

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

报告原因：事件点评

修复有限，压力仍在

——2021 年 10 月经济数据点评

2021 年 11 月 15 日

宏观研究/点评报告

事件

- 11 月 15 日，国家统计局公布 10 月经济数据。

主要观点

- **10 月，工业生产略好于 9 月，需求端房地产投资是最大拖累项。**

10 月工业增加值同比仍然受到了限电控能的影响，并且 10 月下旬的疫情对服务业产生了负面影响。需求端中，除了房地产投资同比继续恶化外，出口、消费、基建投资以及制造业投资最近 2-3 个月表现平稳，韧性得到确认。总体看，四季度经济增速较三季度边际变化不大。

- **房地产投资改善概率有限，需求端仍将承压。**在疫情防控常态化下，外生冲击对短期经济的影响大于需求端的内生拉动。后续除房地产外，制造业投资同比或也将进入下行周期。这意味着最早到明年，需求端有进一步收缩可能。如果不考虑外生冲击的变化，经济增速仍有较大压力。

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号

中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

1. 事件回顾.....	3
2. 10 月经济数据分析.....	3
2.1 生产端：限电控能对工业冲击较大.....	3
2.2 需求端：消费回升，投资分化.....	3
3. 10 月经济数据的启示.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：工业增加值同比走势	4
图 2：社零同比走势	4
图 3：房地产投资同比走势	5
图 4：房地产销售同比走势	5
图 5：基建投资同比走势	6
图 6：制造业投资完成额同比走势	6

1. 事件回顾

11月15日，统计局发布10月份经济数据。工业增加值同比略好于9月，而社零、基建投资和制造业投资同比基本维持稳定，房地产投资同比继续恶化。

2. 10月经济数据分析

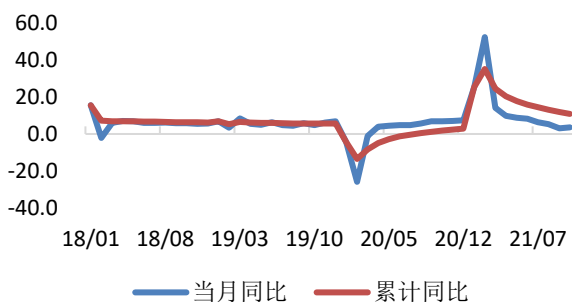
2.1 生产端：限电控能对工业冲击较大

工业增加值同比小幅回升。10月工业增加值当月同比3.5%，前值3.1%，仍处于疫情后的各月份较低水平，两年平均增长5.2%，较上月回升0.2个百分点。限电控能依然影响工业增加值，分大类行业看，采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业同比上升幅度较大。在电力供给短缺下，上游煤炭开采和电力生产都积极增加供给。而制造业增加值同比变化不大，已公布的行业中，高耗能行业同比均有所走低，而食品工业和计算机通信制造业同比上升。我们此前也判断，10月份工业仍将受到限电控能的影响，11月份工业或受到限电和疫情影响，同比仍难有幅度较大修复。如果各地控能目标在11月份达成，工业增加值同比有望在12月出现明显改善。

2.2 需求端：消费回升，投资分化

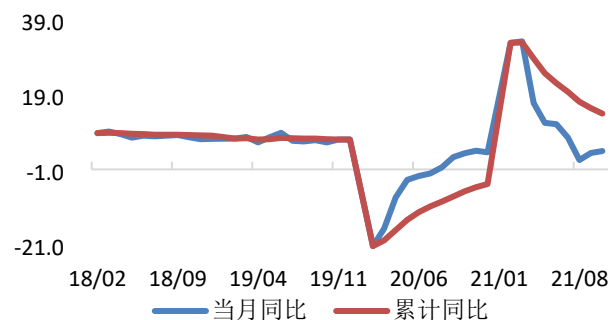
社零同比进一步恢复。社零10月当月同比4.9%，前值4.4%，较上月进一步回升，两年平均增速4.6%，较上月增长0.8个百分点。分商品看，服装、化妆品、通讯器材类等非耐用可选类商品零售同比上升，或与今年的“双十一”预售期相关。受油价上行和基数偏低的影响，石油及其制品类零售同比上升幅度加大。家电和建筑装潢零售同比继续回升，进一步验证了我们之前对于四季度家电零售增长的预测。汽车零售同比依然表现低迷，仍是社零同比最主要拖累项。根据房地产销售、M1等指标的提示，短期汽车零售同比难有恢复。餐饮收入同比增长2.0%，同比较上月下降，两年复合同比增长1.4%，较上月升高。虽然10月份包含十一假期，但下半月疫情的出现影响了餐饮消费的修复。并且我们也看到，10月份无论是服务业PMI还是服务业生产指数同比，均较9月份边际下降。总体看，社零的修复仍然以除汽车外的可选类商品消费为主，在疫情防控要求下，服务类消费或仍较为低迷。

图 1：工业增加值同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：社零同比走势



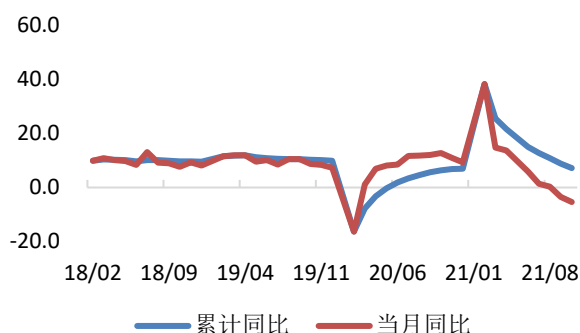
数据来源：Wind，山西证券研究所

10 投资延续 9 月趋势。固定资产投资 10 月累计同比 6.1%，前值 7.3%，隐含当月同比-2.9%，前值-2.5%。

总体看，投资同比变化幅度不大，在去年四季度投资明显走强的背景下，10 月投资当月同比边际走弱主要反映了基数效应。从三大投资同比来看，与 8-9 月的方向相同，房地产投资拖累整体投资，制造业投资表现偏强，基建投资则变化不大。

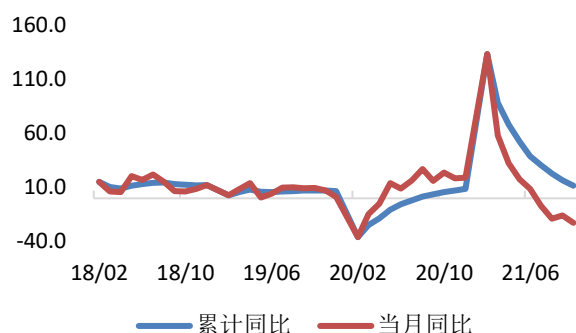
房地产投资当月同比继续恶化。房地产投资 10 月隐含当月同比-5.4%，前值-3.5%。10 月竣工的隐含当月同比继续大幅走低，我们曾提示，考虑到过去一年来竣工增速在持续高于新开工增速的情况下一直保持高位，9 月份很可能是竣工增速拐点的信号，10 月竣工增速强化了我们的预期。并且在竣工增速连续大幅走弱的情况下，施工同比再次大幅走弱。房地产销售隐含当月同比录得疫情后数据新低，在房地产销售低迷下，房地产企业资金来源隐含当月同比重新转负。从 11 月份高频数据来看，房地产成交有所回暖，同时行业政策底隐现。预计房地产销售端和资金端接近触底，但投资端通常会滞后于资金端。并且，如果当前房地产企业对未来信心较差，主动减少新开发楼盘项目上马规模，新开工增速持续低迷，那么本轮房地产投资底滞后资金底的时长或长于过往周期。从这点来看，后续一段时间内，房地产投资同比大概率仍表现低迷。

图 3：房地产投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势

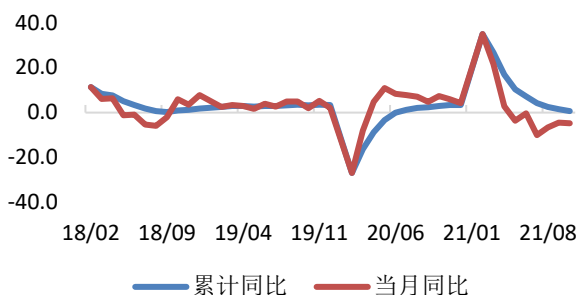


数据来源：Wind，山西证券研究所

基建投资修复暂缓。基建投资 10 月隐含当月同比-4.8%，前值-4.5%。从分项来看，基建投资分项结构再次出现反转，9 月当月同比上升幅度较大的电力、热力、燃气及水的生产和供应业和水利、环境和公共设施管理业在 10 月下降，但 9 当月同比下降幅度较大的交通运输、仓储和邮政业在 10 月上升。我们看到，去年专项债同样在 8-10 月集中发行，且发行量大于今年。这导致去年基建投资同比在 10 月偏高，而 10 月之后逐渐走低。所以，10 月基建投资同比小幅走弱主要受到基数走高的影响，11-12 月基建投资同比仍有概率修复。

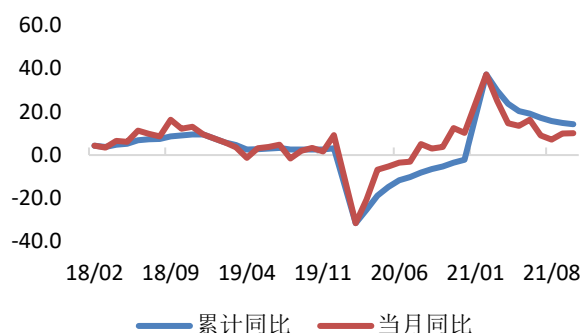
制造业投资同比保持稳健。制造业投资 10 月隐含当月同比 10.1%，前值 10.1%，两年复合当月继续升至 6.9%，前值 6.4%。分行业看，电气机械及器材制造业投资当月同比表现较为突出，这与该行业近期出口强势相关性较大。但是计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比出现一定幅度回落，不过近期电子设备无论是出口还是国内消费都没有明显弱化，该行业投资单月走弱是否成为趋势还需观察。除此外，与建筑投资相关的行业，如非金属矿物制品业、金属制品业、设备制造业当月同比都有一定程度回升。不过考虑到房地产施工持续偏低迷，这些行业投资同比单月走强持续性存疑，或仅与工业品价格走升相关。对于制造业投资后续走势，我们认为去年制造业投资当月同比在 11 月份跳升，在基数压力下，意味着即使制造业投资动能保持稳健，但同比也可能因基数效应回落。并且，随着 PPI 同比触顶，价格对投资同比的支撑也将减弱。

图 5：基建投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 10 月经济数据的启示

边际变化来看，10 月数据或确认了 9 月份为短期经济底部。从单月数据来看，10 月份经济各分项的变化方向基本是 9 月的延续。从供给端来看，分行业变化基本与 9 月相同，说明主导 10 月份工业增加值变化的主要因素仍然是限电控能。但 10 月份的工业增加值总量略好于 9 月份，同时考虑到限电控能或接近结束，对工业负面影响将有所缓解，工业生产已接近短期低点。我们曾在此前的季度展望和月度数据点评中提到，四季度经济好于三季度经济的一个重要条件是国内疫情不再出现较大规模扩散。但 10 月中下旬开始，国内疫情又出现一波散发疫情，这必然会影响四季度经济。我们已经从各类表征服务业的指标看到，这轮疫情已经对服务业产生了实质冲击。因此总体来看，四季度经济仍不乐观。

房地产投资成为当前需求端最大拖累，但未来短期内，房地产投资改善概率有限。从需求端分项来看，除了房地产投资在 10 月份继续恶化外，出口、消费、基建投资以及制造业投资近两个月均表现平稳。从这个角度讲，短期经济关键在于房地产投资。虽然近期房地产政策有松动迹象，但房地产企业信心修复还需

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_29564

