

2020年10月宏观经济数据点评

10月宏观数据走势偏强，经济稳健修复势头有望保持到年底

主要数据：2020年10月规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，前值6.9%，上年同期值4.7%；1-10月固定资产投资累计同比增长1.8%，前值0.8%，上年同期累计增长5.2%；10月社会消费品零售总额同比增长4.3%，前值3.3%，上年同期增长7.2%。

主要观点：10月宏观经济指标走势偏强，显示经济修复势头并未减弱。其中，车市、楼市持续走强，对消费和投资的拉动作用依然明显，工业生产保持高增长，月度服务业生产增速则首次改善至疫情前水平。

工业生产：10月工业生产再超预期，当月采矿业生产在低基数拉动下有所加速，同时，国内消费需求持续回升、出口贸易保持韧性，供需缺口收窄下部分行业“主动补库”，对制造业企业生产形成较强支撑。

投资：10月固定资产投资明显加速。其中受上年基数走低及资金瓶颈缓解等因素推动，10月宽口径基建投资增速明显反弹；出口走强、利润改善带动10月制造业投资增速回升；近期房地产调控收紧，但楼市仍处高位运行状态，房地产投资增速进一步加快至年内最高水平。

社零：10月消费延续修复态势，其中，餐饮收入增速在疫情后首度转正，商品零售额增长也在可选消费品拉动下进一步加速。

展望11月，内外需共振将支撑工业生产维持较快增长，月度固定资产投资增速有望保持在两位数附近，社零增速将加快至5.0%左右，服务业生产增速还有小幅上扬空间。综合10月各类宏观数据表现及短期走势判断，我们预计四季度GDP同比有望回升至6.0%附近，正在接近潜在经济增长水平。这意味着短期内逆周期调节力度不会进一步加码，年底前降息降准空间基本封闭。

具体分析如下：

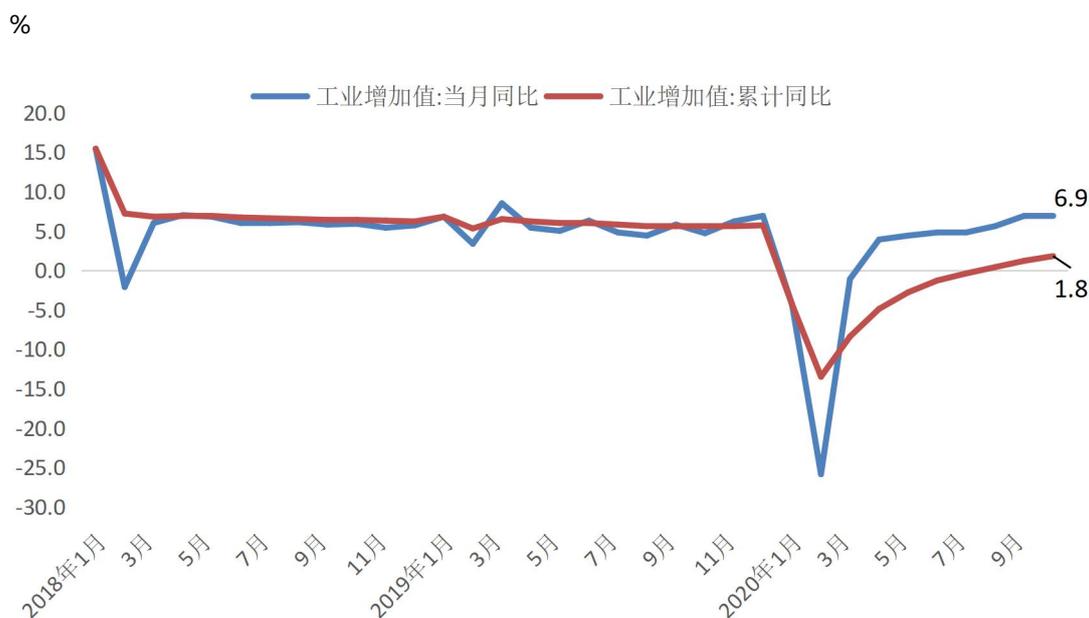
一、工业生产：10月工业生产再超预期，当月采矿业生产在低基数拉动下有所加速，同时，国内消费需求持续回升、出口贸易保持韧性，供需缺口收窄下部分行业“主动补库”，对制造业企业生产形成较强支撑。

10月工业生产延续强势，当月工业增加值同比增长6.9%，增速与上月持平，保持在今

年以来的单月最快增长水平。由于受双节假期影响，10月工作日比9月少6天，也比去年同期少2天，市场认为这会对工业生产节奏造成影响，因而普遍预计工业生产增速会有所放缓，故实际增速与上月持平，再度超出市场预期。

从大类看，10月工业生产再超预期的主要原因是上游采矿业生产加速，以及在工业中占比约9成的制造业生产势头强劲。其中，采矿业增加值同比增长3.5%，增速较上月加快1.3个百分点，其主要细分行业中的石油和天然气开采业、有色金属矿采选业增加值同比增速在基数走低拉动下均有所加快；10月制造业增加值同比增长7.5%，增速仅较上月小幅放缓0.1个百分点，国内消费需求持续回升、出口贸易保持韧性，供需缺口收窄下部分行业“主动补库”，对制造业企业生产形成较强支撑；此外，10月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较上月放缓0.5个百分点至4.0%，与当月发电量同比增速较上月回落0.7个百分点相一致。

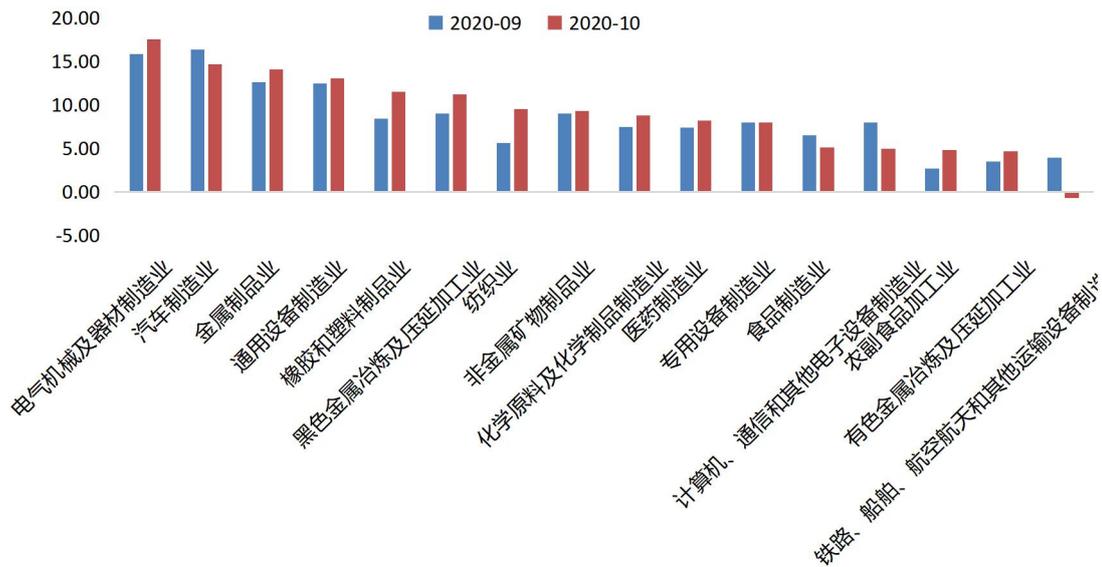
图1 10月工业生产保持强劲态势



资料来源：WIND，东方金诚

图2 10月制造业生产处于高位、采矿业增速反弹

%

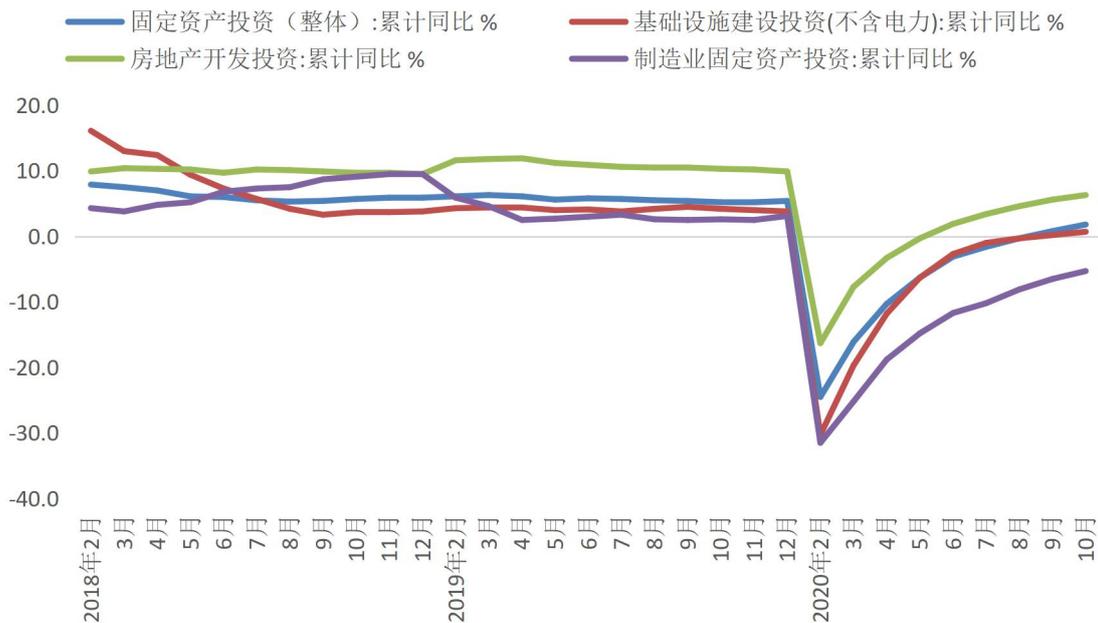


资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：10月固定资产投资明显加速。其中受上年基数走低及资金瓶颈缓解等因素推动，10月宽口径基建投资增速明显反弹；出口走强、利润改善带动10月制造业投资增速回升；近期房地产调控收紧，但楼市仍处高位运行状态，房地产投资增速进一步加快至年内最高水平。

1-10月固定资产投资同比增长1.8%，增速较1-9月加快1个百分点。据我们测算，当月固定资产投资同比增速达到12.2%，比上月大幅加快3.5个百分点，年内首次站上两位数。需要指出的是，由于该数据为名义同比增速，而当前PPI处于明显通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高，这意味着投资对经济增长的贡献度更大。10月固定资产投资增速上扬，三大类固定资产投资增速均在加快；另外我们判断，近期服务业明显修复，相关固定资产投资也在较快增长，对10月固定资产投资整体增速上扬起到重要拉升作用。

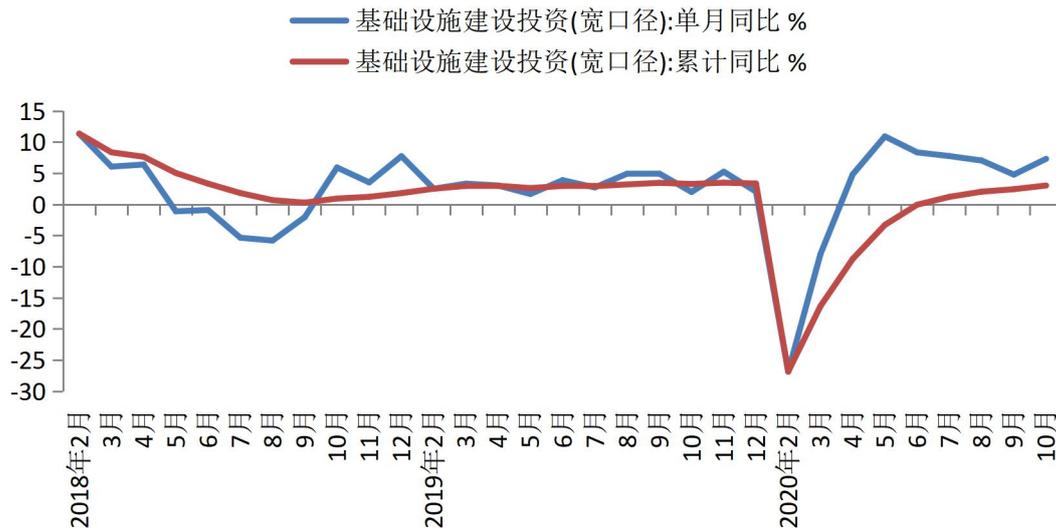
图4 10月固定资产投资及三类主要投资增（累计同比）延续改善势头



资料来源: WIND

基建投资: 1-10月基建投资(宽口径)同比3.0%,较1-9月改善0.6个百分点,已接近去年同期3.3%的累计增长水平。据测算,当月基建投资(宽口径)同比增长7.3%,增速比上月加快2.5个百分点,是连续四个月减速后的首次反弹。同时,1-10月不含电力的基建投资增速则加快0.5个百分点,达到0.7%,当月值为4.4%,也较上月加快1.2个百分点。我们分析,前期多雨天气过后,基建项目进度开始恢复;另外,10月地方政府专项债发行完毕,财政支出进度开始加快,基建项目的资金瓶颈问题进一步缓解。由此,作为今年逆周期调节的主要发力点,10月基建投资增速进入明显上扬阶段。我们预计,伴随年底前财政支出进度进一步加快,以及基建项目筹备和施工加速,短期内基建投资(宽口径)单月同比有望向两位数靠拢,全年基建投资(宽口径)累计同比将明显超过去年全年3.3%的累计增长水平,显示基建投资在当前经济修复中正在发挥引领作用。

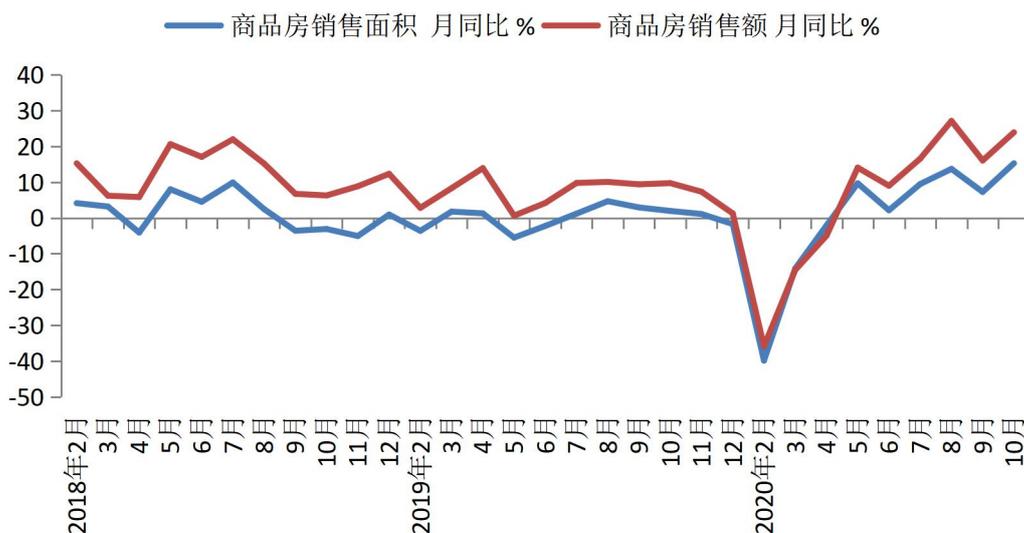
图5 基建投资(宽口径)增速上扬



资料来源: WIND, 东方金诚

房地产投资: 1-10月房地产开发投资同比6.4%，比1-9月改善0.7个百分点。据测算，10月当月房地产投资同比增速达12.7%，较上月加快0.7个百分点，连续四个月保持两位数增长。本月增速比上月加快，一方面与上年基数下行有关，同时也显示尽管7月以来房地产调控明显升温，但受房贷利率下调、积压需求释放，以及房企融资受限后启动“少拿地、多卖房”模式等因素推动，房地产市场持续高位运行——10月商品房销售额和销售面积同比增速分别高达23.9%和15.3%，均处于近三年以来高点附近。

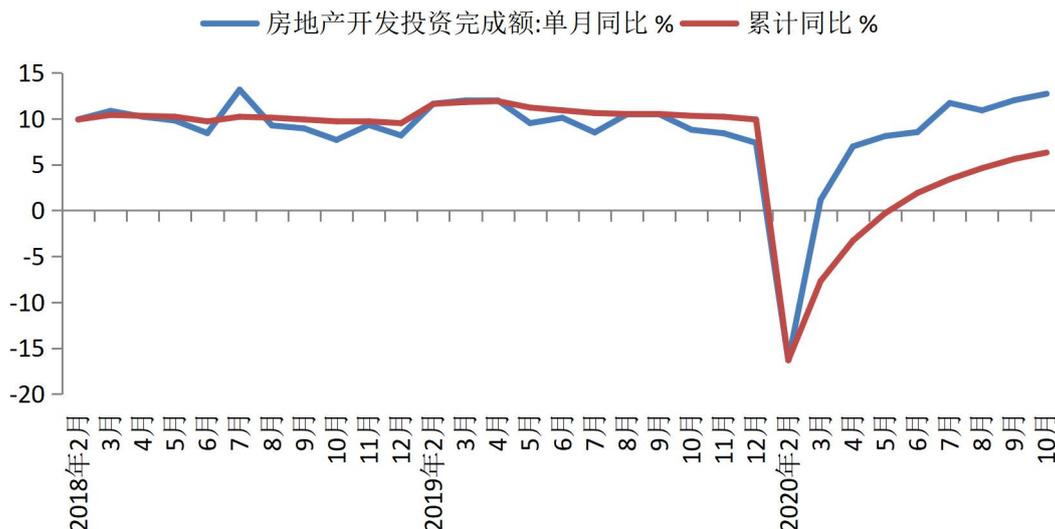
图6 近期楼市持续高位运行



资料来源: WIND, 东方金诚

我们判断，近期楼市持续升温对房地产投资增速形成重要支撑。但以 30 城为代表的高线城市房地产销售增速已现回落之势，后期全国楼市将现降温行情，或将对房地产投资增速形成制约。总体上看，当前房地产投资月度同比正在接近高点。在政策面加大抑制地产泡沫的前景下，预计全年房地产投资增速达到上年 9.9% 的难度较大。

图 7 调控收紧背景下，房地产开发投资增速保持上行势头

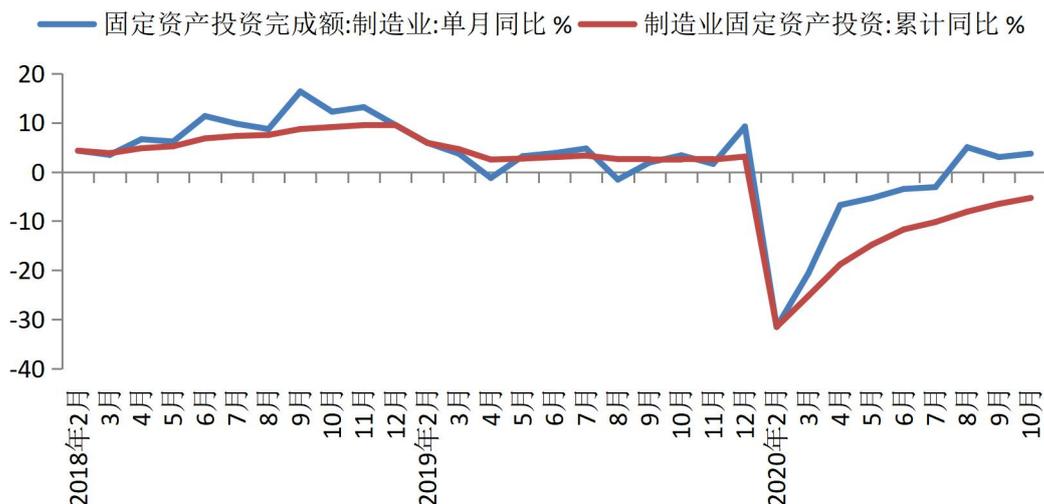


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-10 月制造业投资同比-5.3%，比 1-9 月改善 1.2 个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比增长 3.7%，较上月改善 0.7 个百分点，连续三个实现单月同比正增长。近期制造业投资走强的原因主要包括：一方面，受减税降费 2 万亿元、大宗商品价格同比降幅达到两位数驱动，尽管 PPI 持续处于通缩状态，但制造业企业利润连续四个月实现 10% 以上高增长（最近的 9 月为同比 10.1%），加之近期出口走势强劲，企业投资信心有所恢复；另一方面，一段时期以来政策面持续加大对制造业中长期贷款的支持，也为企业扩大投资提供了更多资金来源。另外数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-10 月高技术制造业投资增长 10.0%，较前值加快 0.7 个百分点。

我们预计，年底前出口仍将保持强势，制造业利润有望延续改善势头，政策面对制造业、特别是高技术制造业的支持态度不变，月度制造业投资将保持正增长。不过，考虑到前期跌幅很大，全年制造业投资增速回正的可能性很小。

图 8 制造业投资增速连续 3 个月保持单月同比正增长

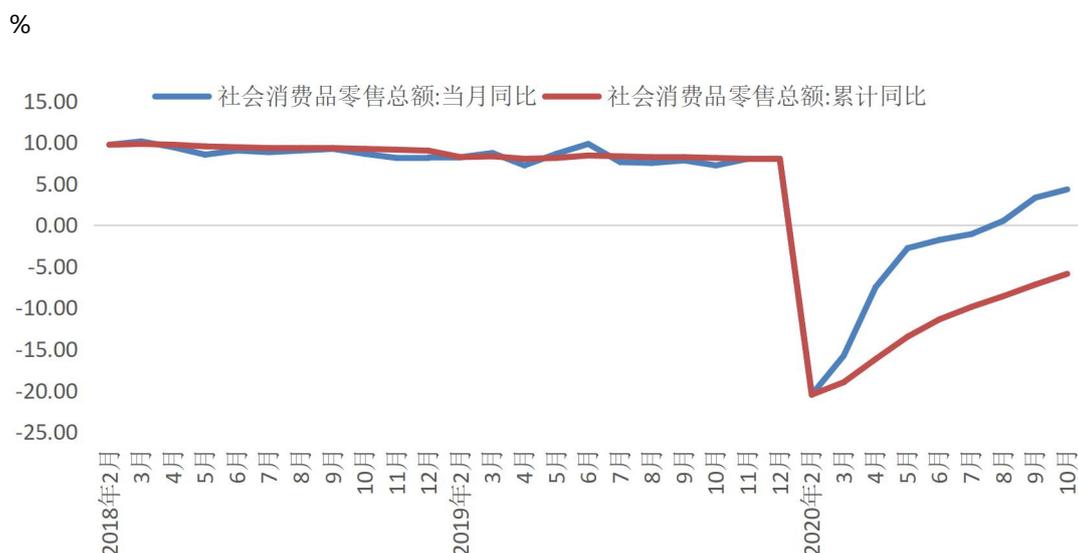


资料来源: WIND

三、消费: 10月消费延续修复态势, 其中, 餐饮收入增速在疫情后首度转正, 商品零售额增长也在可选消费品拉动下进一步加速。

10月消费延续修复态势, 但随着改善空间收窄, 社零增速回升斜率放缓。当月社零同比增长4.3%, 增速较上月加快1.0个百分点, 缓于上月的加快2.8个百分点; 扣除价格因素后, 实际同比增长4.6%, 增速较上月加快2.2个百分点, 回升速度快于名义增速, 与当月CPI通胀大幅走弱相一致。具体来看, 10月商品零售额同比增长4.8%, 增速较上月加快0.7个百分点, 其中, 除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%, 高于前值2.4%; 10月餐饮业活动继续恢复, 餐饮收入同比增长0.8%, 增速较上月提升3.7个百分点, 为疫情以来首度转正。

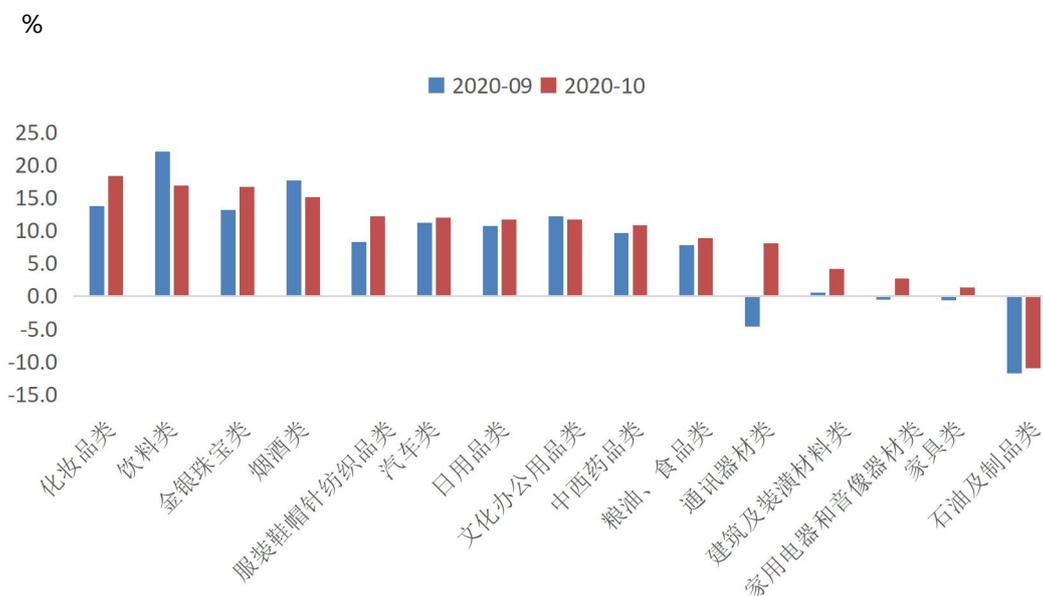
图9 10月商品消费延续修复



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月当月同比为1-2月累计值。

从具体商品类别来看，10月商品零售额增速加快主要受可选消费品拉动，日用品、中西药品等必需品零售表现相对平稳，增速与上月相比亦有小幅提升。具体来看，10月服装鞋帽、金银珠宝、化妆品等可选消费品零售额增速较上月分别加快3.9、4.6和3.6个百分点，均已处两位数高增状态；当月汽车零售额同比增长12.0%，增速较上月加快0.8个百分点，对整体社零增速仍有支撑。10月通讯器材类零售额同比增速大幅反弹12.7个百分点至8.1%，与月内多款重磅新机亮相提振购机需求有关。当月房地产相关消费普遍回暖，其中家电和家具零售额恢复正增状态。此外，伴随成品油价格上调，10月石油及制品类零售额降幅进一步收敛。

图 10 10月可选消费普遍改善



资料来源：WIND，东方金诚

四、11月宏观经济将保持复苏势头，四季度GDP同比有望回升至6.0%附近。

工业生产：内外需共振将支撑工业生产维持较快增长，建筑链条、出口导向、汽车制造业生产景气料将维持，终端消费改善也有望提振下游消费品行业生产。但目前工业生产增速已超过疫情前水平，进一步加速的空间非常有限，边际动能将趋于放缓；同时考虑到去年同期基数较高，我们判断11月工业增加值增速将回落至6.5%左右。

投资：伴随四季度财政支出进度持续加快，以及项目筹备、施工加速，11月基建投资同比还有进一步上扬空间，而短期内房地产投资仍将保持较强韧性，制造业投资也将保持正增长。综合三大类固定资产投资及第三产业投资走向判断，11月固定资产投资增速将保持

在两位数左右，累计增速将升至 2.5%左右，继续成为引领经济复苏的主导力量。

消费：在经济延续修复、就业持续改善和收入增速回升带动下，社零增速还将进一步反弹，尤其是餐饮收入增速还有较大回升空间。不过，目前以汽车为代表的可选消费品增速已升至较高水平，进一步大幅跳升的可能性不大，后续社零增速回升的斜率将延续放缓。预计 11 月社零增速将加快至 5.0%左右。

最后，进入四季度服务业修复进程显著加快，10 月服务业生产指数同比升至 7.4%，较上月加快 2 个百分点，已达到疫情前月度增长水平。预计伴随防疫措施的进一步放宽，年底前服务业生产指数仍有小幅上行空间。由此，综合 10 月各类宏观数据表现及短期走势判断，我们预计四季度 GDP 同比有望回升至 6.0%附近，较上季度加快 1.1 个百分点左右，正在接近潜在经济增长水平。此外，10 月城镇调查失业率已降至 5.3%，远低于今年 6.0%的控制目标。这意味着尽管近期全球疫情蔓延在欧美等国家造成二次冲击，进一步迟缓世界经贸复苏进程，但短期内国内逆周期调节力度不会进一步加大，年底前降息降准空间基本封闭。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。