

总量研究

政策逐渐发力，四季度经济底部确认

——2021年10月经济数据预测

要点

核心观点：

10月，疫情冲击叠加限电限产，制造业供需两端继续放缓，地产投资缓步下滑，消费延续疲弱，基建投资反弹，出口韧性十足。政策引导下，信贷投放边际改善，加之专项债发行提速，预计10月社融增速企稳反弹。通胀方面，预计PPI冲高见顶，CPI触底反弹，上游利润占比拐点显现。

10月核心数据预测：

实体：内需疲弱，外需犹有韧性。10月下旬，疫情出现点状散发，部分地区的限产活动持续，内需依然维持疲弱的状态，服务业及制造业PMI、地铁客运量、房地产销售、乘用车零售等指标维持低迷。但外需方面，新出口订单PMI、重点港口吞吐量相对9月有所回升，出口运价指数小幅下滑、但维持高位，出口反而展示出较强韧性。预计10月固定资产投资累计增速6.1%，社零单月同比3.2%，出口单月同比增速23.7%。

通胀：PPI冲高见顶，CPI触底反弹。CPI方面，预计10月CPI同比反弹至1.4%，与低基数、食品价格上涨有关。食品方面，受北方低温、多雨天气影响，鲜菜供应减少，价格大幅上涨；猪肉价格企稳回升，与消费回暖，中央第二轮收储启动，生猪出栏体重下降有关；非食品方面，受疫情和天气影响，预计服务业价格涨幅放缓，原材料涨价将继续向CPI传导。PPI方面，受煤价过快上涨影响，预计10月PPI同比快速上行至12.9%。10月下旬，煤炭保供稳价政策持续加码，煤价自高位快速回落，后续PPI涨幅将快速收敛，预计10月为本轮PPI上行周期的高点。

流动性：预计10月社融增速将会呈现企稳反弹，新增社融约为1.64万亿元，对应社融存量同比增速约为10.1%，其中，社融口径的新增人民币贷款约为6800亿元。表内方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中，叠加购房政策趋严对居民信贷的抑制仍为完全消除，预计表内融资规模约在6800亿元左右。表外方面，预计10月信托贷款收缩的趋势仍将延续，新增未贴现银票的收缩程度也将会有所走阔。直接融资方面，考虑到三季度以来政府债券融资持续加速，预计10月直接融资规模约在10848亿元左右。

生产：限电限产影响持续。预计10月规上工业增加值同比增速3.0%。10月生产PMI为48.4%，比上月回落1.1个百分点，继续降至临界值以下，再次创下年内新低。在能耗双控目标约束下，10月部分地区的限产活动持续，使得工业生产持续受到影响。从高频数据来看，钢铁产量环比下滑明显，高炉开工率、PTA开工率均环比下滑。整体来看，我们预计10月工业生产继续放缓，同比增速预计为3.0%，相比2019年同期两年平均增速为4.9%。

盈利：增速继续放缓，结构分化缩窄。预计10月规上工业企业利润同比增长13.5%。受限电限产以及疫情散发影响，10月工业生产对盈利驱动继续减弱；价格方面，10月PMI出厂价格指数快速上行至接近历史高位，指向PPI环比涨幅继续扩大，工业品价格仍在高位运行，对企业盈利继续形成支撑；利润率方面，伴随上游企业盈利占比下降，利润率已呈现出边际下滑趋势。因此，整体来看，预计10月的工业企业盈利增速继续放缓，但仍然会维持在较高增速区间。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802
liuw@ebsecn.com

相关研报

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》系列篇五（2021-11-01）

能耗双控影响持续，价格或进入磨顶阶段——2021年10月PMI数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

出口强劲下，中游设备制造盈利反弹——2021年9月工业企业盈利数据点评（2021-10-29）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-24）

两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹——9月经济数据点评（2021-10-19）

社融增速或将企稳，国债收益率3.0%震荡——9月金融数据点评（2021-10-14）

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期——9月贸易数据点评（2021-10-13）

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（2021-10-11）

预计三季度GDP5.1%，两年复合底部确认——2021年9月经济数据预测（2021-10-10）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

目 录

一、10 月核心数据预测	3
二、流动性：社融增速将会呈现企稳反弹	3
三、通胀：PPI 冲高见顶，CPI 触底反弹	4
四、实体：内需疲弱，出口韧性十足	5
五、生产：能耗双控影响持续，上游利润占比拐点出现	6

表目录

表 1：10 月核心数据预测	3
----------------------	---

一、10 月核心数据预测

10 月，疫情冲击叠加限电限产，制造业供需两端继续放缓，地产投资缓步下滑，消费延续疲弱，基建投资反弹，出口韧性十足。政策引导下，信贷投放边际改善，加之专项债发行提速，预计 10 月社融增速企稳反弹。通胀方面，预计 PPI 冲高见顶，CPI 触底反弹，上游利润占比拐点显现。

表 1：10 月核心数据预测

数据口径			2020 年 累计	2021 年						
				4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月预测
流动性	社融	存量同比 (%)	13.3	11.7	11.0	11.0	10.7	10.3	10.0	10.1
	信贷	新增 (万亿)	19.6	1.5	1.5	2.3	1.1	1.2	1.7	0.7
价格	CPI	单月同比 (%)	2.5	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.4
	PPI	单月同比 (%)	-1.8	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	12.9
实体	固投	累计同比 (%)	2.9	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1
	社零	单月同比 (%)	-3.9	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	3.2
生产	出口	单月同比 (%)	3.6	32.3	27.9	32.2	19.3	25.6	28.1	23.7
	盈利	单月同比 (%)	2.8	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.0
			4.1	57.0	36.4	20.0	16.4	10.1	16.3	13.5

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、流动性：社融增速将会呈现企稳反弹

预计 10 月新增社会融资规模约 1.64 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.1%，其中，社融口径的新增人民币贷款约为 6800 亿元。

表内融资方面，在疫情散发、限产限电、原材料涨价等多重因素扰动下，企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中，且购房政策趋严对居民信贷的抑制仍未完全消除；但在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈。综合考虑，预计 10 月表内融资规模约在 6800 亿元左右。

一则，7 月以来，在疫情散发、限产限电、原材料涨价等多重因素扰动下，生产、消费、投资等宏观数据总体呈现出下行趋势，表征实体经济景气度的中采制造业 PMI 连续 7 个月处于边际下行态势，且 9 月和 10 月已经进入荣枯线以下的收缩区域。在实体经济增速面临较大趋缓压力的背景下，央行调查贷款需求指数连续两个季度呈现下行态势，表明企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中。

二则，自人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会以来，国务院、人民银行以及银保监会等部门多次组织召开会议，要求“做好跨周期设计，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。

另外，针对前期关于房地产等特定行业融资的强监管政策，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。会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。同时，结合央行三季度货币政策例会来看，监管层已经注意到了，房地产行业融资监管政策在落地执行层面存在的一些问题，并开始纠偏。

预计在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。我们可以看到，相较于7月、8月以及9月末的票据融资冲量行为，10月末的票据融资冲量呈现出明显缓和的迹象，这在一定程度上表征着10月的表内信贷应该不会很差。

三则，8月以来，地方政府专项债发行持续加速，而专项债配套项目的推进，预计也将会增加银行配套信贷的需求。

表外融资方面，考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于2021年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩20%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。同时，考虑到本月票据承兑额和到期额均有所上行，以及票据贴现承兑比略高于往年同期，预计新增未贴现银行承兑汇票跌幅将会呈现走阔态势。综合考虑，预计10月表外融资规模约在-1773亿元左右。

直接融资方面，预计10月政府债券净融资额约9350亿元左右，较去年同期多增约4419亿元；企业债券融资额初步估算约在696亿元左右，较去年同期少增1567亿元；非金融企业境内股票融资初步估算约在802亿元左右，较去年同期少增125亿元，综合考虑10月直接融资规模约在10848亿元左右。

综合考虑表内融资、表外融资、直接融资及其他融资途径后，我们预计10月新增社会融资规模约为1.64万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为10.1%，其中，社融口径的新增人民币贷款约为6800亿元。

三、通胀：PPI冲高见顶，CPI触底反弹

预计10月CPI同比反弹至1.4%，与低基数、食品价格上涨有关。

食品方面，鲜菜价格大幅上涨，猪肉价格触底反弹。猪肉方面，10月中旬以来，受消费回暖、第二轮中央猪肉收储启动、生猪出栏体重下降等因素影响，猪肉价格开启触底反弹。10月，猪肉平均批发价环比降幅自上月的7.0%收窄至0.1%。但考虑到今年四季度到明年一季度，生猪生产仍在惯性增长，本轮猪价下行周期尚未结束，反弹空间有限。鲜菜方面，受北方低温、多雨天气影响，鲜菜供应减少，加之化肥、能源价格上涨抬升鲜菜生产流通成本，10月，28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨20.4%，远高于过去五年环比均值-3.0%。

非食品方面，预计服务业价格涨幅放缓，原材料涨价将继续向CPI传导。一方面，受疫情和天气影响，十一假期内，居民出行强度弱于往年同期，10月服务业PMI自上月的52.4%小幅下降至51.6%，预计服务价格表现略低于季节性；另一方面，受国际油价持续上涨，10月国内汽油、柴油价格环比涨幅扩大，将带动10月交通和通信价格环比回正。

预计10月PPI环比涨幅扩大，同比快速上行至12.9%，形成年内高点。

10月PMI原材料、出厂价格指数快速上行至72.1%、61.1%，接近历史高位，二者指向PPI环比涨幅将再度扩大。其中，煤炭价格快速上涨，预计是造成10月PPI涨幅扩大的主要原因。10月，秦皇岛动力煤(Q5500)价格环比上涨57.6%，

上月为 24.7%。同时，受高耗能行业限产影响，水泥、化工、有色、黑色价格涨幅继续扩大。10 月，水泥价格指数环比为 23.9%，上月为 17.5%；化工产品价格指数环比为 15.6%，上月为-2.8%；长江有色铜价环比为 4.2%，上月为-0.1%；钢材综合价格指数环比为 2.2%，上月为 2.1%。

随着煤炭价格自高位快速回落，后续 PPI 涨幅将快速收敛，预计 10 月为本轮 PPI 上行周期的高点。10 月下旬，煤炭保供稳价政策持续加码，动力煤价格自 2592 元/吨的高位（10 月 20 日），持续回落至 1250 元/吨（11 月 1 日）。目前，山西等产地坑口价以不超过 1200 元/吨的限价标准执行，若假设 11 月煤炭价格维持在 1200 元/吨，较 10 月均价下降 43.1%，则预计对 11 月 PPI 环比拖累约 1 个百分点。

四、实体：内需疲弱，出口韧性十足

地铁客运量、PMI 指标有所回落，预计 10 月社零单月同比增速 3.2%。9 月，各地疫情有所回落，叠加中秋和国庆临近，社零增速小幅回升。10 月后半旬，疫情点状散发，继续扰动居民出行及线下消费活动，10 月服务业 PMI 录得 51.6%，比 9 月的 52.4%小幅下滑，但高于 8 月的 45.2%。10 月，8 个大城市¹的地铁客运量同比增速 4%，比 9 月的 5%小幅回落，但已远好于 7 月及 8 月。10 月前三周乘用车零售总体同比下降 11%，走势较平淡，略好于 9 月的下降 13%。综上，预计社零环比动能相对 9 月有所下滑，但依然略高于 8 月。10 月社零单月同比增速 3.2%。

预计 10 月份固定资产投资累计增速 6.1%。10 月，疫情对于工业生产的约束有所减弱，但能耗双控的影响在持续释放，制造业供需两端继续放缓。10 月专项债发行继续提速，基建领先指标持续反弹，预计基建投资增速有望反弹。

1) 制造业投资：PMI 继续走弱、内外需订单双双回落。10 月制造业 PMI 录得 49.2%，比上月回落 0.4 个百分点，继续落于荣枯线之下。第一，在能耗双控目标约束下，10 月部分地区的限产活动持续；第二，订单指数继续回落，内需回落尤甚。10 月新订单 PMI 相对上月回落 0.5 个百分点，但新出口订单 PMI 上行 0.4 个百分点，国内订单对新订单 PMI 造成拖累。第三，出口拉动中游设备制造盈利修复，但盈利结构分化继续加剧，利润继续向上游采矿业集中。综合考虑，预计制造业投资环比可能会继续维持弱复苏。

2) 房地产投资：商品房销售增速小幅止跌，预计投资增速继续缓步下滑。10 月

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_28739

