

## 下行压力边际缓解

### ——2021 年 10 月经济数据点评

10 月经济数据有所好转。规模以上工业增加值当月同比 3.5%（市场预期 3.2%）；社会消费品零售总额当月同比 4.9%（市场预期 3.4%）；城镇固定资产投资额累计同比 6.1%（市场预期 6.3%），其中全口径基建投资累计同比 0.7%，房地产投资累计同比 7.2%，制造业投资累计同比 14.2%。

#### 一、生产：工业小幅回升，服务业再受冲击

保供稳价及纠偏“一刀切限电限产和运动式减碳”政策效果显现，工业生产增速小幅反弹。10 月工业增加值同比增长 3.5%，较上月回升 0.4pct，两年平均 5.2%，较上月增加 0.2pct。在煤炭产量显著增加，电力生产加速的带动下，采矿业和公共事业部门增加值增速分别提升 2.8pct 和 1.4pct 至 6.0%和 11.1%。受出口高景气及限电限产缓解影响，制造业生产保持稳定，增加值增速上升 0.1pct 至 2.5%。前瞻地看，尽管政策对供给侧的限制有所放松，但能耗双控的目标没有改变，对钢铁、化工等行业生产仍将产生约束。此外，当前总需求依然较弱，且出口面临拐点，未来对工业生产的拉动作用或将下降。因此，短期内工业生产仍将偏弱，工业增加值同比增速持续低于疫情爆发以来的平均水平。

服务业生产受疫情影响再度回落。10 月国内疫情出现反复，防疫措施再度加强，导致服务业生产指数同比增速回落 1.4pct 至 3.8%，两年平均增长 5.5%。10 月中下旬以来，全国多地出现新增确诊病例，不少城市进入部分封锁状态，对交通运输、餐饮等行业再度造成冲击。前瞻地看，由于冬季来临，以及变异病毒传播能力增强，未来零星疫情可能时有发生，严防疫对服务业的约束难以缓解。

#### 二、固定资产投资：整体稳定，结构调整

1-10 月，全国城镇固定资产投资同比增长 6.1%，两年平均 3.8%，与 1-9 月持平，10 月环比增长 0.15%，与上月相同。

## （1）房地产：政策边际放松

随着房地产市场预期迅速逆转，商品房销售热度仍在下降。10 月当月商品房销售面积和销售金额的两年平均增速已降至 -5.0%、-2.1%。房地产投资加速回落，土地成交依旧低迷，同时房企“低开工、快施工、高竣工”的开发模式也逐渐受制于房企现金流紧张的现状。10 月新开工、施工、竣工面积同比增速分别下降至 -33.1%、-27.1%和 -20.6%，均为全年三月以来最低水平，凸显房企周转压力。

由于第二批集中供地情况超市场预期地冷清，第三批集中供地政策开始出现宽松迹象，一方面核心区出让地块上升，另一方面在保证金比例、自持要求、销售限制、拿地付款方式等条款方面有所放松。10 月土地购置面积和成交价款的两年平均增速分别较上月下降 12.0 和 13.0pct，土地溢价率低、土地流拍率高的情况未见好转。

为防止房企个体信用风险蔓延为系统性风险，10 月融资政策出现明显调整，房企当月到位资金、国内贷款及个人按揭贷款的两年平均增速边际回升，但受销售低迷的拖累，定金及预收款增速仍下滑。10 月房地产企业到位资金两年平均增长 1.8%，较上月上升 1.0pct，国内贷款和个人按揭贷款增速分别为 -7.1%和 6.9%，边际回升 4.4pct 和 3.2pct，而定金及预收款增速继续回落 1.1pct 至 0.6%。

前瞻地看，明年房地产投资或将延续今年下半年较疲弱的动能。随着房地产管理长效机制逐步完善，叠加城镇化扩张速度放缓以及适龄置业人口边际回落，预计未来房地产投资韧性或将减弱，保障房建设相关投资将逐步弥补商品房投资下滑的缺口。

## （2）基建：整体稳定，边际改善

10 月基建投资尚待发力。1-10 月全口径基建投资累计同比增长 0.7%，两年平均 1.2%，与 1-9 月持平，当月投资两年平均增速由回升 1.1pct 至 1.1%，表明当前基建投资边际上已出现改善。基建投资增长慢于预期的原因可能有几个方面：一是今年财政后置，专项债发行高峰在下半年，资金落地见效需要一定时间；二是地方政府可能仍存在转型债资金使用不规范现象，导致部分资金淤积或改变用途；三是城投公司在



与地方政府脱钩的过程中，融资能力减弱，且对于承担基础设施建设的积极性大幅下降。

目前，财政部已发布《地方政府专项债券用途调整操作指引》，规范专项债资金使用，同时，年内仍有年内仍有约 7,000 亿的专项债等待发行落地，为基建项目提供支持。前瞻地看，在今年底明年初形成实物工作量的要求下，基建投资作为跨周期调节政策的重要抓手，增速有望出现反弹。

### （3）制造业：保持高增速

制造业投资维持高增长，是固定资产投资最重要的支撑力量。1-10 月同比增长 14.2%，两年平均 4.0%，比 1-9 月上升 0.7pct。10 月当月两年平均增长 6.9%，比 9 月上升 0.5pct。

当前制造业投资的驱动力主要有以下几类：一是高技术行业投资保持高增长，同比增速为 23.5%；二是计算机电子设备、专用设备等行业在出口的拉动下，持续投资扩大生产规模；三是黑色金属、石油、化工等上游行业受利润增长驱动，年初以来投资持续增长，但近期受政策约束，增速开始下行。前瞻地看，在总需求回落、中下游制造业利润受到挤压的背景下，制造业投资增长的动能或将逐渐下行。

### 三、消费：稳中有升

受“十一”假期和“双十一”预售的双重带动，消费修复动能边际增强。1-10 月社会消费品零售总额两年平均增速为 4.0%，较上月增长 0.1 个百分点。10 月同比增长 4.9%，较上月加快 0.5pct，两年平均增长 4.6%。

10 月消费复苏呈现以下三个特征。一是，受北方疫情局部爆发的影响，餐饮消费增速较上月小幅回落，10 月商品零售同比增速上升 0.7pct 至 5.2%，而餐饮消费回落 1.1pct 至 2.0%。二是，在线上消费活动的推动下，网上商品和服务消费比重持续上升，1-10 月实物商品网上零售额占比达 23.7%，较上月小幅上升 0.1pct。三是，新经济相关品类



消费的内部分化持续。芯片短缺对汽车行业影响不减，10 月汽车行业增速仅小幅回升 0.3pct 至 -11.5%，复苏势头仍不强；而在新产品发布带动下，通讯器材继续大幅上涨 12.0pct 至 34.8%，消费热情持续高涨。

前瞻地看，长短期均存在拖累消费修复的因素，明年消费增速大概率将延续弱复苏格局。短期看，10 月末以来疫情已在全国多地复发，年底消费难有高增长，明年疫情的不确定性仍将给消费修复带来阴霾。长期看，居民收入增长分化持续、成本上升导致企业利润下滑以及房地产下行期地方政府财政承压，都将压制消费快速修复。

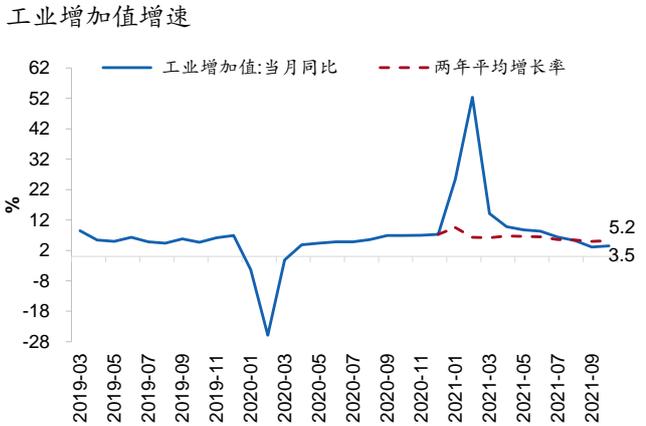
#### 四、前瞻：稳增长压力依然较大

总体来看，10 月经济好于预期，政策对于供给侧的约束出现边际放松，工业生产小幅回升，需求有所好转，消费增速上行，投资维持稳定增长。前瞻地看，当前的边际好转并不意味着经济已经运行至周期底部，未来随着外需回落、房地产下行，经济增长动能还将趋弱，而在消费和制造业投资难以逆势而上的情况下，仍需要加大宏观政策对冲力度，放松结构性政策对部分行业的管控。

（评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦）

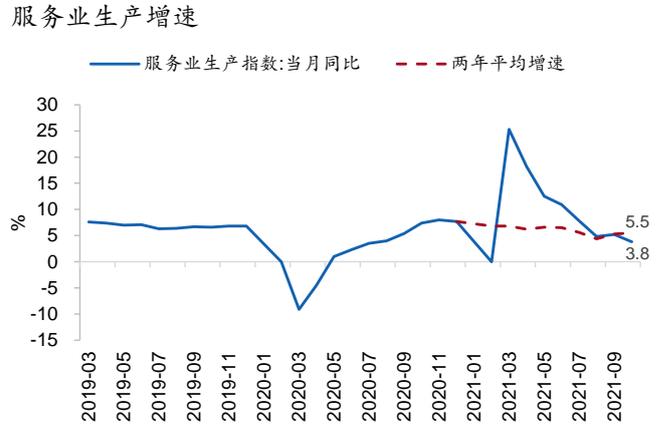
附录:

图 1: 工业小幅回升



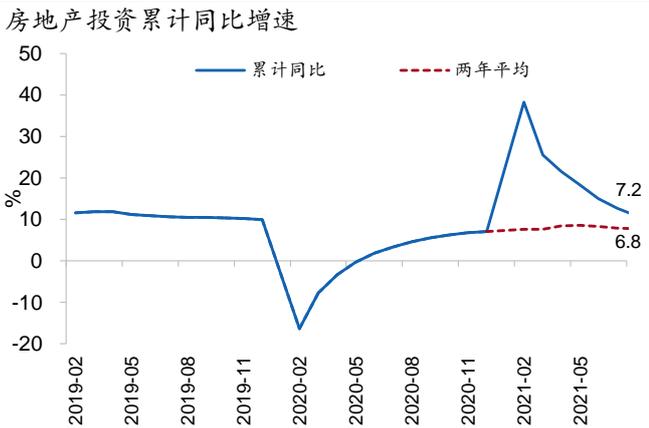
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 服务业再受冲击



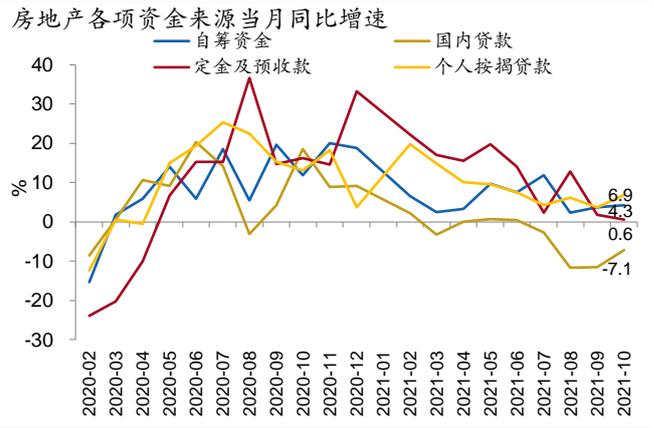
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 房地产投资继续回落



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 国内贷款和个人按揭贷款增速边际回升



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 基建投资边际改善



图 6: 今年城投债净融资额明显下滑



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\\_29790](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29790)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn