



投资端下行压力明显

——10月经济数据点评

2021年11月15日

投资摘要:

传统行业受高能耗产品控制影响增速减缓，高新产业景气度仍高，但支撑力尚显不足。10月经济数据来看，消费加速回暖，出口高位，投资回落，工业生产仍有压力，统计局也明确指出“保持经济稳定恢复仍需加力”。10月，随“十一”假期叠加随着国内疫情积极防控，消费恢复态势持续增强，餐饮收入持续回暖。1-10月，固定资产投资累计两年平均增速增长3.95%，较上月回落0.1个百分点，其中制造业投资两年平均增速为4.45%，基础设施投资两年平均增速1.865%，地产投资两年平均增速为6.75%。10月，社会消费品零售总额同比增长4.9%（前值4.4%），两年平均4.6%（9月为3.85%）。

• **10月，受高能耗产业节能环保双控影响，工业生产与前期基本持平。**结构上，随国内节能环保双控持续推进，部分地区工业生产限产限电，上游黑色冶炼出现负增长。通用设备专用设备核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长，下游制造业，医药制造业由于集采常态化、仿制药一致性评价等政策影响增速放缓，但仍维持10%以上高位，食品制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业明显增长，汽车制造业受到“缺芯”问题拖累小幅回落。

• **10月房地产数据下行压力明显，销售新开工施工竣工均有不同程度回落。**竣工高位大幅回落，销售继续降温，新开工持续回落。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如购房提供补贴，放宽二手房公积金贷款期限等）略有放松，但“三条红线”政策基调下，房地产企业外部融资和拿地继续受限。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考，10月数据显示下行压力显著。

• **向后展望，政策或有边际放松，但长效机制政策定调不变。**在房地产由需求刺激转向长效机制构建的过程中，国内房地产拿地价、售房价、价格预期保持平稳，但为了平滑波动，更多的跨周期设计将纳入考量，如平衡下半年与明年上半年地产融资以把握边际力度，防止系统性风险发生，预计全年房地产投资增速或将维持5%以上。

• **10月基础设施建设仍没有明显起色，尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出开始提速，但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口，预计年内投资上或难有超预期变现。**1-10月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长1.0%（1-9月是1.5%），两年平均增长0.85%（前值0.85%）。

• **“十一”假期叠加随着国内疫情积极防控，消费恢复态势持续增强，餐饮收入持续回暖。**10月，社会消费品零售总额同比增长4.9%（前值4.4%），预期值3.4%，两年平均4.6%（9月为3.85%）。10月，食品服装等必选消费品较上月增速有所回升。竣工端回落建筑及装潢材料同比增速降低。其他后地产周期相关的消费支出也明显偏弱，比如家具类同比增长2.4%（前值3.4%），但通讯器材类10月同比增长34.8%（前值22.8%）。在系列提振消费“组合拳”和假日经济的作用下，餐饮收入持续回暖，国内新冠肺炎疫情防控工作取得了重大阶段性成果保证了餐饮恢复。10月餐饮收入同比两年平均回升到1.4%（前值0.1%）。反映国内多地疫情逐渐平稳驱动线下餐饮消费加速回暖。

• **居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费年内难以超预期修复。**考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1、《社融止跌 结构小幅修复: 10月金融数据点评》2021-11-10

2、《PPI 同比环比再创新高 PPI 与 CPI 剪刀差已处峰值: 10月通胀数据点评》2021-11-10

3、《投资端压力初现: 9月经济数据点评》2021-10-18

4、《PPI 继续新高 4 季度或难缓解 CPI 小幅回落: 9月通胀数据点评》2021-10-14

5、《社融继续磨底: 9月金融数据点评》2021-10-14

低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复（修复至2019年常态）。

- ◆ **风险提示：**预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 投资端下行压力明显	4
1.1 地产下行压力明显 消费加速回暖.....	4
1.2 高能耗控制下工业未有回暖 高新制造业仍高景气度.....	5
1.3 固定资产投资下行压力明显.....	6
1.4 疫情积极防控叠加假期因素下消费继续回暖.....	7

图表目录

图 1： 工业基本持平（其中 2021 年以来数据为两年平均）	5
图 2： 固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均）	6
图 3： 房屋新开工、施工和竣工	7

1. 投资端下行压力明显

1.1 地产下行压力明显 消费加速回暖

1-10月，固定资产投资累计两年平均增速增长3.95%，较上月回落0.1个百分点，其中制造业投资两年平均增速为4.45%，基础设施投资两年平均增速1.865%，地产投资两年平均增速为6.75%。

10月，受高能耗产业节能环保能耗双控影响，工业生产与前期基本持平。结构上，随国内节能环保能耗双控持续推进，部分地区工业生产限产限电，上游黑色冶炼出现负增长。通用设备专用设备核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长，下游制造业，医药制造业由于集采常态化、仿制药一致性评价等政策影响增速放缓，但仍维持10%以上高位，食品制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业明显增长，汽车制造业受到“缺芯”问题拖累小幅回落。

- ◆ **10月房地产投资端各分项均明显回落。**竣工高位大幅回落，销售继续降温，新开工持续回落。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如购房提供补贴，放宽二手房公积金贷款期限等）略有放松，但“三条红线”政策基调下，房地产企业外部融资和拿地继续受限。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考，10月数据显示下行压力显著。**向后展望，政策或有边际放松，但长效机制政策定调不变。**在房地产由需求刺激转向长效机制构建的过程中，国内房地产拿地价、售房价、价格预期保持平稳，但为了平滑波动，更多的跨周期设计将纳入考量，如平衡下半年与明年上半年地产融资以把握边际力度，防止系统性风险发生，预计全年房地产投资增速或将维持5%以上。
- ◆ **10月基础设施建设仍没有明显起色，**尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出开始提速，但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口，预计年内投资上或难有超预期变现。1-10月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长1.0%（1-9月是1.5%），两年平均增长0.85%（前值0.85%）。
- ◆ **在“十一”假期消费休闲旺季的作用下，餐饮收入持续回暖，国内新冠肺炎疫情的积极防控也保证了餐饮恢复。**10月，社会消费品零售总额同比增长4.9%（前值4.4%），预期值3.4%，两年平均4.6%（9月为3.85%）。10月，食品服装等必选消费品较上月增速有所回升。竣工端回落建筑及装潢材料同比增速降低。其他后地产周期相关的消费支出也明显偏弱，比如家具类同比增长2.4%（前值3.4%），但通讯器材类10月同比增长34.8%（前值22.8%）。10月餐饮收入同比两年平均回升到1.4%（前值0.1%）。反映国内多地疫情逐渐平稳驱动线下餐饮消费加速回暖。
- ◆ **居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费年内难以超预期修复。**考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复（修复至2019年常态）。

1.2 高能耗控制下工业未有回暖 高新制造业仍高景气度

高能耗产业节能环保能耗双控影响背景下，工业生产与前期基本持平。1-10月，全国规模以上工业增加值同比增长 10.9%，两年平均增长 6.35%（前值 6.5%），其中，10月规模以上工业增加值同比增长 3.5%（前值 3.1%），环比增长 0.39%（前值 0.05%），两年平均增长为 5.2%（前值 5.0%），10月工业生产增速较上月基本持平。

图1：工业基本持平（其中 2021 年以来数据为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，随国内节能环保能耗双控持续推进，部分地区工业生产限产限电，上游黑色冶炼出现负增长。通用设备专用设备核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长，下游制造业，医药制造业由于集采常态化、仿制药一致性评价等政策影响增速放缓，但仍维持 10% 以上高位，食品制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业明显增长，汽车制造业受到“缺芯”问题拖累小幅回落。

- ◆ 上游周期行业中高能耗生产降幅明显，随节能环保能耗双控持续推进，部分地区工业生产限产限电，上游黑色冶炼出现负增长。
- ◆ 能耗较少的中游高端制造业整体保持维持高位，电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备制造业增速领先，结构性高景气有望维系。复合增速较 9 月环比小幅回落，但是整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业，医药制造业由于集采常态化、仿制药一致性评价等政策影响增速放缓，但仍维持 10% 以上高位，食品制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业明显增长，汽车制造业受到“缺芯”问题拖累小幅回落。“缺芯”问题或仍然在一定程度上拖累汽车行业景气度，10月汽车制造业同比下降 7.9%，两年平均增长 3.4%，较 8 月值 4.1% 小幅回落。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 14.0%（前值 9.5%）。受集采常态化、仿制药一致性评价等政策影响，10月医药制造业同比增长 16.3%，两年平均增长 12.25%，较 9 月值 16.95% 大幅回落。

表1：上中下游主要行业工业增加值情况（其中 2021 年以来数据为两年复合增速）

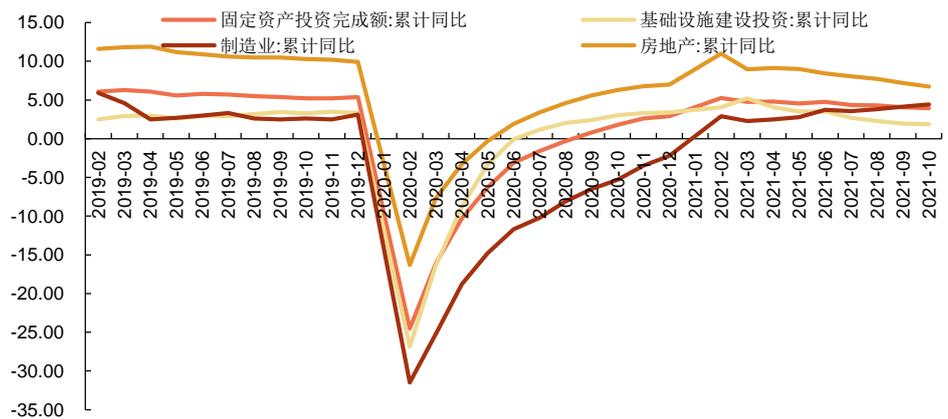
指标名称	黑色冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	电气设备	医药	食品	汽车
2021-05	6.9	3.45	10.55	11.15	12.75	18	4.95	6.35
2021-06	5.2	2.6	10.65	10.05	11.85	18.2	3.95	4.55
2021-07	2.65	2.45	8.6	7.75	12.95	14.3	3.4	6.55
2021-08	1.95	3.8	8.8	8.35	12.7	18.6	3.45	1.1
2021-09	-0.35	2.35	7.75	8.4	11.35	16.95	4.65	4.1
2021-10	-0.8	2.35	7.05	7.6	11.45	12.25	5.95	3.4

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 固定资产投资下行压力明显

10月来看，固定资产投资分项均有所回落。其中房地产各分项压力继续凸显。年初至今房地产销售、投资均处在紧缩环境，继9月竣工端高位回落后，10月数据下行压力更为显著。1-10月制造业投资同比增长14.2%，比1-9月回落0.6个百分点，两年平均增长4.45%（前值4.15%）。1-10月房地产开发投资及基础设施投资分别同比增长7.2%、0.72%（前值8.8%、1.52%）。

图2：固定资产投资（其中2021年以来为两年平均）



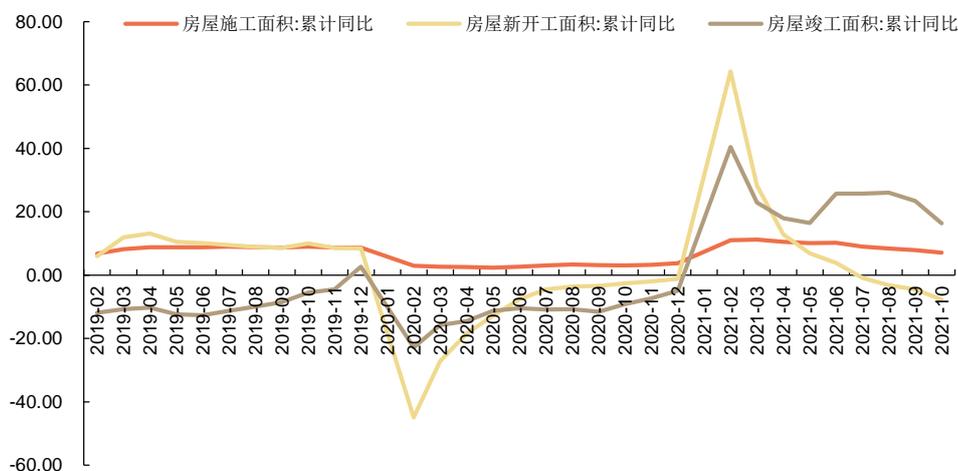
资料来源：Wind，申港证券研究所

10月基础设施建设仍没有明显起色，尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出开始提速，但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口，预计年内投资上或难有超预期表现。1-10月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长1.0%（1-9月是1.5%），两年平均增长0.85%（前值0.85%）。分细项来看，水利管理投资增长3.4%，公共设施管理业投资下降0.8%，道路运输业投资下降0.2%，铁路运输业投资下降3.5%。水利管理投资、信息传输业、生态保护和环境治理业、交通运输业投资增速较上月有所收窄。

房地产投资端各分项均明显回落。竣工高位大幅回落，销售继续降温，新开工持续回落。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如购房提供补贴，放宽二手房公积金贷款期限等）略有放松，但“三条红线”政策基调下，房地产企业外部融资和拿地继续受限。

- ◆ **房地产销售有所回落，与居民中长期贷款有所回落交叉验证。**1-10月，全国商品房销售面积143041万平方米，同比增长为7.3%（前值11.3%），较上期有所回落，与10月居民中长期贷款下行交叉验证，融资端对房地产销售抑制明显。
- ◆ **10月数据地产下行压力显著，房地产竣工、新开工、施工全面走弱，竣工端作为地产中唯一亮点连续两个月高位回落。**房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长-7.7%（前值-4.5%），7.1%（前值7.9%），16.3%（前值23.4%），新开工弱依然是“三条红线”及宏观审慎管理下房地产企业对房屋新开工速度放缓的最佳选择。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考，在9月压力初现的基础上，10月数据下行压力加剧。在建房逐步减少的背景下，竣工增速由于去年高基数效应带来的压力正在逐步显现，关注房地产投资失速风险。

图3：房屋新开工、施工和竣工



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **向后展望，政策或有边际放松。**在房地产长效机制建立后，国内房地产拿地价、售房价、价格预期保持平稳，但为了平滑波动，更多的跨周期设计将纳入考量，如平衡下半年与明年上半年地产融资以把握边际力度，防止系统性风险发生，预计全年房地产投资增速或将维持5%以上。

1.4 疫情积极防控叠加假期因素下消费继续回暖

随着国内疫情防控取得积极成效，假期因素叠加，消费继续回暖，餐饮收入持续回暖

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_29555



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn