

黎明前的“黑暗”

事件:

11月15日,国家统计局公布数据显示,10月规模以上工业增加值同比5%、前值6.3%,社会消费品零售总额同比-0.5%、前值2.5%。

点评:

■ 工业生产冲高回落、服务业生产延续低迷,经济“二次探底”迹象有所显现

工业生产冲高回落,部分中上游表现相对较好。10月,工业增加值当月同比5%,持平于市场平均预期、但低于上月的6.3%;其中,制造业同比5.2%、较上月回落1.2个百分点,采矿业同比4%、较上月回落3.2个百分点,电燃水生产有所回升。制造业分行业来看,多数行业生产有所回落、但电气机械、非金属制品、医药制造回升,汽车制造、电气机械、黑色冶炼、化学原料等增速居前。

服务业生产延续回落,受疫情反复抑制或增强。10月,服务业产出同比较上月回落1.2个百分点至0.1%、连续2个月回落,与用电数据表征类似,最近两个月服务业用电量同比连续2个月负增长;受疫情影响较小的信息软件、金融业生产逆势回升。10月,服务业商务活动指数同比较上月回落1.9个百分点至47%、低于5月水平,但服务预期有所缓和、预期指数同比较上月回升0.6个百分点。

■ 伴随出口加快下滑,内需驱动特征凸显,投资为重要抓手、稳增长仍需努力

三大投资均回落,基建和中游制造表现较好。10月,出口已转为负增长,但投资支撑也有所减弱,固定资产投资同比5%、较上月回落1.5个百分点。其中,基建和制造业投资同比分别较上月回落3.5和3.8个百分点至12.8%和6.9%,基建投资受电力投资放缓拖累;制造业主要行业中,汽车、食品制造、运输设备等投资增速回落较多,而计算机通信电子、电气机械、通用设备等投资增速居前。

地产投资创新低、销售继续低迷,稳地产效果有待观察。10月,房地产投资同比-16%、低于上月的-12.1%,新开工和施工继续低迷,竣工连续2个月降幅扩大、当月同比-9.4%;商品房销售面积同比-23.2%、低于上月的-16.2%。地产低迷下,近期稳地产政策加码,供给端由侧重“保项目”转向加大“保主体”,需求端受疫情反复的抑制,按揭利率降低、“一城一策”等措施效果尚未显现。

■ 消费大幅走弱、就业依然承压,防疫优化落地仍面临挑战、疫后修复需等待

社零再度转负,疫情影响增强、汽车支撑减弱,就业压制尚未缓解。10月,社零同比-0.5%、低于上月的2.5%,其中商品消费和餐饮收入同比分别为0.5%和-9.1%、分别较前值回落2.5个和7.4个百分点;汽车消费同比只有3.9%、较上月回落超10个百分点。就业依然承压,10月城镇调查失业率5.5%、持平于上月,分年龄段失业率也均走平,但31个大城市、外来户籍人口失业率上升。

重申观点:疫情反复、出口加速下滑等,加大经济阶段性“二次探底”风险。展望明年,国内回归之年、经济可以乐观些,宏观主线转向内需增长为主,驱动包括稳增长续力带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复及地产企稳等。

风险提示:政策效果不及预期,疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号: S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1、工业冲高回落、服务业延续低迷，经济“二次探底”迹象有所显现..... | 3 |
| 2、伴随出口加快下滑，内需驱动特征凸显，投资稳增长仍需努力..... | 3 |
| 3、消费大幅走弱、就业依然承压，防疫优化下的疫后修复仍需等待..... | 5 |

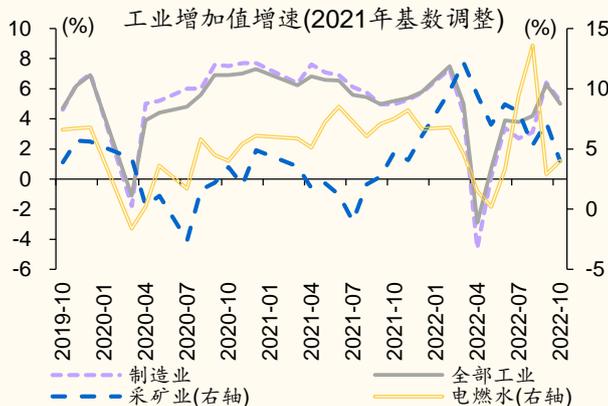
图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1: 10月，采矿业和制造业工业增加值均回落..... | 3 |
| 图表 2: 部分中上游行业工业生产居前..... | 3 |
| 图表 3: 10月，服务业生产回落、活动预期有所缓和..... | 3 |
| 图表 4: 10月中下旬以来，感染人数快速增长..... | 3 |
| 图表 5: 10月，出口转负，欧盟、东盟明显回落..... | 4 |
| 图表 6: CCFI持续回落..... | 4 |
| 图表 7: 10月，三大投资均回落..... | 4 |
| 图表 8: 部分中上游行业投资增速居民..... | 4 |
| 图表 9: 10月，地产投资与销售同比降幅均扩大..... | 5 |
| 图表 10: 10月，新开工和施工低迷，竣工修复继续放缓..... | 5 |
| 图表 11: 10月，社零同比转负..... | 5 |
| 图表 12: 10月，汽车消费明显回落，地产链消费低迷..... | 5 |
| 图表 13: 10月，城镇调查失业率高于历史同期..... | 6 |
| 图表 14: 结构性就业压力依然较大..... | 6 |

1、工业冲高回落、服务业延续低迷，经济“二次探底”迹象有所显现

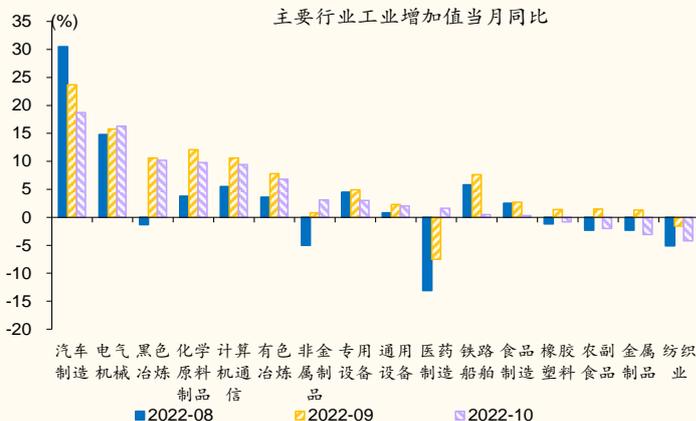
工业生产冲高回落，部分中上游表现相对较好。10月，工业增加值当月同比5%，持平于市场平均预期、但低于上月的6.3%；其中，制造业同比5.2%、较上月回落1.2个百分点，采矿业同比4%、较上月回落3.2个百分点，电燃水生产有所回升。分行业来看，多数行业生产有所回落、但电气机械、非金属制品、医药制造回升，汽车制造、电气机械、黑色冶炼、化学原料等增速居前。

图表 1：10月，采矿业和制造业工业增加值均回落



来源：Wind、国金证券研究所

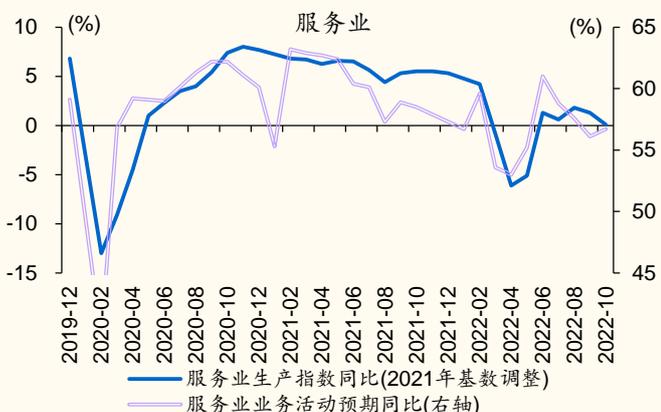
图表 2：部分中上游行业工业生产居前



来源：Wind、国金证券研究所

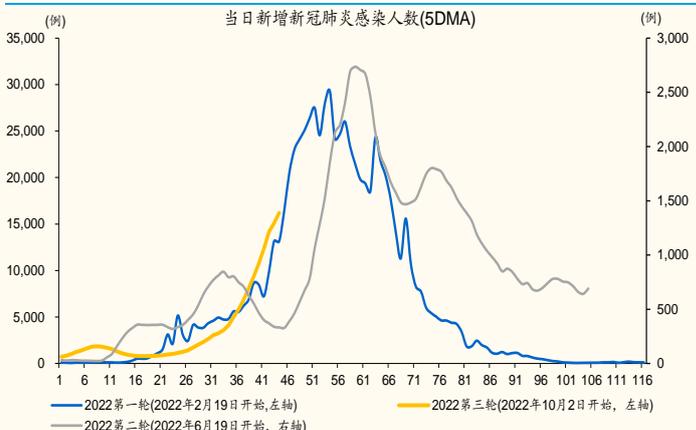
服务业生产延续回落，受疫情反复抑制或增强。10月，服务业产出同比较上月回落1.2个百分点至0.1%、连续2个月回落，与用电数据表征类似，最近两个月服务业用电量同比连续2个月负增长；受疫情影响较小的信息软件、金融业生产逆势回升。10月，服务业商务活动指数同比较上月回落1.9个百分点至47%、低于今年5月水平，但服务预期有所缓和、同比回升0.6个百分点。

图表 3：10月，服务业生产回落、活动预期有所缓和



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：10月中下旬以来，感染人数快速增长

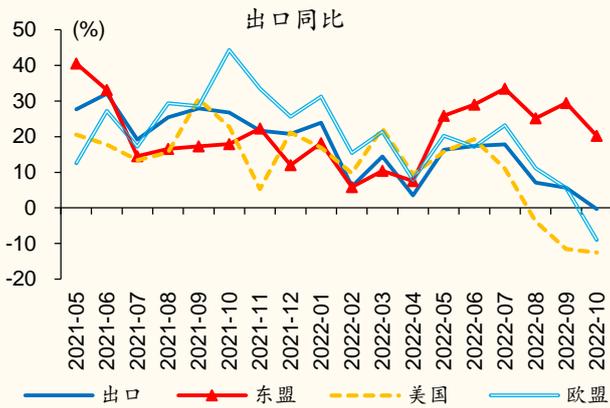


来源：Wind、国金证券研究所

2、伴随出口加快下滑，内需驱动特征凸显，投资稳增长仍需努力

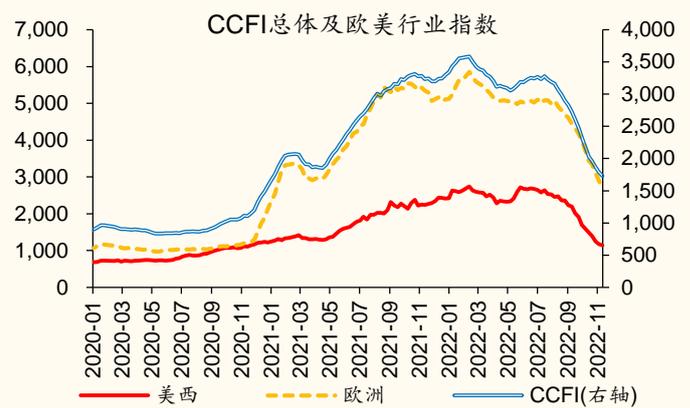
伴随外需走弱，出口加快下滑，对经济的拖累或逐步显现。8月以来我们反复提示，出口在加快回落、经济或转向内需驱动，10月出口时隔28个月首次转负、当月同比-0.3%，其中，对美国出口延续大幅下滑态势、同比-12.6%，对欧洲出口也转向下滑、同比-9%；对东盟出口相对较好、同比20.3%，但较上月大幅回落超9个百分点。随着发达经济体拖累进一步显现，东盟出口也可能受到影响，进而影响我国对东盟出口，进一步加大出口回落压力。

图表 5: 10月, 出口转负, 欧盟、东盟明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

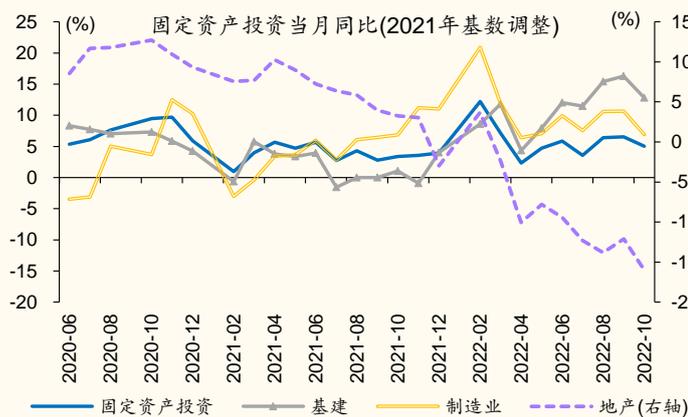
图表 6: CCFI持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

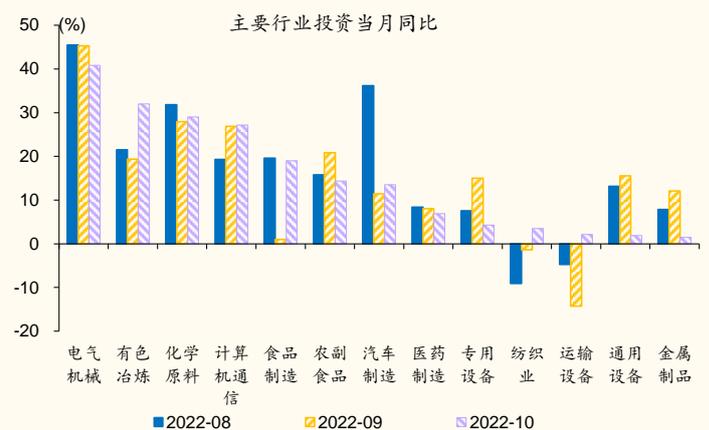
出口已转为负增长的同时, 投资支撑也有所减弱, 三大投资均回落、基建和 中游制造表现较好。10月, 固定资产投资同比 5%、较上月回落 1.5 个百分点。其中, 基建和制造业投资同比分别较上月回落 3.5 和 3.8 个百分点至 12.8%和 6.9%, 基建投资受电力投资放缓拖累; 制造业主要行业中, 汽车、食品制造、运输设备等投资增速回落较多, 而计算机通信电子、电气机械、通用设备、有色冶炼等投资增速居前。

图表 7: 10月, 三大投资均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 部分中上游行业投资增速居民



来源: Wind、国金证券研究所

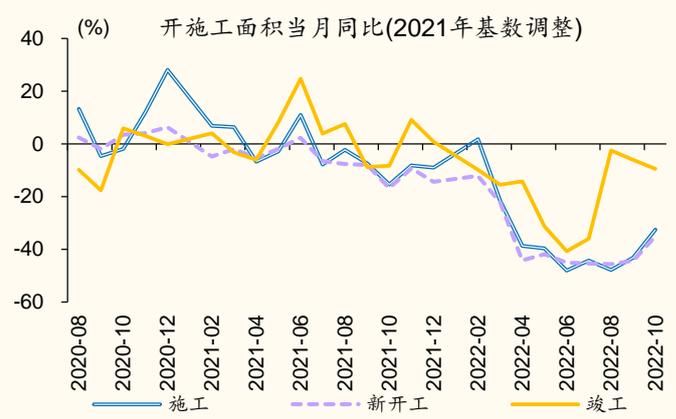
地产投资创新低、销售继续低迷, 稳地产效果有待观察。10月, 房地产投资同比-16%、低于上月的-12.1%, 新开工和施工继续低迷, 竣工连续 2 个月降幅扩大、当月同比-9.4%; 商品房销售面积同比-23.2%、低于上月的-16.2%。地产低迷下, 近期稳地产政策加码, 供给端由侧重“保项目”转向加大“保主体”, 需求端受疫情反复的抑制, 按揭利率降低、“一城一策”等效果尚未显现。

图表 9: 10月, 地产投资与销售同比降幅均扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 10月, 新开工和施工低迷, 竣工修复继续放缓

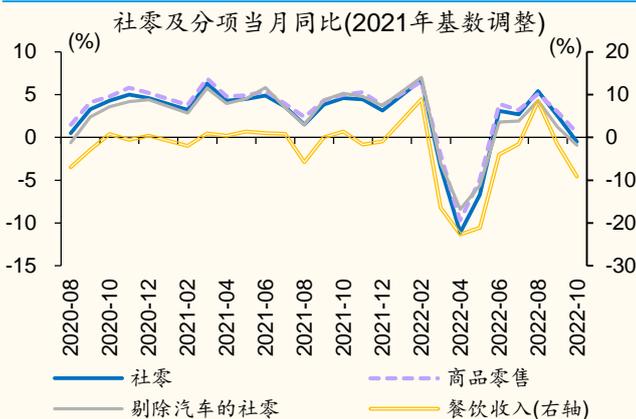


来源: Wind、国金证券研究所

3、消费大幅走弱、就业依然承压, 防疫优化下的疫后修复仍需等待

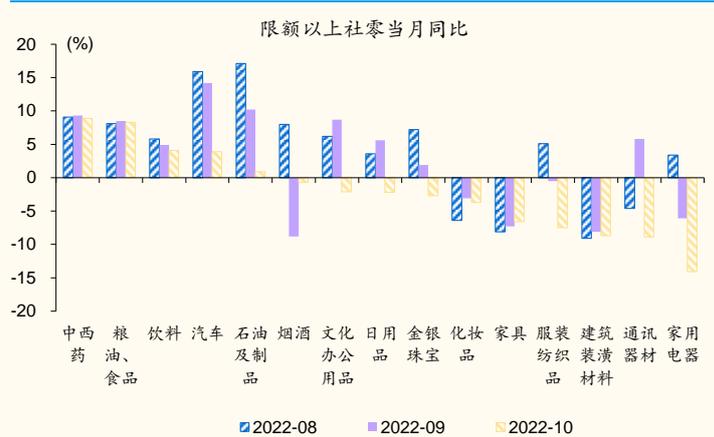
社零再度转负, 疫情影响增强、汽车支撑减弱。10月, 社零同比-0.5%、低于上月的 2.5%, 其中商品消费和餐饮收入同比分别为 0.5%和-9.1%、分别较前值回落 2.5 个和 7.4 个百分点; 限额以上商品社零中, 汽车消费同比只有 3.9%、较上月回落超 10 个百分点, 建筑装饰、家具、家用电器等地产链消费持续低迷, 化妆品、金银珠宝、纺织服装等也明显下滑。

图表 11: 10月, 社零同比转负



来源: Wind、国金证券研究所

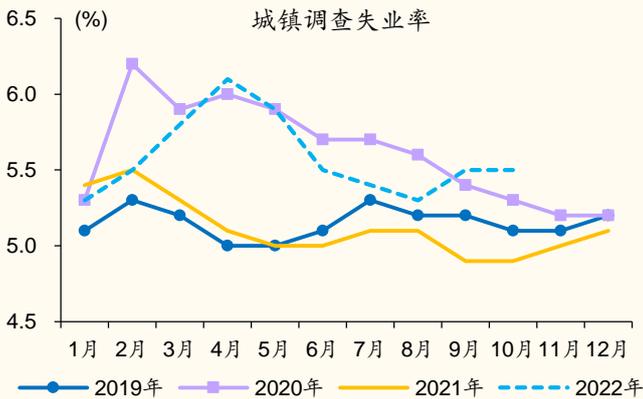
图表 12: 10月, 汽车消费明显回落, 地产链消费低迷



来源: Wind、国金证券研究所

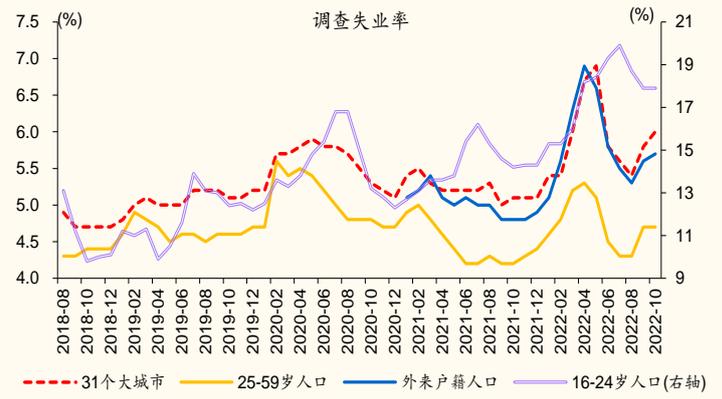
就业对消费的压制尚未缓解, 失业率仍处历史同期高位。10月, 城镇调查失业率 5.5%、持平于上月, 但高于过去四年同期水平; 其中, 16-24 岁和 25-59 岁就业人员调查失业率分别为 4.7%和 17.9%, 均与上月持平; 但 31 个大城市、外来户籍人口失业率均连续 2 个月上升, 10月分别为 6%和 5.7%。

图表 13: 10月, 城镇调查失业率高于历史同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 结构性就业压力依然较大



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 疫情反复、出口加速下滑等, 加大经济阶段性“二次探底”风险。展望明年, 国内回归之年, 经济可以乐观些, 宏观主线转向内需增长为主, 驱动包括稳增长续力带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复及地产企稳等。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放; 房企债务、居民购房意愿等, 继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402