

10 月经济数据：制造业投资引领经济

核心观点

10 月经济表现分化，制造业投资一马当先，连续两个月当月增速在 10% 以上，高技术制造业表现强势；地产、基建投资依然偏弱；社零表现数据回暖，扣除价格因素后表现一般；能耗双控有所纠偏，工业生产边际恢复，但整体景气度仍然偏弱。我们认为随着经济下行压力加大，稳增长将成为货币政策首要目标，年内降准窗口尚未关闭，在碳减排支持工具短期明显定向降息+降准仍存可能性的作用下，10 年期国债收益率年内有望再度下探至 2.8% 以下。

□ 供需双弱延续，工业持续承压

10 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%，两年平均增长 5.2%，较上月回升 0.4 个百分点，高于市场预期及我们预期，支撑因素主要在采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业较强，但制造业景气仍然偏弱。在供给方面，能耗“双控”等负面因素直接冲击制造业生产；在需求方面，消费投资偏弱使得相关制造业生产积极性承压，同时去年同期基数较高压低读数。10 月多地疫情复发，生活性服务业恢复再受波折，全国服务业生产指数同比增长 3.8%。我们认为，四季度在生产、需求双弱背景下，工业生产景气度仍将偏弱。

□ 社零表现回升，源于价格因素

10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%，两年平均增速 4.6%，高于市场一致预期，我们认为社零数据属于表现回升，其中很大一部分原因来自于消费价格的显著回暖，10 月 CPI 同比和 RPI 同比都较 9 月大幅提升。另外，市场高估了疫情对于消费的冲击，从地铁出行量、航班发送旅客人数、票房等高频数据可以看出，疫情的冲击相较 8 月有所减缓。Q3 居民可支配收入当季增速为 6.3%，社零依然是经济的拖累项。

□ 政策持续发力，就业维持稳定

10 月调查失业率录得 4.9%，较上月持平，与 2019 年同期相比下降 0.2 个百分点，已回到 2018 年同期水平，政策重点支持下，青年失业率继续回落。

□ 投资增速继续回落，制造业维持强劲

1-10 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%，较前值回落 1.2 个百分点，固投数据低于我们的预测值 6.5% 及 wind 一致预期 6.3%。其中，房地产开发投资同比增长 7.2%，较前值回落 1.6 个百分点，数据低于我们的预测值 7.7%；基础设施建设投资同比增长 1%，较前值回落 0.5 个百分点，数据低于我们的预测值 1.2%；制造业投资同比增长 14.2%，较前值回落 0.6 个百分点，10 月数据略高于我们的预测值 13.8%。从 10 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为 -5%、-2.5% 和 10.1%，前值分别为 -3.5%、-6.5% 和 10%，制造业投资增速保持强劲，主要受高技术制造业、电气机械等行业支撑。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，制造业投资可能随传统行业需求走弱和盈利逐步见顶回落而面临下行压力，相关设备制造业投资有望形成对冲，但后续随基数走高影响，11、12 月当月增速或有回落。

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《10 月数据预测：供需双弱，稳增长压力逐步增大》2021.11.01
- 2《9 月经济数据：经济下行至目标值以下》2021.10.18
- 3《9 月数据预测：GDP 走弱但不至于失速》2021.10.01
- 4《8 月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛》2021.09.15
- 5《8 月数据预测：经济趋势回落，驱动股债双牛》2021.09.01

正文目录

1. 制造业投资保持强势，社零消费有所修复.....	3
2. 供需双弱延续，工业持续承压	3
3. 社零表现回升，源于价格因素	4
4. 政策持续发力，就业维持稳定	6
5. 10 月固定资产投资累计同比增速回落至 6.1%.....	6
5.1. 1-10 月制造业投资累计同比增速回落至 14.2%	7
5.2. 基建：10 月如期修复，全年平稳增长.....	8
5.3. 地产：地产投资增速持续下滑，融资环境边际改善后预计逐步企稳	9
风险提示	11

图表目录

图 1：工业增加值主要门类：10 月同比	4
图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比	4
图 3：10 月大城市周末出行量涨多跌少	5
图 4：电影票房显著回暖	5
图 5：社零分项两年复合增速（单位：%）	5
图 6：10 月全国城镇调查失业率为 4.9%，与 9 月持平	6
图 7：固定资产投资累计同比增速	7
图 8：固定资产投资当月同比增速（估算）	7
图 9：制造业部分行业投资增速	8
图 10：基建投资平稳增长	8
图 11：房地产投资各项累计同比增速持续回落（%）	10

1. 制造业投资保持强势，社零消费有所修复

10 月经济表现分化，制造业投资一马当先，连续两个月当月增速在 10% 以上，高技术制造业强势；地产投资继续探底，基建当月增速仍在负区间；社零表现数据回暖，扣除价格因素后表现一般。供给端，“一刀切”能耗双控有所纠偏，工业生产边际恢复，但整体景气度仍然偏弱。

我们认为随着经济下行压力加大，稳增长将成为货币政策首要目标，年内降准窗口尚未关闭，在碳减排支持工具短期明显定向降息+降准仍存可能性的作用下，10 年期国债收益率年内有望再度下探至 2.8% 以下。

2. 供需双弱延续，工业持续承压

10 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%，两年平均增长 5.2%，较上月回升 0.4 个百分点，高于市场预期及我们预期，支撑因素主要在采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业较强，但制造业景气仍然偏弱。从供给侧来看，能耗“双控”等负面因素直接冲击制造业生产；在需求方面，消费投资偏弱使得相关制造业生产积极性承压，同时去年同期基数较高压低读数。

能耗“双控”限电对 10 月制造业负面冲击仍强。10 月高耗能行业中，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业保持零增或显著负增长。此外，钢铁限产、汽车缺芯、上游原材料价格高企等因素对工业生产的负面压力仍在。第一，钢铁限产延续，黑色系相关开工率数据仍处同期低位，其中 10 月钢铁产量压减持续推进，高炉开工率不足去年同期的八成，全国主要钢厂线材、螺纹钢产量均显著下滑。第二，汽车“缺芯”问题略有缓解，半钢胎开工率有所回升，但恢复正常尚需时日，10 月汽车产销环比分别增长 12.2% 和 12.8%，但同比分别下降 8.8% 和 9.4% 点。第三，10 月上游原材料的价格虽有回落但仍维持高位，拖累下游制造企业开工意愿。

10 月国内需求对工业生产的支撑偏弱。第一，下游消费景气度修复缓慢，30 大中城市商品房成交面积较去年同期下降约 22%，地铁航班数据修复程度有限，黄金周带动消费不及预期；第二，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；第三，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。10 月全国服务业生产指数同比增长 3.8%；两年平均增长 5.5%，比上月加快 0.2 个百分点，主要由生产性服务业如信息传输、软件和信息技术服务业向好支撑。

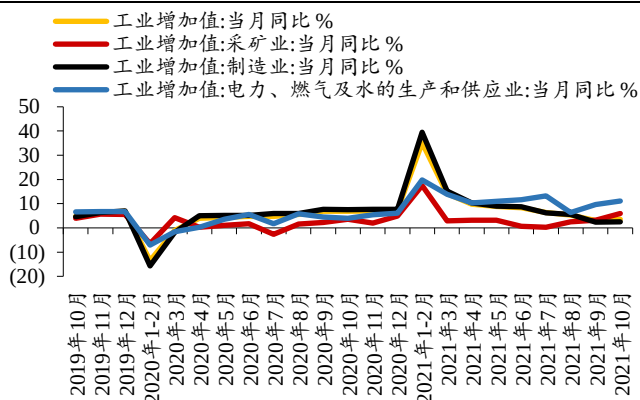
10 月出口韧性对工业生产有所支撑。受船运周期拉长和新年圣诞订单前置，发达经济体供给修复利好中间品、资本品出口，10 月新兴市场国家疫情冲击供给，价格因素等因素影响，出口保持韧性，但未来供需缺口变化可能导致出口适当转弱。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长 6.0%、制造业增长 2.5%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.1%，制造业景气偏弱。在能源保供政策推动下，原煤、发电量保持增长，带动采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业走强，10 月份，主要能源产品生产同比均有增长，其中，原煤增长 4.0%，原油增长 3.0%，天然气增长 0.5%，发电量增长 3.0%。

我们主要关注的工业产品中，发电量（3.0%）、原煤（4.0%）正增，十种有色金属（-2.6%）小幅下跌，汽车（-8.3%）、水泥（-17.1%）和钢材（-14.9%）大幅下跌。高技术制造业仍保持较强增长，同比增速为 14.7%。分产品看，新能源汽车、集成电路、工业机器人产量同比分别增长 127.9%、22.2%、10.6%。

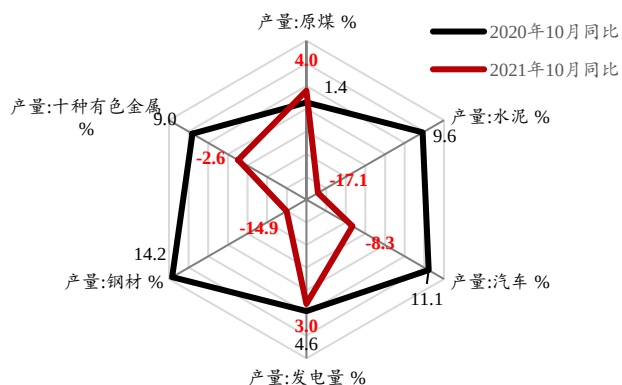
我们认为，能耗“双控”延续是当前扰动工业生产的重要变量，汽车缺芯、上游原材料价格居高的不利影响虽将边际减弱但在四季度仍将持续。同时，四季度在需求支撑偏弱，叠加去年同期高基数作用下，四季度工业增加值读数回落压力较大。

图 1：工业增加值主要门类：10 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

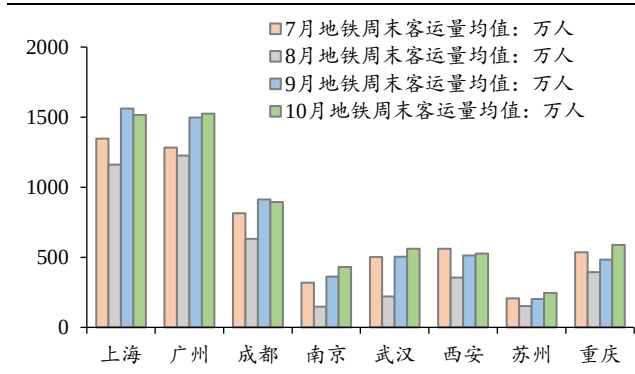
3. 社零表现回升，源于价格因素

10 月社会消费品零售总额名义同比增长 4.9%，前值 4.4%，2019~2021 两年复合增速 4.6%，前值 3.8%，连续两个月修复。10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%，两年平均增速 4.6%，高于市场一致预期。

我们认为，社零数据属于表现回升，其中很大一部分原因来自于消费价格的显著回暖。9 月商品零售价格指数 RPI 为 1.8%，而 10 月上涨到 2.9%，与 CPI 表现一致（9 月同比为 0.7%，10 月为 1.5%）。从社零当月实际增速来看，9 月为 2.5%，10 月为 1.9%，价格推动因素不可忽视。

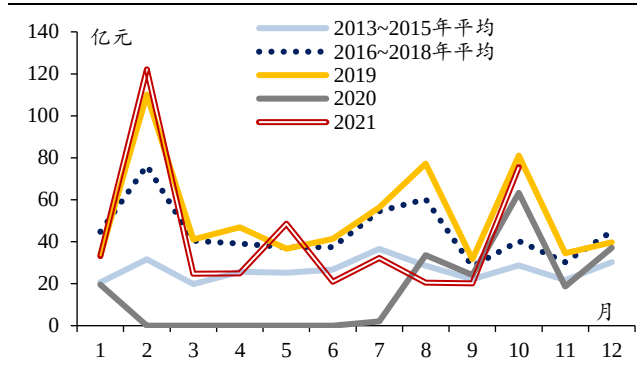
另外，市场高估了疫情对于消费的冲击。虽然 10 月疫情有所反弹，但从我们跟踪的高频数据来看，其影响远低于 8 月份。其一，各大城市周末地铁出行量涨多跌少，与 8 月份的显著回落形成反差；其二，民航旅客运输量下降幅度有限；其三，电影票房显著回暖，10 月当月高于整个三季度。实际上，三季度居民可支配收入两年复合名义增速为 6.6%，而 10 月社零两年复合增速仅为 4.6%，社零仍是经济的拖累项。

图 3：10 月大城市周末出行量涨多跌少



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：电影票房显著回暖

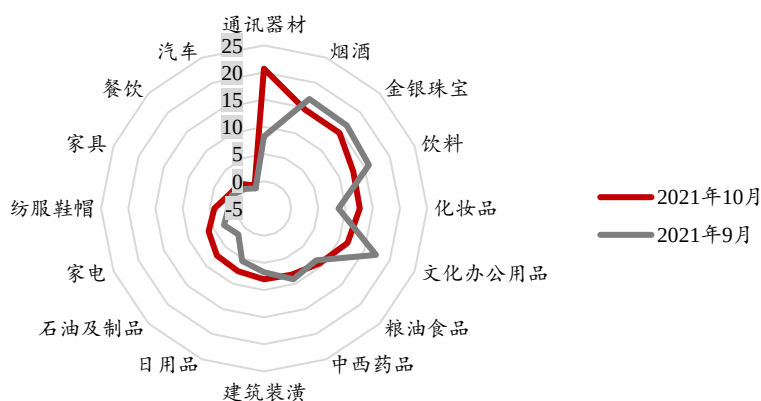


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

分结构来看，由于 10 月再次出现全国性疫情，社零分化修复的特征仍在延续，“宅经济”和必需品增速领先。宅经济相关消费中，通讯器材、饮料、文化办公用品持续领先。汽车消费仍受缺芯影响，但边际上已有所缓和，据 AFS 统计，10 月底因缺芯而导致的全球汽车减产已连续第三周下降，而中国地区几乎没有因缺芯减产，后续汽车销售额有望触底回升。

向前看，由于本轮疫情影响仍未结束，我们预计 Q4 社零增速中枢抬升受限。截止目前，全国疫情已波及 20 省份，疫情防控升级力度较大，对消费修复形成抑制。另外，从双十一数据来看，线上消费增速有所放缓。数据显示，今年双十一全网销售同比增速为 12.2%，较前值 43.3% 大幅下降，为 12 年来最低增速。

图 5：社零分项两年复合增速（单位：%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

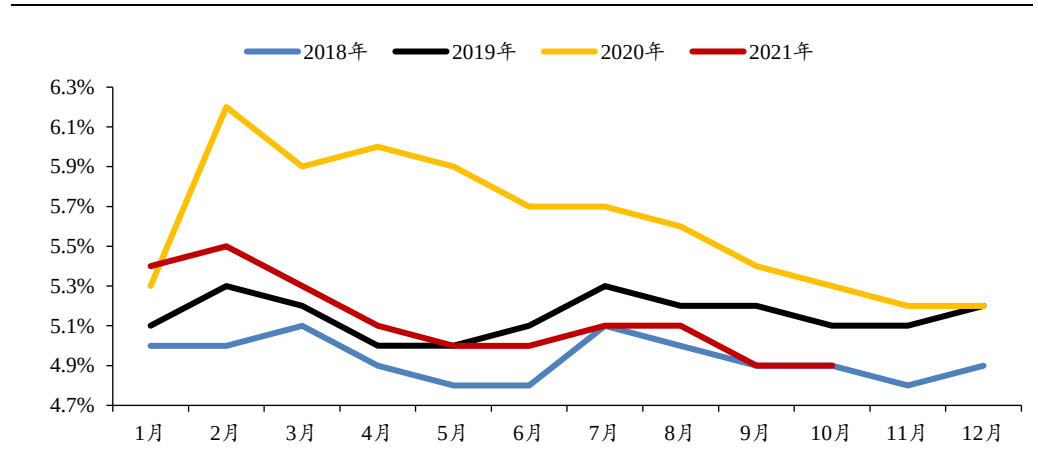
4. 政策持续发力，就业维持稳定

10月调查失业率录得4.9%，较上月持平，较2019年同期下降0.2个百分点，已回到2018年同期水平，与我们预期一致，就业形势稳定。1-10月份，全国城镇新增就业1133万人，提前完成全年目标任务，今年整体的劳动力市场表现优异。

一方面，毕业季就业压力较大时点已过，在国家多项促进大学生就业政策有效落实的背景下，人社部实施未就业毕业生实名服务，加强对困难群体就业援助，确保零就业家庭动态清零等政策持续发力，16-24岁失业率从9月14.6%降至10月的14.2%，是失业率下行的主要动力。另一方面，本轮“旅行团传播链”疫情波及范围广，传播力度强，对旅游、餐饮、零售等线下服务业带来负面影响。另外，双控持续推进，影响高耗能高排放行业的用工需求，叠加近期一系列产业政策调整，对K12课外教育、不规范医美和房地产中介服务等行业的从业人员造成一定不利影响。

向前看，尽管在政策支持下，青年失业率下行带动整体调查失业率稳中有降，但经济增速下行压力或逐渐向就业市场传导。9、10月中小企业PMI指数表现较差，体现了原材料成本大幅上升背景下，中小企业生产经营承压。中小企业在吸纳就业方面贡献80%左右，提示未来调查失业率中枢有一定上行压力。

图6：10月全国城镇调查失业率为4.9%，与9月持平



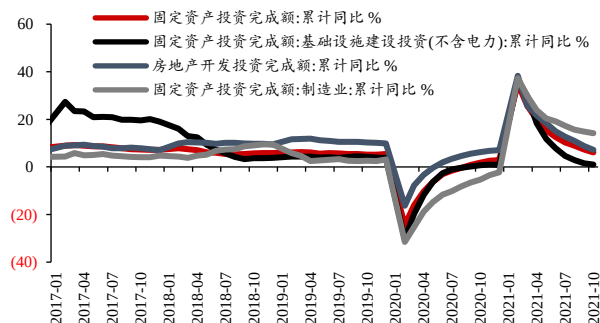
资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 10月固定资产投资累计同比增速回落至6.1%

1-10月全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，较前值回落1.2个百分点，低于我们的预测值6.5%及wind一致预期6.3%。其中，房地产开发投资同比增长7.2%，较前值回落1.6个百分点；基础设施建设投资同比增长1%，较前值回落0.5个百分点；制造业投资同比增长14.2%，较前值回落0.6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-5%、-2.5%和10.1%，前值分别为-3.5%、-6.5%和10%，基建7月受洪涝灾害冲击后增速逐月修复，但仍处于负值区间，地产投资当月增速继续下行，制造业投资增速维持于10%左右高位，增速保持强劲，主要受高技术制造业、电气机械等行业支撑。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，制造业投资可能随传统行业需求走弱和盈利

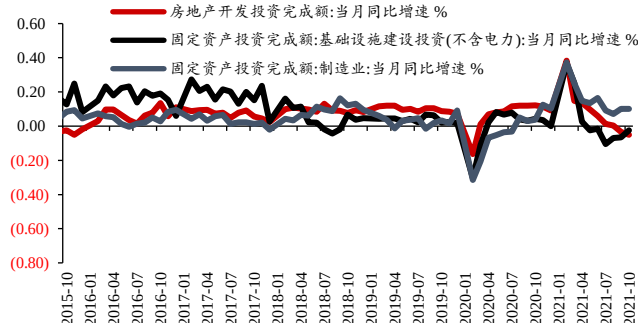
逐步见顶回落而面临下行压力，相关设备制造业投资有望形成对冲，但后续随基数走高影响，11、12月当月增速或有回落。

图 7：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 8：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

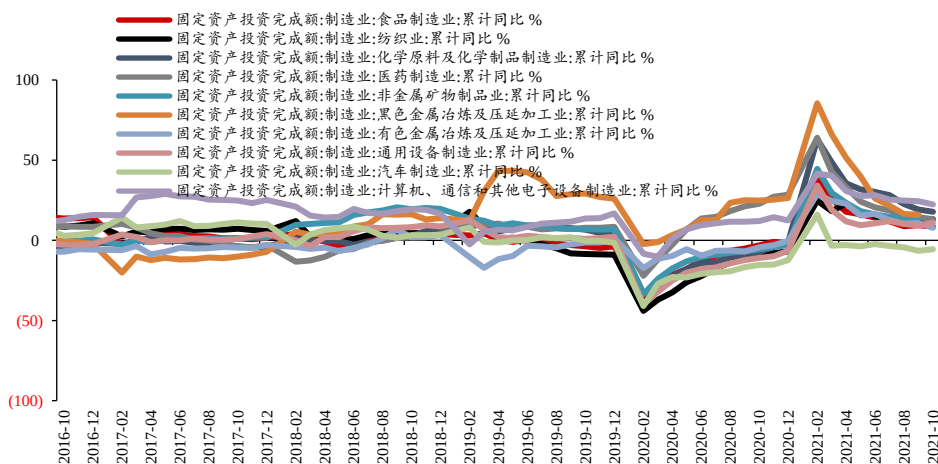
5.1. 1-10 月制造业投资累计同比增速回落至 14.2%

1-10 月制造业投资增速回落至 14.2%，较 1-9 月回落 0.6 个百分点，略高于我们的预测值 13.8%。10 月当月制造业投资同比增速为 10.1%，前值 10%，维持高位。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。

10 月当月同比增速维持较高仍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 45.1%（前值 25.8%）、专用设备制造业投资当月增速 30%（前值 15.5%），均高于总体制造业投资，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。此外，统计局数据显示，1-10 月高技术制造业投资同比增长 23.5%，其中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 29.9%、28.2%。传统行业中，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。但由于年内后续随基数走高，11、12 月当月增速或有回落。

图 9：制造业部分行业投资增速

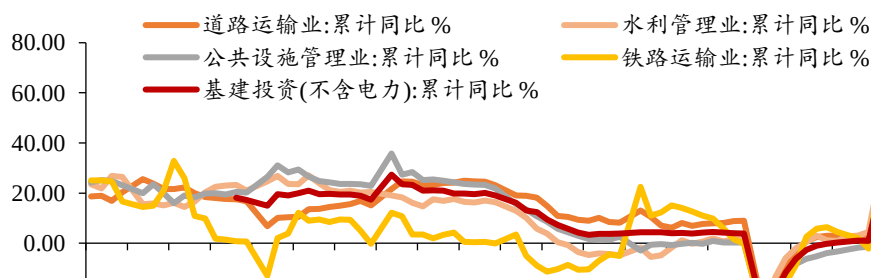


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 基建：10 月如期修复，全年平稳增长

2021 年 1-10 月基建（统计局口径）同比增长 1.0%，当月同比增速-2.6%，与我们预计的-2%较为接近，较 9 月环比回升 3.7 个百分点。其中，1-10 月道路运输、水利管理、铁路运输和公共设施管理投资增速分别为-0.2%、3.4%、-3.5%和-0.8%，前值 0.4%、5.4%、-4.2%和 0%。我们在此前报告中提示，2021 年基建增长有限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，Q3 叠加天气因素冲击基建增速进一步走低，预计 Q4 基建渐进修复，10 月如期修复，前期观点逐步兑现。

图 10：基建投资平稳增长



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_29556

