

10月经济增长数据点评

经济复苏有筑顶迹象

核心摘要

- 工业增加值同比高位持平。**采矿业、私营企业工业增加值增速抬升，而制造业、国有企业工业增加值增速放缓，发电设备、工业机器人、微型电子计算机、金属切削机床、汽车产量增速明显上扬。
- 制造业投资复苏的重要性进一步凸显。**当前制造业处于新一轮产能周期的起点上，随着全球疫情下中国供应链稳定优势凸显，RCEP 协议签署最重要的影响就是增强中美冲突下出口的稳定性，2021 年制造业投资有望成为中国经济的重要增长点。而其中一个重要不确定性是融资环境，如果货币政策正常化走得过快，形成信用紧缩的环境可能对制造业投资构成压制。
- 今年地方政府行为目标偏向“六稳、六保”，基建投资发力不足。**今年基建投资中，电力、热力、燃气和水的生产供应业贡献极大，1-10 月累计增速达到 18.2%，而生态环保和各项运输业均没有明显增长。从公共财政支出科目也可看到，今年只有债务付息、农林水事务、社保就业、卫生健康支出是正增长的，而城乡社区事务、节能环保、科学技术等领域都是大幅负增。这意味着今年特殊疫情情况下，地方政府对于保就业、保基本民生、保粮食能源安全等“六保”目标更加看重，而拉动地方投资增长的优先级明显弱于往年。因此，2021 年基建投资未必依旧低迷，而是取决于明年财政政策的力度。
- 房地产竣工面积增速大幅反弹，新开工增速也有所回升，房地产投资的韧性在于库存一直不高。**事实上，2016 年以来的房地产“新周期”中，尽管房地产投资一直不弱，但也从未出现大幅攀升，在房住不炒的政策基调下，房地产投资周期被显著平滑。2018 年以来房屋竣工面积一直都是负增长，也导致我国并未出现房地产库存重新堆积的问题。2021 年房地产竣工面积或将呈显著上行，在此过程中房地产投资仍存在支撑，增速或仅温和走弱。
- 社会消费品零售总额中，餐饮收入增速回升较快，商品零售增速放缓，4.8%的增速相较疫情前 9.1%仍有较大差距。**这也是中国经济的一个隐忧所在：目前供给端的恢复已进行的比较充分，但是消费需求能否顺畅恢复到疫情前水平，还需要画个问号。三季度央行城镇储户问卷调查反映的储蓄倾向仍然处于高位；10 月城镇调查失业率虽下降到 5.3%，但仍在 2019 年的高点处。疫情冲击之后，居民的储蓄倾向有可能在一段时间内持续处于高位。而我国不同于美国，财政货币政策补贴的重点是企业而非居民。这就可能造成经济复苏的后继乏力。

综上，我们认为，四季度中国经济进入本轮复苏的筑顶阶段，本轮复苏中政策没有强刺激，经过快速的供给端修复之后，缺乏进一步推升经济的强动能，因而可能在明年一季度看到复苏在环比意义上的拐点。2021 年经济运行的定夺因素主要在于：1) 货币政策正常化节奏，会不会影响到制造业投资周期启动，会不会对房地产投资造成政策冲击；2) 居民部门高储蓄倾向的问题能不能较快化解；3) 地方政府目标函数回到经济增长后，财政政策是不是还能给地方政府足够的施展空间。基于此，我们认为 2021 年货币和财政政策仍需保持一定力度，正常化需适时审慎推进。

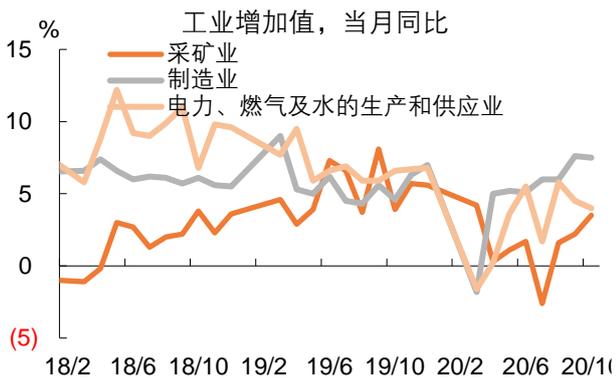
事件：中国 10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%；社会消费品零售总额同比增长 4.3%；1-10 月固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，制造业投资增速提升 1.2 个百分点至 -5.3%，基建投资提升 0.6 个百分点至 3%，房地产投资提升 0.7 个百分点至 6.3%。

一、工业生产呈筑顶迹象

工业增加值同比高位持平，采矿业、私营企业、部分装备制造业增速抬升。10 月工业增加值当月同比保持在 6.9% 高位，产销率窄幅波动并显著高于近年来同期水平，体现工业品需求良好。其中，制造业增加值略微回落 0.1 个百分点至 7.5%，而采矿业增加值从 1.6% 显著上行至 4%，对工业增加值贡献提升（图表 1）。10 月国有工业企业增加值从 6.5% 下行至 5.4%，私营企业从 7.9% 上行至 8.2%，国企生产扩张率先出现减弱迹象（图表 2）。

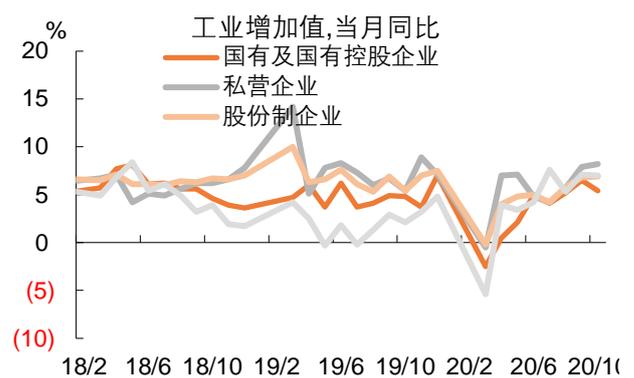
主要产品中，同比增速明显提升的产品集中在装备制造领域：1-10 月发电设备产量同比提升 7.7 个百分点达到 28.7%，受益于“碳中和”目标及行业技术迭代，光伏、锂电等设备需求持续放量。此外，工业机器人产量增速进一步增至 21%，微型电子计算机增速升至 8.3%，金属切削机床增速由负转正，汽车产量降幅收窄至 -4.1%（新能源汽车增速提升尤其明显）。

图表 1 10 月采矿业工业增加值显著上扬



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 2 10 月私营企业增加值表现显著好于国企

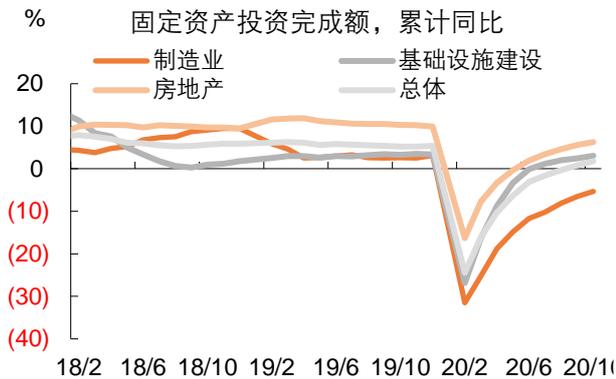


资料来源:wind, 平安证券研究所

二、地产竣工显著提速

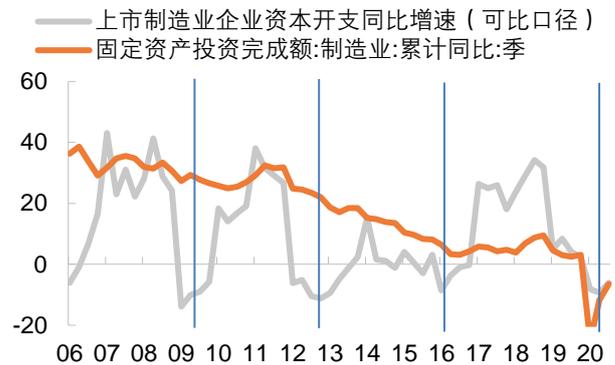
制造业投资复苏的重要性进一步凸显。10 月固定资产投资累计同比进一步上行 1 个百分点至 1.8%。其中，其中，制造业投资增速提升 1.2 个百分点至 -5.3%，房地产投资提升 0.7 个百分点至 6.3%，基建投资提升 0.6 个百分点至 3.0%（图表 3）。当前制造业处于新一轮产能周期的起点上（图表 4），随着全球疫情下中国供应链稳定优势凸显，RCEP 协议签署最重要的影响就是增强中美冲突下出口的稳定性，2021 年制造业投资有望成为中国经济的重要增长点。而其中一个重要不确定性是融资环境，如果货币政策正常化走得太快，形成信用紧缩的环境可能对制造业投资构成压制。

图表3 10月基建投资的“加速度”持续放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

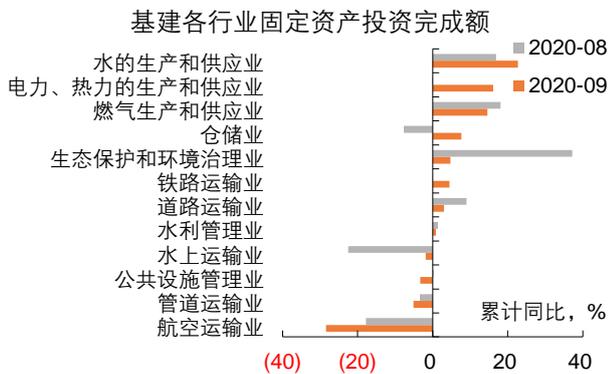
图表4 制造业处于新一轮产能周期的起点



资料来源:wind, 平安证券研究所

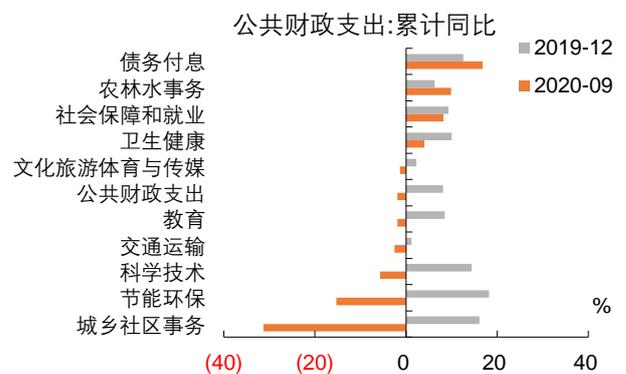
今年地方政府行为目标偏向“六稳、六保”，基建投资发力不足。今年基建投资中，电力、热力、燃气和水的生产供应业贡献极大，1-10月累计增速达到18.2%，而生态环保和各项运输业均没有明显增长（图表5）。从公共财政支出科目也可看到，今年只有债务付息、农林水事务、社保就业、卫生健康支出是正增长的，而城乡社区事务、节能环保、科学技术等领域都是大幅负增（图表6）。相应农林牧渔业的固定资产投资增速也出现了大幅攀升（图表7）。这意味着今年特殊疫情情况下，地方政府对于保就业、保基本民生、保粮食能源安全等“六保”目标更加看重，而拉动地方投资增长的优先级是明显弱于往年的。从而今年基建投资再次不及预期，但不意味着可以线性外推，2021年基建投资未必依旧低迷，而是取决于财政政策的力度。

图表5 今年基建投资主要受电热水行业支撑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 今年地方政府财政支出明显偏向六保目标

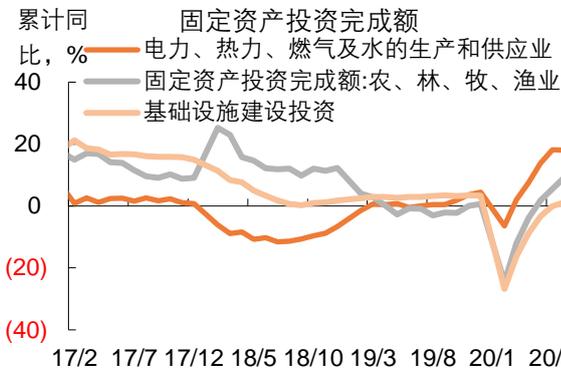


资料来源:wind, 平安证券研究所

房地产竣工面积增速大幅反弹，新开工增速也有所回升，房地产投资的韧性在于库存一直不高。10月商品房销售面积同比进一步回升至0%，销售额增速达到5.8%，房地产开发资金来源中的个人按揭贷款和订金预收款增速进一步抬升，房企加速推盘、加快资金回笼的特征依然明确。此外，国内贷款和自筹资金增速也继续回升，房地产开发的资金来源状况还是比较稳定的，监管收紧的影响尚未凸显（图表8）。10月一个突出特点是房地产竣工面积增速大幅反弹，这反映了房企加速施工、加速推盘的诉求，也从另一侧面反映出我国商品房库存一直不高（图表9）。事实上，2016年以来的房地产“新周期”中，尽管房地产投资一直不弱，但也从未出现大幅攀升，在房住不炒的政策基调下，房地产投资周期

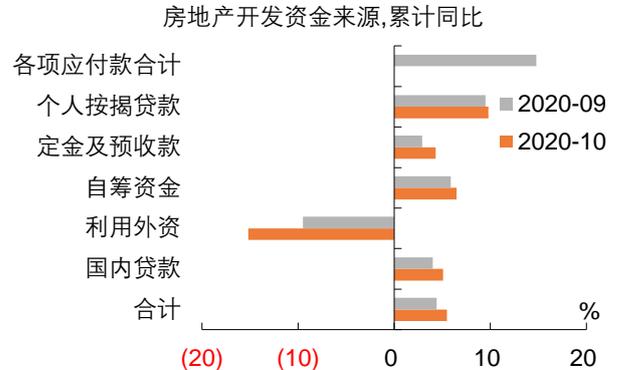
被显著平滑。2018 年以来房屋竣工面积一直都是负增长，也导致我国并未出现房地产库存重新堆积的问题（图表 10）。2021 年房地产竣工面积或将显著上行，在此过程中房地产投资仍存在支撑，增速或仅温和走弱。

图表7 第一产业和电热水业投资增长强劲



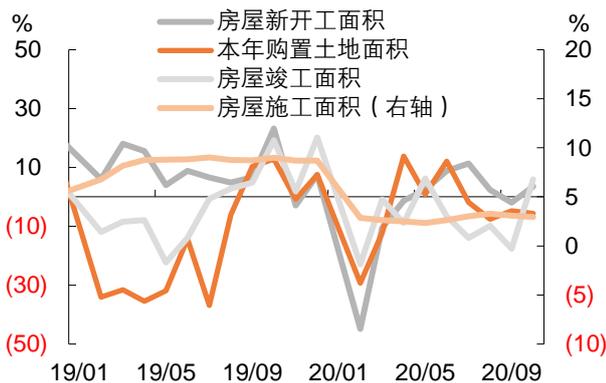
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 10月房地产开发资金来源普遍加速增长



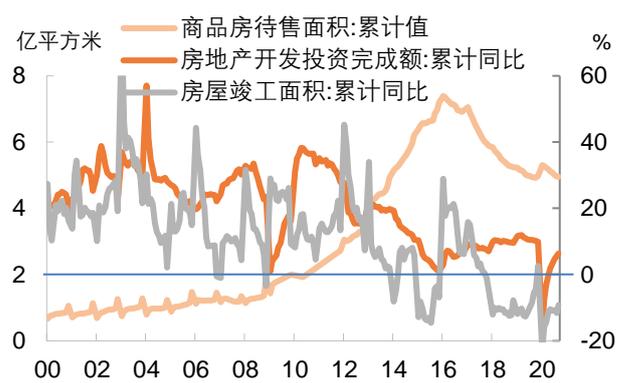
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 10月房屋竣工面积增速大幅反弹



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 2018年以来房屋竣工面积持续负增长



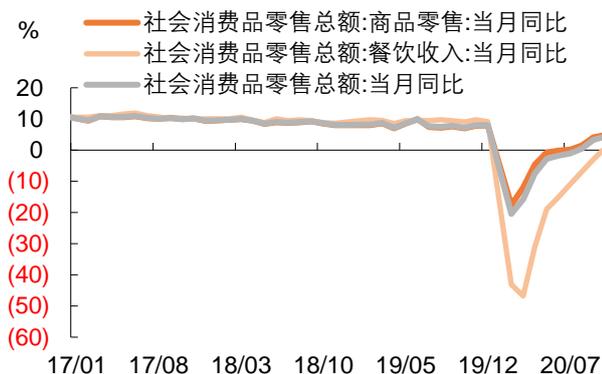
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、地产相关消费加速增长

10月社会消费品零售总额当月同比进一步回升至4.3%，其中，餐饮收入增速回升较快，商品零售增速放缓，4.8%的增速相较疫情前9.1%仍有较大差距（图表11）。这也是中国经济的一个隐忧所在，目前供给端的恢复已进行的比较充分，但是消费需求能否顺畅恢复到疫情前水平，还需要画一个问号。三季度央行城镇储户问卷调查反映的储蓄倾向仍然处于高位；10月城镇调查失业率虽下降到5.3%，但仍然在2019年的高点处（图表12）。疫情冲击之后，居民的储蓄倾向有可能在一段时间内持续处于高位。而我国不同于美国，财政货币政策补贴的重点是企业而非居民，且“补偿性”消费需求并不是普遍存在的。这就可能造成经济复苏的后继乏力。

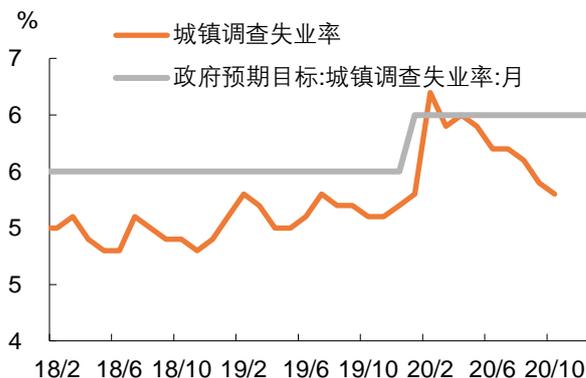
从限额以上企业商品零售额来看，10月通讯器材、化妆品、纺织服装、建筑装潢、金银珠宝、家用电器、家具类零售增速显著抬升，体现手机新机型发布、双十一预售、房地产竣工启动的影响。石油制品仍然是个很大的拖累项，主要与油价疲软有关（图表13）。2021年房地产竣工周期可能对消费形成新支撑。

图表11 10月餐饮收入对社零回升的贡献更大



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 10月城镇调查失业率进一步回落至 5.3%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 10月房地产相关消费、通讯器材和“她消费”显著提升



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_1394



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn