

总量研究

10 月数据下探，政策加力正当时

——2022 年 10 月经济数据点评

要点

事件：

2022 年 11 月 15 日，国家统计局公布 10 月经济数据，【1】生产单月增速 5.0%，wind 一致预期 5.0%，前值 6.3%；【2】固投累计增速 5.8%，wind 一致预期 5.9%，前值 5.9%；【3】社零单月增速-0.5%，wind 一致预期 1.7%，前值 2.5%。

核心观点：受疫情散发冲击，10 月数据整体低于预期。10 月数据整体走低，地产销售面积回落，拖累开发投资跌幅扩大；社零受疫情散发和价格支撑减弱的影响，出口受海外总需求回落的冲击，增速双双转负。基建和制造业投资复苏速度小幅放缓，但增速依然维持高位，是经济的主要支撑。

但是，不能忽视 10 月经济、金融数据中存在的积极因素。从财政数据来看，10 月一般公共财政收支的压力明显缓和，土地市场景气度转暖，国有土地使用权出让收入同比跌幅明显收窄。从金融数据来看，居民和政府部门净融资对社融构成拖累，但企业部门净融资延续同比多增态势，指向制造业产能扩张势头依然较强。

近期政策密集落地，呵护态度明显增强。11 月以来，防控政策优化调整、金融机构加大对地产支持、2023 年提前批专项债额度下达、小微企业贷款延期还本的政策密集落地，稳定市场主体信心，经济有望沿着复苏轨道再次提速。

基建投资增速小幅回落，维持高位，是投资的主要支撑。

10 月固定资产投资增速小幅低于预期，房地产投资、制造业投资、广义基建投资单月同比增速分别比上月下滑 5.08 个、3.72 个和 3.60 个百分点，地产投资构成了较大拖累，基建投资依然是最大支撑。基数小幅走高叠加疫情扰动，10 月基建单月投资同比增速回落，三大分项增速均有所回落。

制造业投资扩张速度短期放缓，不必过度担忧，中长期企业贷款依然较强。

8 月至 9 月，在融资利率下行、增设专项再贷款等政策扶持下，制造业投资单月增速维持高位，企业部门净融资延续同比多增。10 月，受到了疫情散发、出口压力和地产链条低迷的客观影响，制造业投资增速小幅回落。向前看，随防疫政策精准化调整、地产扶持政策发挥效力，产业升级依然是支撑制造业投资温和复苏的主旋律。

房地产数据再次回落，政策 11 月密集出台，等待子弹“再飞一会”。

10 月全国商品房销售增速再度回落，拖累开发商到位资金，地产投资单月跌幅再度扩大，新开工面积单月跌幅收窄，竣工面积单月跌幅扩大。11 月以来，“第二支箭”、“金融十六条”政策密集加码落地，对房地产行业信心的恢复注入了强心剂。从政策落地到生效，存在一定时滞。明年上半年，随着经济复苏进程持续推进，在基数走低的背景下，地产投资和销售有望逐步止跌企稳。

消费不及预期，核心通胀维持低位，政策加力正当时。

10 月社零大幅低于市场预期，主因疫情散发冲击、价格因素走弱。除必选消费表现较为稳定，其他项目增速均大幅回落。鉴于国内需求仍在缓慢修复，四季度国内通胀压力较小，不会对后续的货币政策构成制约，11 月至明年 1 月均是再次降准的窗口期。

风险提示：美联储加速加息，加速全球衰退风险。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebcn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebcn.com

相关研报

外需回落、内需接手，经济推进 V 型复苏
——2022 年 9 月经济数据点评（2022-10-25）

消费暖、基建强，经济超预期修复——2022 年 8 月经济数据点评（2022-09-16）

7 月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022 年 7 月经济数据点评（2022-08-15）

经济走过低点，V 型反弹开启——2022 年 6 月经济数据点评（2022-07-15）

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022 年 5 月经济数据点评（2022-06-15）

经济压力超预期，投资加码在路上——2022 年 4 月经济数据点评（2022-05-16）

经济尚未触底，政策仍需加码——2022 年 3 月经济数据点评（2022-04-18）

经济数据大超预期，成色几何？——2022 年 1-2 月经济数据点评（2022-03-15）

目 录

一、10 月经济再度下探，政策发力正当时	3
二、投资略低于预期，基建依然是最强支撑	3
三、制造业扩张速度暂缓，不必过度担忧	4
四、房地产销售尚未企稳，仍需政策呵护	5
五、消费不及预期，核心通胀维持低位	6
六、风险提示	8

图目录

图 1：固定资产投资增速小幅低于市场预期	4
图 2：广义基建投资单月同比增速回落	4
图 3：电气机械、有色金属、化工、电子业投资增速相对较高	5
图 4：运输设备、汽车、食品业投资环比增速高于历史同期表现	5
图 5：房地产开发到位资金增速回落，居民购房款是主要拖累	6
图 6：全国商品房销售增速再度回落	6
图 7：11 月前两周 30 大中城市房地产销售增速回落	6
图 8：10 月，房地产竣工面积增速有所回落	6
图 9：必选消费始终表现稳定，居住类商品、可选消费在 10 月大幅回落	7
图 10：餐饮消费在 10 月再次大幅回落	7

一、10 月经济再度下探，政策发力正当时

事件：2022 年 11 月 15 日，国家统计局公布 2022 年 10 月经济数据速递：

- 【1】生产单月增速 5.0%，wind 一致预期 5.0%，前值 6.3%；
- 【2】固投累计增速 5.8%，wind 一致预期 5.9%，前值 5.9%；
- 【3】社零单月增速-0.5%，wind 一致预期 1.7%，前值 2.5%。

核心观点：

受疫情散发冲击，10 月数据整体低于预期。10 月数据整体走低，地产销售面积回落，拖累开发投资跌幅扩大，社零受疫情散发和价格支撑减弱的影响，出口受海外总需求回落的冲击，增速双双转负。受疫情反复和内外需不振的影响，基建和制造业投资复苏速度小幅放缓，但增速依然维持高位，是经济的主要支撑。

但是，不能忽视 10 月经济、金融数据中存在的积极因素。从财政数据来看，10 月一般公共预算收支的压力明显缓和，土地市场景气度有所转暖，国有土地使用权出让收入同比跌幅明显收窄。从金融数据来看，居民和政府部门净融资对社融构成拖累，但企业部门净融资延续同比多增态势，指向制造业产能扩张势头依然较强。

近期政策密集落地，呵护态度明显增强。11 月以来，防控政策优化调整、金融机构加大对地产支持、2023 年提前批专项债额度下达、小微企业贷款延期还本的政策密集落地，稳定市场主体信心，经济有望沿着复苏轨道再次提速。

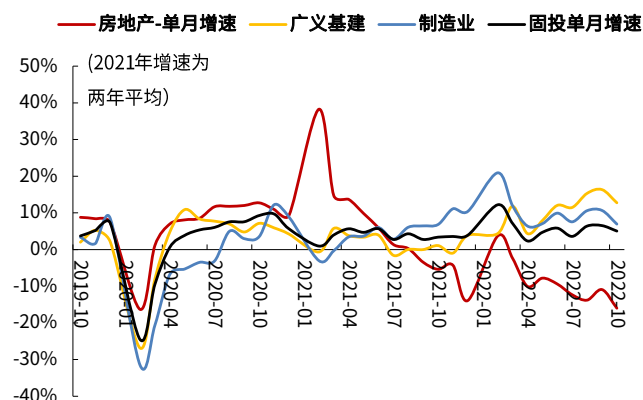
二、投资略低于预期，基建依然是最强支撑

固定资产投资增速略低于预期，地产投资构成较大拖累，基建依然是最强支撑。10 月固投累计增速 5.8%，小幅低于 wind 一致预期 5.9%，单月同比增速 5%，低于上月的 6.5%。从环比来看，固投单月环比增速-4.3%，基本持平于历史同期表现（2016 年至 2019 年平均增速也为-4.3%）。分项来看，房地产、制造业投资、广义基建投资单月同比增速分别为-16.0%、6.9%和 12.7%，分别比上月下滑 5.08 个、3.72 个和 3.60 个百分点，地产投资构成了较大拖累。

基数走高叠加疫情扰动，10 月基建单月投资同比增速回落。10 月广义基建单月同比增速 12.7%，比上月下滑了 3.6 个百分点；狭义基建增速 9.4%，比上月回落了 1.1 个百分点。基建单月同比增速下滑，一是因为去年同期基数小幅走高。以两年复合增速来看，去年 9 月和 10 月广义基建增速分别为 0%和 1.1%；二是 10 月多地出现疫情散发，对生产活动有一定客观限制。

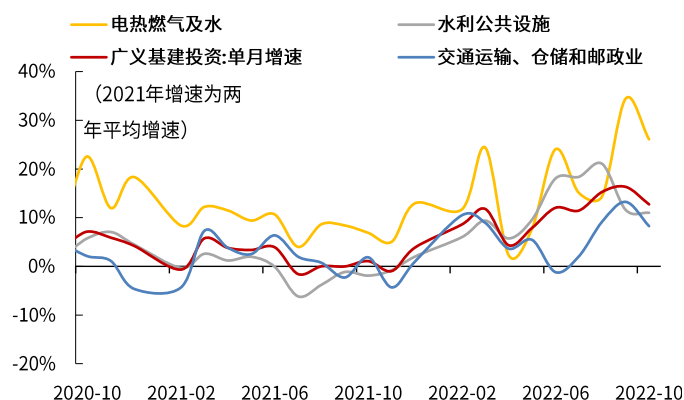
从三大分项来看，电热燃气及水，交通运输、仓储和邮政业，及水利公共设施的单月同比增速均有所回落。但是横向来看，10 月基建投资增速依然是对于固定资产投资和内需的主要支撑。

图 1：固定资产投资增速小幅低于市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：广义基建投资单月同比增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

向前看，基建依然是本轮逆周期政策中，稳定内需的最主要的抓手。今年二季度以来，围绕着稳定基建扩大内需的政策在持续加码落地，5000 亿专项债结存限额启用，政策性金融工具接需发力，支撑基建投资增速在高位运行。11 月 8 日，国家发展改革委印发《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，支持民间投资参与 102 项重大工程等项目建设，对符合法律法规和政策要求的民间投资项目，积极纳入各地区重点投资项目库，加强用地（用海）、用能、用水、资金等要素保障。

三、制造业扩张速度暂缓，不必过度担忧

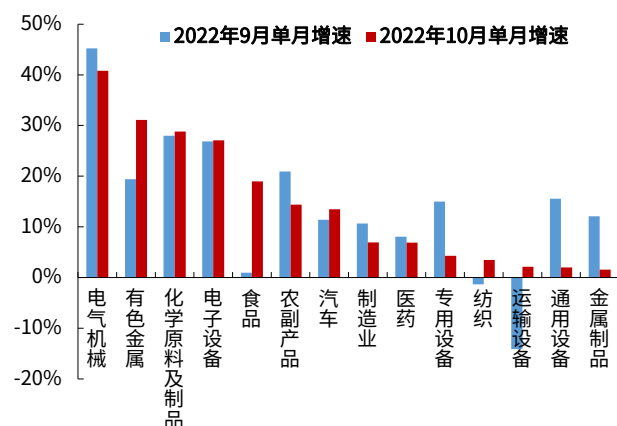
8 月以来，制造业投资出现了积极复苏信号。今年上半年，随着工业企业盈利增速回落，库存行至高位，房地产销售和投资低迷，多项领先指标显示企业扩产意愿承压，3 月至 7 月制造业投资单月增速相较于去年四季度出现明显下行。8 月以来，在政策性金融工具、重启 PSL、增设专项再贷款、融资利率下行等多重政策扶持下，企业扩产意愿出现好转迹象，8 月至 9 月制造业投资单月增速维持高位，企业部门净融资也延续同比多增。

10 月，制造业投资增速小幅回落。10 月制造业投资单月增速从 9 月的 10.7% 回落至 10 月的 6.9%。从环比来看，单月环比增速-8.6%，低于历史同期的-5.5%（2016 年至 2019 年平均水平）。分行业来看，专用设备、通用设备和金属制品业投资同比回落幅度相对较大，回落幅度普遍在 10 个百分点以上，构成拖累。

但是，电气机械、有色金属、化工、电子业投资同比增速相对较高，其中电气机械投资自今年 7 月以来维持 40% 左右的增速，化工投资自 7 月以来维持了 20% 以上的增速。产业升级和自主可控进程的推进，依然是支撑制造业投资的主要逻辑。

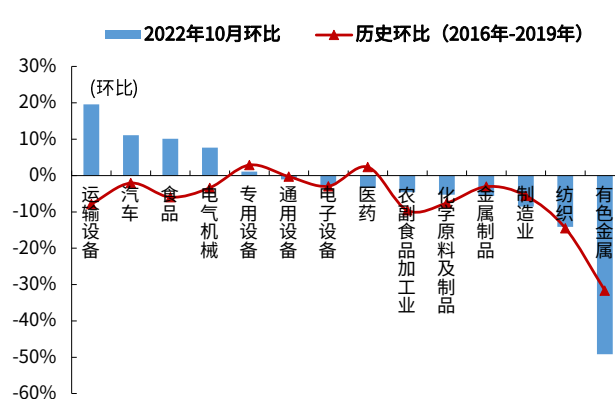
我们认为，10 月制造业投资出现波动，短期受到了疫情散发、出口压力和地产链条低迷的客观影响。但是向前看，防疫政策精准化调整、地产扶持政策、小微企业贷款延期还本付息等政策的效应持续释放，核心技术攻关和自主可控持续推进，高端制造业将是 2023 年制造业投资的关键支撑，制造业投资有望推进温和复苏势头。

图 3：电气机械、有色金属、化工、电子业投资增速相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：运输设备、汽车、食品业投资环比增速高于历史同期表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

四、房地产销售尚未企稳，仍需政策呵护

10月全国商品房销售增速再度回落。二季度以来，全国多地持续推进因城施策，调整限购限贷政策。三季度，全国商品房销售增速一度企稳，销售面积单月增速从7月的-28.9%回升至9月的-16.2%。但是进入10月，在疫情散发和前期政策效应边际减弱的背景下，全国商品房销售面积单月增速回落至-23.2%，销售额单月增速从9月的-14.2%回落至10月的-23.7%。

销售转弱拖累开发商到位资金，进一步拖累地产投资。10月开发商到位资金增速从9月的-22.0%下滑至10月的-26.1%，其中开发贷和开发商自筹资金同比跌幅分别收窄了7.1个和4.8个百分点，但居民购房款增速则回落了12.6个百分点。开发商到位资金链条收紧，加速地产投资增速下滑，房地产开发投资单月增速从9月的-12.1%回落至10月的-16.0%。

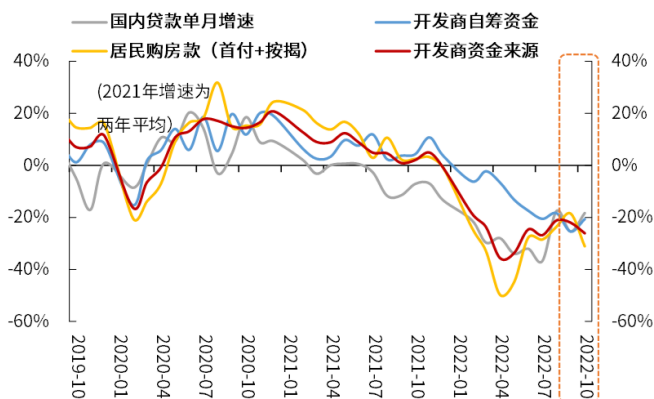
新开工面积单月跌幅收窄，竣工面积单月跌幅扩大。10月房地产新开工和竣工单月增速分别为-35%和-9.4%，新开工面积单月跌幅相对上月收窄9.3个百分点，竣工面积单月跌幅相对上月扩大3.4个百分点。竣工面积跌幅小幅扩大，但横向来看依然是地产相关数据中，表现最强的指标。不过，2021年11月竣工面积基数相对较高，以两年复合增速来看，去年10月和11月竣工面积增速分别为-8.3%和9.1%，基数走高会加大下月竣工面积同比增速的压力。

针对地产扶持政策持续加码，纾解开发商资金困境，稳定行业预期。11月8日交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月13日，央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融十六条”）。11月16日，央行三季度中国货币政策执行报告指出，要推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持。

11月以来，多项政策连续加码落地，释放出积极信号，对行业信心的恢复注入了强心剂。我们认为，一方面考虑到目前银行、居民、开发商的积极性尚未完全调动，相关支持政策将持续推进。另一方面，从政策落地到生效，存在一定时滞，

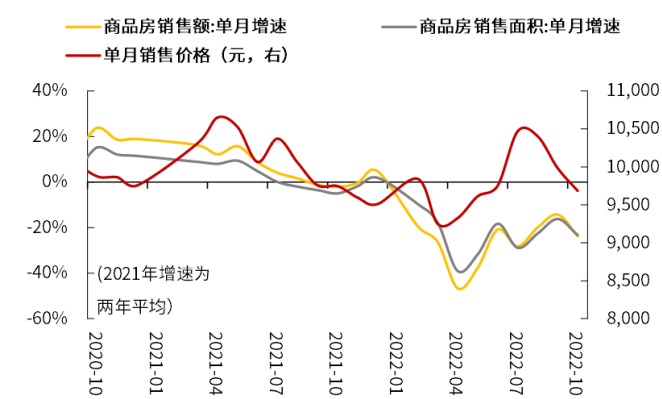
需要等待子弹“再飞一会”。明年上半年，随着经济复苏进程持续推进，在基数走低的背景下，地产投资和销售有望逐步止跌企稳。

图 5：房地产开发到位资金增速回落，居民购房款是主要拖累



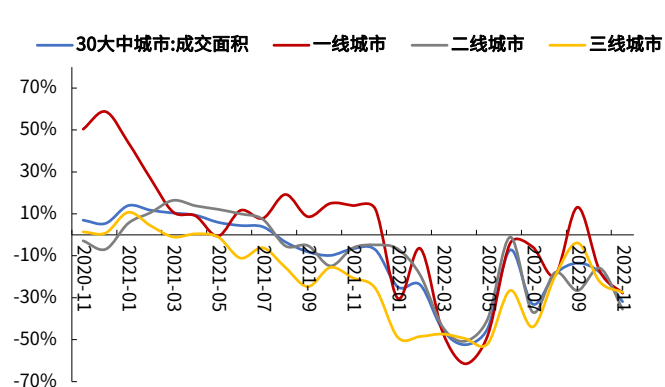
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：全国商品房销售增速再度回落



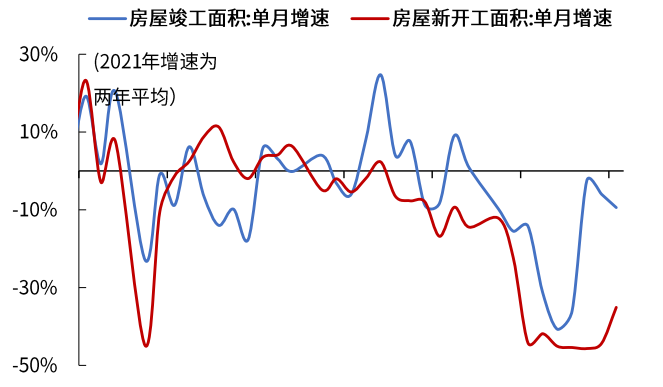
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：11 月前两周 30 大中城市房地产销售增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：日期更新至 2022 年 11 月 15 日

图 8：10 月，房地产竣工面积增速有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

五 消费不甘弱 核心通胀维持低位

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_48885

