

## 结构性亮点难改经济下行趋势

11月15日国家统计局公布数据显示：

**1、前10月固定资产投资累计同比6.1%，前值7.3%。**数据显示，1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）445823亿元，同比增长6.1%；比2019年1-10月份增长7.8%，两年平均增长3.8%。其中按照分项来看，制造业投资当月同比有所好转，基建投资依然较弱，房地产投资加速下行。

**2、前10月工业生产增速累计同比涨幅持续放缓。**10月工业生产累计同比涨幅从前值的11.8%进一步回落至10.9%，但是当月同比涨幅回升。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业当月同比均上涨。

**3、前10月消费累计同比涨幅回落。**10月社零累计同比增长14.9%，低于前值的16.4%，但是当月同比好转，其中家电、通讯、石油制品当月同比涨幅回升，汽车消费当月同比跌幅收窄。

**4、本月消费和制造业有所企稳，地产进一步下滑，具体来看：**首先，10月消费复苏超预期。从分项来看：1）汽车消费边际改善但有限。乘联会公布数据显示10月狭义乘用车零售同比下降13.9%，相较2019年10月下降7%，但10月零售环比增长8.6%，好于季节性表现，说明9月末芯片供给逐步改善，但是由于库存水平偏低，交付周期拖长，所以整体汽车消费仍然较为疲软。2）可选消费在本月有所大幅回暖。1-10月限额以上的商品包括家用电器和音像器材类、通讯器材、化妆品、金银珠宝和建筑及装潢材料的两年复合增速均有所回升；3）虽然国庆黄金周全国国内旅游出游不及预期且10月服务业PMI也有所回落，但是从社零分项来看，外出餐饮和石油制品相关的消费均有所回升，说明10月社会经济整体表现可观。但是往后看，仍然需警惕消费复苏的可持续性，包括10月中下旬疫情的发酵、地产投资向下的冲击还未见底对地产后周期链条的负面影响。**第二，制造业和工业增加值当月同比好转。**受到出口依旧偏强的因素，10月制造业同比增速从9月的10.0%上行至10.1%，两年复合增速从9月的6.4%上行至6.9%。工业增加值当月同比好转主要受到保供政策下的供给约束弱化，使得本月采矿业、制造业和公共事业当月同比均上涨。**第三，地产投资加速回落。**1）领先指标1-10月商品房销售额和面积累计两年复合增速进一步回落。2）从本月的高频数据来看，30大中城市成交面积同比跌幅收窄，从前值的-30.0%收窄至-25.5%，但是环比由正转负，由前值的0.82%回落至-9.78%；3）虽然随着按揭贷款额度边际偏松，本月居民中长期贷款转向同比多增，资金来源也出现边际好转，但是考虑到房地产调控的大方向没有发生实质性的变化，开发商的投资意愿降低，带动本月房地产投资继续回落。**第四，专项债提速，但基建投资对稳增长提振有限。**虽然财政部对新增专项债尽量在11月底发行完毕的要求，带动各省份调整专项债发行计划以“赶进度”，但是从开工率来看，石油沥青装置10月均值为42.95%，较9月的39.10%小幅回升，但依然处于历史较低位，说明专项债发行到形成基建投资实物工作量存在一定的时滞，后续基建投资仍然有望进一步回升。**最后，4季度降准概率在碳减排工具的落地的情况下下降。**一方面碳减排工具充当类似于再贷款的结构性货币政策，更倾向于宽信用；另一方面这个时间点碳减排工具的落地其实也有意在淡化短期总量进一步宽松的含义。往后看，货币政策边际变化在于宽信用是否能够让信贷需求企稳，但是从目前来看，我国经济距离底部还存在一定的空间，明年1季度经济下行压力依然较大，叠加若届时全球需求明显走弱，我国经济仍然需要总量流动性的支撑，中长期降准依旧可期。

**风险提示：**1、信用收缩过快导致系统性信用风险爆发；2、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
 (8621)61038260  
 duanxiaole@gjzq.com.cn  
 杨一凡 联系人  
 yangyifan@gjzq.com.cn

**图表 1: 10 月消费和制造业有所企稳, 地产进一步下滑**

| 经济指标    | 单月增速 (%) |        | 累计增速 (%) |       | 数据描述与趋势判断                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------|----------|--------|----------|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | 9月       | 10月    | 1-9月     | 1-10月 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 社零      | 4.4      | 4.9    | 16.4     | 14.9  | <b>当月同比涨幅回升。</b> 10月份, 社会消费品零售总额40454亿元, 同比增长4.9%; 比2019年10月份增长9.4%, 两年平均增速为4.6%, 高于前值的3.8%。按照分项来看, 家用电器、通讯、石油制品当月同比涨幅回升, 汽车消费当月同比跌幅收窄。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 投资      | (2.5)    | (2.9)  | 7.3      | 6.1   | <b>当月同比跌幅进一步走扩, 且累计同比涨幅收窄。</b> 其中按照分项来看, 制造业投资当月同比回升, 但是基建投资和房地产投资当月同比跌幅进一步走扩。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 民间投资    | (2.6)    | (4.9)  | 9.8      | 8.5   | <b>民间投资累计同比涨幅回落, 但增速高于整体固定资产投资。当月同比跌幅进一步走扩。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 基建投资    | (4.5)    | (4.8)  | 1.5      | 0.7   | <b>基建投资当月同比跌幅走扩, 累计同比涨幅继续收窄。</b> 分项来看, 电热燃水生产和供应业当月同比由正转负 (-7.2%), 铁路、道路运输业投资当月同比由负转正 (1.6%), 水利、环境和公共设施管理业当月同比跌幅走扩 (-9.3%)。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 制造业投资   | 10.0     | 10.1   | 14.8     | 14.2  | <b>当月同比涨幅上行, 累计同比涨幅收窄。</b> 从结构来看, 高新技术产业累计同比涨幅收窄, 但是依然处于较高的位置; 装备制造业中的金属、汽车、电气累计同比不同程度好转; 通用专业设备累计同比涨幅回升。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 房地产投资   | (3.5)    | (5.5)  | 8.8      | 7.2   | <b>当月同比跌幅走扩, 累计同比涨幅继续收窄, 地产下行投资趋势不改。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 新开工面积   | (13.5)   | (33.1) | (4.5)    | (7.7) | <b>新开工面积累计同比和当月同比跌幅进一步走扩。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 资金来源    | (11.2)   | (9.5)  | 11.1     | 8.8   | <b>当月同比跌幅收窄, 但累计同比涨幅也继续收窄。</b> 其中国内贷款累计同比跌幅走阔至-10.0% (前值-8.4%)、利用外资累计同比跌幅收窄至-35.4% (前值-36.9%)。另外, 自筹资金、定金和个人按揭累计同比涨幅均收窄。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 商品房销售面积 | (13.2)   | (21.7) | 11.3     | 7.3   | <b>商品房销售面积、销售额当月同比跌幅进一步走扩, 且累计同比涨幅继续收窄。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 商品房销售额  | (15.8)   | (22.7) | 16.6     | 11.8  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 出口      | 28.1     | 27.1   | 33.0     | 32.3  | <b>10月出口同比增速超预期。</b> 分国别来看, 对欧盟出口明显扩张, 对美国出口放缓。从商品类别来看, 高新技术和劳动密集型产品需求上行, 疫情相关的需求表现较为分化。外需旺盛、供应链边际好转从供需两方面利好出口。首先, 疫情好转+节假日旺季使得外需韧性较强。其次, 海运供应链紧张有所缓解, 港口运力好转, 可能释放了前期部分积压订单。 <b>大宗商品上涨对10月进口形成提振。</b> 分商品来看, 进口商品表现分化, 未锻造的铜及铜材、原油和钢材为主要提振。分国别来看, 我国进口当月同比对欧盟由正转负。从两年平均增速来看, 对主要国家的进口增速均有所回落。往后看, 除非今年冬季需求超预期, 带动部分商品价格重新上行, 不然从基数和量来看, 对出口的支撑度将有所减弱。                                                                                                                                           |
| 进口      | 17.6     | 20.6   | 32.6     | 31.4  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 工业增加值   | 3.1      | 3.5    | 11.8     | 10.9  | <b>1-10月工业生产累计同比涨幅收窄, 但是当月同比涨幅回升。</b> 从结构来看, 采矿业、制造业和公共事业当月同比均上涨。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 出口交货值   | 16.8     | 11.6   | 19.4     | 18.5  | <b>1-10月出口交货值累计同比和当月同比涨幅均收窄。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 发电量     | 4.9      | 3.0    | 10.7     | 10.0  | <b>1-10月发电量累计同比和当月同比涨幅均收窄。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 粗钢产量    | (21.2)   | (23.3) | 2.0      | (0.7) | <b>1-10月粗钢产量累计同比涨幅由正转负, 当月同比跌幅扩大。</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| M1      | -        | -      | 3.7      | 2.8   | <b>信贷表现优于季节性。本月信贷有三个特征:</b> 1) 随着按揭贷款额度边际偏松, 本月居民中长期贷款转向同比多增; 2) 上游涨价压力继续挤压企业盈利, 经济预期下行使得企业对长期贷款的意愿仍不足, 企业中长期贷款占新增贷款的比重继续下行; 但是宽信用发力, 本月同比少增量收窄; 3) 当前处于供给上升但需求改善尚不明显的时期, 观望情绪仍然较强, 1个月国股银票转贴现利率在本月继续回落, 票据冲量的现象仍存。 <b>政府信用扩张助力社融存量同比增速企稳。</b> 社融结构变化有二点含义: 1), 10月地方政府债共发行8688.60亿元, 净融资规模6893.38亿元, 为年内最高, 说明政府信用逐步发力; 2), M2 同比回升意味着信用供给进一步改善, 信用需求也开始出现企稳的迹象。 <b>信用需求的企稳可能具有“暂时性”:</b> 首先, 当前地产政策的边际放松对信用扩张的提振可能只是昙花一现。第二, 政府信用的扩张存在较为明显的季节性和政策性特征。第二, 政府信用的扩张存在较为明显的季节性和政策性特征。第四, 金融监管压力仍存。 |
| M2      | -        | -      | 8.3      | 8.7   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 信贷 (万亿) | 1.66     | 0.83   | 16.72    | 17.55 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 社融 (万亿) | 2.90     | 1.59   | 24.75    | 26.34 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| CPI     | 0.7      | 1.5    | 0.6      | 0.7   | <b>食品分项带动CPI回升, 但是上游涨价压力对下游的影响依然有限。</b> 首先, 本月食品分项大幅反弹带动CPI回升。往后看, 食品分项对CPI仍然起到一定的支撑, 但是服务业的价格修复依然还是较弱。其次, 本月煤炭与高耗能工业品涨幅较大推动PPI进一步攀升, 但是预计PPI的拐点逐步显现, 随着10月20日国常会要求依法打击煤炭市场炒作, 之前涨幅较大的商品价格已经回调较多, 除非全球冬季供暖需求超目前定价, 不然PPI同比涨幅将有所放缓。第三, 当前上游涨价还是由加工行业吸收了大部分压力, 加工业向下游生活资料的传导依然有限。                                                                                                                                                                                                                  |
| PPI     | 10.7     | 13.5   | 6.7      | 7.3   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 制造业PMI  | 49.6     | 49.2   | -        | -     | <b>10月制造业PMI收缩区间内继续回落。</b> (1) 从企业规模来看, 中型企业PMI跌幅较大。(2) 供需持续走弱。(3) 新出口订单和进口均有所回升。(4) 采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落。(5) 原材料价格回升, 出厂价格-原材料价格重新回落。 <b>非制造业: 仍处于扩张区间内, 但是扩张放缓。</b> 虽然本月建筑业PMI低于前值, 但是新订单指数重回扩张区间。受到疫情干扰+房地产违约事件持续发酵, 对本月服务业PMI形成拖累。                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 非制造业PMI | 53.2     | 52.4   | -        | -     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 综合PMI   | 51.7     | 50.8   | -        | -     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

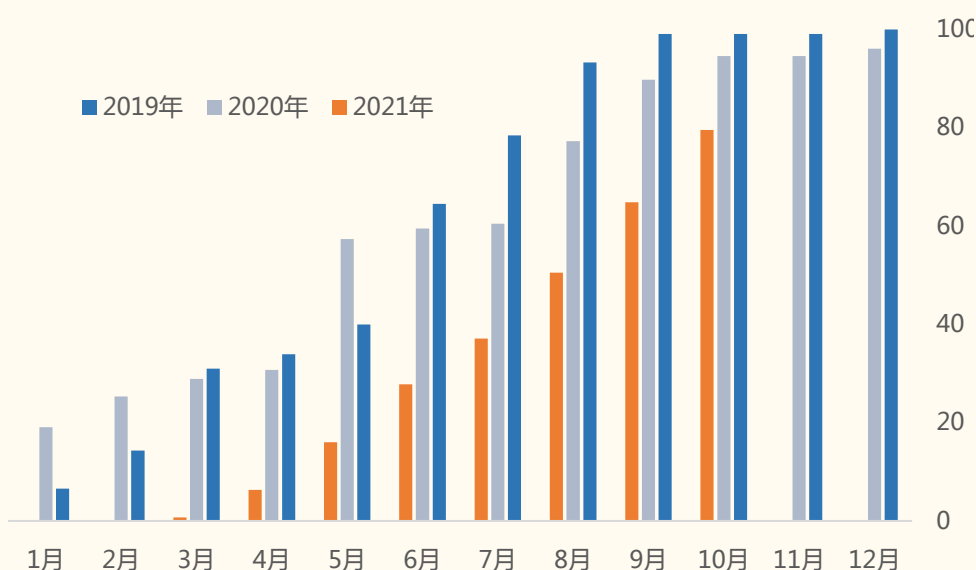
来源: 国家统计局, 财政部, 中国人民银行, 中国货币网, Wind, 国金证券研究所

正文如下:

**1、制造业投资当月同比回升，但是基建投资和房地产投资当月同比跌幅进一步走扩。**数据显示，1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）445823 亿元，同比增长 6.1%；比 2019 年 1-10 月份增长 7.8%，两年平均增长 3.8%，持平于前值。

**（1）10 月基建当月同比跌幅走扩。**具体来看：1）电力当月同比由正转负至-7.2%（前值 4.6%）；2）交通当月同比由负转正至 1.6%（前值-8.6%）；3）水利当月同比跌幅走扩至-9.3%（前值-4.7%）。

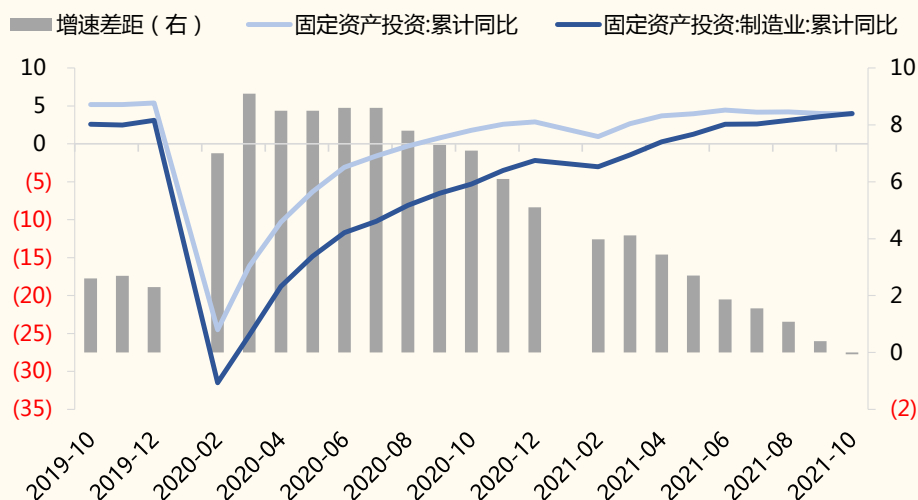
**图表 2：专项债发行加快但是构成基建投资实物仍存在一定滞后**



来源：Wind，国金证券研究所

**（2）10 月制造业当月同比增速继续回升，累计同比持续回落。**具体分项来看，1）新兴行业中，化学原料制造业累计同比涨幅收窄至 17.8%（前值 19.3%），医药制造业累计同比涨幅收窄至 13.3%（前值 14.4%），计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 22.5%（前值 24.4%）；2）装备制造业中，金属制品业累计同比涨幅走阔至 13.8%（前值 13.4%），汽车制造业累计同比跌幅收窄至-5.5%（前值-6.5%），运输设备行业累计同比涨幅回落至 22.1%（前值 26.7%），电气机械及器材制造业累计同比涨幅走扩至 25.0%（前值 22.0%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅走扩至 11.1%（前值 9.3%），专用设备累计同比涨幅走扩至 25.9%（前值 25.2%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 19.9%（前值 20.6%），食品制造累计同比涨幅收窄为 8.7%（前值 9.4%），纺织业累计同比涨幅收窄为 13.2%（前值 13.5%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅回落至 7.9%（前值 10.8%）。

图表 3：固定资产投资和制造业投资两年平均增速之差收窄

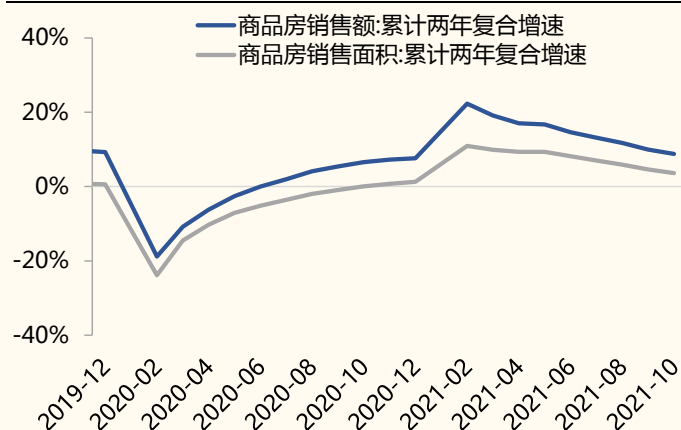


注：2021年为两年平均增速

来源：Wind，国金证券研究所

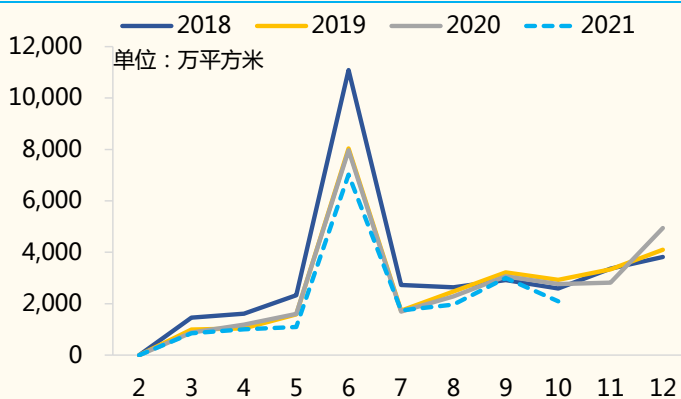
(3) 10 月房地产投资当月同比跌幅继续走扩，累计同比涨幅继续收窄，地产下行投资趋势不变。从分项来看，新开工、商品房销售面积和销售额的同比跌幅均走扩，数据显示商品房销售面积当月同比为-21.7%（前值-13.2%），商品房销售额当月同比为-22.7%（前值-15.8%），但资金来源当月同比为-9.5%（前值-11.2%）。

图表 4：商品房销售面积和金额累计两年复合增速回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：本月土地购置面积低于季节性表现



来源：Wind，国金证券研究所

2、工业生产当月同比涨幅走扩，累计同比涨幅持续放缓。前 10 月工业增加值累计同比 10.9%，前值为 11.8%；从同比来看，10 月工业增加值同比为 3.5%，高于前值的 3.1%。

从结构来看，采矿业、公用事业和制造业当月同比涨幅均回升。数据显示，采矿业当月同比 6.0%（前值 3.2%），制造业当月同比 2.5%（前值 2.4%），公用事业当月同比 11.1%（前值 9.7%）。

从制造业内部结构来看，汽车当月同比跌幅收窄，化学原料、计算机通信、农



副食品加工业和食品制造业涨幅走阔。

1) 新兴产业中化学原料和计算机通信行业当月同比涨幅走扩。其中化学原料当月同比 0.8% (前值 0.0%)，医药制造业当月同比 16.3% (前值 26.5%)，计算机、通信和电子行业当月同比为 14.0% (前值 9.5%)。

2) 装备制造业中汽车行业当月同比好转。其中汽车当月同比-7.9% (前值-8.2%)，金属制品业当月同比 6.7% (前值 6.8%)，运输设备业当月同比 6.5% (前值 7.9%)，电气机械器材业当月同比 5.3% (前值 6.8%)。

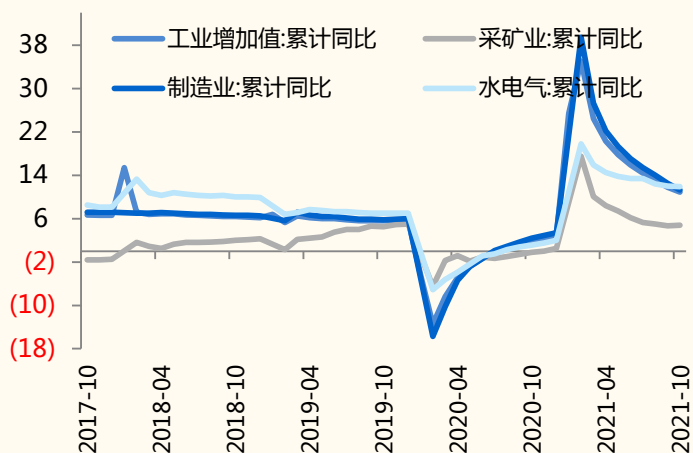
3) 通用专用设备制造业整体当月同比涨幅收窄。其中通用设备制造业当月同比 1.0% (前值 3.0%)，专用设备制造业同比 7.2% (前值 8.8%)。

4) 轻工业中农副食品加工业和食品制造业当月同比表现有所好转。其中农副食品加工业当月同比涨幅走扩至 3.3% (前值 2.5%)，食品制造业当月同比涨幅回升至 6.8% (前值 2.8%)，纺织业当月同比跌幅走阔至-5.9% (前值-5.8%)。

5) 传统制造业同比表现均有所回落。黑色金属冶炼及压延加工业当月同比-12.8% (前值-9.7%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比 0.0% (前值 1.2%)，非金属矿物制品业当月同比-4.1% (前值-1.1%)。

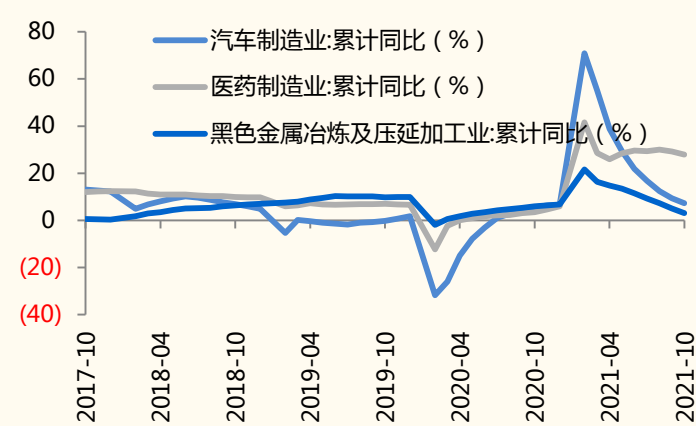
规模以上工业企业出口交货当月同比涨幅下行。规模以上出口交货值当月同比 11.6% (前值 16.8%)。

图表 6：采矿业累计同比涨幅回升 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：制造业投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、消费累计同比涨幅回落但是当月同比继续好转。10 月份，社会消费品零售总额 40454 亿元，同比增长 4.9%；比 2019 年 10 月份增长 9.4%，两年平均增速为 4.6%，高于前值 3.8%。按照分项来看，家电、通讯、石油制品当月同比涨幅回升，汽车消费当月同比跌幅收窄。

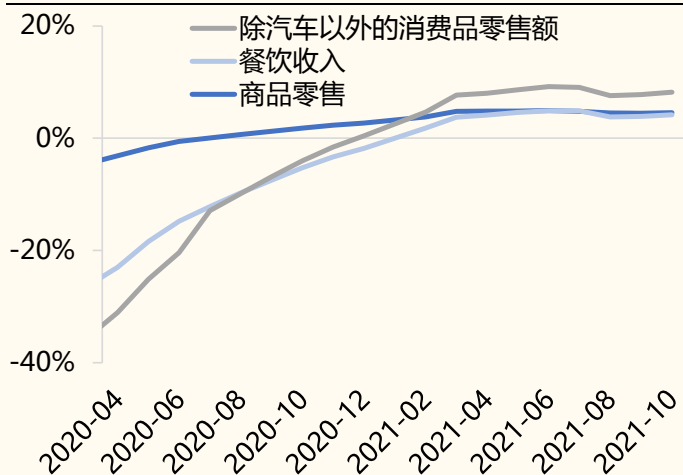
地产链条细分类当月同比走势分化。建筑装潢材料当月同比 12.0% (前值 13.3%)；家具当月同比 2.4% (前值 3.4%)；家电当月同比 9.5% (前值 6.6%)。

升级型消费当月同比表现分化。通讯类消费当月同比 34.8 % (前值 22.8%)；

中西药当月同比 5.6%（前值 8.6%）；石油及制品类消费当月同比 29.3%（前值 17.3%）。

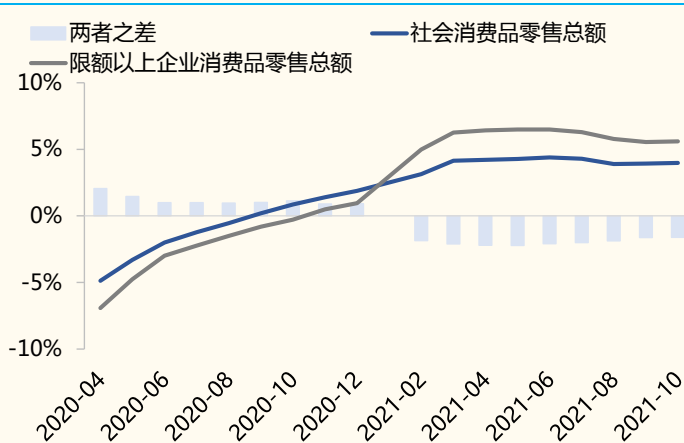
汽车消费跌幅收窄。汽车消费当月同比-11.5%（前值-11.8%）。

图表 8：本月除汽车以外的消费品零售两年平均增速上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 9：限额以下的企业消费品总额持平于前值



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

#### 4、消费和制造业有所企稳，地产进一步下滑，具体来看：

首先，10 月消费复苏超预期。从分项来看：1）汽车消费边际改善但有限。乘联会公布数据显示 10 月狭义乘用车零售同比下降 13.9%，相较 2019 年 10 月下降 7%，但 10 月零售环比增长 8.6%，好于季节性表现，说明 9 月末芯片供给逐步改善，但是由于库存水平偏低，交付周期拖长，所以整体汽车消费仍然较为疲软。2）可选消费在本月有所大幅回暖。1-10 月限额以上的商品包括家用电器和音像器材类、通讯器材、化妆品、金银珠宝和建筑及装潢材料的两年复合增速均有所回升；3）虽然国庆黄金周全国国内旅游出游不及预期以及 10 月服务业 PMI 也有所回落，但是从社零分项来看，外出餐饮和石油制品相关的消费均有所回升。数据显示餐饮收入占社会消费品零售总额比重小幅回升，1-10 月两年平均增速好转，石油制品当月同比也从前值的 17.30% 大幅上升至 29.30%，说明 10 月社会经济整体表现可观。但是往后看，仍然需警惕消费复苏的可持续性，包括 10 月中下旬疫情的发酵、地产投资向下的冲击还未见底对地产后周期链条的负面影响。

第一，制造业和工业增长放缓且同比转负，受到出口低位徘徊等因素，10

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\\_29578](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29578)

