

政策调整效果显现，10 月经济下行压力缓解

—— 2021 年 10 月宏观数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：2021 年 10 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%，前值 3.1%；1-10 月固定资产投资累计同比增长 6.1%，1-9 月为 7.3%；10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%，前值 4.4%。

主要观点：10 月煤、电增产保供政策发力，局部疫情对消费冲击较弱，出口延续强势，宏观经济下行势头得到遏制。但目前经济增长动能整体依然偏弱，后续在房地产融资环境改善过程中，宏观政策仍将向稳增长方向倾斜。

工业生产方面，10 月工业生产动能改善主因双控纠偏、保供稳价等供给端政策发挥作用。受制于总需求疲软，10 月工业生产增速仍处在偏低水平，尤其是在工业中占比约八成的制造业生产扩张仍显乏力。

投资方面，1-10 月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资动能止住下滑势头。当月商品房销售下行加快，房地产投资连续两个月同比负增长；不过，在政策面支持下，10 月制造业投资两年平均增速恢复上行；宏观政策向稳增长方向微调，基建投资两年平均增速保持稳定。

消费方面，10 月社零同比和两年平均增速均有所反弹，表明当前这轮疫情带来的冲击不大。不过，疫情反复导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在，当前消费修复整体偏弱。

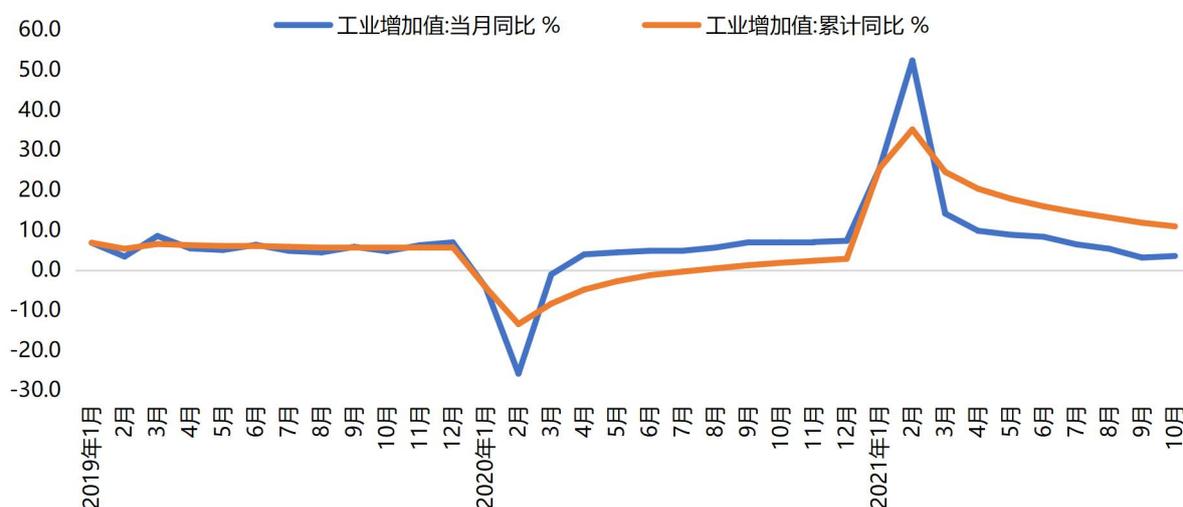
展望未来，房地产融资环境回暖后，宏观风险将得到有效遏制，但楼市及房地产投资还将经历一段下行期。我们预计，在就业稳定的背景下，接下来稳增长政策力度将较为适度，工业生产、消费和投资将保持温和修复势头。整体上，未来一段时间宏观经济还将面临一定下行压力，政策面易松难紧。

具体分析如下：

一、工业生产：10月工业生产动能改善主因双控纠偏、保供稳价等供给端政策发挥作用，而非需求端改善带动。受制于总需求疲软，10月工业生产增速仍处在偏低水平，尤其是在工业中占比最高的制造业生产扩张仍显乏力。

10月工业增加值同比增长3.5%，增速较上月反弹0.4个百分点，撇除基数影响的两年平均增速也从上月的5.0%回升至5.2%，反映当月工业生产动能与上月相比边际改善。这也体现在10月工业增加值经季调后的环比增速为0.39%，较上月小幅加快0.08个百分点。

图1 规模以上工业增加值增速



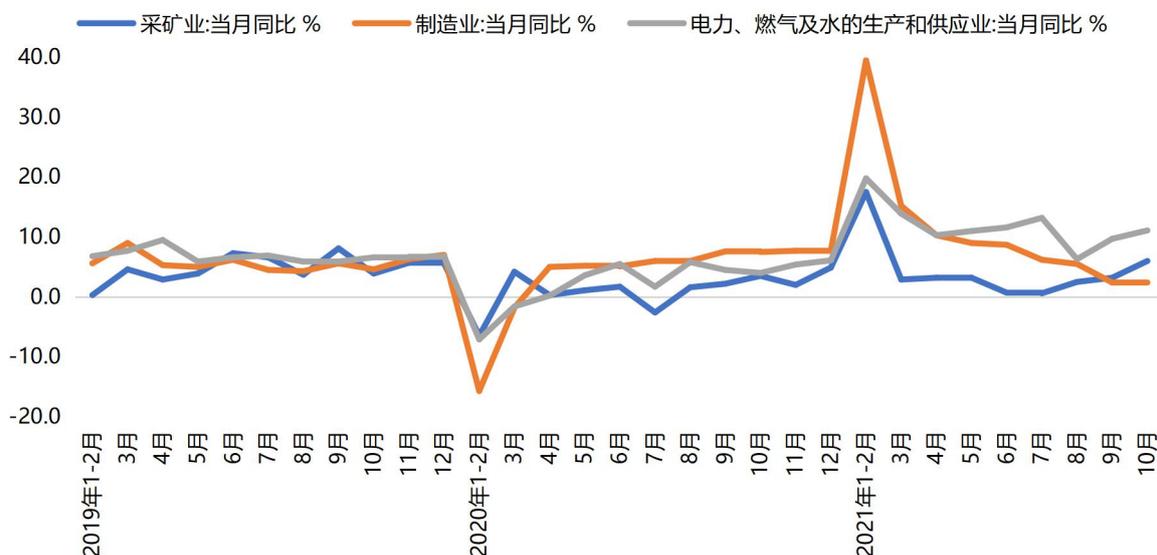
数据来源：WIND，东方金诚

我们认为，10月工业生产动能边际增强与“能耗双控”政策纠偏有关，同时也因煤炭等保供稳价力度加大，以及上游原材料价格上涨、利润空间走阔驱动相关企业生产扩张。可以看到，10月采矿业增加值同比增长较上月加快2.8个百分点至6.0%，在工业三大门类中增速反弹幅度最大，其中原煤产量同比由降转升至4.0%，增速较上月加快4.9个百分点。

但另一方面，10月工业生产增速仍处在偏低水平，工业扩张动能依然比较弱，尤其是制造业生产扩张乏力——在当月采矿业生产明显加速，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速也较上月加快1.4个百分点的情况下，10月制造业增加值同比增速仅较上月改善0.1个百分点至2.5%，考虑到去年同期基数基本走平，这表明当前制造业生产动能仅实现低位企稳——核心原因依然是总需求的疲软。从内需来看，10月固定资产投资增速进一步下滑，社零增速虽有所反弹，但主要受商品涨价带动，实际增速则低位下行；从外需来看，10月出口金额继续高增，但从量价角度来看，同样是受出口商品价格上涨带动，出口货运量增速则明显放缓（见图3），这也与PMI新

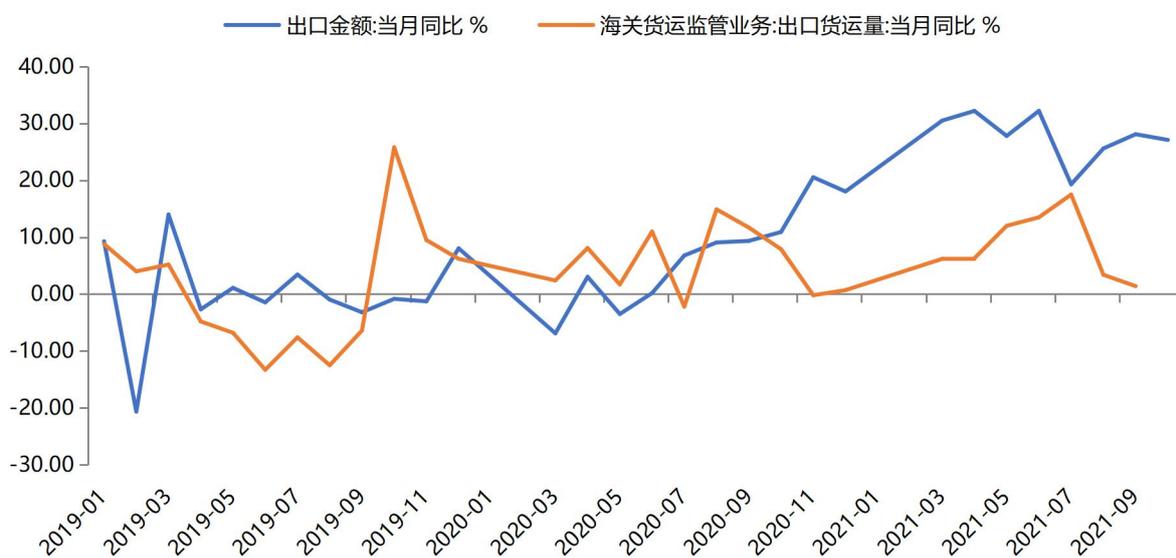
出口订单指数已连续6个月处于收缩区间相一致。

图2 三大门类增加值增速



数据来源: WIND, 东方金诚

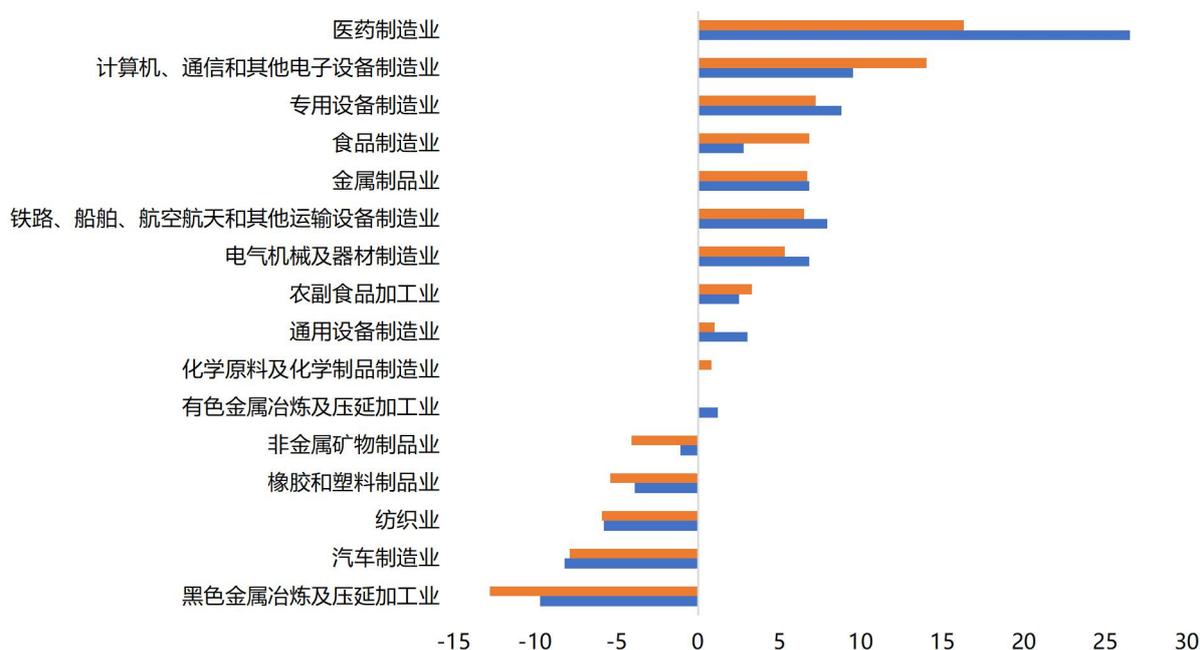
图3 出口金额增速和出口货运量增速



数据来源: WIND, 东方金诚

另外,从制造业各细分行业看,10月仅食品和计算机、通信和其他电子设备制造业等少数行业增加值同比增速较上月出现较大幅度反弹,多数行业增加值增速与上月基本持平或有所走弱,其中钢铁、有色、非金属矿物制品、纺织、金属制品、通用设备、专用设备等行业增加值增速与上月相比均有所放缓。同时,受需求降温以及芯片短缺导致部分车企停产、限产影响,10月汽车制造业增加值仍处深跌状态,同比跌幅为-7.9%,较上月的-8.2%仅小幅改善。

图 4 制造业各细分行业增加值当月同比增速 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

可以看到，10月工业生产动能改善主因双控纠偏、保供稳价等供给端政策发挥作用，而非需求端改善带动。这也意味着，在供给端政策效果得到体现后，后续工业生产扩张能否持续加速仍存在不确定性，关键要看跨周期调节发力能否有效带动需求端改善。我们判断，在当前政策力度比较温和的情况下，短期内总需求料难以得到明显提振，加之环保限产、供给瓶颈和成本上涨侵蚀中下游企业利润等因素对工业生产的掣肘仍然存在，以及去年同期基数明显抬高，年内后续工业增加值同比增速难有大幅提升。我们预计，未来两个月工业增加值同比和两年平均增速将与10月大致持平。

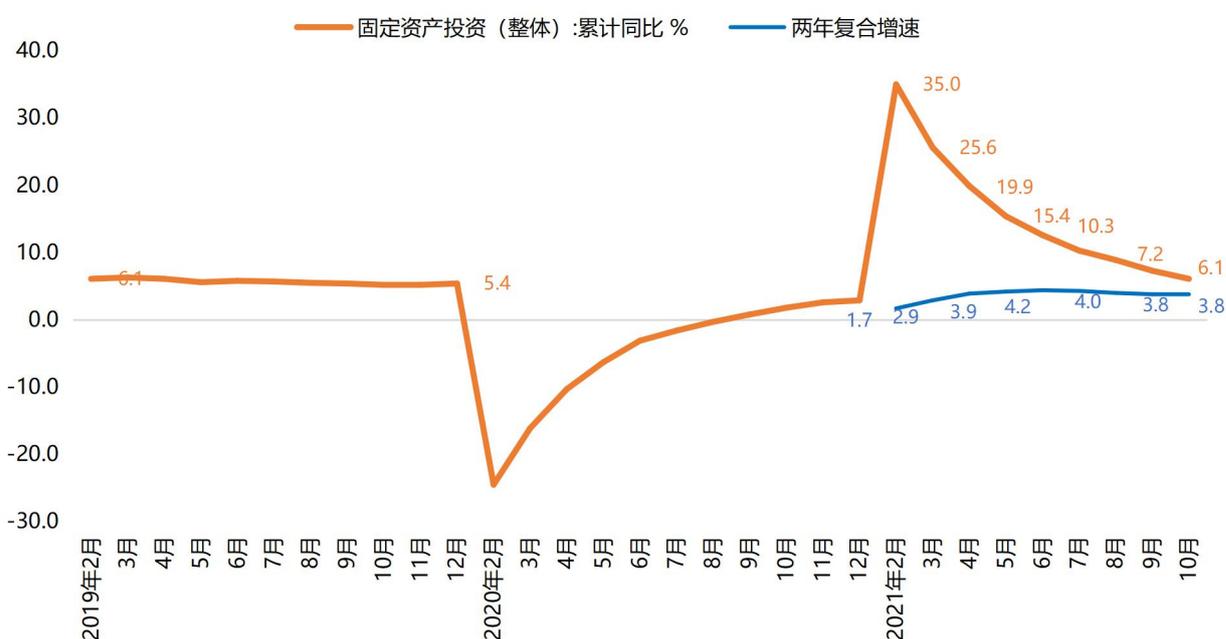
二、固定资产投资：1-10月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资动能止住下滑势头。当月商品房销售下行加快，房地产投资连续两个月同比负增长；不过，在政策面支持下，10月制造业投资两年平均增速恢复上行；宏观政策向稳增长方向微调，基建投资两年平均增速保持基本稳定。

主要受上年基数抬高影响，1-10月固定资产投资同比增速较前值下降1.2个百分点，至6.1%，以两年平均增速衡量，10月数据与上月持平于3.8%，止住了此前连续三个月的下滑势头。其中，在基数抬高背景下，基建、房地产和制造业三大投资板块同比增速均有不同程度下行，卫生、教育等社会领域投资增速也下行0.9个百分点至10.9%。10月投资领域的最新变化是，以消除上年基数

波动影响的两年平均增速衡量，制造业投资修复进度恢复上行，房地产投资下滑速度加快，基建投资修复进度平稳。

总体上看，当前投资增速仍然较缓。背后有三个原因：一是前期疫情反复对投资项目施工带来短期扰动；二是城投平台和房地产行业融资环境仍然偏紧，最近的房企风险及楼市入冬对房地产投资影响尤为显著；三是跨周期调节下稳增长政策力度较为温和，传导时间更长。需要指出的是，二季度以来 PPI 高增，而固定资产投资数据统计的是名义值，因此实际投资增速会更弱。

图 5 10 月固定资产投资修复动能止住连续下滑势头



数据来源：WIND，东方金诚

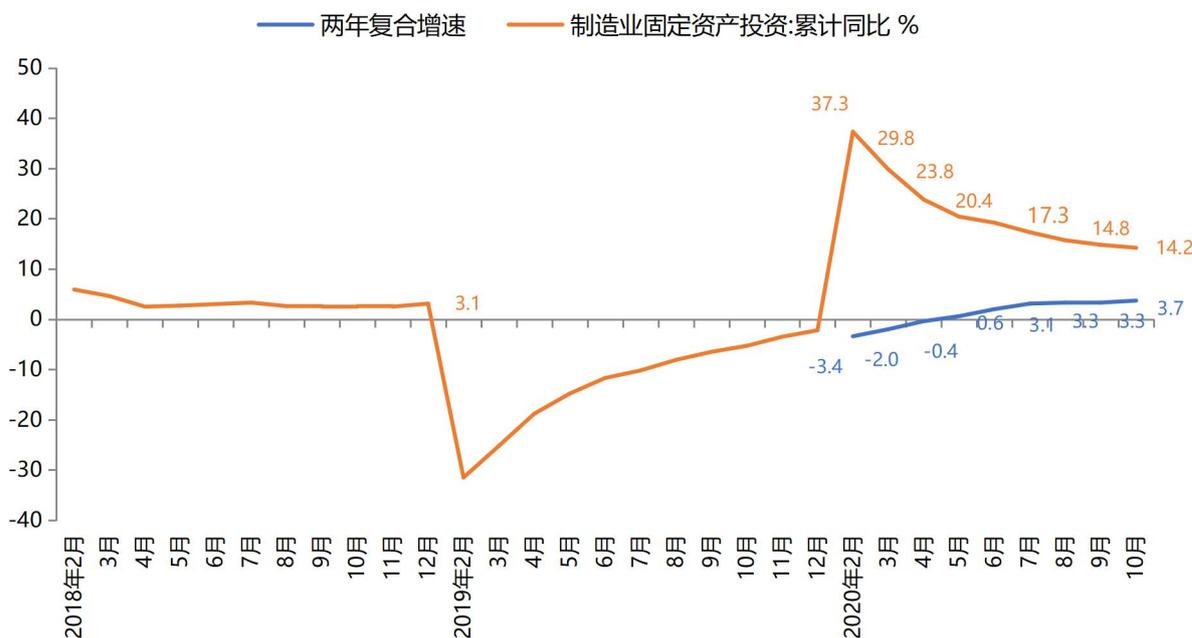
制造业投资：1-10月，制造业投资同比增长14.2%，主要受上年基数抬高影响，增速较前值回落0.6个百分点，属正常走势。由于本月国家统计局未公布其两年平均增速，据我们测算，1-10月制造业投资两年平均增速约为3.7%，较前值加快0.3个百分点，意味着制造业投资修复再现上扬势头。我们测算，10月单月制造业投资同比增长10.1%，两年复合增速为7.1%，不仅在三大投资板块中匹马领先，且均比上月有所加快。

制造业投资修复动能较强的背后有三个直接原因：一是政策面支持制造业转型升级力度较强。“十四五”期间，大力支持制造业高质量发展，解决“卡脖子”问题，增强产业链安全，已经成为双循环战略的一根重要支柱。为此，继去年新增制造业贷款达到2.2万亿元，达到之前5年总和之后，今年前三季度，新增制造业贷款达到2.13万亿元，继续保持高增势头。中央及各地产业政策中针对制造业投资的激励措施也正在不断出台。二是在出口强劲带动下，专用设备、计算机和通信

和其他电子设备制造业等行业投资增速明显超出整体水平。三是疫情并未打断我国制造业产业升级过程，1-10月高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长29.9%、28.2%。

我们判断，受上年基数抬高影响，接下来两个月制造业投资同比增速还将延续回落势头，但在稳增长政策逐步发力支持下，制造业投资两年平均增速有望保持小幅改善态势。全年制造业投资增速有望恢复至疫情前水平。

图6 以两年平均增速衡量，10月制造业投资修复进度加快



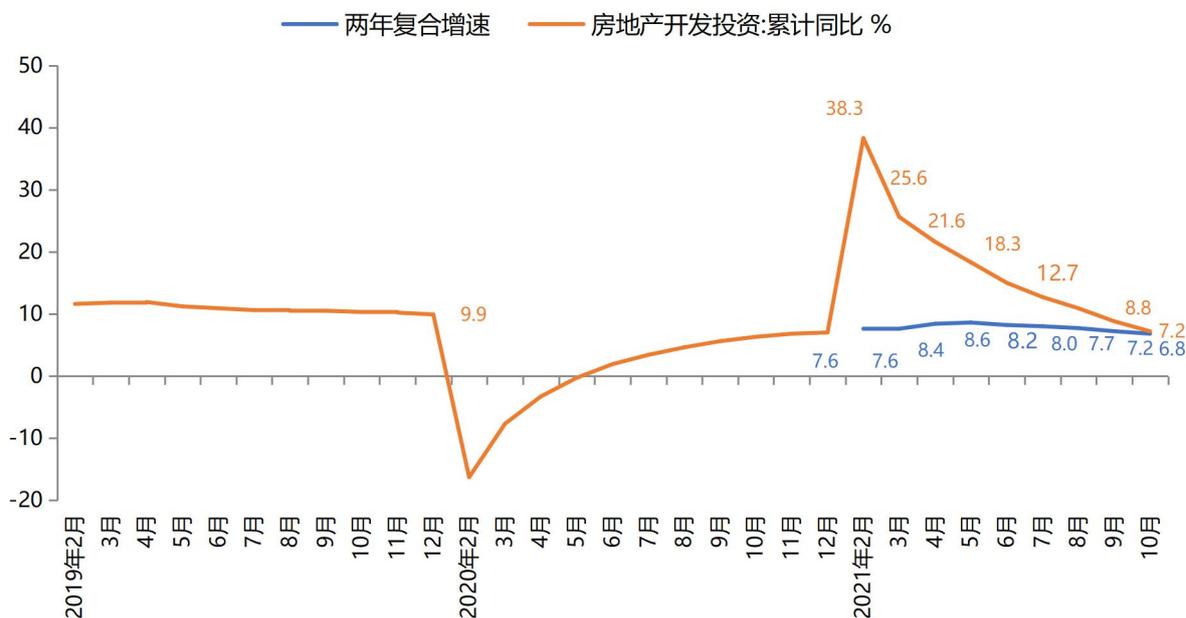
数据来源: WIND, 东方金诚

房地产投资: 1-10月房地产投资累计同比增长7.2%，两年平均增速为6.8%，分别比上月下滑1.6和0.4个百分点，下滑速度都较上月有所缓和。据我们测算，10月当月房地产投资同比下降5.3%，降幅较上月扩大1.3个百分点，为连续两个月出现同比负增。10月单月的两年复合增速降至3.4%，较上月回落0.7个百分点，这与10月70城二手房价格指数连续两个月环比负增相印证。10月房地产投资增速下行，部分原因在于上年同期基数抬高，但当月增长势头较弱是更为重要的拖累因素，直接原因是当月房屋新开工面积累计增速连续第四个月同比负增长，且降幅持续扩大；房屋施工面积累计同比增速也在持续下滑，房屋竣工面积累计同比增速出现较快下滑。

可以看到，6月末恒大风险暴露后，房地产投资韧性明显弱化，这一势头已持续四个月。与此相印证的是，已处寒潮中的楼市在10月继续降温，当月商品房销售面积和销售额同比增速均保持两位数负增长，已连续四个月处于同比负增状态，而且这两项指标的两年平均增速也在显著下行。

这说明当前销售端增速下滑并非基数原因，而是楼市确实在迅速降温，并正在向投资端传导。

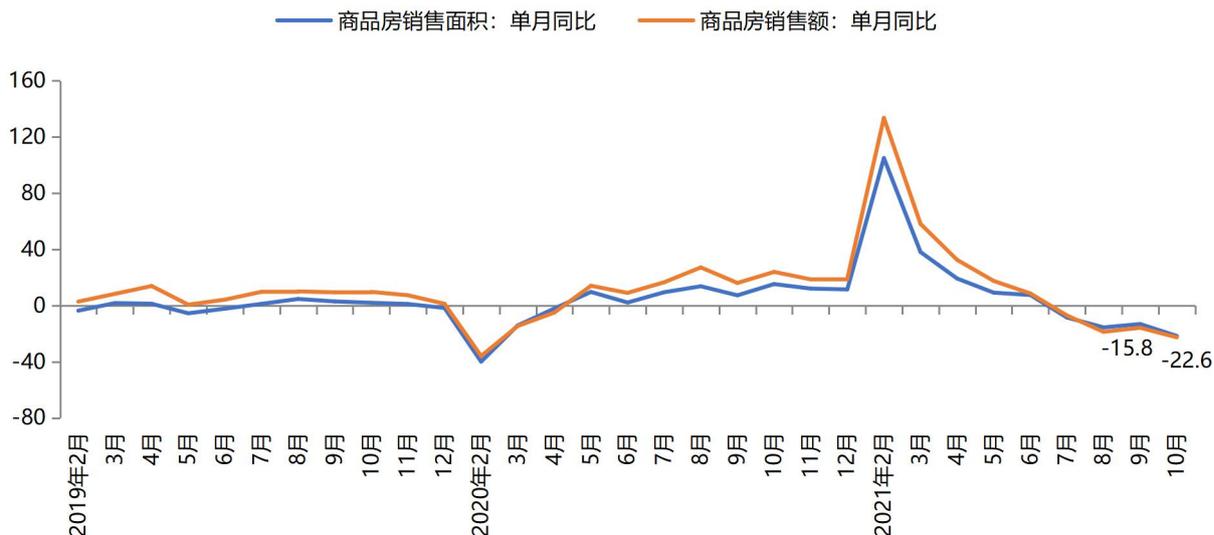
图 7 楼市下滑加剧，10月房地产投资势头进一步走弱



数据来源：WIND，东方金诚

近期房企信用风险仍在发酵，房企拿地势头明显下滑，10月竣工面积也出现了同比负增长，以往高竣工对投资的支撑效应明显减弱。我们判断，四季度房地产投资增速大概率会延续下行态势，全年房地产投资增速有望保持在5.0%左右，较2020年下降2个百分点左右。根据2011年和2015年两轮房地产下行周期规律，当前仍处于楼市和房地产投资下行初期阶段。不过，近期房地产金融环境正在回暖，下一步其他宽松政策也可能出台。我们预计，本轮房地产寒潮期可能在明年年中之前结束。

图 8 10月楼市加速下滑 (%)

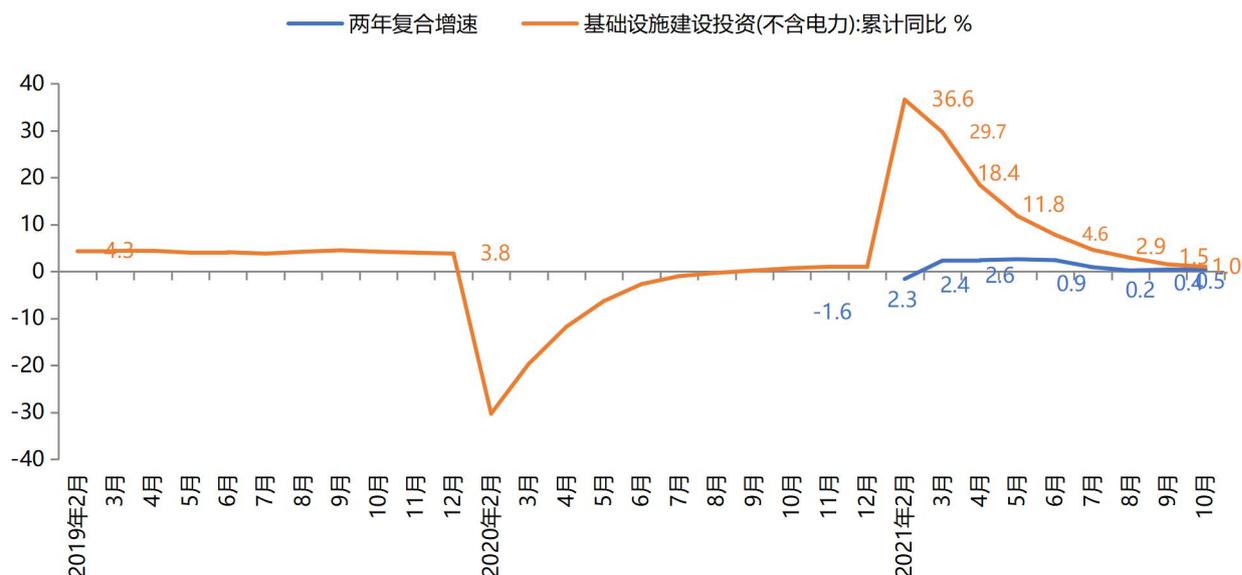


数据来源: WIND, 东方金诚

基建投资: 1-10月基建投资累计同比增长1.0%，增速较前值下行0.5个百分点，但这主要是受上年同期基数变化影响。在修复进度方面，我们测算1-10月基建投资两年平均增速为0.5%，较前值加快0.1个百分点，为连续两个月小幅上扬。这与三季度专项债发行提速，财政支出中与基建投资直接相关的城乡社区事务、农林水事务、交通运输支出改善相印证，表明伴随三季度经济下行压力加大，财政稳增长逐步发力。

展望未来，今年新增专项债将基本发完，部分资金会在今年形成实物工作量，加之疫情导致的大范围防疫措施收紧等短期扰动因素过后，四季度基建投资增长势头将继续改善。整体上看，今年广义财政政策力度收缩幅度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策持续加码，这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年（2.9%）不升反降，估计仅能实现1.0%的小幅正增长。

图9 10月基建投资修复动能继续改善

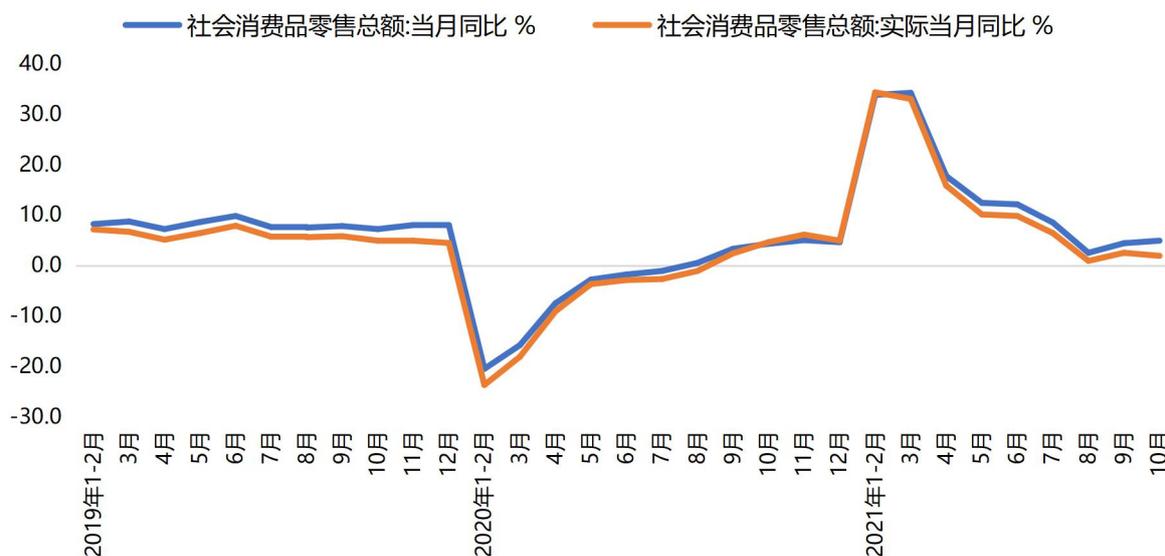


数据来源: WIND, 东方金诚

三、消费: 10月社零同比和两年平均增速均有所反弹, 显示当前这波疫情带来的冲击不大。不过, 疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。

10月社零同比增速较上月反弹0.5个百分点至4.9%, 撇除基数影响的两年平均增速也从上月的3.8%加快至4.6%, 表现略超预期, 显示伴随防疫经验成熟, 当前这波疫情带来的冲击不大。但从量价角度看, 10月社零同比增速超预期反弹主要受商品价格上涨拉动, 这反映于当月社零实际同比增速不升反降, 较上月放缓0.6个百分点至1.9%, 表明从量的角度看, 消费增长动能并未改善。

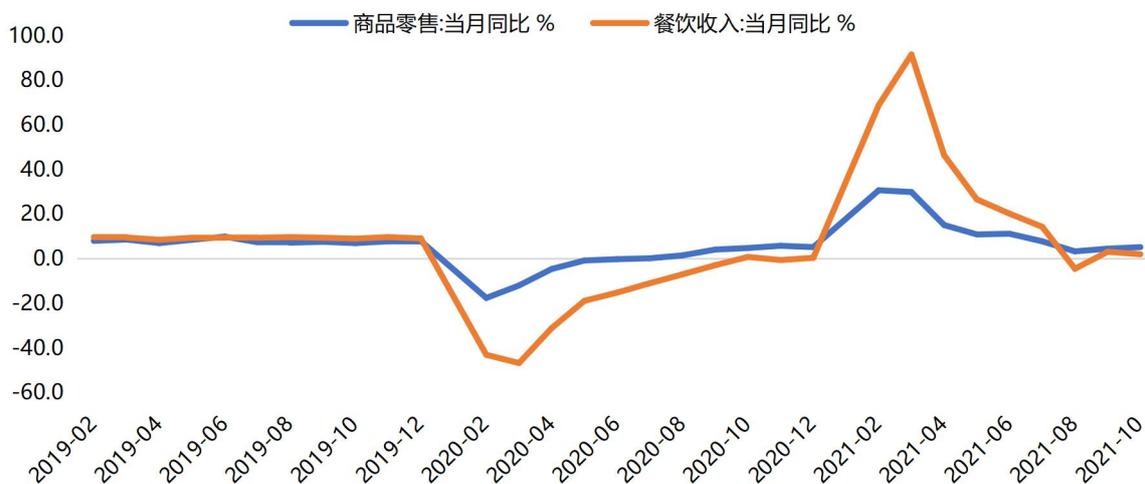
图 10 社会消费品零售总额同比增速



数据来源: WIND, 东方金诚

可以看到，今年以来社零修复斜率持续偏缓且过程有所波折，整体仍然处于偏弱增长水平，表明疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。10月中下旬国内局部疫情再起，防控再度升级，继续扰动消费复苏，而因疫情对密接型服务业的负面影响超过商品消费，因此，10月餐饮收入同比增速较上月下滑1.1个百分点至2.0%，商品零售增速则较上月反弹0.7个百分点至5.2%。另外，从数量角度看，10月消费增长动能偏弱也与“双十一”将至导致部分消费需求后置有关。

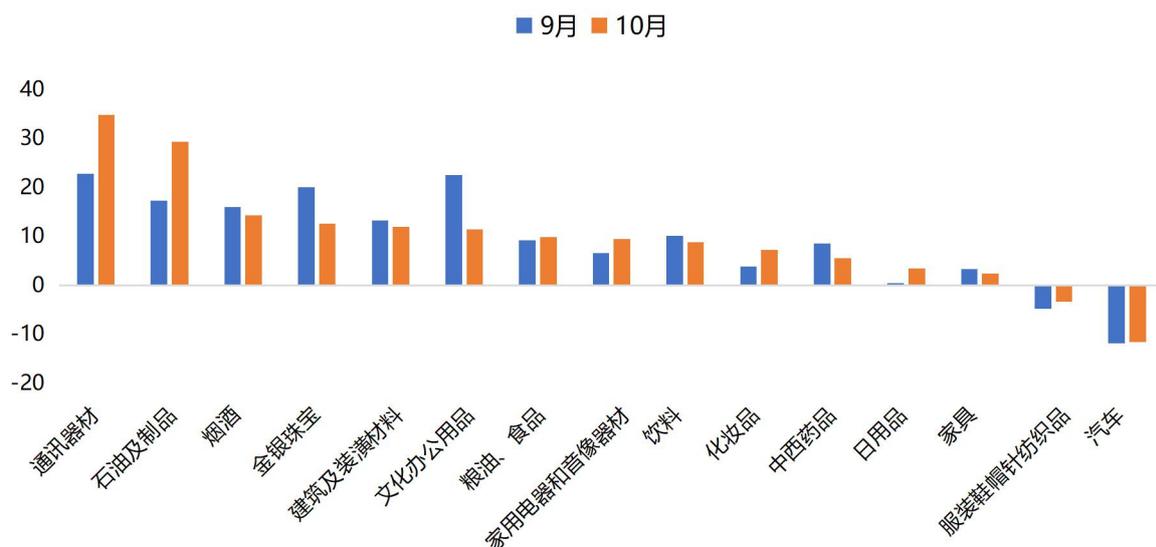
图 11 社零口径商品零售额和餐饮收入同比增速



数据来源：WIND，东方金诚

从限额以上各类别商品来看，10月石油及制品类和通讯器材类零售额同比增速与上月相比大幅加速，这在很大程度上与价格上涨有关，尤其是成品油价格连续上调对石油及制品类零售额增速起到明显拉动作用；10月化妆品、家电、服装鞋帽、粮油食品类零售额同比增速较上月也有不同程度反弹，其中，食品零售额增速加快也与价格上涨有关，服装鞋帽零售额仍处同比负增状态；此外，10月金银珠宝、文化办公用品、中西药品等类别商品零售额增速与上月相比有较大的幅度下滑，而在商品房销售遇冷背景下，家具和建筑装潢材料零售额增速也有所放缓。最后，10月车市依然冷清，汽车零售额同比降幅仅较上月小幅改善0.3个百分点，仍处-11.5%的同比深跌状态。

图 12 限额以上批发零售业零售额同比增速 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

展望后续，“双十一”期间（11月1日-11日）天猫+京东双平台合计GMV同比增速约为20%，考虑到京东GMV增长偏快，预计全网综合电商GMV在10%-20%之间，与今年1-10月网上商品和服务零售额累计同比增速17.4%相比无惊无喜，并未展现出需求后置带来的消费动能明显增强，反映出收入和就业预期不稳背景下，居民消费趋于理性。同时考虑到当前国内疫情防控态势，商品房销售仍弱继续拖累涉房消费，以及受供给端缺芯影响，车市也难言回暖，短期内消费动能料难有明显增强。综合考虑价格因素和基数变动，我们预计，11月社零同比增速将降至4.2%左右，对应两年平均增速放缓至约4.0%。

四、展望未来，房地产融资环境回暖后，宏观风险将得到有效遏制，但楼市及房地产投资还将经历一段下行期。我们预计，在就业稳定的背景下，接下来稳增长政策力度将较为适度，工业生产、消费和投资将保持温和修复势头。整体上，未来一段时间宏观经济还将面临一定下行压力，政策面易松难紧。