

疫情冲击下经济二次探底

——10月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产相对坚挺。10月份工业增加值同比增长5%，较9月增速下降1.3个百分点。其直接原因是10月份以来疫情的反弹对经济整体造成了较大冲击。不过相对于消费、投资等需求端而言，工业生产的供给端下降的幅度依然相对较小，至今为止，疫情对中国经济是通缩性冲击的逻辑并未改变。与基建相关的行业增长强劲，与消费相关的行业持续走弱，汽车制造业保持较高增速，但边际下降较快。电子设备制造业始终表现较好，高端制造业受到的周期性影响相对较小。随着疫情防控政策逐步放开，新增病例数上升较快，可能会导致阶段性的劳动供给冲击，进而影响工业生产。

消费受疫情冲击较大。10月份社零同比下降0.5%，大幅低于市场预期。近两年国内消费增速与疫情有非常强的负相关性，10月疫情反弹对消费产生较大冲击。消费结构主要分成四大块：第一类是食品类消费，维持相对高的增长，如粮油、食品类和饮料类消费。第二类是受疫情冲击较大的可选消费，均为负增长且降幅边际扩大，如服装、化妆品、金银珠宝、文化用品类消费。第三类是房地产后周期类消费，持续疲软，如家具、家电、建筑装潢类消费。第四类是汽车消费，边际上在走弱。

投资增速全面下行。1-10月固定资产投资累计同比增长5.8%。我们测算单月增速为5%，较9月份下降1.5个百分点。一方面，疫情反弹对施工造成一定阻碍；另一方面，经济下行压力下，企业和居民预期更弱，降低了投资意愿。制造业投资出现明显下降。今年金融系统对于企业融资的支持非常充足，有助于部分企业尤其是高新技术行业的投资增长。但是由于整体经济持续低迷、疫情防控导致企业预期不稳定，企业贷款和投资的意愿始终较低，所以制造业投资难以维持高位。我们认为短期内制造业投资有继续下行的压力，明年疫情的冲击过后可能会企稳回升。基建投资小幅回落。我们认为10月份的小幅走弱可能是疫情反弹阻碍了一些项目的开工。很多大型基建项目方兴未艾，且政策性开发性金融工具也正在提供资金支持，所以我们认为基建投资仍将保持较强的势头，是短期内托底经济的主要力量。房地产投资持续大幅下降。11月份以来，各部委出台了多项政策支持房企融资，有助于缓解优质房企的资金压力，也有助于推动房地产供给端的改善。但

是需求端的改善预计仍需较长时间。

经济将经历一段困难时期。近期随着国内疫情防控放松、房地产纾困政策密集出台，中国经济的长期前景有所改善。但是这个过程是较为漫长的，短期之内房地产政策不会立竿见影，而整体经济则会因疫情的冲击而再度探底。当前国内新增病例持续增加，斜率不亚于3月份之时。这将对短期内经济产生较大的负面冲击，其影响可能在年内持续存在。另一方面，随着外需不断走弱，出口下行的趋势已经较为确定，这意味着经济将经历一段困难时期。为了对冲短期内的经济压力，政策支持力度也需要继续加强。

风险提示：国内疫情快速上升。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产相对坚挺	5
3. 消费受疫情冲击较大	6
4. 投资增速全面下行	7
5. 经济将经历一段困难时期	9

图表目录

图表 1: 工业增加值增速下降.....	5
图表 2: 基建相关行业增长强劲.....	6
图表 3: 消费相关行业表现疲软.....	6
图表 4: 消费大幅下滑.....	6
图表 5: 必选消费维持相对高的增长.....	7
图表 6: 可选消费受冲击较大.....	7
图表 7: 房地产后周期类消费持续疲软.....	7
图表 8: 汽车消费边际走弱.....	7
图表 9: 制造业投资增速下滑.....	8
图表 10: 基建投资小幅回落.....	8
图表 11: 房地产投资持续下滑.....	9
图表 12: 房企到位资金下降.....	9
图表 13: 新增病例快速上升.....	10

1. 数据

中国 10 月工业增加值同比增长 5%，市场预期（Wind，下同）增长 5%，前值 6.3%。

中国 10 月社会消费品零售总额同比下降 0.5%，预期增长 1.7%，前值 2.5%。

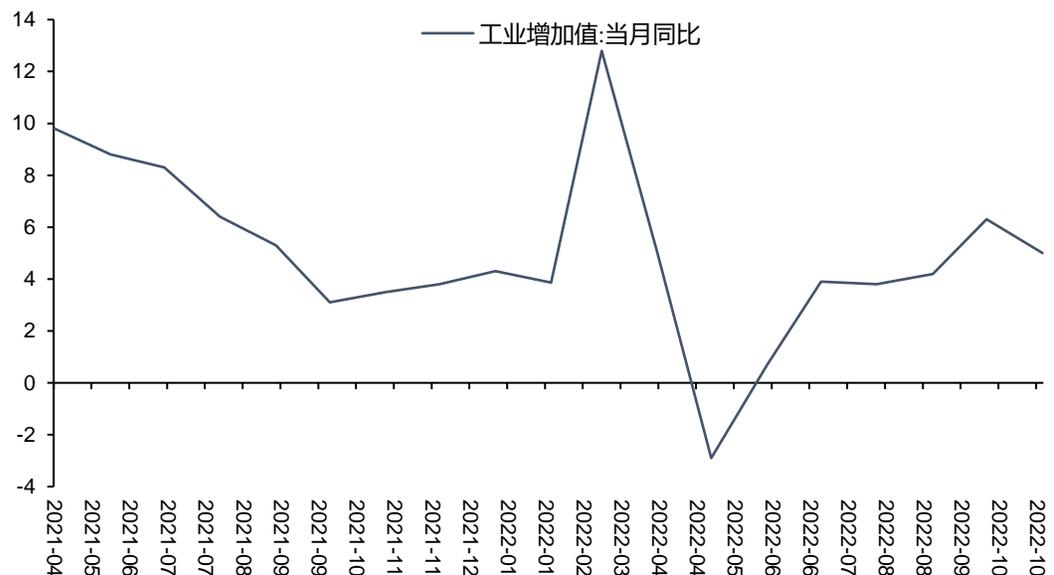
中国 1-10 月固定资产投资累计同比增长 5.8%，预期增长 5.9%，前值 5.9%。

中国 10 月城镇调查失业率为 5.5%，前值 5.5%。

2. 工业生产相对坚挺

10 月份工业增加值同比增长 5%，较 9 月增速下降 1.3 个百分点。其直接原因是 10 月份以来疫情的反弹对经济整体造成了较大冲击。不过相对于消费、投资等需求端而言，工业生产的供给端下降的幅度依然相对较小，至今为止，疫情对中国经济是通缩性冲击的逻辑并未改变。

图表 1：工业增加值增速下降

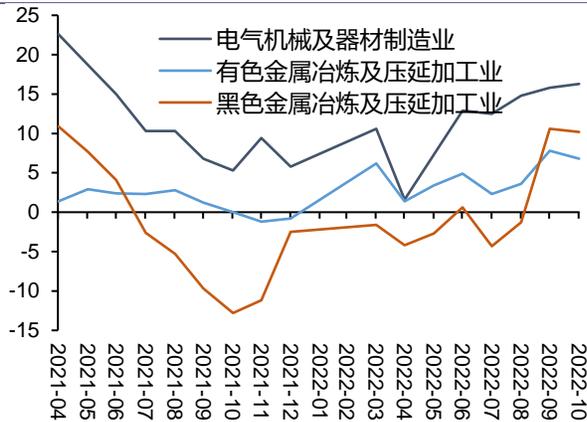


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

行业分化较为明显。与基建相关的行业增长强劲，黑色、有色冶炼加工业保持较高增速，电气机械及器材制造业也持续走高，反映出基建项目正在形成实物工作量、拉动相关需求。与消费相关的行业持续走弱，农副食品加工、纺织等行业均为负增长，饮品制造业增速也持续下滑。汽车制造业保持较高增速，但边际下降较快，同比增速逐渐由 8 月份最高时的 30.5% 下降至 18.7%。但电子设备制造业始终表现较好，高端制造业受到的周期性影响相对较小。

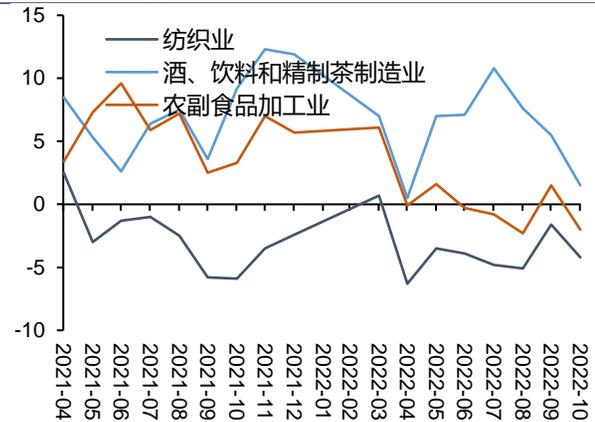
随着疫情防控政策逐步放开，新增病例数上升较快，可能会导致阶段性的劳动供给冲击，进而影响工业生产。从周边国家和地区疫情放开的经验来看，这一冲击是阶段性的，不会影响中国供应链的长期优势。但短期影响也值得关注。

图表 2: 基建相关行业增长强劲



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 消费相关行业表现疲软

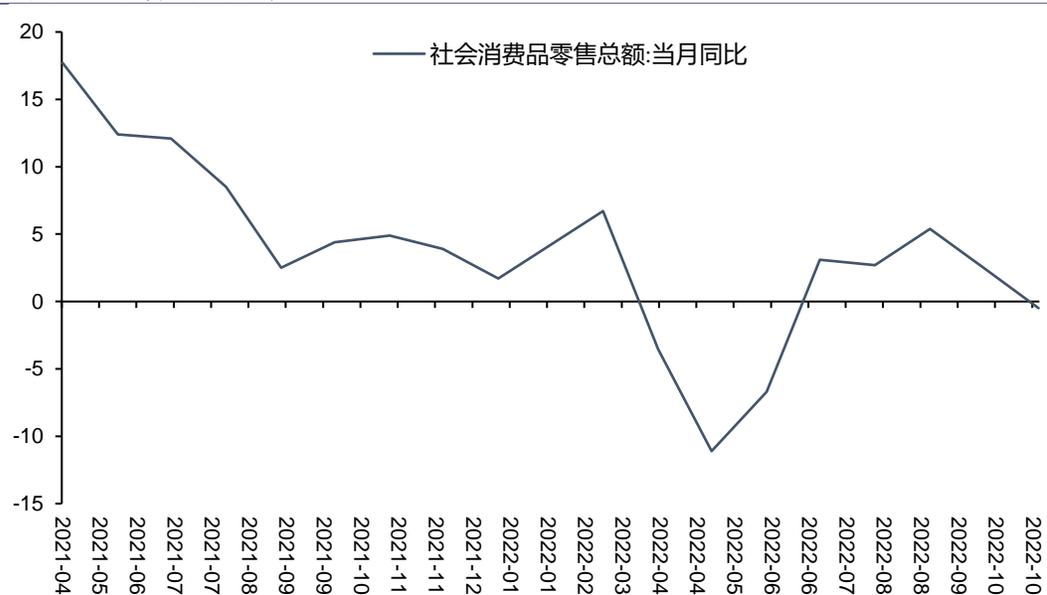


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 消费受疫情冲击较大

10 月份社零同比下降 0.5%，大幅低于市场预期。近两年国内消费增速与疫情有非常强的负相关性，10 月疫情反弹对消费产生较大冲击。

图表 4: 消费大幅下滑



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

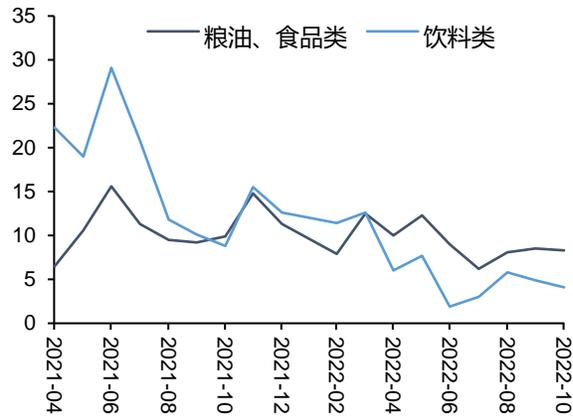
消费结构主要分成四大块:

第一类是食品类消费,维持相对高的增长。粮油、食品类和饮料类消费增速分别为 8.3%和 4.1%。因为疫情对必选消费冲击较小,而且食品类 CPI 涨幅较大,拉动名义消费。

第二类是受疫情冲击较大的可选消费,均为负增长且降幅边际扩大。比如服装、化妆品、金银珠宝、文化用品类消费分别同比下降 7.5%、3.7%、2.7%和 2.1%。这是疫情反弹的直接影

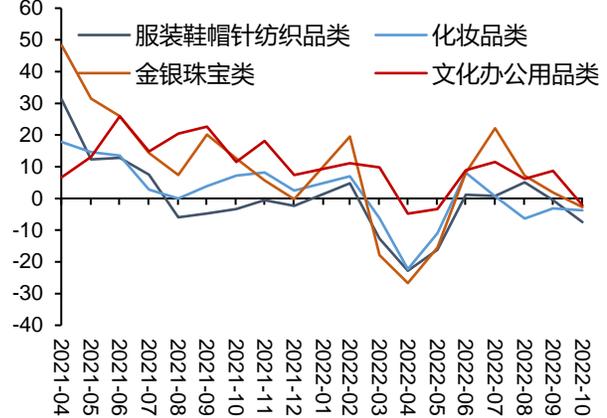
响，并可能随着病例的增加而进一步走弱。

图表 5：必选消费维持相对高的增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：可选消费受冲击较大

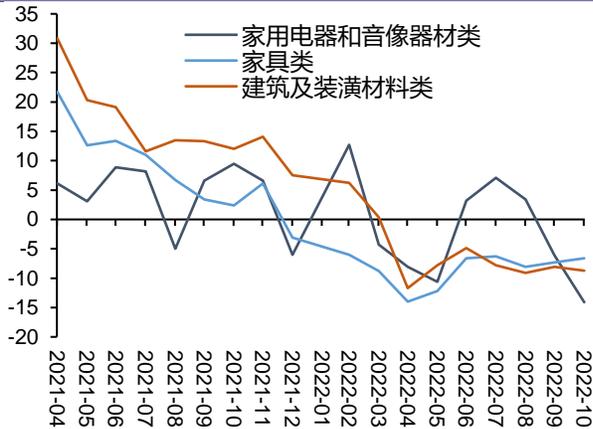


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三类是房地产后周期类消费，持续疲软。家具、家电、建筑装潢类消费分别同比下降 6.6%、14.1%和 8.7%。房地产行业的持续低迷导致地产后周期行业的消费不振。近期房地产政策加大了放松力度，但是传导至竣工及消费端还需要较长时间，预计房地产后周期类消费还将低迷较长时间。

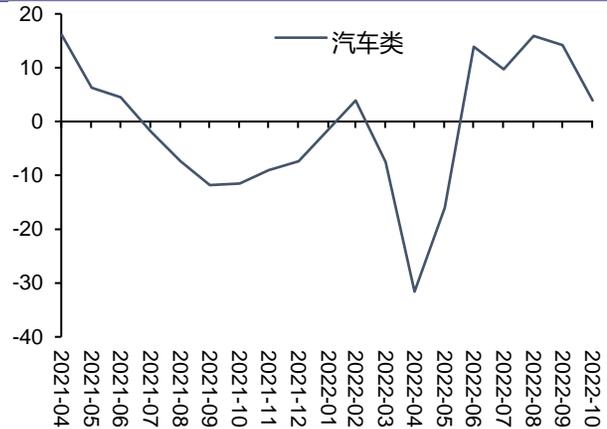
第四类是汽车消费，边际上在走弱。5 月份以来汽车消费持续保持较高增速，是整体消费的重要拉动因素。这一方面是二季度上海疫情中挤压的需求延迟释放，另一方面是汽车消费刺激政策力度较大。不过汽车消费的高增是阶段性的，在居民整体收入没有出现改善的情况下，其持续性不强。10 月汽车消费同比回落至 3.9%，此前两位数的高增长阶段可能已经过去。

图表 7：房地产后周期类消费持续疲软



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：汽车消费边际走弱



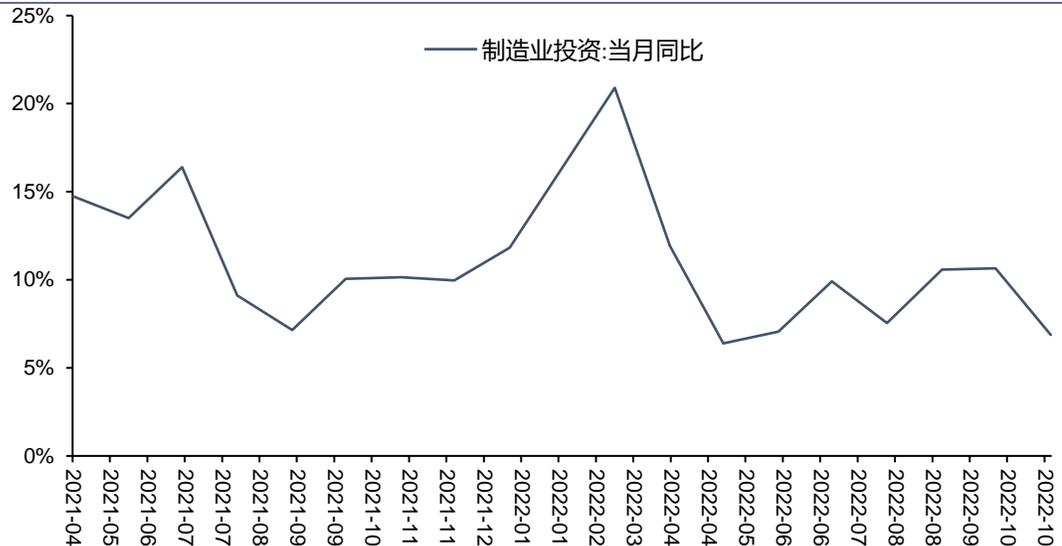
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 投资增速全面下行

1-10 月固定资产投资累计同比增长 5.8%。我们测算单月增速为 5%，较 9 月份下降 1.5 个百分点。一方面，疫情反弹对施工造成一定阻碍；另一方面，经济下行压力下，企业和居民预期更弱，降低了投资意愿。

制造业投资出现明显下降。1-10月累计同比增速为9.7%，10月单月同比增速为6.9%，较9月下降3.8个百分点。今年金融系统对于企业融资的支持非常充足，有助于部分企业尤其是高新技术行业的投资增长。但是由于整体经济持续低迷、疫情防控导致企业预期不稳定，企业贷款和投资的意愿始终较低，所以制造业投资难以维持高位。我们认为短期内制造业投资有继续下行的压力，明年疫情的冲击过后可能会企稳回升。

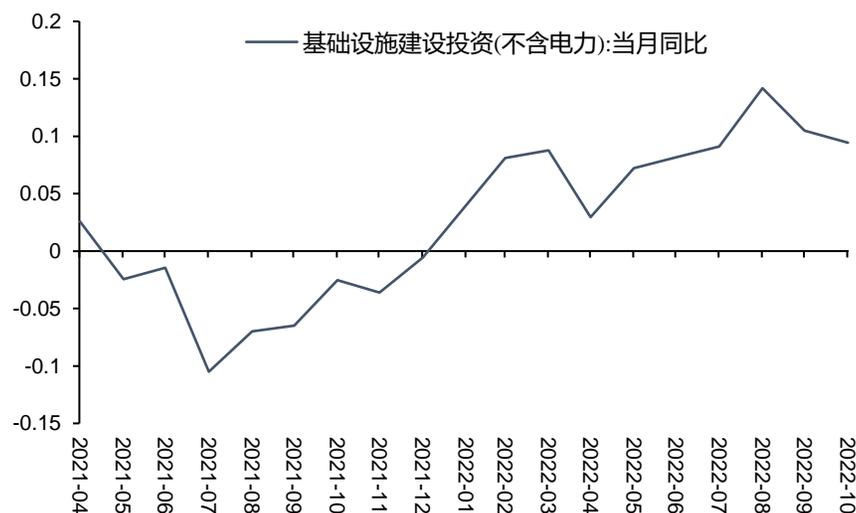
图表 9：制造业投资增速下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

基建投资小幅回落。1-10月基建投资（不含电力）累计同比增速为8.7%，我们测算10月单月增速为9.4%，较9月回落1.1个百分点。我们认为10月份的小幅走弱可能是疫情反弹阻碍了一些项目的开工。很多大型基建项目方兴未艾，且政策性开发性金融工具也正在提供资金支持，所以我们认为基建投资仍将保持较强的势头，是短期内托底经济的主要力量。

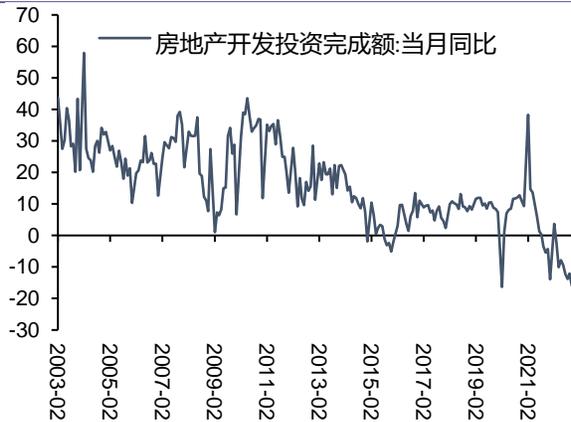
图表 10：基建投资小幅回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

房地产投资持续大幅下降。1-10月房地产开发投资同比下降8.8%，10月单月下降16%，这是历史上除了2020年2月全面封城之外房地产投资单月最低增速。需求端来看，商品房销售面积当月同比下降23.2%，9月份的阶段性改善在10月未能延续。供给端来看，新开工面积当月同比下降35%，降幅较9月有所收窄，但主要原因是基数效应而非内生改善。竣工面积同比下降9.42%，显示出房企交楼的困难仍大。商品房销售的回落导致房企资金来源也随之下降，当月同比下降26%，降幅较9月扩大。11月份以来，各部委出台了多项政策支持房企融资，有助于缓解优质房企的资金压力，也有助于推动房地产供给端的改善。但是需求端的改善预计仍需较长时间。

图表 11：房地产投资持续下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 12：房企到位资金下降



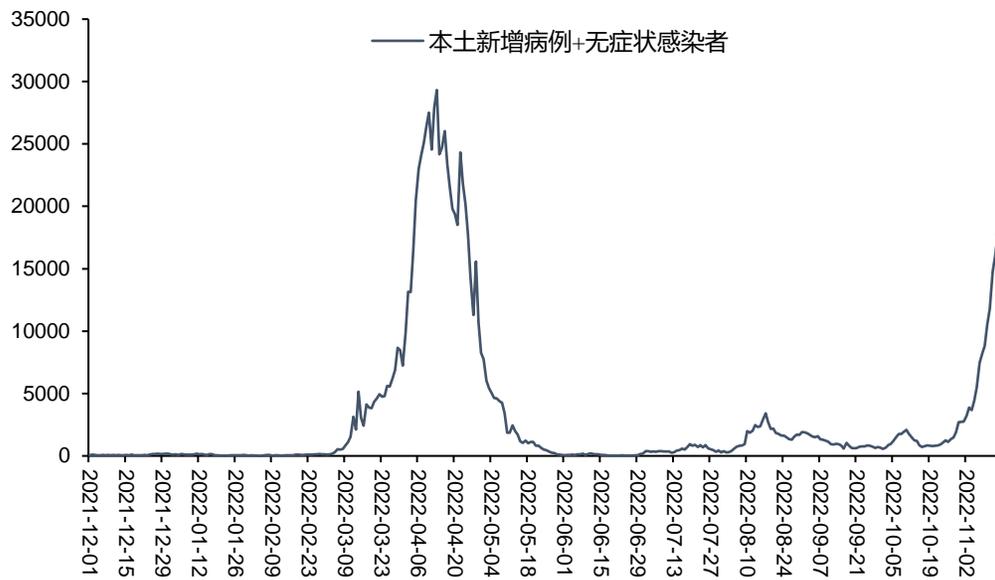
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

5. 经济将经历一段困难时期

近期随着国内疫情防控放松、房地产纾困政策密集出台，中国经济的长期前景有所改善。但是这个过程是较为漫长的，短期之内房地产政策不会立竿见影，而整体经济则会因疫情的冲击而再度探底。

当前国内新增病例持续增加，斜率不亚于3月份之时。这将对短期内经济产生较大的负面冲击，其影响可能在年内持续存在。另一方面，随着外需不断走弱，出口下行的趋势已经较为确定，这意味着经济将经历一段困难时期。为了对冲短期内的经济压力，政策支持力度也需要继续加强。

图表 13: 新增病例快速上升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示: 国内疫情快速上升。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许弈	13611858673	zhouxy@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国峰	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。