

作者：简熹平 陈浩川 冯祖涵  
申学峰  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 限电问题得到一定化解，地产与疫情形势尚存隐忧

——10月中国宏观经济运行与债市政策观察

### 摘要

10月制造业PMI为49.2%，较前值回落0.4个百分点，制造业连续第二个月处于收缩区间。总体来看，仍主要是生产指数的下降带动了整体PMI数值的下降。总体看，10月制造业PMI在收缩区间继续偏弱，既有局部新冠肺炎疫情、限电限产、“能耗双控”“缺芯”等因素影响，也与房地产相关领域走弱、部分生产性物价高位运行和其他中长期因素有关。截至11月上旬，限电问题已经得到了消除，不过房地产投资偏弱、新冠肺炎疫情的影响或许短期内还难以实质性消除。

之前不断升级的地产调控政策和房企债务风险事件多发，降低了购房需求；10月，全国商品房销售面积同比跌幅超过20%，房地产开发投资完成额连续第二个月负增长。9月下旬以来，政策面开始释放一定“暖意”，未来几个月单月商品房销售面积或将逐步止跌企稳，但在“房住不炒”“稳地价、稳房价、稳预期”的政策背景下，商品房销售、房地产投资难言乐观。10月“缺芯”局面有所缓解，汽车销售继续弱势。10月份，社会消费品零售总额同比增长4.9%，较前值4.4%有所走高，未来仍有改善空间，不过冬季已经来临，散发新冠肺炎疫情难免还会继续发生，在严格防疫政策背景下，消费数据或还会受到一定影响。

以美元值来看，今年10月中国出口同比增长27.1%（前值为28.1%），再次超过之前市场一致预期，其背后，产品涨价是重要推动力。展望未来几个月，中国对外出口增速或将有所放缓，但考虑到全球PMI仍处在扩张区间的较高水平，加上全球疫情背景下国内企业在产业链供应链稳定上的优势，中国对外出口仍将具有较强韧性。

10月末，M2同比涨幅走高至10.7%，预计年底前方向性反弹趋势不改。10月末，社会融资规模存量同比增长10.0%，持平于前值，未来增速有望稍有所回升到10.5%至11.0%区间。10月，货币资金价格总体平稳，10年国债收益率小幅走高；综合看，未来短期10年期国债到期收益率可能维持震荡态势。

10月，CPI同比涨幅超过市场一致预期（为1.5%），预计11月CPI同比涨幅或将超过2.0%；煤炭、石油等价格上涨使得10月PPI同比增幅创有数据以来的新高（为13.5%），预计未来几个月PPI同比有望继续在高位运行。

10月，百城住宅均价同比涨幅连续第五个月回落，预计房价同比涨幅将会继续逐步放缓；A股沪深300指数、中证500指数振荡，预计未来短期这两个指数将继续呈总体振荡态势。

在债市相关政策方面，10月，政策面继续高度关注金融支持实体经济、绿色发展、债务风险防范。9月下旬以来，房地产政策面“暖意”不断释放，地产企业债务风险压力在边际上有所缓解。

当前，既要发展经济，也要防范金融风险。在“新阶段、新理念、新格局”与“跨周期调节”要求下，诸多政策逻辑或已发生变化，一些经济指标短期走弱后面并不会肯定紧跟着大力度“逆周期”调节政策。年底前，财政政策发挥的空间更大，而货币政策或许以结构性政策为主。

## 一、10月宏观经济运行情况

### 1. 10月制造业 PMI 供需双双偏弱，非制造业 PMI 在扩张区间有所回落

10月制造业 PMI 为 49.2%，较前值回落 0.4 个百分点，制造业连续第二个月处于收缩区间。总体来看，仍主要是生产指数的下降带动了整体 PMI 数值的下降（见表 1），同时，制造业市场需求和原材料库存的下降也助力了整体 PMI 在收缩区间的继续回落。

表1：制造业PMI分项指数变化情况（单位：%）

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2021年9月	49.6	49.3	49.5	49	48.1	48.2
2021年10月	49.2	48.8	48.4	48.8	46.7	47.0
变化	-0.4	-0.5	-1.1	-0.2	1.4	-1.2
权重*变化	-0.4	-0.15	-0.275	-0.04	0.21	-0.12

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

正常年份（不含深受疫情影响的 2020 年）2010-2019 年 10 月 PMI 读数的均值为 50.96%，而今年 10 月制造业 PMI 仅为 49.2%，且 10 月份是连续第四个低于 2010-2019 年同期 PMI 读数均值的月份（见图 1）。

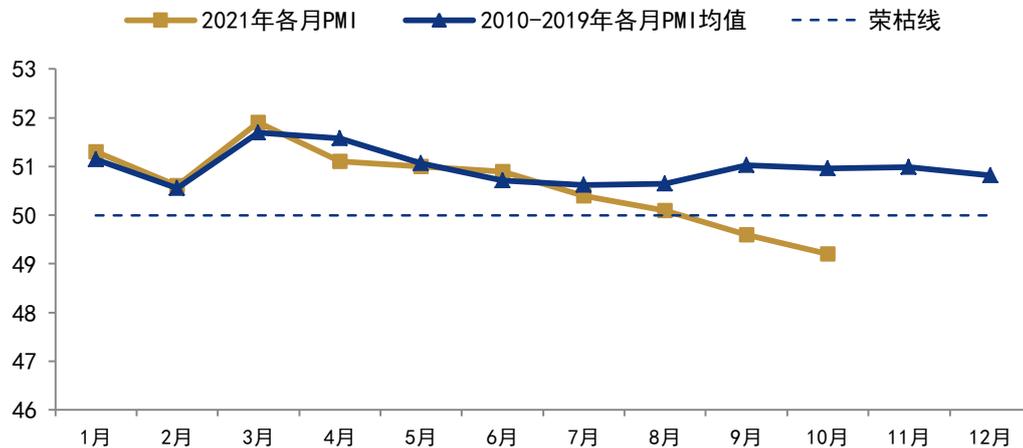


图 1：2021 年各月 PMI 读数与 2010-2019 年相应各月 PMI 读数均值对比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

总体看，10月制造业 PMI 在收缩区间继续偏弱，既有局部新冠肺炎疫情、限电限产、“能耗双控”“缺芯”等因素影响，也与房地产相关领域走弱、部分生产性物价高位运行和其他中长期因素有关。

**10月制造业生产指数显示供给继续显著收缩。**10月，生产指数为48.4%，比上月下降1.1个百分点，连续第二个月处于收缩状态，10月份生产指数低于正常年份2010-2019年同期平均水平（为53.07%）4.67个百分点。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%（前值为3.1%），比2019年同期增长10.6%，两年平均增长5.2%（前值为5.0%）；从经季调的规模以上工业增加值环比增速来看，6-10月的环比分别为0.50%、0.24%、0.30%、0.05%和0.39%，其中10月份虽距离正常年份同期的环比增速还有差距，但较9月份的环比值有明显的改善；从两年平均增长来看（见图2），10月份工业增加值虽有企稳，但仍明显低于潜在增长水平。局部新冠肺炎疫情、能耗双控、碳中和等绿色环保政策对供给端的约束，与限电限产、部分企业集中进入设备检修期等原因拖累生产指数。其中，从8月下旬以来，全国多地出台了力度不等的停电、限电措施，主要集中在高耗能、高排放的工业企业，对生产活动造成显著影响。为保障电煤稳定供应，根据国务院常务会议关于能源保供的决策部署，国家发展改革委、国家能源局等多部门密集出台政策，推动陕西、山西、内蒙古等煤炭主产区持续释放煤炭先进产能；9月以来，国家发展改革委、国务院国资委、证监会、银保监会等部门相继出台政策，抑制过度投机、杜绝资本恶意炒作煤价。10月下旬以来，煤炭价格显著回落，并逐步回归合理水平。根据国家能源局数据，10月1日—28日调度日均产量1120万吨，比9月份日均增加80万吨。据中国经济导报消息，11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高，较上一个峰值增加12万吨；供煤大于耗煤超过200万吨，电厂存煤达到1.23亿吨，可用天数超过21天；截至11月11日，不限电连续超过5天。电力等能源保供工作取得成效，煤炭产能得到释放、价格逐步回归理性，电力供应能力持续提升、供需形势逐步恢复常态。

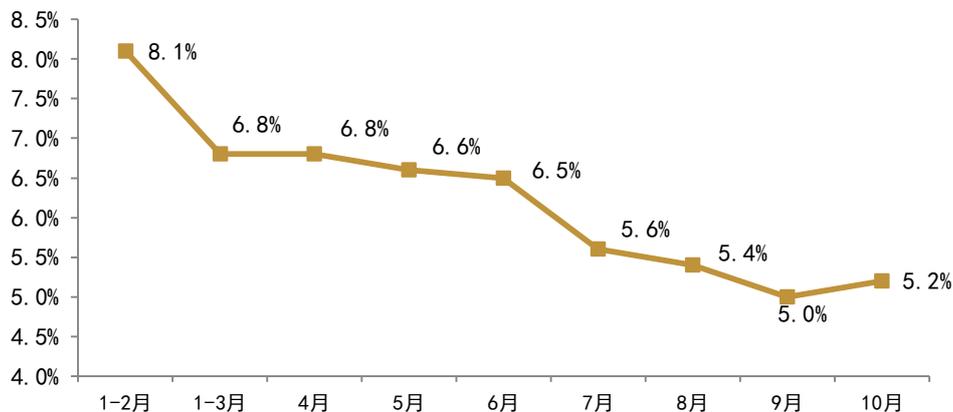


图2：工业增加值两年平均增长（2021年以来各月）

注：除1-2月、1-3月为合计值的可比口径同比以外，其余月份均为当月可比口径同比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从行业来看，10月份，纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数、订单指数均位于45.0%以下收缩区间，供需两端景气水平较低，多个行业生产端活动偏弱，其中：（1）10月份钢铁行业PMI生产指数为36.8%（前值为46.0%），连续第四个月在收缩区间运行，且低于正常年份2012-2019年同期平均水平（为49.74%）约12.94个百分点。10月份，粗钢产量当月同比下降23.3%，1-10月累计同比下降0.7%，基本达到今年全年“确保粗钢产量同比下降”这个政策目标的基本进度要求。（2）从高频数据来看，10月，国内百家独立焦化厂焦炉月均生产率降至66.11%之下，为今年以来的最低水平，较正常年份2016-2019年同期水平低13.08个百分点。从10月份规模以上工业生产细分数据来看，焦炭产量3599万吨，同比下降11.3%（前值为-9.6%）；原油加工量

5840万吨，同比下降3.0%（前值为-2.6%）；水泥产量20140万吨，同比下降17.1%（前值为-13.0%）；化学纤维产量537吨，同比下降4.9%（前值为-2.0%）；汽车产量234.4万辆，同比下降8.3%（前值为-13.7%）。统计局数据显示，高耗能行业PMI为47.2%，低于制造业总体2.0个百分点；高耗能行业生产经营活动预期指数为48.6%，低于其制造业总体5.0个百分点，均为2020年3月份以来低点，行业景气度较低，企业信心不足。10月份，“缺芯”等因素给汽车制造业带来的不利影响或许略微有所好转，但距离完全消除或许还需较多时日，10月全钢胎、半钢胎月均开工率虽较上月边际有所好转，但仍继续显著低于往年同期水平（见图3），世界范围内的“缺芯”仍显著影响了国内汽车生产。“缺芯”的问题，预计未来几个月可能还难以实质性解决。

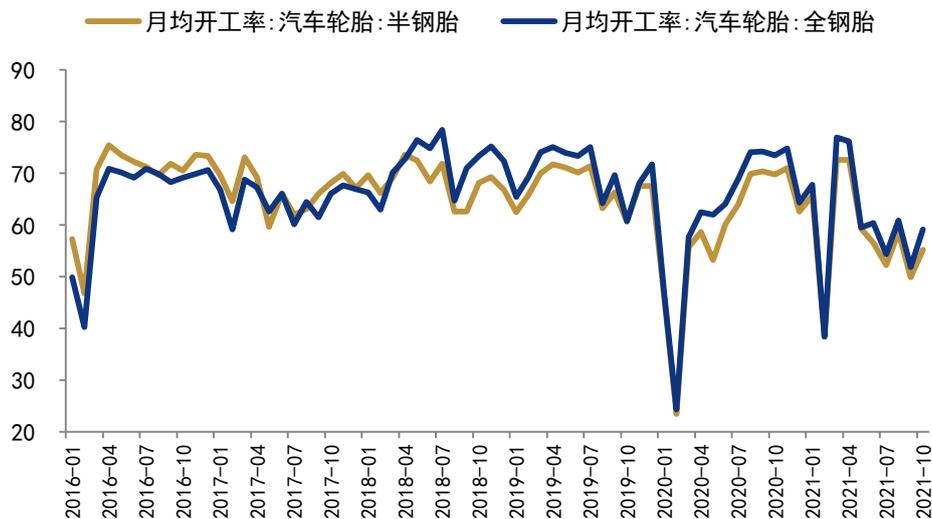
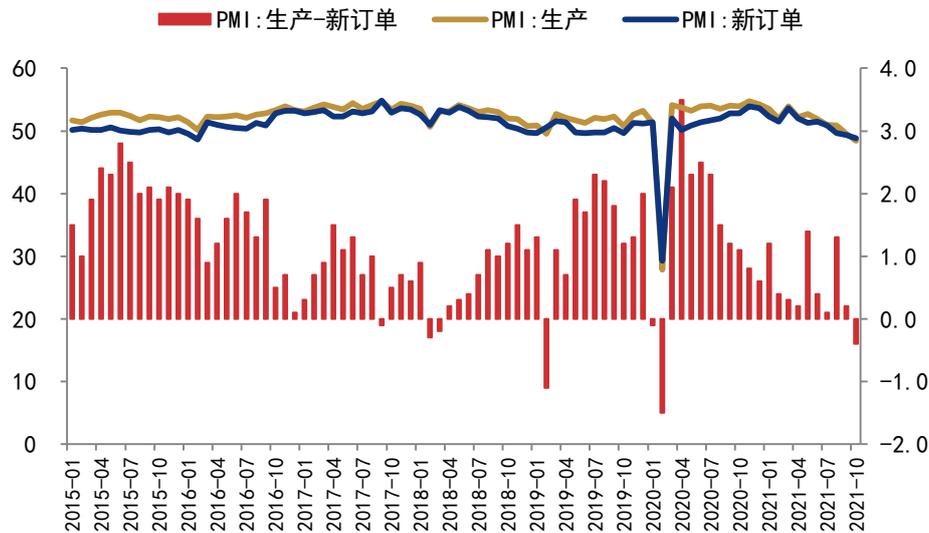


图3：全钢胎、半钢胎月均开工率（2016年1月至2021年10月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

10月，新订单指数为48.8%，连续第三个月处于荣枯线以下。10月份，新订单指数为48.8%，比上月下降0.5个百分点；因生产指数再次非正常性地回落，导致产需缺口被动地缩小0.6个百分点（见图4）。10月PMI新订单指数低于正常年份2010-2019年同期平均水平（为51.96%）3.16个百分点；截至10月29日24时的14天内，全国有14个省份报告新增本土确诊病例或无症状感染者，国内疫情呈快速发展态势，防控形势严峻复杂，这对制造业需求产生了一定影响；同时，前期房地产严格调控政策累计效应等因素拖累固定资产投资需求（见表2），以及限电因素、较高的生产性物价、其他供给端的约束（比如汽车行业）等也压抑了下游的需求。10月新出口订单指数为46.6%，较上月改善0.4个百分点，连续第6个月收缩，该指数较2010-2019年同期平均水平（为49.14%）低2.54个百分点。从海外看，摩根大通制造业PMI指数在10月小幅回升至54.3%，仍在高位运行。新出口订单的偏弱或与原材料价格上涨驱动的产品涨价、海外发达经济体生产能力有所恢复等有关。


**图 4：PMI 生产指数、新订单指数（左轴）及其差值（右轴）（2015 年 1 月至 2021 年 10 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**表 2：今年以来固定资产投资及主要分项增长情况（2021 年以来，单位：%）**

	固定资产投资两年平均增长	房地产投资两年平均增长	固定资产投资同比增长	房地产投资同比增长	制造业投资同比增长	基建投资同比增长
1-2 月	1.7%	7.6%	35.0%	38.3%	37.3%	36.6%
1-3 月	2.9%	7.6%	25.6%	25.6%	29.8%	29.7%
1-4 月	3.9%	8.4%	19.9%	21.6%	23.8%	18.4%
1-5 月	4.2%	8.6%	15.4%	18.3%	20.4%	11.8%
1-6 月	4.4%	8.2%	12.6%	15.0%	19.2%	7.8%
1-7 月	4.3%	8.0%	10.3%	12.7%	17.3%	4.6%
1-8 月	4.0%	7.7%	8.9%	10.9%	15.7%	2.9%
1-9 月	3.8%	7.2%	7.3%	8.8%	14.8%	1.5%
1-10 月	3.8%	6.8%	6.1%	7.2%	14.2%	1.0%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

10 月制造业原材料库存指数和产成品库存指数在收缩区间较上月回落，购进价格、出厂价格指数在扩张区间出现大幅上行。10 月份，原材料库存指数为 47.0%，较前值回落 1.2 个百分点，持续在收缩区间运行；同时，产成品库存指数为 46.3%，较前值下降 0.9 个百分点。10 月份，主要原材料购进价格指数由前值的 63.5% 大涨 8.6 个百分点至 72.1%，为今年以来第二高点；出厂价格指数由前值的 56.4% 上行 4.7 个百分点至 61.1%，创有数据以来历史新高。从高频数据来看，10 月份布伦特原油期货月均结算价环比上涨 11.89%；10 月 29 日 5500 大卡 CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价较 9 月 24 日上涨 11.40%；10 月，Myspic 综合钢价指数月均值环比上涨 0.92%，长江有色市场 1#铜、A00 铝月均价环比分别上涨 4.13% 和回落 0.03%，水泥全国价格指数月均读数环比上涨 23.99%。10 月 PMI

原材料购进价格与出厂价格指数之间的差值再次拉大（见图5），很多中下游制造业企业面临的成本压力再次显著增大。

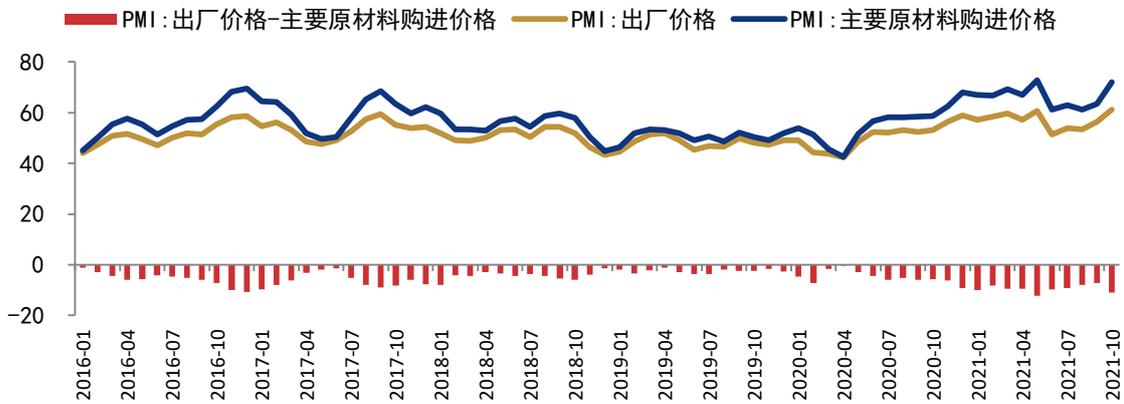


图5：PMI出厂价格、主要原材料购进价格以及这两个指数的差值（2016年1月至2021年10月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

10月，受多地发生新冠肺炎疫情、房地产投资连续两个月单月负增长等因素影响，非制造业PMI在扩张区间有所回落，而其中，建筑业商务活动景气度虽有所回落但仍在高位运行。10月份，非制造业商务活动指数为52.4%，较前值回落0.8个百分点。其中，服务业商务活动指数为51.6%，较上月回落0.8个百分点；建筑业商务活动指数为56.9%，较上月回落0.6个百分点。从具体行业情况看，受“十一”黄金周拉动，10月与假期消费密切相关的住宿、餐饮、生态保护及环境治理、娱乐等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间，业务总量较上月明显增长；不过，疫情、地产投资偏弱对部分行业表现也造成了一定拖累。具体从10月份社会消费品零售总额中的细分领域数据来看，餐饮收入同比由前值的3.1%回落至2.0%。10月份，地方债发行节奏进一步提速，全国地方债共计发行8688.60亿元，环比增加1310.16亿元；实现净融资6893.38亿元，环比大幅增加2040.85亿元；其中，10月共新增发行专项债5410亿元，占10月所有新增地方债券比重高达88%，较上月新增发行规模增加179.31亿元。截至10月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券36624亿元，包括一般债券7552亿元和专项债券29072亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的94.40%，专项债发行进度完成已下达限额的83.84%。根据财政部安排，2021年新增专项债券额度将在11月底前发行完毕。预计随着未来地方政府专项债的放量发行及投入使用，建筑业商务活动景气度或有望高位运行。

按大、中、小型企业的分类来看，10月大型企业继续扩张，而中、小型企业收缩（见图6）。具体来看，10月，大型企业PMI数值为50.3%，较上月回落0.1个百分点，已连续20个月扩张；中型企业PMI数值为48.6%，较上月下降1.1个百分点；小型企业PMI数值为47.5%，持平于上月，连续第6个月收缩。在原材料价格高位情况下，中小型企业持续生产经营的压力较大。

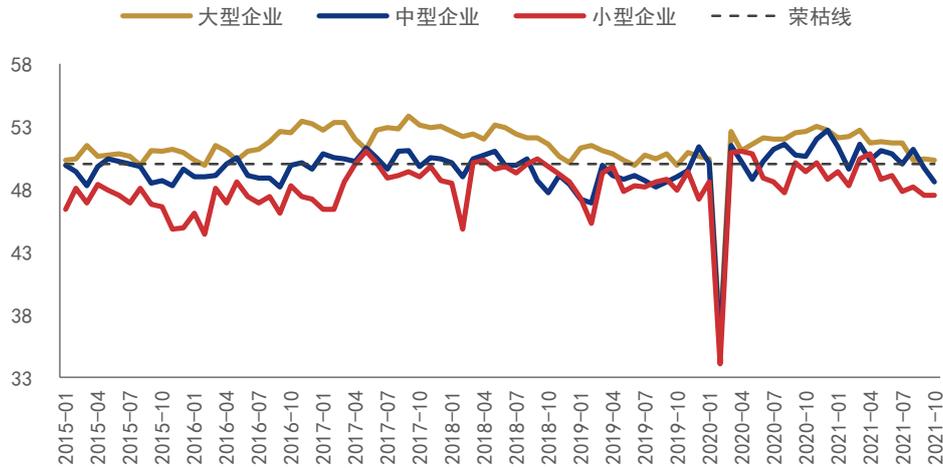


图 6: 大、中、小型企业制造业 PMI (2015 年 1 月至 2021 年 10 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2. 10 月商品房、汽车销售仍偏弱, “双十一”前家电和通讯器材等销售额继续改善

### (1) 房地产

之前不断升级的地产调控政策和房企债务风险事件多发, 降低了购房需求; 10 月, 全国商品房销售面积同比跌幅超过 20%, 房地产开发投资完成额连续第二个月负增长。(1) 根据 30 大中城市数据, 10 月样本城市商品房成交面积同比下跌 25.5% (前值为下跌 30.1%), 与 2019 年同期相比下降 18.7% (前值-22.44%); 今年 1-10 月累计销售面积与 2019 年同期比, 增长了 5.78% (前值为 8.51%)。从分城市的 10 月销售面积来看, 一线城市同比下跌 12.79% (前值为-35.38%), 二线城市同比下跌 24.62% (前值为-11.96%), 三线城市同比下跌 35.72% (前值为-48.20%)。(2) 从国家统计局口径数据来看, 4 至 10 月全国商品房销售面积单月同比增幅分别为 19.2%、9.2%、7.5%、-8.5%、-15.6%、-13.2%和-21.7%, 其中 10 月销售同比呈现继续显著回落态势, 为连续第四个月为负增长。其中, 4 至 10 月全国住宅销售面积单月同比增幅分别为 20.50%、11.24%、6.66%、-9.45%、-17.61%、-15.77%和-24.11%, 10 月同比跌幅再次扩大。受销售状况、“三条红线”等因素影响, 4 至 10 月全国房地产开发投资完成额单月同比增幅分别为 13.68%、9.84%、5.93%、1.37%、0.26%、-3.47%和-5.40%, 近几个月单月同比增幅持续下滑, 并连续两个月出现负增长 (见图 7)。

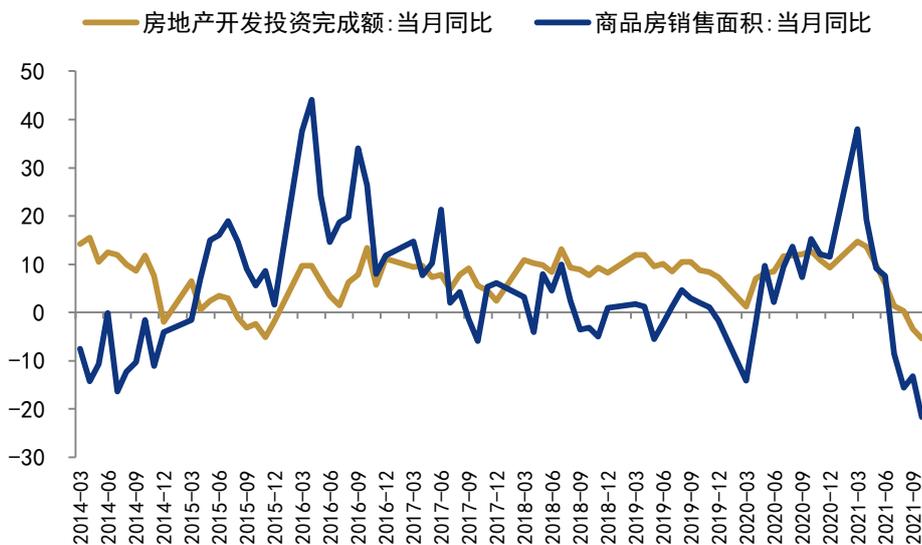


图7：全国房地产开发投资、商品房销售数据（2014年12月至2021年10月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月24日中国人民银行货币政策委员会第三季度例会提出，维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，政策面开始释放一定“暖意”，9月29日人民银行、银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会又再次强调了这一点。10月15日，人民银行举行的2021年第三季度金融统计数据新闻发布会透露，部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷，这些误解已在人民银行、银保监会9月底召开的房地产金融工作座谈会上得到了纠正。

9月下旬至今，部分地区的房贷利率出现“松动性”下调。贝壳研究院报告发布的最新报告显示，10月其监测的90城主流首套房贷利率为5.73%，二套利率为5.99%，均较上月下调1个基点。但一些房企债务问题暴露、房地产税试点推出以及居民收入增速放缓等因素，促使商品房销售继续下滑。

展望未来几个月，在“房住不炒”“稳地价、稳房价、稳预期”的政策背景下，商品房销售、房地产投资难言乐观。

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\\_29732](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29732)

