

2021年11月15日

固定收益研究

研究所
证券分析师：靳毅 S0350517100001
021-68930187 jinyi01@ghzq.com.cn
联系人：周子凡 S0350121010075
13817204027 zhouzf@ghzq.com.cn

下限看地产，上限靠基建 ——2021年10月经济数据点评

投资要点：

■ 事件

相关报告

《2021年10月PMI数据点评：供需走弱，谁来托底？》*靳毅，姜雅芯——2021-10-31
《——2021年9月经济数据点评：经济降速，谁将成为压舱石？》*靳毅——2021-10-18
《——9月价格数据点评：通胀高企，如何破局？》*靳毅——2021-10-14
《9月金融数据点评：“宽信用”能否如期而至？》*靳毅，张赢——2021-10-14
《经济下行压力加大，下阶段关注什么？》*靳毅——2021-09-15

■ 点评

11月15日，国家统计局公布了我国10月份经济数据。1-10月份固定资产投资累计同比增加6.1%，两年复合增速为3.8%，与1-9月份数据持平；10月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%，两年复合增速为5.2%，较9月回升0.2个百分点；10月份社消同比名义增长4.9%，两年复合增速为4.6%，较9月增加0.8个百分点。点评

制造业投资继续彰显出相当的韧性，未来制造业投资回落趋势不变，但是斜率或将相对温和。一方面，东南亚疫情仍有散发趋势，短期内无法完全替代防疫需要，**订单回流逻辑短期内仍将边际支撑制造业投资**。另一方面，目前以美国为代表海外就业市场持续改善，边际对冲失业补助停止发放带来的影响，**短期内海外需求端对制造业投资仍有一定支撑**；

基建投资节奏偏慢，未来或将企稳反弹。10月份地方专项债融资加码，然而，高频数据显示基建开工节奏缓慢。这可能与专项债融资和实际项目落地接洽不畅有关。目前存在“项目短缺”导致资金淤积的现象。展望未来，随着未来专项债融资项目的逐步落地，前期淤积资金将得到有效疏通，**基建仍有望企稳反弹，从而边际对冲经济下滑压力**；

房地产投资如期回落。监管严控地产融资以来，房企受“三道红线”融资端限制，自筹资金项目受到比较明显的制约，目前地产“至暗时刻”仍未远去。虽然近期债市已呈现出“稳地产”的预期，然而历史上从政策出台至数据探底仍需一定时间传导。因此，我们认为未来地产投资仍有进一步走弱空间。

工业生产三大项均有所回升，但制造业回升幅度较小，这也印证了此前限产的因素可能并未完全消退。从外需角度来看，近两个月生产的韧性主要源自于外需的支撑，但是如果从“量价”角度来看出口，目前支撑出口的实际上更多是涨价因素。展望未来，出口“量价齐落”的格局下，生产端回落的趋势确定性较强。

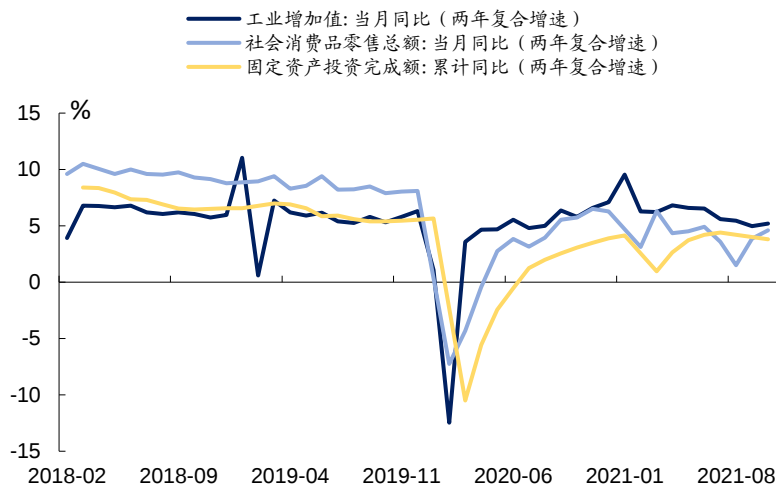
消费表现远超预期，虽然疫情仍有散发，但是在“国庆黄金周”和“双十一预付款”的拉动下，消费并未受到明显冲击。具体品类上来看，消费提速品类主要集中在通讯设备、化妆品和石油制品上，这与“双十一”前置不无关系，叠加10月份多款新机发售促使通讯设备消费回升是整个10月份消费表现不俗的主要原因。

■ **风险提示** 疫情超预期影响经济活动开展，政策支持力度不及预期。

1、点评

11月15日，国家统计局公布了我国10月份经济数据。1-10月份固定资产投资累计同比增加6.1%，两年复合增速为3.8%，与1-9月份数据持平；10月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%，两年复合增速为5.2%，较9月回升0.2个百分点；10月份社消同比名义增长4.9%，两年复合增速为4.6%，较9月增加0.8个百分点。

图1：10月经济数据三大项走势

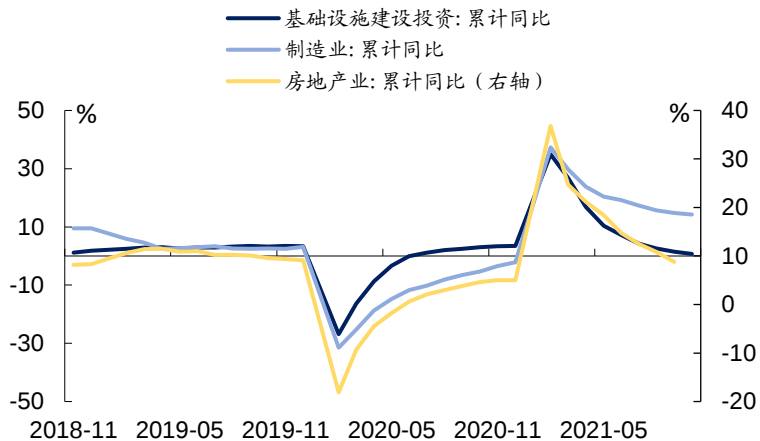


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、地产如期下行，基建何时发力？

1-10月份，固定资产投资三大项中，制造业投资同比增长14.2%，较上月降低0.6个百分点；基建投资同比增长1.0%，较上月回落0.5个百分点；房地产投资同比增长8.8%，两年复合增长7.2%，较上月降低1.6个百分点。

图2：各项投资进入趋势性回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

制造业投资继续彰显出相当的韧性，其中，高新制造业投资继续保持高增速。受国际“缺芯”影响，以及全球各地疫情散发、疫苗尚未完全普及等因素依旧存在，以医药、计算机通信为代表的高新制造投资依旧保持高增速；与此同时，通用设备和专用设备制造投资增速加快，表明海外复工复产进程仍在持续开展；除此之外，受全球供应链运力紧张影响，国际航运存在扩容需求，运输设备制造投资同样保持着较高增速。

展望四季度末至明年一季度，我们认为，制造业投资回落趋势不变，节奏上将相对温和。一方面，东南亚疫情仍有散发趋势，虽然疫苗逐渐普及，但短期内无法完全替代防疫需要，结构性仍有“停工罢工”风险存在，订单回流逻辑短期内仍将边际支撑制造业投资；另一方面，目前以美国为代表海外就业市场持续改善，边际对冲了失业补助停止发放带来的影响，短期内海外需求端仍有一定支撑。

图 3：高新制造产业投资继续保持高增速

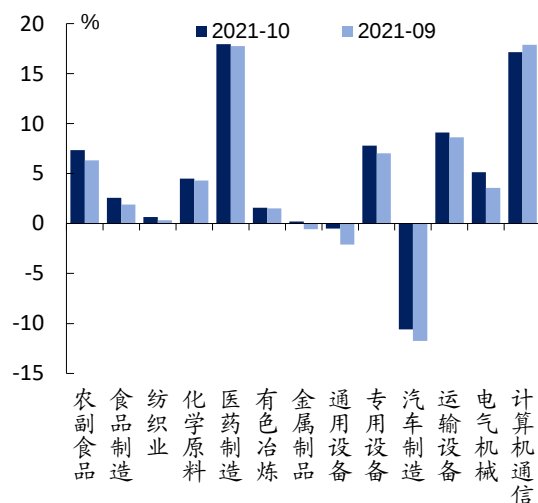
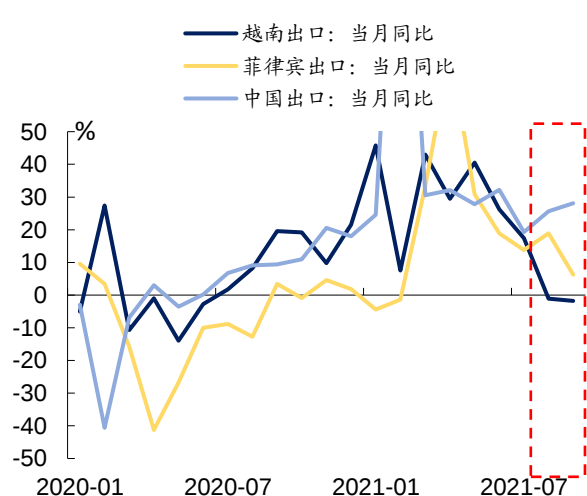


图 4：东南亚疫情肆虐使得中国出口有支撑



资料来源：Wind、国海证券研究所

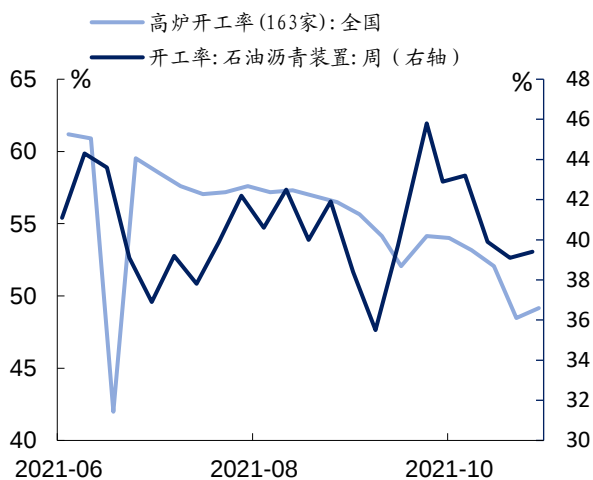
资料来源：Wind、国海证券研究所

基建投资节奏偏慢，未来或将企稳反弹。继 7 月底政治局会议上指出“合理把

握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量”后,国务院副总理刘鹤在中国国际数字经济博览会开幕式上再度提出了“适当超前进行基础设施建设”。10月份地方专项债融资加码,截至11月15日,今年专项债净融资完成全年计划发行额的86.49%。

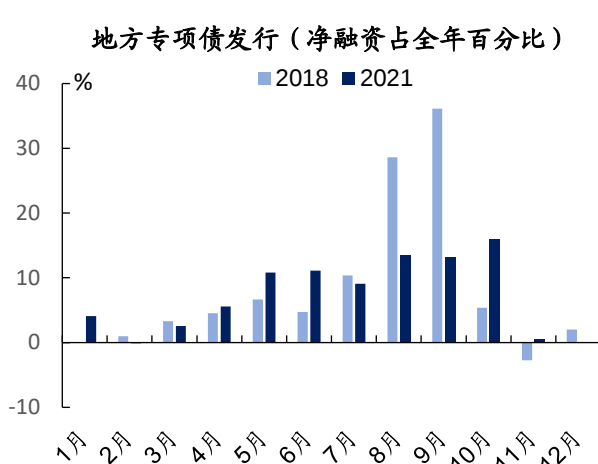
从高频数据上来看,10月份石油沥青装置开工率中枢较9月份并没有明显提升,与此同时,高炉开工率中枢较9月份有明显下行。我们认为,这可能与专项债融资和实际项目落地接洽不畅有关。目前可能存在“项目短缺”导致资金淤积的现象。展望未来,随着未来专项债融资项目的逐步落地,前期淤积资金将得到有效疏通,基建仍有望企稳反弹,从而边际对冲经济下滑压力。

图 5: 高炉开工与石油沥青装置开工率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: 10 月份专项债融资发力



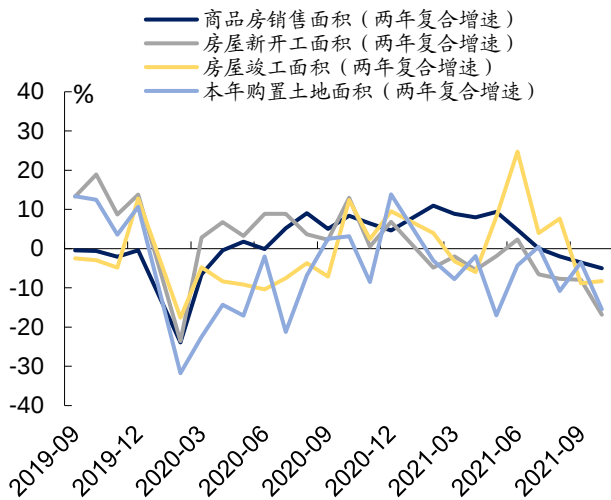
资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 截至 2021 年 11 月 15 日

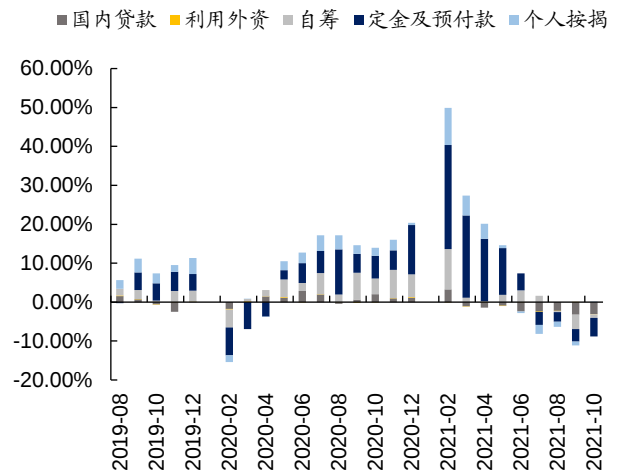
房地产投资如期回落。监管严控地产融资以来,房企受“三道红线”融资端限制,自筹资金项目受到比较明显的制约,目前地产“至暗时刻”仍未远去。虽然近期债市已呈现出“稳地产”的预期,然而历史上从政策出台至数据探底仍需一定时间传导,以2014年地产监管周期为例,从“政策底”至地产投资数据底期间经历了13个月,因此,我们认为未来地产投资仍有进一步走弱空间。

图 7: 地产管控效果逐渐显现

图 8: “资金困局”制约地产投资

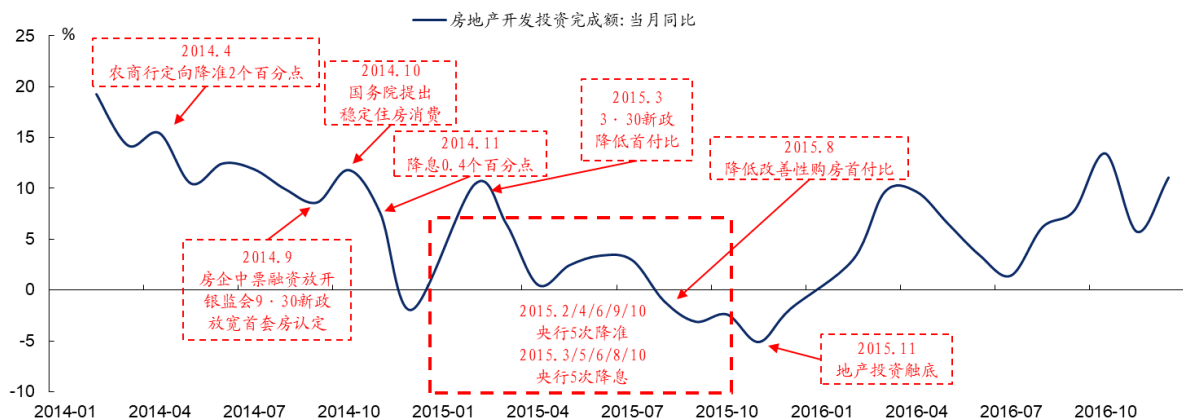


资料来源：Wind、国海证券研究所



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：2014 年地产监管周期



资料来源：Wind、国海证券研究所

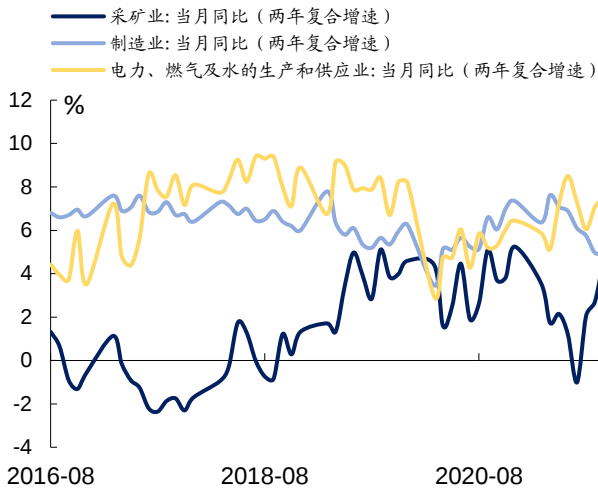
1.2、生产边际改善，回落趋势不改

10 月份规模以上工业增加值当月同比小幅回升。按三大项来看，采矿业两年复合增速为 4.7%，较上月增加 2 个百分点；制造业两年复合增速为 5.0%，与上月几乎持平；电力及燃气供应两年复合增速为 7.5%，较上月增加 0.4 个百分点。

短期内，工业仍将有一定韧性，但外需“退潮”下，回落趋势不改。从供给端来看，9 月份“拉闸限电”下，制造业下滑显著。10 月份，工业生产三大项均有所回升，但制造业回升幅度较小，这也印证了此前限产的因素可能并未完全消退；从外需角度来看，近两个月生产的韧性主要源自于外需的支撑，但是如果从“量价”角度来看出口，目前支撑出口的实际上更多是涨价因素。

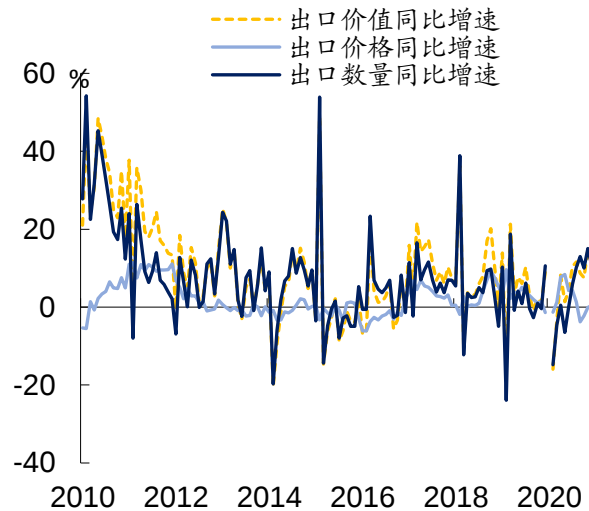
展望未来，出口“量价齐落”的格局下，生产端回落的趋势确定性较强，然而以美国为代表的海外库存水平目前虽然整体不低，但是结构性存在一些补库机会，叠加东南亚疫情仍有散发，出口替代在疫苗完全普及前还有一定兑现空间。因此，整体来看，我们认为未来生产的下行斜率或趋于平缓。

图 10: 制造业工增同比增速持续放缓



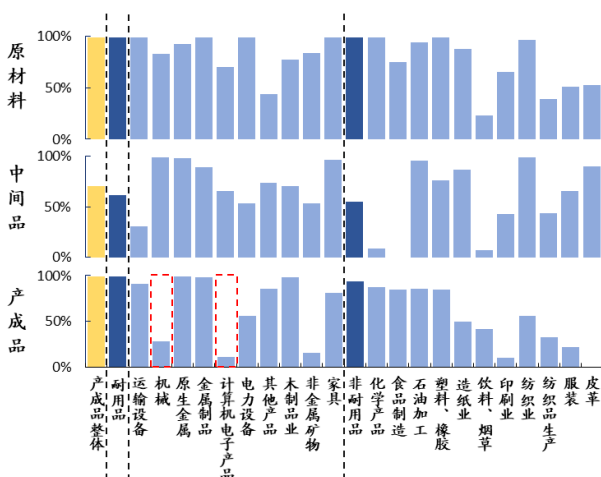
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11: 目前支撑出口的更多是“涨价因素”



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12: 美国中下游库存存在结构性补库机会



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13: 10 月份“剪刀差”并未收敛



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.3、“双十一”前置，消费超预期

10月份，消费表现远超预期，虽然疫情仍有散发，但是在“国庆黄金周”和“双十一预付款”的拉动下，消费并未受到明显冲击。

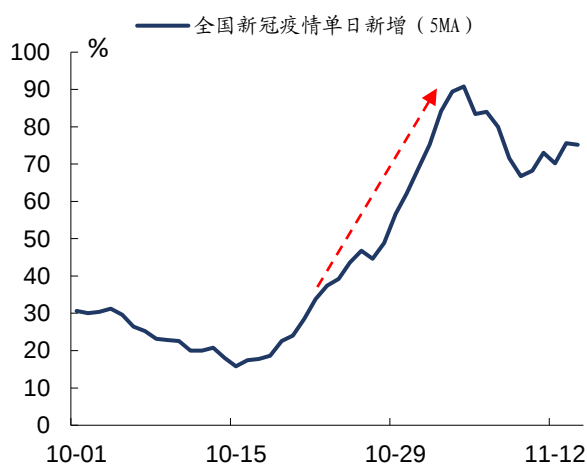
按消费类型来看，10 月份商品零售和餐饮收入两年复合增速均有所增加。具体

来看，商品零售两年复合增长 5.0%，较上月增加 0.7 个百分点；餐饮收入则继续改善，两年复合增长 1.4%，较上月增加 1.3 个百分点。我们认为，造成这种现象的原因主要有二：（1）疫情对经济的扰动作用或许正在逐渐消退；（2）10 月份疫情散发集中在下半月，并未对上半月黄金周出行产生显著影响。

按具体商品来看，10 月份消费提速品类主要集中在通讯设备、化妆品和石油制品上。同比分别增加 20.7%、12.6%以及 7.3%，较上月增加 12.5、3.9 以及 5.6 个百分点。我们认为 10 月份消费提速主要有以下两方面原因：（1）“双十一”预付款前置，拉长了整个“双十一”的影响区间；（2）10 月份多款新手机发售，大幅拉动通讯器材消费。

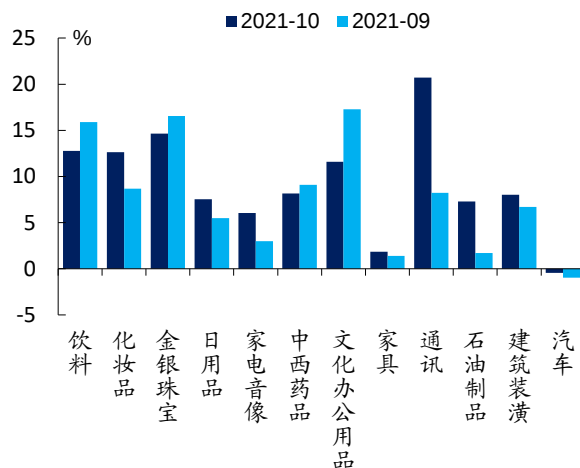
展望未来，我们认为不宜将本次数据反弹解读为消费的“绝地反击”。一方面，疫情的影响尚未完全消散，另一方面，目前个人可支配收入较疫情前仍存在较大恢复空间。

图 14：10 月下旬疫情反弹显著



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15：通讯器材、化妆品以及石油制品消费提速



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_29560

