

宏观点评报告

2021 年 11 月 15 日

经济恢复性反弹 “稳增长”措施仍然较为克制

2021 年 10 月经济数据点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **经济恢复性反弹，“稳增长”措施仍然较为克制** 10 月份经济增长缓慢恢复，10 月份主要纠正了 3 季度以来的极端措施，见效仍然需要时间。政策层面保持灵活多变，9 月末对于房地产领域已经有所放开，10 月份金融领域对房地产开发上的贷款和金融支持放宽。4 季度信贷增速预计会缓慢回升，4 季度 GDP 可能继续回落，但 4 季度环比增速回升，边际有所好转。**4 季度政策重新转向“稳增长”。**

- **工业生产稍有反弹，制造业仍然低迷** 工业增加值同比和环比增速均有反弹，但是仍然处于低位，这是对 9 月份限产限电的纠偏。10 月份制造业仍然较为低迷，与上月基本持平，带动工业增加值上行的行业是采矿业和燃气、电力和水的制造和供应。

工业生产反弹的主要原因在于政策压制和能源限制的减缓，是对 9 月份严苛政策的修正：(1) 10 月中旬发改委定点解决动力煤紧张难题，使得动力煤生产快速回升；(2) 能源以及原材料成本逐步回落，正常生产稍有修复。

工业生产 4 季度可能低位平稳：(1) 圣诞元旦需求会拉动生产回升；(2) 10 月份导致生产停滞的过激行为得到一定程度的纠正；(3) 房地产行业仍然顺势下行，预示着工业生产反弹有限；(4) 从工业品产量上来看，钢铁、水泥、汽车、化纤等产品产量持续负增长，双控也在影响高耗能产业。

- **消费超出预期，价格占主要因素** 社会零售品消费总额继续上行，10 月份消费增速高于市场预期，但零售消费的高于预期主要来自于价格的上行，实际增速继续回落，整体消费仍然属于低迷。10 月份原油价格的大幅上行使得原油制品消费快速上升，通讯器材消费仍然保持高景气度，汽车消费的下滑稍有停滞，其他消费平稳。

- **基建缓慢反弹，房地产继续回落** 固定资产投资继续回落，并没有太大的改善。制造业投资保持平稳，房地产投资持续回落，基建投资低位缓慢反弹。固定资产投资在 4 季度会延续下滑，4 季度基建投资会有所发力，但现阶段看起来发力仍然是克制的。房地产投资 4 季度惯性回落，带动固定资产投资下滑。

经济在 4 季度快速下滑，预计基建投资会在年末和 2022 年 1 季度形成实物资产，同时 4 季度房地产金融限制收缩，银行贷款下放速度会加快，预计固定资产投资增速会在 2022 年 2 季度止跌，与房地产止跌时间相似。虽然财政意图加大基建来维稳经济，但现阶段基建上升速度仍然偏缓，仍然小幅稳步的回升。

一、经济恢复性反弹，“稳增长”措施仍然较为克制

10 月份经济增长缓慢恢复，10 月份主要纠正了 3 季度以来的极端措施，见效仍然需要时间。3 季度 GDP 快速下滑，跌破了潜在增长率水平，8 月份变种病毒冲击、7-8 低迷的生产以及 9 月份限产限电的影响使得经济增速下降。面对这种情况，除了对疫情任然严防外，电力生产得到保障，以动力煤为首的大宗商品价格快速回落，生产成本暂时有所下滑。而对于房地产的限制仍然严格，加上低迷的需求，10 月份经济反弹仍然是缓慢的。

10 月份工业生产有所回升，这种回升主要是由于采矿业和水电燃气生产带来的，制造业生产仍然较为低迷。10 月份工业生产环比增速比上个月有所反弹，但仍然低于历史均值。我国工业生产现阶段较为低迷，主要是能耗双控限制、房地产下滑以及需求弱势共同带来的。

居民社会零售品消费总额增速有所上行，超出市场预期，但主要是由价格上行带来的。尤其是石油及石油食品消费在 10 月份快速上行，明显拉动了居民消费总额。通讯设备消费增速仍然较快，临近圣诞、元旦和春节，国内外电子产品消费预计会持续高位。

固定资产投资继续回落，并没有太大的改善。制造业投资保持平稳，房地产投资持续回落，基建投资低位缓慢反弹。固定资产投资在 4 季度会延续下滑，4 季度基建投资会有所发力，但现阶段看起发力仍然是克制的。房地产投资 4 季度惯性回落，带动固定资产投资下滑。

政策层面保持灵活多变，9 月末对于房地产领域已经有所放开，10 月份金融领域对房地产开发上的贷款和金融支持放宽。4 季度信贷增速预计会缓慢回升，4 季度 GDP 可能继续回落，但 4 季度环比增速回升，边际有所好转。

鉴于 10 月 15 日央行金融市场运行发布会上谈到 4 季度央行会议 MLF 以及拉长公开市场操作，结构化货币政策来保持货币市场总体平稳。虽然对降准的预期有所下滑，但是政策层面的转变已经可以预见。4 季度的政治局会议以及中央经济工作会议会强调大宗能源供应安全、商品价格预期平稳、保证生产环境平稳、加强绿色能源建设等方面进行。4 季度政策重新转向“稳增长”。

二、工业生产稍有反弹，制造业仍然低迷

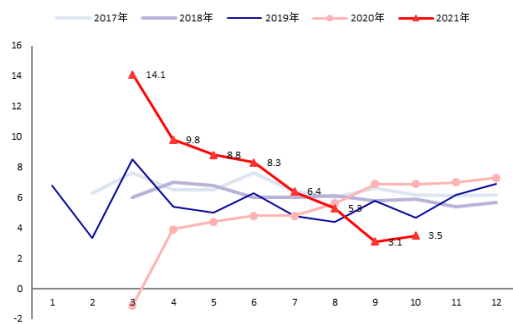
工业增加值同比和环比增速均有反弹，但是仍然处于低位，这是对 9 月份限产限电的纠偏。10 月份制造业仍然较为低迷，与上月基本持平，带动工业增加值上行的行业是采矿业和燃气、电力和水的制造和供应。这说明纠偏措施使得生产有所回升，但下游需求仍然较差。预计 4 季度工业增加值保持低位平稳。

10 月份规模以上工业增加值同比增长 3.5%，比上个月上行 0.4 个百分点，环比增长仅有 0.39%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 10.9%。工业增加值环比稍有恢复，但仍然低于往年水平，同比有所回升，主要是电力、热力企业生产回升带来的，10 月份全国生产有所稳定，但并没有恢复至正常水平。

我国工业生产同比、环比小幅反弹。工业生产反弹的主要原因在于政策压制和能源限制的减缓，是对 9 月份严苛政策的修正：（1）10 月中旬发改委定点解决动力煤紧张难题，使得动力煤生产快速回升，10 月份原煤生产 3.5 亿吨，日平均产量达到 1190 万吨；（2）能源以及原材料成本逐步回落，正常生产稍有修复。工业生产 4 季度可能低位平稳：（1）生产订单回落但不是消失，圣诞元旦需求会拉动生产回升；（2）10 月份导致生产停滞的过激行为得到一定程

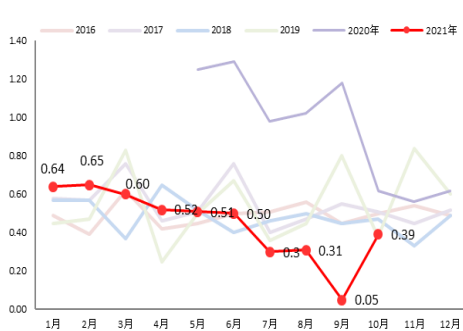
度的纠正，生产有所反弹；(3) 房地产行业仍然顺势下行，预示着工业生产反弹有限；(4) 从工业品产量上来看，钢铁、水泥、汽车、化纤等产品产量持续负增长，下游需求的低迷使得主要工业品产量下行，同时双控也在影响高耗能产业的产量。制造业面临的困难仍然较大，生产恢复至正常水平（5%-6%）仍然需要时间。预计信贷会在4季度有所上升，房地产投资下滑仍然持续，工业生产的持续下滑可能会在4季度缓解，明年2季度工业生产才会恢复。

图 1：工业增加值同比增速快速下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

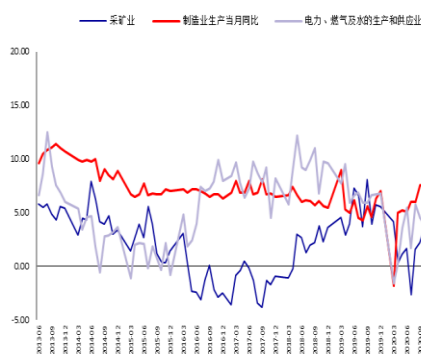
图 2：工业增加值环比零增长（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

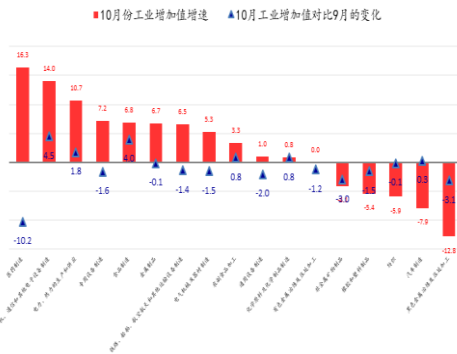
制造业增速比上月小幅回升，采矿业景气度走高，电力、燃气及水的生产和工业大幅上行。采矿业和水电燃气生产加快，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业的走高，高价格支持了燃气的生产，煤炭紧张的缓解也有利于电力生产上行。10月份制造业生产增速2.5%，比上个月上行0.1个百分点，制造业生产仍然较为低迷。采矿业和水电燃气生产增速分别为6.0%和11.1%，比上个月分别增长2.8%和1.4%。我国对外出口开始缓慢回落，10月份工业出口交货值同比增长11.6%，出口交货值12,671亿元，比上个月回落。

图 3：制造业快速下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：生产增速当月同比（%）

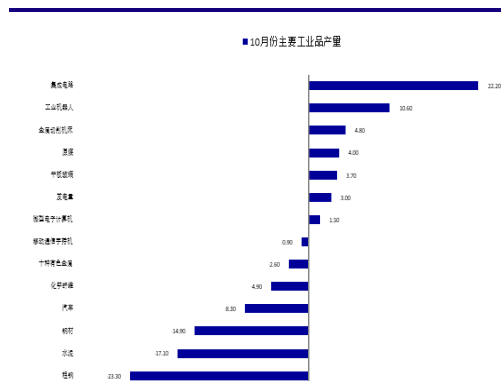


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从行业来看，医药制造行业的生产仍然处于较高的水平，电子设备制造业、电力热力的生产和供应以及专用设备制造业生产增速仍然较快。黑色金属延压、汽车制造和纺织业生产处于低位。医药行业虽然生产处于高位，但其增速下滑速度较快，医药行业生产可能高位回落。黑色金属压延和非金属矿物制品业下滑速度紧随其后，这是受到环保限产的影响。10月份生产上行的最多的行业是计算机、通信和其他电子产品、食品制造业、电力热力生产和供应以及农副食品业。10月份汽车制造业回升，但同比仍然处于负增长。

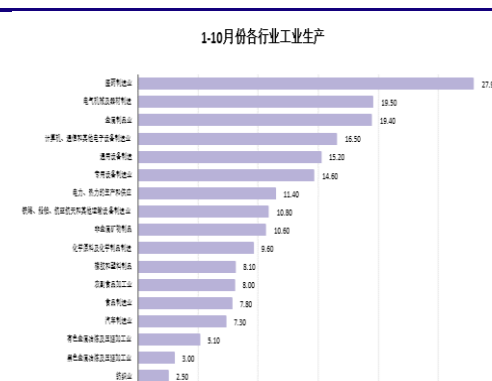
1-10 月份，表现最好的是医药制造业。电气机械、通用设备、专用设备和计算机通信电子制造业生产增速相对较高，这是出口相关行业。金属制品业也受到产品价格上行拉动扩大生产。

图 5：10 月主要工业品产量 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：生产增速累计同比 (%)



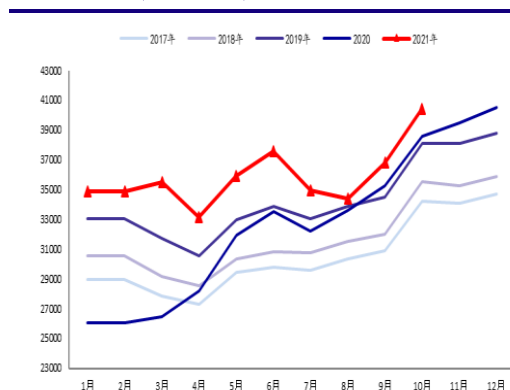
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、消费超出预期，价格占主要因素

社会零售品消费总额继续上行，10 月份消费增速高于市场预期，但零售消费的高于预期主要来自于价格的上行，整体消费仍然属于低迷。10 月份原油价格的大幅上行使得原油制品消费快速上升，通讯器材消费仍然保持高景气度，汽车消费的下滑稍有停滞，其他消费平稳。

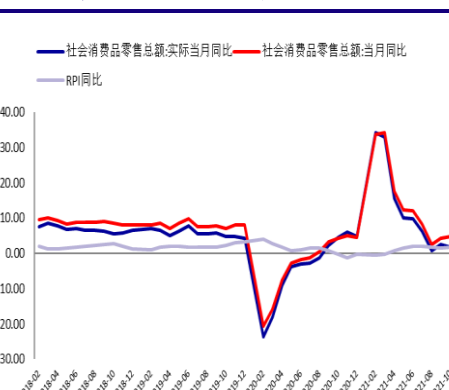
10 月份社会零售总额 40,454 亿元，增长速度为 4.9%，比上个月上行 0.5 个百分点；实际增速 1.9%，比上个月下行 0.6 个百分点。居民消费仍然处于逐步修复阶段，居民消费仍然较为低迷，但物价上行带动了消费总额的上升。10 月消费小幅超预期，商品消费上行，餐饮消费下降，新冠疫情对我国影响仍在。

图 7：2021 年 10 月消费额上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：消费额实际同比下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021 年 3 季度城镇居民收入速度减缓，支出同步下滑。与去年同期相比，城镇居民收入增速增长 9.5%，城镇居民支出增长 14.2%。城镇居民收入增长下滑，对必需品和可选消费品的消费同步下滑。同时财政数据显示，9 月份我国个人所得税收入 1016

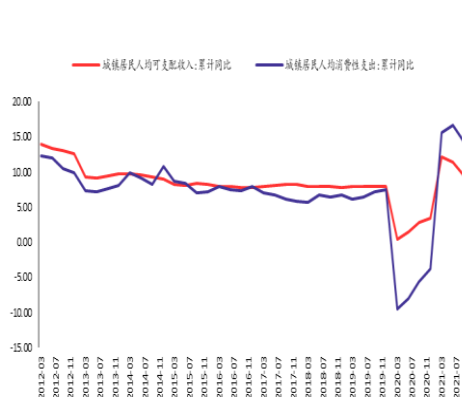
亿元，增速 10.2%，个人所得税下滑，跌破了 2 季度平均月税收收入 1123 亿元，服务业等行业工作者收入减少。

10 月份可选消费和必选消费品增速均有所回落，可选消费品回落速度仍然快于必选消费品。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

从行业来看，10 月份汽车消费仍然下滑，10 月份汽车消费额 3,397 亿元，汽车消费额单月增速-11.5%。原油消费 10 月份快速上行，原油价格上行带动了消费额的大幅走高，10 月份石油及食品制品消费增速 29.3%，比上个月上行 12 个百分点。从人口增长的角度来看，年内汽车消费额平稳，2023 年才是汽车消费增长回升的第二起点。通讯器材维持高速增长态势，10 月份消费增长 34.8%，比上个月上行 12 个百分点。食品、日用品消费增速回升，药品消费增长增速回落。1-10 月份来看，消费受到基数影响均有所反弹，金银珠宝、建筑装饰材料回升较快，文化办公用品消费较为强势，食品和药品年内消费平稳。

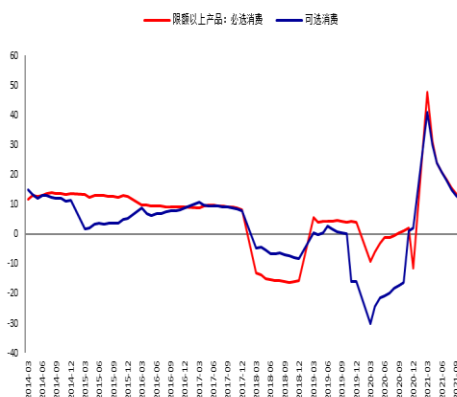
2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，由于居民收入水平和新冠疫情的影响，消费的恢复速度偏缓。3 季度消费增速为 5.1%，预计 4 季度消费增速在 4.8% 左右，全年在 12.7% 左右。

图 9：人均可支配收入和支出（%）



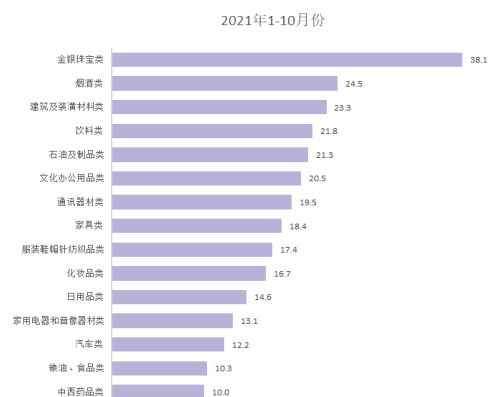
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：必选消费和可选消费（%）



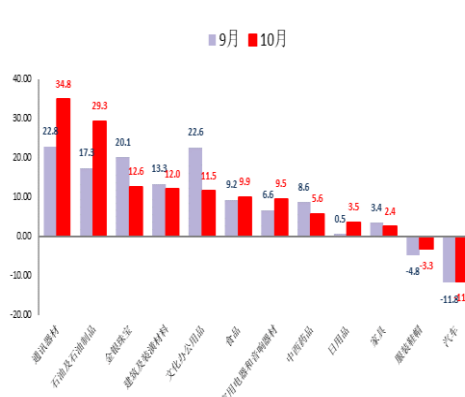
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：1-10 月份消费累计同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：10 月份商品消费情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、基建缓慢反弹，房地产继续回落

2021年1-10月份投资下滑，投资额小幅不及预期。基建投资缓慢反弹，房地产投资继续，制造业投资保持平稳。基建投资是4季度稳增长的重点，投资增速会逐步回升；房地产相关政策在9月末放松，房地产投资下滑速度未来减缓；制造业投资受到利润影响恢复，但未来有压力。4季度投资下滑幅度减弱，基建投资反弹，房地产投资下行减缓，制造业投资平稳。

2021年1-10月份，固定资产投资额445,823亿元，同比增长6.1%，小幅低于市场预期；比2019年同期增长7.8%，两年平均增长3.8%。10月份，房地产投资继续回落，基建投资增速低位反弹，制造业投资平稳。

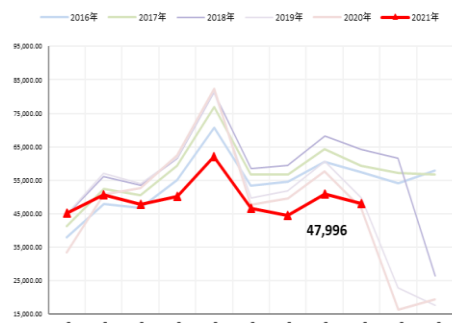
10月份固定资产投资额小幅回落，这种回落是季节性的。1-10月份民间投资254,462亿元，同比增长8.5%，而以实际投资额来看，1-10月份民间投资增速为-5.5%，其中10月份民间投资上行7.2%。

10月份单月制造业投资额2.38万亿，增速10.14%，高于2019和2020年水平，制造业投资小幅回升；1-10月份制造业投资增速14.2%，增速仍然处于高水平。10月份基建投资增加额1.49万亿，投资额比去年同期增长，10月份单月基建投资增速仍然负增长，投资增速-2.53%，比9月份的-6.5%上行4.0个百分点，基建投资在稳步回升；1-10月份基建投资增速1.0%，比上个月下滑0.5个百分点，基建投资下滑速度减弱。房地产投资下滑，单月投资额1.23万亿，比去年1.30万亿下行，当月投资增速仍然录得-5.4%，比上月的-3.5%下滑了1.9个百分点，房地产单月投资额继续负增长，1-10月份的累积投资增速7.2%，房地产投资增速预计在4季度持续下滑。10月份其他产业投资大幅下滑，社会固定资产投资额本月依靠制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落，10月份主要是有房地产投资下滑带动，基建投资缓慢反弹，制造业投资平稳。由于经济在4季度快速下滑，预计基建投资会在年末和2022年1季度形成实物资产，同时4季度房地产金融限制收缩，银行贷款下放速度会加快，预计固定资产投资增速会在2022年2季度止跌，与房地产止跌时间相似。虽然财政意图加大基建来维稳经济，但现阶段基建上升速度仍然偏缓，仍然小幅稳步的回升。

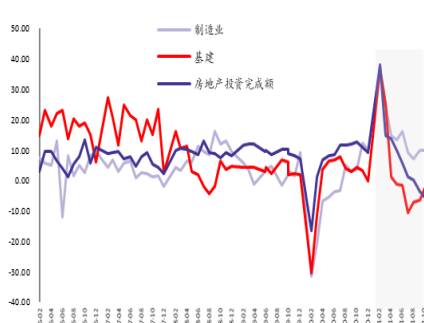
10月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的43.01%。房地产占比平稳，占总投资额的28.0%。基建投资占总投资额的27.8%，基建仍然没有投资高峰，反弹速度偏缓。其他产业行业投资额只占0.96%，民间投资低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速快速下滑。

图 13：固定资产投资额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：三大产业单月投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、房地产投资快速回落，政策对其放松

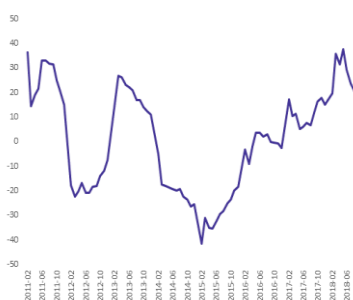
房地产投资走低，房地产单月投资额和投资增速快速走低。房地产市场调控已经见效，商品房价格全面回落。10月份对房地产金融信贷的部分开放逐步实施。4季度房地产市场仍然会顺势回落，但2022年2季度房地产市场投资会有所企稳。

10月份房地产投资额14,508亿元，比2019年同期上行6.6%，两年平均增长3.3%。2021年10月份房地产单月投资增速-5.4%，房地产投资单月增速继续负增长。房地产行业受到金融、政策打压，房地产销售回落，房地产投资增速逐步下滑。

图 15: 100 大中城市土地成交 (%)

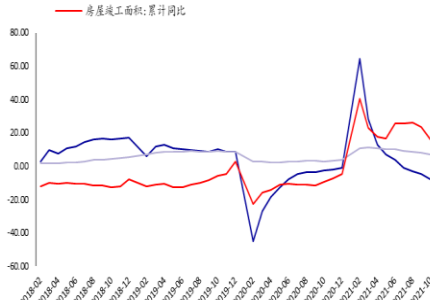
图 16: 新屋开工继续下滑 (%)

100大中城市:成交土地占地面积:当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房屋新开工面积:累计同比
房屋竣工面积:累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新屋开工继续大幅下滑，竣工面积增速也快速回落，施工面积缓慢走低，房地产开发建设景气度处于下降通道。1-10月份新屋开工面积年增长率-7.7%，新屋开工比1-9月份回落，施工面积保持平稳，竣工面积比1-9月份下滑7.1个百分点，竣工面积快速走低。房地产开工面积仍然负值增长，房地产市场有压力。施工面积保持平稳，929地产金融座谈会着重保障在建项目，竣工方面，房地产开放商加快工程竣工以回收资金。从土地流转来看，10月份100大中城市土地成交面积增速下行22.7%，比上月回落2.8个百分点，房地产开发商拿地依然谨慎。

从商品房销售面积和商品房销售额持续大幅下滑，期房销售走低，现房销售疲软，金九银十已经不再。10月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-21.6%和-22.6%，在房地产商资金紧张的情况下，商品房销售受阻使得开发商资金链条更为紧绷，这也是开发商拿地下滑的原因。

图 17: 商品房单月销售面积和销售额 (%)

图 18: 房价快速下行 (%)

商品房销售面积:当月同比
商品房销售额:当月同比

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_29668

