

固定资产投资下滑，经济恢复进一步承压

——2021年10月经济数据点评

2021年11月19日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

● 我们的观点

10月固定资产投资累计同比较上月下降1.2%，制造业一枝独秀，地产、基建延续下行趋势，其他投资罕见走弱。地产受政策管控影响，建造销售双双走弱。地产信贷存在边际放松迹象，在“住房不炒”大方向下，地产政策放松概率较低。制造业投资结构性宽信用/紧信用政策效果明显，制造业投资韧性较强，10月保持稳健。财政支出尚未发力，但财政对传统基建的倾斜或将有所下降。国内经济工业生产有所恢复，但未来仍将保持低位运行；“十一”黄金周、“双十一”等对国内消费有所提振，但疫情反复这一因素仍将制约内需恢复水平，国内经济仍存在进一步下行压力。

报告目录

1. 固定资产投资：地产、基建延续下行，制造业投资稳健.....	错误!未定义书签。
2. 经济恢复：短期经济走弱，经济增长质量或将优化.....	5
3. 结论.....	6

图表目录

图表 1：制造业、基建、房地产投资累计同比.....	4
图表 2：制造业、基建、房地产对投资拉动程度.....	4
图表 3：地产建设情况.....	5
图表 4：地产销售面积情况.....	4
图表 5：房地产资金来源.....	4
图表 6：工业增加值.....	5
图表 7：城镇失业率水平.....	5
图表 8：社零消费情况.....	6
图表 9：线下餐饮情况.....	6

1. 固定资产投资：地产、基建延续下行，制造业投资稳健

10月固定资产投资累计同比 6.1%，较上月降低 1.2%。固定资产投资内部，地产投资累计同比 7.2%，老口径基建投资累计同比 0.7%，制造业投资累计同比 14.2%。**制造业成为拉动投资的唯一分项，基建地产延续前期走弱趋势，其他投资少见持续走弱。**

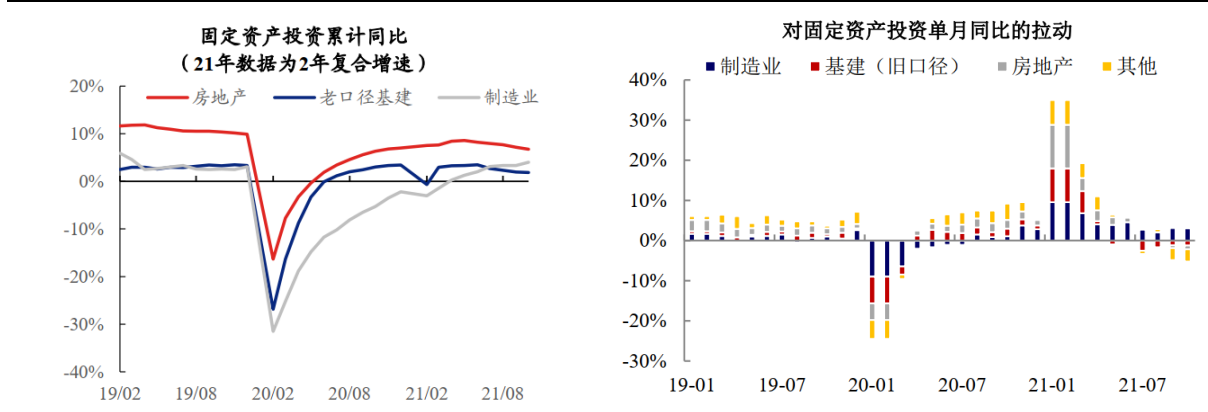
结构性宽信用/紧信用效果逐渐显现，制造业投资具有韧性。从成本方面来看，煤炭等能源价格在政府干预下逐渐回落，制造业成本有所下降，利好制造业产能恢复。结构性宽信用/紧信用政策鼓励银行将资金流向制造业和小微企业，促进制造业整体生产恢复。制造业韧性还受益于外需拉动。一方面海外供应链尚未完全恢复，我国生产部门仍然具有较大优势；另一方面，欧美圣诞季即将到来，旺盛的补货需求对制造业出口订单具有较强支撑。但制造业投资仍需警惕内需转弱与大宗商品价格上涨或将制约下游企业的投资意愿，“碳减排”政策或将限制上游企业产能扩张，制造业投资增速改善可能存在天花板。

基建或将维持低位运行，回升难度较大。10月老口径基建 2 年复合增速下行 0.1 个百分点至 1.86%，延续小幅下行的趋势。在稳杠杆和防风险背景下，财政发力空间有限+发力基建意愿不强可能是主要原因。

10月地方债发行量明显上升，但剔除地方债融资的财政存款变动符合季节性水平。从财政分配来看，在当前“稳杠杆”政策要求下，地方政府债务增长受到严格约束，传统基建财政发力空间不足，叠加地产政策调控，土拍市场转冷，制约政府性基金收支增速。而从当前经济发展阶段与就业结构来看，投资对经济增长的拉动已经回落，新增就业更多流向服务业，传统基建对就业促进作用有限。在未来经济结构转型中，财政需要支持一些符合高质量发展方向的项目，更多地体现在制造业尤其是高技术制造业投资中，可能不在传统的基建投资口径内，“新基建”的财政预留空间也对传统基建支出有所挤压。整体而言，考虑到稳杠杆的背景以及政策重心可能偏向保就业和促转型，基建投资增速明显回升的难度较大，可能更多地是低位稳定。

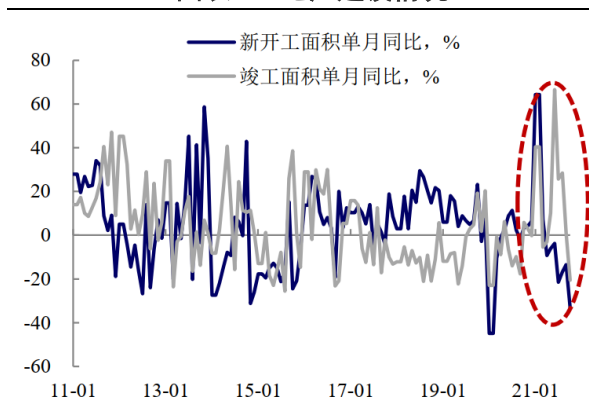
地产下行压力增大，投资企稳仍需时间。2021年以来，银行端地产资金来源不断走弱，地产资金紧张，下行压力上升，建造全面走弱。继新开工、在建持续为负后，10月竣工面积从 1.02% 降至 -20.6%。于此同时，地产市场整体降温，商品房销售面积当月同比连续 4 个月为负。虽然 10月地产信贷有所宽松，销售回款的拉动有所提升，贷款的拖累也有所下降，但近期地产融资端的边际改善可能更多的是政策出于“防风险”的考虑，“房住不炒”的基调下，地产调控政策可能不会出现大幅松动，地产对经济的拉动可能进一步放缓。并且明年上半年房企债务到期压力仍然不小，地产风险的释放期尚未结束，融资改善传导到地产投资企稳仍需要时间。

图表 1: 制造业、基建、房地产投资累计同比 图表 2: 制造业、基建、房地产对投资拉动程度

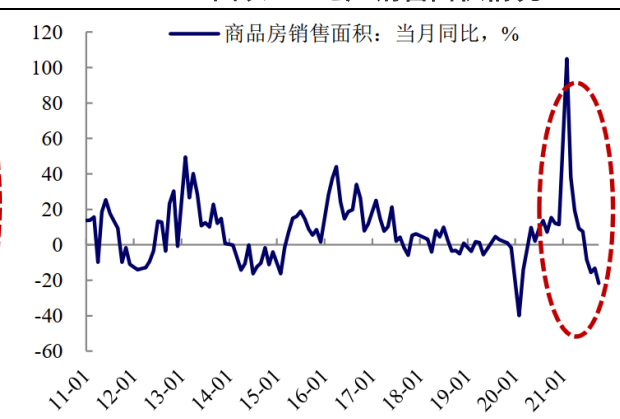


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 3: 地产建设情况

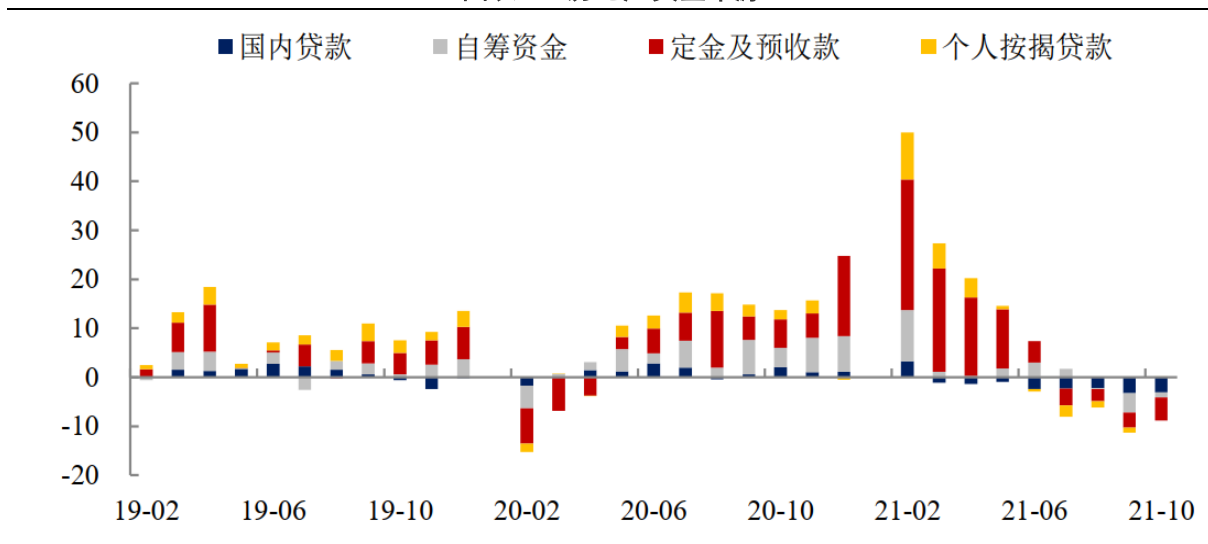


图表 4: 地产销售面积情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 5: 房地产资金来源



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 经济恢复：短期经济走弱，经济增长质量或将优化

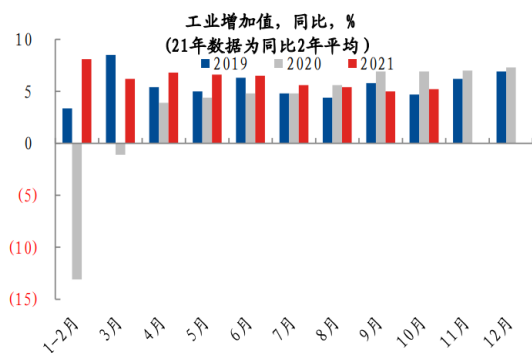
10月工业增加值同比有所上升，供给端受限边际有所缓解，但工业增加值增速大概率维持低位运行。对供给端而言，随着煤炭等能源“保供稳价”的政策出台，原煤、有色、原铝等原材料的产量2年复合增速较9月有所抬升，限电限产对工业生产的制约可能有所缓解；汽车“缺芯”问题的缓解使得汽车尤其是新能源汽车的生产活动也出现加快的迹象。对需求端而言，外需仍然相对稳健，10月出口增速仍然表现出韧性，与外需密切相关工业品产量增速也维持高位。但是，随着地产调控与“能耗双控”使得投资需求承压，内需边际走弱，短期内工业增加值增速大概率维持低位。

就业指标有所分化，后续需关注经济动能转弱对就业的影响。一方面，全国10月全国城镇调查失业率为4.9%，与9月持平，且1-10月全国城镇新增就业1133万人，提前完成两会制定的全年目标任务。另一方面，31城调查失业率小幅上行0.1个百分点至5.1%。经济动能转弱对就业的影响可能需要进一步跟踪观察。

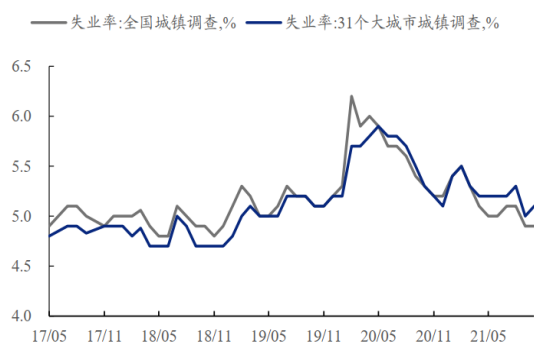
社零方面可选消费有所改善，本土疫情扰动或对消费端未来修复情况有所影响。受“十一”黄金周影响，线下餐饮有所改善，若疫情防控形势稳定，线下服务消费仍有较大的修复空间；“双十一”与汽车“缺芯”问题的缓解带动日用品等可选消费品与汽车消费回升。但10月中旬以来本土疫情反复，疫情扰动可能拖累11月消费数据修复。

短期经济走弱背后是中长期经济转型的驱动。2021年国内经济在经历了上半年的复苏之后，3季度受到供需多重因素的影响，开始明显回落，这些因素在年内将持续影响经济走势。短期经济的走弱背后实际上有中长期经济转型的驱动。2015年之后投资对中国经济的拉动开始见顶，而随着对地产、传统基建投资依赖的进一步下降，未来中国将进一步摆脱投资驱动的模式，构建以国内大循环为主体、国内国际双循环互促进的新发展格局。虽然中长期经济中枢下移，但是经济增长的质量将优化。

图表 6：工业增加值

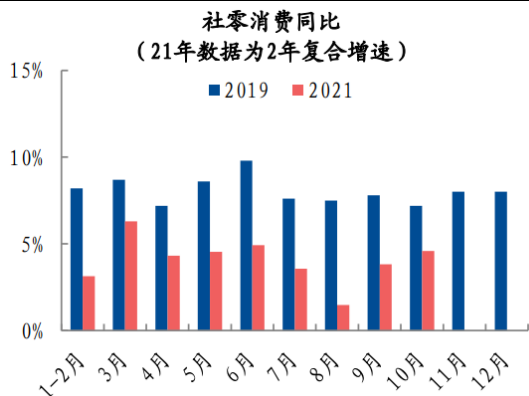


图表 7：城镇失业率水平

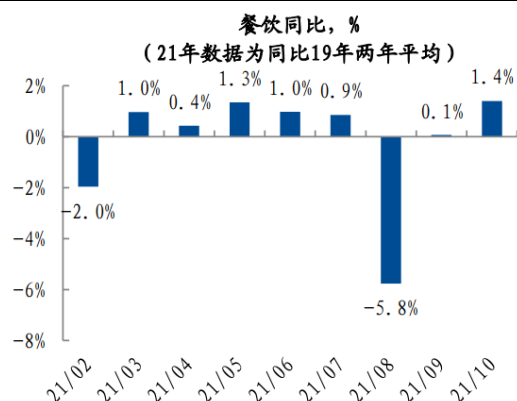


数据来源：Wind, 兴证期货研发部

图表 8：社零消费情况



图表 9：线下餐饮情况



数据来源：Wind, 兴证期货研发部

3. 结论

10月固定资产投资累计同比较上月有所下降，主要受地产、基建与其他投资拖累，制造业投资受外需拉动、结构性宽信用/紧信用政策与“新基建”方向影响，10月保持稳健，但未来仍然受到内需偏弱与大宗商品价格影响。传统基建对稳就业与经济转型作用不大，未来财政支出将向“新基建”等促进经济高质量发展的项目倾斜。地产边际信贷有所放松，但“住房不炒”原则未变，地产放松更多出于“防风险”角度考虑，未来对地产的管控仍然较为严格。国内经济恢复来看，工业增加值有所上升，工业生产有所恢复，但“能耗双控”对生产修复存在一定制约，本土疫情反复将对消费端需求造成一定影响。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。