

2021 年 10 月经济数据点评

中国经济“温而不暖”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2021 年 10 月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.5%，全国服务业生产指数同比增长 3.8%，固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%，社会消费品零售总额同比增长 4.9%。

平安观点：

- 10 月中国经济运行展现出四个特点，如期（两年平均增速意义上）从第三季度的“小低谷”走向四季度“小回温”：
- 一是，经济增长动能仍然较高依赖出口，工业内需自下半年以来持续放缓。工业和服务业生产增速仅温和回升，符合我们对四季度中国经济“小回温”的判断。工业增加值回升主要依赖上游、尤其是原煤的供给约束放松，而制造业工业增加值两年平均增速自 5 月以来持续下滑，表明制造业生产端已现乏力。
- 二是，房地产投资与制造业投资呈“跷跷板”关联，经济发展的资源向制造业倾斜。房地产开发资金来源仅有限修复，体现贷款“政策底”和房地产债“市场底”出现；但房地产销售下挫、房价下跌、新开工等各项开发指标进一步下滑，房地产投资的“经济底”可能未至。房地产从销售-开工-施工的链条俨然进入负向循环，但目前政策放松的力度仍较有限。若不能在居民/供地/房企任何一个起点上有力修复预期，房地产投资的调整或有失速风险。同时，需警惕制造业与房地产投资增速一上一下的速度、幅度不均，导致中国经济下行压力阶段性加大。
- 三是，基建投资启动不及预期。从政府债券发行来看，今年财政发力是明显“后置”的，但若从基建投资增速代表的实物工作量来看，今年财政发力却是“前置”的。这突出了地方专项债在使用当中缺乏合适项目对接的问题，以及可能在地方政府推动基建项目的激励方面存在不足。2022 年也许亟需解决十四五重大项目与地方专项债的衔接问题，才能促进财政资金更有效落地。
- 四是，消费温和复苏。由于疫情影响暂时退减，10 月消费呈现温和恢复，但仍然受到疫情压制、体现疫情防控的经济成本。10 月依然较优秀的就业数据与依然不可掉以轻心的经济下行压力形成一定反差，或与创业、平台经济、灵活就业发展带动直播带货、网络购物等行业从业人员增加，以及城镇化放缓过程中农民工劳动参与率有所下降相联系。

一、10月中国经济运行的四个特点

2021年1-10月以两年平均的累计同比来看，中国经济数据展现四个主要特点：

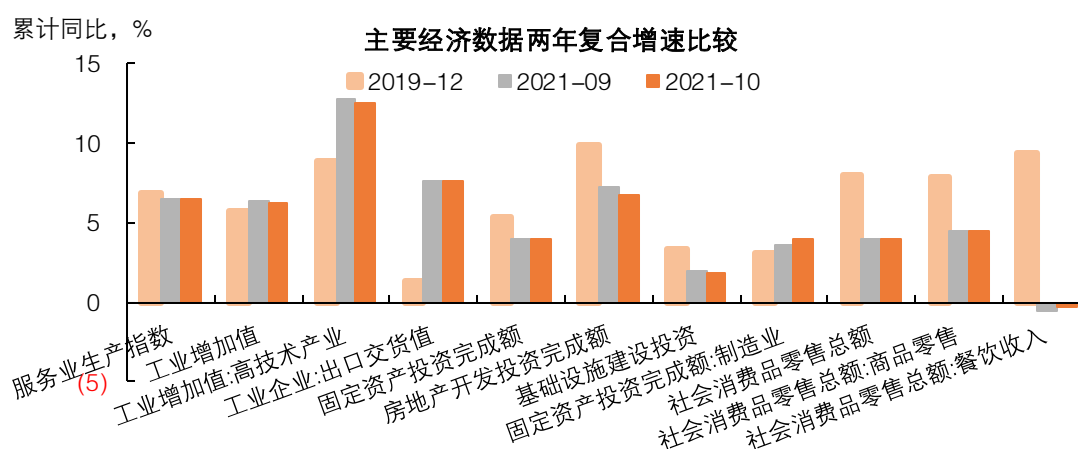
一是，经济增长动能仍然较高依赖出口。1-10月工业出口交货值累计同比进一步提升0.1个百分点至7.7%，但工业增加值增速小幅回落0.1个百分点至6.3%，体现经济增长动能偏外向，工业内需自下半年以来持续放缓。

二是，房地产投资与制造业投资呈“跷跷板”关联。1-10月房地产开发投资累计同比进一步下降0.5个百分点至6.7%，比2019年12月低3.2个百分点；而制造业投资进一步上行0.4个百分点至4%，比2019年12月高0.4个百分点。在房地产投资加速下滑的情况下，制造业投资保持向好势头，体现结构性政策和经济转型的结果。不过，相比于房地产投资的下滑速度，制造业投资上行的步伐偏慢，可能尚不足以抵消房地产下滑对中国经济的负面影响。

三是，基建投资启动不及预期。1-10月基建投资累计同比进一步减速0.1个百分点至1.9%，尽管地方政府专项债在加紧发行，但其资金运用仍然阻滞，尚未看到其拉动基建投资提速的效果。

四是，消费温和复苏。1-10月社会消费品零售总额累计同比温和提高0.1个百分点至4%，主要是餐饮收入增速回升0.3个百分点至-0.3%，而商品零售基本持平于上月（服务业生产指数也持平上月）。社会消费品零售总额的两年平均增速大幅低于疫情之前的2019年，但如果考虑到部分消费具有不可回补的特征，社零（主要是里面的商品零售）的两年增速已经持平于疫情之前，只是餐饮收入仍然为负增长。这表明10月由于疫情影响暂时退减，消费呈现温和恢复，但仍然受到疫情压制、体现疫情防控的经济成本。

图表1 2021年1-10月房地产投资与制造业投资“此消彼长”



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

以上是基于1-10月累计同比的分析，下文均为对10月当月同比的分析。

二、原煤产量扩张拉动工业增加值温和回升

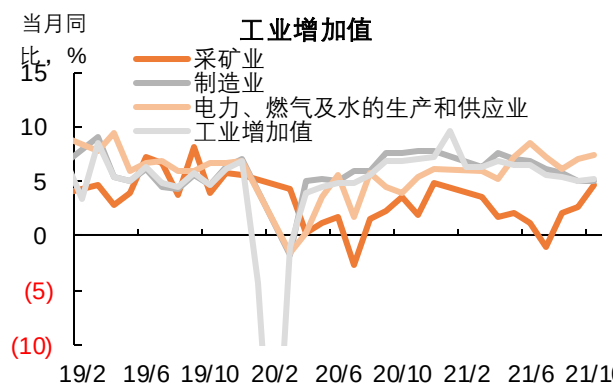
工业和服务业生产仅温和回升。10月规模以上工业增加值当月同比实际增长3.5%，较上月回升0.4个百分点；两年平均增长5.2%，比上月温和回升0.2个百分点；但二者均仍低于8月之前的增速水平。10月工业增加值季调环比从上月0.05%显著回升至0.39%，但仍低于6月之前水平，亦表明工业生产只是出现了有限的回暖。10月服务业生产指数的两年平均增速为5.6%，虽连续第二个月回升，但同样低于6月之前。以上均符合我们对中国经济从第三季度的“小低谷”走向四季度的“小回温”的判断。

分大类行业来看，工业增加值回升主要依赖上游供给约束的放松。10月采矿业工业增加值进一步大幅反弹，两年平均增速达到4.7%，创年内最高；电热业工业增加值高位向上波动，可能也与能源类供给约束的放松相联系；而制造业工业增加值两年平均增速持平

于上月低点，且其自 5 月以来持续下滑，表明制造业生产端已现乏力。10 月工业企业产销率下行 0.9 个百分点至 97.3%，仍然低于过去几年同期，表明工业生产的需求支撑并不充足。

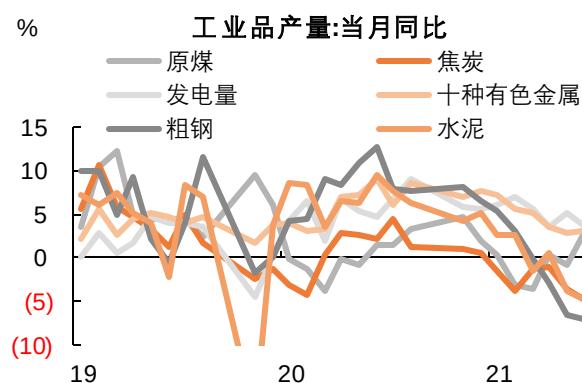
细分行业来看，上游供给约束放松主要集中于原煤。10 月上游高能耗产品中，只有原煤产量增速大幅提升、由负转正，而焦炭、水泥、粗钢、有色金属产量增速仍在进一步下滑或持平于低位。下游手机产量增速持续下滑，对工业增加值持续产生拖累。

图表2 10月制造业工业增加值仍在减速进程中



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表3 10月只有原煤产量增速大幅提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

三、 房地产投资“经济底”尚未探明

房地产投资持续下滑，制造业和基建投资增速上行。10 月全国固定资产投资（不含农户）两年平均增长 3.3%，比上月小幅回升 0.5 个百分点至 3.3%。其中，房地产投资两年平均增速进一步下行 0.7 个百分点至 3.3%，为连续第 6 个月下滑；制造业投资上升 0.5 个百分点至 6.9%，创年内新高，并为连续第 4 个月回升；基建投资上升 1.1 个百分点至 1.1%，也是连续 4 个月回升，但增速水平显著低于 3-6 月。

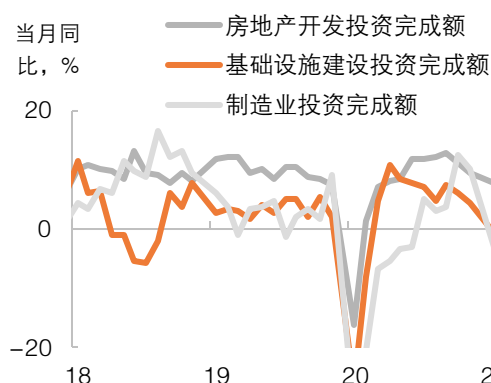
房地产投资方面，资金来源仅有限修复，各项开发指标进一步下滑。10 月房地产开发资金来源的两年平均增速小幅回升 1 个百分点至 1.8%，主要得益于房地产按揭贷款增速大幅反弹，资金来源中的国内贷款增速降幅收窄，体现贷款“政策底”出现；自筹资金增速小幅回升，体现房地产债“市场底”出现；而定金及预收款增速还在进一步下行，体现居民购房进入观望状态，房地产投资的“经济底”未至。10 月 70 大中城市新建商品住宅价格指数环比上月转负后，降幅进一步扩大至 -0.3%，为 2016 年以来最低。10 月房地产销售面积的两年平均增速从 -3.5% 进一步下降至 -5%；房屋新开工面积的两年平均增速进一步下挫至 -16.8%；房屋施工面积两年平均增速下降 0.5 个百分点至 5%；房屋竣工面积增速于 -8.3% 处暂时企稳。

房地产从“销售-开工-施工”的链条俨然进入负向循环，这也是“政策底”出现的重要原因。但目前政策放松的力度仍较有限。且房地产行业震动之下，居民购房意愿下滑，房企拿地意愿下滑，从供需两端共同挤压房地产投资的增长空间。若不能在居民/供地/房企任何一个起点上有力地修复预期，房地产投资的调整或有失速风险。

制造业投资方面，由于出口景气的超预期延续，货币政策在增加制造业中长期贷款、支持“专精特新”企业发展方面的有效努力，以及制造业资本开支的新一轮上行，使得制造业投资保持向好态势。从这一势头来看，中国经济在“去房地产化”（摆脱对房地产的过度依赖）方面取得了一定进展，经济发展的资源在向制造业倾斜。但需警惕二者上下速度、幅度不均，导致经济下行压力阶段性加大。

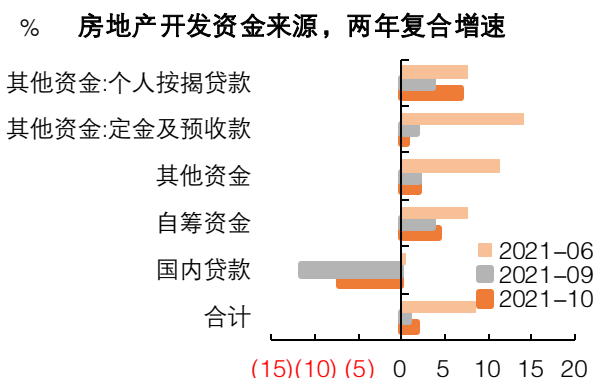
基建投资方面，从地方政府债券发行来看，今年财政发力是明显“后置”的，但若从基建投资增速代表的实物工作量来看，今年财政发力却是“前置”的。这突出了地方专项债在使用当中缺乏合适项目对接的问题，以及可能在地方政府推动基建项目的激励方面存在不足。2022 年也许亟需解决十四五时期重大项目与地方债如何衔接问题，才能促进财政资金更有效落地。

图表4 10月房地产投资进一步下滑



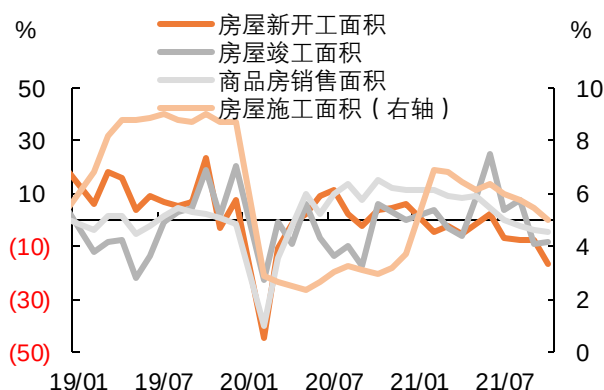
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表5 10月房地产开发资金来源增速回升幅度有限



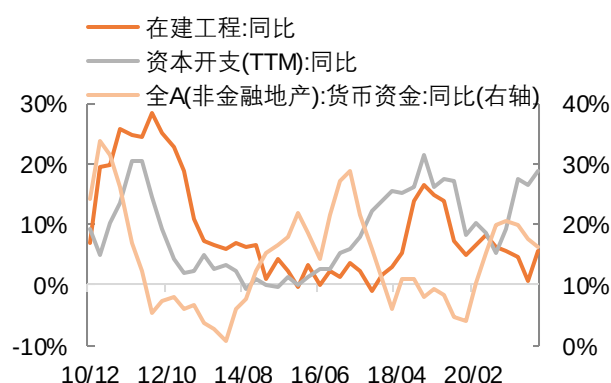
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 10月房地产投资各项面积增速继续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表7 10月制造业投资继续受到产能周期的有力驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

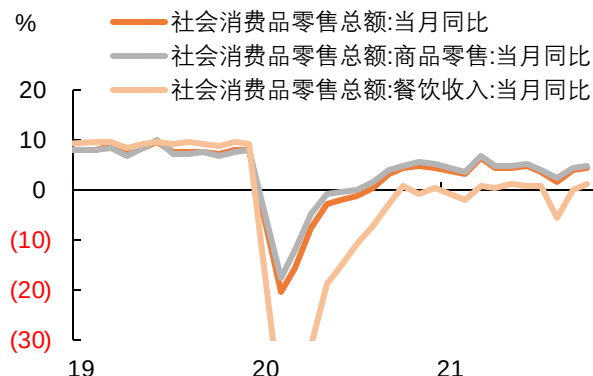
四、 餐饮消费带动社零增速温和回升

餐饮消费带动社零增速温和回升。10月社会消费品零售总额同比回升0.5个百分点至4.9%；两年平均增长4.6%，比上月进一步加快1.2个百分点，为今年下半年以来最高。其中，商品零售两年平均增长5%，比上月提升0.7个百分点；餐饮收入增长1.4%，比上月提升1.3个百分点，是消费回暖的主要贡献因素。

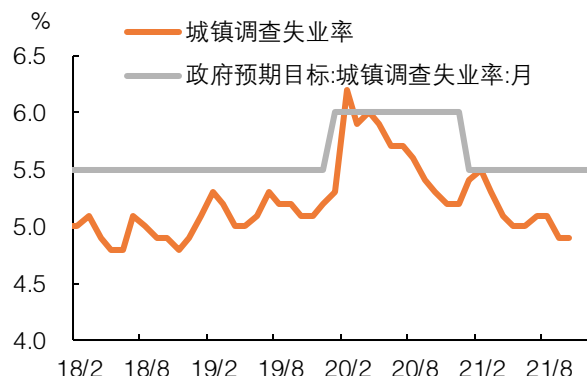
从限额以上企业商品零售数据来看，10月通讯器材和化妆品类零售增速进一步攀升，两年平均增速超过15%；石油制品、日用品、食品类消费受价格上涨因素驱动，两年平均增速也有显著上升；汽车、电器音响、服装、中西药品增速虽仍低于整体，但相比上月增速水平显著回升；而家具、建筑装潢仍对整体零售数据构成严重拖累，也从一个侧面体现出房地产市场调整的影响。可见，疫情对消费的结构影响依然突出。

10月城镇调查失业率持平于4.9%低位，比上年同期下降0.4个百分点；31个大中城市调查失业率比上月上升0.1个百分点至5.1%，大城市就业问题相对紧张。1-10月全国城镇新增就业1133万人，提前完成全年目标任务。**较优秀的就业数据与依然不可掉以轻心的经济下行压力形成一定反差，或与创业、平台经济、灵活就业发展带动直播带货、网络购物等行业从业人员增加，以及城镇化放缓过程中农民工劳动参与率有所下降相联系。**

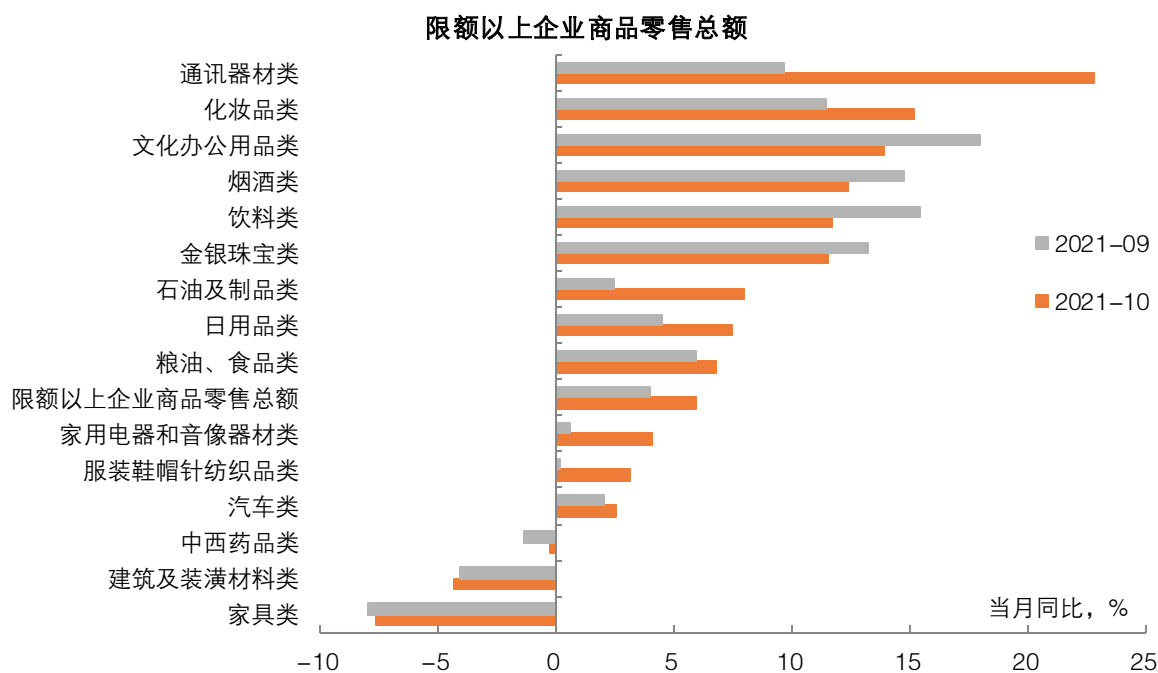
图表8 10月社零增速进一步温和回升



图表9 10月城镇调查失业率保持在低位



图表10 10月零售消费品类分化仍然显著



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_29573

