

如何看待消费改善？

10 月经济数据点评

研究结论

事件：11 月 15 日国家统计局公布最新经济数据，10 月工业增加值同比增长 3.5%，前值 3.1%；社会消费品零售同比增长 4.9%，前值 4.4%；1-10 月固定资产投资累计同比增长 6.1%，前值 7.3%。

- 10 月生产、消费数据企稳，制造业投资继续上行，房地产数据全面下降，然而经济企稳背后仍存在结构性的问题，例如固定资产投资很大程度上来自价格的贡献，消费复苏的前景依然偏弱，地产的快速回落可能是经济最大的风险。
- 在十一消费不及去年、多地疫情反弹的背景下，消费仍呈现边际改善的迹象，我们认为可能是由于局部疫情对出行等影响正在减弱、新机发售带来通讯类产品销量大幅增长、以及“双十一”提前。10 月社会消费品零售总额两年平均增速为 4.6%，环比增速为 0.43%，高于上个月的 0.3%，实际同比的两年平均增速为 3.2%，无论从名义同比、实际同比还是环比的角度，消费改善幅度均好于上个月。但此前，十一假期旅行数据并不及去年，10 月中下旬以来新冠疫情在多个省市出现。在这一背景下，消费为何能够企稳？一是随着防控政策和手段愈发成熟，疫情反弹对出行和消费的影响正在减弱；二是来自通讯类产品的拉动；第三，“双十一”不断提前可能也推动了 10 月消费企稳。此外，随着汽车供给约束好转，汽车销售的拖累也在减弱，限额以上汽车零售额的两年平均增速为 2.6%，比上个月高出 0.6 个百分点。
- 如何看待消费复苏的前景？由于疫情防控、居民收入受损和对消费预期改变，后疫情时期消费或难以回到疫情之前的增长轨道，今年社会消费品零售的两年平均增速均值仅为 4.1%，只有 2019 年平均增速（8%的）一半，不过，疫情反弹对消费的影响正逐步走弱，我们认为消费复苏的速度大概率偏缓，10 月消费企稳存在一些暂时性因素（双十一提前、通讯类消费大幅提升），年内消费增速可能依然偏低。
- 工业增加值两年平均增速为 5.2%，高出上个月 0.2 个百分点，限电限产影响消退之后，工业生产回归原先的增长通道。10 月煤炭“保供稳价”卓有成效，原煤产量同比增速从上个月的-0.9%上升至 4%，限电限产对工业生产的暂时性冲击消退。不过，能耗双控政策未见明显放松迹象，粗钢产量累计下降 0.7%，已达到年初定下的“确保今年粗钢产量同比下降”的目标。
- 1-10 月固定资产投资两年平均增长 3.8%，与上个月持平，其中制造业投资在价格推动下表现较强，基建投资增速依然偏低，房地产投资仍在探底，价格因素对投资有较强的带动作用。仅从量的角度来看，固定资产投资-PPI 累计转负，同比为-1.2%，比上个月下降 1.8 个百分点，两年平均增速则由上月的 1.7% 下降至 1.3%。

风险提示

- 疫情反弹，影响工业生产和消费复苏；
- 货币政策超预期变动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 11 月 23 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

社融企稳，融资边际改善：10 月金融数据 2021-11-12
点评

PPI 拐点或将出现：10 月价格数据点评 2021-11-11

份额韧性 & 价格高增推动出口强劲增长：10 2021-11-11
月进出口数据点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

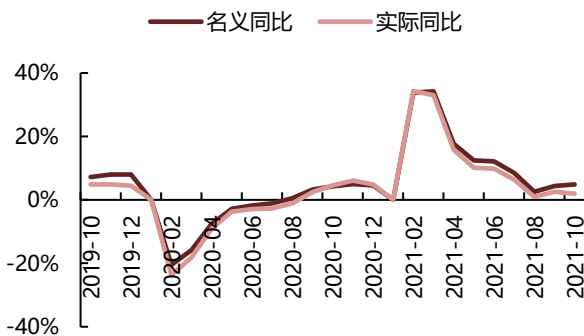
10月生产、消费数据企稳，制造业投资继续上行，房地产数据全面下降，然而经济企稳背后仍存在结构性的问题，例如固定资产投资很大程度上来自价格的贡献，消费复苏的前景依然偏弱，地产的快速回落可能是经济最大的风险。

在十一消费不及去年、多地疫情反弹的背景下，消费仍呈现边际改善的迹象，我们认为可能是由于局部疫情对出行等影响正在减弱、新机发售带来通讯类产品销量大幅增长、以及“双十一”提前，消费错位或难以助力消费持续改善，消费依然处于后疫情阶段偏缓的复苏进程中，但改善的一点是局部疫情对消费复苏的影响正在减弱。

10月社会消费品零售总额同比增长4.9%，两年平均增速为4.6%，比上个月加快0.8个百分点；环比增速为0.43%，高于上个月的0.3%；实际同比为1.9%，实际同比的两年平均增速为3.2%，比上个月高出0.8个百分点。无论从名义同比、实际同比还是环比的角度，消费改善幅度均好于上个月。但此前，十一假期旅行数据并不及去年，国内出游人数按同比口径减少1.5%，实现旅游收入同比减少4.7%；10月中下旬以来新冠疫情在多个省市出现，按照过往经验，不利于消费复苏。**在这一背景下，消费为何能够企稳？**一是随着防控政策和手段愈发成熟，疫情反弹对出行和消费的影响正在减弱：7-8月疫情反弹时，九大城市七日平均客运量（上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州、重庆）最低点的降幅超过40%，此轮则不到20%；10月餐饮收入的两年平均增速为1.4%，为今年以来的最高值，反映局部疫情对出行和线下消费的影响正逐步走弱。二是来自通讯类产品的拉动，去年一些手机延期发行导致通讯类产品10月销售下降、11月提升，今年10月通讯类产品销售则表现亮眼，限额以上通讯器材类零售额的两年平均增速高达22.8%，明显好于上个月的9.7%。第三，“双十一”不断提前可能也推动了10月消费企稳，去年便有一些电商将“双十一”活动提前至10月，去年10月实物网上零售额同比增速为23.6%，11月则只有12.1%，今年“双十一”活动提前更明显，10月网上零售额的两年平均增速为14.2%，比上个月高0.2个百分点。此外，随着汽车供给约束好转，汽车销售的拖累也在减弱，限额以上汽车零售额的两年平均增速为2.6%，比上个月高出0.6个百分点。

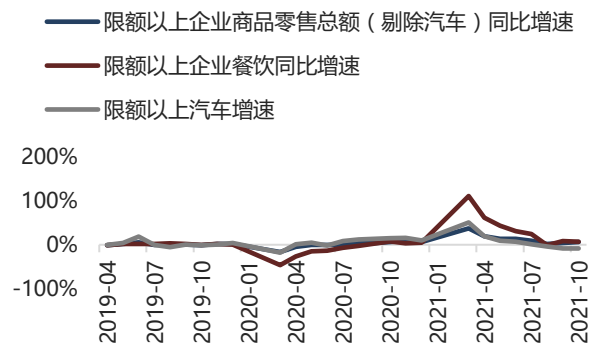
如何看待消费复苏的前景？由于疫情防控、居民收入受损和对消费预期改变，后疫情时期消费或难以回到疫情之前的增长轨道，今年社会消费品零售的两年平均增速均值仅为4.1%，只有2019年平均8%增速的一半，不过，疫情反弹对消费的影响正逐步走弱，我们认为消费复苏的速度大概率偏缓，10月消费企稳存在一些暂时性因素（双十一提前、通讯类消费大幅提升），年内消费增速可能依然偏低。

图 1：消费增速企稳



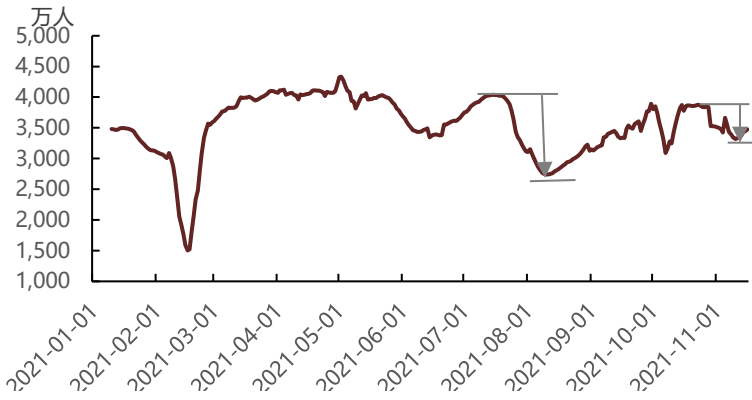
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：限额以上社零增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：疫情反弹对九大城市七日平均地铁客流量的影响减弱

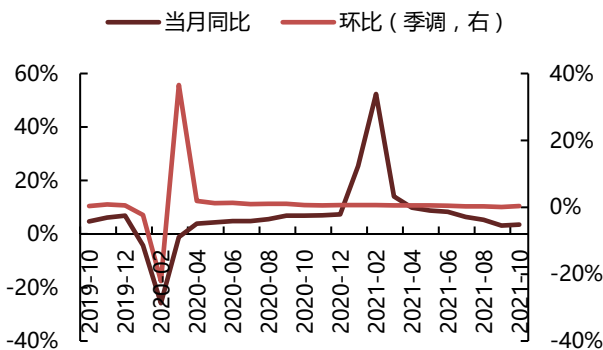


数据来源：Wind，东方证券研究所

工业增加值两年平均增速为 5.2%，高出上个月 0.2 个百分点，限电限产影响消退之后，工业生产回归原先的增长通道。10 月煤炭“保供稳价”卓有成效，原煤产量同比增速从上个月的-0.9%上升至 4%，限电限产对工业生产的暂时性冲击消退。不过，能耗双控政策未见明显放松迹象，粗钢、十种有色金属、水泥产量同比分别下降 23.3%、2.6%、17.1%，尤其是粗钢产量累计下降 0.7%，已达到年初定下的“确保今年粗钢产量同比下降”的目标。

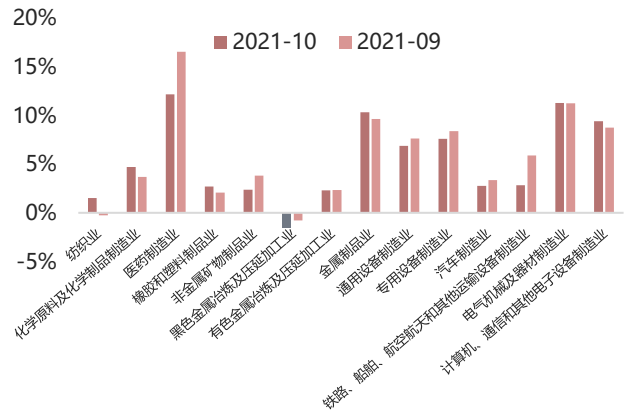
工业增加值企稳主要受采矿业和出口的带动。采矿业工业增加值两年平均增速为 4.7%，比前值高出 2 个百分点，这可能得益于同期煤炭“保供”工作；10 月出口交货值同比达 11.6%，远高于工业增加值 3.5%的同比增速，出口交货值两年平均增速为 7.8%，较前值 7%进一步抬升。分行业来看，高耗能行业的工业增加值表现分化，黑色金属冶炼及压延加工业两年平均增速为-1.5%，降幅比上月扩大 0.7 个百分点，化学原料及化学制品业两年平均增速为 4.7%，增速比上月加快 1 个百分点；汽车制造业两年平均增速为 2.8%，比上个月下降 0.6 个百分点；计算机、通讯和其他电子设备制造业表现亮眼，两年平均增长 9.4%，比上个月高出 0.7 个百分点。

图 4：工业生产企稳



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：分行业工业增加值两年平均增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

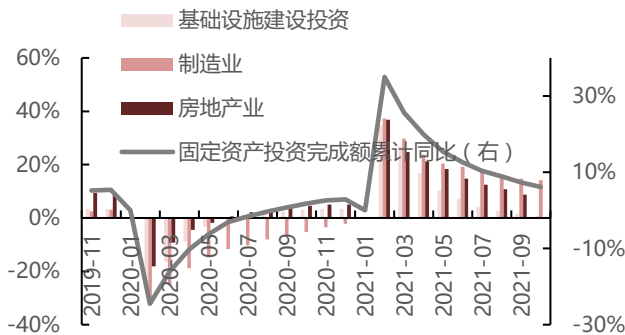
1-10 月固定资产投资两年平均增长 3.8%，与上个月持平，其中制造业投资在价格推动下表现较强，基建投资增速依然偏低，房地产投资仍在探底，价格因素对投资有较强的带动作用。企业投资

的一个主要领域是设备购置和更新改造，上游价格高涨将让这部分投资看起来更景气，但是价格高涨的背景下，上游挤压了下游企业的利润，这将抑制下游企业的投资意愿，同时上游投资受碳中和等政策等约束。仅从量的角度来看，固定资产投资-PPI 累计转负，同比为-1.2%，比上个月下降 1.8 个百分点，两年平均增速则由上月的 1.7% 下降至 1.3%。

1-10 月基建投资同比增长 0.72%，两年平均增速为 1.9%，比上个月下降 0.1 个百分点。近几月专项债发行速度明显加快，但资金-项目时间差、地方隐性债务监管等因素影响基建启动，后续关注稳增长压力加大的背景下，基建能否在今年底至明年初加速。

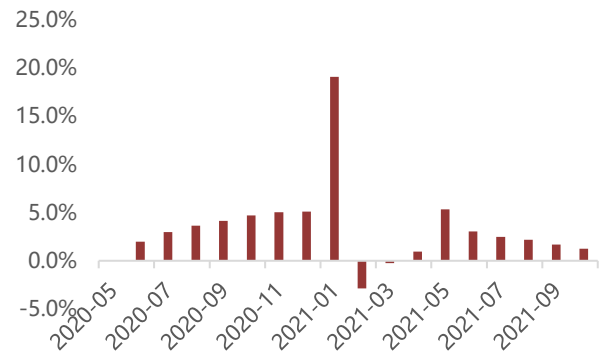
房地产指标全面下降，依然处于探底的阶段，需要等待政策边际调整进一步兑现。房地产新开工、施工和竣工面积增速均下降，1-10 月累计同比分别为-7.7%、16.3%和 7.1%，分别较上月下降 3.2、7.1 和 0.8 个百分点，需要关注地产走弱对经济的拖累。

图 6: 固定资产投资下行



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 7: 固定资产投资完成额实际增速 (2 年平均, %)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

失业率处于较低的水平，当前保就业的压力较小。失业率连续两个月处于 4.9% 的低位，25-59 岁主力劳动参与人群的失业率为 4.2%，处于历史低位。

风险提示:

疫情反弹，影响工业生产和消费复苏；
货币政策超预期变动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_29918

