



2022年11月15日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



## 宏观“弱现实+强预期”如何演绎？

### 内容提要

国家统计局发布10月经济数据：1) 10月工业增加值同比5%，服务业生产指数同比0.1%；2) 10月固定资产投资累计同比5.8%，其中制造业投资累计同比9.7%，基建(含电力)投资累计同比11.4%，房地产投资累计同比-8.8%；3) 10月社会消费品零售总额同比-0.5%；4) 10月全国城镇调查失业率5.5%，其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为17.9%、4.7%。

当前宏观经济呈现“弱现实+强预期”的特点，一方面当下现实依然较弱，10月基本面修复再迎波折，疫情和地产仍是经济的主要约束，各项经济同比均有所回落。地产投资拖累继续加大，居民去杠杆仍未逆转，疫情多地散发影响下消费明显弱于预期，而今年以来“出口+基建”支撑的格局也难以持续，出口在外需回落的压力下10月增速转负，基建增速相对偏强但进一步上行动能受限。

但另一方面，当前政策和预期偏强，随着上周防疫优化二十条叠加地产供给端放松政策持续加码，宏观约束减弱有望支撑未来经济回升动能。疫情防控优化有望改善居民活动和消费环境，支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。同时企融资第二支箭+16条措施+保函置换预售监管资金”的组合拳下，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产信用风险的缓释也有助于缓解居民和房企预期偏弱的矛盾。

往后看，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，消费和地产预期也在好转，推动市场风险情绪的好转。后续将进入到预期验证阶段，政策细则的跟进以及政策实际效果仍需观察，预期层面的修复仍面临反复的风险。预计从政策发布到基本面现实的修复仍存在时滞，高频数据显示地产销售依然偏弱，供给端政策能否真正消除流动性风险仍存在不确定性。同时需要注意的是，当前国内疫情仍处在上升阶段，随着防控政策的边际放松，国内疫情仍存在较高的不确定性，居民生活半径或仍存在明显约束，后续预期向现实的传导仍是关键。

### 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、事件

### 国家统计局发布 10 月经济数据：

- 1) 10 月工业增加值同比 5% (9 月为 6.3%)，服务业生产指数同比 0.1% (9 月为 1.3%)；
- 2) 10 月固定资产投资累计同比 5.8% (9 月为 5.9%)，其中制造业投资累计同比 9.7% (9 月为 10.1%)，基建(含电力)投资累计同比 11.4% (9 月为 11.2%)，房地产投资累计同比-8.8% (9 月-8%)；
- 3) 10 月社会消费品零售总额同比-0.5% (9 月为 2.5%)；
- 4) 10 月全国城镇调查失业率 5.5% (9 月为 5.5%)，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 17.9%、4.7% (9 月分别为 17.9%、4.7%)。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12
工业增加值		5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8
固定资产投资		4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9
基建(不含电力)		9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3
基建	当月同比% (2021为 两年平均)	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8	8.6	#N/A	4.0
房地产		-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0
制造业		6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0
社消零售		-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1
出口金额		-0.3	5.7	7.1	17.8	17.4	16.3	3.5	14.4	6.0	23.9	19.4
进口金额		-0.7	0.3	0.3	2.1	0.7	3.9	20.1	18.4	15.3	24.7	13.5
CPI	当月同比%	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5
PPI	当月同比%	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3
■1	%	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5
■2	%	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0
社融	存量同比%	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3
失业率	城镇调查	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1

资料来源：Wind，优财研究院

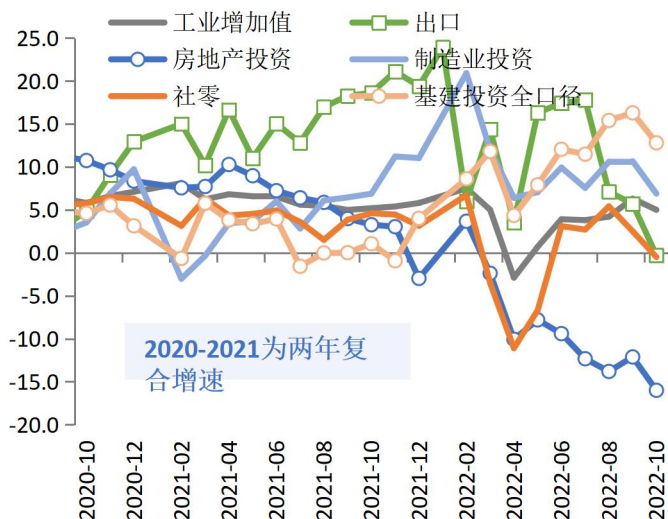
## 二、宏观经济呈现“弱现实+强预期”特征

当前宏观经济呈现“弱现实+强预期”的特点，一方面当下现实依然较弱，10月基本面修复再迎波折，疫情和地产仍是经济的主要约束，各项经济同比均有所回落。地产投资拖累继续加大，居民去杠杆仍未逆转，疫情多地散发影响下消费明显弱于预期，而今年以来“出口+基建”支撑的格局也难以持续，出口在外需回落的压力下10月增速转负，基建增速相对偏强但进一步上行动能受限。

但另一方面，当前政策和预期偏强，随着上周防疫优化二十条叠加地产供给端放松政策持续加码，宏观约束减弱有望支撑未来经济回升动能。疫情防控优化有望改善居民活动和消费环境，支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。同时企融资第二支箭+16条措施+保函置换预售监管资金”的组合拳下，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产信用风险的缓释也有助于缓解居民和房企预期偏弱的矛盾。

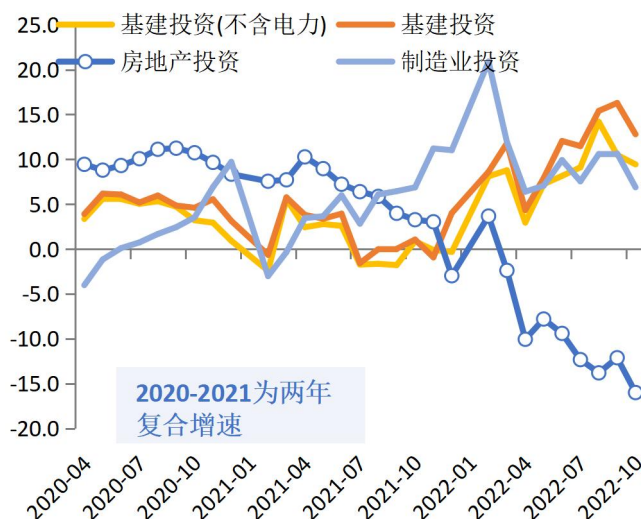
往后看，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，消费和地产预期也在好转，推动市场风险情绪的好转。后续将进入到预期验证阶段，政策细则的跟进以及政策实际效果仍需观察，预期层面的修复仍面临反复的风险。预计从政策发布到基本面现实的修复仍存在时滞，高频数据显示地产销售依然偏弱，供给端政策能否真正消除流动性风险仍存在不确定性。同时需要注意的是，当前国内疫情仍处在上升阶段，随着防控政策的边际放松，国内疫情仍存在较高的不确定性，居民生活半径或仍存在明显约束，后续预期向现实的传导仍是关键。

图 2：各项经济同比均有所回落（%）



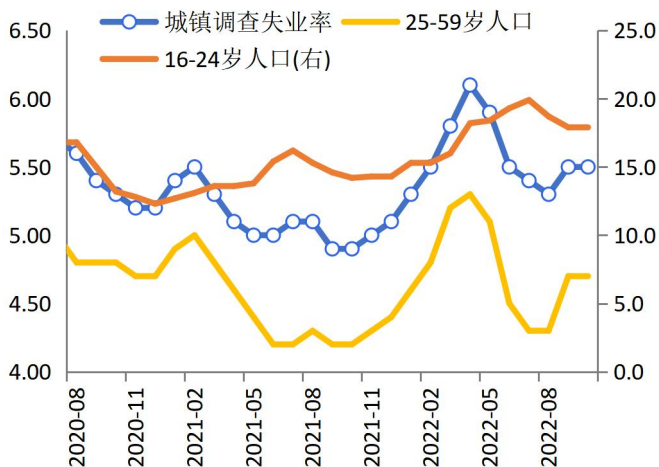
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资拖累继续加大（%）



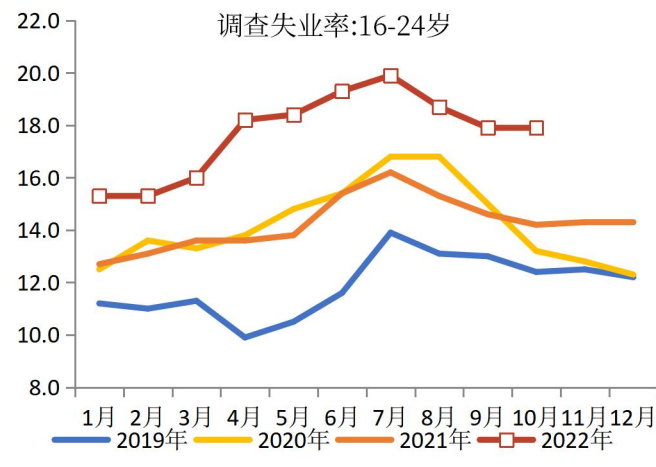
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：结构性失业压力仍然较大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率维持高位（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 1. 地产拖累再度加大，供给端政策发力支撑预期改善

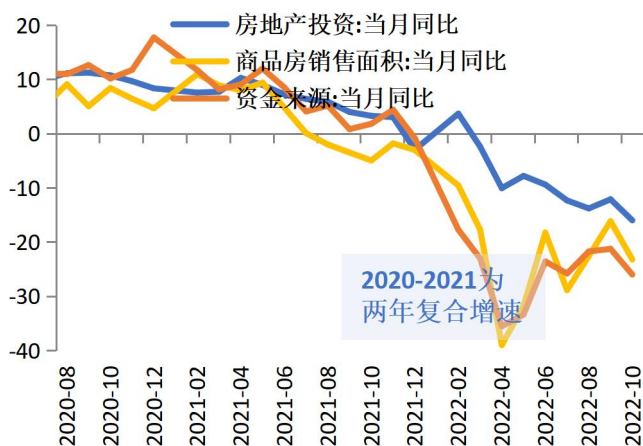
10月房地产开发投资同比-16%，较9月下滑3.9个百分点，房地产投资拖累再度加大，其中新开工和土地购置同比降幅有所收窄，但新开工当月绝对值仍低位环比小幅回落，整体结构上呈现竣工>开工>拿地的特征，房企主动投资意愿依然低迷，销售回落下资金来源增速再度下滑，房地产部门仍未形成良性循环。

去年年底以来，房地产政策持续发力，首套房贷利率也转为下行，但“因城施策”框架下需求侧放松仍有节制，供给端保交楼而非保主体重点下主体信用风险未能明显缓释，“政策底”向“投资底”传导的时滞被拉长。从历史复盘来看，通常房地产销售回升滞后于房贷利率下降约3-6个月，金融条件放松有助于刺激起地产需求，但本轮房地产销售改善与房贷利率下调之间的时滞被拉长，主因居民和房企预期偏弱的格局难以打破。①居民端加杠杆空间受制于就业和收入的长期受损，而在房企信用风险未能明显缓解、房企受制于资金链条压力而倾向于降价销售尽快回笼现金流，房贷利率的调降不足以扭转房价的预期；②房企端补库动力仍受到资金链条走弱压力的拖累，地产主动投资仍然低迷，房企信心重塑和资产负债表修复仍需要时间。

而随着上周防疫优化二十条叠加地产供给端放松政策持续加码，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善。近期民企融资“第二支箭”和16条措施的出台，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产供给端纾困政策的升温有利于地产信用风险的缓释，降低资产负债表风险，从而打破房地产投资链条的负循环与负反馈。在保主体、稳信用、提振市场信心的重心下，房地产行业或从趋势下行进入到止跌恢复阶段，叠加低基数效应下销售进入弱企稳区间。

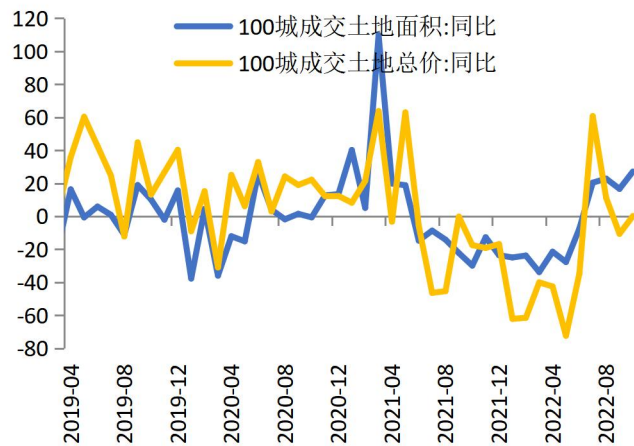
市场反响积极，不过政策最终效果仍待观察，国庆前地产政策三箭齐发+监管指导银行加大房地产融资支持力度，但高频数据显示需求端仍未有好转迹象，全国性地产政策放松仍未传导至需求端。尤其是某些标杆房企未来境内外融资仍存在较大的流动性缺口，保主体能否真正消除流动性风险也存在不确定性。预计竣工/复工端率先修复，而后向销售、开工、拿地逐步传导，房地产投资边际拖累有望减弱，但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间，地产投资预计短期仍难走出底部。

图 6: 房地产投资再度回落 (%)



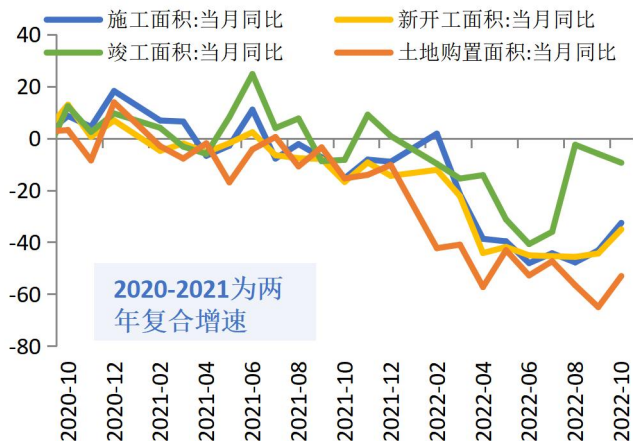
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 土地成交增速 (%)



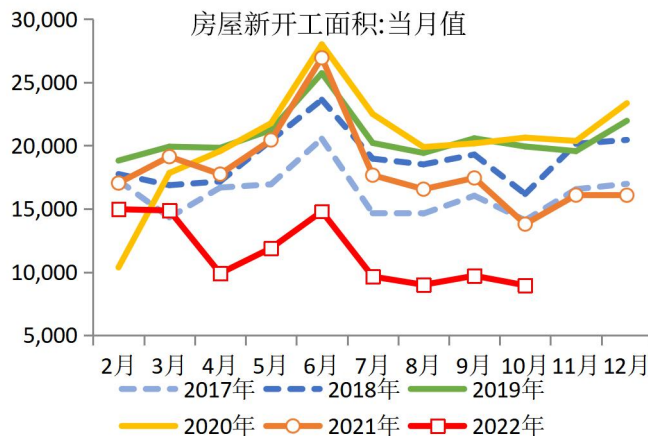
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 竣工>开工>拿地 (%)



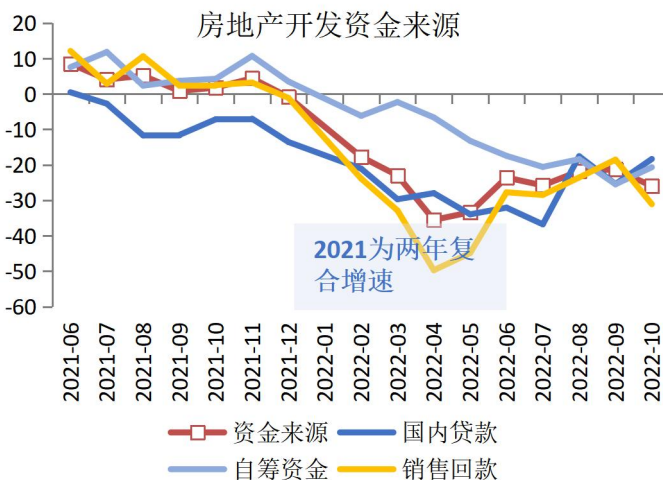
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 房企主动投资意愿依然低迷 (%)



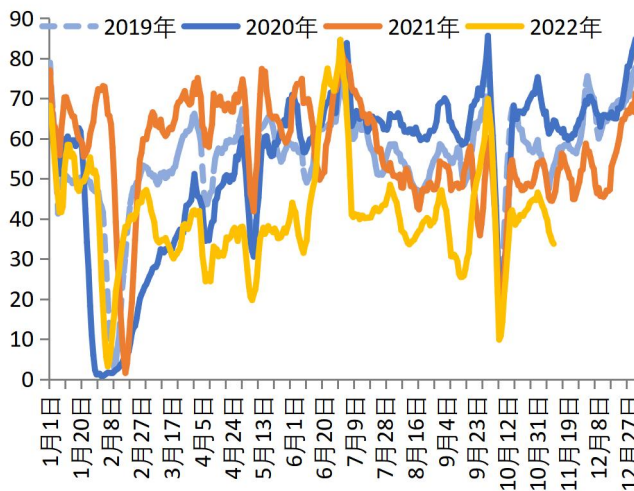
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 销售回落下资金来源增速再度下滑 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 高频数据显示需求端仍未有好转迹象 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 基建投资维持高增长，明年持续性看财政

10月全口径基建投资同比12.8%，较9月回落3.5个百分点，基建增速仍然偏强，但增速进一步上行动能受限。政策支撑仍在，前期基础设施基金实际投放规模已经超过6000亿，5000亿元专项债结存限额发行10月基本完成，但疫情反复或扰动施工进度，高频石油沥青装置开工率和全国水泥发运率均有小幅回落。

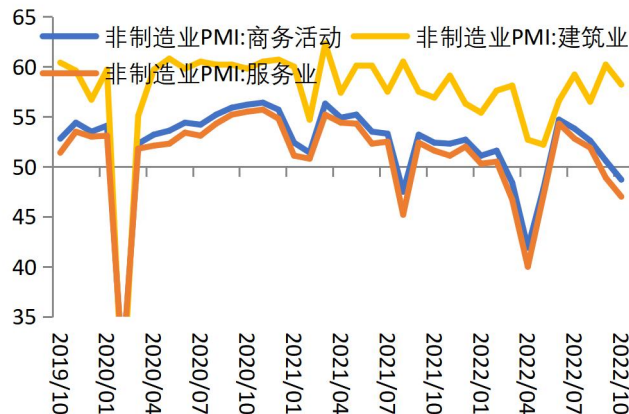
往后看，基建仍是稳增长的方向，预计至年底基建投资高增速仍有持续性，基建意愿、项目、资金和实物工作量的合力有望继续发挥作用。但支出刚性、收入放缓下明年财政压力加大，明年广义赤字率可能显著收窄，财政腾挪空间减小，资金约束下明年基建增速或略有放缓，节奏上或偏前置。年底专项债额度提前下达或有望对明年年初的基建力度有所支撑。

图 12: 基建投资维持高增长 (%)



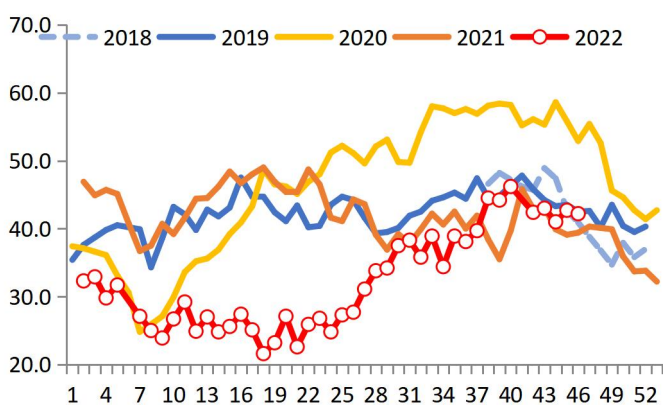
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 建筑业景气度依然维持偏高 (%)



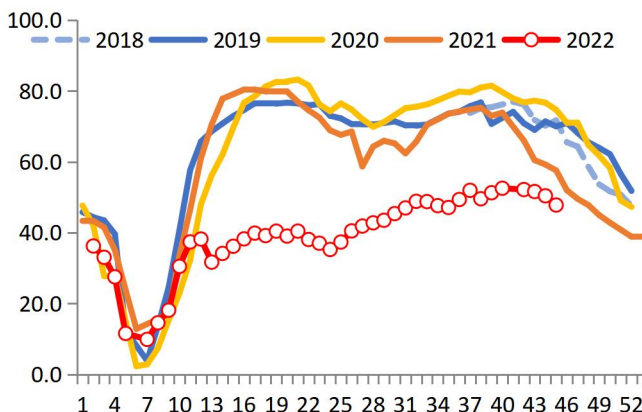
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 疫情反复拖累消费超预期回落

10月社会消费品零售总额同比-0.5%，同比增速转负并显著低于，较9月下降3个百分点，主要受到国内疫情反复对消费的拖累。从居民生活半径来看，社零增速的回落和月度主要城市地铁客运量均值保持较为一致的同步性，而这一点拖累或仍将在11月显现。

从消费分项来看，1) 社交经济类消费增速绝对值和变动均降幅居前，石油制品(-9.3pct至0.9%)、服装(-7pct至-7.5%)、在外餐饮(-6.4pct至8.1%)，显示疫情反复的影响。2) 可选消费中通讯器材和办公用品回落幅度居首，或受到苹果新机发布错位以及经济动能回落的影响。3) 汽车消费同比3.9%，但回落幅度较大，可能受到前期需求释放的透支影响，疫情也影响居民购车活动。4) 地产后周期消费增速降幅仍大，不过并未进一步下滑，保交楼政策推进下对装潢材料和家具存在一定支撑。5) 必选消费整体变动不大并好于可选，显示疫情的影响特征。

往后看，消费恢复有潜力但仍受疫情上行现实的制约，消费中长期受益于防疫政策优化、积压需求和超额储蓄的释放，但短期国内疫情仍处上行阶段，随着防控政策的边际放松，国内疫情仍存在较高的不确定性，居民生活半径仍存在明显约束，11月上旬居民生活半径仍在下滑，冬季消费仍有挑战。

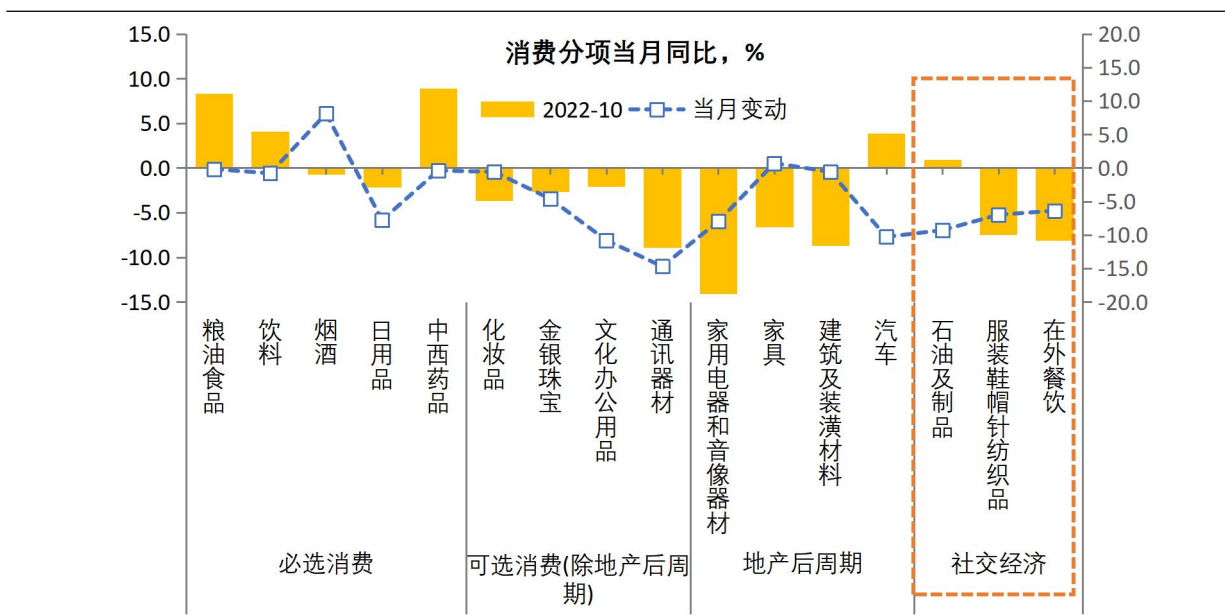
图 16: 消费分项热力图

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济			
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽	针纺织品	在外餐饮
2022-10	8.3	4.1	-0.7	-2.2	8.9	-3.7	-2.7	-2.1	-8.9	-14.1	-6.6	-8.7	3.9	0.9	-7.5	-8.1	
2022-09	8.5	4.9	-8.8	5.6	9.3	-3.1	1.9	8.7	5.8	-6.1	-7.3	-8.1	14.2	10.2	-0.5	-1.7	
2022-08	8.1	5.8	8.0	3.6	9.1	-6.4	7.2	6.2	-4.6	3.4	-8.1	-9.1	15.9	17.1	5.1	8.4	
2022-07	6.2	3.0	7.7	0.7	7.8	0.7	22.1	11.5	4.9	7.1	-6.3	-7.8	9.7	14.2	0.8	-1.5	
2022-06	9.0	1.9	5.1	4.3	11.9	8.1	8.1	8.9	6.6	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	-4.0	
2022-05	12.3	7.7	3.8	-6.7	10.8	-11.0	-15.5	-3.3	-7.7	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-21.1	
2022-04	10.0	6.0	-7.0	-10.2	7.9	-22.3	-26.7	-4.8	-21.8	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-22.7	
2022-03	12.5	12.6	7.2	-0.8	11.9	-6.3	-17.9	9.8	3.1	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-16.4	
2022-02	7.9	11.4	13.6	10.7	7.5	7.0	19.5	11.1	4.8	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	35.6	
2021-12	9.7	14.8	13.7	13.3	10.7	5.7	5.5	8.5	10.2	2.2	-1.4	10.2	-0.7	5.9	0.7	-0.9	
2021-11	11.2	18.5	12.3	8.3	11.0	19.6	14.9	14.6	20.0	5.8	1.9	10.5	0.9	5.9	2.0	-1.7	
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	1.4	
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	0.1	
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-5.8	
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	0.9	
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	1.0	
2021-05	11.0	17.8	13.0	15.1	7.3	13.7	12.4	7.4	10.1	3.7	7.7	10.7	4.9	1.7	5.7	1.3	
2021-04	12.2	17.5	16.3	12.7	8.3	10.4	14.2	6.6	13.2	-1.5	7.3	11.0	7.7	0.8	3.4	0.4	

资料来源: Wind, 优财研究院

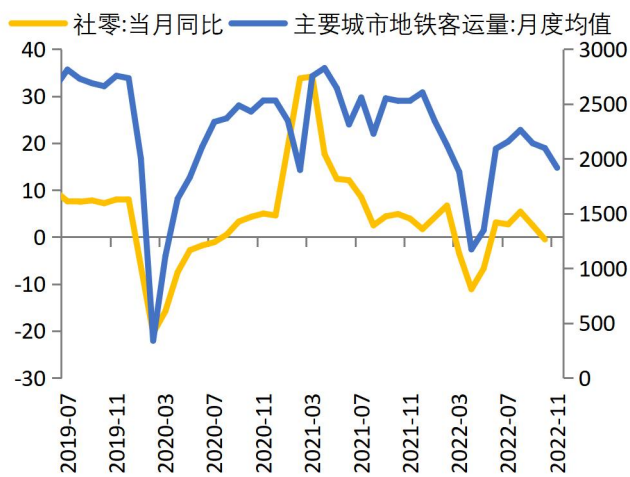


图 17: 消费分项当月同比 (%)



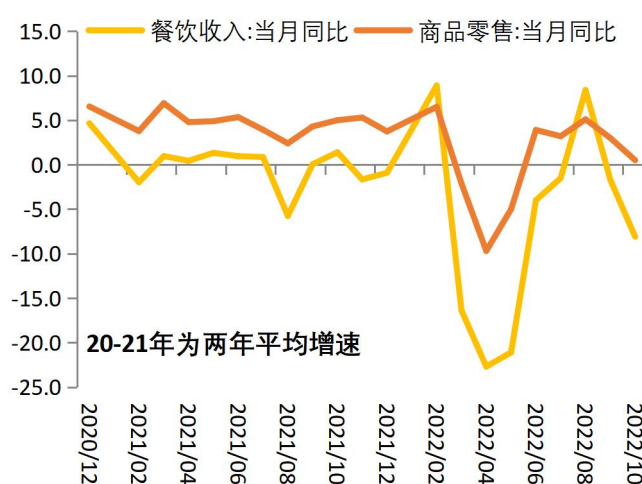
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 居民生活半径缩窄拖累消费 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 疫情影响下社交经济消费明显偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>