

10 月数据预测: 消费降、地产弱, 经济表现分化

核心观点

10 月经济动能整体偏弱, 供需两端均有所收缩。供给端, 疫情反复导致整车货运物流指数有所回落, 房地产投资偏弱影响地产链生产强度, 预计 10 月工业增加值同比增长 5.6%, 较前值有所回落。需求端, 疫情多发散发导致物流和人员流动强度下降, 线下消费修复受阻, 汽车消费增速亦有所回落; 投资方面表现依然分化, 基建和制造业延续高增长, 地产投资仍在磨底。

经济尚未回到合理增长区间, 9 月调查失业率 5.5% 处于阈值上限水平, 结合 10 月 PMI 表现, 我们认为稳增长、保就业仍是近期政策首要目标。权益市场方面, 预计 A 股行情将表现为结构化特征, 看好制造业强链补链 (半导体和机床母机) 和“新能源+”。固定收益方面, 预计 10 年期国债收益率在 2.6%-2.8% 之间震荡。

□ 工业生产弱复苏, 疫情地产是压制

房地产投资偏弱仍是影响工业生产强度的主要变量, 同时 10 月国内疫情仍有反复, 供应链总体稳定但物流有所回落, 对工业或有小幅负面影响。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数, 我们预计 10 月规模以上工业增加值同比+5.6%。

□ 投资增速加快, 制造业投资保持高增速

预计 1-10 月全国固定资产投资 (不含农户) 累计增速为 5.8%。其中, 制造业投资累计增速 10.0%, 基建投资同比增长 8.8%, 房地产开发投资同比增速-8.3%。制造业投资增速与上月持平, 延续高增速, 地产投资仍处在探底阶段, 基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。预计全年制造业投资保持 10% 左右增速, 高技术制造业延续 20% 以上增速。

□ 疫情扰动持续, 就业压力仍存

预计 10 月全国城镇调查失业率为 5.5%, 与前值持平, 仍位于阈值上限水平。一方面, 7 月份以来全国疫情一直保持多地散发、多地频发的态势, 对就业产生一定影响, 尤其对就业稳定性相对较低的岗位形成冲击。另一方面, 工业企业利润增速连续回落, 产能利用率整体下行, 10 月 PMI 指数再次跌入收缩区间, 其中从业人员指数回落幅度较大, 用工需求有所收缩。

□ 物价压力不大, PPI 同比转负

预计 10 月 CPI 环比+0.3%, 同比 2.4% (前值+2.8%), 猪肉价格持续上攻, 菜价回落与之对冲, 疫情抑制核心 CPI 修复, CPI 同比回落, 物价向上压力不大。预计 10 月份 PPI 环比-0.1%, 同比-1.7% (前值+0.9%), PPI 同比转负。全球经济衰退迹象加深, 我国经济动能偏弱, 工业品价格跌多涨少, 能源价格保持韧性, 钢材、有色金属、工业原料等中游品种价格持续下行。

□ 社零连续回落, 仍受疫情压制

预计 10 月社会消费品零售总额同比+1.5%, 前值 2.5%, 受疫情多发散发影响, 社零增速连续回落。一方面 10 月疫情仍然呈现“点多、面广、频发”态势, 人员与物的流动受到较大阻碍, 国庆旅游与票房等数据表现不佳; 另一方面, 车市快速增长态势在政策拉动进入平稳期、受疫情影响的市场规模扩大等因素影响下发生变化, 销量增速放缓。

□ 汇率贬值仍有利好, 关注进出口韧性

预计 10 月人民币计价出口当月增速 10.3%, 贸易顺差 875 亿美元。我们继续提示, 对我国出口无需过度悲观, 海外供给受到多重挑战, 供给优势奠定我国出口

分析师: 李超

执业证书号: S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师: 孙欧

执业证书号: S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师: 张迪

执业证书号: S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师: 林成炜

执业证书号: S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师: 张浩

执业证书号: S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理: 潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《10 月 PMI: 疫情扰动持续, 经济动能偏弱》 2022.10.31
- 2 《万里风云, 峰回路转——2023 年宏观年度策略报告》 2022.10.31
- 3 《欧央行坚决抗通胀, 加息后关注缩表可能——10 月欧央行议息会议传递的信息》 2022.10.28

韧性。预计 10 月人民币进口同比增速 8.2%，内疫与地产仍是影响进口的关键变量。重点提示，继续关注汇率贬值效应对进出口数据的支撑，韧性较强。

□ 预计 10 月金融数据回落压力大

预计 10 月人民币信贷新增 6000 亿元，同比少增约 2300 亿元，对应增速较前值回落 0.1 个百分点至 11.1%，10 月本身为信贷小月，在此基础上对信贷相对悲观主因是 10 月疫情冲击经济活动尤其是居民消费、房地产销售数据仍然低迷，且 10 月数据或受 9 月透支影响；为稳定信贷，10 月末银行再现“冲票据”，映射信贷偏弱。预计 10 月社融新增 1.3 万亿，同比少增约 3100 亿元，增速较前值降 0.1 个百分点至 10.5%。结构中，同比少增来自政府债券、信贷、未贴现票据，委托贷款、信托贷款仍可实现同比多增。10 月信贷低迷、财政收支关系改善叠加去年基数走高或使 M2 增速回落，预计较前值回落 0.4 个百分点至 11.7%。预计地产销售和居民消费较弱不利于 M1 增速，但去年基数走低，预计 10 月 M1 增速较前值 6.4% 微升至 6.5%。我们认为，当前疫情和地产风险事件对经济基本面的扰动仍具不确定性，货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，未来存在进一步降低 5 年 LPR 的概率，但政策利率调降难度大，核心是考虑汇率及国际收支压力。

□ 风险提示

疫情超预期恶化；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

正文目录

1 疫情形势严峻，经济动能偏弱	5
2 工业生产弱复苏，疫情地产是压制	5
3 固定资产投资增速相对稳定，制造业投资保持高增速	5
3.1 政策端持续重视，制造业维持高增长	6
3.2 预计 10 月地产投资累计增速-8.3%，年内累计增速尚未见底	7
3.3 保持平稳增长，基建维持韧性	8
4 疫情扰动持续，就业压力仍存	10
5 物价压力不大，PPI 同比转负	12
5.1 猪肉鲜菜对冲，CPI 同比回落	12
6 社零连续回落，仍受疫情压制	13
7 贬值仍有利好，关注进出口韧性	14
8 预计 2022 年 10 月信贷新增 6000 亿，社融新增 1.3 万亿，增速分别为 11.1%和 10.5%	17
风险提示	19

图表目录

图 1: 制造业投资持续引领投资需求修复.....	6
图 2: 固定资产投资各领域 9 月当月同比增速.....	6
图 3: 地产净停工面积估算.....	8
图 4: 螺线差显著回升, 反映基建需求改善.....	10
图 5: 10 月疫情多发散发 (单位: 例)	10
图 6: 工业企业利润连续 6 个月回落.....	10
图 7: 16-24 岁调查失业率趋势上升	11
图 8: 制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人.....	11
图 9: 预计 10 月全国城镇调查失业率为 5.5%, 与 9 月持平	11
图 2: 10 月猪肉价格持续上行.....	12
图 3: 豆粕价格显著上涨.....	12
图 2: 动力煤价格 9 月以来持续上涨.....	13
图 3: 秦皇岛港口煤炭库存水平较低.....	13
图 7: 10 月整车货运指数有所回落.....	13
图 8: 10 月地铁客运量出现显著下滑趋势	13
图 10: 进出口数据仍有韧性.....	14
图 11: 海外经济频发罢工事宜, 冲击生产制造、物流运输等供给体系	16
图 12: 近期全国新增确诊走势, 10 月又有小幅反弹 (单位: 例)	16
图 13: 克强指数侧面印证“内需”低迷	16
图 14: 票据转贴利率-同业存单利率利差与信贷增速有明显的正相关.....	18
图 15: 10 月末票据-同业存单利差大幅下行.....	18
表 1: 9 月高技术制造业当月同比增速较快 (单位: %)	7
表 2: 国庆节前夕, 全国多地举行重大项目集中开工签约	9
表 3: 10 月宏观经济数据预测.....	20

1 疫情形势严峻，经济动能偏弱

10 月经济动能整体偏弱，供需两端均有所收缩。供给端，疫情反复导致整车货运物流指数有所回落，房地产投资偏弱影响地产链生产强度，预计 10 月工业增加值同比增长 5.6%，较前值有所回落。需求端，疫情多发散发导致物流和人员流动强度下降，线下消费修复受阻，汽车消费增速亦有所回落，预计 10 月社零增速进一步下探到 1.5%；投资方面表现依然分化，基建和制造业延续高增长，地产投资仍在磨底。

三季度 GDP 同比+3.9%，相较 5%左右的潜在产出增速仍有一定距离，9 月调查失业率 5.5%，回到阈值上限水平，结合 10 月 PMI 的表现，我们认为稳增长、保就业仍是近期政策的首要目标。权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计 10 年期国债收益率在 2.6%-2.8%之间震荡。

2 工业生产弱复苏，疫情地产是压制

房地产投资偏弱仍是影响工业生产强度的主要变量，同时 10 月国内疫情仍有反复，供应链总体稳定但物流有所回落，对工业或有小幅负面影响。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数，我们预计 10 月规模以上工业增加值同比增速为 5.6%。

10 月工业生产景气有所分化，地产弱复苏仍压制工业复苏强度，基建制造业投资对工业生产有所支撑。从高频数据上看，10 月地产销售数据有所企稳但改善偏弱，房地产弱复苏导致上游的黑色系开工率、达产率及产量均有所走弱。此外，汽车半钢胎、全钢胎开工率均有所回落，PTA 产量强于去年同期。10 月南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量环比大幅回落，体现高耗能行业生产有所回落。

除地产外的其他内需方面亦呈现分化态势，稳增长基建投资持续发力，水泥发运率高位运行，水泥价格持续抬升有所体现，基建投资向好对工业生产有所支撑，制造业投资保持较高景气，但消费受疫情扰动仍有压制，出口受外需走弱影响难有前期高景气，终端消费不足且工业总体库存维持高位对工业生产有不利影响。

10 月国内疫情反复涉及面较大，虽总体可控但对城市之间人的流动、供应链的效率有所冲击。货运物流方面，10 月整车货运流量指数环比上月有所回落，10 月供应商配送时间指数为 47.1%，比上月下降 1.6 个百分点，制造业原材料供应商交货时间继续放慢。24 个城市地铁客流量环比、同比均大幅回落，国内航班执飞再次下探，环比上月下滑约 22%，同比下降约 61%。在人的流动放缓冲击下，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业 10 月商务活动指数低位回落，业务总量下降。

3 固定资产投资增速相对稳定，制造业投资保持高增速

预计 1-10 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 5.8%。其中，制造业投资累计增速预计 10.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）预计同比增长 8.8%，房地产开发投资预计同比增速-8.3%。制造业投资增速与上月持平，地产仍处在探底节奏，基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。

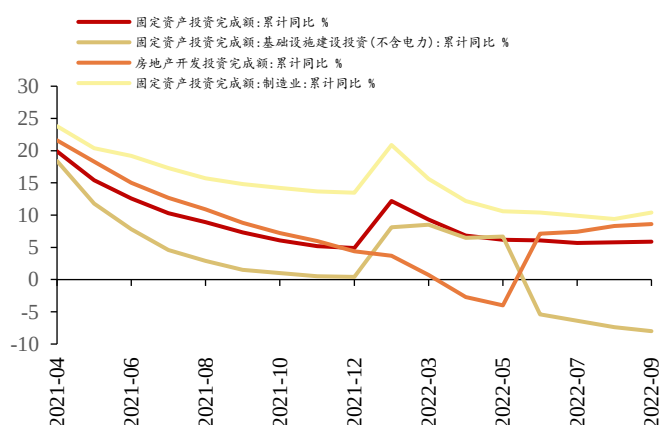
第一，固定资产投资增速加快，制造业投资稳中有升。1-9 月份，制造业投资同比增长 10.1%，增速高于全部投资 4.2 个百分点。最值得关注的是，外生产业政策驱动的资本开支成为制造业投资的核心增量，高技术制造业投资保持良好增势，1-9 月份，高技术产业投资

同比增长 20.2%，增速与 1-8 月份持平。高技术制造业投资同比增长 23.4%，增速比 1-8 月份加快 0.4 个百分点，比全部制造业投资增速高 13.3 个百分点。其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 26.5%，计算机及办公设备制造业投资增长 12.6%。

第二，政策驱动带动基建保持高增速。三季度以来经济下行压力依旧较大，增量政策持续加码。7 月政治局会议要求合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。8 月底国常会进一步部署，在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度；依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕，结合各省 Q4 专项债发行计划和近期高频发行日来看，10 月中旬已经有显著提速，同时 10 月 28 日央行发布《国务院关于金融工作情况的报告》指出未来将继续支持基础设施和重大项目建设。用好用足政策性开发性金融工具，支持重大项目资本金尽快到位，稳步扩大 REITs 试点范围，促进盘活存量资产。我们认为，一系列增量政策效果的落地有望支持后续基建维持较高增速。

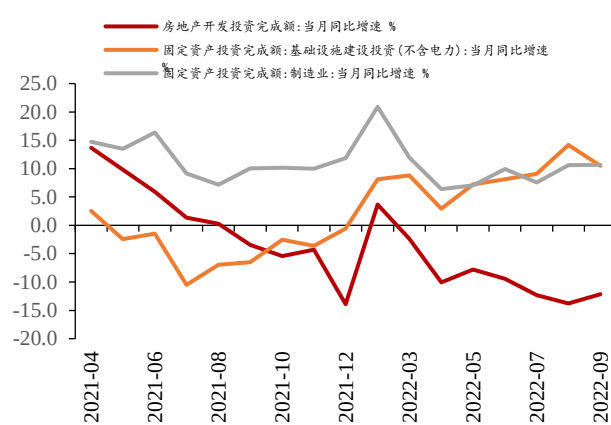
第三，地产投资下行压力仍未缓解。1-9 月地产投资累计增速-8.0%，与我们-8.0%的预测值完全一致。9 月当月增速-12.1%，相较前值小幅反弹。停工停贷仍是当前地产核心矛盾，竣工增速跌幅持续收敛但整体停工状况未有明显好转意味着可能有增量停工楼盘仍在出现。在此背景下，我们认为未来地产投资仍然面临下行压力，累计增速尚未见底。

图1：制造业投资持续引领投资需求修复



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图2：固定资产投资各领域9月当月同比增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3.1 政策端持续重视，制造业维持高增长

预计 1-10 月份制造业投资累计增速为 10.0%，总体来看，制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据以及信贷、社会融资规模等货币金融因素影响，持续保持高增速，是固定资产投资的重要支撑。

第一，高技术制造业投资快速增长，拉动制造业投资稳中有升。1-9 月份，高技术产业投资同比增长 20.2%，增速与 1-8 月份持平。高技术制造业投资同比增长 23.4%，增速比 1-8 月份加快 0.4 个百分点，比全部制造业投资增速高 13.3 个百分点。其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 26.5%，计算机及办公设备制造业投资增长 12.6%，预计今年高技术产业投资同比增速将维持在 20.0%左右的高增长。

第二，政策端持续重视，推动制造业投资快速增长，9月29日国家发改委表示，一是会加紧出台2022年版《鼓励外商投资产业目录》。新版《目录》将进一步扩大鼓励范围，引导外资投向制造业、生产性服务业等重点领域，以及中西部和东北地区。二是会出台制造业引资专项政策，将发布以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的政策措施，加强投资服务，提升引资质量，扩大制造业外资流入。三是推进重大外资项目落地实施。进一步完善重大外资项目工作专班机制，推动前五批标志性重大外资项目加快实施，适时推出第六批具有牵引带动作用的重大外资项目。四是加强外商投资服务。10月28日央行发布国务院关于金融工作情况的报告，指出未来将继续强化经济转型升级金融支持。引导更多资金投向先进制造业、战略性新兴产业，更好服务关键核心技术攻关企业和“专精特新”企业。创新绿色金融产品和服务。政策端持续重视将推动制造业持续保持高速增长，成为拉动经济增长的支柱变量。

第三，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资两条主线。当前，我国制造业正处在新一轮爬坡过坎的关键时期，制造业投资作为中国固定资产投资的主引擎，有望成为新制造稳增长的最强变量。我们认为，强链补链、固链稳链等产业政策将驱动技术改造投资保持较高增速，而产业基础再造工程项目的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，带动厂房、机器、设备等资本开支。因此，制造业投资增速大概率保持较强韧性，蕴藏较大市场预期差。

我们认为，随着国内需求修复及工业企业利润逐步回升，企业将由主动去库转向被动去库，进一步带动制造业投资增速持续增长。展望2022年全年，我们认为制造业投资将会延续上一年的强劲态势，在2022年持续引领固定资产投资。我们重点提示，强链补链和产业基础再造已成为制造业投资的新动能，当前已积累较大的市场预期差。我们预计，2022年制造业投资是经济增长的主引擎。

表1：9月高技术制造业当月同比增速较快（单位：%）

行业名称	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
制造业	10.7	10.6	7.5	9.9
其中： 农副食品加工业	20.9	15.8	12.1	11.6
纺织业	1.0	-9.1	7.8	9.4
化学原料及化学制品制造业	27.9	31.8	20.3	20.0
医药制造业	8.1	8.4	11.3	-0.9
有色金属冶炼及压延加工业	19.3	21.5	13.5	3.1
金属制品业	12.1	7.9	7.2	9.1
通用设备制造业	15.5	13.3	5.3	14.7
专用设备制造业	15.0	7.6	15.9	11.2
汽车制造业	11.4	36.2	15.5	3.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-14.3	-4.7	1.2	14.4
电气机械及器材制造业	45.3	45.5	39.5	36.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	26.9	19.3	11.6	15.4

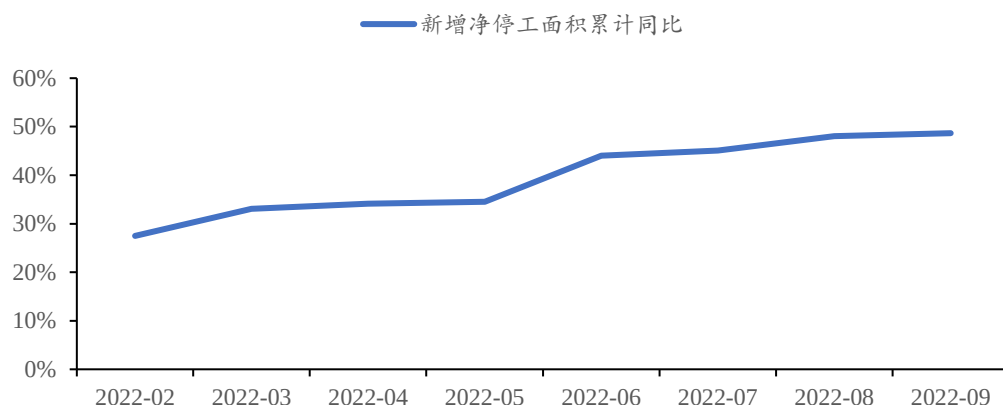
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 预计10月地产投资累计增速-8.3%，年内累计增速尚未见底

预计2022年1-9月房地产开发投资累计增速为-8.3%，从目前的停工状况来看，年内地产投资可能仍将承压。根据统计局定义，房屋施工面积包括本期新开工的面积、上期跨入本

期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。根据定义，我们可以近似得到当月累计新增的净停工面积=去年末施工面积-去年末竣工面积+当月累计新开工面积-当月累计施工面积。经估算，从6月起年内新增的净停工面积累计同比增速明显抬升，9月状况相较前值仍有未明显改善。针对这一现象我们认为主要与当前的纾困措施主要针对存量停工项目相关，竣工增速跌幅持续收敛但整体停工状况未有明显好转意味着可能有增量停工楼盘仍在出现。在此背景下，我们认为未来地产投资仍然面临下行压力，累计增速尚未见底。

图3：地产净停工面积估算



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

9月末以来需求侧组合拳持续发力，但10月以来地产销售增速改善并不明显。截至10月30日，30大中城市商品房成交面积累计同比增速-29.55%，相较9月末水平-30.4%改善并不明显。我们认为原因在于当前停工状况尚未出现根本性改善，市场预期未扭转前需求侧刺激难以发挥实际效果。

土地市场方面，我们前期持续指出2022年土地市场（尤其是集中供地城市）呈现出了对国有平台的高度依赖（包括央企、地方国企以及城投平台等），已举行的第三批集中供地城市中国有平台拿地比例全部超过60%。近期财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126号），其中指出：“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。”在此背景下，局部区域国企托底土地市场的能力可能受到约束；综合考虑“集中供地”模式对企业资金要求较高，未来集中供地模式可能存在进一步调整和优化的可能性。

2.2 保持平稳增长，其建维持韧性

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_48167

