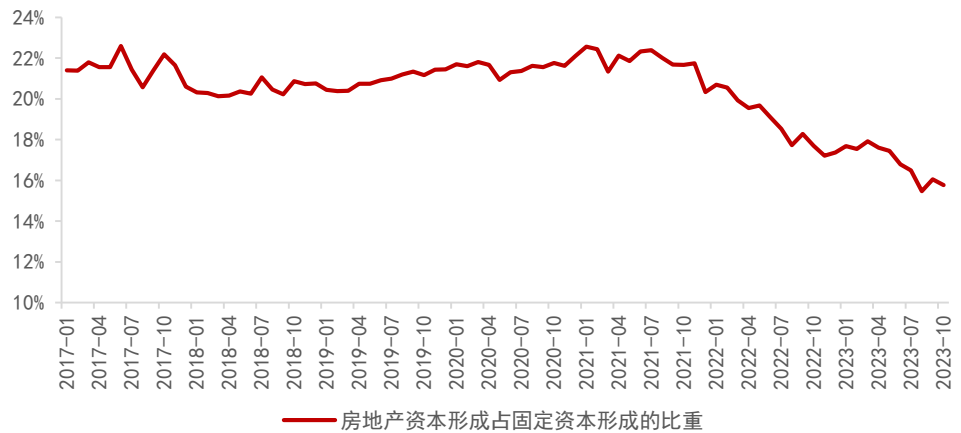
从目前的情况来看，房地产固定资本形成占中国整体固定资本形成的比例已经

⁴ 实际上，也不能排除偏弱的地产数据引发了政策的调整。

⁵ 各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

从顶峰时期的 22.5% 下降到约 15.7%。我们估计，其占 GDP 的比重也由巅峰时期的超过 10% 下降到当前的 6.8%。整个地产产业链对经济的影响可能也有相应比例的缩减。

图表11：房地产固定资本形成占中国固定资本形成的比重



资料来源：Wind, 国联证券研究所

展望未来，伴随着地产投资占 GDP 和固定资本形成的比重进一步下降，其对经济增长的影响会进一步弱化。叠加稳增长政策的持续推进，投资者或许无需过度担忧其阻碍未来的经济复苏。

5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼