

# 暖秋，背后有哪些隐藏风险？

## ——10月经济数据点评

### 摘要

- **上游行业工业增加值增速回落明显，高技术增长较快。**10月，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，高于预期，环比增长0.39%，继续受出口以及新动能的带动，本月工业增加值回复较明显。分三大门类看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速都有回升，其中高技术制造业增加值增速仍较快。分行业看，受上游材料价格高、供给不足等影响，黑色金属冶炼和压延加工业等增速下滑较多，汽车制造业同比降幅缩窄，出口利好及需求拉动下计算机、通信和其他电子设备制造业增速加快。分产品看，钢铁、水泥产量有所回落，原煤、原油、汽车、尤其是新能源汽车产量上升明显。后续天气转冷，散点疫情散发、原材料价格较高持续等因素仍将对工业增加值形成扰动。
- **政策边际放松，但房地产投资增速不改边际趋缓。**1-10月，全国房地产开发投资同比增长7.2%，10月单月房地产投资同比下降5.4%，高基数且市场仍较低迷下，增速较9月继续回落1.92个百分点，虽然房地产政策近期有所缓和，但投资数据延续放缓势头，房地产市场经过此前严监管影响，企业仍持谨慎态度。分地区看，1-10月，各地区房地产投资同比增速继续下滑。11月，部分房企近期有计划在银行间市场注册发行债务融资的工具，预计房地产企业境内发债的相关政策近期将有所松动；另外，多地陆续公布了2021年第三轮集中供地明细，但参与的积极性短期或难有明显提升，如果第三轮土拍仍无改观，政策边际存在进一步松绑的可能性，预计短期房地产开发投资增速边际趋于回落的方向不改，明年房地产投资可能会呈现出前低后高逐渐恢复的走势。
- **基建投资降幅收窄，制造业加速回升。**1-10月份狭义基建投资同比增长1.0%，其中，除水利管理业投资增长外，受能源价格高企影响，各分项增速都有不同程度的回落。10月单月狭义基建投资同比下降2.53%，主要受地方专项债发行提速、天气好转和疫情逐渐消退的作用，降幅较前值收窄。预计11月新增专项债发行仍在高位，将支持后续基建投资回暖。1-10月，制造业投资同比增长14.2%，其中高技术产业投资同比增长17.3%，仍维持在较高增速水平。单月来看，10月制造业投资同比增长10.14%，短期疫情和天气等不利影响逐渐消退，再加上制造业旺季、前值的政策支持、结构性的宽信用与高技术制造业的拉动，制造业投资加速回升，单月表现来看制造业投资为三大投资中最优。
- **消费增速超预期，价格因素及假期因素都在作用。**10月份，社会消费品零售总额同比增长4.9%，增速比上月加快0.5个百分点，环比增长0.43%。在假日以及购物节的促进下，商品零售同比较前值回升0.7个百分点；但散点疫情下，餐饮收入增速受影响。按商品类别来看，基本生活消费稳定增长、升级类商品消费仍较为活跃，受价格走高因素影响，石油及制品类、建筑及装潢材料类商品零售额同比增速上升。今年双十一，国产品牌、绿色消费表现突出。假期和购物节对消费有提振，叠加价格因素带来名义消费增速保持平稳略升，后续疫情仍对消费有负面影响，但消费意愿仍高，预计未来消费表现将比较平稳。
- **风险提示：**经济复苏不及预期，疫情防控不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-58251904  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

### 相关研究

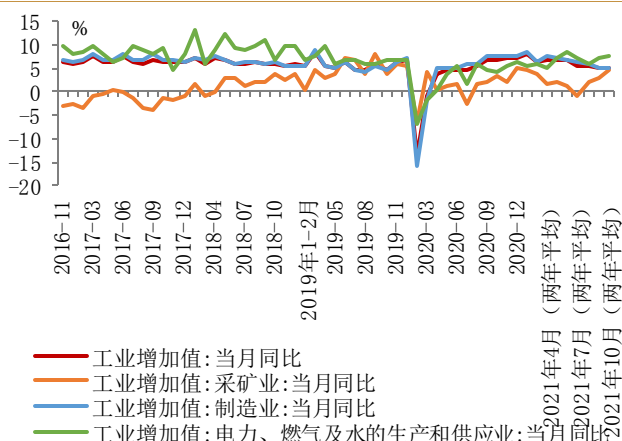
1. 中华下个百年不忘初心，海外这个冬季价格飞起 (2021-11-12)
2. 多方加持，企业信心待提振——10月社融数据点评 (2021-11-11)
3. 涨幅扩大，一切还在掌握中吗？——10月通胀数据点评 (2021-11-10)
4. 披荆斩棘的出口，略显逊色的进口——10月贸易数据点评 (2021-11-07)
5. 生活服务业需求或释放，超级央行周政策在调整 (2021-11-05)
6. 如期而至，强调耐心——11月美联储议息会议点评 (2021-11-03)
7. 产需比走差，结构性政策加码——10月PMI数据点评 (2021-10-31)
8. 双碳经济驶入快车道，全球能源问题仍紧迫 (2021-10-29)
9. 动静纵横，看中小企业的未来 (2021-10-25)
10. 房地产政策边际继续放松，欧美面临双重压力 (2021-10-22)

## 1 上游行业工业增加值增速回落明显，高技术增长较快

10月，全国规模以上工业增加值同比实际增长3.5%，高于预期，较前值加快0.4个百分点，比2019年同期两年平均增长5.2%，此数值较上月回升0.2个百分点。从环比看，10月规模以上工业增加值比上月增长0.39%，增速较上月回升0.34个百分点，继续受出口以及新动能的带动，本月工业增加值回复较明显。分三大门类看，采矿业增加值同比增长6.0%，较前值加快2.8个百分点；制造业增加值同比增速较前值回升0.1个百分点至2.5%，其中高技术制造业增加值同比增长14.7%，比9月份加快0.7个百分点，两年平均增长10.4%，高技术制造业增速仍较快；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长11.1%，受冬季供暖需求较大以及制造业旺季，再加上多地用电价格调整影响，较前值回升1.4个百分点，预计该产业工业增加值短期仍将延续回升态势。分行业看，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长，较9月减少两个行业，受上游原材料价格高、供给不足等影响，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、医药制造业增速下滑较多，汽车制造业同比降幅缩窄，出口利好及需求拉动下计算机、通信和其他电子设备制造业增速加快4.5个百分点。分产品看，612种产品中有246种产品产量同比增长，钢铁、水泥10月产量较前值有所回落，原煤、原油产量上升，汽车、尤其是新能源汽车产量上升明显，同比增长127.9%。1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额63441亿元，同比增长44.7%，较前值放缓4.8个百分点，增速放缓边际减弱，两年平均增长18.8%，此增速较前值放缓0.7个百分点；规模以上工业企业营业收入利润率为6.96%，较前值回落0.05个百分点，同比提高1.09个百分点。

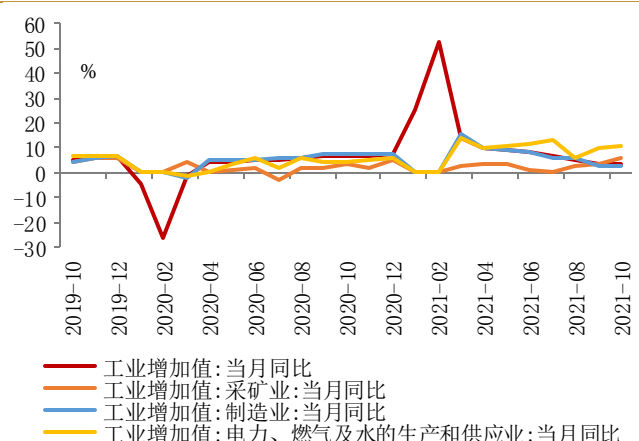
10月份，我国制造业PMI回落至49.2%，但高技术制造业、装备制造业PMI分别为52.0%和51.2%，企业生产经营活动预期指数为53.6%，后续高技术产业对于工业的拉动和支撑作用仍将持续显现。本月数据有所好转与疫情边际改善、天气转好有关。从国际来看，主要发达经济体仍在复苏，但通胀继续攀升或影响后续宏观政策边际走向，美联储将于11月末开启缩减购债，但基建计划落地对于经济恢复或将形成拉动，一定程度上利好出口。后续天气转冷，多地散点疫情散发、原材料价格较高的情况持续等负面因素仍将对工业增加值形成扰动。

图 1：工业增加值增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：高技术制造业增加值保持较快增长



数据来源: wind、西南证券整理

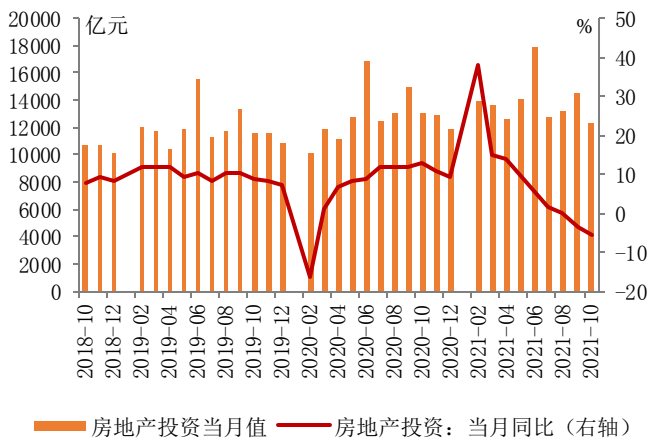
## 2 政策边际放松，但房地产投资增速不改边际趋缓

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%，较1-9月回落1.2个百分点，略不及预期，两年平均增长3.8%，与1-9月份持平，其中民间固定资产投资同比增速放缓1.3个百分点。10月份全国固定资产投资环比增长0.15%，增速回落0.02个百分点。

**房地产投资单月增速降幅扩大，拖累整体固定资产投资数据。**1-10月，全国房地产开发投资124934亿元，同比增长7.2%，较整体固定资产投资增速快1.2个百分点，两年平均增长6.8%，比1-9月继续回落0.4个百分点。其中，住宅投资1-10月同比增长9.3%，增速较前值回落1.6个百分点。单月来看，10月房地产投资同比下降5.4%，高基数且市场仍较低迷下，增速较9月继续回落1.92个百分点，较2019年同期两年平均增速为3.27%，较前值继续回落0.71个百分点，虽然房地产政策近期有所缓和，但投资数据延续放缓势头，10月下旬，刘鹤在金融街论坛上表示房地产市场合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变；央行在三季度金融统计数据新闻发布会上表示，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。近期部分银行针对首套房刚需客户放款速度有所加快，房地产政策边际放缓，但并不意味着房地产相关贷款会在短时间内大面积放开，房地产市场经过此前持续严监管影响，企业仍持谨慎态度。分地区看，1-10月，各地区房地产投资同比增速继续下滑。从开发和销售数据看，1-10月，房地产开发企业房屋施工面积942859万平方米，同比增长7.1%，增速较前值回落0.8个百分点，房屋新开工面积166736万平方米，降幅较前值扩大3.2个百分点至-7.7%，房屋竣工面积增速较前值回落7.1个百分点；1-10月，住宅和商品房销售面积分别增长7.1%和7.3%，分别较前值回落4.3和4.0个百分点，连续第8个月回落。10月，70个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续略降态势，同比涨幅继续回落。10月，房地产开发景气指数连续第8个月下降至100.62。

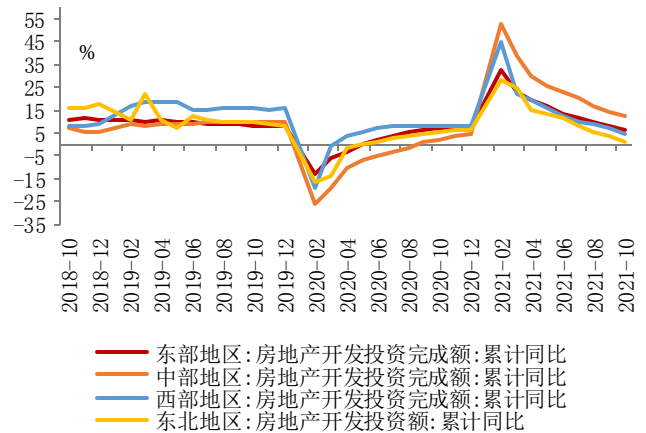
11月，中国银行间市场交易商协会举办房企代表座谈会，部分房企近期有计划在银行间市场注册发行债务融资的工具，参会房企代表在房地产业内尚属财务实力相对雄厚的优质企业，其境内债券目前在二级市场的价格波动相对较小，预计房地产企业境内发债的相关政策近期将有所松动，银行等机构投资者也可以通过债券为房企“输血”；另外，杭州、济南、苏州、无锡、南京、深圳、上海、广州等地陆续公布了2021年第三轮集中供地明细，部分地区将前期流拍的多宗地块再次挂牌出让，通过下调地价起价、下调保证金比例、减少捆绑限制、放宽开发商拿地付款周期等方式进行了优化，集中供地政策有所放松，这对年末的土地市场形成利好，但在企业资金和销售的双重压力下，参与的积极性短期或难有明显提升，如果第三轮土拍仍无改观，政策边际存在进一步松绑的可能性，预计短期房地产开发投资增速边际趋于回落的方向不改，明年房地产投资可能会呈现出前低后高逐渐恢复的走势。

图 3：房地产开发投资同比增速边际继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：各地房地产开发投资增速继续下滑



数据来源：wind、西南证券整理

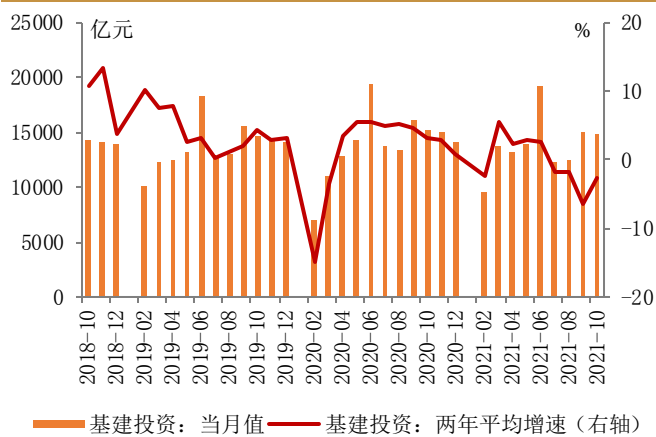
### 3 基建投资降幅收窄，制造业加速回升

1-10 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%，低于整体固定资产投资增速 5.1 个百分点，增速较前值回落 0.5 个百分点；其中，除水利管理业投资增长 3.4% 外，公共设施管理业、铁路运输业和道路运输业投资增速分别为 -0.8%、-3.5% 和 -0.2%，受能源价格高企等影响，各分项增速都有不同程度的回落。单月来看，10 月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 2.53%，主要受到地方专项债发行提速、天气好转和疫情逐渐消退的正面影响，降幅较前值收窄 3.98 个百分点，两年平均增速较前值回升 2.66 个百分点至 0.86%，本月基建投资有所恢复；10 月，广义基建投资同比下降 4.83%，降幅较前值扩大 0.30 个百分点，较 2019 年同期两年平均增速回升 1.04 个百分点至 1.05%，一方面去年广义基建基数回升较多，另一方面受近期煤炭和石油价格扰动，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资表现不佳。按财政部“新增专项债尽量在 11 月底前发行完”的要求，预计 11 月新增专项债发行仍在高位，将支持后续基建投资，在基数逐渐回落下，预计接下来基建投资将持续回暖，且由于新增专项债在下半年，尤其是三季度释放较多，我们对明年的基建投资持乐观看法。

1-10 月，制造业投资同比增长 14.2%，较整体固定资产投资增速高 8.1 个百分点，较前值回落 0.6 个百分点，增速边际下降趋缓，制造业整体表现较为亮眼。其中，高技术产业投资同比增长 17.3%，增速较前值回落 1.4 个百分点，两年平均增速较前值回落 0.3 个百分点至 13.5%，仍维持在较高增速水平；高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 23.5%、6.0%，增速较前值分别放缓 1.9 和 0.6 个百分点。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 29.9%、28.2%，增长较快延续向好态势；高技术服务业中，电子商务服务业、检验检测服务业投资仍保持较快增长。单月来看，10 月制造业投资同比增长 10.14%，较前值回升 0.09 个百分点，短期疫情和天气等不利影响逐渐消退，再加上制造业旺季、前值的政策支持、结构性的宽信用与高技术制造业的拉动，制造业投资加速回升，较 2019 年同期两年平均增速为 6.87%，此数值较前值加快 0.43 个百分点，单月表现来看制造业投资为三大投资中最优。目前上游原材料价格仍处于高位、部分地区散点疫情对制造业企业的扩展意愿都有拖累，但政策定向支持仍显著，11 月中国共产党

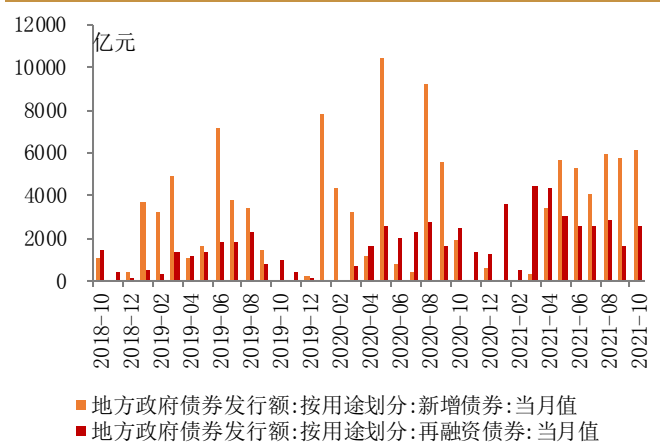
十九届六中全会强调推动高质量发展，全面深化改革开放，促进共同富裕，推进科技自立自强，预计制造业、高科技产业、绿色经济将成为中国经济的重要支撑。

图 5：基建投资两年平均增速降幅收窄



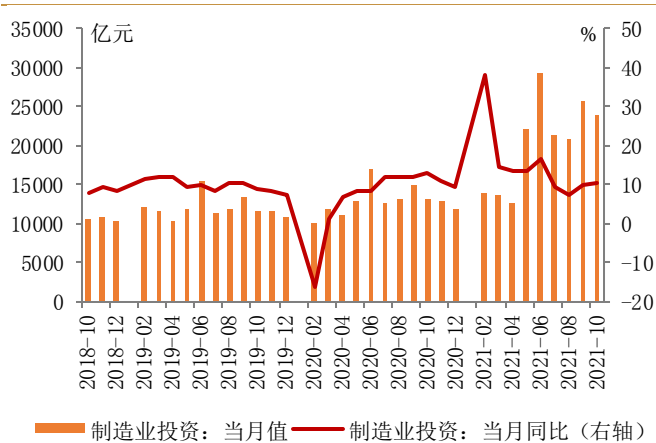
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：10 月地方新增债券发行较快



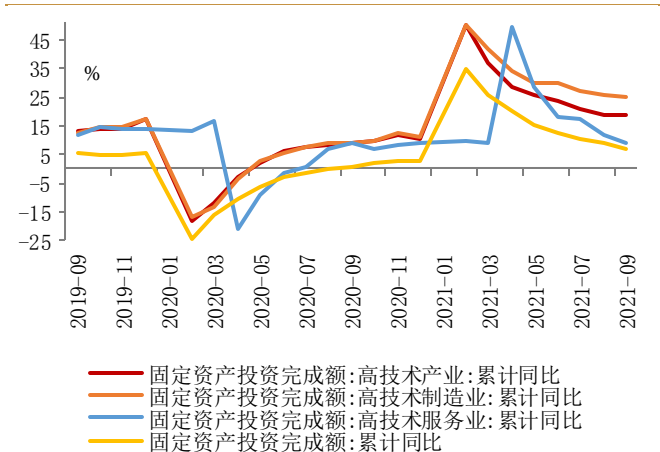
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：制造业投资较平稳



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：高技术制造业增速较快



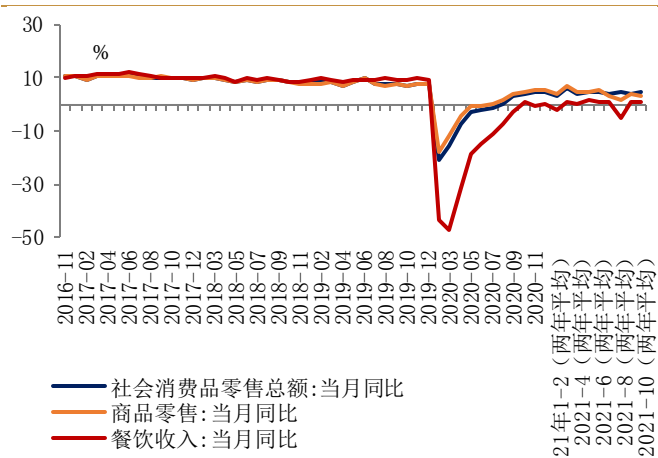
数据来源：wind、西南证券整理

## 4 消费增速超预期，价格因素及假期因素都在作用

10 月份，社会消费品零售总额 40454 亿元，同比增长 4.9%，与我们上月判断一致，随着国内疫情逐渐稳定，消费意愿回升，叠加价格因素带来名义消费增速保持平稳略升，增速比上月加快 0.5 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 4.6%，比 9 月份加快 0.8 个百分点；环比增长 0.43%，较前值继续加快 0.13 个百分点。按消费类型来看，10 月份，在假日以及购物节的促进下，商品零售同比增长 5.2%，较前值回升 0.7 个百分点；本月部分地区仍有散点疫情，餐饮收入增速受到影响，同比增速较 9 月回落 1.1 个百分点至 2.0%，不过环比上升 16.42%。按商品类别来看，10 月份限额以上单位 15 个商品类别中 13 类零售额同比保持正增长，与 9 月持平，其中基本生活消费稳定增长、升级类商品消费仍较为活跃，粮油、食品类零售额同比增速较 9 月回升，限额以上单位通讯器材类、金银珠宝类、文化办公用品类商品零售额保持较高增速；另外，受到价格走高因素影响，石油及制品类、建筑及装潢材

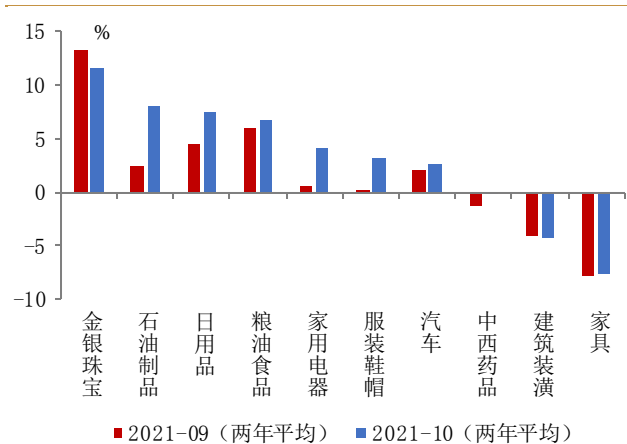
料类商品零售额同比增速分别较上月升 12.0 和 1.3 个百分点。1-10 月，线上购物增速有所回落，但幅度减小，全国网上零售额 103765 亿元，同比增长 17.4%，增速较前值回落 1.1 个百分点，其中实物商品网上零售额 84979 亿元，增长 14.6；占社会消费品零售总额的比重为 23.7%，比重较前值升 0.01 个百分点。从今年双十一来看，国产品牌、绿色消费表现突出，且随着国内消费升级步伐加快，服务消费增长迅猛，消费向高质量发展、消费升级的趋势明显。扣除价格因素，10 月份社会消费品零售总额同比实际增长 1.9%，此增速较 9 月回落 0.3 个百分点。总体来看，10 月国庆节以及双十一购物节对于消费有所提振，上游价格高在部分产品上有所体现，后续国内散点疫情仍对消费有负面影响，且国家保供稳价政策持续释放，价格或逐渐高位回落，但消费意愿仍高会继续支撑消费，预计未来消费表现将比较平稳。

图 9：社零总额增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源: wind、西南证券整理

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\\_29579](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29579)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn