

转型的阵痛与喜悦

报告日期: 2021-11-15

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

10月经济数据“有喜有忧”：“保供稳价”初见成效，工业生产恢复；疫情拖累尚不明显，服务生产指数和餐饮收入尚可；基建仍弱；制造业延续修复；最大的担忧来自地产链，即销售、拿地、开工、竣工当月同比全部为两位数以上的负增，地产投资当月同比-5%；最大的超预期来自消费，源于国庆、“双11”预售、就业支撑。**客观讲，10月数据呈现的是一个较好的经济结构。**往后看，预计工业、制造业延续修复，基建、消费稳中有升，地产政策微调效果仍待数据验证，地产也可能成为未来一段时间宏观最大的扰动变量。

● **工业生产：“保供稳价”初见成效，疫情拖累尚不明显，工业改善，服务业尚可。**

1) “保供稳价”初见成效，工业增加值同比和环比均有改善。10月工业增加值当月同比回升0.4个百分点至3.5%，两年复合增速回升0.2个百分点至5.2%，环比回升0.34个百分点至0.39%。工业增加值的恢复既有出口提振，也与能耗双控、限产限电边际纠偏有关。一方面，出口交货值同比两年复合增速维持韧性，10月为7.9%，9月为7.1%；另一方面，电力、热力的生产和供应业增加值两年复合增速较前值回升0.6个百分点至7.1%，原煤、发电设备产量两年复合增速分别较前值提升3.6、25.3个百分点至2.7%、32.4%。分行业看，明显改善的有农副食品加工、食品制造、纺织、化学原料和制品；除原煤和发电设备外，产量增速明显改善的有金属切削机床、汽车、集成电路、微型电子计算机。

2) 服务业受疫情拖累尚不明显。10月服务业生产指数当月同比较上月回落1.4个百分点至3.8%，回落既有疫情制约因素，也受高基数影响。若看两年复合增速，10月服务业生产指数较前值回升0.3个百分点至5.6%。再结合服务业商务活动指数、服务业业务活动预期指数当月同比来看，服务业景气度应是略有回落，但幅度不大。

● **固定资产投资：地产景气全面下行，制造业延续修复，基建仍显乏力。**

10月固定资产投资同比较前值回落1.2个百分点至6.1%，两年复合增速回落0.1个百分点至3.9%。

1) 地产链当月同比数据均差，地产景气仍在磨底，政策边际调整效果等待数据验证。10月地产投资累计同比较前值回落1.6个百分点至7.2%，两年复合增速较前值回落0.4个百分点至6.75%。地产投资下行风险在于当月同比已经为负，据测算，房地产开发投资当月同比9月为-3.3%，10月为-5.1%。前端看，销售、拿地、新开工增速为负，其中商品房销售面积当月同比连续4个月为负，10月为-22%；土地购置面积当月同比年内7个月为负，10月为-24%；新开工面积当月同比连续7个月为负，10月为-33%。后端看，竣工面积当月同比由正转负，10月为-20%。前后端对施工和投资的支撑力度均在下降，若长此以往，投资恐怕难有支撑。从资金来源下滑幅度来看，10月较9月改善，但同比增速仍在下滑，其中下滑较多的是定金及预收款和国内贷款，也就意味着地产政策边际调整以来，按揭方面有所改善，但是开发贷和销售回笼资金仍无明显改善。往后看，鉴于“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”的要求，预计在“房住不炒”基调下，与真实住房需求相关的销售、融资等政策会继续边际调整，按揭和开发贷也会有微调，以缓解地产企业融资压力，但地产景气回升仍待数据验证。

2) 制造业：制造业延续修复，中下游行业和高新制造业修复较好。10月制造业投资累计同比较前值略回落0.6个百分点至14.2%，两年复合增速较前值回升0.4个百分点至4%，我们测算的当月同比10月为10%，总体制造业稳步复苏。分行业看，两年复合增速较前值回升较多的行业有农副食品加工、食品制造、金属制品、通用设备、专用设备、汽车制造、电气机械及器械制造等高端制造业。前期报告《转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》我们曾指出，后续成本压力缓解、价格传导可能提升下游制造业投资扩张意愿，再结合报告《CPI-PPI触底了吗？价格传导如何？》测算显示，食品加工业、通用设备、计算机等电子设备等行业PPI分项和CPI分项回归弹性较高，与10月制造业的数据结构形成印证。预计后续随着CPI-PPI触底反弹，中下游制造业有望继续修复。

3) 财政支出较为克制，基建仍显乏力。10月基建投资累计同比较前值回落0.8个百分点至0.72%，两年复合增速较前值回落0.11个百分点至1.86%，我们测算的当月同比连续4个月为负，但降幅较三季度缩窄，10月为-5%，总体看基建投资仍显乏力。原因上看，一方面，基建资金来源补充有限。9月公共和地方财政支出累计同比较8月下降；10月社融口径地方专项债新增6167亿元，较9月少增1899亿元，同期财政存款同比多增2050亿元，表明财政支出偏弱。另一方面，项目角度，截至三季度，建筑业新签合同额累计同比较二季度下降6.6个百分点。总体看，当下资金和项目对基建支持力度有限。预计随着专项债加快发行，重大项目逐步落地，后续基建投资增速有望稳步提升。

● **消费和就业：消费超预期，主因“双11”预售、国庆、就业支撑，且疫情拖累尚不明显。**10月社会消费品零售总额当月同比回升0.6个百分点至4.9%，社零实际同比回落2.7个百分点至1.9%，两者两年复合增速分别较前值回升0.75、0.8个百分点至4.6%、3.25%，总体看10月消费数据稳定修复。一方面，受国庆假期拉动，10月餐饮收入两年复合增速较前值回升1.4个百分点至5%，也反映了10月餐饮消费受疫情拖累有限，这从CPI旅游价格并不低也能看出；另一方面，商品零售两年复合增速较前值回升1.8个百分点至5.9%，应与“双11”预售有关。分品种看，以两年复合增速为标准，10月增速回升的有纺织品、化妆品、日用品、家电、通讯器材、石油及制品，与“双11”预售、新款手机发布、油价提升等有关。就业方面，城镇调查失业率、25-59岁就业人员调查失业率维持前值的4.9%和4.2%，制造业和非制造业PMI从业人员较前值微幅下降，就业整体较稳定。

● **风险提示**

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

相关报告

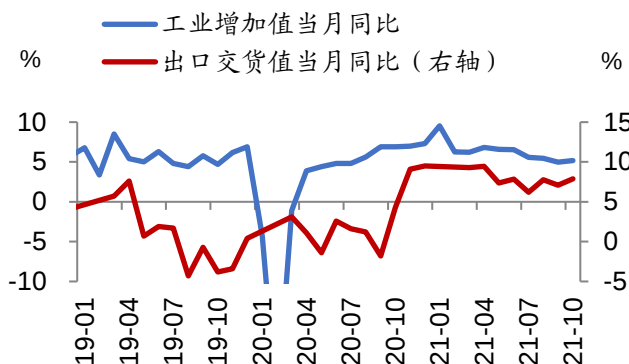
1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》2021-11-09

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI触底了吗？价格传导如何？》2021-11-10

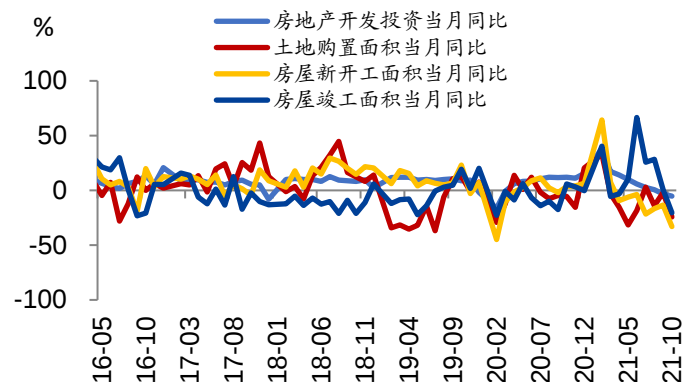
4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11

图表 1 工业增加值稳定修复



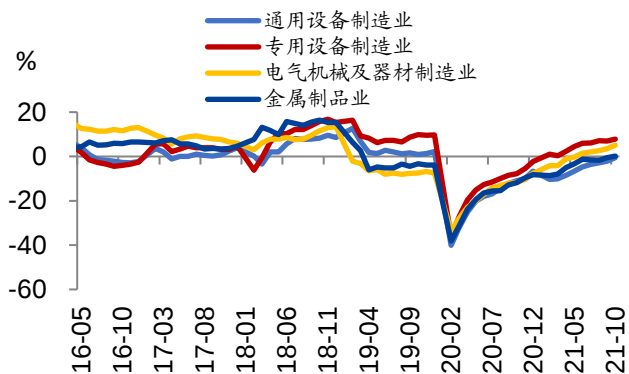
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 2 地产链数据当月同比增速大多已为负



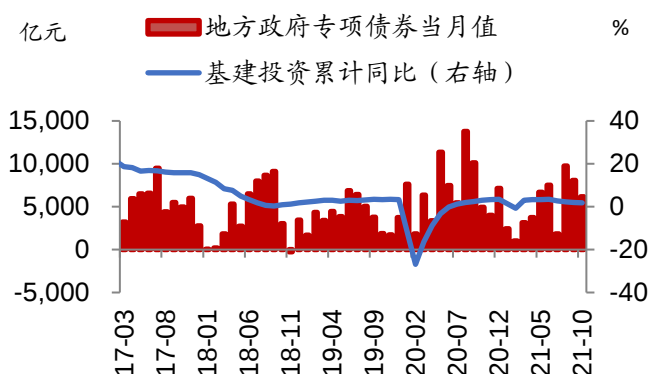
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 高端制造业投资延续修复



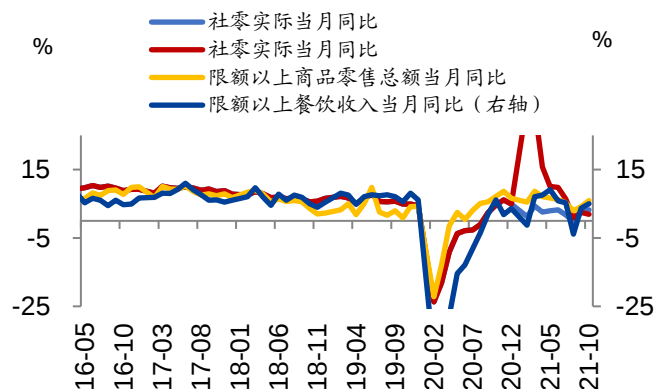
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 4 基建投资仍显乏力



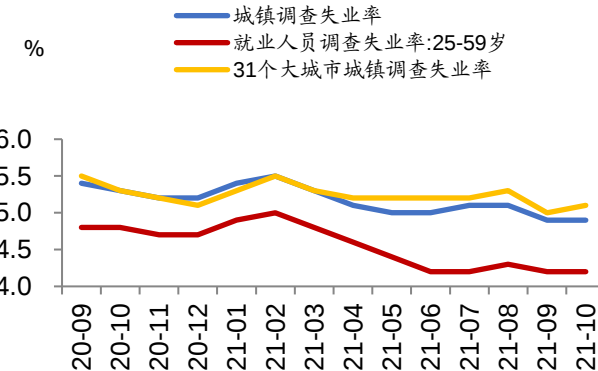
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 5 消费大幅修复



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 6 就业维持平稳



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

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_29577

