



2021年11月15日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

地产下行压力尚未逆转，经济逐渐向类衰退演绎

——10月经济数据点评

内容提要

国家统计局发布10月经济数据：1) 中国10月规模以上工业增加值同比增3.5%，预期增3.2%，前值增3.1%；2) 中国1-10月固定资产投资同比增长6.1%，预期增6.3%，前值7.3%。制造业投资增长14.2%，基建同比1.0%；3) 中国1-10月房地产开发投资同比增长7.2%，两年平均增长6.8%，商品房销售面积同比增长7.3%，房地产开发企业到位资金同比增长8.8%。4) 中国10月社会消费品零售总额同比增4.9%，预期增3.4%，前值增4.4%。

保供政策叠加国内疫情短暂收敛，经济短期冲击有所减弱，10月工业和服务业生产均有所修复，消费增速也有所回暖，但中期周期性风险仍在加大，需求端压力尚未见底。出口和制造业是当前经济的主要支撑力，但制造业投资修复面临主动去库存以及利润下行的压力，出口景气度也正接近顶部，同时地产下行压力仍在加大，隐债监管约束广义财政发力空间下基建反弹力度有限，国内疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势。

近期房地产政策边际放松体现政策“防风险”诉求，房地产去金融化仍是长期政策目标，在销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足的当下，房地产下行压力尚未逆转，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，经济下行压力仍在加大，保供稳价取得初步成效下工业品价格顶部已现，未来经济或将从类滞胀向类衰退逐渐演绎。

资产价格方面，在房地产下行压力尚未逆转、经济下行压力加大的背景下，债市基本面仍有利，长端利率维持下行趋势，短期地产政策边际放松、宽信用预期或带来不时扰动，维持债市调整就是机会的判断，同时货币稳中偏松支撑短端收益率稳定，收益率曲线或有所趋陡。股市仍以结构性机会为主，经济下行压力弱化股市业绩预期，信用易稳难宽，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会。股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解。

风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

2021年11月15日，国家统计局发布10月经济数据：

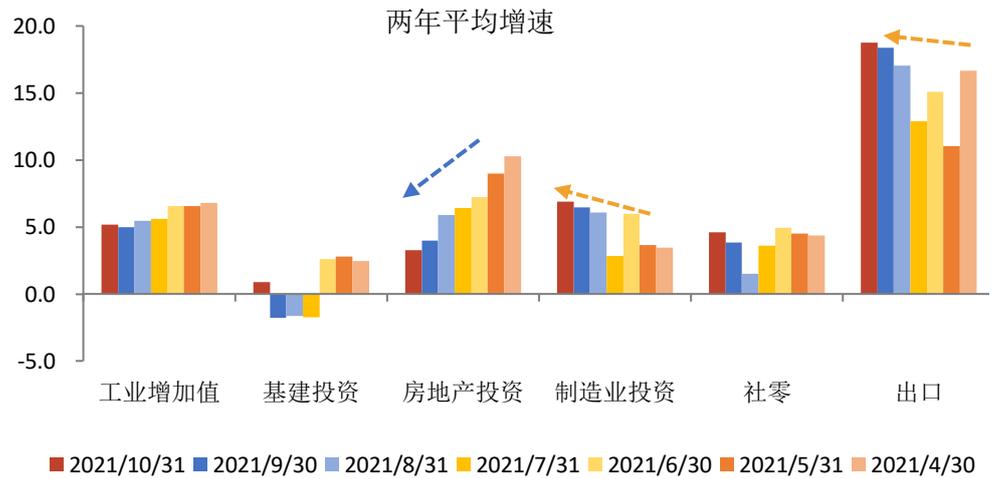
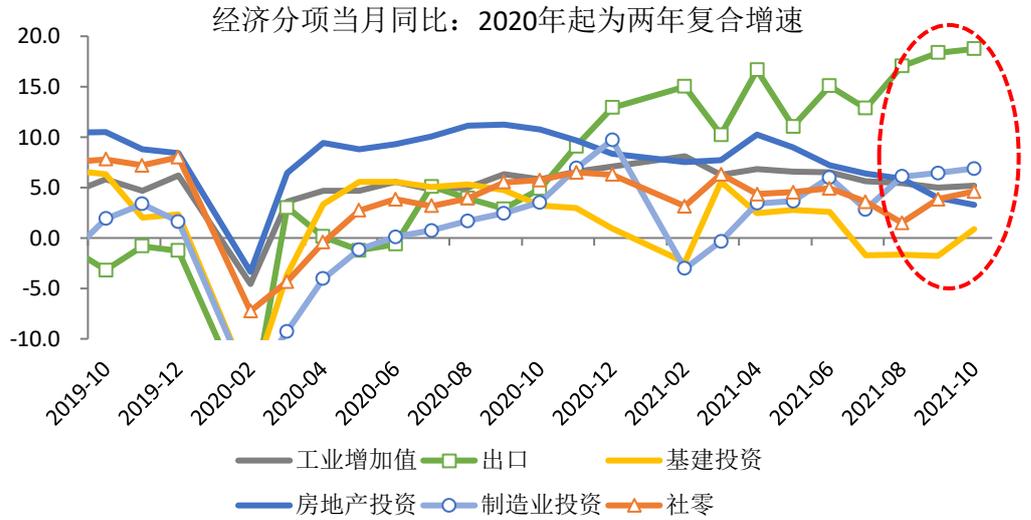
- 1) 中国10月规模以上工业增加值同比增3.5%，预期增3.2%，前值增3.1%，两年复合增长5.2%；
- 2) 中国1-10月固定资产投资同比增长6.1%，预期增6.3%，1-9月增7.3%，两年复合增长3.2%。制造业投资增长14.2%，两年复合增长6.9%；基建同比增长1.0%，两年复合增长0.9%；
- 3) 中国1-10月房地产开发投资同比增长7.2%，比2019年1-10月份增长14.0%，两年平均增长6.8%；商品房销售面积同比增长7.3%；房地产开发企业到位资金同比增长8.8%。
- 4) 中国10月社会消费品零售总额同比增4.9%，预期增3.4%，前值增4.4%。

图1：宏观经济热力图

指标	同比	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1
固定资产投资		3.2	2.6	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7
基建		0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9
房地产		3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3
制造业		6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7
社消零售		4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3
出口金额		18.7	18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0
进口金额		12.4	15.5	14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0
CPI		1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2
PPI		13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4
M1	%	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6
M2	%	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1
社融	存量同比%	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30
失业率	城镇调查	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：内外动能持续分化（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、 点评

1. 保供政策初现成效，工业生产低位回升

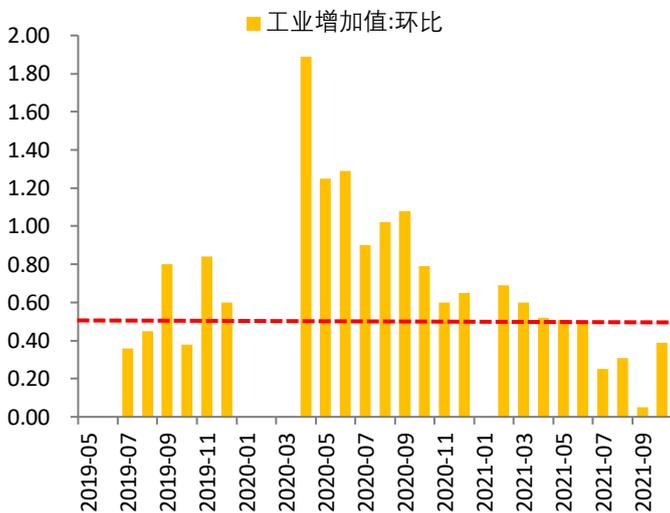
10 月工业增加值同比增长 3.5%，略高于市场预期，两年复合增长 5.2%，较 9

月低点小幅走高，环比增长也自疫情后最低点回升至 0.39%，但仍略低于疫情前均值水平。保供政策初现成效，供给约束缓解下 10 月工业生产结束下半年以来的持续下行趋势，叠加本土疫情短暂收敛，10 月服务业生产指数增速也继续回升。

工业生产各行业表现分化，中上游生产偏弱，下游呈现一定韧性。一方面地产投资和开工的下行继续拖累地产链条生产，另一方面，制造业主动去库存和利润压力下中游设备类表现也有所偏弱，而在出口韧性和消费小幅回暖下，下游行业生产保持相对韧性。

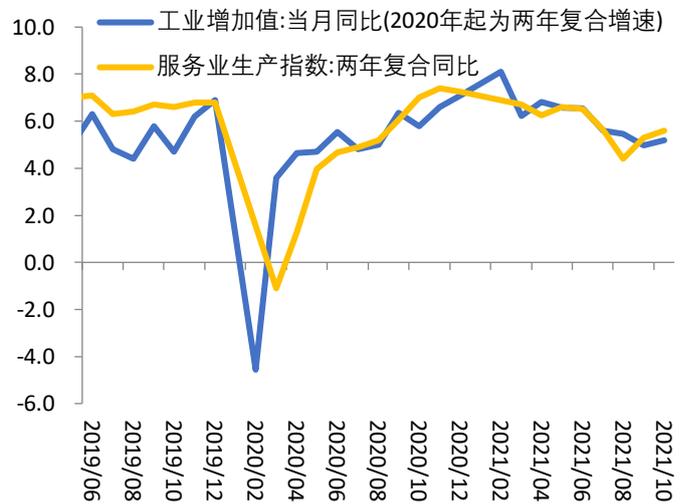
保供政策取得阶段性成效，“抑制价格过快上涨”和“抓好保供稳价工作”仍是当前政策重点，供给约束有望继续缓解。但能耗双控政策约束仍存在一定影响，行业分化或将持续，中上游偏弱局面难改，下游行业年内维持韧性，而冬季新一波本土疫情也对服务业生产形成一定扰动。

图 3：工业增加值环比增速回升（%）



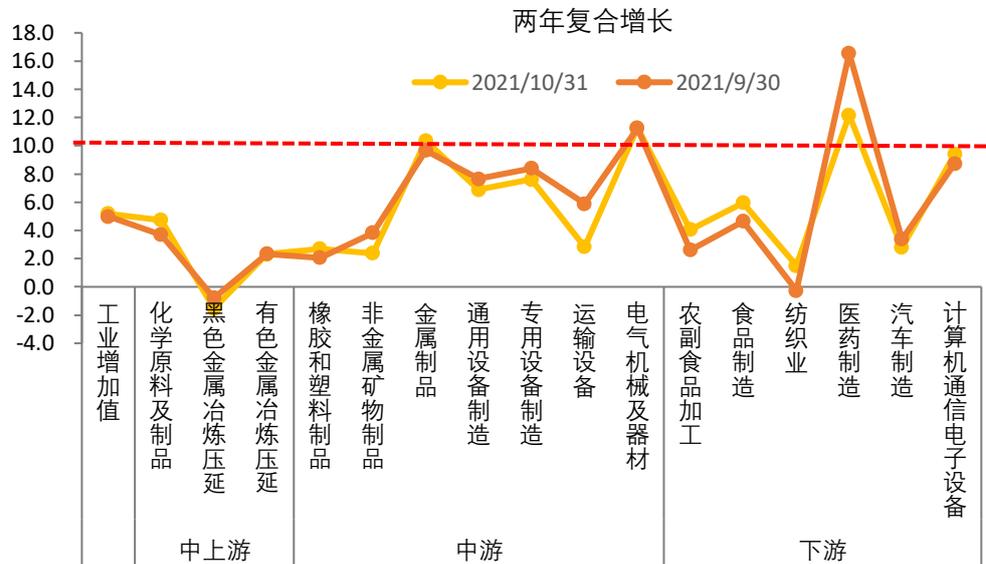
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：工业和服务业生产（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：工业生产行业分化，中上游偏弱，下游韧性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 地产投资加速下行，政策边际微调托底

10月地产投资和商品房销售增速继续下行，房地产景气度仍在回落。1-10月房地产开发投资累计同比7.2%，10月同比为-5.4%，两年复合增速为3.3%，较前值下降0.7个百分点。10月商品房销售额同比为-22.6%、两年复合增速为-2.1%，较前值下降0.9个百分点。

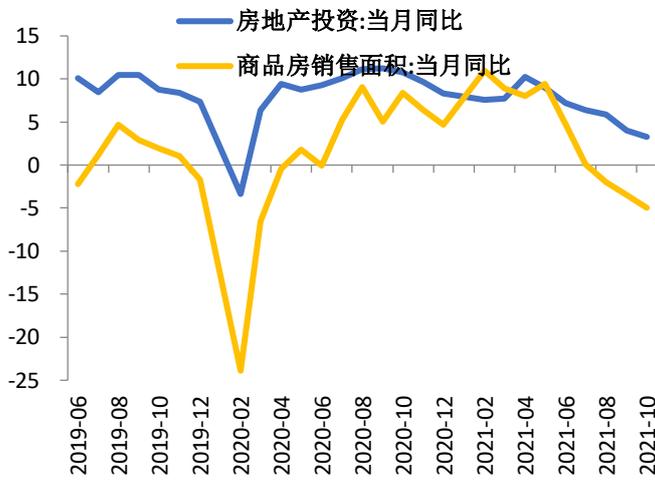
销售景气继续走弱，居民购房意愿下降，信贷放松对需求端的效果仍待观察。9月底以来地产政策出现边际放松，10月积压按揭贷款释放也提振当月居民中长期贷款，但目前来看，商品房销售景气度仍然偏弱，从11月高频数据来看销售仍处在往年来最差的水平，信贷政策边际放松对于房地产景气度提振仍有待观察。尽管政策边际放松支撑本月开发资金小幅回升，但定金及预收款增速仍在下滑，反映居民购房意愿下降制约需求端表现。

地产前端拿地和新开工增速进一步快速下滑，房企补库意愿不足制约后续投资。10月新开工单月值跌破过去几年来的同期低位，两年复合增速继续跌至-16.8%，呈现一定失速迹象。拿地增速也延续快速下行，由于土地成交对新开工的领先关系，

新开工增速下行趋势仍将维持一个季度以上。

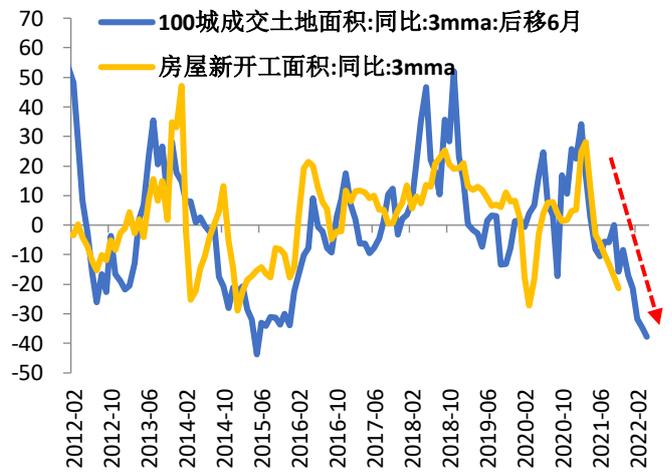
我们认为当前房地产政策的边际放松更多地是体现政策的“防风险”诉求，避免出现地产链条系统性信用风险，但房地产去金融化仍是长期政策目标，地产政策预计仍将保持定力。而在销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足的当下，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，预计政策边际放松也将由小及大推出，地产下行压力和政策调控正处在动态博弈过程中。

图 6：地产投资和销售继续下行（两年复合增速%）



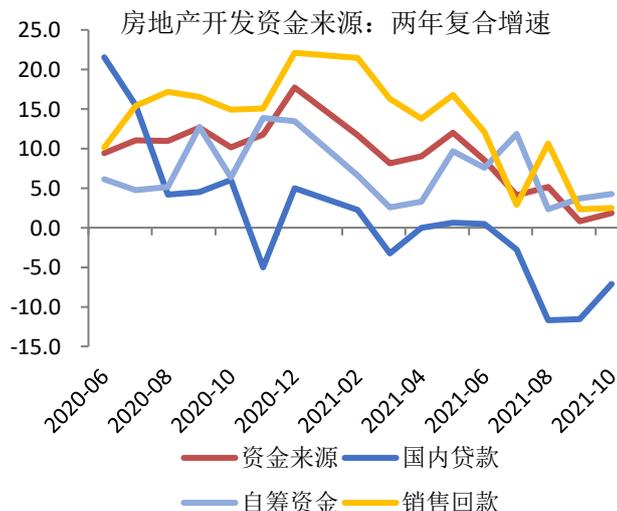
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：土地成交走弱带动新开工持续向下（%）



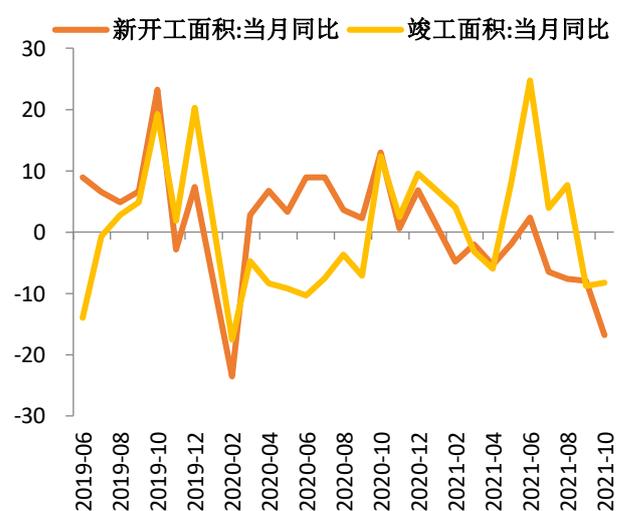
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：政策边际转松支撑资金小幅企稳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新开工增速略有失速（两年复合增速%）



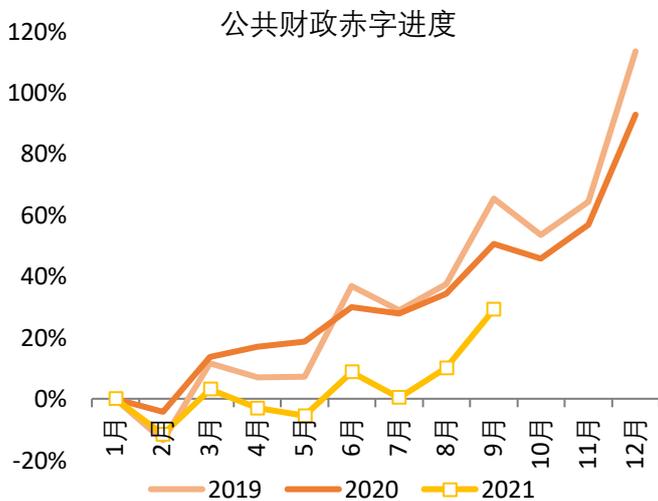
资料来源：Wind，优财研究院

3. 基建投资初现回升，隐债监管约束广义财政发力空间

基建投资初现回升，但绝对增速仍偏低。1-10月基建投资累计同比1%，10月同比为-2.5%、两年复合增速为0.9%，较前值回升2.7个百分点。尽管10月基建增速有所回升，但其增速仍明显低于其他分项。

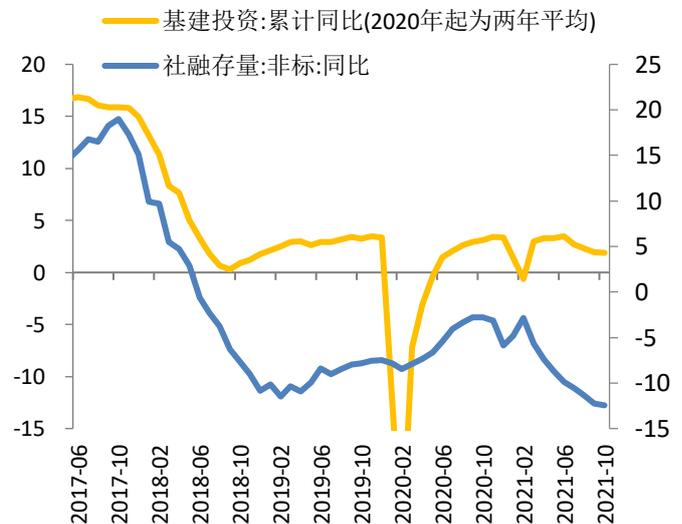
跨周期调节政策下狭义财政进度温和，叠加隐债监管仍严、土地财政承压约束广义财政空间，资金来源不足仍拖累基建回升力度。从当前赤字进度来看，依然明显低于历史同期，跨周期调节政策下狭义财政发力不足；而15号文落地执行下地方政府隐性债务监管趋严、以及土地财政承压，约束广义财政空间。同时专项债资金闲置、使用效率不高的情况也仍然存在，年底基建回升仍偏温和。随着年底政策转向全面稳增长概率升温，明年财政发力前倾下届时年初基建投资升势或将加快。

图 10：财政赤字进度明显低于历史同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：资金来源约束制约基建投资（%）



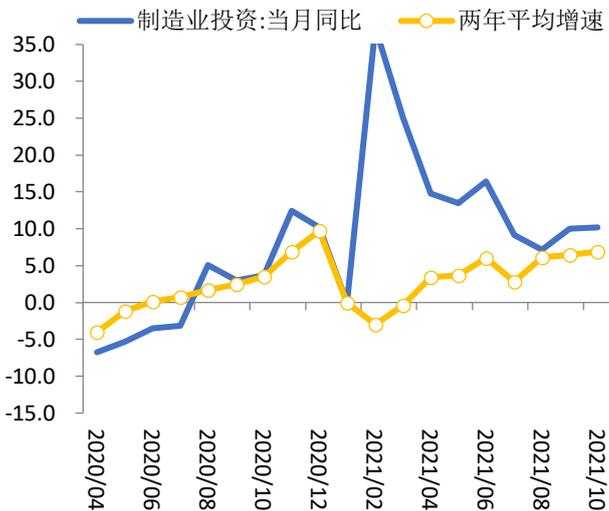
资料来源：Wind，优财研究院

4. 制造业投资继续改善，中游行业提速较快，下游消费表现分化

制造业投资继续改善，中游行业提速较快，下游消费表现分化。1-10月制造业投资累计同比 14.2%，10月同比为 10.1%、两年复合增速为 6.9%，较前值回升 0.5 个百分点。其中分行业来看，受益于出口景气度高企，中游行业投资增速加快，尤其是通用设备和电气机械增速均较上月加快 1 个百分点以上，较上月提速 1.6 个百分点；下游消费行业则表现分化，医药和通信电子高位徘徊，汽车与农副食品加工投资提速幅度较大，纺织业则维持偏弱。

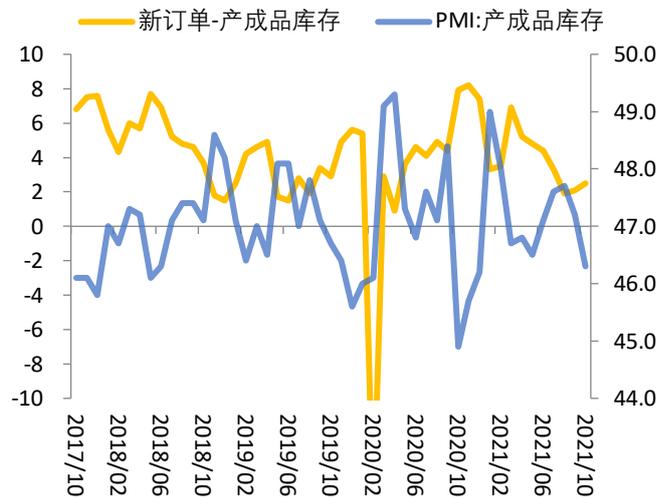
制造业投资维持改善方向，但阻力逐渐增大。10月 PMI 显示制造业延续主动去库存特征，房地产景气度下行叠加基建回升力度偏弱，总需求不足下扩产动力较弱，而制造业成本端和利润压力也制约企业资本开支能力，制造业改善阻力逐渐加大。行业或呈现结构性分化，下游消费行业修复性空间相对较大，出口链行业投资主要受海外制造业景气度影响，而地产链相关的上游材料与中游设备投资压力较大。

图 12：制造业投资增速（%）



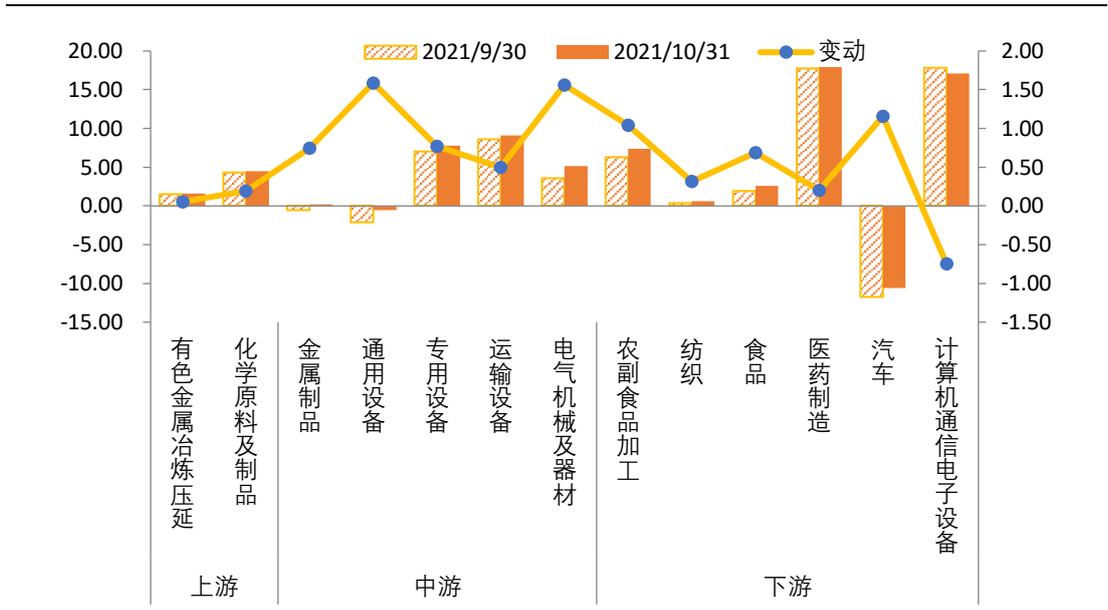
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：经济动能走弱，企业主动去库（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：制造业投资累计增速：两年复合同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

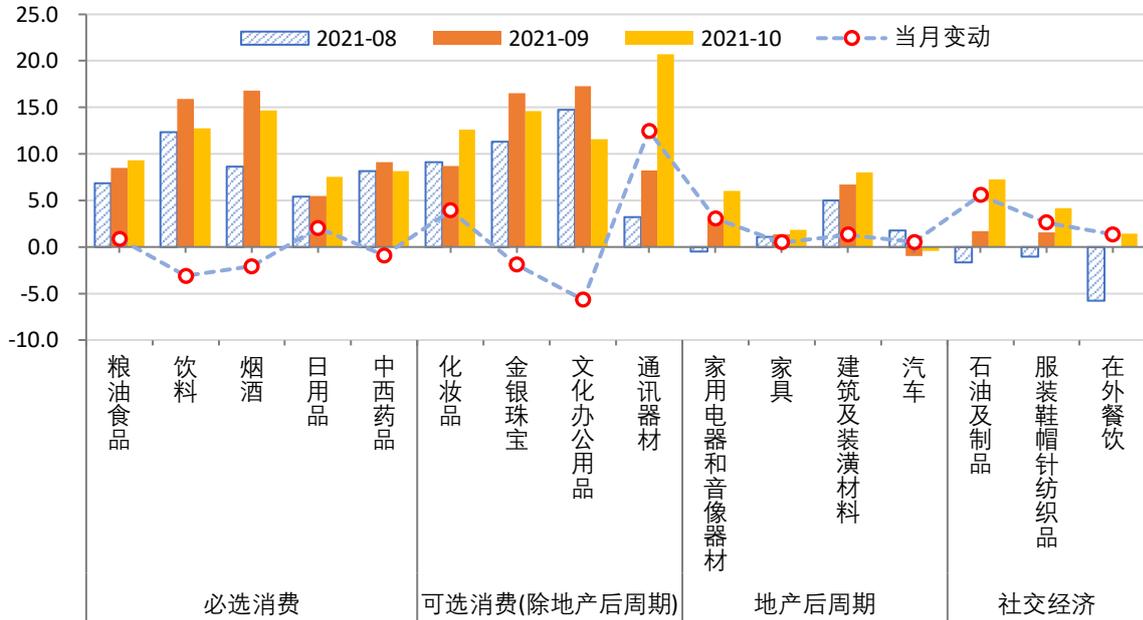
3. 消费仍处慢复苏路径，冬季疫情扰动加大下短期仍存阻力

10 月疫情影响短暂收敛，消费修复方向明确。10 月社会消费品零售总额同比 4.9%，高于市场预期的 3.4%，两年复合增速为 4.6%，较前值回升 0.7 个百分点。10 月疫情短暂收敛下社会经济总体改善，在外餐饮、汽油和服装消费增速均有所提高，必选消费品整体稳健增长，或受到提价的支撑，而降价促销也拉动通讯器材消费大幅走高。

冬季防疫压力仍大，叠加房地产下行压制地产后周期消费，短期消费仍有阻力。近期国内疫情又反复并扩散至 20 余省，从地铁出行人数以及新增确诊人数来看，11 月是本轮本土疫情的高峰，居民出行受到的影响也更明显，11 月社会经济以及服务消费或受一定拖累，短期消费复苏仍有阻力。

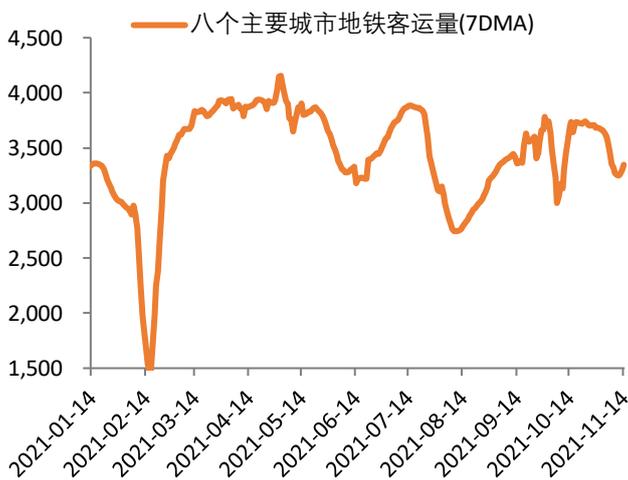
从中期来看，消费仍处于慢复苏路径中，疫后人均可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向虽在 2020 年上半年跳升后震荡下行，但仍明显高于疫情前，消费意愿明显走低，疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势，消费的完全恢复仍有待真正走出疫情后居民社交距离的进一步正常化。

图 15: 消费分项当月两年复合增速 (%)



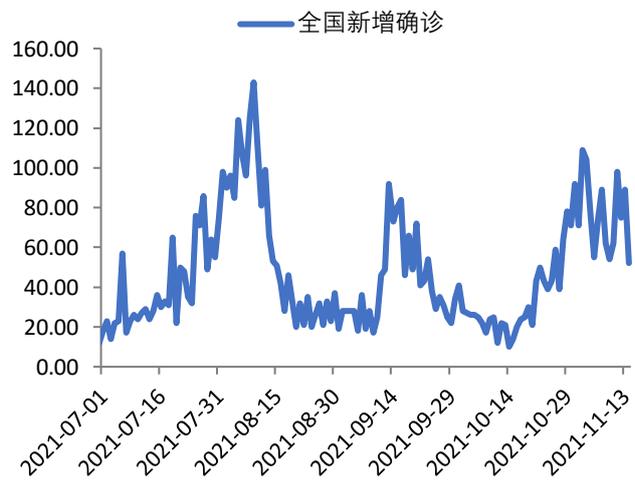
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 地铁客运量 11 月回落 (万人次)



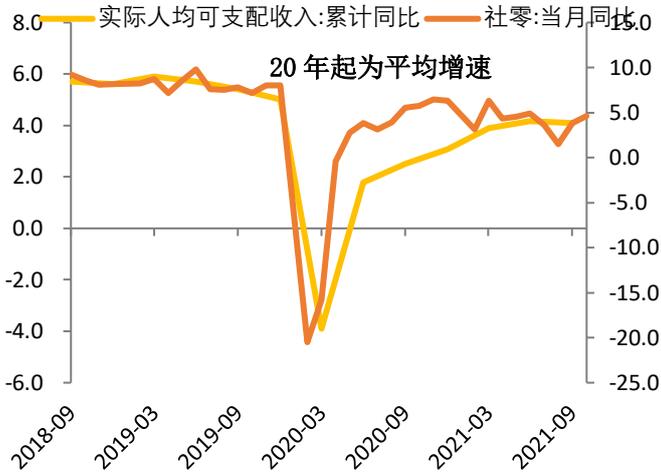
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 10 月中下旬本土疫情回升 (例)



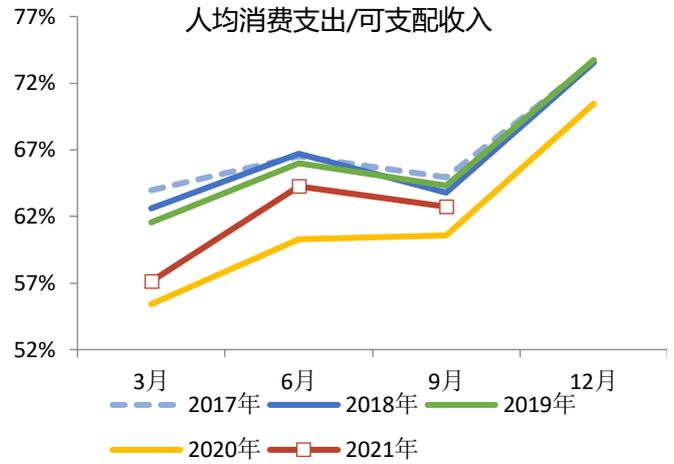
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18：可支配收入增速明显低于疫情前（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：储蓄率居高不下，消费支出意愿偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、总结

保供政策叠加国内疫情短暂收敛，经济短期冲击有所减弱，10月工业和服务业生产均有所修复，消费增速也有所回暖，但中期周期性风险仍在加大，需求端压力尚未见底。出口和制造业是当前经济的主要支撑力，但制造业投资修复面临主动去库存以及利润下行的压力，出口景气度也正接近顶部，同时地产下行压力仍在加大，隐债监管约束广义财政发力空间下基建反弹力度有限，国内疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势。

近期房地产政策边际放松体现政策“防风险”诉求，房地产去金融化仍是长期政策目标，在销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足的当下，房地产下行压力尚未逆转，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，经济下行压力仍在加大，保供稳价取得初步成效下工业品价格顶部已现，未来经济或将从类滞胀向类衰退逐渐演绎。

资产价格方面，在房地产下行压力尚未逆转、经济下行压力加大的背景下，债市基本面仍有利，长端利率维持下行趋势，短期地产政策边际放松、宽信用预期或带来不时扰动，维持债市调整就是机会的判断，同时货币稳中偏松支撑短端收益率稳定，收益率曲线或有所趋陡。股市仍以结构性机会为主，经济下行压力弱化股市业绩预期，信用易稳难宽，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会。股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解。

四、 风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>