

2022年10月中国经济数据点评

制造业仍是主要支撑

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

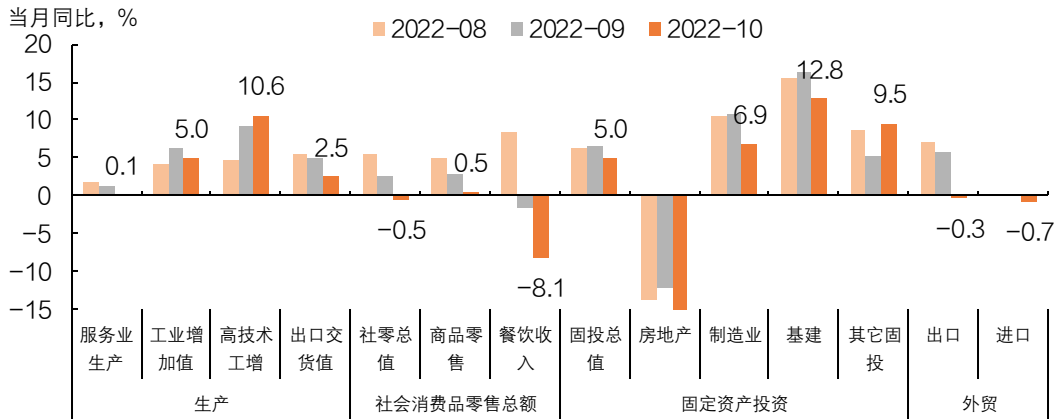
2022年11月15日，国家统计局公布2022年10月中国主要经济数据。

核心摘要：

- 一，工业生产弱于季节性，制造业是主要支撑。季调后的2022年10月工业增加值环比0.33%，是2012年公布数据以来各年10月中最低的。工业生产弱于季节性，一是因9月工业企业出现恢复性生产，导致10月环比高基数；二是因终端需求不足、产销率持续低于近年同期水平，工业企业生产意愿下降。三大门类中，10月制造业增加值同比5.2%，是主要支撑。但这些高景气行业对出口的依赖度较高，随着出口压力进一步突显，相关行业的生产或将承压。叠加2021年的高基数，预计今年11-12月的制造业增加值同比可能进一步回落，进而拖累工业增加值整体的同比。
- 二，多措并举提振下，地产对经济的拖累或将趋弱。固定资产投资当月同比从前值6.5%回落到10月的5.0%，全口径基建、房地产和制造业投资这三大分项的当月同比均放缓，而其它固定资产投资从5.3%逆势提高至9.5%，是10月固定资产投资的最重要支撑。受第二批政策性开发性金融工具投放进入尾声、表内财政对基建支持力度面临掣肘的影响，全口径基建投资增速高位回落。房地产相关指标多数走弱，不过领先指标土地购置面积、新开工面积的同比跌幅出现收窄。我们认为在政策推动下，房地产对经济的拖累或将逐步趋弱：一是因民营房企融资难题有望逐步疏解；二是根据领先指标判断，新开工面积同比短期或将触底，竣工面积同比大概率将加速。制造业投资当月同比较快回落，由于出口下行压力突显和产能利用率处于低位，制造业投资可能过了景气高点。
- 三，疫情压制消费恢复，时隔四月再度转负。2022年10月社会消费品零售总额同比-0.5%，时隔四月再度转负。进入11月，国内疫情防控政策明显优化，但由于国内疫情持续多点散发，不宜高估国内消费恢复节奏。分行业看，多数行业10月限额以上企业零售总额同比较9月出现回落。中西药品、粮油食品这两个必需品类的当月同比靠前，地产后周期相关消费的靠后。
- 四，疫情冲击下，10月中国经济再度走弱。近期在疫情防控和房企融资方面都有明显调整，不过由于政策从出台到见效存在时滞，且目前国内疫情仍多点散发，要实现10月26日国常会要求的“努力推动四季度经济好于三季度”，仍有必要出台更多稳增长举措。

和上月相比，2022年10月中国供需两端的主要经济指标同比多数回落。服务业和消费受疫情的冲击相对较大，10月服务业生产指数当月同比从前值1.3%下降至0.1%，社会消费品零售总额当月同比从2.5%下降至-0.5%。10月中国进口和出口均同比负增长，外需放缓压力已然显现。近期出台了优化疫情防控工作的“二十条”，同时多举措松绑民营开发商融资，有助于促进内需恢复。不过，由于政策出台到明显见效需要时间，且近期国内疫情持续多点散发可能抑制供需，我们认为实现10月26日国常会要求的“努力推动四季度经济好于三季度”，仍有必要出台更多稳增长举措。

图表1 和上月相比，2022年10月供需两端的主要经济指标同比多数回落



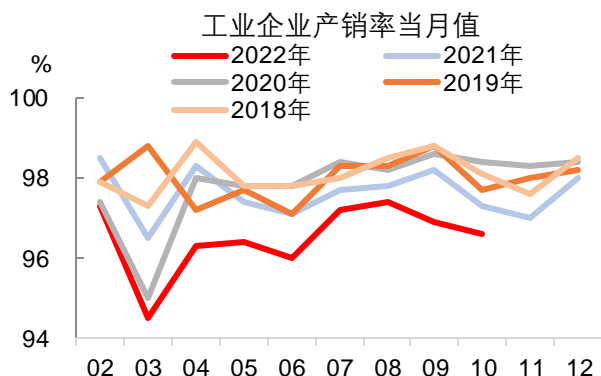
资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、工业生产弱于季节性，制造业是主要支撑

2022年10月工业增加值同比5.0%，前值6.4%。季调后的2022年10月工业增加值环比0.33%，是2012年公布数据至今，每年10月季调后的工业增加值环比中最低的。2022年10月工业生产明显弱于季节性，一是由于2022年9月极端高温天气和部分地区高温限电对工业生产的影响减弱，使得9月工业企业出现恢复性生产，因此10月环比面临高基数；二是终端需求不足，今年的产销率持续低于近年同期水平，工业企业生产意愿下降。

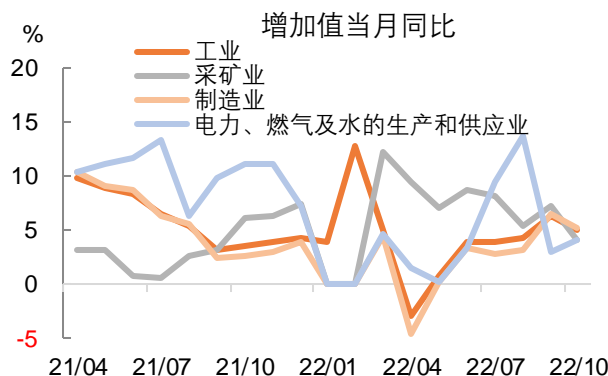
分工业门类看，10月制造业增加值同比5.2%，在今年前10个月中，仅次于2月（7.5%）和9月（6.3%），仍处于较高水平。其中，高技术产业增加值同比从上月的9.3%提高至10.6%，是10月工业生产的最大亮点。汽车制造业、电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业是当前制造业生产高景气的主要支撑行业。不过，上述行业对出口的依赖度较高，随着出口压力进一步突显，相关行业的生产或将承压。叠加2021年的高基数，预计今年11-12月的制造业增加值同比可能进一步回落，进而拖累工业增加值整体的同比。10月采矿业增加值同比从上月的7.2%放缓至4.0%，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比从2.9%回升至4.0%。

图表2 今年工业产销率持续低于近年同期水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 2022年10月制造业增加值增速仍处较高水平



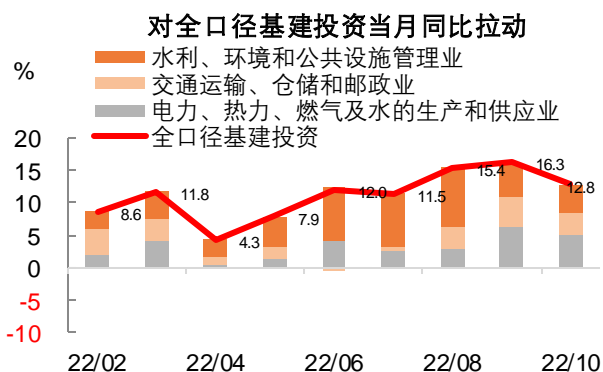
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、地产对经济的拖累或将趋弱

10月固定资产投资当月同比从前值6.5%回落到5.0%。全口径基建、制造业和房地产这三大分项投资当月同比分别从9月的16.3%、10.7%和-12.1%，放缓至10月的12.8%、6.9%和-16.1%。值得注意的是，固定资产投资中除全口径基建、制造业和房地产外的其它分项（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等12个行业），约占固定资产投资的1/4，它的投资当月同比从9月的5.3%提高至9.5%，是10月固定资产投资的最重要支撑。其中，社会领域的三大行业，即文体娱乐业、教育、卫生和社会工作的投资当月同比，分别从9月的-4.1%、6.8%和20.0%，提高至10月的0.8%、11.7%和24.5%。

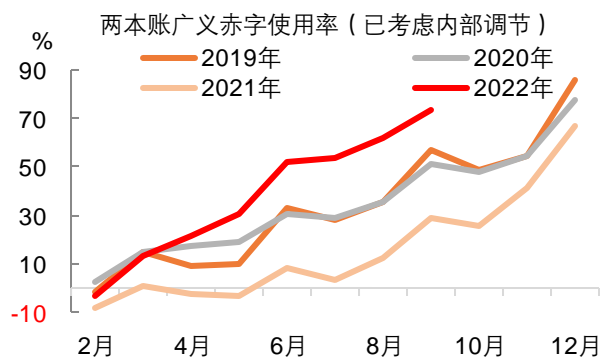
10月全口径基建投资增速高位回落。基建三大分项中的当月同比均走低，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资当月同比从前值34.2%放缓至26.5%，回落幅度最大；交通运输、仓储和邮政业投资当月同比从前值13.2%放缓至8.3%，是全口径基建投资的最主要拖累。目前，基建投资采用财务支出法核算，10月基建投资增速高位回落，与第二批政策性开发性金融工具投放进入尾声（体现为社融口径的新增委托贷款从9月的1508亿降至470亿），而表内财政对基建支持力度面临掣肘有关。政策性开发性金融工具补充资本金后，若配套融资未能得到有效满足，我们预计今年11-12月基建投资增速或将进一步走低。

图表4 2022年10月全口径基建投资同比高位回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

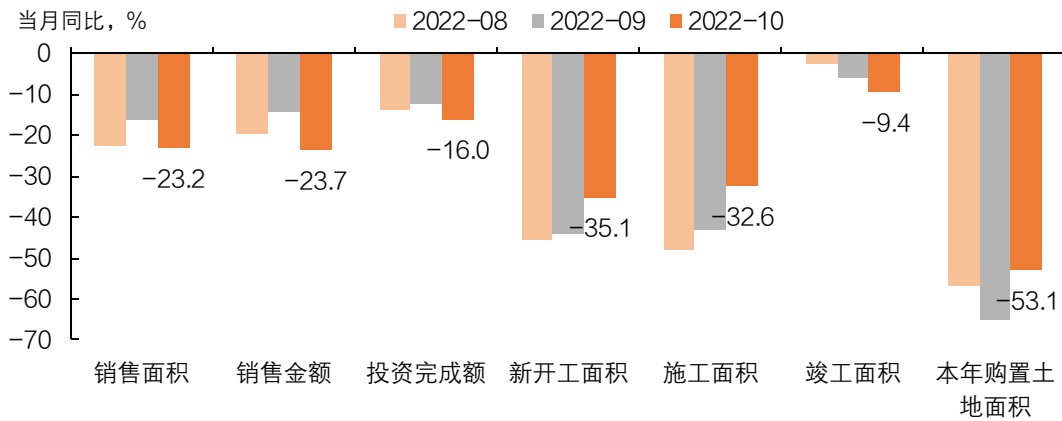
图表5 今年前三季度广义赤字使用进度较快，掣肘四季度表内财政资金对基建的支持



资料来源: Wind,平安证券研究所

10月房地产相关指标多数走弱，不过领先指标的同比跌幅出现收窄。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比，分别从9月的-16.2%和-14.4%，下降至-23.2%和-23.7%。投资方面，投资完成额和竣工面积的当月同比，分别从9月的-12.1%、-6.0%下降-16.0%和-9.4%，而施工面积当月同比从9月的-43.2%回升至-32.6%。领先指标方面，本年购置土地面积和新开工面积的当月同比，分别从9月的-65.0%和-44.4%，低位回升至-53.1%和-35.1%。

图6 和上月相比，2022年10月房地产相关指标多数同比走弱，但领先指标的同比跌幅出现收窄



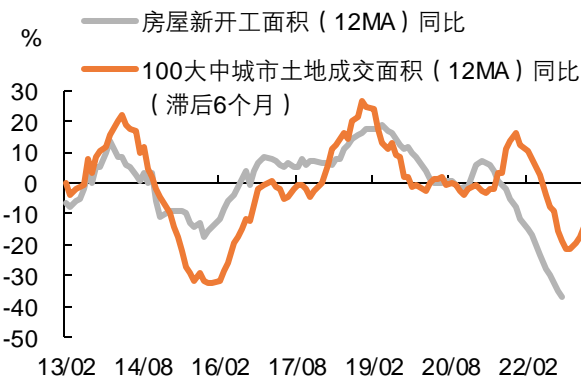
资料来源：Wind,平安证券研究所

展望未来，我们认为在政策推动下，房地产对中国经济的拖累或将逐步趋弱。

第一，民营房企融资难题有望逐步疏解。房地产开发资金来源当月同比，虽从2022年9月的-21.7%进一步下跌至-26.0%，但国内贷款和自筹资金这两个反映外部融资能力指标的当月同比10月都出现回升。近期政策多举措助力民营房企融资，包括“第二支箭”、财新等媒体报道的《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》以及三部委联合发布的《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》等，民营房企融资难题或将逐步好转。

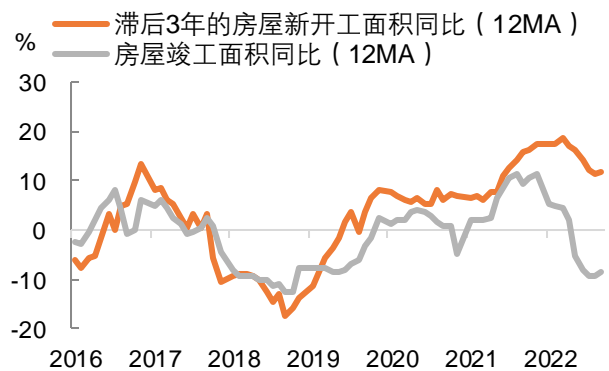
第二，根据领先指标判断，新开工面积同比短期或将触底，而竣工面积同比大概率将加速。100大中城市土地成交面积同比领先新开工面积同比约半年，根据领先性判断，新开工面积同比短期或将触底。新开工面积（12MA，即12个月移动平均）领先竣工面积（12MA）同比三年左右，2021年三季度到今年三季度，应竣工但实际未竣工的商品房面积持续累积。在“保交楼”推动下，今年10月竣工面积（12MA）同比见底回升，后续“保交楼”有望继续支撑存量项目施工。

图7 根据领先指标判断，新开工面积增速或将触底



资料来源：Wind,平安证券研究所

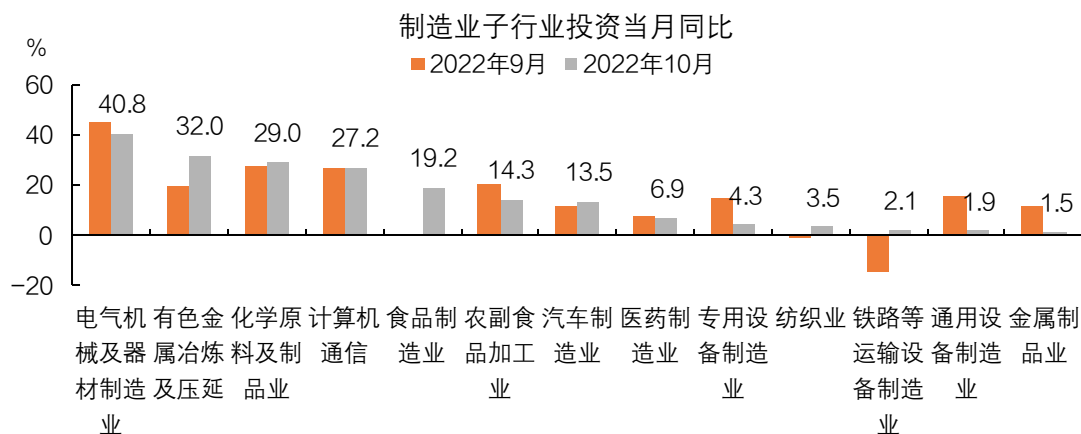
图8 商品房竣工面积大概率将加速



资料来源：Wind,平安证券研究所

10月制造业投资当月同比较快回落。从已公布增速的13个子行业数据看，电气机械及器材制造业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及制品业的10月同比增速较高。与9月增速相比，通用设备和专用设备10月投资增速回落幅度较大。由于通用设备的使用范围较广，其制造业投资增速较快回落，或在映射下游需求转弱。

图表9 已公布数据的13个制造业子行业，2022年9月和10月的投资当月同比



资料来源：Wind, 平安证券研究所

我们认为，制造业投资可能过了景气高点。原因一是，出口下行压力已经开始显现。今年前三季度出口高依赖度行业贡献了制造业投资增量的一半以上，出口放缓或将向相关行业投资传导；二是，制造业当前的产能利用率处于低位。今年三季度为75.9%，这也低于2020年三季度的77.2%。今年工业企业产销率持续低于近年同期水平，企业生产和扩产能的意愿或将转弱。此外，近两年制造业投资的韧性持续超预期，这会逐步形成产能，2023年产能利用率或将进一步下移，进而抑制制造业投资。

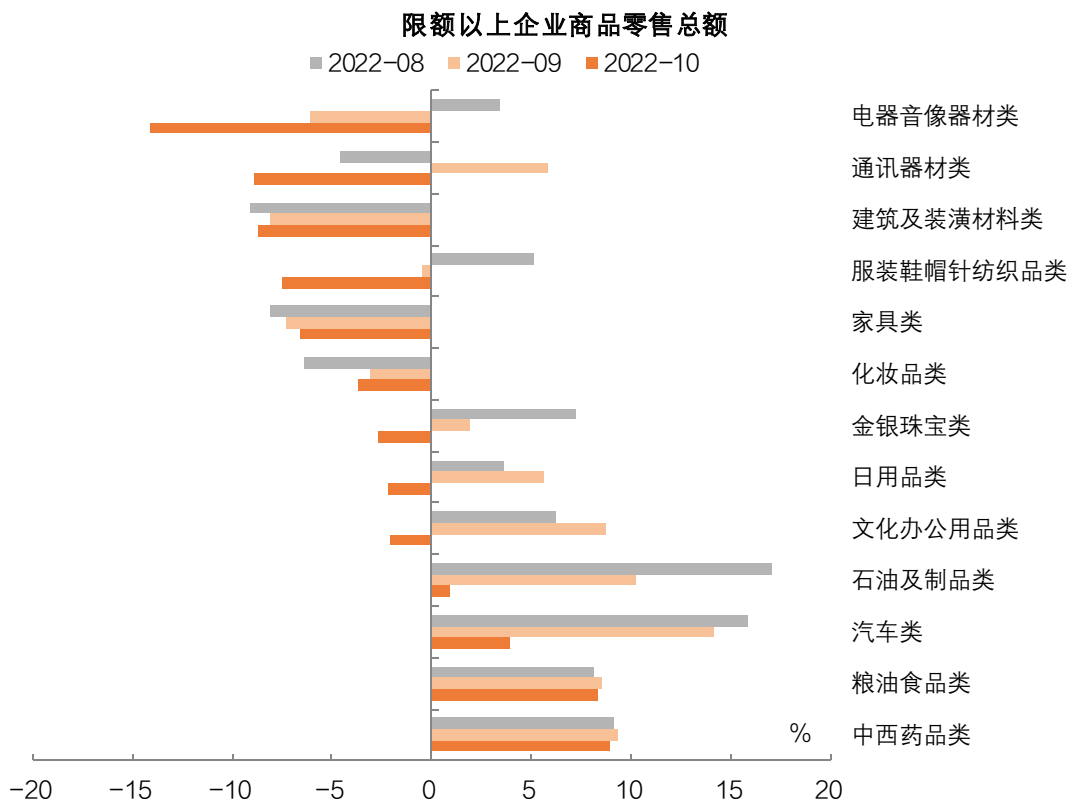
因此，政策有必要接续发力稳定制造业投资，对冲终端需求走弱和产能利用率低位的拖累，避免制造业投资过快下滑。除用好科技创新再贷款、碳减排支持工具、设备更新专项再贷款等结构性货币政策工具外，还可在绿色低碳、智能制造、自主可控等方面出台有针对性的政策，释放制造业高端化、智能化和绿色化的转型升级需求。

三、疫情压制消费恢复

2022年10月社会消费品零售总额同比-0.5%，时隔四个月后再度转负。分消费类型看，商品零售和餐饮收入的当月同比分别从9月的3.0%和-1.7%，下滑至0.5%和-8.1%。疫情是制约10月国内消费恢复的重要因素，10月全国（不含港澳台）新增本土确诊和新增无症状感染者分别为8241例、31647人，较9月分别增长49.4%和26.4%。进入11月，国内疫情防控政策明显优化，但由于国内疫情持续多点散发，我们认为不宜高估国内消费恢复的节奏。

分行业看，多数行业10月限额以上企业零售总额同比较9月的出现回落。中西药品、粮油食品这两个必需品类的当月同比靠前。10月限额以上汽车类消费同比虽仍居前，但已从8月的15.9%较快回落至10月的3.9%。汽车销售趋弱，也拖累了汽车生产，汽车产量当月同比从9月的25.4%降至8.6%。受交房延期的拖累，电器音像器材类、建筑及装潢类、家具类等地产后周期消费10月的限额以上企业零售同比靠后。限额以上通讯器材类10月同比跌幅扩大至8.9%，与手机等通讯产品销售低迷一致。

图表10 分行业看，中西药品类、粮油食品类 10月的限额以上零售总额同比靠前



资料来源: Wind,平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033