



宏观研究

【粤开宏观】从政策寻底到经济寻底： 10 月经济数据解读

2021 年 11 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进 原野 徐凯舟

近期报告

《【粤开证券】房地产税试点落地：原因、影响及可能方向》2021-10-23

《【粤开宏观】本轮全球能源短缺：表现、原因、影响与展望》2021-10-28

《【粤开宏观】土地市场降温，土地财政的未来》2021-11-02

《【粤开宏观】出口回落拐点已近：10 月进出口数据点评》2021-11-07

《【粤开宏观】防范供给冲击推高居民生活成本：10 月通胀数据点评》2021-11-10

摘要

10 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%，预期 3.2%，前值 3.1%；

1-10 月固定资产投资同比增长 6.1%，预期 6.3%，前值 7.3%；

1-10 月房地产开发投资同比增长 7.2%，前值 8.8%；

10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%，预期 3.4%，前值 4.4%。

风险提示：国内疫情反复、供给冲击、出口回落



目 录

一、10 月经济数据有所好转，房地产政策底已现，经济主要矛盾从供给约束转向需求恢复	3
二、供需矛盾趋缓，工业增加值边际回升	4
三、消费连续两个月修复，疫情对消费冲击的影响边际趋弱，但仍远低于疫情前水平	5
四、房地产下行，基建疲软，制造业投资持续回升	6
1、房地产投资趋势性下滑，加速探底；但政策边际松动，“政策底”或已显现	6
2、基建增速持续回落，但随着专项债券资金陆续投入使用，基建投资有望边际改善	8
3、制造业投资稳步回升	9

图表目录

图表 1：10 月工增、消费增速超预期上升	4
图表 2：10 月规模以上工业增加值两年平均增速较 9 月回升 0.2 个百分点	5
图表 3：通讯器材、石油制品、化妆品、家电、服装类消费增长较快	6
图表 4：10 月房地产投资、开工、销售等两年平均增速趋势性下行	7
图表 5：房地产政策调整	8
图表 6：新增专项债发行进度	9
图表 7：1-10 月制造业投资两年平均增长 3.8%，高于 1-9 月 0.5 个百分点	9



一、10 月经济数据有所好转，房地产政策底已现，经济主要矛盾从供给约束转向需求恢复

1、10 月经济数据较三季度有所好转，主要体现在工业增加值、消费两年平均增速上升，与保供行动下放松供给约束（原煤增产）双十一预售（通讯设备生产消费大幅上升）提前至 10 月有关。经济当前总体仍偏弱，房地产投资与销售惯性下行，但已呈现出两个转变：一是处于从政策底到经济寻底的过渡阶段；二是主要矛盾从供给约束逐步转向需求缓慢恢复阶段。两年平均增速来看，工业生产结束了连续 5 个月的下滑趋势，从 9 月的 5.0%回升至 5.2%；消费从 9 月的 3.8%回升至 4.6%，连续 2 个月加快；固定资产投资与上月持平，其中制造业投资逐步恢复，房地产和基建投资持续回落。

2、工业增加值和制造业 PMI 出现背离，主因保供稳价下，采矿业和电热燃水业生产加快。10 月制造业 PMI 总指数和生产指数分别下滑至 49.2%和 48.4%，连续两个月位于收缩区间，使得市场普遍预期 10 月工业生产继续回落。但规模以上工业增加值两年平均同比增速明显回升，采矿业和电热燃水业分别从 9 月的 2.7%和 7.1%回升至 4.7%和 7.5%，制造业则持平于 9 月的 5.0%，表明保供稳价效果显现，但上游原材料价格高位对下游生产仍有一定抑制。随着近期大宗商品价格回落，下游生产或有所好转。

3、社零消费和十一旅游数据、国内疫情反弹等不一致，或因疫情边际影响下降、“双十一”活动提前。文旅部数据显示，2021 年国庆假期，国内旅游人次和收入，按可比口径分别只恢复至疫情前同期的 70.1%和 59.9%。10 月中旬以来国内疫情再次反弹，新增确诊人数高于 9 月。但 10 月社会消费品零售总额两年平均同比增速明显回升，商品零售和餐饮收入分别从 9 月的 4.3%和 0.1%回升至 5.0%和 1.4%。商品零售中，服装鞋帽、化妆品、家电、通讯器材等分项涨幅明显加快，恰好是网上消费的主要品类。不过当前消费恢复仍然偏慢，且“双十一”活动提前或不利于 11 月消费数据。

4、房地产政策底已现，销售与投资寻底。虽然 10 月房地产销售、投资增速仍惯性下滑，但为避免房地产硬着陆，避免误伤居民刚需和正常房企合理融资需求，政策已有所调整。10 月居民中长期贷款新增 4221 亿元，同比多增 162 亿元，一改 5 月以来同比负增态势。多地陆续出台稳地产政策，例如房价限跌令、降低预售门槛、降低购房限制等。受此影响，11 月 8-11 日，申万房地产指数一度大幅反弹 10.1%。

5、基建投资继续回落，但将于今年底明年初形成实物工作量。10 月专项债发行明显加快，但受项目储备、支出滞后等影响，基建投资仍未提速。财政部要求专项债新增额度于 11 月发行完毕，未来基建投资有望企稳。

6、总体来看，明年经济下行压力仍大。房地产销售、投资仍在寻底，出口或将高位回落，基建投资以稳为主，微观主体避险化情绪上升，消费和制造业投资恢复偏慢。保供稳价下 PPI 同比将见顶回落，PPI-CPI 剪刀差缩小。**政策易松难紧，资本市场中，下游必选消费表现或将好于上游周期行业。**


图表1：10月工增、消费增速超预期上升

两年平均同比增速（%）	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
工业增加值（当月）	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5
固定资产投资（累计）	3.8	3.8	4.0	4.3	4.4
制造业投资（累计）	3.8	3.3	3.3	3.1	2.0
房地产投资（累计）	6.7	7.2	7.7	8.0	8.2
基建投资（累计）	1.9	2.0	2.3	2.7	3.5
社会消费品零售总额（当月）	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9

资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、供需矛盾趋缓，工业增加值边际回升

工业生产边际回升，但仍处于较弱水平。10月规模以上工业增加值同比增长3.5%，两年平均增长5.2%，较9月回升0.2个百分点。在9月基数较低的基础上，10月工业增加值环比仅增长0.39%，显示工业企业表现仍偏弱。其中，规上制造业增加值两年平均增长5.0%，与上月持平，显示制造业表现相对乏力。采矿业、电热燃水生产和供应业两年平均增速分别从2.7%、7.1%回升到4.7%、7.5%。

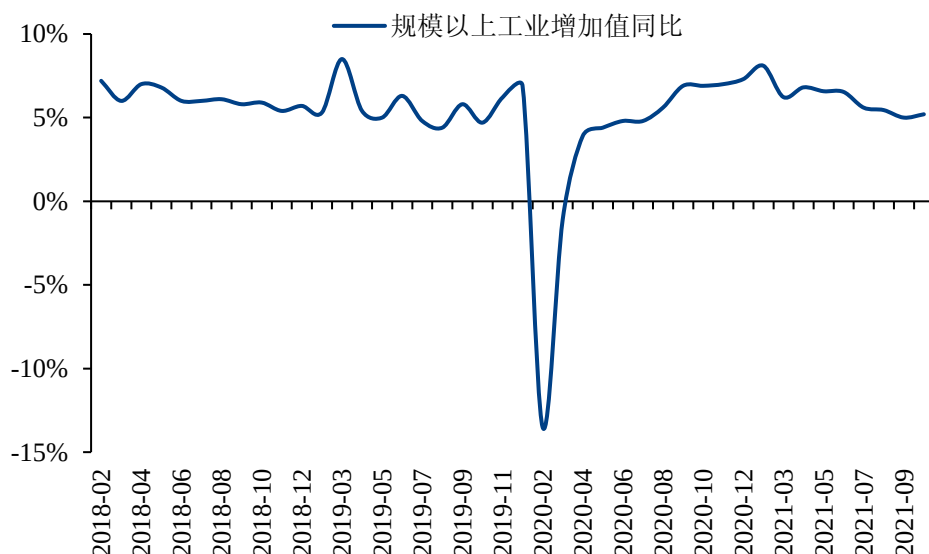
一是部分上游供给约束放松，主要是采煤业提供了工业增加值回升的动力。在煤价高涨的大背景下，主管部门积极推动煤矿产能核增和产量释放，10月中旬全国煤炭日产量达到1150万吨以上，比9月中旬增加120万吨，10月份原煤生产两年平均增速较上月回升3.6个百分点。我们测算，采煤业增加值占工业的4%，能够拉动工业两年平均增速提高约0.15个百分点。受到下半月限电约束放宽的影响，化工业增加值增速也小幅回升，但钢铁、有色行业则未有好转。

二是国内外消费需求上行，对下游行业形成利好。当前外需继续维持高位，10月出口总额、出口交货值两年平均增长27.1%、7.9%，叠加国内商品零售见底回升，两方面终端需求带动纺织、农副产品、食品制造、电子等行业生产回升。10月纺织业增加值、布产量两年平均同比增速高于上月1.8、6.9个百分点，农副产品、食品制造增加值两年平均同比增速高于上月1.4、1.3个百分点，电子制造增加值两年平均同比增速高于上月0.7个百分点。

三是从重点产品看，集成电路、计算机、新能源汽车产量维持高位。10月份，集成电路产量两年平均增长21.3%，高于上月2.4个百分点。微型计算机、新能源汽车产量两年平均同比增速也提高了5.5、19.4个百分点，或受益于国内的芯片短缺在边际上出现小幅缓解。其中，新能源汽车月产量历史上首次达到40万辆，带动全部汽车产量升至4月以来高位。



图表2：10月规模以上工业增加值两年平均增速较9月回升0.2个百分点



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021年为两年平均增速

三、消费连续两个月修复，疫情对消费冲击的影响边际趋弱，但仍远低于疫情前水平

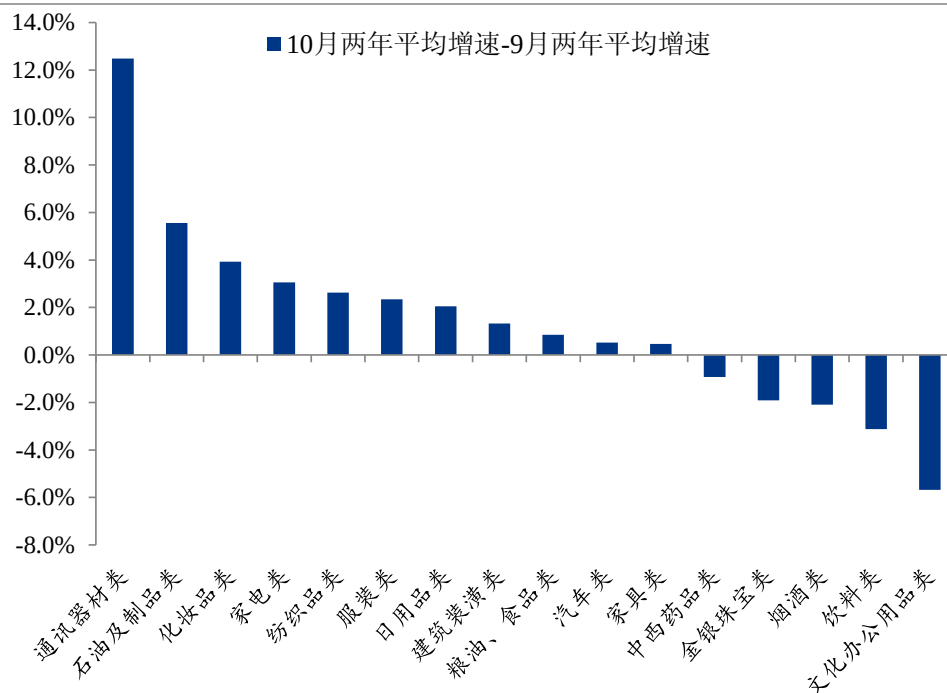
消费恢复韧性继续显现，餐饮、商品消费回升。10月社会消费品零售总额同比增长4.9%，较9月上升0.5个百分点；两年平均增长4.6%，较上月加快0.8个百分点，与上半年月均4.6%的平均增速持平，已经连续两个月回升。剔除价格因素，当月同比为1.9%，较上月回落0.6个百分点；但是两年平均增速看，10月社零实际增速同比为3.2%，较上月提高0.8个百分点。

餐饮服务逐步修复，从接近零甚至负增长的轨道逐步转向正增长，两年平均增速为1.4%，较上月提高1.3个百分点。

商品消费全面复苏，16个公布数据的品类中有11个增速比上月加快。一是通讯器材、化妆品、家电、服装类消费回升显著，两年平均增速分别为20.7%、12.6%、6.0%和5.9%，较9月分别上升12.5、3.9、3.1和2.3个百分点，幅度居前。一定程度上受到双十一预售规则的影响。预售规则下，商家提前备货，订金支付后预售产品提前发货，导致消费前置。二是受到全球能源紧张的影响，石油价格上涨，导致石油制品类商品消费走高，两年平均增速为7.3%，较上月提高5.6个百分点。三是汽车消费两年平均增速为-0.4%，小幅回升0.5个百分点，缺芯的影响仍在持续但逐步减弱。



图表3：通讯器材、石油制品、化妆品、家电、服装类消费增长较快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、房地产下行，基建疲软，制造业投资持续回升

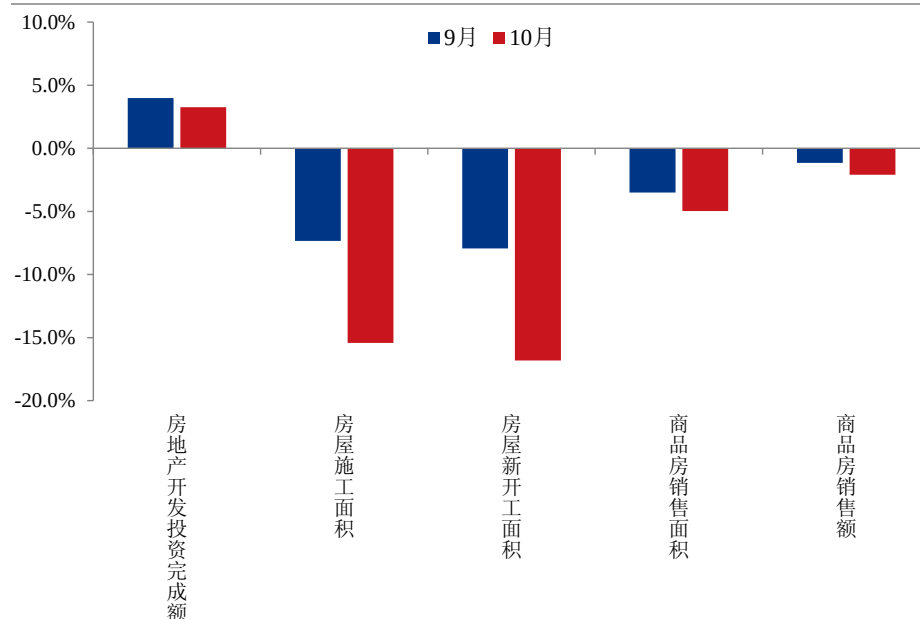
1-10 月固定资产投资完成额两年同比增速为 3.8%，与 1-9 月持平。其中房地产、基建投资下行，制造业投资稳步回升。

1、房地产投资趋势性下滑，加速探底；但政策边际松动，“政策底”或已显现

10 月房地产投资当月两年平均增速为 3.3%，较上月下降 0.7 个百分点，连续 6 个月下滑。房地产税试点的进度加速，叠加前期部分房企巨头的风险事件，增加了潜在购房者的观望情绪，导致房地产销售情况持续恶化。销售面积、销售额两年平均增速分别为-5.0%和-2.1%，较 9 月分别下跌 1.5 和 0.9 个百分点。销售疲软加上信用收缩，房企拿地和开工意愿加速下滑，商品房新开工面积两年平均增速为-16.8%，较上月下降 8.9 个百分点，降幅有所扩大，连续 4 个月为负。



图表4：10月房地产投资、开工、销售等两年平均增速趋势性下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

稳地产政策频出，政策边际松动，执行层面弹性加大。9月底以来，中央各部委和地方政府频繁放出稳地产的政策信号。9月24日央行三季度例会首提“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；10月15日，3季度央行发布会提到“部分金融机构对于30家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解”；10月20日，刘鹤副总理在金融街论坛表示“合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。与此同时，部分地方政府陆续出台了一系列稳地产的政策。例如深圳、广州、中山等地10月下调了房贷利率；黑龙江调低了土地增值税预征率；哈尔滨增加公积金广度，降低购房门槛，放宽二手房公积金贷款房龄年限等。受相关政策影响，10月信贷结构中居民中长期贷款同比从少增转为多增，同时11月初房地产板块指数大幅反弹。

值得一提的是，“房住不炒”的政策框架并没有实质性变化，政策边际松绑，并不意味着政策转向，仅意味着在执行层面做了纠偏，未来房地产投资仍将惯性下滑，但政策力度不会再大幅加码。

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_29443

