

宏观月报 20211115

10月经济数据：隐藏的“压力”和政策的“动力”？

2021年11月15日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

- 在当前市场对于经济下行的一致性预期下，2021年10月经济数据的主要关注点是这种下行风险是缓解还是加剧？虽然单月数据上出现了工业生产和消费的反弹，但正如下文的分析，这种回升的持续性是有限的。同时，由于房地产行业的持续降温正在向更多行业外溢，以及市场期待的基建投资可能要到2022年一季度反弹，2021年四季度的经济增长仍将处于一个探底的过程中。鉴于当前经济下行在需求放缓的同时叠加了供给的受限，“跨周期调节”下的政策应对很可能是先缓解供给再刺激需求，并且更趋于基建发力而非地产放松。这就意味着对于短期经济的下行将缺乏有效的政策对冲。因此，我们预计近几日房产股超额表现不可持续，未来政策托底的信号将更多体现在基建股相对大盘的回升上（图1）。
- 2021年10月工业生产低位反弹，但持续性有限。2021年10月工业增加值同比从9月的3.1%回升至3.5%，季调后的环比增速0.39%则是7月以来的新高，明显好于市场预期。我们认为这种反弹的背后主要受如下两点因素的影响：一是上游缺煤限电的缓解带动电力和热力供应生产的回升，二是下游芯片短缺的缓解提振了汽车生产（图2）。然而，近期房地产投资下行对工业生产的拖累也在显现，比如10月钢材和水泥的负增长进一步加剧，叠加北京冬奥会前对于钢企的限产不会放松，我们预计2021年四季度工业生产的同比增速仍将在低位运行。
- 制造业投资的改善主要集中于出口导向型行业。制造业投资单月同比增速自7月以来逐月改善，我们认为主要来自出口景气和价格上涨两方面因素支撑。一方面，下半年以来出口维持高度景气，出口导向型行业如通用设备、电气机械、专用设备、汽车制造业投资同比增速持续改善；另一方面，随着10月PPI-CPI剪刀差见顶，在CPI温和回升、食品消费进一步改善预期下，食品制造业、农副食品加工制造业投资同比增速连续两个月快速提升（图3）。
- 高周转模式难以为继，房地产投资全面降温。2021年10月地产投资如预期继续降温，开发投资单月两年复合增速下降至-5.4%（2019-2021年，下同），从分项看，除竣工面积同比降幅收窄外，其他主要面积指标均继续恶化（图4）。尽管央行强调稳定地产融资，但由于预售资金监管收紧以及部分银行将按揭和竣工挂钩，地产行业传统高周转模式难以为继，房企被迫面临从预售制向现房销售转变，这一方面会导致地产行业被动去杠杆，另一方面也会迫使房企加快竣工、回笼资金（图5、图6）。从高频数据来看，由于按揭的增加，2021年11月商品房销售可能有所改善（图7），但新开工和施工依旧不容乐观。
- 专项债发行加速下基建投资开始企稳。随着2021年9月以来地方专项债发行的加速（图8），10月基建投资呈现出一定的企稳迹象，其中不含电力的基建投资两年复合增速由2021年9月的-1.8%回升至0.9%，三个月来首次转正。鉴于2021年新增专项债额度有望在11月底前基本发行完毕，并且2022年的专项债额度有望在今年年底提前下达，参照以往基建投资发力滞后专项债密集发行约一个季度的经验（图9），我们预计基建投资将在2022年一季度明显反弹。
- 可选消费改善超预期，价格因素对消费贡献提升。由于2021年10月以来疫情在北方多省扩散，市场普遍预期居民消费再度恶化。然而10月社零两年复合增速较上月明显改善，超出市场预期。我们认为有如下三个原因：（1）2021年10月以来这一轮局部疫情影响程度有限。10月以来疫情传播省份社零仅占全国的6.7%（2020年），参考我们此前报告《“滞涨”对居民消费有何影响》，疫情传播省份的经济水平决定了其影响程度，因此此轮局部疫情影响相对有限。（2）可选消费品如通讯器材、化妆品、家电、服装同比增速较上月提升幅度较大（图10），尤其通讯器材（即手机）销量大幅增加，我们认为主要受益于9月苹果召开新品发布会以及近期芯片紧缺缓解；此外随着汽车供给紧缺的缓解，汽车销售对社零拖累程度收窄（图11）。（3）2021年10月社零价格同比贡献提升（图12），其中PPI-CPI传导较为通畅的燃料、汽车、建材产品销售价格同比贡献较高（图13）。
- 风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

- 1、《宏观周报 20211114：中美元首视频会晤，市场开始定价取消关税了吗？》2021-11-14
- 2、《宏观周报 20211112：2022年美国工资-通胀螺旋上升的风险有多大？》2021-11-12
- 3、《宏观月报 20211111：“滞胀”对居民消费有何影响？》2021-11-11
- 4、《宏观月报 20211110：通胀触顶后，我们如何走出“滞胀”？》2021-11-10
- 5、《宏观周报 20211108：碳减排支持工具如何破局滞胀？》2021-11-08

图 1: 近几日 A 股房地产板块的反弹不可持续, 需关注基建板块反弹释放的稳增长信号

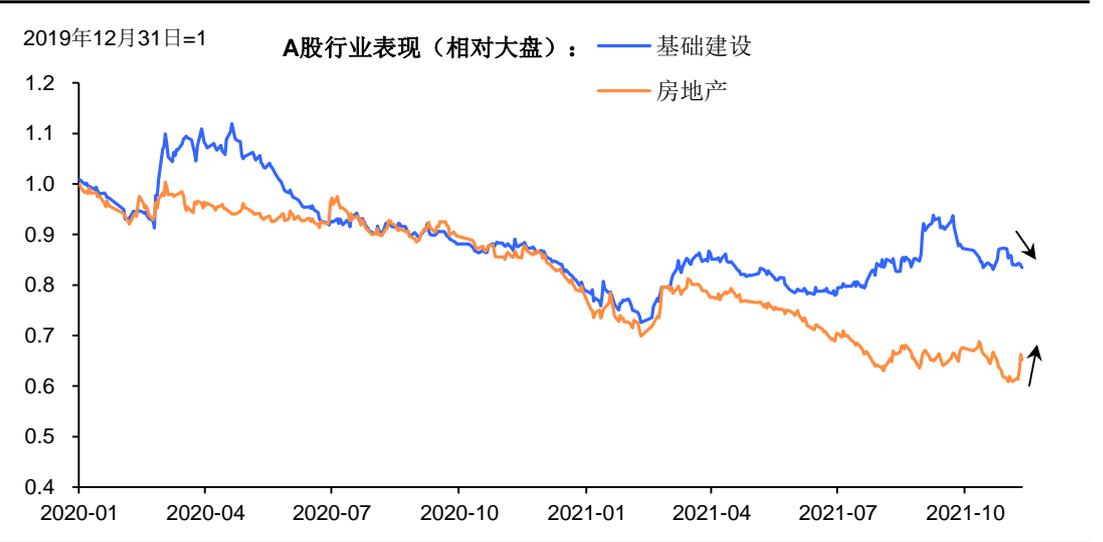


图 2: 2021 年 10 月缺电限产和芯片短缺对工业生产的拖累有所缓解

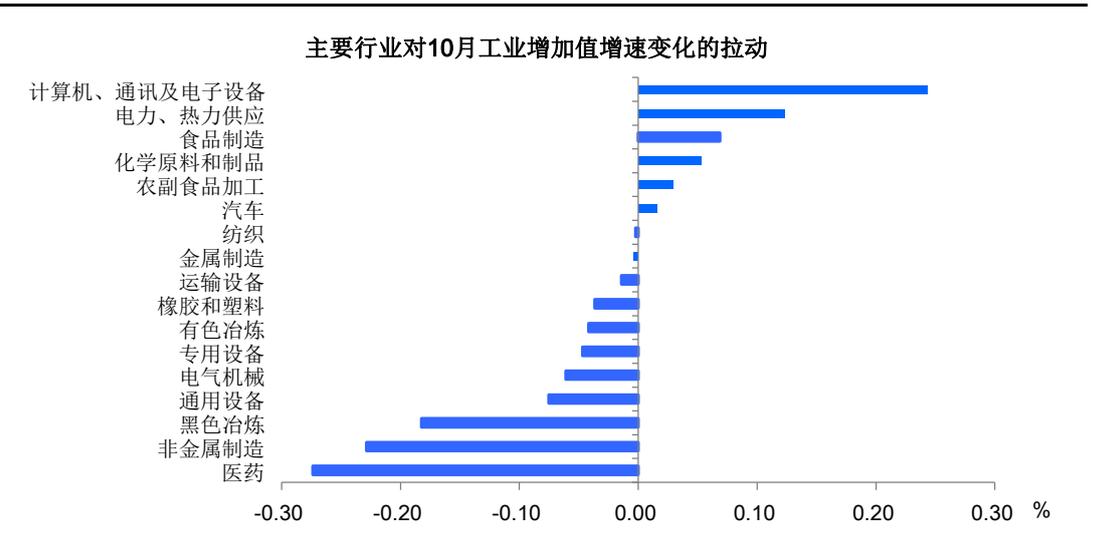
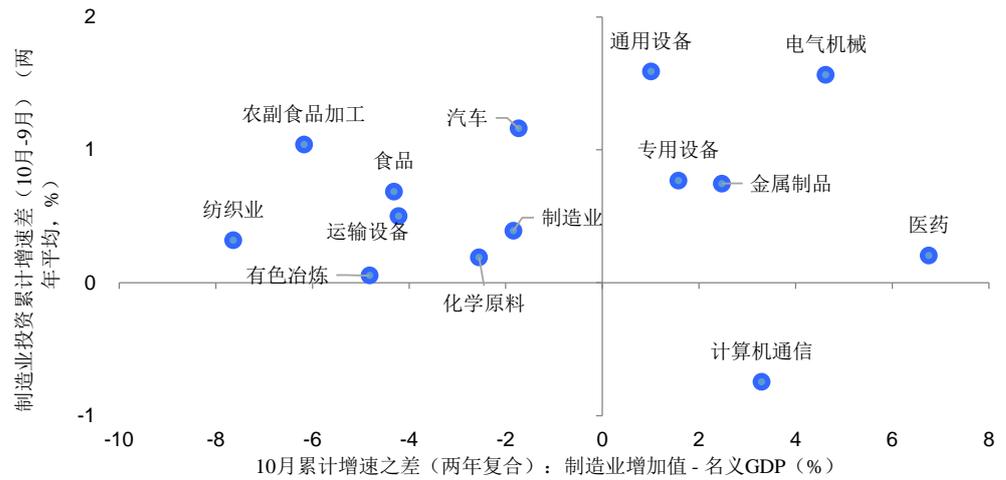
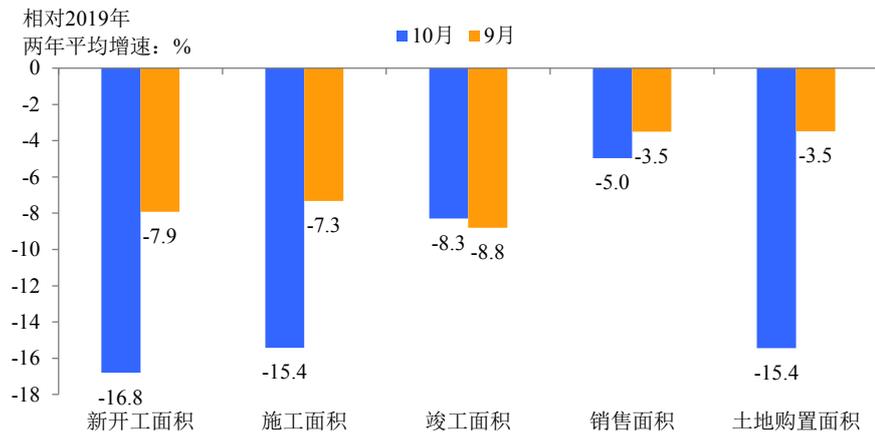


图 3: 2021 年 10 月制造业投资同比增速各行业表现



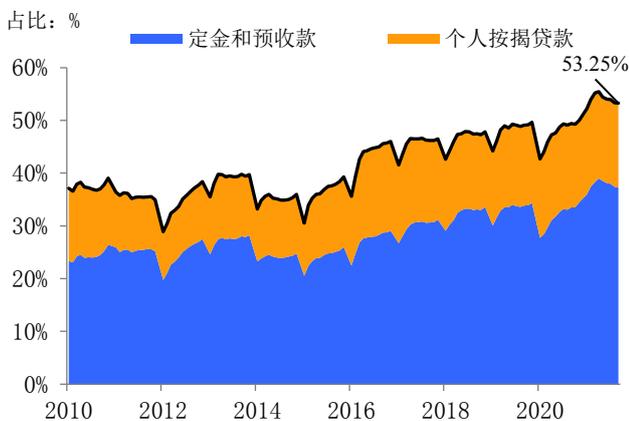
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 10 月房地产投资相关面积指标表现



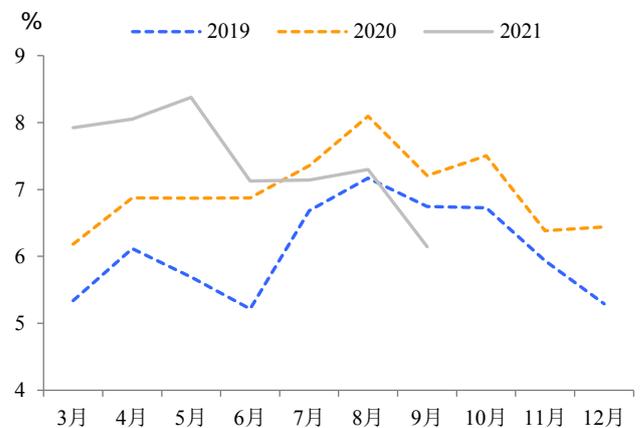
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年定金和按揭贷款是房企的主要资金来源



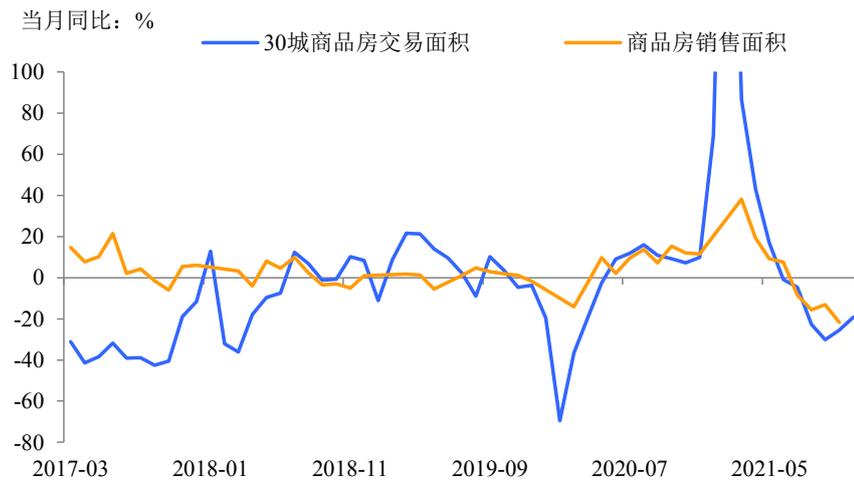
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 商品房销售当月期现比已经出现超季节性下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

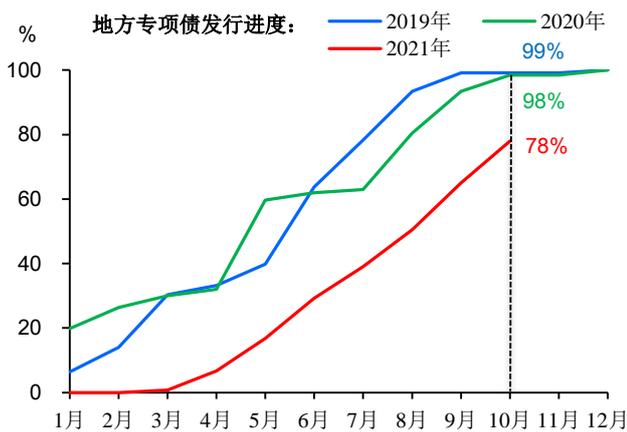
图 7: 随着按揭贷款改善, 商品销售有望边际改善



注: 2021 年 11 月数据截至 11 月 13 日。

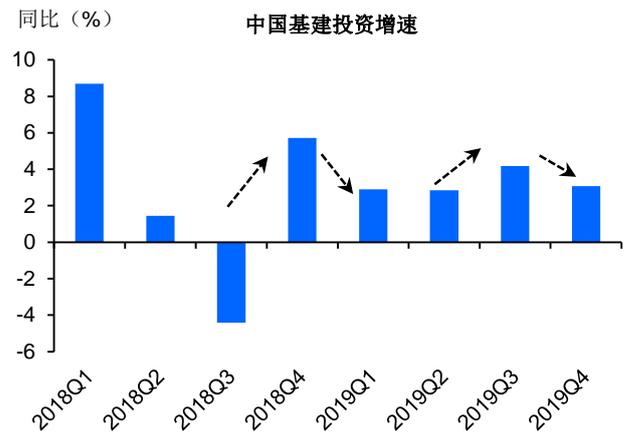
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 10 月地方专项债继续加快发行



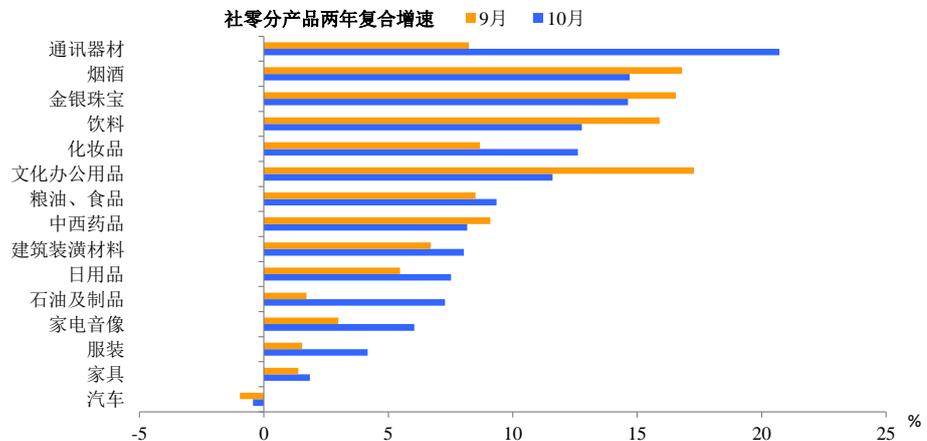
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2018 年以来专项债密集发行后基建投资反弹



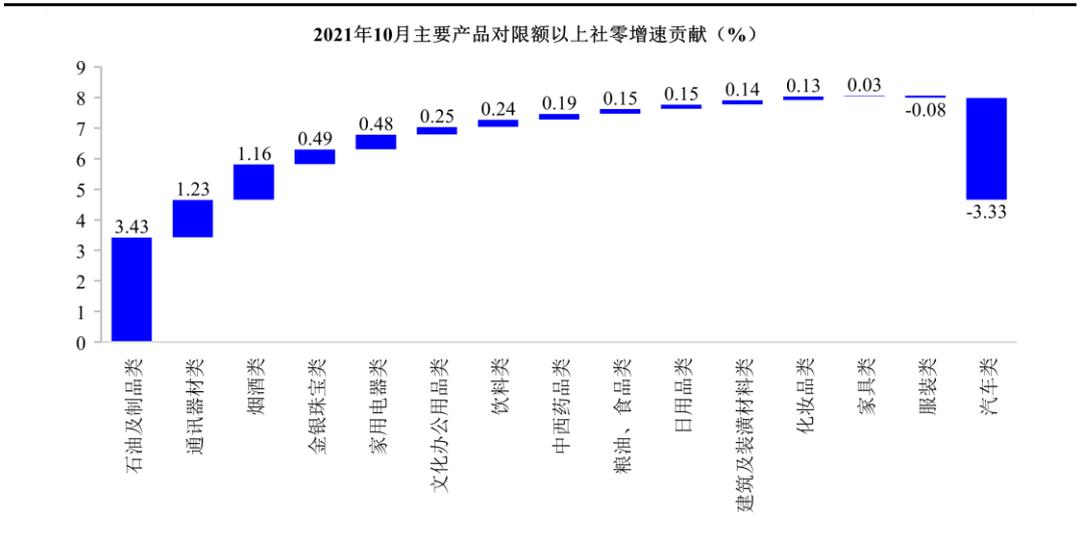
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年 10 月通讯器材销售大幅改善



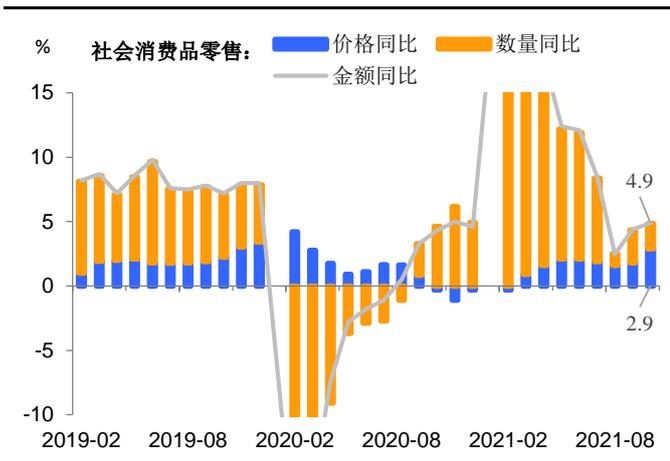
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 石油制品、通讯器材销售对 2021 年 10 月社零形成主要拉动



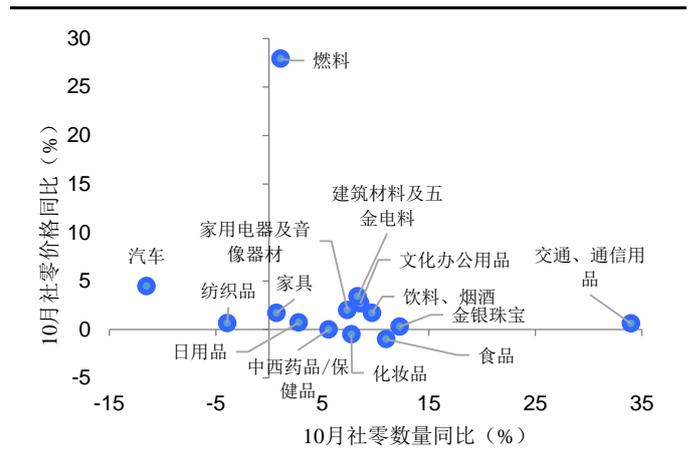
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021 年 10 月价格因素对社零贡献占比提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 燃料 (石油制品)、汽车、建材价格同比较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_29441



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn