

2021 年 10 月中国经济数据前瞻

疫情再冲击

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

上游大宗价格高位上涨，电力供应依然紧缺，叠加国内多点疫情冲击，10月中国经济供需两弱。工业生产在整体放缓的同时也在继续分化，中下游行业受成本上涨和需求不足的双重压制。房地产调控政策纠偏，以及地方专项债发行提速和十四五重大项目加快开工，固定资产投资或短期企稳。外需维持韧性，但消费复苏乏力。中国通胀压力进一步显现，预计10月CPI同比见底回升、PPI同比再创历史新高。类滞胀特征进一步显现，亟需政策适时发力来应对，预计货币政策总量宽松的概率较低，财政发力和保供稳价加码将是主要抓手。

平安观点：

- **工业增加值：**预计当月同比增长 3.0%。10 月工业生产景气延续回落，高耗能企业生产仍然受到电力供应不足的困扰，上游原材料的价涨量缩继续压制着下游企业的生产。
- **固定资产投资：**预计累计同比增长 6.3%。房地产投资方面，大中城市商品房成交面积增速仍处低位，但地产融资边际放松，10 月多地住房抵押贷款放款速度加快，房地产存量项目施工或已提速。制造业投资方面，原材料价格持续高涨，导致利润继续向上游和中游行业集中，下游制造业扩大资本开支的意愿不足。基建投资方面，随着地方专项债发行提速以及十四五重大项目陆续开工，基建投资或正在发力。工业品通胀也会从价格角度推升固定资产投资的同比读数。
- **社会消费品零售总额：**预计当月同比增长 3.4%。10 月国内汽车零售、石油及制品的增速预计都有回升。国庆期间的消费数据延续回落趋势，表明国内消费复苏仍乏力。10 月疫情多点扩散，或将进一步压制消费恢复。
- **进出口：**预计进口同比增长 21.6%、出口同比增长 23.8%。进口方面，受煤炭紧缺的推动，10 月中国能源品进口管制或有放松，不过因国内供需两弱，10 月整体进口延续回落，八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比继续低位放缓。出口方面，八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比回升，或表明中国出口继续维持韧性。
- **物价：**预计 CPI 同比 1.5%、PPI 同比 12.3%。CPI 方面，农产品批发价格指数超季节性加速上涨，蔬菜是主要贡献项。36 个城市猪肉平均零售价 10 月均价环比仍下降，不过由于全国猪肉批发价从低点反弹超过 3 成，预计短期将继续向零售端传导。10 月国内成品油价格调升 2 次，上游涨价向下游的传导也在加强。PPI 方面，根据制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比的相关性，估算得 10 月 PPI 同比为 12.3%，再创历史新高。

- **金融：预计 10 月新增信贷 8500 亿，新增社融 1.75 万亿，存量社融同比 10.2%，M2 同比 8.4%。**10 月监管层对房地产贷款密集发声，有媒体报道金融机构对房地产的融资已基本恢复正常，居民中长期贷款短期或有改善。但非金融企业的中长期贷款可能继续低位，10 月 BCI 企业融资环境指数和票据利率均值均环比回落，在企业融资意愿不强的情况下，银行可能再次通过票据冲量。10 月社融口径的政府债券+企业债券融资可能为 9000 亿左右。

图表1 2021 年 10 月中国经济数据预测

	2020-10	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10
工业增加值 (%)	6.9	6.4	5.3	3.1	3.0
两年复合增速 (%)	5.8	5.6	5.4	5.0	4.9
固定资产投资 (累计, %)	1.8	10.3	8.9	7.3	6.3
两年复合增速 (累计, %)	3.5	4.2	4.2	4.0	4.0
社会消费品零售总额 (%)	4.3	8.5	2.5	4.4	3.4
两年复合增速 (%)	5.7	3.6	1.5	3.8	3.8
进口 (%)	4.8	28.2	33.1	17.6	21.6
两年复合增速 (%)	-0.8	12.8	14.4	15.5	12.9
出口 (%)	10.9	19.3	25.6	28.1	23.8
两年复合增速 (%)	4.9	12.9	17.0	18.4	17.2
CPI (%)	0.5	1	0.8	0.7	1.5
PPI (%)	-2.1	9	9.5	10.7	12.3
新增信贷 (亿)	6898	10800	12200	16600	8500
新增社融 (亿)	13929	10752	29729	29018	17500
存量社融同比 (%)	13.7	10.7	10.3	10	10.2
两年复合增速 (%)	12.1	11.8	11.8	11.7	11.9
M2 (%)	10.5	8.3	8.2	8.3	8.4
两年复合增速 (%)	9.4	9.5	9.3	9.6	9.4

资料来源: Wind, 平安证券研究所

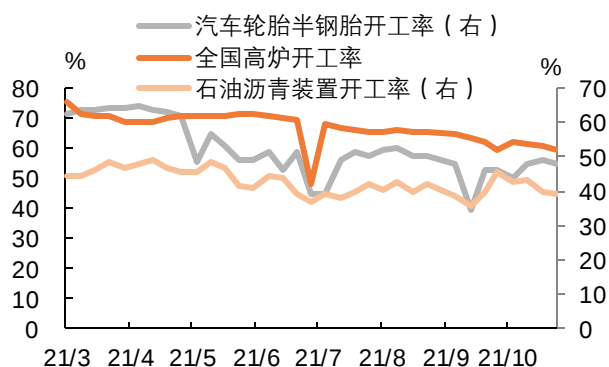
1、工业增加值：景气延续回落

10月工业生产景气度延续回落。10月统计局制造业 PMI 生产指数从 49.5 下滑到 48.4，降幅明显高于过去 10 年同期的平均降幅 0.2，已连续 5 个月回落，最近两个月都在荣枯线下。高频指标走势有所分化：10 月全国高炉开工率均值为 53.4%，与 9 月相比下降 1.2 个百分点；10 月汽车轮胎半钢胎开工率均值为 53.9%，较 9 月提高 4.1 个百分点；10 月石油沥青装置开工率 43.0%，和 9 月相比回升 3.9 个百分点。从周度数据看，上述三个生产指标在 10 月下旬均有下行，可能与多地散发疫情有关。

工业企业生产仍然受到电力不足和上游涨价的双重压制。分行业看，10 月上游的基础原材料行业 PMI 指数为 47.2，较上月环比下滑 0.1，反映钢铁和化工等高耗能行业的生产依然受到电力供应紧缺的影响；下游消费品行业 PMI 为 49.7，和上月持平，略低于枯荣线，同时面临上游涨价和终端需求不足的挤压。分企业规模看，10 月大型制造业企业 PMI 生产指数从 49.9 小幅回升至 50.1，表明上游企业对增产仍然谨慎；中型和小型制造业企业的 PMI 生产指数，分别从 9 月的 50.1、47.7 下降到 47.5、45.8，反映上游涨价量缩对中下游生产的压制。

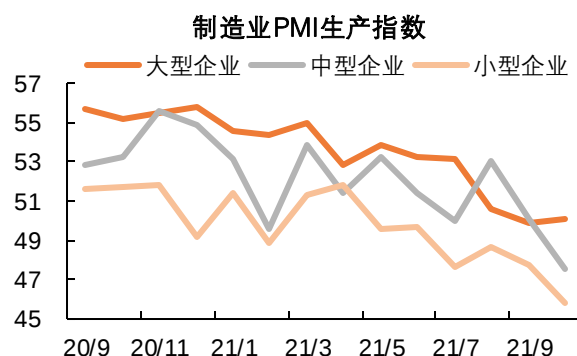
利用工业增加值定基指数环比的季节性规律，结合 10 月工业生产实际情况，估算 10 月工业增加值同比为 3.0%。

图表2 10月高频生产指标走势分化



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 10月中小型企业 PMI 生产指数继续回落

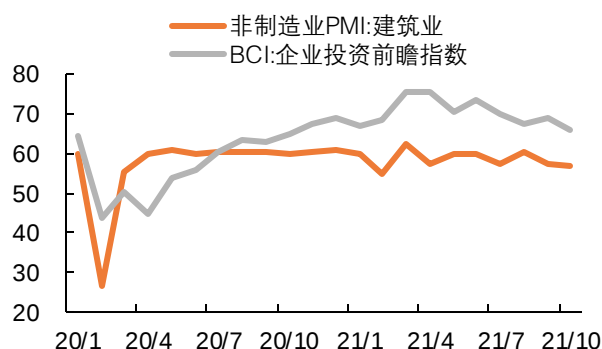


资料来源:wind, 平安证券研究所

2、固定资产投资：短期有所企稳

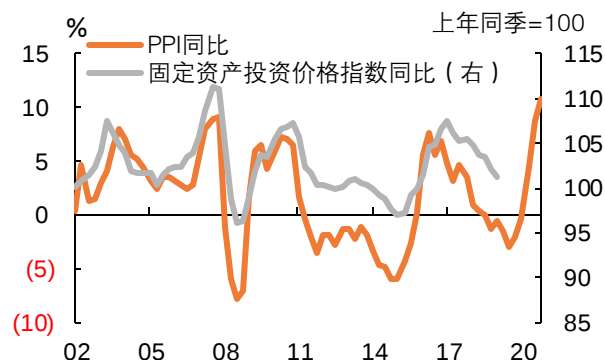
基于固定资产投资单月环比的季节性规律，结合 10 月地产融资边际放松，而基建投资稳增长加码的实际，估算得今年前 10 个月固定资产投资累计增速为 6.3%，两年平均增速将持平于 4.0%。其中，**房地产投资方面**，商品房销售跌幅收窄的同时，地产调控政策得到纠偏。10 月 30 大中城市商品房成交面积 1138 万平方米，两年复合增速为 -11.8%，虽较 9 月的 -11.9% 小幅回升，但仍处较低水平，楼市并未演绎“金九银十”行情。不过，10 月地产融资边际放松，满足刚需购房和开发商的合理融资需求，多地房贷放款速度加快，据上海证券报等媒体报道 10 月金融机构对房地产的融资基本已恢复正常，未来存量房地产项目施工有望加快。**制造业投资方面**，尽管近期工业企业减产，受政策的扰动较大，“主动去库存”持续性还有待观察，但由于上游原材料价格居高不下，终端需求又面临着较大的下行压力，制造业企业扩大资本开支的意愿并不强。10 月 BCI 企业投资前瞻指数从前值 68.8 下滑到 65.9，创下今年以来新低。**基建投资方面**，10 月建筑业 PMI 新订单指数从 49.3 反弹至 52.3，或表明基建投资正在发力。往后看，随着地方专项债发行的提速以及十四五重大项目的加快开工，基建投资短期或将企稳回升。此外，考虑到固定资产投资价格指数同比和 PPI 同比有较强的相关性，今年 10 月 PPI 同比大概率再创新高，也会从计价角度推升固定资产投资的同比读数。

图表4 10月BCI企业投资前瞻指数、建筑业PMI回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 工业品通胀将推升固定资产投资的同比读数

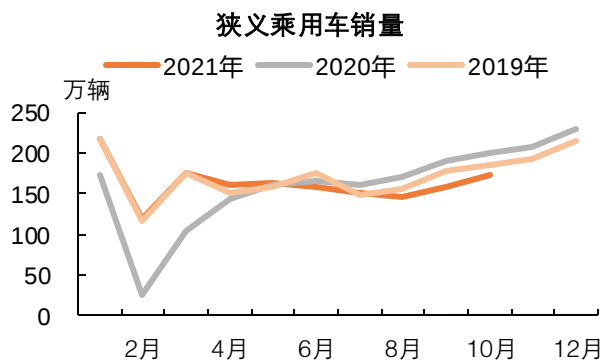


资料来源:wind, 平安证券研究所

3、社会消费品零售总额：疫情冲击下恢复乏力

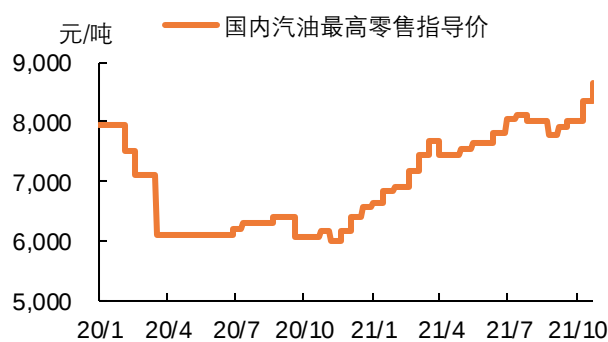
结合社零环比的季节性规律和今年实际情况，估算 10 月社会消费品零售总额同比增长 3.4%。限额以上商品零售额同比的波动主要由汽车、石油及制品这两类贡献。汽车方面，根据乘联会预测，10 月全国狭义乘用车销量预计为 172 万辆，同比下降 13.7%，较 9 月的同比降幅 17.3%有所收窄，但仍处于低位。石油及制品方面，10 月布伦特原油价格进一步上探至 85 美元/桶附近，国内成品油价格连续两次调升，全国汽油月度均价为 8404.2 元/吨，月度均价同比从前值 30.0%上升至 37.2%，因此预计 10 月限额以上企业石油及制品的零售总额增速也将进一步回升。此外，今年国庆期间的餐饮消费数据，和端午、中秋等主要节日相比，延续了回落的趋势，表明除汽车、石油及制品外的消费仍复苏乏力。10 月中下旬国内疫情多点扩散，在国内较为严厉的防疫管控下，或将进一步压制消费恢复。

图表6 10月狭义乘用车销量有所回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 10月国内成品油价格调升2次



资料来源:wind, 平安证券研究所

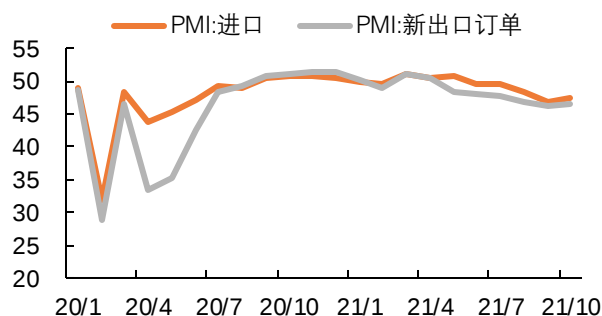
4、进出口：边际或有好转

在季调环比均值的基础上，结合 10 月进口和出口的景气度，估算得 10 月中国进口和出口同比增速分别为 21.6%、23.8%。

进口方面，统计局制造业 PMI 进口指数 10 月小幅反弹至 47.5，可能与煤炭等能源品放松进口管制有关，但仍处于荣枯线之下。10 月上旬和中旬，八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比均值为 -11.4%，较 9 月上、中、下旬的均值 -11.1% 继续下滑。出口方面，官方制造业 PMI 新出口订单指数同样触底回升至 46.6，且 10 月八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比中枢比 9

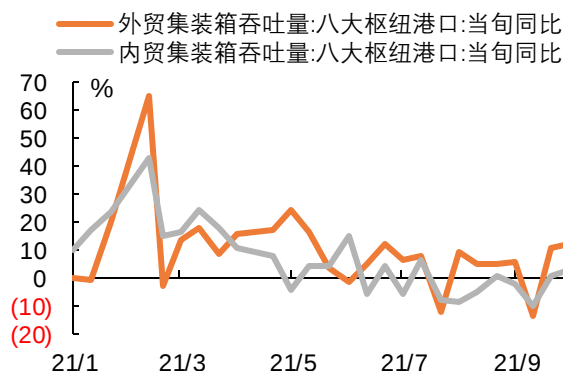
月高 6.2 个百分点，表明 10 月出口可能继续维持韧性。同时，海运运费高位回落，上海出口集装箱运价指数 10 月中旬至今连续 3 周下降，在实际集装箱吞吐量并未减少的情况下，或是因供给端运力已在回升，这会支撑出口。

图表8 10月 PMI 的进口和新出口分项指数均有反弹



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 八大枢纽港口内、外贸集装箱吞吐量同比走势



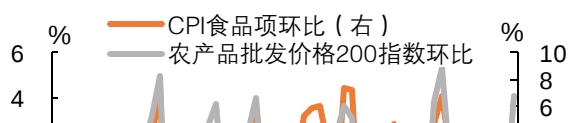
资料来源:wind, 平安证券研究所

5、物价：PPI 再创新高

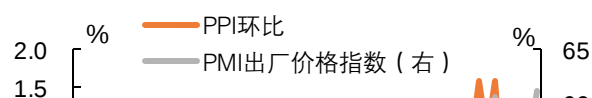
通过高频数据和环比均值相结合的方法，测算得 10 月 CPI 同比为 15%。食品价格方面，农产品批发价格指数月度均值加速上涨，10 月环比上涨 6.7%。其中，蔬菜是主要贡献项，28 种重点蔬菜批发价 10 月均值为 5.27 元/公斤，环比上涨 16.9%；鸡蛋批发价 10 月均值为 10.0 元/公斤，环比下跌 4.5%。36 个城市猪肉平均零售价从月初的 15.50 元/斤，下跌至月中的 15.01 元/斤，之后反弹至月末的 16.33 元/斤，月度均价环比下跌 4.7%。由于全国猪肉批发价从低点反弹超过 3 成，预计短期将继续向零售端传导。非食品价格方面，8 月国内成品油调升 2 次，而在上游原材料价格大幅上涨的情况下，上游涨价向下游传导在加强，虽然终端需求较弱，但由于成本持续上涨，部分下游生产企业也开始涨价。例如，调味品龙头海天味业 10 月宣布对主要产品出厂价提价 3-7%不等，安井食品、恰恰食品等也宣布将对旗下部分产品价格调升 3-10%、8-18%不等。

预计 10 月 PPI 同比为 12.3%。2016 年以来的数据显示，PPI 环比和制造业 PMI 出厂价格指数有很强同步性，两者拟合效果较好。10 月统计局制造业 PMI 出厂价格指数为 61.1，使用环比累乘法可计算得 10 月 PPI 同比将再创历史新高。

图表10 10月农产品批发价格加速上涨



图表11 10月制造业 PMI 出厂价格指数继续上涨



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28997

