

总量研究

社零暖、制造业强，经济筑底回升

——2021年10月实体经济数据点评

要点

事件：

11月15日，国家统计局公布实体经济数据。生产单月增速3.5%，前值3.1%，市场预期3.2%；固投累计增速6.1%，前值7.3%，市场预期6.3%；社零单月增速4.9%，前值4.4%，市场预期3.4%。

核心观点：

10月，虽然疫情依旧对经济有所扰动，但制造业和消费维持了较强的复苏势头。房地产投资增速拖累固投，但到位资金增速已经触底回升。基建增速如期反弹，预计反弹动能将持续释放。向前看，在前期政策有所纠偏之后，经济复苏势头有所恢复，经济两年复合增速预计将在四季度触底回升。

社零：受实际社零回暖，与价格回升的双重支撑，大超预期。

与2019年同期相比，10月社零增速9.4%，大幅高于8月和9月，也大超市场预期。分项来看，石油制品和可选消费反弹幅度最大。社零大超预期，一方面是受到了CPI上行的支撑；另一方面，实际社零增速也在回升，上升的幅度与名义社零上升的幅度持平。向前看，四季度及明年，随着疫苗接种持续推进，预计居民消费会持续维持复苏，CPI温和上涨，也会支撑名义社零的同比表现数据。

制造业：继续维持强势复苏，内部分化收敛。

与2019年同期相比，10月制造业投资增速14.1%，高于9月的13.3%和8月的12.5%，增速达到年内峰值。分项来看，高技术链条中的通用设备、电气机械、汽车、专用设备和运输设备，增速反弹幅度较大。低技术链条的农副产品、化工的增速也在回升，表明制造业投资内部分化继续收敛。

预计制造业投资会继续维持复苏态势：需求端来看，消费、基建增速回升，外需韧性十足，预计四季度，经济两年复合增速将企稳回升；**政策端来看**，我国产业升级持续推进，中美经贸关系也在四季度逐步缓和，关税排除有望在年底前后落地生效。**盈利端来看**，通胀剪刀差将逐步缩窄，打开下游企业的盈利空间。房租、信贷等生产要素成本也有望持续改善。

房地产：投资增速回落，到位资金改善。

与2019年同期相比，10月房地产投资单月增速6.6%，继续下滑。10月份，房地产融资政策有所纠偏，开发商到位资金增速触底回升，从9月的2%上行至10月的4%，而且国内贷款改善幅度最大。新房销售增速持续回落，叠加房地产税试点持续引导预期，预计房地产投资依然将处于回落区间。考虑到融资政策已经予以纠偏，开发商到位资金有所改善，预计房地产投资增速不会失速下滑。

基建：如期小幅反弹，交通运输投资发力。

与2019年同期相比，广义基建10月单月增速2.17%，高于9月（-0.02%）和8月（0.03%）。分项来看，主要是交通运输、仓储投资增速回升。向前看，随着专项债进入密集发行期，预计基建增速还将继续上行。从10月的PMI数据来看，新订单和活动预期均在回升。随着11月专项债继续密集发行，预计基建投资有望持续反弹。

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

相关研报

中美元首视频会晤，可能谈些什么？
——光大宏观周报（2021-11-14）

美国10月通胀大超预期，价格压力全面升温——
2021年10月美国通胀价格点评
（2021-11-12）

光大证券_宏观简报：PPI见顶、CPI筑底、剪刀差缩窄将开启——2021年10月价格数据点评
（2021-11-11）

光大证券_宏观简报：社融增速企稳，利率低位震荡——2021年10月金融数据点评
（2021-11-11）

为什么制造业是实现共同富裕的关键？——《共同富裕》第三篇（2021-11-10）

疫情消退，10月美国非农强劲反弹——2021年10月非农数据点评（2021-11-06）

Taper如期而至，加息“等等再看”——2021年11月FOMC会议点评（2021-11-04）

拜登1.75万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？（2021-11-03）

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇（2021-11-02）

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）

目 录

一、核心观点：社零暖、制造业强，经济筑底回升动能修复.....	3
二、消费：大超预期，可选消费品反弹最大.....	3
三、制造业：维持强势，内部分化收敛.....	4
四、基建：如期反弹，预计将持续发力.....	6
五、房地产：投资增速回落，到位资金改善.....	6

图目录

图 1：10 月各类商品零售额增速均在回升.....	4
图 2：通讯器材、化妆品、石油制品增速回升幅度最大.....	4
图 3：三季度央行问卷显示，居民储蓄倾向进一步上升.....	4
图 4：10 月地铁客运量有所恢复，但依然低于二季度.....	4
图 5：房地产投资回落，制造业投资、基建投资持续反弹.....	5
图 6：通用设备、电气机械、汽车、运输设备增速贡献最大.....	5
图 7：低技术链条投资复苏，制造业内部分化有所收敛.....	5
图 8：10 月广义基建增速小幅回升.....	6
图 9：建筑业新订单和活动预期 PMI 在 10 月反弹.....	6
图 10：新房销售增速持续回落.....	7
图 11：开发商到位资金增速触底反弹.....	7

表目录

表 1：2021 年 10 月，投资低于市场预期，生产和社零高于预期.....	3
---	---

一、核心观点：社零暖、制造业强，经济筑底回升动能修复

事件：11月15日，国家统计局公布10月实体经济数据。

- 【1】生产单月增速 3.5%，前值 3.1%，市场预期 3.2%；
- 【2】固投累计增速 6.1%，前值 7.3%，市场预期 6.3%；
- 【3】社零单月增速 4.9%，前值 4.4%，市场预期 3.4%。

核心观点：

10月，虽然疫情依旧对经济有所扰动，但制造业和消费维持了较强的复苏势头。房地产投资增速拖累固投，但到位资金增速已经触底回升。基建增速如期反弹，预计反弹动能将持续释放。向前看，在前期政策有所纠偏之后，经济复苏势头有所恢复，经济两年复合增速预计将在四季度触底回升。

表 1：2021 年 10 月，投资低于市场预期，生产和社零高于预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	GDP
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%	
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%	6.5%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%	
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%	18.3%
2021 年 4 月	19.9%	17.7%	9.8%	
2021 年 5 月	15.4%	12.4%	8.8%	
2021 年 6 月	12.6%	12.1%	8.3%	7.9%
2021 年 7 月	10.3%	8.5%	6.4%	
2021 年 8 月	8.9%	2.5%	5.3%	
2021 年 9 月	7.3%	4.4%	3.1%	4.9%
2021 年 10 月 实际值	6.1%	4.9%	3.5%	
2021 年 10 月 市场预期	6.3%	3.4%	3.2%	

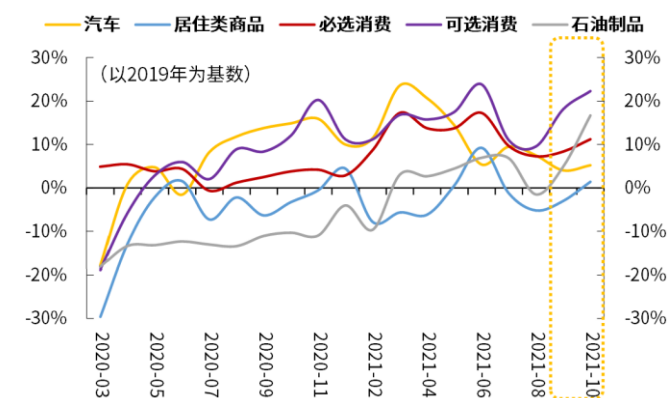
资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、消费：大超预期，可选消费品反弹最大

在实际社零回暖，与价格回升的双重支撑下，社零大幅超预期。与 2019 年同期相比，10 月社零增速 9.4%，大幅高于 9 月社零增速 7.8%，大幅超过三季度表现（单月相对 2019 年增速约在 6% 左右）。

社零大幅超出预期，一方面是受到了价格上行的支撑；另一方面，实际社零增速也在回升。以 2019 年为基数，10 月实际社零增速 6.6%，比 5 月的 5% 上行了 1.6 个百分点，与名义社零上升的幅度持平。但由于去年同期的基数高，实际社零同比增速有所回落，实际单月同比 1.9%，比上月下行 0.6 个百分点。

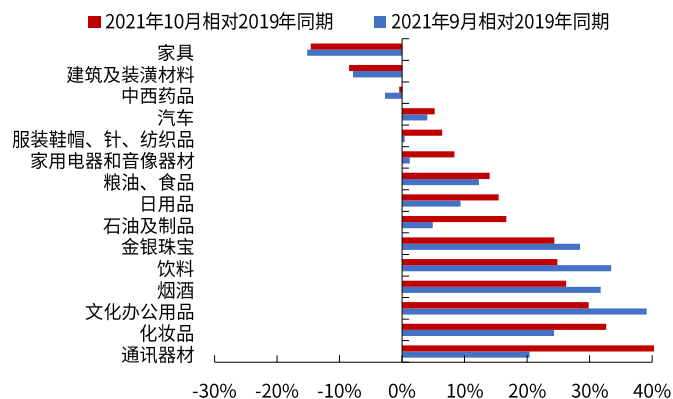
图 1：10 月各类商品零售额增速均在回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 2：通讯器材、化妆品、石油制品增速回升幅度最大

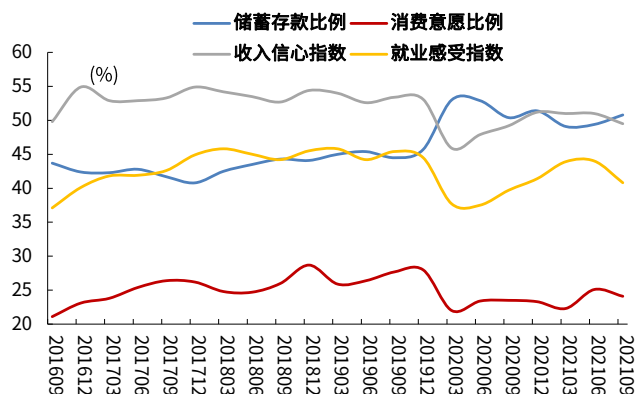


资料来源：Wind，光大证券研究所

向前看，四季度至明年全年，预计居民消费会维持复苏。一方面，我国疫苗接种持续推进，疫情扰动对于居民出行的影响将有所减弱。另一方面，CPI 开启温和上行，价格也会支撑社零数据的同比增速。三则，今年以来，城乡居民收入相对差距有所缩小，前三季度农村居民人均可支配收入名义增速和实际增速分别快于城镇居民 2.1 和 2.5 个百分点。

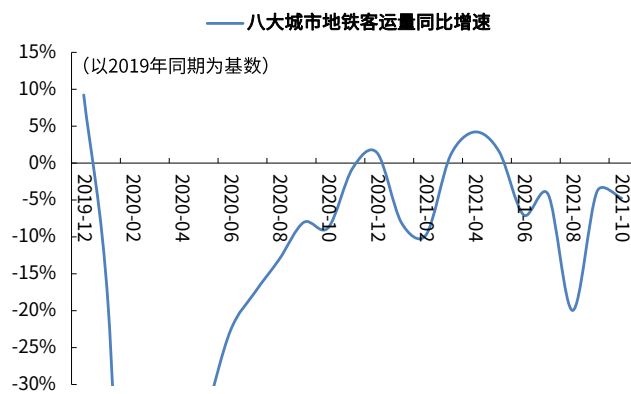
但是，居民整体维持较高的储蓄倾向，会抑制消费复苏的高度。根据央行调查问卷，三季度居民储蓄倾向在进一步回升。全球疫情的反复和经济复苏的不均衡性，使得居民储蓄倾向较高，会抑制本轮疫后消费复苏的高度。

图 3：三季度央行问卷显示，居民储蓄倾向进一步上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：10 月地铁客运量有所恢复，但依然低于二季度



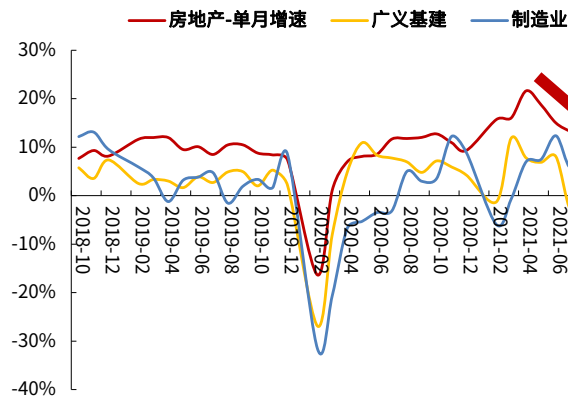
资料来源：Wind，光大证券研究所

三、制造业：维持强势，内部分化收敛

固投增速小幅低于预期，主要是受到房地产拖累。与 2019 年同期相比，10 月单月同比增速 6.9%，略高于 9 月和 7 月（5.6%），但是依然低于 8 月的 8.8%，也大幅低于二季度的表现（单月约在 11% 左右）。10 月来看，固投主要是受到了房地产投资的拖累，制造业投资和基建投资则继续回升。

制造业投资继续回升，10月单月增速14.1%，高于9月单月增速13.3%和8月的12.5%，增速达到年内的峰值。2019年9月及10月，制造业增速均持续抬升，也意味着近期制造业的反弹，是建立在正常基数上的。从环比来看，制造业环比（-5.4%）略好于季节性（2016年至2019年同期均值-5.5%）。

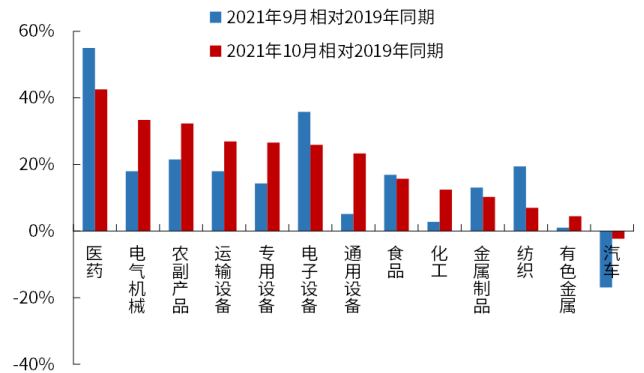
图5：房地产投资回落，制造业投资、基建投资持续反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

图6：通用设备、电气机械、汽车、运输设备增速回升幅度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

分项来看，通用设备、电气机械、汽车、专用设备和运输设备，增速反弹幅度较大。低技术链条中，化工、农副产品的增速也在回升，表明制造业投资内部分化继续收敛。

图7：低技术链条投资复苏，制造业内部分化有所收敛

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2021年相对2019年同期 单月增速							
			4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	
房地产、基建	黑色金属	3.2%	3%	3%	2%	6%	3%	3%		
	有色金属	2.5%	2%	5%	-2%	6%	-6%	1%	4%	
	合计	5.7%								
食品	农副产品	5.1%	3%	6%	8%	3%	2%	3%	3%	
	食品	2.7%	-1%	3%	0%	8%	5%	7%	6%	
	酒、饮料、茶	1.6%	-5%	0%	4%	-8%	7%	-1%		
	烟草	0.1%	25%	43%	18%	20%	2%	2%		
	合计	9.5%								
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	2.9%	1%	-5%	-1%	0%	3%	3%	7%	
	纺织服装	1.6%	34%	30%	35%	27%	19%	28%		
	皮、毛、羽及制品	0.9%	20%	26%	23%	19%	0%	27%		
	木材加工	1.9%	24%	25%	12%	17%	14%	9%		
	家具	1.8%	17%	23%	12%	22%	23%	3%		
	化学原料及制品	7.1%	9%	6%	5%	7%	4%	3%	2%	
	化学纤维	0.6%	8%	9%	5%	7%	1%	4%		
	造纸	1.3%	-5%	-6%	8%	2%	8%	7%		
	合计	18.0%								
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	9.3%	5%	8%	5%	3%	3%	3%	3%	
	通用设备	6.4%	11%	4%	0%	3%	4%	5%	3%	
	专用设备	7.1%	1%	0%	0%	5%	2%	4%	2%	
	金属制品	4.9%	3%	1%	7%	-6%	-5%	3%		
	非金属矿物制品	9.8%	3%	4%	8%	6%	3%	2%		
	合计	37.6%								
产业升级	运输设备	1.3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	
	仪器仪表	1.4%	2%	2%	2%	0%	1%	3%		
	电气机械	6.1%	0%	4%	4%	0%	3%	3%	3%	
	医药	4.1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
	合计	12.8%								
汽车链条	汽车	5.5%	17%	28%	13%	23%	24%	17%	-2%	
	橡胶、塑料	3.4%	3%	3%	4%	4%	2%	3%		
	合计	8.9%								

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

向前看，预计制造业投资将维持复苏态势。从需求端、政策端和盈利端来看：

第一，需求端，经济正处于新旧动能切换的关键时期，虽然地产投资增速有所下滑，但消费、基建投资增速在回升，外需也维持了较强的韧性。预计四季度，经济两年复合增速将企稳回升，经济筑底回升，为制造业复苏营造良好的经济环境。

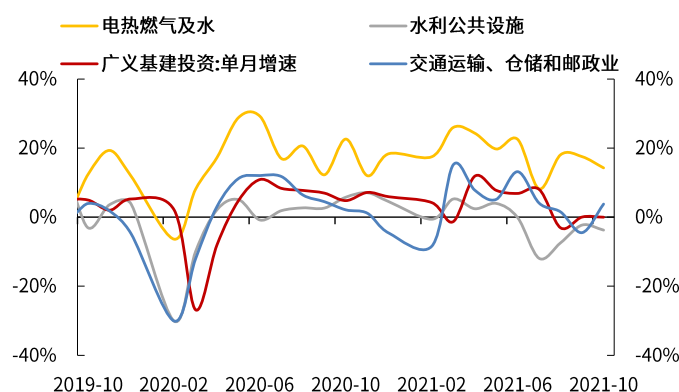
第二，政策端，我国产业升级进程持续推进，“双碳”目标下绿色技术改造投资需求将持续扩大。中美经贸关系也在四季度逐步缓和，美 USTR 已经公布了 549 项商品的关税排除清单，预计在年底前后将会落地生效。

第三，盈利端，随着价格逐步向下游传导，CPI 温和改善，通胀剪刀差有望逐步缩窄，打开下游企业的盈利空间。房租、信贷等生产要素成本也有望持续改善。

四、基建：如期反弹，预计将持续发力

基建投资小幅回升，交通运输投资发力。与 2019 年同期相比，广义基建 10 月单月增速 2.17%，相较于 9 月单月增速-0.02%和 8 月的 0.03%小幅回升，也高于 7 月的-3.1%。分项来看，10 月基建主要是交通运输、仓储的投资增速在发力。

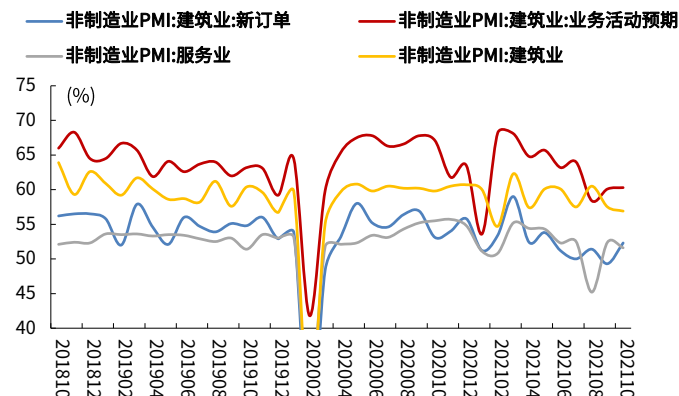
图 8：10 月广义基建增速小幅回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 9：建筑业新订单和活动预期 PMI 在 10 月反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

向前看，随着专项债进入密集发行期，预计基建增速还将继续上行。从 10 月的 PMI 数据来看，新订单和活动预期均在回升。但是，15 号文导致城投非标融资进一步受阻，限制基建项目配套资金来源，削弱专项债的杠杆作用，限制基建反弹的高度。

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_29537

