

宏观点评

客观看待经济“企稳”，紧盯四大政策线索——全面解读10月经济

事件：10月工业增加值同比3.5%（前值3.1%），两年平均增速5.2%（前值5.0%）；社零同比4.9%（前值4.4%），两年平均增速4.6%（前值3.8%）；1-10月固定资产投资同比6.1%（前值7.3%），两年平均增速3.8%（前值3.8%），其中：地产投资同比7.2%（前值8.8%），两年平均增速6.7%（前值7.2%）；狭义基建投资同比1.0%（前值1.5%），两年平均增速0.3%（前值0.4%）；制造业投资同比14.2%（前值14.8%），两年平均增速3.8%（前值3.3%）。

核心观点：10月限电约束趋于缓解，生产、消费边际企稳，地产政策边际松动，但景气度仍趋下行；总体看，当前经济下行压力仍大，而最新政策表态则指向稳增长仍是硬要求，我们继续提示，政策将稳中有松，货币财政会更积极，地产和限产也会进一步边际松动。此外，需要紧盯年底政治局会议和中央经济工作会议的信号，倾向于认为，主基调应就一个字：稳。

1、总体看，生产、消费边际稳，地产仍下行，经济下行压力仍大。Q3以来，在洪涝、疫情、限电限产、地产调控等因素叠加冲击下，经济压力逐步加大；同时，PPI同比已升至13%以上，“类滞胀”的经济特征愈发明显。Q4以来，双控、地产政策有所“纠偏”，保供稳价政策发力，限电约束趋于缓解，地产融资也有所放松，推动10月生产、消费初现边际改善迹象，投资企稳，其中地产降、基建平、制造业升，叠加出口再起预期，整体经济初现边际企稳迹象。往后看，限电约束缓解、多部门释放稳增长信号（具体参考《从部委学习六中全会，看最新政策走向》），经济支撑将有所加强，但考虑到近期疫情可能再度拖累消费、今冬拉尼娜现象可能拖累生产、地产何时能真正企稳也存在不确定性，Q4经济整体下行压力仍大。

2、生产端：限电约束减轻，工业生产企稳反弹。10月工业增加值当月同比反弹至3.5%，两年平均增速为5.2%，均较9月增速小幅反弹。分行业看，采矿业和公用事业生产明显好转，制造业、高耗能行业生产企稳。11月6日，国家电网表示，除个别省份、局部时段对高耗能、高污染企业采取有序用电措施外，全网有序用电规模接近清零。综合看，在保供稳价政策支持下，煤炭供给明显增加，全国限电趋于好转，对工业生产的约束明显减轻。往后看，近期保供稳价政策持续发力，对生产端限制也将继续缓解；但应注意，今冬可能发生弱至中等强度的拉尼娜现象，北方发生雨雪冰冻灾害的可能性提升，可能对生产端造成拖累。

3、消费端：延续小幅改善，仍较低迷。10月社零名义同比反弹至4.9%，两年平均增速为4.6%，均较9月增速小幅反弹；10月社零实际同比续降至1.9%，与基数走高有关，两年平均增速为3.2%，也较9月的平均增速2.4%反弹，但距离疫情前仍明显偏低。结构看，“双11”推动升级类消费（如通讯器材、化妆品、家电等）反弹较多。往后看，近期疫情影响可能再度产生扰动，消费复苏之路仍然漫长；重点关注疫情、防疫政策的演化，以及政策支持的影响。

4、就业端：失业率维持低位，结构性矛盾有所缓解。10月城镇调查失业率持平前值于4.9%，青年失业率继续回落，10月16-24岁青年调查失业率继续小幅回落0.4个百分点至14.2%，连续三个月下降，主因应是大学生就业入职在逐步增加。9月以来经济压力较大，但失业率维持低位，可能与服务业持续修复、出口保持高增、灵活就业发展等因素有关。

5、投资端：地产延续回落，基建维持低位，制造业投资续升

>地产景气延续回落，政策边际宽松。10月地产销售跌幅继续扩大，商品房销售面积平均增速回落至-5.0%，土地成交震荡回落。地产投资创疫后新低，1-10月地产投资平均累计增速6.7%，10月地产投资当月平均增速2.9%，续创2020年4月以来新低。开工施工竣工普遍回落，应是与地产政策收紧、房企暴雷等有关。往后看，综合近期监管当局强化维稳地产、10月居民按揭贷款回升、近4周房地产销售环比改善等事件，继续提示，房地产调控有望进一步边际松动，但不会强刺激，对应地产景气不会失速下跌，但也难趋势反转，大概率是阶段性边际企稳。

>债务融资延续回落，基建投资增速微跌。1-10月狭义基建投资同比增速1.0%，平均增速较1-9月降低0.1个百分点至0.3%。10月新增地方专项债务发行约5400亿元，较9月的约5200亿元小幅回升；但城投债净融资额由9月的约1100亿元回落至约590亿元，整体看10月基建相关债务融资继续小幅回落，基建增速也仍然维持低位。往后看，若剩余新增专项债券额度在11月底前发行完毕，预计11月发行规模约7400亿元，但考虑到地方问责严、化债压力不减、缺好项目、项目审批严等制约因素仍存，仍预计基建增速会回升，但很难大幅走高。

>制造业投资持续回升，高耗能行业继续受限。1-10月制造业投资累计同比14.2%，平均增速3.8%，较1-9月提升0.5个百分点；近期制造业增速持续回升，应是企业盈利较强、出口增速保持强势有关。分行业看，中游行业投资增速提升较多，上游高耗能行业维持低位。往后看，2022年制造业投资韧性仍强，但受制于出口趋降、经济下行等因素，下行压力将逐步加大。

6、整体看，10月经济数据指向经济初现边际企稳迹象，但后续压力仍大。维持我们此前判断，稳增长的必要性增大，政策将稳中有松，货币财政会更积极，地产和限产也会进一步边际松动。短期看，结合最新政策表态，提示四大政策线索：1）货币政策：碳减排支持工具已落地，关注央行首提“更好支持消费投资恢复”的具体措施；2）财政政策：11月专项债发行可能加速，预计年底前会提前下发明年额度，明年财政大概率前置；3）地产&限产：均有望进一步边际松动，但地产更多是“托而不举”，是经济增长的“稳定器”而非“加速器”；4）促消费：短期看消费券、减税、大宗消费（汽车家电）、公共消费，长期看共同富裕。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策力度等超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《从部委学习六中全会，看最新政策走向》2021-11-13
- 2、《10月社融好于季节性，持续性如何？》2021-11-10
- 3、《克制的“放水”——对碳减排支持工具6点理解》2021-11-09
- 4、《困局与纠偏——GDP“破5”的背后》2021-11-15
- 5、《对下半年财政、专项债、基建的5点理解》2021-08-15

内容目录

生产端：限电约束减轻，工业生产企稳反弹.....	3
消费端：延续改善，仍较低迷.....	4
就业端：失业率维持低位，结构性矛盾有所缓解.....	5
投资端：地产延续回落，基建维持低位，制造业投资续升.....	6
地产景气延续回落，地产调控边际松动.....	6
债务融资延续回落，基建投资增速微跌.....	7
制造业投资续升，高耗能行业继续受限.....	8
风险提示.....	9

图表目录

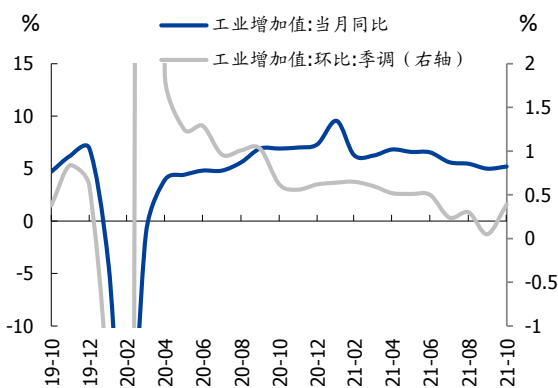
图表 1: 工业生产企稳反弹.....	3
图表 2: 服务业整体仍偏弱.....	3
图表 3: 分行业工业增加值增速变动.....	3
图表 4: 10月采矿业生产明显回升，制造业延续回落.....	4
图表 5: 煤炭保供稳价政策见效.....	4
图表 6: 社零当月和累计同比增速.....	4
图表 7: 商品和餐饮消费同比增速.....	4
图表 8: 分行业消费增速变动.....	5
图表 9: 我国城镇调查失业率情况.....	5
图表 10: 青年失业率持续回落.....	5
图表 11: 固定资产投资增速变化.....	6
图表 12: 商品房销售增速.....	6
图表 13: 土地成交增速.....	6
图表 14: 地产投资增速变动.....	7
图表 15: 地产新开工、施工、竣工增速.....	7
图表 16: 基建投资增速变动.....	7
图表 17: 地方政府专项债和城投债融资.....	7
图表 18: 制造业投资增速.....	8
图表 19: 企业投资预期变动.....	8
图表 20: 分行业制造业投资增速变动.....	8

生产端：限电约束减轻，工业生产企稳反弹

工业生产企稳反弹。10月工业增加值当月同比回升至3.5%，两年平均增速为5.2%，较9月平均增速5.0%小幅回升；环比角度看，10月工业增加值季调环比反弹至0.39%，明显高于9月的0.05%，但仍低于2015-2019年平均环比的0.45%，结合10月PTA等部分行业开工率反弹，显示10月工业生产边际有所好转。

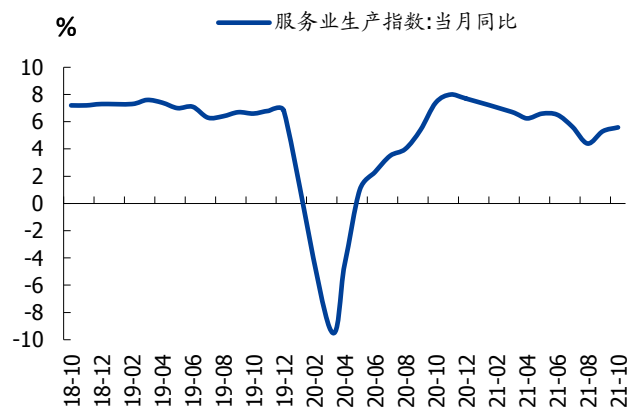
服务业生产仍然偏弱。10月服务业生产指数同比继续回落至3.8%，两年平均增长5.6%，较9月的平均增速5.3%延续小幅回升，平均增速回升主因2020年Q4服务业基数较高，疫情以及地产景气回落影响下，10月服务业整体仍偏弱。

图表1：工业生产企稳反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

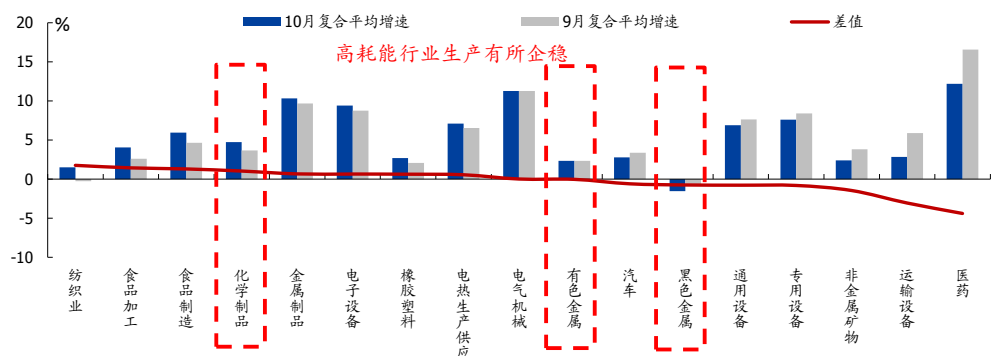
图表2：服务业整体仍偏弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

分行业看，制造业、高耗能行业生产企稳，采矿业明显好转。10月制造业增加值平均增速5.0%，与9月平均增速持平；而采矿业增加值明显回升2.0个百分点至4.7%。10月化学制品、有色、黑色行业增加值平均增速较9月分别变动1.0、0、-0.7个百分点，显示高耗能行业生产有所企稳。

图表3：分行业工业增加值增速变动

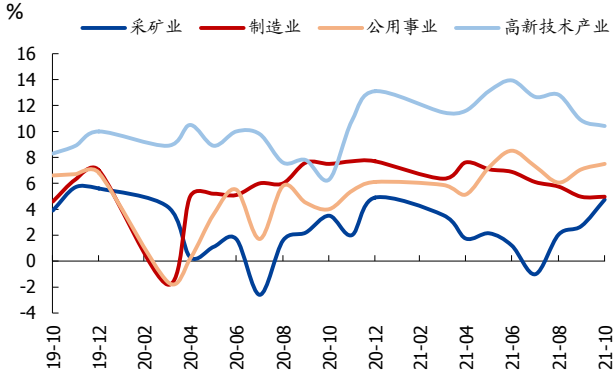


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

保供稳价政策见效，限电约束趋于减轻。10月采矿业和公用事业生产好转，应是保供稳价政策发力效果显现。10月原煤产量同比由9月的-0.9%升至4%，动力煤价格见顶回

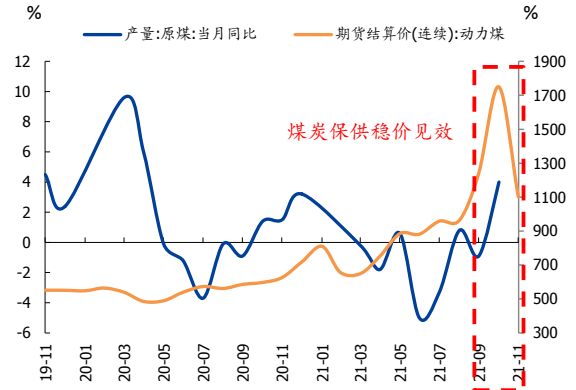
落，提升电力企业发电积极性；11月6日，国家电网表示，除个别省份、局部时段对高耗能、高污染企业采取有序用电措施外，全网有序用电规模接近清零。综合看，在保供稳价政策发力支持下，煤炭供给明显增加，全国限电趋于好转，对工业生产的约束明显减轻。

图表4：10月采矿业生产明显回升，制造业延续回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

图表5：煤炭保供稳价政策见效



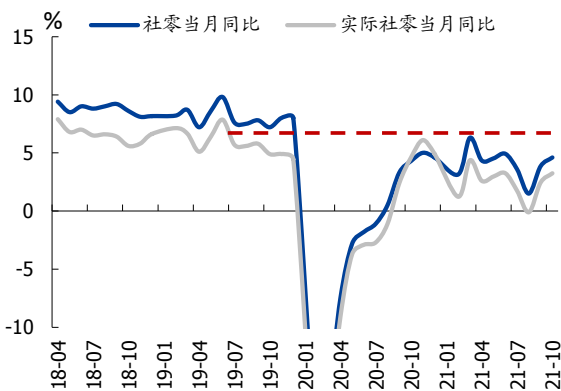
资料来源：Wind，国盛证券研究所

往后看，近期保供稳价政策持续发力，对生产端限制也将继续缓解；但应注意，今冬可能发生弱至中等强度的拉尼娜现象，北方发生低温暴雪冰冻灾害的可能性提升，可能对生产端造成一定拖累。

消费端：延续改善，仍较低迷

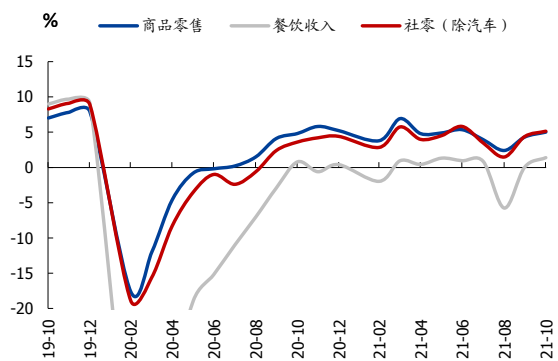
消费延续反弹，仍较低迷。10月社零名义同比反弹至4.9%，两年平均增速为4.6%，较9月的平均增速3.8%继续反弹；10月社零实际同比续降至1.9%，与基数走高有关（2020年9、10月社零实际同比分别为2.4%、4.6%），两年平均增速为3.2%，较9月的平均增速2.4%也继续反弹；整体看，社零增速距离疫情前8%左右的增速仍明显偏低，反映消费仍然较低迷。

图表6：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

图表7：商品和餐饮消费同比增速

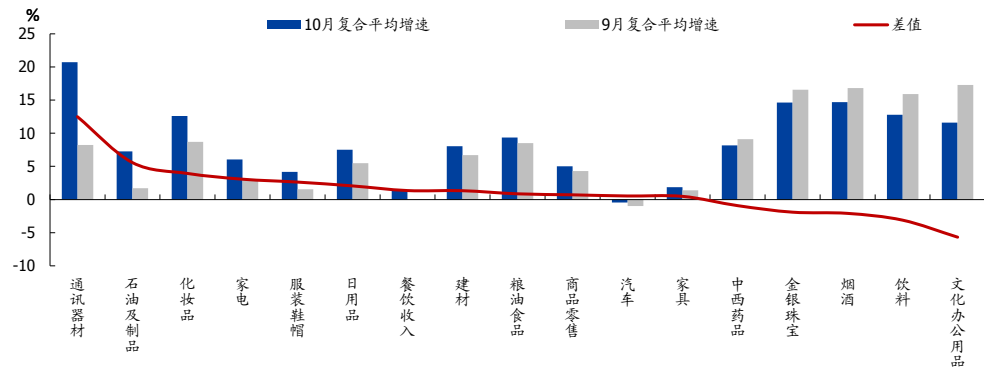


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

结构看，“双11”推动升级类消费反弹较多。

- **商品消费方面**，10月商品零售两年复合增速5.0%，较9月的4.3%继续回升，其中消费升级类的通讯器材、化妆品、家电消费涨幅较大，应是与今年“双11”预售提前至10月20日开始有关；
- **餐饮消费方面**，10月餐饮消费两年复合增速1.4%，较9月的0.1%继续小幅反弹，国庆假期可能一定程度上带动了住宿和餐饮业的恢复。应注意近期全国多地再次出现散发式疫情，可能再次扰动全国消费复苏。

图表8：分行业消费增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

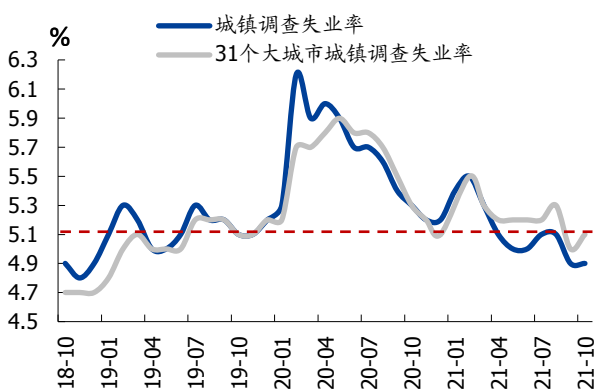
整体看，10月消费延续反弹，但明显仍较为低迷，疫情扰动隐忧仍存，促消费政策仍待发力；Q4及2022年，预计疫情影响可能仍然存在，消费仍难完全恢复正常；重点关注新冠药物和防疫政策的演化，以及政策支持的影响。

就业端：失业率维持低位，结构性矛盾有所缓解

10月调查失业率维持低位。2021年10月城镇调查失业率持平前值于4.9%，31个大城市调查失业率小幅反弹0.1个百分点至5.1%。9月以来经济压力较大，但失业率维持低位，可能与服务业持续修复、出口保持高增、灵活就业发展等因素有关。

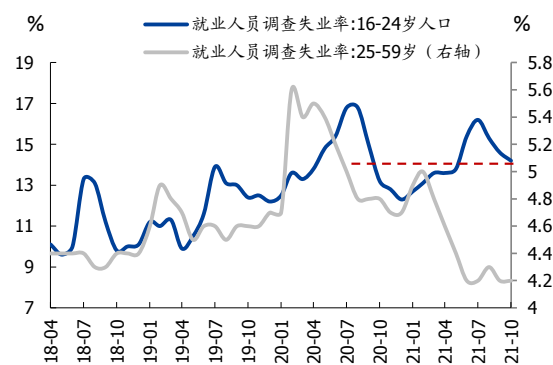
青年失业率继续回落。1-10月城镇新增就业1133万人，已经完成新增1100万人的年初目标。结构上看，10月16-24岁青年调查失业率继续小幅回落0.4个百分点至14.2%，连续三个月下降，主因应是大学生就业入职在逐步增加。

图表9：我国城镇调查失业率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：青年失业率持续回落

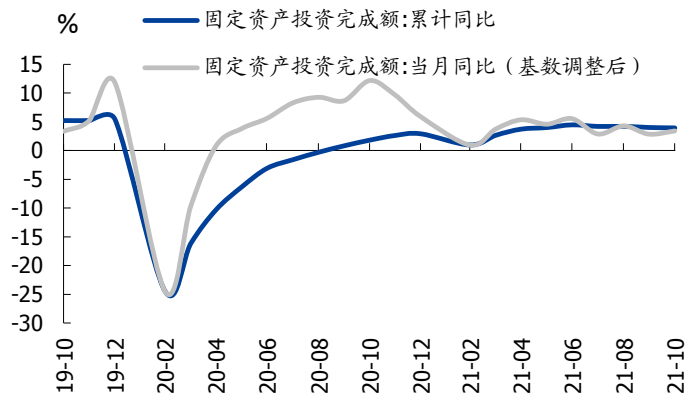


资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：地产延续回落，基建维持低位，制造业投资续升

1-10月固投累计同比6.1%，低于1-8月的8.9%；两年平均累计增速3.8%，较1-9月平均增速持平。我们计算的10月固投当月平均增速3.4%，较9月的2.9%小幅反弹。

图表 11: 固定资产投资增速变化

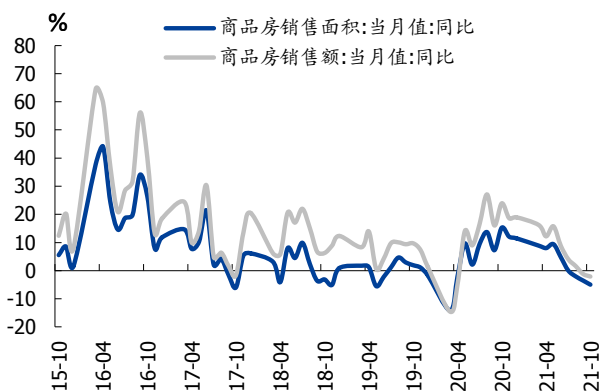


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

地产景气延续回落，地产调控边际松动

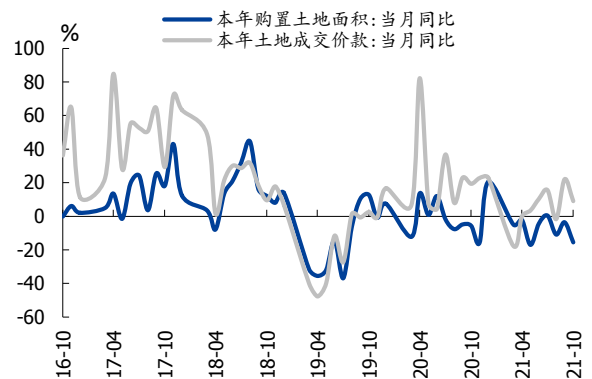
地产销售跌幅继续扩大。10月商品房销售面积较2019年同期的平均增速-5.0%，较9月平均增速回落1.5个百分点，回落速度持平前值(7-10月平均增速分别回落4.7、2.1、1.5、1.5个百分点)。土地成交震荡回落。10月土地购置面积、土地成交价款两年平均增速分别为-15.4%、9.0%，均较9月有所回落。

图表 12: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

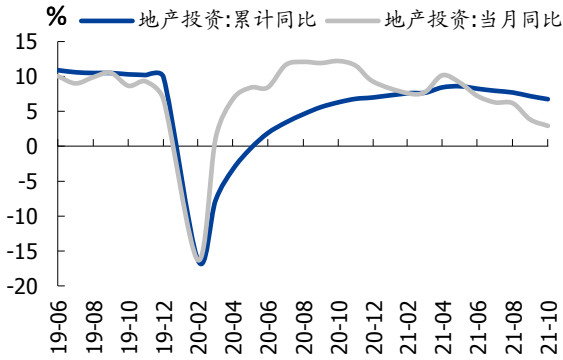
图表 13: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

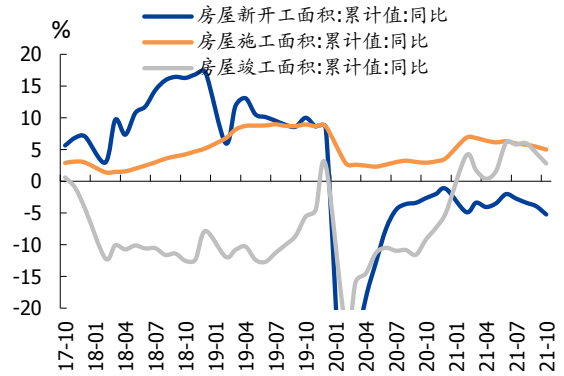
地产投资续创新低。1-10月地产投资较2019年同期平均累计增速6.7%，较1-9月平均增速回落0.4个百分点；10月地产投资当月平均增速2.9%，续创2020年4月以来新低。开工施工竣工普遍回落。1-10月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别为-5.2%、5.0%、2.8%，分别较1-9月回落1.3、0.5、1.7个百分点，应是近期地产政策收紧，多家房企暴雷，行业融资受阻，对地产开发的拖累有关。

图表 14: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 15: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-10月增速为较2019年同期两年平均增长

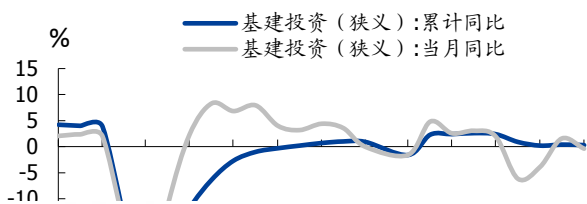
往后看, 综合近期监管当局强化维稳地产、10月居民按揭贷款回升、近4周房地产销售环比改善等诸多事件, 维持此前判断, 房地产调控有望进一步边际松动, 但不会强刺激, 对应地产景气不会失速下跌, 但也难趋势反转, 大概率是阶段性边际企稳。

债务融资延续回落, 基建投资增速微跌

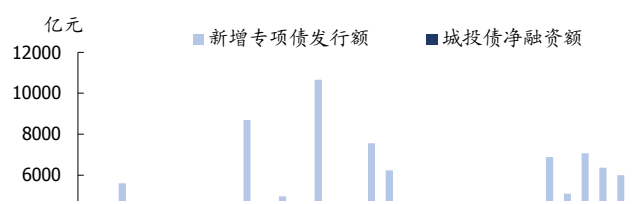
狭义基建投资增速微跌。根据统计局数据, 1-10月基建投资(狭义)同比增速1.0%, 两年平均增长0.3%, 较1-9月基建平均增速微跌0.1个百分点。

10月基建债务融资延续小幅回落, 专项债持续回升, 城投债继续回落。10月新增地方专项债务发行约5400亿元, 较9月的约5200亿元小幅回升; 但城投债净融资额由9月的约1100亿元回落至约590亿元, 整体看10月基建相关债务融资继续小幅回落, 基建增速也仍然维持低位。

图表 16: 基建投资增速变动



图表 17: 地方政府专项债和城投债融资



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_29576



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn