



# 经济复苏进程遇阻，促内需仍为关键

## ——东海看数据之：10月经济数据

### 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

### 证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

### 投资要点：

- 11月15日，国家统计局公布10月经济数据。10月，社会消费品零售总额当月同比-0.5%，前值2.5%；规模以上工业增加值当月同比5%，前值6.3%；固定资产投资完成额累计同比5.8%，前值5.9%。据测算，制造业投资当月同比6.9%，前值10.7%；基建投资（不含电力）当月同比9.4%，前值10.5%；房地产开发投资当月同比-16%，前值-12.1%。
- 总体来看，受疫情升温、外需走弱等因素影响，10月宏观经济数据表现不佳，四季度开局经济下行压力有所加大，后续需要更多支持政策出台，政策面近期已有所表现。从经济增长动力来看，基建和制造业投资仍是重要支柱，消费和房地产投资则是主要短板。
- 出行相关消费受影响较大，餐饮收入增速再下探，可选消费表现弱势。10月，全国新冠肺炎确诊和无症状病例共计39888例，较9月增加9332例，与出行相关的消费零售额受负面影响较大。10月餐饮收入当月同比-8.1%；商品零售增速下行，汽车类消费快速回落，可选消费仍较低迷。线上和线下明显分化。网上商品和服务零售额同比14.8%；线下零售额同比-6.8%。展望11月，随着全国疫情防控措施的不断优化，消费数据存在一定改善空间，但大幅回升的可能性较小。
- 地产投资再度下行，“保交楼”政策效果显现。10月地产系数据低迷表明房地产仍处于筑底状态，新开工面积、施工面积和竣工面积增速累计同比分别为-37.8%、-5.7%和-18.7%，其中竣工面积增速连续三个月保持回暖势头，体现出“保交楼”政策效果逐步显现。销售方面，防疫管控措施对线下购房场景有所限制，商品房销售企稳势头并不明显。
- 制造业投资增速高位回落。受需求收缩影响，10月当月制造业投资增速较前值回落3.8个百分点。10月制造业采购量PMI和生产经营活动预期PMI均较上月回落0.9个、0.8个百分点，反映出制造业企业采购意愿不强、生产经营活动预期转弱。高技术制造业仍然保持高速增长，10月累计同比23.6%，比全部制造业投资增速高出13.9个百分点。
- 基建投资增速维持高位。随着地方专项债发行加快，政策性开发性金融工具有效投放，交通水利、公共设施等基础设施建设节奏较快，基建投资增速持续位于高位。今年以来政策面加大了逆周期调节力度，近期疫情虽有所抬头，但对基建施工的影响较为有限，预计基建投资将继续在稳住经济大盘中发挥支撑作用。
- 工业生产增速放缓。在外需回落的背景下，10月，规模以上工业增加值当月同比增速较9月下降1.3个百分点。其中，高技术产业表现亮眼，10月高技术产业工业增加值同比10.6%；与房地产施工相关性较强的粗钢、水泥等原材料工业增速走弱。
- 展望后市，国家优化疫情防控措施，放宽出行限制，有利于出行相关消费恢复，但冬季新冠病毒活性较强，疫情防控挑战仍然较大，消费恢复的程度还有较大不确定性。房地产方面国家出台了一系列支持政策，支持房地产企业融资，支持个人住房贷款合理需求，改善房企投资预期，有利于房地产行业企稳回升，但短期大幅回升的难度较大。叠加外需回落，出口增速下行可能性较大，总体经济可能会有所恢复，但稳增长压力仍然较大。如果消费、房地产等恢复稳定不及预期，估计国家可能会进一步出台支持性政策，稳定经济增速，可以关注中央经济工作会议可能会出台的政策措施。
- 风险提示：1) 疫情超预期影响；2) 政策落地不及预期；3) 海外局势变化超预期。

## 正文目录

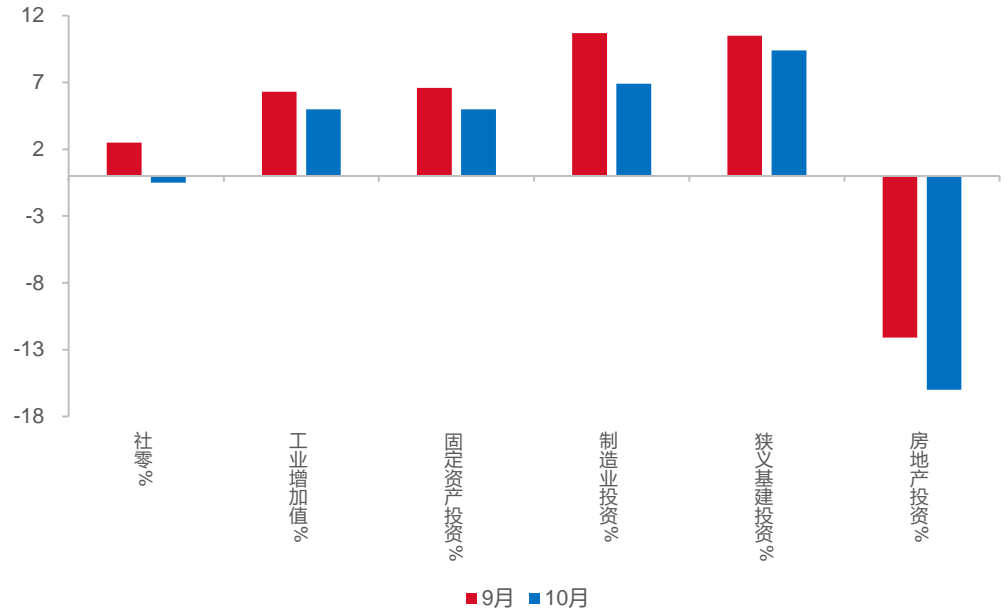
1. 内需：消费增速明显弱于市场预期 .....	4
2. 投资：基建稳定增长，房地产再度下行 .....	6
3. 供给：工业生产动力走弱 .....	10
4. 就业：总体稳定，失业率与上月持平.....	11
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1 经济数据概览 ( 当月同比 ), % .....	4
图 2 社会消费品零售总额当月同比, % .....	5
图 3 商品零售、餐饮收入当月同比, % .....	5
图 4 除汽车以外消费品零售当月同比, % .....	6
图 5 分产品零售增速变化, % .....	6
图 6 线上及线下消费当月同比, % .....	6
图 7 全国确诊和无症状病例数量, 例 .....	6
图 8 固定资产投资完成额当月同比, % .....	7
图 9 固定资产投资各分项, % .....	7
图 10 制造业投资累计同比, % .....	7
图 11 制造业投资各行业累计同比, % .....	7
图 12 制造业 PMI, % .....	8
图 13 制造业 PMI 各分项, % .....	8
图 14 狭义基建投资累计同比, % .....	8
图 15 基建投资各分项累计同比, % .....	8
图 16 房地产投资和销售当月同比, % .....	9
图 17 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比, % .....	9
图 18 房地产开发企业资金来源累计同比, % .....	10
图 19 30 大中城市商品房成交面积增速, % .....	10
图 20 规模以上工业增加值当月同比, % .....	11
图 21 规模以上工业增加值各分项, % .....	11
图 22 高技术产业工业增加值当月同比, % .....	11
图 23 工业增加值增速较高的三个行业, % .....	11
图 24 全国城镇调查失业率, % .....	12
图 25 16-24 岁劳动力调查失业率季节性规律, % .....	12

**事件：**11月15日，国家统计局公布10月经济数据。10月，社会消费品零售总额当月同比-0.5%，前值2.5%；规模以上工业增加值当月同比5%，前值6.3%；固定资产投资完成额累计同比5.8%，前值5.9%。据测算，制造业投资当月同比6.9%，前值10.7%；基建投资（不含电力）当月同比9.4%，前值10.5%；房地产开发投资当月同比-16%，前值-12.1%。

**图1 经济数据概览（当月同比），%**



资料来源：Wind，东海证券研究所

总体来看，受疫情升温、外需走弱等因素影响，10月宏观经济数据表现不佳，四季度开局经济下行压力有所加大，后续需要更多支持政策出台，政策面近期已有所表现。11月11日出台的优化疫情防控工作二十条新规，有望削弱疫情因素对宏观经济的冲击力度；金融支持房地产十六条政策有望缓解房企资金压力，改善居民购房预期。

从经济增长动力来看，基建和制造业投资仍是重要支柱，消费和房地产投资则是主要短板。展望后市，国家优化疫情防控措施，放宽出行限制，有利于出行相关消费恢复，但冬季新冠病毒活性较强，疫情防控挑战仍然较大，消费恢复的程度还有较大不确定性。房地产方面国家出台了一系列支持政策，支持房地产企业融资，支持个人住房贷款合理需求，改善房企投资预期，有利于房地产行业企稳回升，但短期大幅回升的难度较大。叠加外需回落，出口增速下行可能性较大，总体经济可能会有所恢复，但稳增长压力仍然较大。如果消费、房地产等恢复稳定不及预期，估计国家可能会进一步出台支持性政策，稳定经济增速，可以关注中央经济工作会议可能会出台的政策措施。

## 1. 内需：消费增速明显弱于市场预期

10月，社会消费品零售总额为4.03万亿元，当月同比-0.5%，预期1.7%，前值为2.5%，社零自今年6月以来再次转负。10月社零环比-0.68%，为今年以来的次低值，且明显弱于往年同期水平。我们认为，除此前一直提到的居民收入增速下降、居民对未来收入预期信心不足等因素外，短期内疫情干扰下居民出行受限，对消费的冲击力度仍然较大。

**居民消费需求整体不足。**10月全国多地疫情散发，汽车终端门店进店量有所下滑，9月表现亮眼的汽车类消费快速回落，10月汽车类消费同比3.9%，较上月下降10.3个百分点，降幅较上月扩大8.6个百分点。除汽车以外的消费品零售额当月同比-0.9%，较前值下降2.1个百分点，比社零总额的-0.5%低0.4个百分点，指向居民消费需求整体不足。

**出行相关消费受影响较大，餐饮收入增速再度下探，可选消费表现弱势。**分类别来看，10月餐饮收入当月同比-8.1%，较前值进一步下行6.4个百分点，继续维持负增长。商品零售方面，10月同比0.5%，较前值下降2.5个百分点，可选消费仍是主要拖累项。其中，通讯器材、文化办公用品、家电和音像器材等可选消费表现较为弱势，当月同比增速分别为-8.9%、-2.1%和-14.1%，分别较前值下降14.7个、10.8个和8个百分点。化妆品和金银珠宝增速仍低位徘徊，前者同比-3.7%（前值-3.1%），后者同比-2.7%（前值1.9%）。

**线上和线下消费明显分化。**分消费场景来看，10月网上商品和服务零售额同比14.8%，较前值上升6个百分点，创2021年4月以来新高，且显著高于社零总额，指向10月电商促销对网上零售消费增速的提升具有一定的促进作用。其中，实物商品网上零售额同比22.1%，较前值上升7.6个百分点；实物商品网上零售额占社零总额比重为26.2%，较前值上升0.5个百分点。10月，全国新冠肺炎确诊和无症状感染者共计39888例，较9月增加9332例。受区域疫情反复和加强防范措施的影响，10月线下零售额同比-6.8%，降幅较上月再次扩大2.8个百分点。

**展望11月，随着全国疫情防控措施的不断优化，消费数据存在一定改善空间，但明显回暖的可能性较小。**主要原因有二：1）11月11日国务院颁布的疫情防控工作二十条新规使防控措施更加精准，但各地在执行落实和优化调整现有防疫政策后形成稳定的防控新态势需要一定时间，短期内二十条新规对消费数据的企稳影响相对有限；2）11月上旬居民出行半径仍然较小。高频数据显示，11月上旬北京、广州、成都等大型城市地铁客运量较10月中下旬偏小，如11月1日至15日广州地铁客运量较10月15日至31日减少50.5%，居民出行受限将对消费复苏进程形成制约。

图2 社会消费品零售总额当月同比，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 商品零售、餐饮收入当月同比，%



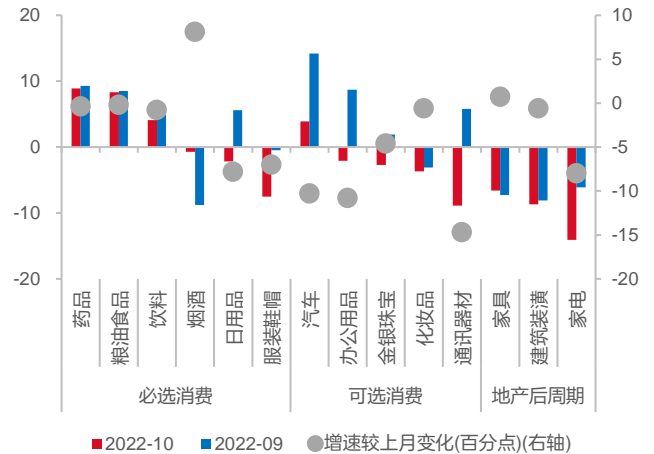
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 除汽车以外消费品零售当月同比, %



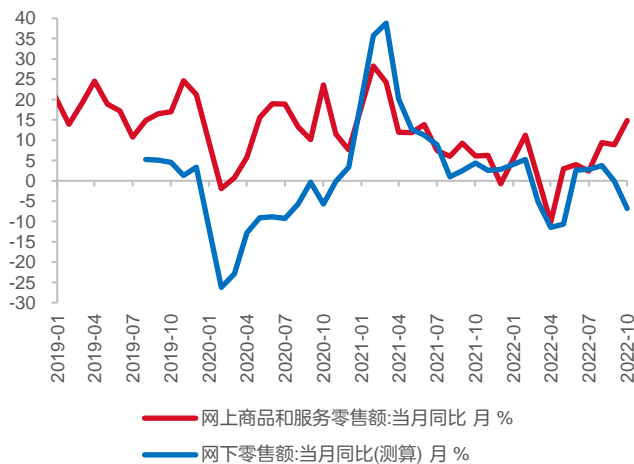
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 分产品零售增速变化, %



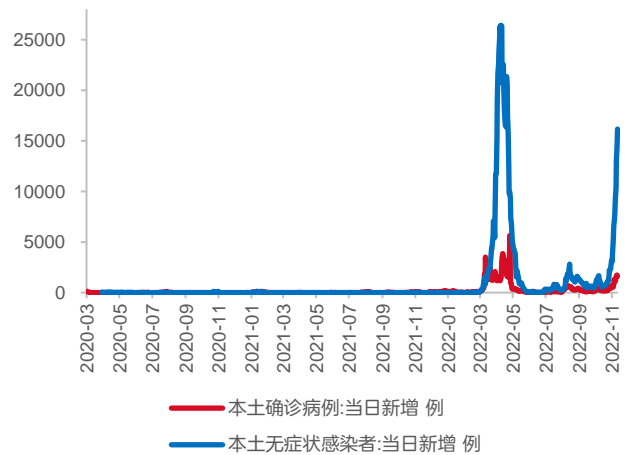
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 线上及线下消费当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 全国确诊和无症状病例数量, 例



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.投资: 基建稳定增长, 房地产再度下行

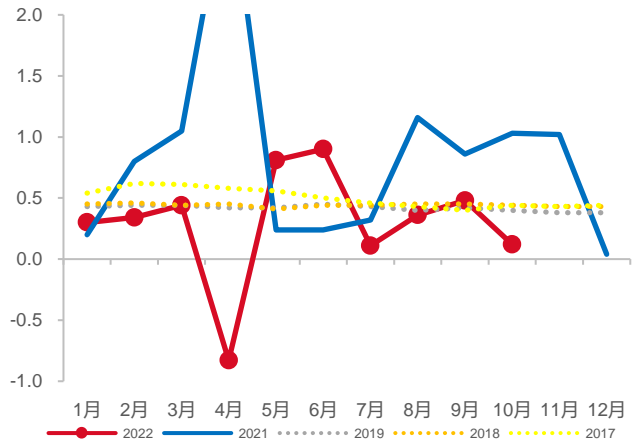
据测算, 10月, 固定资产投资完成额当月同比 5%, 较前值回落 1.6 个百分点, 其中制造业投资当月同比 6.9%, 前值 10.7%; 基建投资(不含电力)当月同比 9.4%, 前值 10.5%; 房地产开发投资当月同比-16%, 前值-12.1%。

图8 固定资产投资完成额当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 固定资产投资各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**制造业投资增速高位回落。**受国内外需求收缩等因素影响, 10月制造业投资累计同比9.7%, 较前值下降0.4个百分点; 当月同比增速较前值下降3.8个百分点。10月制造业PMI较上月下降0.9个百分点, 位于荣枯线以下。其中, 采购量PMI和生产经营活动预期PMI均较上月回落0.9个、0.8个百分点, 指向制造业企业采购意愿不强、生产经营活动预期转弱, 导致产成品库存和原材料库存被动上升(二者10月PMI分别上升0.7个、0.1个百分点)。

为推动经济转型升级, 着力解决关键技术领域“卡脖子”问题, 政策层面对制造业投资的支持力度较强, 10月高技术制造业仍然保持高速增长, 累计同比23.6%, 较上月上升0.2个百分点, 比10月全部制造业投资增速高出13.9个百分点。其中, 电子设备累计同比20.8%, 较上月上升0.9个百分点。

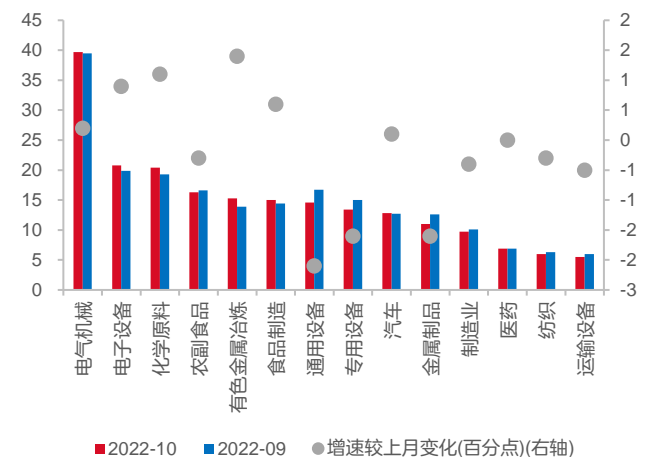
从其他细分行业来看, 部分高耗能产业投资保持较高增长, 化学原料及制品、有色金属冶炼及压延加工延续亮眼表现, 增速分别较上月上升1.1个、1.4个百分点; 通用设备和专用设备增速放缓, 分别较上月下降2.1个、1.6个百分点。

图10 制造业投资累计同比, %



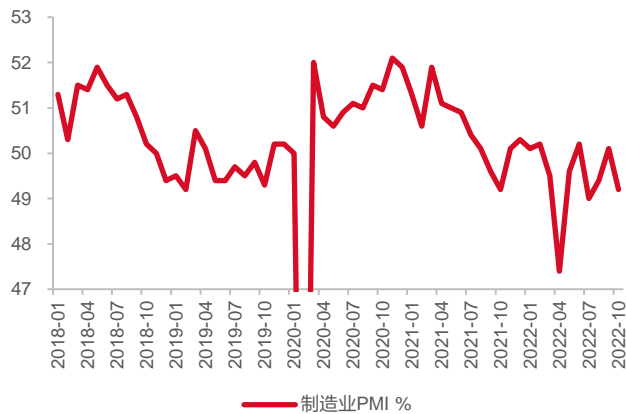
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 制造业投资各行业累计同比, %



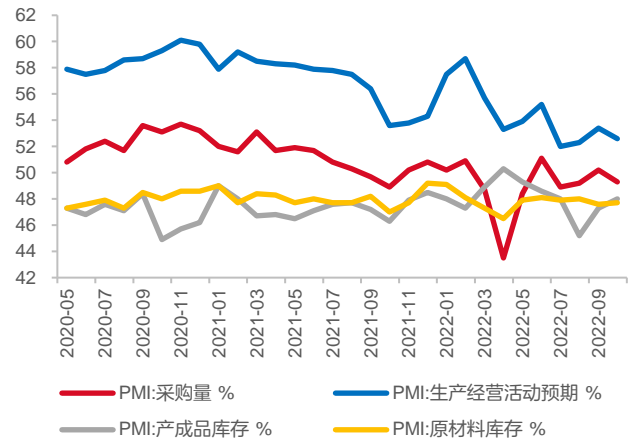
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 制造业 PMI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**基建投资增速维持高位。**10月狭义基建投资累计同比8.7%，较前值上升0.1个百分点；当月同比9.4%，较前值下降1.1个百分点。8月国常会提出的“依法用好5000多亿专项债结存限额，并在10月底前发行完毕”，10月新增专项债发行规模为4279亿元。随着地方专项债发行加快，政策性开发性金融工具有效投放，交通水利、公共设施等基础设施建设节奏较快，基建投资持续回升。分项来看，交通运输、仓储和邮政业累计同比增速较前值上升0.3个百分点（10月为6.3%），水利、环境和公共设施管理业累计同比增速高位小幅回落0.2个百分点（10月为12.6%）。从内部结构来看，公共设施管理和水利管理业仍然保持较高增速，二者累计同比分别为12.7%和14.8%。

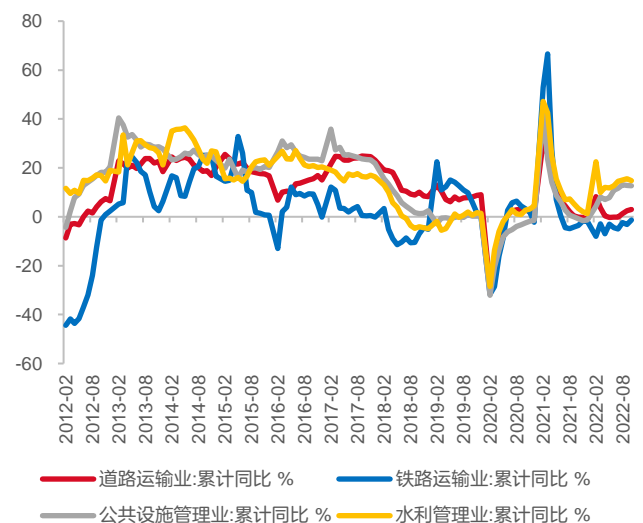
总体来看，今年以来政策面加大了逆周期调节力度，基建投资保持较高增长普遍符合市场预期。近期疫情虽有所抬头，但对基建施工的整体影响有限，这可从10月挖掘机开工小时数得到印证。10月当月，全国挖掘机开工小时数为102.1小时，环比上升2.4个百分点。在年底资金相对充裕、重大项目集中开工的情况下，预计基建投资将继续在稳住经济大盘中发挥支撑作用。

图14 狭义基建投资累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 基建投资各分项累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**地产投资再度下探，“保交楼”政策效果显现。**10月房地产投资累计同比-8.8%，较前值下降0.8个百分点，降幅再次扩大；当月同比-16%，较前值下降3.9个百分点。10月，



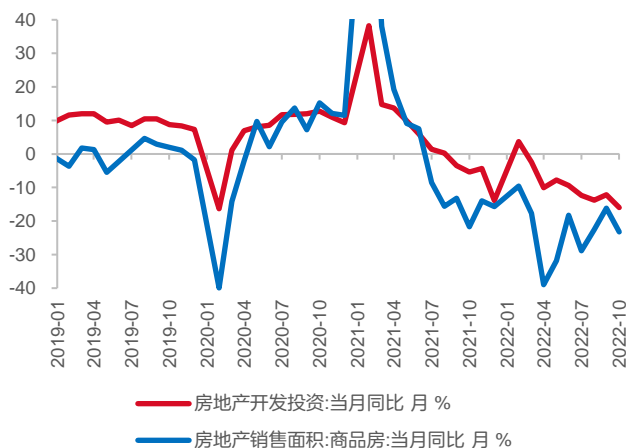
房屋新开工面积、施工面积和竣工面积增速累计同比分别为-37.8%、-5.7%和-18.7%，其中竣工面积增速连续三个月保持回暖势头，体现出“保交楼”政策效果逐步显现。但同时，供给端的政策重心在于“保交楼”而非保房企，房企可能需要更长时间来修复资产负债表，当前房企拿地和开工的意愿较低是10月房地产投资再度下行的的重要原因。

**销售未见明显回暖，房企资金压力仍存。**销售方面，10月商品房销售面积为9757万平方米，当月同比下降23.2%，较9月份再度回落7.1个百分点；商品房销售额当月同比下降23.7%，较9月份回落9.5个百分点。当前居民收入的稳定性仍然受到疫情因素干扰，防疫管控措施对线下购房场景也有所限制，导致商品房销售回暖势头并不明显。

资金方面，10月房地产开发企业资金来源累计同比下降24.7%，较前值小幅回落0.2个百分点。其中，与销售端密切相关的个人按揭贷款、定金及预收款仍未有起色，分别累计下降24.5%和33.8%。11月11日央行和银保监会联合印发的《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》涉及债券融资、开发贷、信托贷款、并购贷、贷款展期、等多项支持房企融资的政策措施，预计优质房企的融资需求将保持稳定，受困房企的出清速度将进一步加快，有助于房地产“软着陆”。

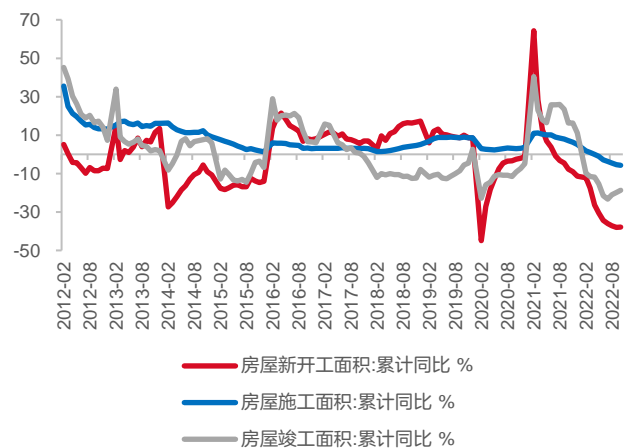
总体来看，10月地产系数数据表明房地产仍处于筑底状态。目前制约房地产投资企稳回升的两大核心因素是：1) 部分房企陷入困境导致预期偏弱，投资意愿不强；2) 居民购房意愿低迷，楼市成交冷淡。而后者又在一定程度上制约前者转好，因此需求端转暖是房地产转头上行的先决条件。

图16 房地产投资和销售当月同比，%



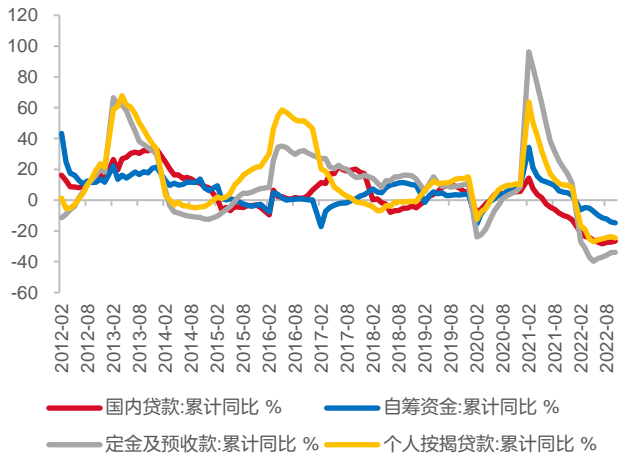
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 房地产开发企业资金来源累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 30大中城市商品房成交面积增速, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.供给：工业生产动力走弱

**工业生产增速放缓。**在外需回落的背景下，10月，规模以上工业增加值当月同比5%，较9月下降1.3个百分点。分三大门类来看，采矿业增加值当月同比4%，较上月回落3.2个百分点；制造业增加值当月同比5.2%，较上月回落1.2个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业增加值当月同比4%，较上月上升1.1个百分点。分行业来看，汽车制造业、电气机械及器材、黑色金属冶炼及压延加工业增长较快，同比分别增长18.7%、16.3%、10.2%，其中电气机械及器材涨幅较9月扩大0.5个百分点。此外，受房地产施工偏弱影响，粗钢、水泥等原材料工业增速走弱。

**高技术产业表现亮眼。**中国产业升级发展态势延续，技术含量高、附加值较高的高技术制造业持续保持较快增长。10月高技术产业延续亮眼表现，高技术产业工业增加值同比10.6%，较9月上升1.3个百分点。据国家统计局表示，10月电子及通信设备制造业增加值同比16.6%，移动通信基站设备、5G智能手机产量同比分别增长2.8倍和18.4%。随着生产智能化改造不断深入，对相关行业和产品带动也在不断增强，10月工业控制计算机及系统、工业机器人产量同比分别增长44.7%和14.4%。

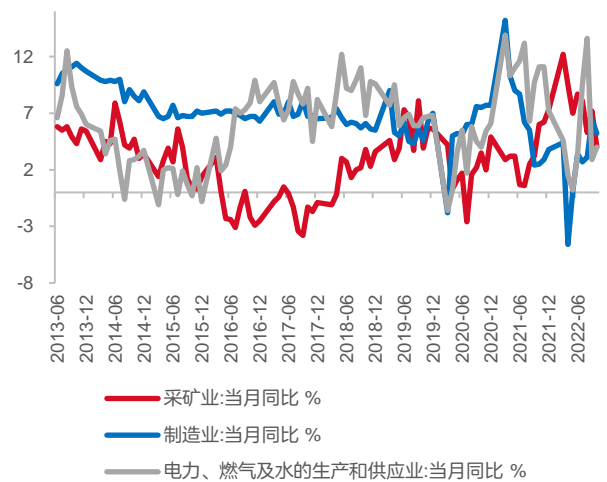
展望后续，10月出口同比转入负增长区间，外需对国内工业生产的拉动或将逐步减弱；10月PMI再次位于荣枯线之下，其中生产指数回落1.9个百分点至49.6%。但年底基建投资有望继续保持较高增长，制造业投资韧性强，二者将合力拉动相关工业品需求，对工业生产起到积极的提振作用。

图20 规模以上工业增加值当月同比, %



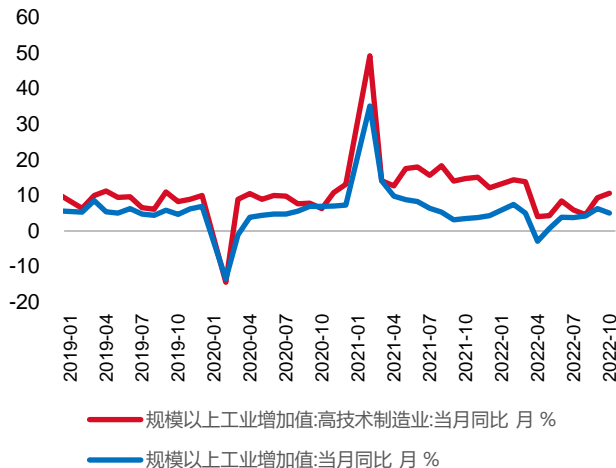
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 规模以上工业增加值各分项, %



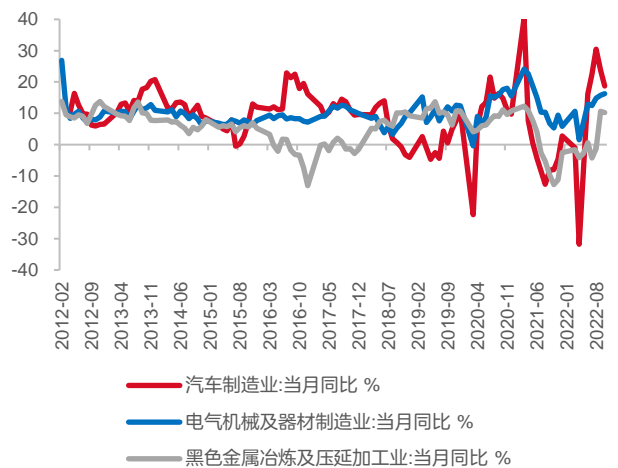
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 高技术产业工业增加值当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图23 工业增加值增速较高的三个行业, %

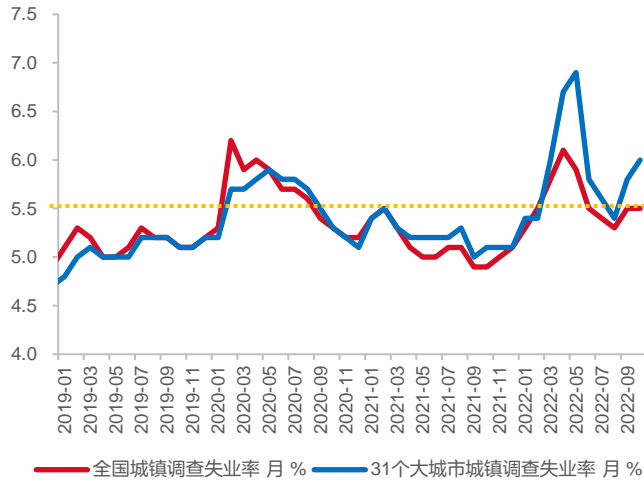


资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 4. 就业: 总体稳定, 失业率与上月持平

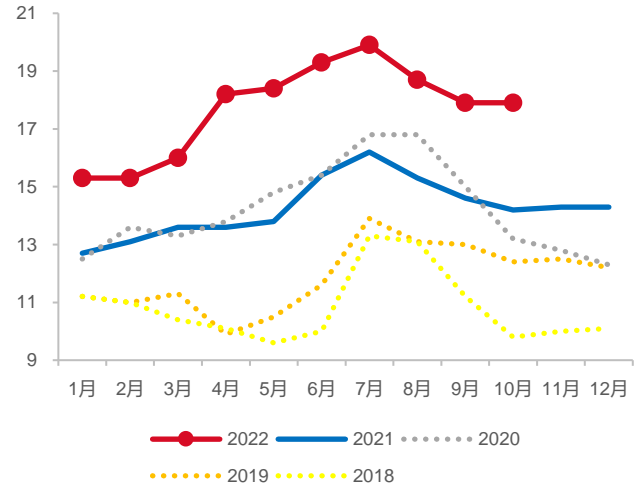
稳就业政策持续发力。10月, 全国城镇调查失业率为5.5%, 与上月持平; 16-24岁、25-29岁劳动力调查失业率分别为17.9%、4.7%, 均与上月持平。此外, 31个大城市城镇调查失业率为6%, 较9月小幅上升0.2个百分点。10月服务业生产指数当月同比为0.1%, 较9月回落1.2个百分点, 疫情反复多发对服务业的负面影响或导致大城市调查失业率有所上升。

图24 全国城镇调查失业率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 16-24岁劳动力调查失业率季节性规律，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.风险提示

疫情超预期影响；政策落地不及预期；海外局势变化超预期。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089