

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济复苏存反复 增量政策在路上 —10月经济数据点评

2022年11月15日

分析师:

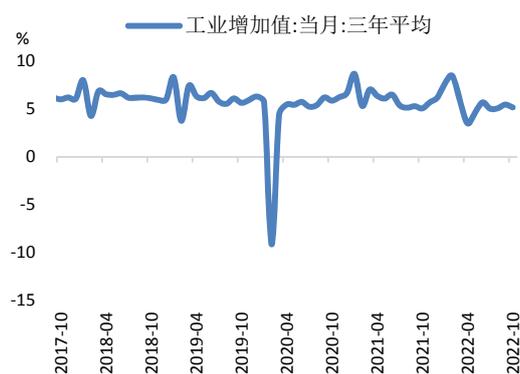
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《供需反弹推动 PMI 回升至扩张区间—9月 PMI 数据点评》
2. 《经济持续复苏 力度稍显不足—8月经济数据点评》
3. 《产需回落拖累 PMI 超季节性下行—10月 PMI 数据点评》

内容提要:

10月工业增加值同比增长5.0%，预期增长5.0%，前值增长6.3%；1-10月固定资产投资累计同比增长5.8%，预期增长5.9%，前值增长5.9%；10月社会消费品零售总额同比回落0.5%，预期增长1.7%，前值增长2.5%。

生产端相对平稳增长。虽然高技术制造业与装备制造业拉动作用明显，但疫情冲击、需求偏弱影响工业生产端复苏。从11月前半个月开工率看，多数行业继续回落。

疫情冲击下的消费端再度疲弱，多数商品消费增速放缓。当前居民谨慎预期尚存，收入增速复苏相对较慢，消费难以快速回暖。

投资增速弱于预期，其中基建投资、制造业投资平稳增长，房地产投资仍在探底。不过，在持续增量政策的逐步推动下，民营房企融资困境或得到一定程度缓解，保交楼效应发挥作用，房地产投资有望触底回升。

展望未来，近期稳增长政策加码出台有助于提振信心，但疫情反复、需求和信心偏弱等约束尚存，叠加国内通胀水平较低，增量政策或将继续出台。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 11 月 15 日公布的数据显示，10 月工业增加值同比增长 5.0%（预期值来源为 Wind，下同），预期增长 5.0%，前值增长 6.3%；1-10 月固定资产投资累计同比增长 5.8%，预期增长 5.9%，前值增长 5.9%；10 月社会消费品零售总额同比回落 0.5%，预期增长 1.7%，前值增长 2.5%。

点评：10 月经济数据多数低于预期，疫情冲击下的经济复苏存在反复。其中，生产端相对平稳增长，高技术制造业与装备制造业拉动作用明显；疫情冲击下的消费端再度疲弱，疫情影响有所扩大，居民谨慎预期尚存；投资增速弱于预期，基建投资、制造业投资相对平稳，房地产投资仍在探底。展望未来，近期稳增长政策加码出台有助于提振信心，但疫情反复、需求和信心偏弱等约束尚存，叠加国内通胀水平较低，增量政策或将继续出台。

一、生产端相对平稳增长

10 月规模以上工业增加值同比增长 5.0%，与市场预期一致；三年平均增长 5.1%，较 9 月回落 0.3 个百分点，略高于 7、8 月（均为 5.0%）。从环比看，10 月工业增加值增长 0.33%，弱于 2017-2019 年同期均值（0.45%）。

疫情冲击、需求偏弱影响工业生产端复苏。疫情冲击增大，10 月全国日均新增确诊、无症状病例（Wind 数据，下同）环比分别上升 33.4%、22.3%，一方面影响需求，另一方面物流效率有所下降。10 月中国快递物流指数为 99.9%，比 9 月回落 3 个百分点。同时，从终端需求看，内需仍然疲弱，外需有所回落。疫情管控加强叠加需求偏弱，对工业生产影响较大。从 11 月前半个月开工率看，多数行业继续回落，其中高炉开工率降至 80% 以下，PTA 开工率（73.3%）降至 9 月底水平，石油沥青装置开工率（42.2%）冲劲不足。

从三大门类看，公用事业增速有所加快。其中，从同比增速看，采矿业（4%）、制造业（5.2%）环比分别回落 3.2、1.2 个百分点，公用事业（4%）反弹 1.1 个百分点；从三年平均增速看，采矿业（4.5%）连续第 3 个月回升，公用事业（6.3%）反弹 0.7 个百分点，制造业（5.0%）回落 0.4 个百分点。

高技术制造业与装备制造业拉动作用明显。10 月高技术制造业同比增长 10.6%，增速比 9 月份加快 1.3 个百分点。其中，电子及通信设备制造业增加值同比增长 16.6%，移动通信基站设备、5G 智能手机产量同比分别增长 39.1% 和 18.4%。10 月装备制造业同比增长 9.2%，其中产业链较长的汽车和电子行业同比分别增长 18.7% 和 9.4%，有力地带动了上下游行

业，与汽车行业联系比较密切的电气机械行业增加值同比增长 16.3%。

二、疫情冲击下的消费端再度疲弱

10月社会消费品零售总额同比回落 0.5%，弱于预期（增长 1.7%），较 9 月回落 3 个百分点；三年平均增速为 2.9%，较 9 月回落 0.5 个百分点。分类来看，10 月疫情持续冲击下的多数商品消费增速放缓。从同比增速看，仅有家具类（-6.6%）低位小幅反弹，汽车（3.9%）、石油及制品类（0.9%）回落但仍保持正增长，其余多数商品增速均较 9 月出现不同程度的放缓且呈现负增长。从三年平均增速角度看，通讯器材类（9.9%）、粮油食品类（9.0%）、金银珠宝类（8.5%）继续保持较快增长；地产链条低位回升，其中家具类（-1.0%）、建筑及装潢材料类（2.1%）均较 9 月改善 0.6 个百分点，前期保交楼政策效应有所显现；汽车（1.0%）销售连续 3 个月回落；家用电器和音像器材类（-1.1%）连续 2 个月负增长；其他商品销售增速大体在 5% 上下。此外，9 月餐饮收入同比下降 8.1%，三年平均增速为 -1.9%，均为近 5 个月最低。

失业率持平，就业压力尚存。10 月全国城镇调查失业率为 5.5%，与 9 月持平；16-24 岁、25-59 岁劳动力调查失业率分别为 17.9%、4.7%，均与 9 月持平。不过，10 月 PMI 从业人员指数环比回落 0.7 个百分点，其中大型、中型企业分别回落 1.0、0.7 个百分点，表明就业压力仍存。

综合来看，当前消费复苏增长动能仍然偏弱，消费需求仍需提振。一方面，疫情持续冲击影响不可忽视，11 月前两周全国日均新增确诊、无症状病例分别为 1066 例、7472 例，尤其是第 2 周，更是达到 1487 例、11124 例。虽然优化疫情防控二十条有利于畅通经济循环，但短期疫情影响难以避免。另一方面，当前居民谨慎预期尚存，收入增速复苏相对较慢，消费难以快速回暖，这一点从央行《2022 年第三季度城镇储户问卷调查报告》、今年“双 11”主要电商平台淡化成交量（天猫表示交易规模与 2021 年持平，多数平台尚未公布）、GMV 指标等线索中得以佐证。

三、投资增速弱于预期，其中基建投资、制造业投资平稳增长，房地产投资仍在探底

1-10 月固定资产投资（不含农户）同比增长 5.8%，略低于预期（5.9%）；三年平均增速为 4.55%，较 9 月回落 0.1 个百分点，为今年以来最低。从环比看，10 月固定资产投资（不含农户）增长 0.12%。

基建投资平稳增长。1-10 月基础设施投资（不含电力）同比增长 8.7%，较 9 月提高 0.1 个百分点；三年平均增长 3.4%，与 9 月持平。根据对统

计局数据的测算，9月当月广义基建投资同比增长12.8%，较9月回落3.5个百分点。从中观数据看，10月石油沥青装置开工率较9月回落2个百分点左右，挖掘机销量同比增速改善但三年(累计)平均增速(6.4%)却为近5个月最低。主因在于疫情扰动、增量资金收缩，与10月社融低于预期是一致的。

房地产投资增速继续探底，销售进一步萎缩。1-10月房地产开发投资同比下降8.8%，较9月扩大0.8个百分点。10月当月房地产开发投资同比下降16.0%，较9月扩大3.9个百分点，为有数据以来次低(仅高于2020年2月的-16.3%)；三年平均增速为-3.6%，较9月回落1.9个百分点。10月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-35.1%、-32.6%、-9.4%，前两者均较9月小幅改善，但竣工面积较9月进一步回落3.4个百分点；三者三年平均增速均较9月回落，保交楼仍需更进一步的政策推动。10月商品房销售面积同比下降23.2%，三年平均增速为-11.5%，后者为2008年8月以来次低(仅高于2020年2月的-15.5%)。前期政策频频放松，但销售仍未见起色，更高频的30个大中城市商品房成交面积在11月前2周同比下滑29%，弱于8月(-18.7%)、9月(-13.5%)、10月全月(-20.9%)。为了更好地支持房地产市场平稳健康发展，近期政策面继续加码。据中新网等媒体报道，央行、银保监会11日联合发布254号文出台《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》(共十六条措施)支持房地产市场平稳健康发展，主要涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策以及加大住房租赁金融支持力度六个方面；中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行14日联合发布《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》。在持续增量政策的逐步推动下，民营房企融资困境或得到一定程度缓解，保交楼效应发挥作用，房地产投资有望触底回升。

制造业投资稳中有升。1-10月制造业投资同比增长10.1%，比1-9月回落0.4个百分点；三年平均增长5.9%，较9月上升0.2个百分点，连续3个月上行。从行业看，电气机械和器材制造业投资增长39.5%，酒、饮料和精制茶制造业投资增长34.5%，化学纤维制造业投资增长32.0%，纺织服装、服饰业投资增长30.8%。

高技术制造业投资增势良好。1-10月高技术制造业和高技术服务业投资分别增长23.6%、14.0%。高技术制造业中，电子及通信设备制造业、医

疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 28.7%、27.8%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、研发设计服务业投资分别增长 24.7%、22.5%。

不过，当前市场主体信心尚未企稳，未来仍需政策加码落实。10 月 BCI 企业投资前瞻指数环比回升 2.9 个百分点，但较 2021 年同期尚有 10.3 个百分点的差距。10 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数回落 0.8 个百分点至 52.6%，2020 年 3 月以来仅高于今年 7、8 月。

展望未来，企业利润与出口增速放缓拖累制造业投资增速，但转型升级方向的高科技制造业以及制造业技改投资仍将较大地支撑整体制造业投资，预计 2023 年制造业投资将保持较好韧性。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层