

10月数据预测：供需双弱，稳增长压力逐步增大

核心观点

10月经济景气度进一步下行，供需双弱，稳增长压力逐步增大。能耗双控及其他碳中和政策使得高耗能工业品供应偏紧，PPI继续上冲，挤压下游企业利润，尤其中小企业经营压力较大。稳增长压力已逐步增大，财政刺激年内发力有限的情况下，我们预计四季度货币政策将延续宽松，后续仍有降准和定向降息，进而驱动股债双牛。

□ 工业负面因素未消，工业持续承压

10月工业生产下行压力进一步加大，我们预计10月规模以上工业增加值同比增速为2.8%，相比2019年近两年复合增速为4.8%。能耗“双控”、钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中小游企业等负面因素在10月并未实质性缓解，多重负面因素叠加大工业生产持续下行压力，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度进一步扩大。

□ 预计10月固定资产投资累计同比增速回落至6.5%

预计1-10月固定资产投资同比+6.5%，较前值回落0.8个百分点。其中，地产投资同比增长7.7%，较前值回落1.1个百分点；基建投资同比增长1.2%，较前值回落0.3个百分点；制造业投资同比增长13.8%，较前值回落1个百分点。当月增速看，预计制造业投资增速仍表现最强，主要受高技术制造业及相关设备制造业等行业支撑。

□ 消费修复缓慢，社零增速回落

预计10月社会消费品零售总额同比增长3.1%，2019~2021两年复合增速3.7%，前值3.8%，较上月小幅回落。居民收入持续恢复性增长，但疫情反复抑制消费意愿，地铁航班数据修复程度有限，黄金周带动消费不及预期，汽车消费方面仍受供给制约。往前看，本轮疫情仍有较大风险，消费增速将受限。

□ 高压时点已过，就业形势稳定

预计10月全国城镇调查失业率为4.9%，与9月持平，与2018年同期持平。毕业季就业压力较大时间点已过，预计16-24岁青年失业率稳步下降。

□ CPI显著回暖，PPI继续拉升

预计10月CPI环比+0.4%，同比+1.3%，鲜菜和猪肉价格上涨明显，带动CPI食品项上升。预计10月PPI环比+1.5%，同比+12.4%，PPI维持高位，能耗双控影响下工业品价格持续上涨。

□ 供需缺口决定出口下行，内需走弱决定了进口回落

预计10月以人民币计价当月出口同比增速10.2%，贸易顺差600亿美元，关注未来供需缺口收敛带来出口增速的下行。预计10月以人民币计价的进口增速为14.2%。综合来看，内需逐步回落决定了进口渐进下行。

□ 预计10月信贷新增7000亿，社融新增1.6万亿，增速分别为11.8%和10.1%

预计10月人民币信贷新增量7000亿，与去年基本持平，对应增速11.8%较前值继续回落0.1个百分点。预计10月社融新增量1.6万亿，较去年同期多增约2000亿元，增速较前值微升0.1个百分点至10.1%，社融增速进入上行通道，但上行速度较为缓慢，社融结构中，预计信贷同比趋稳，企业债券同比少增，但政府债券同比多增形成正面支撑。预计10月M2增速较前值提高0.3个百分点至8.6%，M1增速较前值3.7%继续回落至2.9%。

风险提示：疫情扩散超预期变化；中美摩擦超预期变化

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1《9月经济数据：经济下行至目标值以下》2021.10.18

2《9月数据预测：GDP走弱但不至于失速》2021.10.01

3《8月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛》2021.09.15

4《8月数据预测：经济趋势回落，驱动股债双牛》2021.09.01

5《7月经济数据：数据如期回落，驱动股债双牛》2021.08.16

正文目录

1. 经济延续回落趋势，稳增长压力逐步增大.....	3
2. 负面因素未消，工业持续承压	3
3. 预计 10 月固定资产投资累计同比增速回落至 6.5%.....	4
3.1. 预计 1-10 月制造业投资累计同比增速回落至 13.8%	4
3.2. 基建渐进修复，全年平稳增长.....	5
3.3. 地产投资增速逐渐下滑.....	6
4. 疫情反复扰动，社零增速回落	8
5. 高压时点已过，就业形势稳定	9
6. CPI 显著回暖，PPI 继续拉升	10
6.1. 菜价、肉价上涨带动 CPI 回升.....	10
6.2. 能耗双控延续，PPI 再次上冲	10
7. 供需缺口决定出口下行，内需走弱决定了进口回落	11
8. 预计 10 月信贷新增 7000 亿，社融新增 1.6 万亿，增速分别为 11.8%和 10.1%.....	13
风险提示	14

图表目录

图 1: 固定资产投资累计同比增速	4
图 2: 固定资产投资当月同比增速（估算）	4
图 3: 制造业部分行业投资增速	5
图 4: 房地产投资平稳增长（%）	7
图 5: 土地成交价格仍然居高不下	7
图 6: 时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 10 月 28 日）	7
图 7: 地产销售稳定向好（套，截至 10 月 28 日）	7
图 8: 十一出游人数恢复到 2019 年的七成左右	8
图 9: Q3 居民收入增速有所回落	8
图 10: 10 月疫情再次抬头	8
图 11: 10 月后三周客运量下降	8
图 12: 预计 10 月全国城镇调查失业率为 4.9%，与 9 月持平	9
图 13: 受暴雨影响，寿光蔬菜价格上涨显著	10
图 14: 我国外贸吞吐量震荡变化	11
图 15: 运费及 CCFI 指数持续走高	11
图 16: 10 月以来平均租赁价格不断上升，反映运力需求强劲	12
图 17: 10 月八大枢纽港口集装箱吞吐量大幅下降	12
图 18: 2021 年我国进口价格指数显著上行，反超出口价格指数.....	13

1. 经济延续回落趋势，稳增长压力逐步增大

10月经济景气度进一步下行，供需双弱，稳增长压力逐步增大。供给方面，能耗“双控”、钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中小游企业等负面因素在10月并未实质性缓解，预计工业增加值同比增速下探至2.8%。需求侧，跨区域疫情再度出现，制约消费复苏；地产、基建投资降幅有所收敛，制造业投资增速仍表现更强，但整体上固定资产投资增速延续回落趋势。

能耗双控及其他碳中和政策促使上游原材料维持供需紧平衡，PPI继续上冲，挤压下游企业利润，尤其中小企业经营压力较大。我们认为，推动能耗双控及其他碳中和政策的内部代价是需要通过货币宽松等方式帮助企业降低成本。我们预计年内货币政策延续宽松，央行需要通过再贷款、降准、定向降息等方式帮助缓解中下游企业压力，因此我们预计年内货币政策延续宽松，进而驱动股债双牛。

2. 负面因素未消，工业持续承压

10月工业生产下行压力进一步加大，我们预计10月规模以上工业增加值同比增速为2.8%，相比2019年近两年复合增速为4.8%。正如我们前期报告所提示，能耗“双控”、钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中小游企业等负面因素在10月并未实质性缓解，多重负面因素叠加加大工业生产持续下行压力，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度进一步扩大。

从生产高频数据来看，10月工业生产景气度有所回落。全国重点电厂耗煤量较上月有所下降，随着对煤炭保供稳价的组合拳落地，电厂的煤炭库存略有回升。在能耗双控背景下，虽然一刀切限电被纠偏，但地方的年内双控目标在10月并未放松，对双高行业的限产要求依然较高，高炉开工率与去年同期差距进一步走阔，焦煤生产率维持低位，钢材线材周产量维持低位，中游化工产品产量中枢有所回升，汽车全钢胎、半钢胎开工率环比略有回升但仍处于低位。

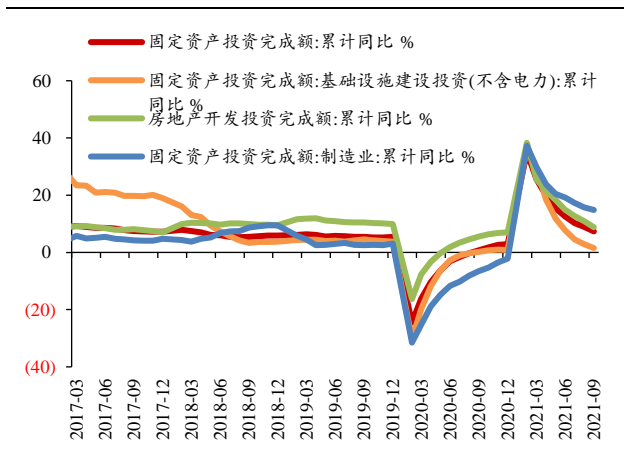
内外需求逐步走弱压制工业生产景气。在内需方面，10月消费、投资趋缓，30大中城市商品房成交面积、乘用车零售回落较大，地产调控延续下地产投资将走弱，财政后置对基建投资支撑有限。在疫情清零政策取向，疫情反弹仍会对线下消费场景恢复带来不确定性，10月多地疫情复发，生活性服务业消费和生产恢复再受波折，进而对相关制造业产业链生产造成不利影响。在外需方向，长期来看海外供需缺口收敛将使得出口支撑走弱。但10月发展中国家如越南、马来西亚等国家疫情反复较大，成为供需缺口收敛的短期扰动因素，上中旬我国外贸货物吞吐量同比较9月略有回升，中国出口集装箱指数CCFI持续抬升，但斜率放缓。

10月汽车缺芯、钢铁限产、上游原材料价格居高不下等多重负面因素仍持续，年内或难以实质性逆转，使得相应行业生产持续承压。第一，汽车“缺芯”持续，短期内未能改善对汽车制造业负面影响仍然较大。第二，钢铁限产政策延续尚未见松动迹象。第三，上游原材料价格居高不下仍然侵蚀中下游利润，PPI向CPI传导不畅，严重影响中下游制造企业生产积极性。

3. 预计 10 月固定资产投资累计同比增速回落至 6.5%

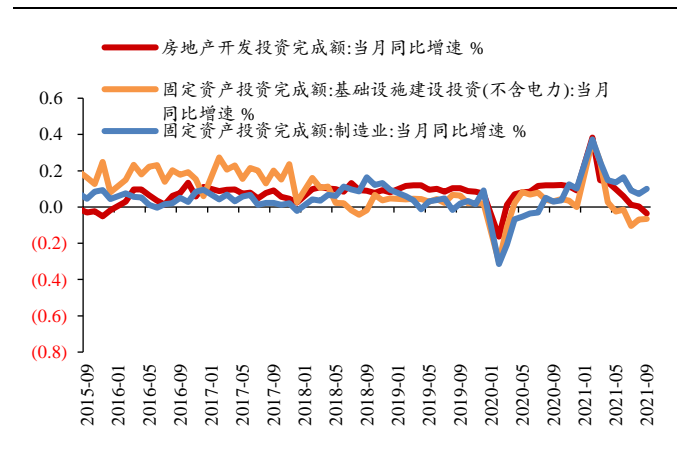
预计 1-10 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.5%，较前值回落 0.8 个百分点。其中，房地产开发投资同比增长 7.7%，较前值回落 1.1 个百分点；基础设施建设投资同比增长 1.2%，较前值回落 0.3 个百分点；制造业投资同比增长 13.8%，较前值回落 1 个百分点。从 10 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-0.6%、-0.9%和 6.9%，前值分别为-3.5%、-6.5%和 10%，地产、基建投资降幅有所收敛，制造业投资增速仍表现更强，预计仍主要受高技术制造业及相关设备制造业等行业支撑。全年看，地产投资增速下行趋势较为确定，基建投资增速维持低位，今年底至明年初有望在政策推动下有所回升，制造业投资受高技术制造业、电气机械、电子设备及专用设备制造业等行业支撑，数据仍然较强，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但相关设备制造业投资有望形成对冲。

图 1：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 预计 1-10 月制造业投资累计同比增速回落至 13.8%

预计 1-10 月制造业投资增速回落至 13.8%，较 1-9 月回落 1 个百分点，当月同比增速 6.9%，前值 10%，仍相对较高，并显著强于地产、基建投资。

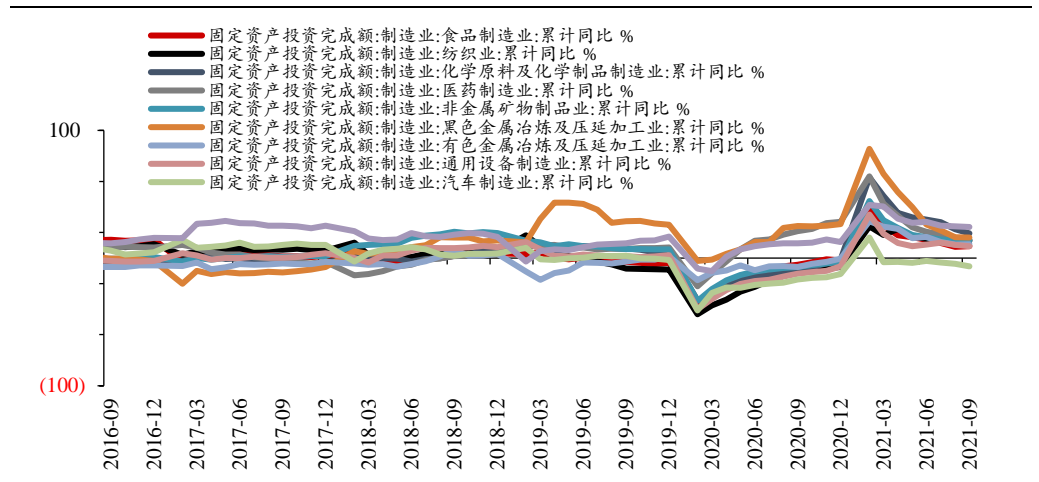
制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的金融数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳健使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑，当前制造业投资增速强于地产、基建。从 9 月数据来看，当月同比增速较高主要受部分行业支撑，其中，电气机械及器材制造业投资当月增速 25.8%、计算机通信和其他电子设备制造业投资当月增速 21.6%，专用设备制造业投资当月增速 15.5%，均高于整体制造业投资，其中，输配电设备、光伏设备、电线电缆电池制造均计入电气机械及设备制造业，我们认为该类分项增速较高意味着新能源相关的发电及输配电设备带动的投资较强，预计后续仍可持续，即碳中和推进对制造业投资的拉动正在显露迹象。

另一个维度看，预计高技术制造业投资仍是主要支撑。统计局数据显示，1-9 月高技术制造业投资同比增长 25.4%，其中，计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%，均明显高于整体制造业投资增速。此外，预计价格

较高的有色金属冶炼压延业投资较强，受益于价格和盈利的传导的部分中游行业如化工相关行业、造纸及纸制品制造业投资及需求稳健的食品制造业投资也将表现较好。

展望后续走势，我们预计制造业投资仍将强于基建、地产，当前部分行业结构性支撑强劲，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但相关设备制造业投资有望形成对冲。我们提示碳达峰碳中和过程中，相关设备改造及产业链更新对制造业投资可能带来的正面影响，其将成为后续制造业投资走势的主驱动力。

图 3：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3.2. 基建渐进修复，全年平稳增长

预计 2021 年 1-10 月基建（统计局口径）同比增长 1.2% 左右。基建增速的低迷是大宗商品涨价对基建主动及被动扰动、财政后置发力有限的综合作用效果，我们预计全年基建（统计局口径）同比略高于 2021 年的 0.9%，但考虑 PPI 高增带来的影响，对经济的实际拉动弱于 2021 年。

大宗商品涨价短期扰动基建投资，政策边际加码带动商品价格适当回调。再通胀逻辑持续演绎之下，PPI 同比已经连续 6 个月维持 9% 以上高位，大宗商品价格持续上涨过程中，抬升成本、扰动施工，对基建投资产生一定负面影响。同时，在碳达峰碳中和的大背景下，“双去”工作持续推进和环保标准的要求下，供需紧平衡导致上游原材料价格短期难下，由此也带来了中下游原材料成本维持高位。9 月起在发改委一系列文件和国常会多次要求之下，政策边际加码，煤炭、钢铁、纯碱等一系列商品价格出现显著回调，一定程度上有助于大宗商品涨价冲击的缓释。预计 Q4 基建当月同比将较 Q3 有所回升。

财政后置对今年基建影响有限。截至 10 月 29 日，地方政府年内发行新增专项债共计 28156.23 亿，达到预算安排的 81.20%，去年同期为 92.88%。10 月专项债发行节奏缓慢但初露发行节奏加快趋势，单月发行近 5000 亿。7 月 30 日政治局会议表示“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，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”。我们认为，从财政纪律来看 2021 年专项债年内大概率发完，Q4 发行节奏可能是 11 月较多，但专项债发行对基建的拉动作用短期较难看到，核心原因在于，其一是财政刺激基建发挥逆周期调节重要性下降，以及压

实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动；
其二是 Q4 基建施工受区域、天气因素扰动较大，发力难度较大。

基建发力核心关注 2022 年一季度。我们认为进入 2022 年，基建发力的掣肘有望扫除，项目、财政资金和货币政策配合有望带动基建发力，进而对信用扩张和经济增长产生积极的作用。首先，今年专项债资金后置和明年财政大概率前置发力决定了资金端的相对充裕。其次，政治局会议、国常会等先后表态，要求保持政策连续性、稳定性和可持续性，推动专项债在年底至明年形成实物工作量，政策发力节奏上大概率在明年一季度共振。第三，2022 年项目掣肘有望缓解。7 月中旬，发改委通知各个地方政府开始储备 2022 年重大项目，并要求在 10 月上报首批项目，9 月 8 日，发改委例行发布会表示下一步高质量做好明年专项债券项目准备，加快推进项目前期工作，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量。我们认为，高质量项目储备在 2022 年初的集中推进有望带动基建发力。

3.3. 地产投资增速逐渐下滑

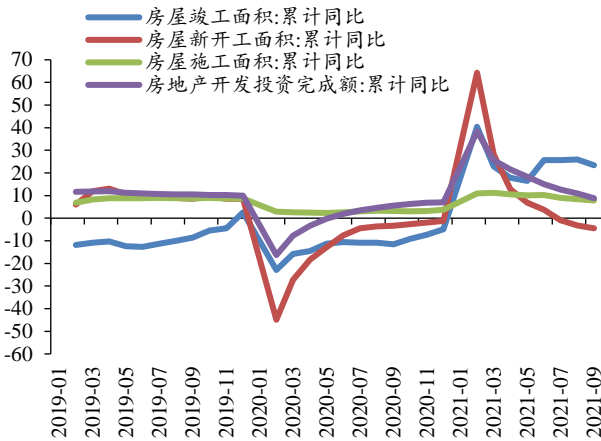
预计 2021 年 1-10 月房地产开发投资增速为 7.7%。1-9 月房地产开发投资累计同比增速 8.8%，两年复合增长 7.2%。在政策边际放松的情况下，我们预计 10 月起地产投资的当月增速将逐渐企稳。自 2021 年 9 月出现局部地产债务违约风险以来，9 月 29 日人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，强调房地产领域部分信贷执行政策纠偏并明确“维护住房消费者的合法权益”，在此基调下我们认为房地产投资增速将逐渐企稳。投资方面，“保交房”诉求可能驱动房企进一步加速竣工，并强化我们此前提出的年内“被动再投资”核心逻辑；开发贷领域政策也有望迎来边际的纠偏和放松，3 季度金融数据发布会央行邹澜司长指出“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，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款。”销售方面，根据浙商证券银行团队统计，近期多个城市迎来按揭额度的边际放松，有望逐步缓解房企的资金压力。

展望未来，虽然 10 月出现部分房企的债务违约事件，但我们认为地产债务违约事件大面积发酵的可能性有限，一旦出现地产公司间风险传染的苗头，很可能受到国家双管齐下的控制。一是国家很可能禁止银行对地产公司的恐慌性抽贷行为，地产公司间的风险传染将是管控重心。邹澜司长在金融数据发布会中也指出“个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑”，我们认为这一表态预示未来这一现象将得到有效缓解。另一方面，对于单体风险扩散导致整体地产行业融资困难的潜在风险，央行很可能放松短端流动性予以对冲。

房地产长效机制正在持续发挥作用。2020 年 Q3 以来，三道红线加强对重点房企的资产规模限制，重点约束需求端；五档分类在金融领域约束信贷供给，核心仍在需求端；土地集中供应则侧重从供地节奏等供给端因素进行调控。在大国大城的新型城镇化时代，扩大供给是解决一二线核心城市过热的关键。“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后，从根本上解决我国房地产市场错配问题的核心仍在供给，长效机制持续作用有助于房地产市场平稳健康发展。住建部和央行 7 月对保障性租赁住房发表权威解读，“新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市，十四五”期间新增保障性租赁住房占新增

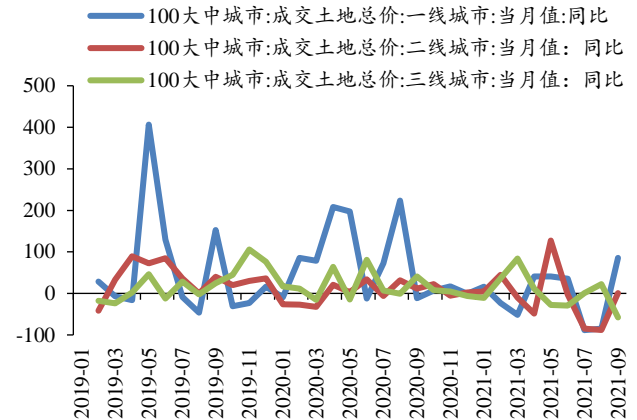
住房供应总量的比例力争超过30%。10月人大正式授权国务院开展房产税试点，未来试点范围在一二线城市扩大后有望通过提高多套房持有成本的方式进一步释放二手房供给；除此之外，我们认为房产税试点范围进一步扩大后，银行信贷以及部分城市的限购条件也有望迎来边际放松形成政策对冲，进一步满足首套房的购房需求。

图 4：房地产投资平稳增长（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：土地成交价格仍然居高不下

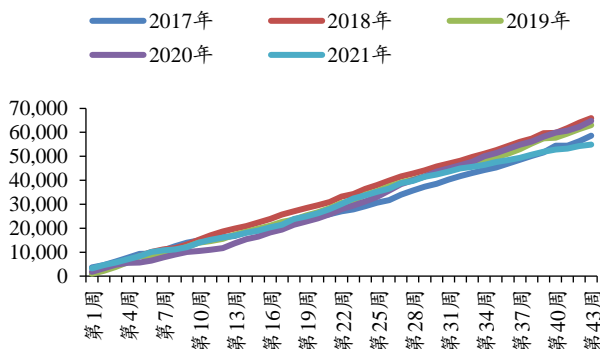


资料来源：Wind，浙商证券研究所

长效机制调控下，地产销售回落趋势较为明显，但伴随 Q4 起政策回摆下行速度有望放缓；土地成交面积有望在 Q4 起逐步企稳，根据乐居网统计，2021 年前 10 个月所有集中供地城市土地成交面积占全年总供应量的比例平均为 52%，因此 4 季度起土地的集中放量有望使得土地成交面积逐步企稳；与此同时，我们认为 4 季度起部分城市的第三轮集中供地政策有望迎来进一步调整，部分条款（诸如现房销售政策）的进一步放松可能对当前的流拍现象起到缓解作用。截至 10 月 28 日，100 大中城市成交土地占地面积达 54991.2 万平方米，累计同比增速-15.3%，相较于上月继续大幅下滑；100 大中城市成交土地总价 36330.0 亿元，累计同比增速-5.24%，相较于上月基本持平。

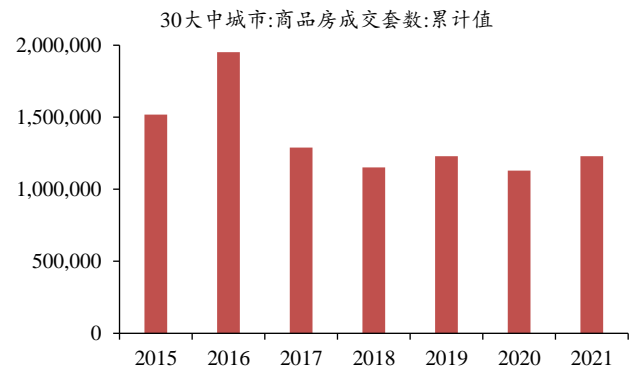
下半年预计销售增速将持续回落，但回落速度变慢。截至 10 月 28 日，30 大中城市商品房成交套数已达 143 万套，同比增长 12.9%，相较于上月 16.4% 的增速继续回落。预计年内销售增速仍将下行。

图 6：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 10 月 28 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：地产销售稳定向好（套，截至 10 月 28 日）



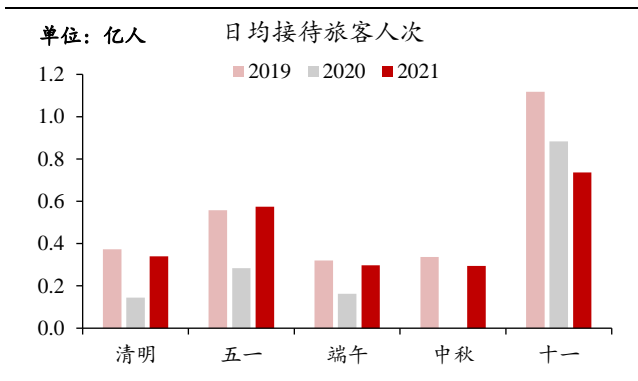
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 疫情反复扰动，社零增速回落

预计10月社会消费品零售总额同比增长3.1%，2019~2021两年复合增速3.7%，前值3.8%，较上月小幅回落，10月疫情再现，对消费修复形成压制。

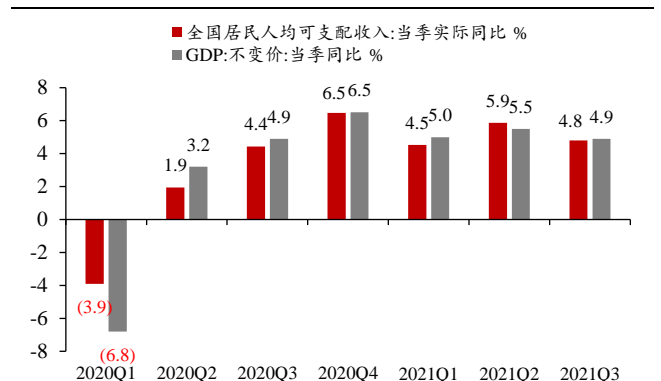
受三季度经济增速回落和疫情反复抬头影响，居民收入增速中枢有所下移。据我们测算，2021年Q3居民人均可支配收入当季实际的两年符合增速为4.8%，较前值5.9%显著回落。收入增速下行对消费复苏形成了一定抑制，十一黄金周带动消费效果明显不及预期，旅游人次恢复至2019年同期的七成水平，旅游收入仅有六成水平。

图 8：十一出游人数恢复到 2019 年的七成左右



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：Q3 居民收入增速有所回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

10月全国跨区域疫情再现，不利于高社交属性消费修复。10月中旬以来，本轮“旅行团疫情”已波及到全国14个省份，感染者大多存在跨区旅游活动，各地又纷纷上调了疫情防控力度。虽然近期国内关于放松疫情管控的舆论正在增多，张文宏、钟南山、高福等专家先后表达了“与疫情共存”或者“对外开放边境”的看法，但从北京冬奥会决定不对海外观众开放来看，短期内我国防疫政策依然不会放松。这意味着消费分化修复的趋势将延续，高社交属性消费保持低斜率修复，期间仍可能间歇性受到局部疫情复发带来的短暂冲击。

图 10：10 月疫情再次抬头

—— 全国本土确诊病例·当日新增七日移动平均

图 11：10 月后三周客运量下降

—— 民航旅客运输量·万人

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_28666



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn