

研究所
证券分析师： 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人： 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

经济反弹可持续吗？

——10月经济数据点评

最近一年走势



相关报告

- 《——10月贸易数据点评：四季度出口或持续景气 *樊磊》——2021-11-08
- 《——11月美联储议息会议点评：Taper靴子落地 *樊磊》——2021-11-04
- 《——10月PMI数据点评：工业部门或已经走过“滞胀”的至暗时刻 *樊磊》——2021-10-31
- 《——9月工业企业利润数据点评：利润增速延续下行趋势，上下游分化减弱 *樊磊》——2021-10-29
- 《——9月财政数据点评：财政支出的积极性回升有限 *樊磊》——2021-10-24

事件：

11月15日，国家统计局公布10月份主要经济数据。工业增加值同比增长速为3.5%（前值3.1%）超出市场一致预期；固定资产投资、社会消费品零售等数据也都出现了轻微超预期反弹的迹象。我们认为十月最后一周煤炭保供取得进展使得限电限产有所缓解可能导致10月生产数据好于PMI所预计的水平。此外，基建投资的改善，以及消费者情绪对疫情反复冲击的淡化可能也推动需求端数据略超预期。然而，综合考虑地产下行周期尚未结束、出口潜在拐点对经济的冲击尚未显现，四季度经济环比（季调后）即使较三季度有改善，是否能在明年一季度持续仍然存疑。考虑到产出缺口大概率在未来两个季度持续扩大，我们预计更有力的政策调整可能会在明年一季度或者上半年推出。

投资要点：

■ 需求端：基建、制造业投资，社零和出口略好于预期

剔除基数后，10月固定资产投资同比较9月（假设去年9月份同比增速与去年四季度均值相同以剔除基数的影响，下同）略有反弹，好于市场一致预期。其中，制造业投资和基建投资都略有改善——后者的改善可能与基建项目有所发力有关。当然，地产投资仍是总需求重要的拖累因素。实际上，不仅房地产开发投资剔除基数较9月继续出现了更明显的负增长，房地产销售面积、新开工、乃至百城土地购置面积的负增长也进一步恶化。

社会消费品零售总额同比增速的反弹也令人有些意外——即使价格因素有所贡献，实际增长剔除基数也较9月有所改善。毕竟限电限产影响了工人的收入，而10月下旬以后疫情的反复一般对消费也有负面影响。但是细项数据显示，在考虑了基数效应之后，无论是商品零售还是餐饮——后者是传统上受疫情影响最大的行业之一——都出现了反弹。从限额以上消费品零售剔除基数的数据看，除了受到成品油涨价影响的石油制品出现增长之外，服装、化妆品、通讯器材等可选消费品是拉动增长的主力。我们认为除了限电限产时间较短对收入冲击有限之外，从三季度可支配收入和消费支出的比值向疫情前回归来看（《三季度经济数据评论》），消费者可能越来越不把疫情当回事或也是消费超预期的重要原因。

10月出口数据继续超出市场一致预期，与航运改善可能有关（《10月贸易数据点评》），从出口交货值来看，剔除基数效应也略有反弹，反映出口对工业生产仍起到一定拉动作用。

■ 工业生产有所反弹

工业生产剔除基数之后也有所反弹，在限电限产的大背景下，与PMI所指示的方向不同（《10月PMI数据点评》）且超出市场一致预期。

我们认为工业生产与PMI生产指数背离的一个原因与PMI取样时间在每月22日之前有关；从10月最后一周来看，限电限产已经出现了非常明显的好转，可能推动工业生产的恢复。实际上，煤炭产量同比增长4%创出今年以来新高显示煤炭保供取得成效。

当然，工业生产改善数据的质量可能并不见得非常扎实。一方面，10月份发电量增长剔除基数反而有所下滑，是年内的次低点。另一方面，一些主要工业产品的产量，特别是与重工业相关的钢铁、水泥、化纤等产量剔除基数之后仍在下滑之中。我们认为煤炭供应压力缓解、供电确实有所改善，但是在电力供应不宽裕的情况下高耗能行业仍有限电压力，而且一些省份“能耗双控”的要求也限制了重工业产品的生产。

■ 就业市场保持平稳，但是数据的背后值得探究

10月份城镇调查失业率保持在4.9%的较好水平，与上个月持平。31个大中城市失业率略有上行到5%。

虽然官方的数据显示就业压力不大，但是在实际增长显著低于潜在产出水平的情况下，是否存在农民工返乡而不被城镇调查失业率所记录的问题？是否存在就业质量下降——如直播、外卖等收入较低、保障较差等灵活就业取代正规就业的问题？是否因为这些问题导致失业率数据不能准确反映劳动力市场状况等问题仍然值得探究。

■ 更大力度的政策调整仍有必要

从目前的情况看，受到自然灾害冲击过去、煤炭保供取得进展、疫情扰动对消费者影响逐步淡化等多方面因素的影响，四季度工业生产和整体经济的环比增长可能会比三季度有所改善。但是综合考虑地产下行周期尚未终结、出口对经济的拖累尚未显现，我们预计这种反弹在一季度会面临重新下探的压力。当然，受到基数效应影响，GDP同比增速可能在2021年四季度触底。

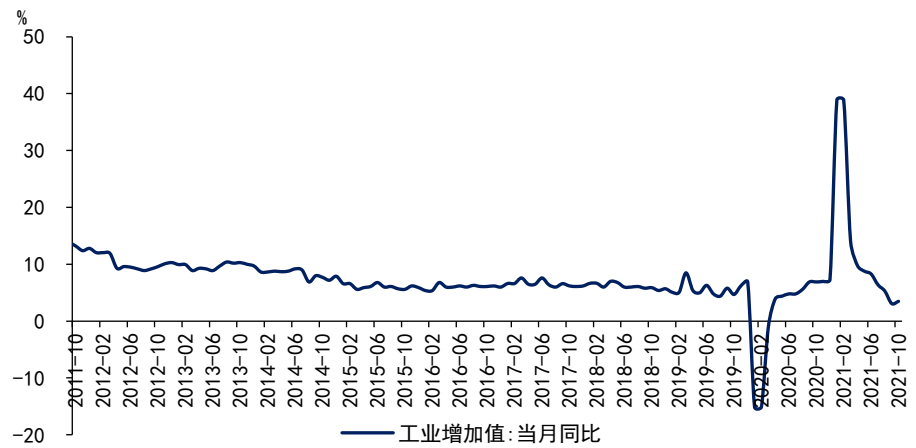
而且，即使四季度环比有所反弹，也不大可能达到潜在产出增长的水平（环比1.4%左右），这意味着未来两个季度的产出缺口仍会持续扩大。虽然中央经济工作会议将是观察政策的重要时间窗口，但是扩大的负产出缺口和就业压力一般意味着需要更加有力的总需求

管理的政策。

我们认为在房地产政策调整主要着眼于防风险而非稳增长的背景下，财政的扩张和货币的宽松（降准降息）可能都会在明年一季度或者上半年逐步推出。我们继续对利率债持有相对乐观的判断。

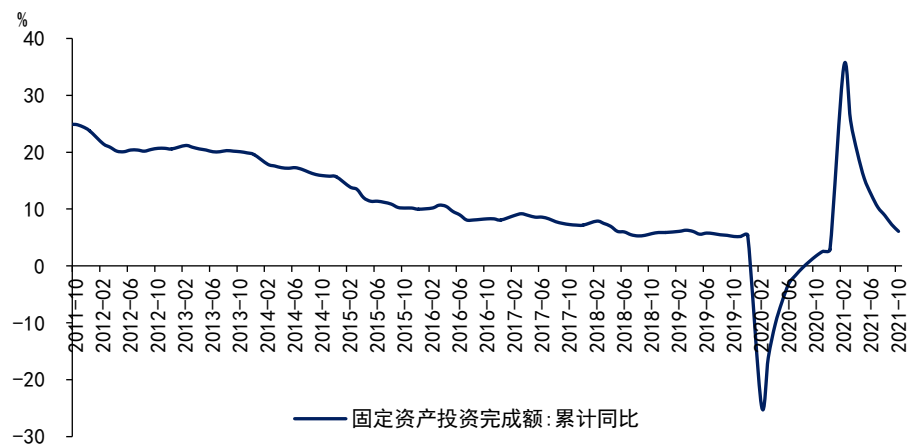
- **风险提示** 经济复苏超预期，政策收紧超预期，国内外疫情恶化。

图 1: 工业增加值增速



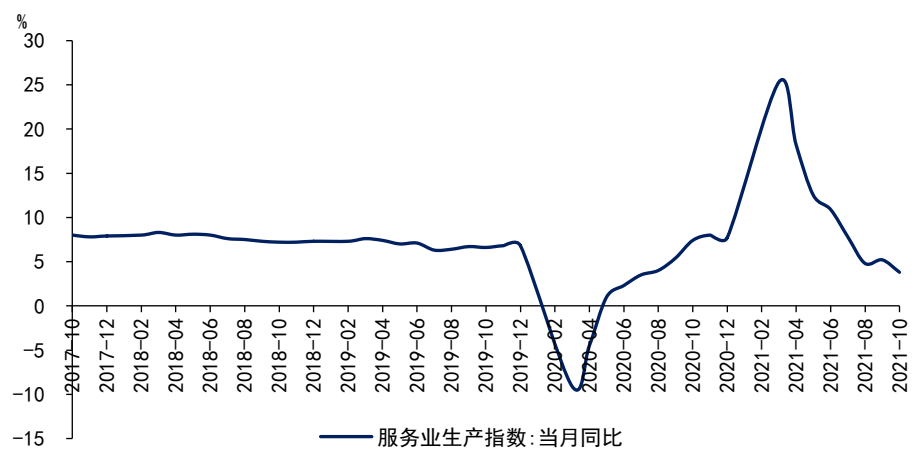
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 固定资产投资增速



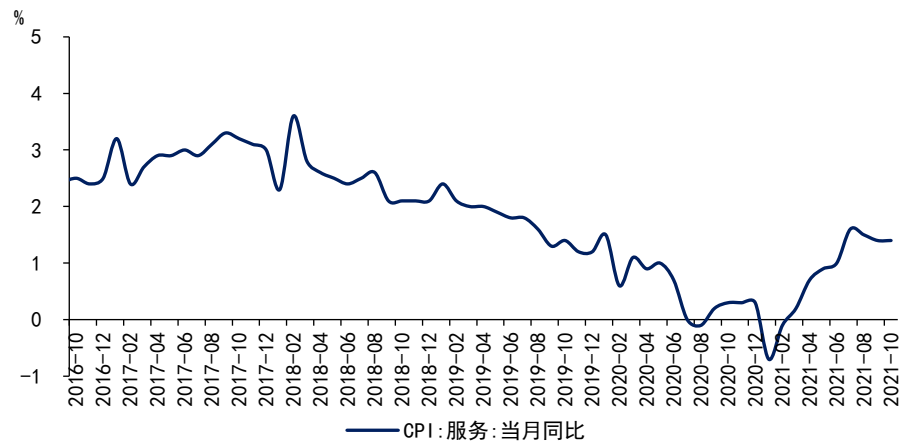
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 服务业生产指数



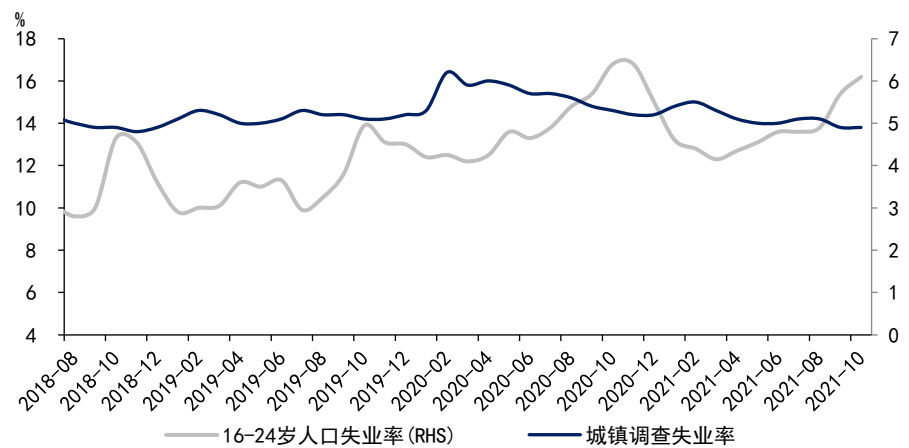
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 服务业 CPI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 失业率水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_29545



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>