

# 宏观经济月报

## ——2020年10月数据详析

2020年11月24日

2020年10月宏观数据		
指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	1.8	
社会消费品零售总额:当月同比	4.3	
出口金额:当月同比	11.4	
进口金额:当月同比	4.7	
工业增加值:当月同比	6.9	
CPI:当月同比	0.5	
PPI:全部工业品:当月同比	-2.1	
社会融资规模存量:同比	13.7	
M1:同比	9.1	
M2:同比	10.5	
公共财政收入:当月同比	3.0	
公共财政支出:当月同比	19.0	

注：固定资产投资为1-10月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为10月当月同比；M1、M2为10月末同比；进出口金额增速为以美元计价；当年1-10月数据为合并统计值。

### 数据点评

#### 1、宏观经济：宏观数据走势偏强，经济稳健修复势头有望保持到年底

**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。

**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。

**贸易：**10月出口增速站上两位数，出口强势有望延伸至年底。

## 2、物价：10月CPI同比骤降，PPI通缩状态未见改善

**CPI：**10月猪肉价格走低，同比涨幅骤降，是带动食品CPI和整体CPI同比大幅收窄的主要原因；10月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

**PPI：**10月PPI环比持平，同比跌幅继续保持在-2.1%。一方面，国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累，但未能形成强势拉动，故当月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛；另一方面，10月食品类PPI加速下行，非食品类PPI走势依然低迷，当月生活资料PPI环比下跌，同比跌幅明显走阔。

## 3、金融：10月金融数据略低于市场预期，宽信用进入“收官”阶段

**信贷：**新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增主要受中长期贷款拉动，短贷和票据融资则呈现负增状态。当月企业中长期贷款维持着较强的同比扩张势头，显示企业信贷需求依然旺盛；居民中长期贷款同比多增规模则明显收缩，与当月商品房销售增速回落态势相一致。整体看，10月末贷款余额增速小幅放缓，显示本轮信贷扩张拐点已现。

**社融：**社融环比季节性大幅少增，主要受新增人民币贷款和政府债券融资规模环比萎缩，以及表外票据融资环比多减拖累；同比多增约5500亿，其中，包括政府债券融资、企业债券融资和股票融资在内的直接融资对社融同比扩张拉动明显。整体看，当月社融表现符合预期，月末社融存量增速延续升势。

**货币：**月末M2增速降幅较大，与财政存款同比多增直接相关，而下半年以来信贷增速走低，存款派生增速相应下降，是M2增速触顶回落的根本原因。10月末M1增速续创新高，主要体现经济修复进程较快推进，各类市场主体经营活动趋于活跃。

## 4、财政：10月收入增速回落支出加速，财政政策积极有为

**财政收入：**10月财政收入增速有所下滑，主要原因是非税收入同比降幅显著扩大，税收收入同比增速则延续回升，且主要税种收入增速多数加快，与当前经济持续修复态势相一致。

**财政支出：**10月财政支出增速大幅加快，主要受地方支出加速拉动，除因低基数效应外，也与直达资金的快速拨付有关。当月民生类和基建类支出均有所加力，其中，城乡社区事务支出同比显著高增，带动基建类支出同比增速转正，与当月基建投资增长加速相印证。

## 展望

1、**宏观经济：**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。

- 2、**物价**：预计 11 月猪肉价格同比涨幅下跌势头将显著缓解，短期内非食品价格仍难以出现明显上行走势；国际油价上涨向国内传导滞后，预计 PPI 同比将在-2.0%左右小幅波动。
- 3、**金融**：预计 11 月新增信贷、社融规模将季节性反弹，同比也将保持多增势头，但信贷增速大幅回升难度较大，年底前将保持在 13%左右。今年 20 万亿的新增贷款目标将顺利完成，大幅超出的可能性也不大。
- 4、**财政**：财政收入累计降幅将持续收敛，四季度支出端仍存发力空间。

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 目 录

宏观经济月报.....	1
数据点评.....	1
展望.....	2
<b>1. 宏观经济：宏观数据走势偏强，经济稳健修复势头有望保持到年底.....</b>	<b>7</b>
1.1 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.....	7
1.2 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.....	9
1.3 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.....	13
1.4 贸易：10月出口增速站上两位数，出口强势有望延伸至年底.....	15
1.5 展望：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.....	21
<b>2. 物价：10月CPI同比骤降，PPI通缩状态未见改善.....</b>	<b>23</b>
2.1 10月猪肉价格走低，同比涨幅骤降，是带动食品CPI和整体CPI同比大幅收窄的主要原因；10月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻.....	23
2.2 10月PPI环比持平，同比跌幅继续保持在-2.1%。一方面，国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累，但未能形成强势拉动，故当月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛；另一方面，10月食品类PPI加速下行，非食品类PPI走势依然低迷，当月生活资料PPI环比下跌，同比跌幅明显走阔.....	26
2.3 展望：11月猪肉价格初现企稳迹象，加之上年同期价格基数短暂下行，预计猪肉价格同比涨幅下跌势头将显著缓解，不过短期内非食品价格仍难以出现明显上行走势，预计11月CPI同比涨幅将结束近两个月以来的大幅下行态势，有望保持在当前的较低水平。11月国际油价中枢上移空间有限，国内工业品价格上行幅度也不应过高期待，预计PPI同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。.....	28
<b>3. 金融：10月金融数据略低于市场预期，宽信用进入“收官”阶段.....</b>	<b>29</b>
3.1 10月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增主要受中长期贷款拉动，短贷和票据融资则呈现负增状态。当月企业中长期贷款维持着较强的同比扩张势头，显示企业信贷需求依然旺盛；居民中长期贷款同比多增规模则明显收缩，与当月商品房销售增速回落态势相一致。整体看，10月末贷款余额增速小幅放缓，显示本轮信贷扩张拐点已现。.....	29
3.2 10月社融环比季节性大幅少增，主要受新增人民币贷款和政府债券融资规模环比萎缩，以及表外票据融资环比多减拖累；同比多增约5500亿，其中，包括政府债券融资、企业债券融资和股票融资在内的直接融资对社融同比扩张拉动明显。整体看，当月社融表现符合预期，月末社融存量增速延续升势。.....	32
3.3 10月末M2增速降幅较大，与财政存款同比多增直接相关，而下半年以来信贷增速走低，	

---

存款派生增速相应下降，是 M2 增速触顶回落的根本原因。10 月末 M1 增速续创新高，主要体现在经济修复进程较快推进，各类市场主体经营活动趋于活跃。.....	34
3.4 展望：预计 11 月新增信贷、社融规模将季节性反弹，同比也将保持多增势头，但信贷增速大幅回升难度较大，年底前将保持在 13%左右。今年 20 万亿的新增贷款目标将顺利完成，大幅超出的可能性也不大。.....	34
<b>4. 财政：10 月收入增速回落支出加速，财政政策积极有为.....</b>	<b>35</b>
4.1 10 月财政收入增速有所下滑，主要原因是非税收入同比降幅显著扩大，税收收入同比增速则延续回升，且主要税种收入增速多数加快，与当前经济持续修复态势相一致.....	35
4.2 10 月财政支出增速大幅加快，主要受地方支出加速拉动，除因低基数效应外，也与直达资金的快速拨付有关。当月民生类和基建类支出均有所加力，其中，城乡社区事务支出同比显著高增，带动基建类支出同比增速转正，与当月基建投资增长加速相印证。.....	36
4.3 10 月政府性基金收入增速放缓，其中因房地产调控趋严导致土地市场降温，土地出让金收入增速下滑；高基数影响下，10 月政府性基金支出增速亦大幅回落。.....	38
4.4 展望：财政收入累计降幅将持续收敛，支出端仍存发力空间.....	38

## 图表目录

图 1	10 月工业生产保持强劲态势	7
图 2	10 月制造业生产处于高位、采矿业增速反弹	8
图 3	10 月主要细分行业增加值增速多数改善（当月同比，%）	9
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	9
图 5	基建投资（宽口径）增速上扬	10
图 6	近期楼市持续高位运行	11
图 7	调控收紧背景下，房地产开发投资增速保持上行势头	12
图 8	制造业投资增速连续 3 个月保持单月同比正增长	12
图 9	10 月商品消费延续修复	13
图 10	可选消费普遍改善	14
图 11	10 月我国对美出口增速保持高位（%）	15
图 12	10 月我国对主要新兴市场出口保持强势（%）	16
图 13	10 月防疫物资出口增速放缓（%）	17
图 14	国际大宗商品价格走势	18
图 15	制造业 PMI 进口指数	18
图 16	10 月我国主要对主要商品进口表现不一	20
图 17	CPI 增速：当月同比 %	23
图 18	食品类各分项 CPI 同比增速 %	24
图 19	八类商品与服务 CPI 同比增速 %	25
图 20	PPI 增速：当月同比 %	26
图 21	生产资料各项 PPI 同比增速 %	27
图 22	生活资料各项 PPI 同比增速 %	27
图 23	新增人民币贷款规模及增速	29
图 24	票据直贴利率走势	30
图 25	企业新增中长期贷款规模与增速	30
图 26	新增居民贷款规模及占比	31
图 27	社会融资规模增长状况	32
图 28	表外融资增量变化	33
图 29	直接融资增量变化	33
图 30	M2 与 M1 增速	34
图 31	财政收入增速变化情况（当月同比，%）	35
图 32	主要税种收入增速变化 %	36
图 33	财政支出增速变化情况（当月同比，%）	36
图 34	主要财政支出项目增速变化 %	37
图 35	政府性基金收支累计同比增速 %	38

## 1. 宏观经济：宏观数据走势偏强，经济稳健修复势头有望保持到年底

### 1.1 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。

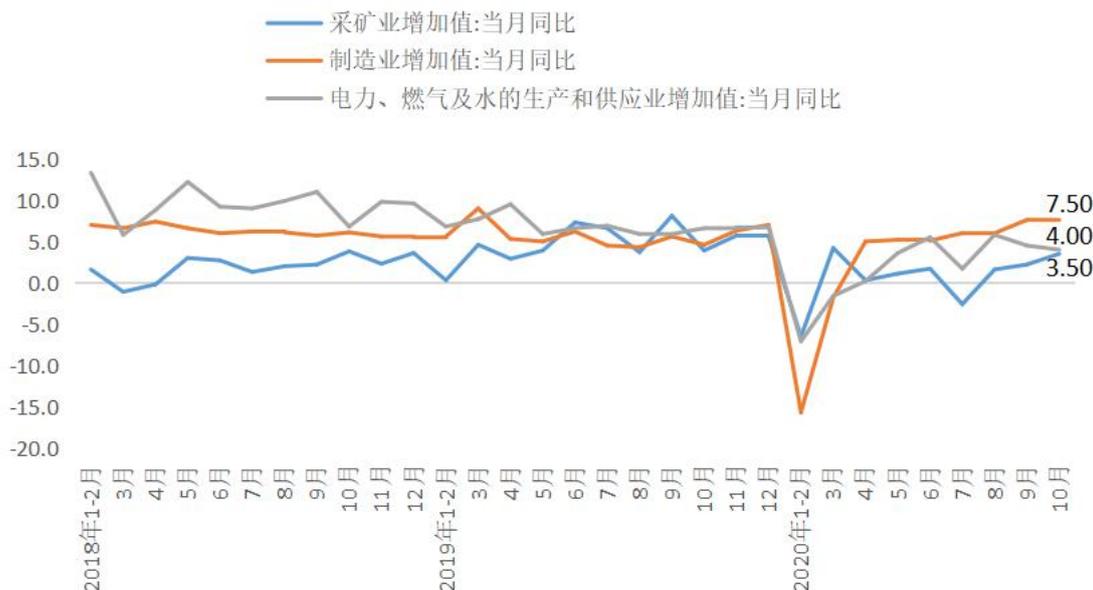
从大类看，10月工业生产再超预期的主要原因是上游采矿业生产加速，以及在工业中占比约9成的制造业生产势头强劲。其中，采矿业增加值同比增长3.5%，增速较上月加快1.3个百分点，其主要细分行业中的石油和天然气开采业、有色金属矿采选业增加值同比增速在基数走低拉动下均有所加快；10月制造业增加值同比增长7.5%，增速仅较上月小幅放缓0.1个百分点，国内消费需求持续回升、出口贸易保持韧性，供需缺口收窄下部分行业“主动补库”，对制造业企业生产形成较强支撑；此外，10月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较上月放缓0.5个百分点至4.0%，与当月发电量同比增速较上月回落0.7个百分点相一致。

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

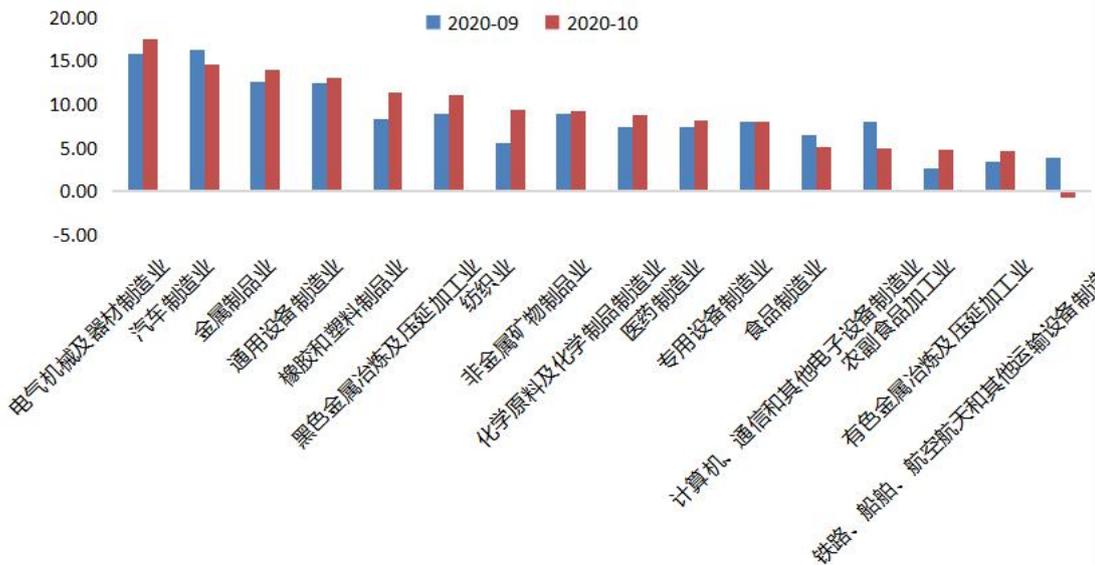


资料来源: WIND, 东方金诚; 注: 2月数据为1-2月累计同比增速。

具体到制造业各细分行业, 从已公布数据来看, 10月多数行业生产有所提速, 表明当前制造业生产的强势表现基础稳固。其中, 建筑链条景气度较高带动建材和机械设备生产加速, 10月通用设备、黑色金属、有色金属等行业增加值增速较上月均有所加快。在国内制造业投资需求回升、出口强势带动下, 10月专用设备制造业生产连续第三个月稳定在8.0%的较快增长水平, 电气机械及器材制造业增加值增速进一步加快至17.6%。在汽车销量高增提振下, 10月汽车制造业增加值同比增长14.7%, 增速较上月放缓1.7个百分点, 是当月制

制造业生产增速小幅放缓的主要拖累，但这一增长水平在各细分行业中仍居前列。考虑到汽车制造业在产业链中的关键地位，该行业生产连续高增对黑色金属、橡胶和塑料制品业等行业生产也有明显拉动。此外，随着终端需求好转，以及印度等国疫情限制生产能力，带动海外订单转移至我国，纺织等传统制造业生产也有明显提速。

图3 10月主要细分行业增加值增速多数改善（当月同比，%）

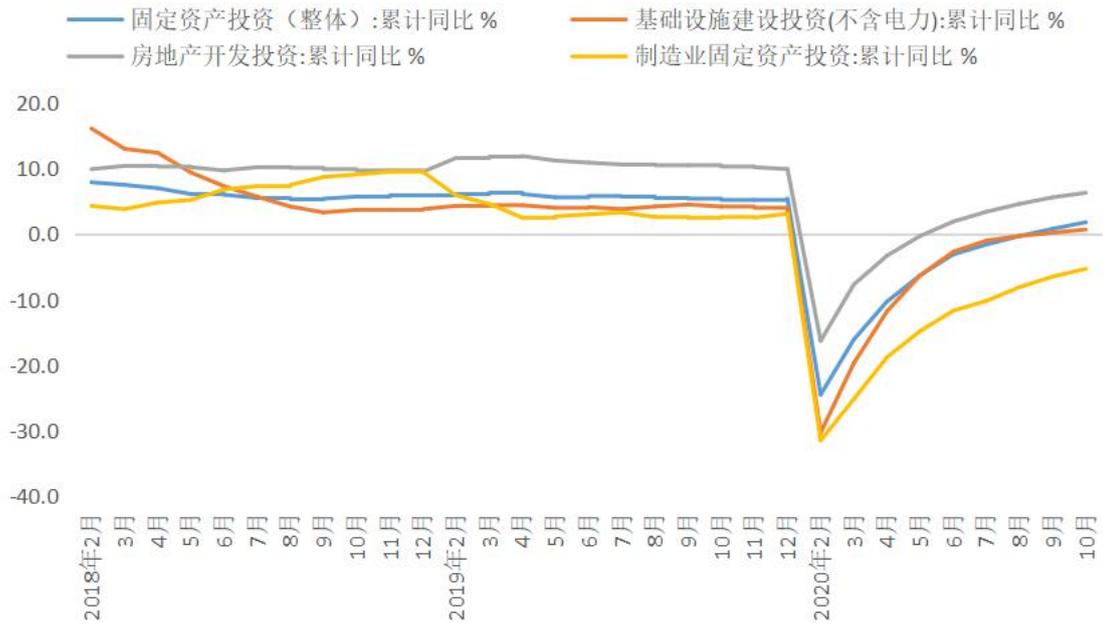


资料来源：WIND，东方金诚

**1.2 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。

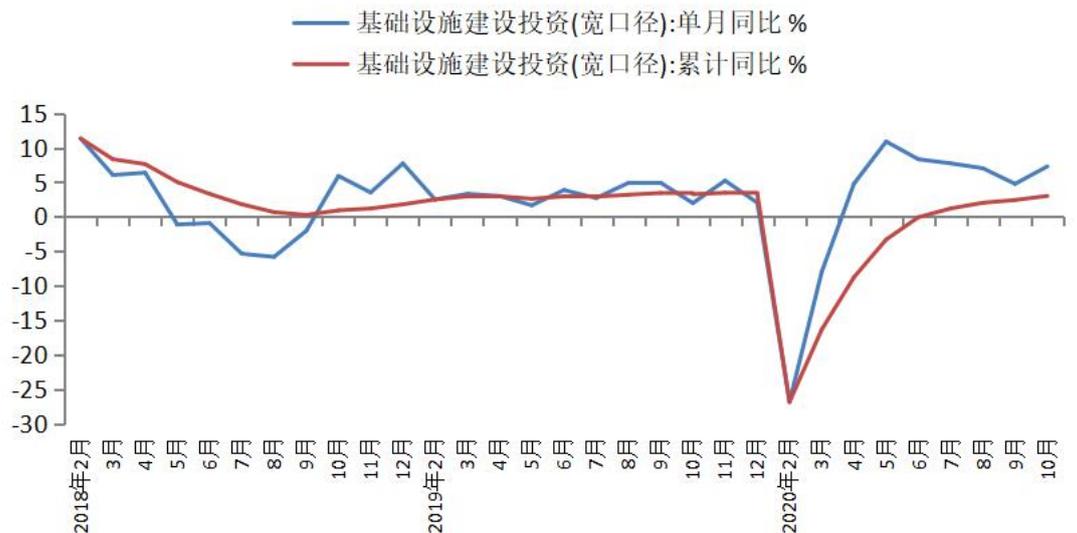
图4 10月固定资产投资及三类主要投资增（累计同比）延续改善势头



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

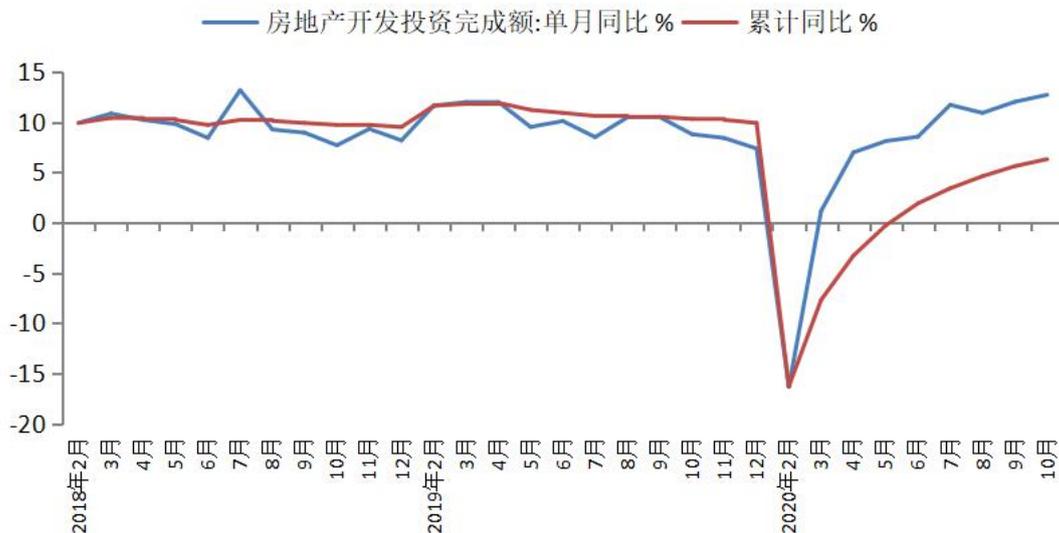


资料来源: WIND, 东方金诚

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

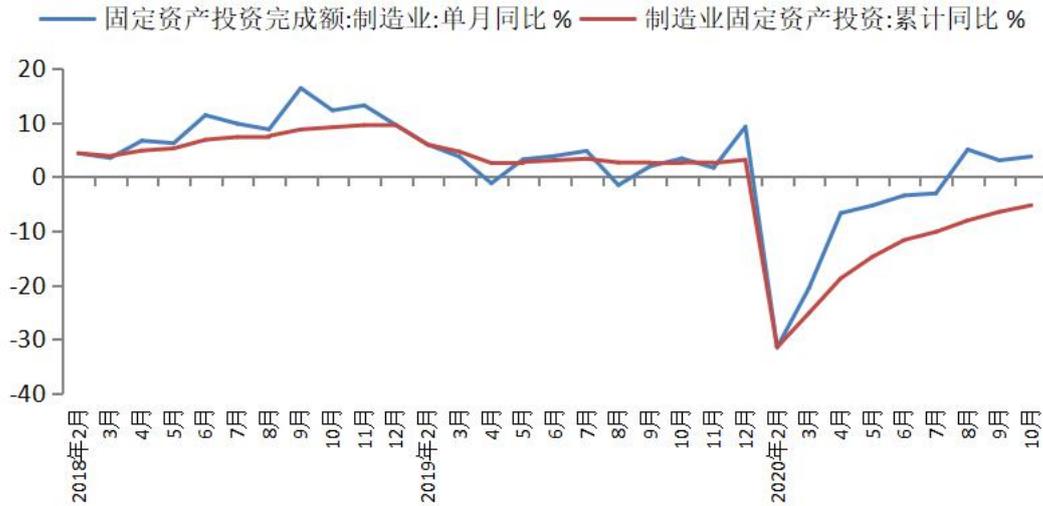


资料来源：WIND，东方金诚

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

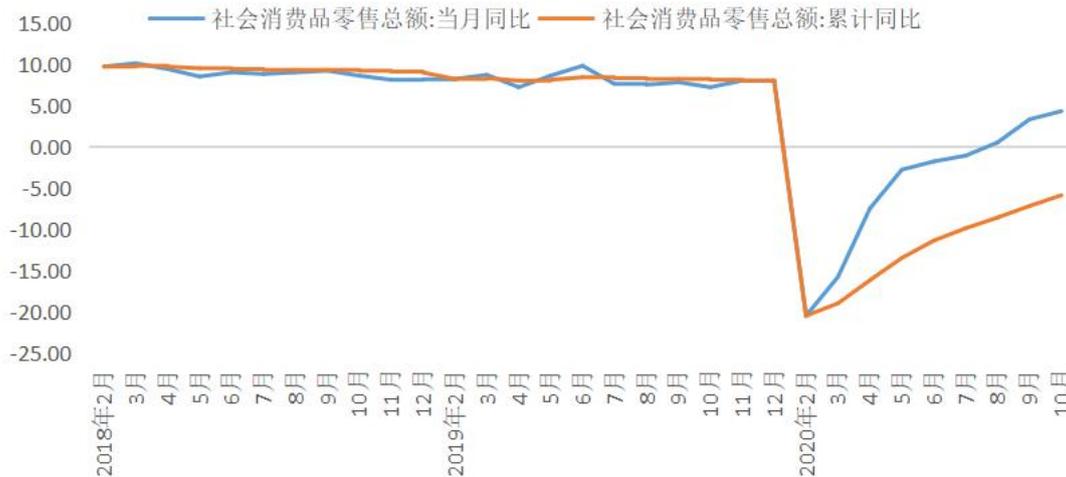


资料来源: WIND

### 1.3 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。

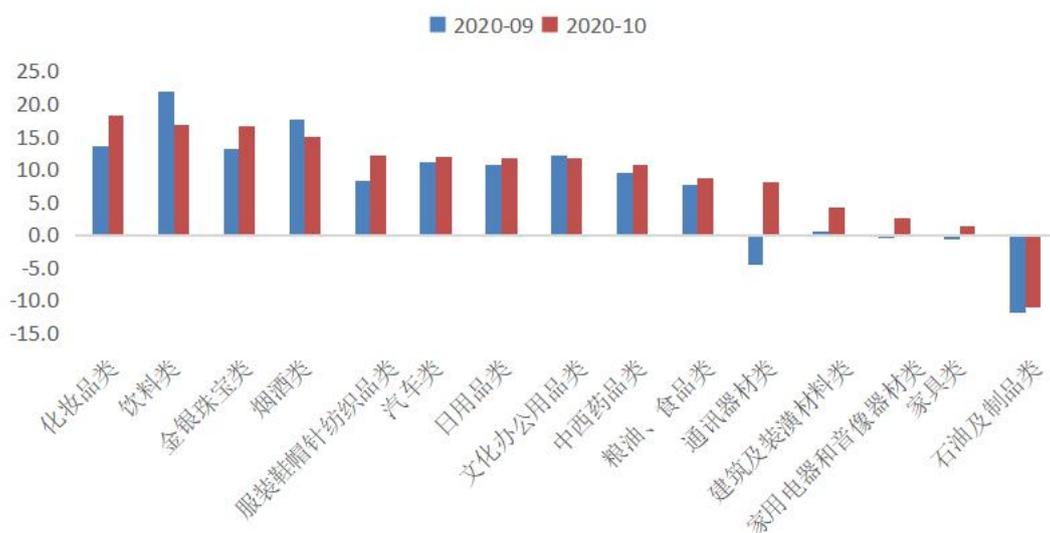
图9 10月商品消费延续修复



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 可选消费普遍改善



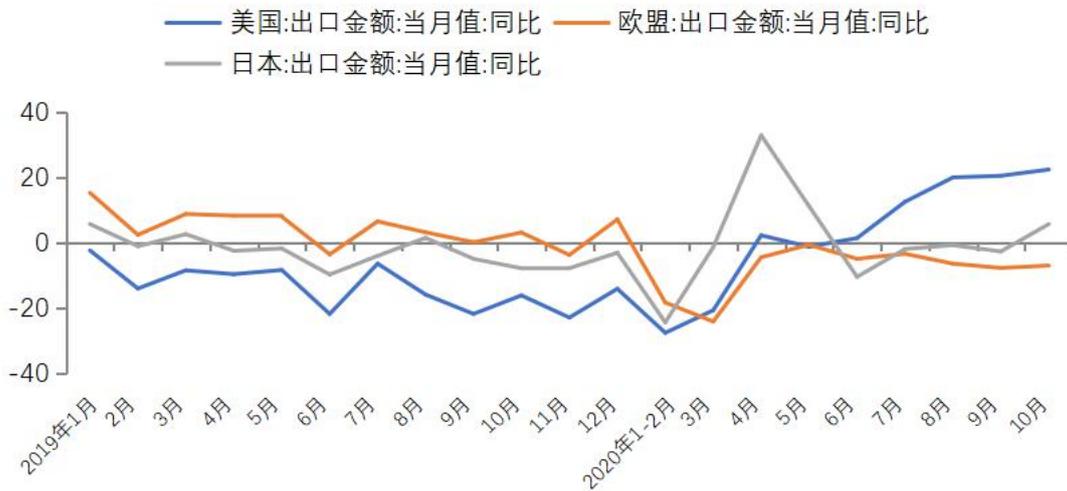
资料来源：WIND，东方金诚

#### 1.4 贸易：10月出口增速站上两位数，出口强势有望延伸至年底

10月出口贸易额同比上升11.4%（以人民币计价同比增长7.6%，差值主要源于近期人民币汇价大幅升值所致，这也导致10月以人民币计价的出口增速较上月小幅下行；汇价波动对进口增速的影响相同），增速较上月加快1.5个百分点，年内首次站上两位数，也再次超出市场普遍预期。值得注意的是，本月出口增速上扬，是建立在上年同期基数抬高的基础上，意味着10月出口强势进一步凸显，尤其是在当前全球出口整体处于5%左右的负增长背景下。

当前全球疫情仍处在高位平台期，国内疫情继续得到稳定控制，国内外产能修复差异明显；另外，当前全球正在普遍实施大规模经济刺激计划，境外各国均不同程度地存在供需缺口问题，而我国出口正在成为弥补这一缺口的重要因素，这导致出口订单持续向中国转移。我们估算，当前我国商品在全球出口市场中的份额已达到16%左右，较疫情前增加约3个百分点。另外，10月我国防疫物资出口有所减速，显示当前出口走强的基础更为广泛坚实。

图 11 10月我国对美出口增速保持高位（%）



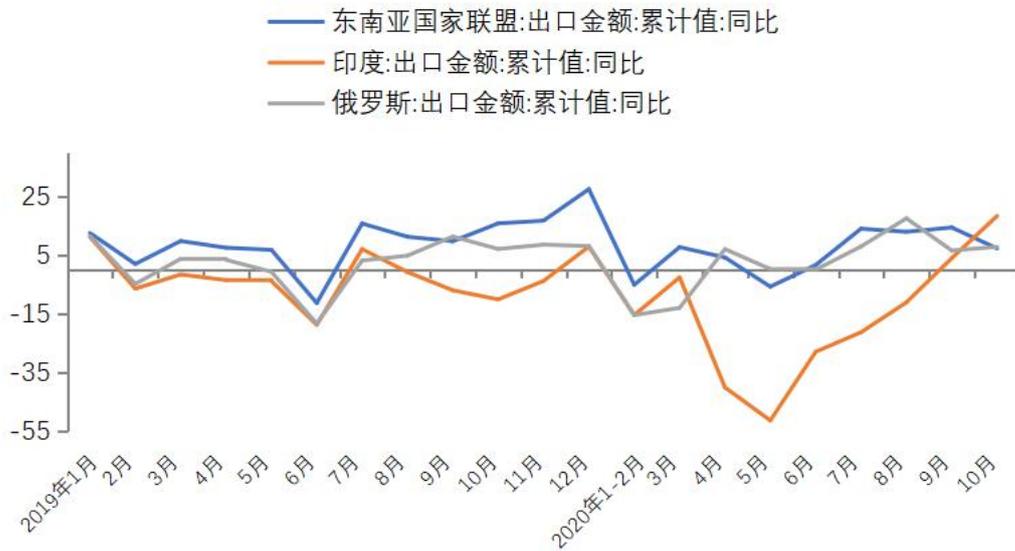
数据来源:WIND

从主要出口目的地来看，10月我国对美国出口增速达到22.5%，比上月加快1.9个百分点，连续四个月保持两位数高增长。一方面，上年同期经贸摩擦影响加剧，出口基数大幅走低；另一方面，前期美国国内实施大规模财政救助计划，其中包括对每个成年人提供1200美元补贴等内容，带动美国国内消费需求反弹速度明显快于产能修复——6月起美国零售数据同比持续转正；最后，作为我国对美出口的主要竞争对手，当前墨西哥、土耳其、印度等国疫情仍处高发状态，产能修复较为缓慢，这导致我国商品在美市场份额显著扩大，拉动我

国对美出口增速上扬。

不过，近期欧盟地区第二波疫情爆发，各国再度实施的封锁措施对商品消费需求也带来一定的负面影响，10月我国对欧盟出口同比为-7.1%，降幅仅较上月收窄0.7个百分点，延续年初以来的负增状态。10月我国对日本出口同比增长5.7%，增速较上月大幅改善8.4个百分点。不过，这部分是由上年基数下行带动，考虑到当前日本国内经济走势低迷，短期内我国对日出口增长潜力较为有限。

图 12 10月我国对主要新兴市场出口保持强势（%）



数据来源:WIND

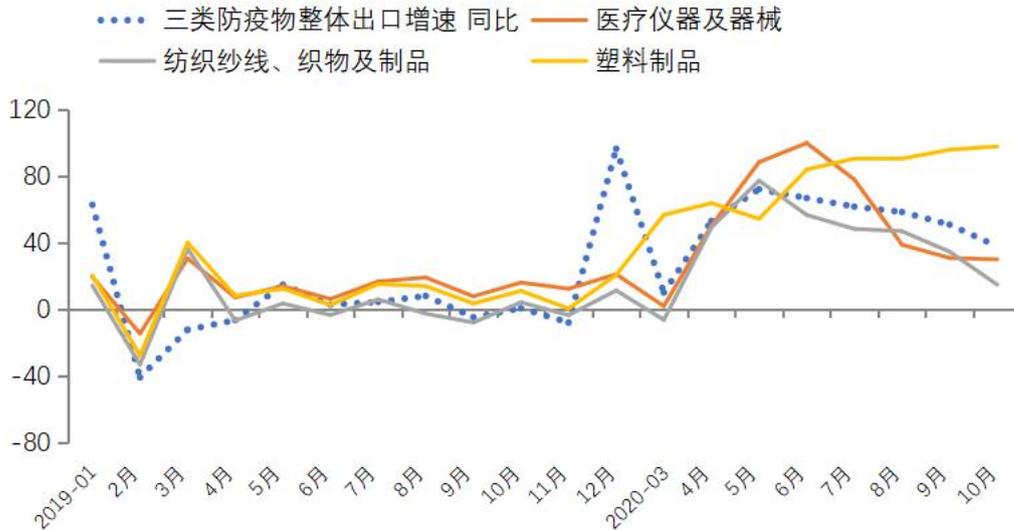
在新兴市场方面，作为我国第一大出口市场，10月我国对东盟出口同比增长7.3%，增速较上月放慢7.1个百分点。不过，这其中的6个百分点是由上年基数抬高所致，意味着当月我国对东盟出口规模保持稳定。我们注意到，年初以来我国对东盟出口整体处于稳定增长状态，与这一区域疫情形势较为稳定、经济所受冲击相对较小直接相关。另外，从出口产品结构来看，疫情带来这些地区经济减速、居民收入下滑，我国出口商品的价格竞争力进一步显现。

10月我国对印度出口增速大幅上扬，较上月加快14.4个百分点，并不完全能用上年基数走低来解释。我们认为，当前印度国内疫情仍处于高发状态，国内制造业重启进度较缓，我国出口正在填补印度国内供需缺口；同时，当前印度整体进口处于大幅负增状态，中国对印出口逆势增长，也显示特殊时期我国商品在印市场份额显著扩大。同时这也表明，前期边境事件并未对两国贸易关系带来显著冲击——10月中国从印度进口同比增速高达36.6%，为

连续 5 个月高增长，进口范围主要包括矿产品和一些初级产品。

10 月我国对俄罗斯出口同比增长 7.8%，较上月加快 1.2 个百分点，连续四个月保持正增长。近期俄罗斯国内疫情再现反复，在其进口增速整体负增长的背景下，我国商品在俄竞争明显增强。我们预计年内俄罗斯对我国商品进口需求不会明显减弱。

图 13 10 月防疫物资出口增速放缓（%）



数据来源:WIND

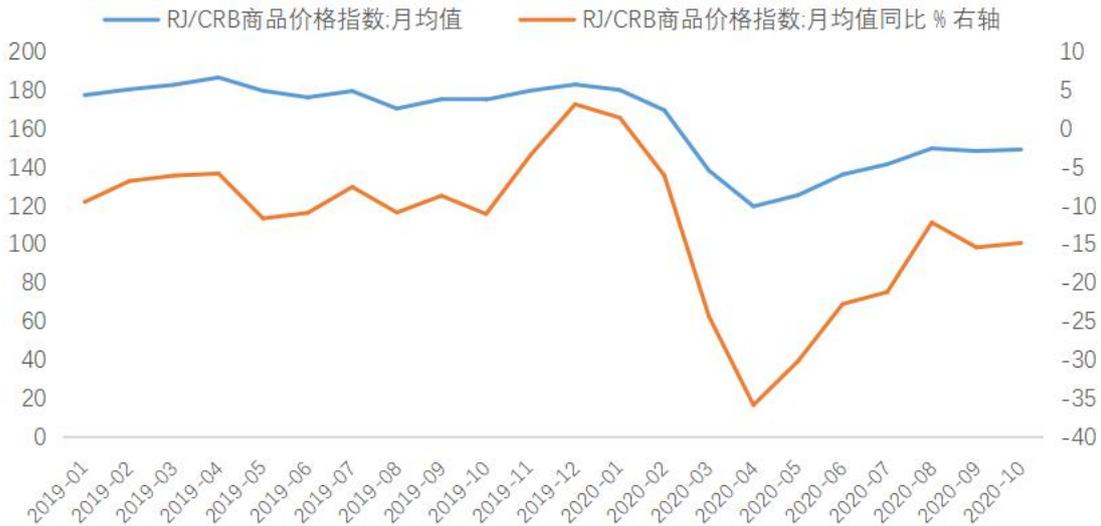
10 月防疫物资出口减速，整体出口增速上扬，显示当前出口增长基础更为广泛坚实。10 月以口罩为代表的纺织纱线、织物及制品出口额同比增长 14.8%，增速较上月大幅回落 19.9 个百分点，增速已接近整体出口增速水平。当月医疗仪器及器械出口额同比增长 30.0%，增速较上月小幅放慢 0.9 个百分点，继续处于高位。10 月塑料制品出口额同比增长 97.9%，增速较上月加快 2 个百分点。从以上三类防疫物资整体来看，10 月出口额同比增速降至 37.9%，较上月小幅回落 13 个百分点，对当月出口的整体拉动为 2.7 个百分点，拉动力较上月下降 0.8 个百分点。这意味着如果扣除防疫物资的出口带动作用，10 月出口增速将为 8.7%。整体上看，10 月防疫物资出口增速与整体出口增速“一降一升”，表明当前我国出口增长的基础进一步改善。

进口方面，由于提振 9 月进口两位数高增的短期影响因素减弱，10 月进口增速大幅下滑，符合普遍预期。但当月进口增速仍为年内单月次高，显示内外需共振下，国内进口需求回暖的大趋势不变。

10 月进口额同比增长 4.7%，增速较上月下滑 8.5 个百分点，印证了我们对于 9 月进口额两位数高增势头不可持续的预期。此前我们分析认为，9 月进口增速大幅反弹，除因宏观

经济供需两端同步回升支撑进口需求外，也与人民币连续升值后进一步升值空间可能有限的预期在一定程度上提振企业当期进口需求，企业为应对四季度消费旺季提前备货，以及9月进口价格滞后反映8月国际大宗商品价格同比跌幅的收敛等因素有关。进入10月，这些短期提振因素的影响均有所减弱，当月进口增速的回落符合预期。

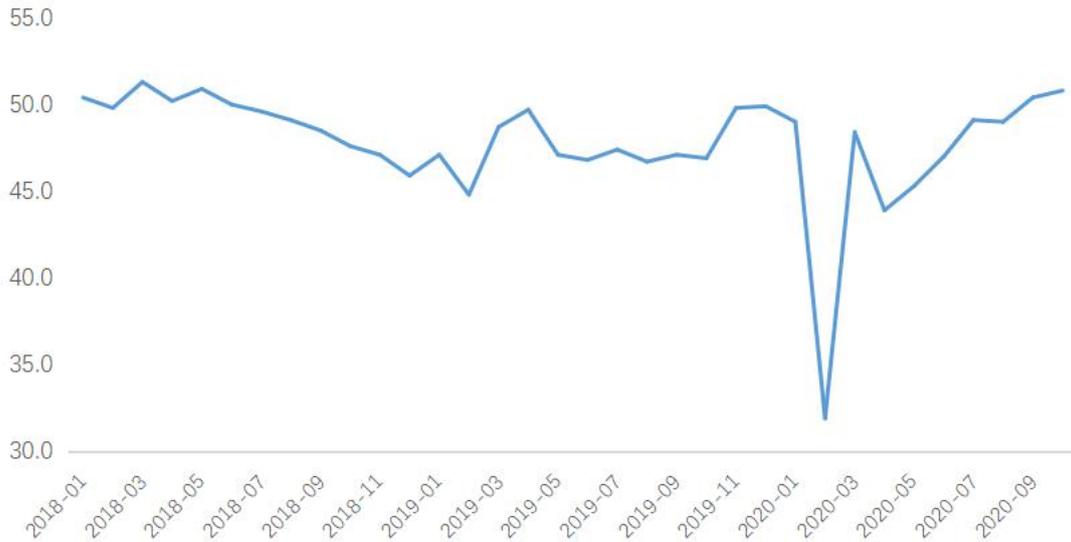
图 14 国际大宗商品价格走势



数据来源：WIND

不过，10月进口额同比增长4.7%，这一增长水平为年内单月次高，显示进口需求回暖的大趋势不变。一方面，国内终端消费延续回暖，尤其是服务业消费出现加速改善势头；另一方面，我国出口保持强势，对相关原材料和中间品进口也有较强拉动。这也反映于当月制造业PMI进口指数在上月回升至扩张区间后，进一步提升至50.8（前值50.4），续创2018年6月以来新高。

图 15 制造业 PMI 进口指数



数据来源：WIND

从主要进口商品来看，（1）10月原油进口量价齐跌。近期国际油价在8月底9月初大跌基础上窄幅震荡，9月月均值环比下跌9.0%，同比跌幅从上月的-23.9%扩大至-34.9%；10月月均值环比下跌1.5%，同比跌幅小幅收敛至-32.5%。由于国际市场价格对我国进口到岸价格影响的滞后性，10月我国原油进口价格更多反映了9月国际市场现货价格的变化，环比下跌约5%，同比跌幅从上月的27%扩大至约32%。同时，由于此前的大量采购使得原油库存已接近饱和，加之许多独立炼厂进口配额用尽，10月我国原油进口量同比下降6.5%，增速较上月大幅放缓24.1个百分点。由此，在量价齐跌影响下，10月我国原油进口额同比下跌36.0%，跌幅较上月扩大21.9个百分点。

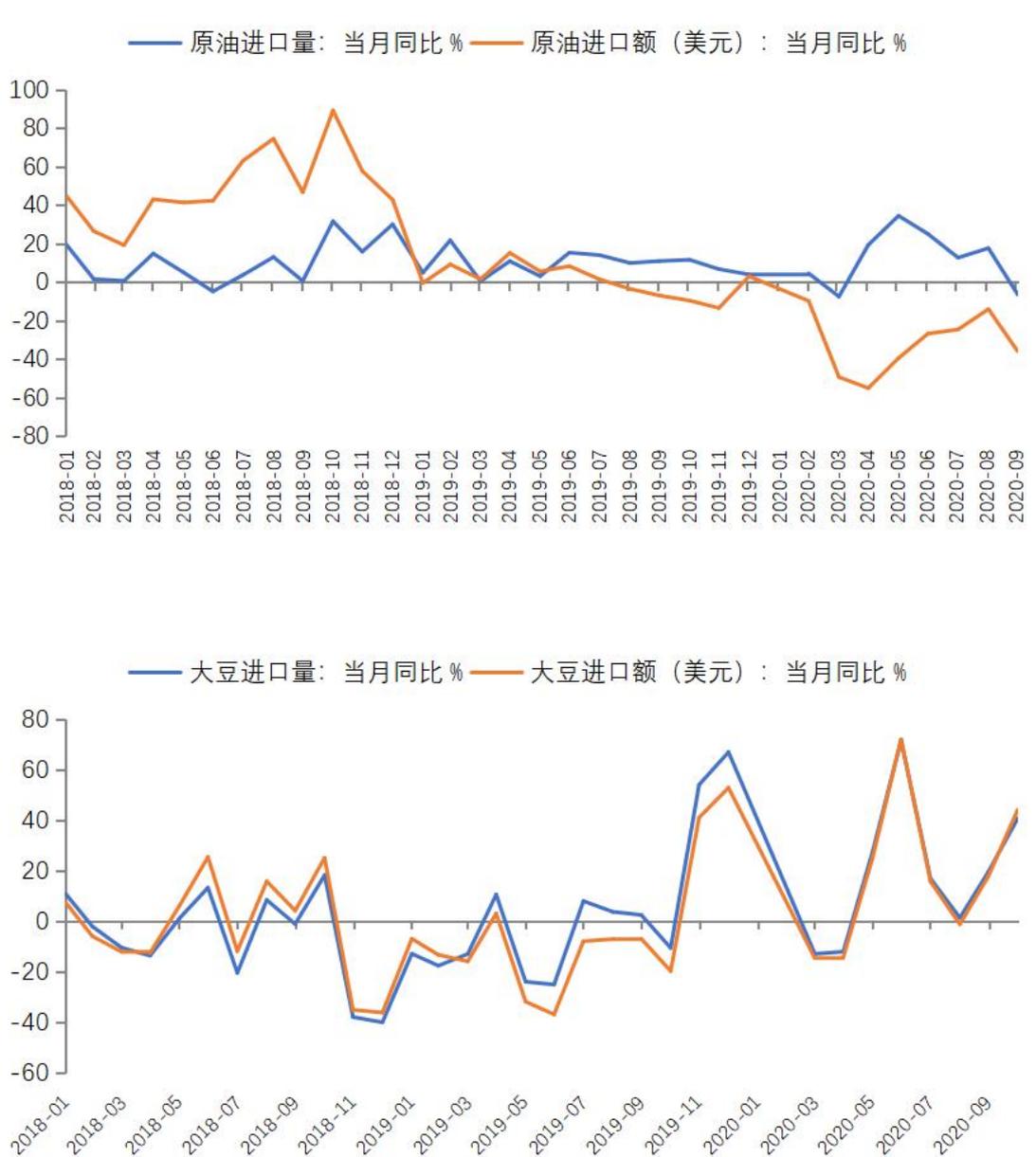
（2）大豆进口方面，7月以来，由于巴西大豆出口能力下降，我国大豆进口增速显著放缓。但随着美国大豆进入成熟期，加之中美双方同意继续推动第一阶段经贸协议落实，9月起我国进口大豆采购重心转移至美国，进口增速连续大幅回升。10月我国大豆进口量同比增长40.6%，进口额增长44.0%，增速较上月分别加快21.2和26.4个百分点。

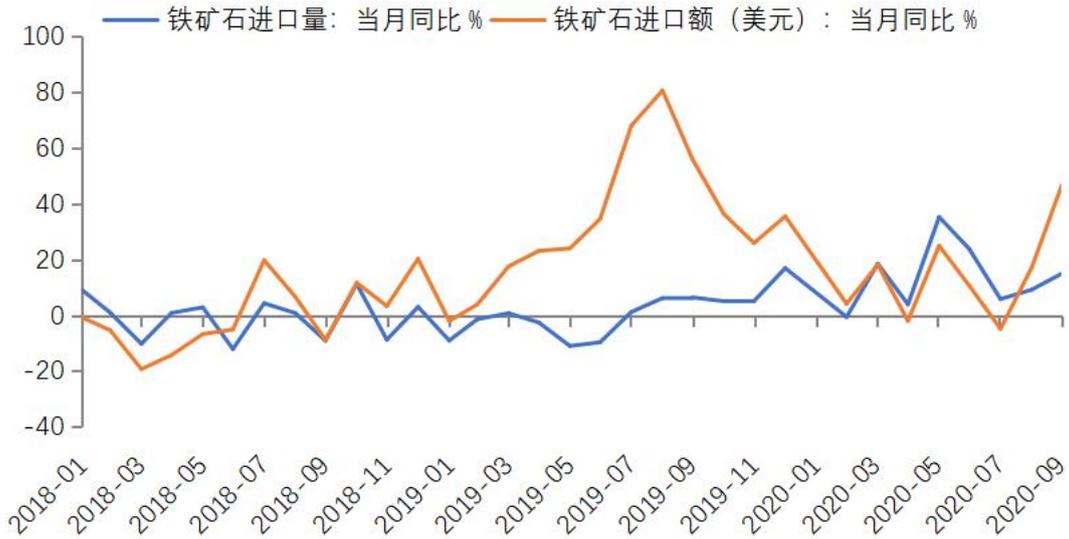
（3）10月铁矿石进口表现强劲，一方面与国内钢厂需求旺盛有关，另一方面也因来自巴西、澳大利亚、南非等主要铁矿石供应国的到货量增加。具体来看，10月铁矿石进口量价齐升，进口量同比增长15.0%，增速较上月加快5.8个百分点；平均进口价格环比提高8.2%，加之基数走低，同比涨幅从上月的7.3%扩大至27.6%。由此，10月铁矿石进口额同比增长46.7%，增速较上月大幅加快29.6个百分点。

（4）10月企业备货力度减弱，加之去年同期基数走高，集成电路进口增速放缓。当月

集成电路进口量同比增长 18.1%，增速较上月放缓 8.8 个百分点；进口额同比增长 15.8%，增速较上月放缓 12.4 个百分点。

图 16 10 月我国主要对主要商品进口表现不一





数据来源:WIND

### 1.5 展望：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

出口方面，10月国内制造业PMI中的“新出口订单指数”持续回升，并已连续两个月处于扩张区间，意味着年底前我国出口增速仍有支撑，11月出口同比有望继续保持较快正增长。另外，当前全球疫情第二波正在从西欧向东欧、北美等地扩散，意味着主要经济体产能修复过程也将随之放缓。目前来看，疫情第二波对各国消费的影响或将有限，这就意味着年底前海外供需缺口将继续对我国出口形成带动效应。

不过，当前世界经济正处于严重衰退过程，全球贸易也在同步下滑。作为全球头号贸易大国，我国出口在这样一种不利环境下能够保持正增长，主要得益于全球疫情高发期间的临时性因素。预期2021年疫苗会在全球范围内开始大规模接种，其他国家产能修复步伐将明显加快，各国供需缺口会随之缩小，我国商品在全球出口市场中的份额将有所下降；另外，预计后期全球经济复苏过程将较为缓慢，全球贸易反弹步伐或弱于预期，这意味着明年我国出口韧性或将面临较大挑战。我们认为，这是商务部等政府相关部门持续出台稳外贸、推动出口转内销等措施的原因。

进口方面，未来两个月国内经济增速还将向着潜在增长水平回升，其中消费回升的潜力仍然较大，出口料将保持强劲，内外需共振将继续对进口起到重要支撑作用。不过，随着宏观政策逆周期调节力度不再加码，房地产调控升级的影响显现，经济回升幅度正在放缓。从

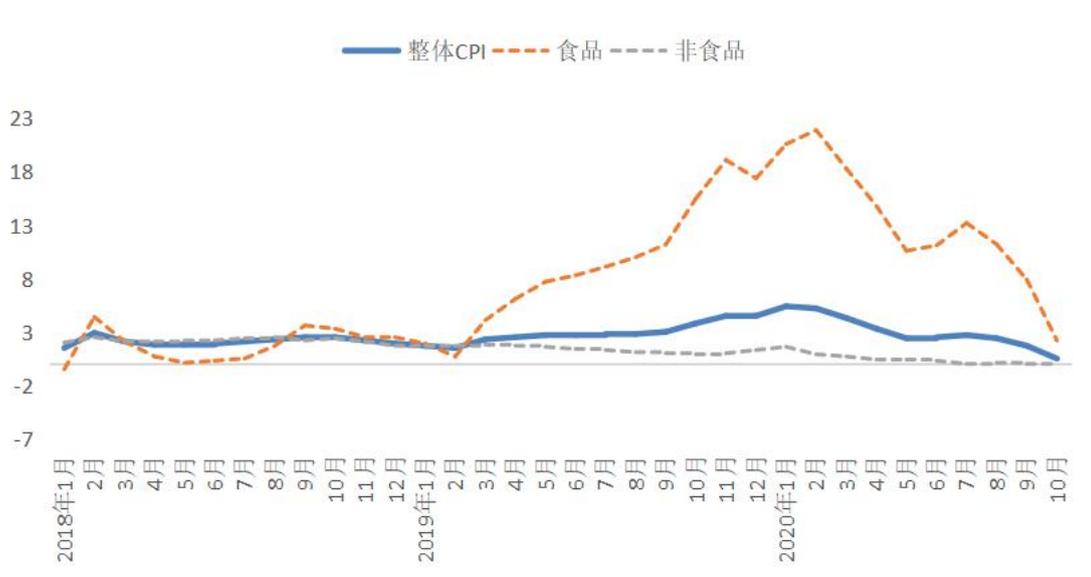
价格来看，欧美疫情反弹并重启封锁措施，将压制以原油为代表的大宗商品价格上升空间。在前期价格上涨的滞后影响减退后，价格因素对进口增速的支撑也将减弱，这在10月进口数据上已经得到体现。同时考虑到海外供给能力仍然受到疫情制约，以及去年同期基数走高，我们判断11月进口额将继续呈现小幅正增长状态，增速或在10月基础上略有回落。

## 2. 物价：10月CPI同比骤降，PPI通缩状态未现改善

2.1 10月猪肉价格走低，同比涨幅骤降，是带动食品CPI和整体CPI同比大幅收窄的主要原因；10月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻

10月CPI同比上涨0.5%，涨幅较上月大幅回落1.2个百分点，创逾8年新低，显示猪周期下行正在引领本轮物价走势向通缩状态靠拢。从影响物价变化的主要因素看，10月以猪肉为代表的食品价格同比上涨2.2%，涨幅较上月回落5.7个百分点，几乎决定了本月CPI涨幅的全部变化；10月非食品价格同比则延续上月的零增长状态，意味着食品之外的各类商品和服务价格总体上正处在通缩边缘，背后的直接原因是本轮逆周期政策调节力度较为温和，货币放水规模有限，而疫情背景下居民消费需求较为低迷。

图17 CPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

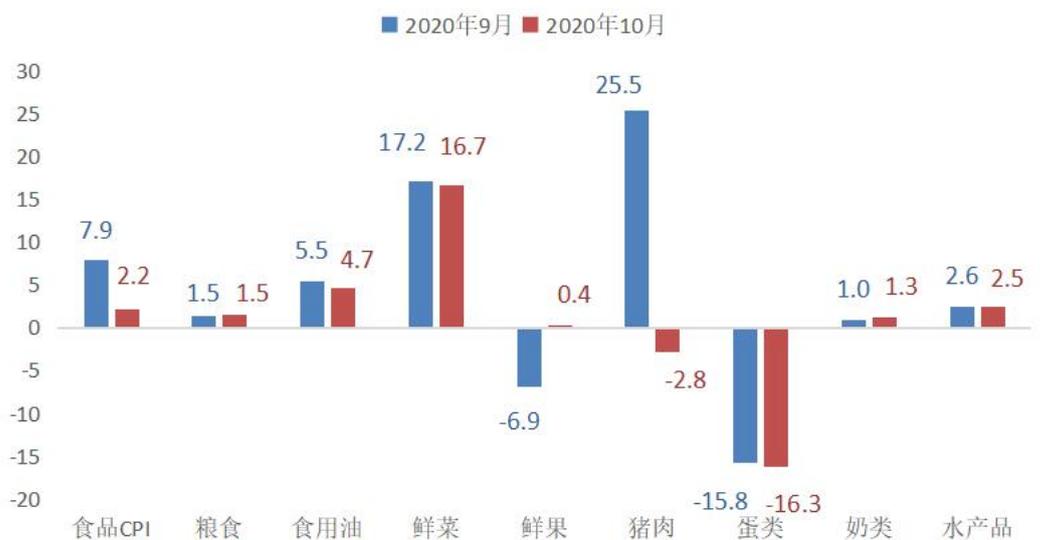
食品价格方面，10月餐饮业继续修复，但生猪产能加速改善，猪肉进口保持高位，当

月猪肉价格跌势加快，而上年同期基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅大降 28.3 个百分点，成为本月食品价格同比大幅回落的主要原因。

伴随国内疫情得到稳定控制，10 月餐饮业 PMI 处于高速扩张状态，这意味着猪肉需求边际增加。不过，7 月生猪存栏开始同比增长，9 月猪肉供应量加速扩张。此外，近期猪肉进口同比保持在 130%左右的高位，节前储备猪肉投放也在增多。由此，供需平衡驱动 10 月猪肉价格比上月下降 7.0%，跌幅较上月的-1.6%明显加大。更为重要的是，去年 10 月受猪瘟疫情影响，猪肉价格曾出现大幅跳涨，上年高基数带动 10 月猪肉价格同比涨幅骤降 28.3 个百分点至-2.8%，这也是 20 个月以来猪肉价格首次出现同比负增长，标志着本轮猪周期进入下半场。据测算，本月猪肉价格涨幅下行对整体 CPI 涨幅的下拉作用达到 1.3 个百分点（2020 年猪肉价格在整体 CPI 中的权重为 4.64%），超过 10 月 CPI 同比全部 1.2 个百分点的降幅。这意味着猪肉价格正在从之前推升 CPI 高增的核心动力，演变成下拉 CPI 涨幅的主要原因。

其他食品方面，受不利气候条件过后鲜菜供应增加影响，本月菜价环比由涨转跌，同比涨幅也小幅收窄至 16.7%；部分地区苹果、梨等新果上市后，鲜果价格环比略涨 1.8%，涨幅比上月明显回落，同比涨幅则在上年低基数带动下回升至 0.4%，较上月加快 7.3 个百分点。由于供应量仍在上升，10 月鸡蛋价格下跌加快，同比降幅也由上月的-15.8%扩大至-16.3%。值得一提的是，10 月粮食价格环比微幅上涨 0.1%，同比涨幅则保持在 1.5%，表明今年 4 月和 5 月粮价涨幅加快势头未能持续，当前玉米价格走高并未在整体上带动粮价全面上涨。

图 18 食品类各分项 CPI 同比增速 %



数据来源：WIND

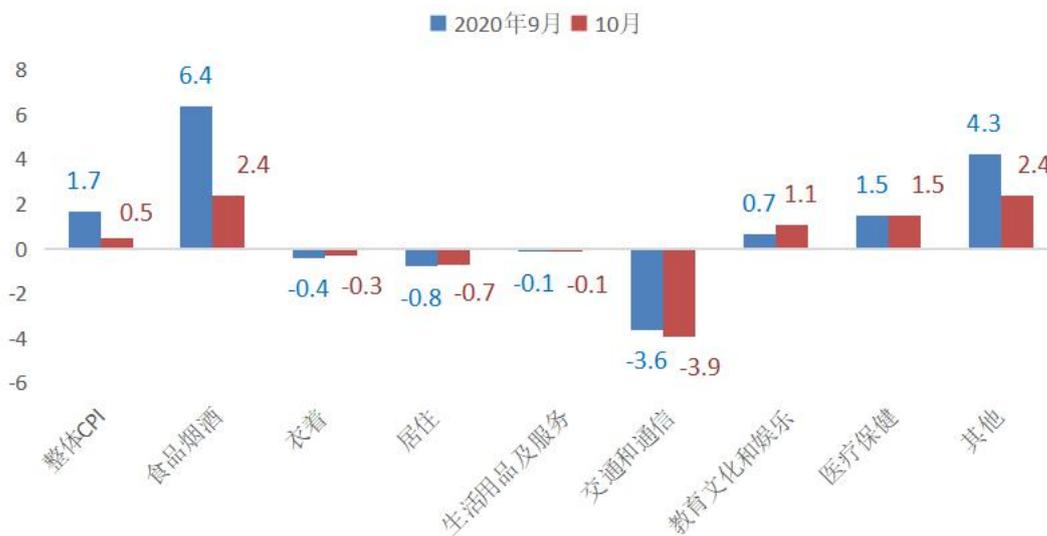
非食品价格方面，市场需求不足现象依然明显，10 月非食品价格同比与上年持平，

处于临界通缩状态。受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%，加之当月车企降价促销，10 月交通和通讯价格同比降幅有所扩大。随着文娱消费逐步恢复，以及新学期开学后，课外教育及部分民办学校收费也有所上升，10 月教育文化和娱乐价格上涨 1.1%，较上月略有加速。

不过，除此以外的其它绝大多数商品和服务价格走势依然疲弱，同比涨幅也继续处于多年来的低位。这表明伴随疫情影响周期拉长，居民消费心理趋于谨慎，消费需求不足的问题较为突出。这与当前社会消费品零售总额、生活类服务消费数据持续低迷相印证，正在成为影响经济修复的主要矛盾。

10 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月持平，连续四个月保持在 2013 年有历史记录以来的最低水平。今年以来该指标的累计涨幅维持在 0.9%，同样处于历史最低点，很大程度上是当前物价走势的真实写照，表明目前缺乏物价普遍上涨的基础。1-10 月 CPI 累计上涨 3.0%，较前值回落 0.3 个百分点，进一步回落至今年 3.5%的控制目标之下，表明未来一段时间控制物价对宏观政策的影响较小。

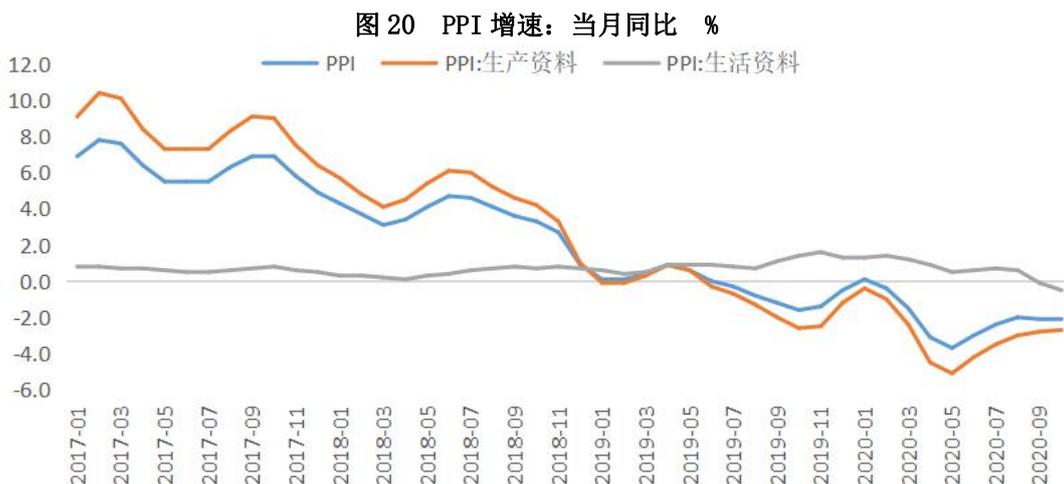
图 19 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



数据来源：WIND

2.2 10月PPI环比持平，同比跌幅继续保持在-2.1%。一方面，国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累，但未能形成强势拉动，故当月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛；另一方面，10月食品类PPI加速下行，非食品类PPI走势依然低迷，当月生活资料PPI环比下跌，同比跌幅明显走阔

10月PPI环比持平，逊于上月的环比回升0.1%，延续8月以来环比上涨动能边际弱化的趋势。当月PPI同比下跌2.1%，跌幅与上月持平，表现符合预期。从大类来看，10月生产资料PPI环比涨幅较上月走弱0.1个百分点，生活资料PPI为连续第二个月环比下跌0.1%。不过，因基数变动方向不同，当月生产资料PPI同比跌幅较上月收敛0.1个百分点，维持了6月以来持续回升、但回升斜率放缓的趋势；生活资料PPI同比跌幅则较上月走阔0.4个百分点至-0.5%，创下2016年2月以来新低，这也与同期CPI同比大幅走弱相印证。

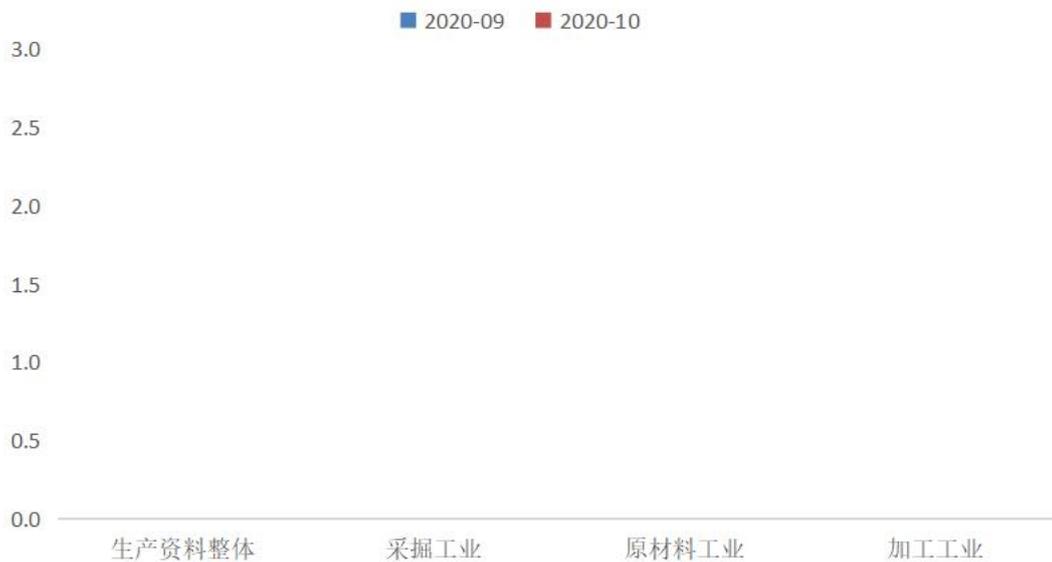


数据来源：WIND

具体看生产资料，受国际大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，10月主要大宗商品和工业品价格涨跌不一，整体涨势趋弱。一方面，因欧洲主要经济体重启封锁措施冲击需求预期，10月下旬国际油价经历一轮较快下跌，月均值环比走低，影响原油直接相关行业PPI下行。另一方面，因供给改善，供需关系转向宽松，10月铁矿石价格在月初冲高后持续回落，但月均值仍高于上月，且因基数走低，同比涨幅走阔；在冬季用煤需求提振下，当月煤炭价格表现相对强劲，环比上扬，同比改善。另外，10月建筑业高景气对建材价格仍有支撑，当月水泥价格走高，铜、铝等有色金属价格走势平稳；同时，受期货价格上涨及需求表现不错带动，10月钢材价格在上月回落后再度反弹，月均值虽略低于9月，但因基数走低，同比涨幅有所走阔。

因此，从生产资料各分项看，主要受油价弱势拖累，10月采掘工业PPI环比转跌，同比跌幅扩大。当月原材料工业和加工工业PPI环比维持正增，但涨势趋缓，显示基建、地产投资发力对工业品价格的拉动作用正在减弱；同比跌幅则因基数走低而延续收敛。整体上看，10月国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对国内PPI的拖累，这实际上也与中国经济复苏领先于全球的表现相一致。但国内本轮稳增长并不搞“强刺激”，并未出现基建项目遍地开花的局面，房地产调控也已表现出收紧趋势。因此，国内工业品价格上涨相对温和，国内需求反弹也未对国际大宗商品价格形成强势拉动，导致本轮PPI回升缓慢，仍未摆脱通缩状态。

图 21 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，10月生活资料PPI连续第二个月环比下跌0.1%，同比跌幅扩大至-0.5%。从分项看，主要原因是猪肉等农畜产品价格回落背景下，食品类PPI环比转跌、同比涨幅明显下行，这也与当月食品CPI走势相一致。从非食品类PPI表现来看，10月衣着、一般日用品PPI环比继续下跌，耐用消费品PPI环比则由上月的下跌0.3%转为持平；同比均为负增，其中，衣着类PPI同比跌幅与上月持平，一般日用品和耐用消费品PPI同比跌幅较上月小幅收窄0.1个百分点。整体上看，尽管消费加速回升带动非食品价格，尤其是耐用消费品价格，出现边际上涨动能增强的迹象，但10月非食品价格走势总体依然低迷，折射出当前终端消费仍然偏弱。

图 22 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

**2.3 展望：11月猪肉价格初现企稳迹象，加之上年同期价格基数短暂下行，预计猪肉价格同比涨幅下跌势头将显著缓解，不过短期内非食品价格仍难以出现明显上行走势，预计11月CPI同比涨幅将结束近两个月以来的大幅下行态势，有望保持在当前的较低水平。11月国际油价中枢上移空间有限，国内工业品价格上行幅度也不应过高期待，预计PPI同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。**

进入11月，餐饮业恢复与猪肉供给改善都将持续，供需平衡的结果可能是猪肉价格保持小幅下跌走势。不过，上年同期猪肉价格基数曾短暂走低，这将对今年11月猪肉价格同比降幅起到一定缓和作用，并有望抑制近期食品CPI同比涨幅大幅走低的势头。不过，考虑到居民消费低迷状况可能还要持续一段时间，11月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上，11月CPI同比涨幅有望维持在当前偏低水平附近，从而结束近两个月以来的大幅下行态势。

PPI方面，从国际油价来看，拜登胜选、新冠疫苗取得积极进展等事件带动风险偏好回升，对油价起到拉升作用。但考虑到全球疫情仍在升温，欧洲刚刚开始重启封锁，需求侧受到的打击将压制油价上涨空间，11月油价运行中枢料难有明显上移。同时，受运输时滞影响，国际市场价格波动对国内价格的传导存在时滞，这也意味着此前油价下跌的影响在11月PPI数据上还将有一定体现。从国内来看，四季度财政发力将带动基建扩张，制造业投资也将延续修复，国内工业品价格仍有上行空间，但随着宏观政策逆周期调节力度不再加码，房地产调控升级的影响显现，对工业品价格上行斜率也不宜有过高期待。我们判断，11月

PPI 生产资料环比将恢复上涨，同比跌幅延续小幅收敛。生活资料方面，受食品价格走弱影响，11 月生活资料 PPI 同比跌幅可能还会有小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计 11 月 PPI 同比将继续在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。

### 3. 金融：10 月金融数据略低于市场预期，宽信用进入“收官”阶段

3.1 10 月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增主要受中长期贷款拉动，短贷和票据融资则呈现负增状态。当月企业中长期贷款维持着较强的同比扩张势头，显示企业信贷需求依然旺盛；居民中长期贷款同比多增规模则明显收缩，与当月商品房销售增速回落态势相一致。整体看，10 月末贷款余额增速小幅放缓，显示本轮信贷扩张拐点已现。

10 月新增人民币贷款 6898 亿，环比少增约 1.21 万亿，符合季节性规律；同比则小幅多增 285 亿，略低于市场预期。10 月新增信贷规模大幅收缩，一是受国庆和中秋双节假期影响，当月工作日少于上月，也少于去年 10 月；二是上月 9 月份为季末，存在明显的信贷冲量现象；三是经过前三季度的信贷高增后，四季度银行信贷投放进入“收官”阶段，信贷额度有所收紧。值得一提的是，在此前连续三个月持平于 13.0%之后，10 月末各项贷款余额同比增速小幅放缓 0.1 个百分点至 12.9%，显示本轮信贷扩张拐点已现。

图 23 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

从分项来看，除票据融资负增规模较上月明显收缩外，10月人民币贷款其他分项环比均出现较大幅度的季节性少增。我们注意到，由于票据融资利率高位运行，加之信贷额度收紧，10月票据融资延续负增（-1124亿），但从环比变化来看，当月票据融资环比少减1508亿，或因月内票据融资利率自高点波动小幅下行，带动企业票据贴现边际回暖。

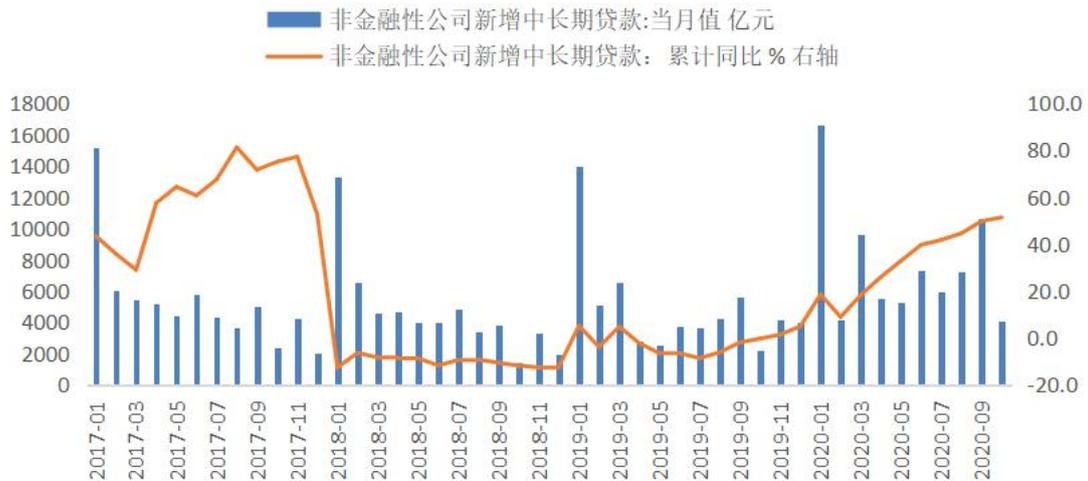
图 24 票据直贴利率走势



数据来源：WIND

同比来看，10月新增票据融资、非银贷款和居民短贷三项同比多减或少增。其中，票据融资同比多减1338亿，“紧货币”过程带动贴现率走高是主要原因。但整体上看，信贷资金对实体经济的支持力度并未受到实质影响，这也体现在10月对非银行金融机构信贷少增741亿——意味着扣除非银贷款后，当月投向实体经济的信贷规模同比多增逾千亿。10月居民短贷同比少增351亿，在消费需求持续回暖背景下，居民短贷少增可能与消费贷违规流入楼市受到严查有关。除这三项外，10月人民币贷款其他分项同比均现不同程度多增。其中，居民中长期贷款同比多增472亿，多增规模明显收缩，与当月商品房销售增速回落态势相一致；企业中长期贷款同比多增1897亿，维持着较强的同比扩张势头，这一方面因制造业投资修复、基建发力等，提振企业中长期贷款需求，另一方面也与监管引导下银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度有关。

图 25 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

整体上看，10月贷款期限结构进一步向中长期倾斜，中长期贷款占新增贷款规模的比重从上月的90%提升至118%（当月短贷和票据融资整体负增1689亿）。而在中长期贷款中，与房地产市场热度直接相关的居民中长期贷款占比较上月提升13个百分点至50%，并带动居民贷款占比从上月的51%提高至63%，企业中长期贷款占比则相应下滑13个百分点至50%。我们认为，这主要由企业中长期贷款受季节性因素影响更为显著所致，预计这一趋势在11月将得到纠正。

图 26 新增居民贷款规模及占比

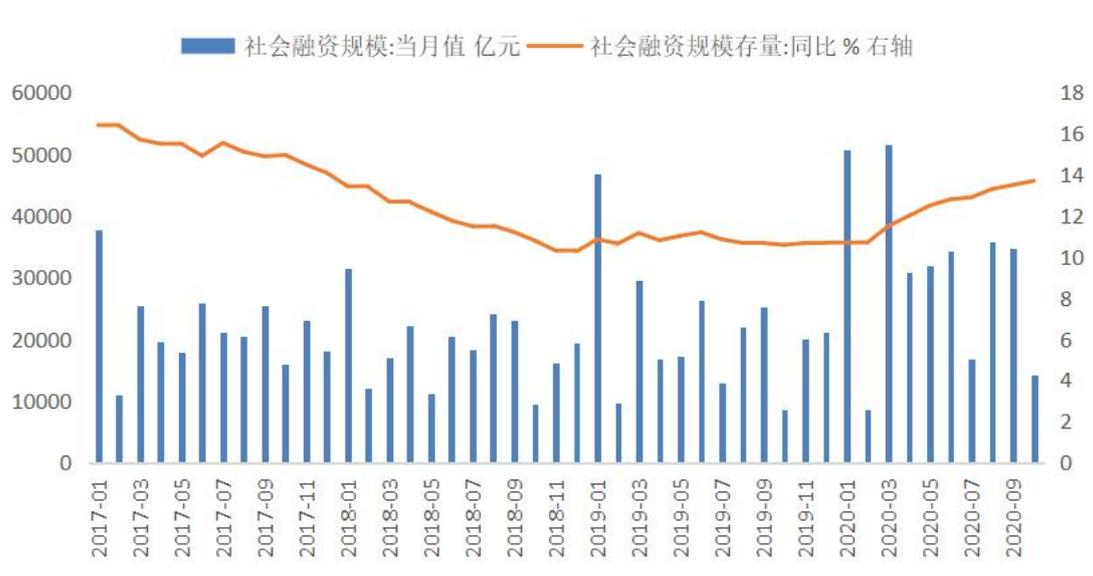


数据来源：WIND，东方金诚整理

3.2 10月社融环比季节性大幅少增，主要受新增人民币贷款和政府债券融资规模环比萎缩，以及表外票据融资环比多减拖累；同比多增约5500亿，其中，包括政府债券融资、企业债券融资和股票融资在内的直接融资对社融同比扩张拉动明显。整体看，当月社融表现符合预期，月末社融存量增速延续升势。

10月新增社融1.42万亿，环比少增约2.06万亿，同比多增5520亿，基本符合预期。10月末社融存量同比增长13.7%，增速较上月进一步加快0.2个百分点。不过，随着专项债发行收官、年底信贷额度收紧，以及房地产融资监管趋严，我们判断，年内后续社融存量增速进一步上行空间不大，这也意味着本轮信用扩张正在接近尾声。

图 27 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

环比来看，10月新增社融规模环比显著收缩，主因新增人民币贷款环比出现季节性的大幅缩量，以及伴随新增专项债发行进入收官阶段，10月政府债券融资环比少增5185亿。此外，10月表外票据融资负增1089亿，环比多减2592亿，结束了此前两个月票据融资“开票热、贴现冷”的局面，也是造成当月新增社融环比缩量的主要分项之一。这一方面与当月企业票据贴现积极性边际回升，表内票据融资大幅少减有关，另一方面也因10月工作日较少，企业结算需求少，开票需求也相应下降。值得一提的是，10月企业债券融资环比多增1110亿，在各分项中环比增势最好，主要原因是当月债券发行利率并未进一步上升，发行人利率预期趋稳，带动企业债券融资需求回暖。

同比来看，10月新增社融同比多增主因今年地方政府债和一般国债发行进度后移，当月政府债券融资同比多增3060亿，以及投向实体经济的人民币贷款同比多增1193亿。同时，股市活跃、注册制改革促进企业股权融资，10月新增非金融企业股票融资仍维持在千亿规

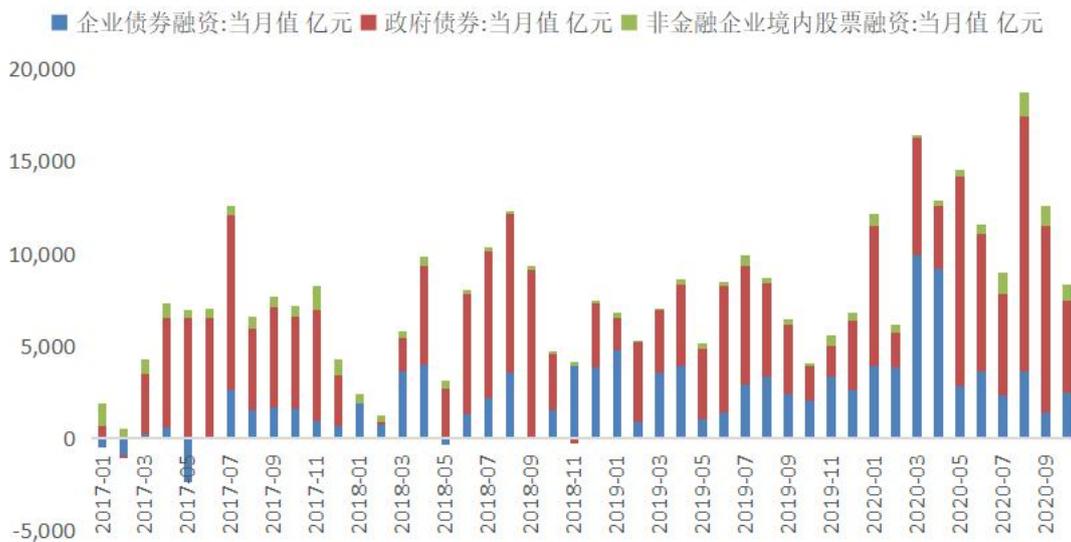
模附近，同比多增 747 亿。此外，10 月企业债券融资同比多增 490 亿，委托贷款同比少减 493 亿，也对新增社融同比多增产生一定拉动。不过，10 月信托贷款同比多减 251 亿，压降速度加快，主因房企融资政策收紧导致房产类信托融资规模压缩。整体上看，包括股票融资和债券融资在内的直接融资规模占 10 月新增社融的比重从上月的 36% 提高至 59%，对当月社融同比扩张拉动明显。

图 28 表外融资增量变化



数据来源：WIND

图 29 直接融资增量变化



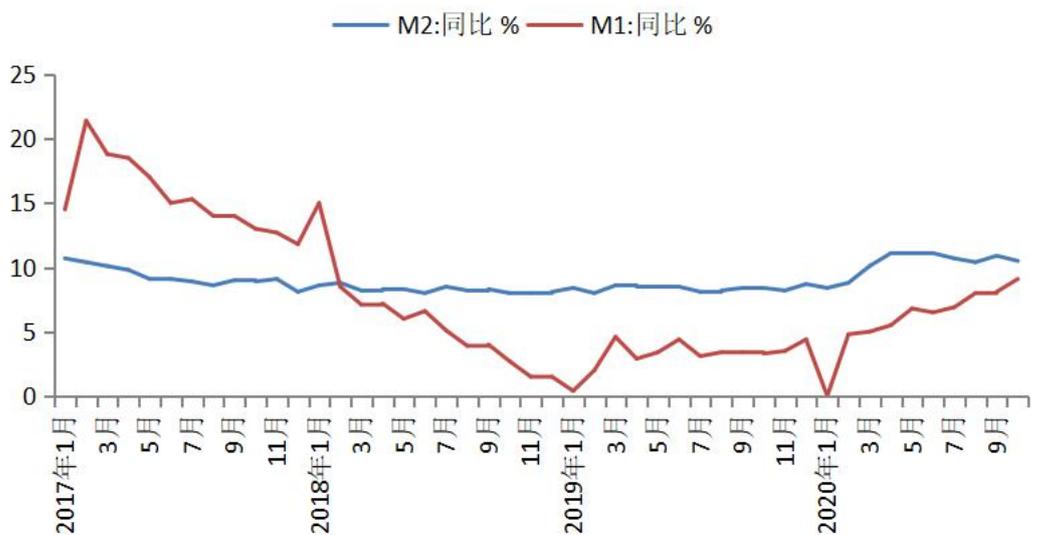
数据来源：WIND

3.3 10月末M2增速降幅较大，与财政存款同比多增直接相关，而下半年以来信贷增速走低，存款派生增速相应下降，是M2增速触顶回落的根本原因。10月末M1增速续创新高，主要体现经济修复进程较快推进，各类市场主体经营活动趋于活跃。

10月末M2同比增速较上月回落0.4个百分点至10.5%，明显低于市场预期，同样显示本轮货币扩张过程进入收敛阶段。不过，本月M2增速下滑较快，也与财政存款同比多增约3500亿直接相关——财政存款上升意味着货币供应量相应下降，会拖累M2增速。总体上看，伴随下半年信贷增速走低，存款派生增速相应下降，是10月M2增速触顶回落的根本原因。

10月末M1同比升至9.1%，为33个月以来的最高水平，主要源于经济修复持续推进，各类市场主体业务活动增强；另外，前期信贷大规模流向企业后，企业活期存款也在增加。最后，高频数据显示，10月全国30个大中城市商品房成交面积同比下降0.8%，但考虑房价上涨因素，成交额仍将保持正增长。这意味着当月房企活期存款继续处于较高水平，近期房地产调控收紧尚未对M1增速起到明显拖累作用。

图30 M2与M1增速



数据来源: WIND

3.4 展望: 预计11月新增信贷、社融规模将季节性反弹, 同比也将保持多增势头, 但信贷增速大幅回升难度较大, 年底前将保持在13%左右。今年20万亿的新增贷款目标将顺利完成, 大幅超出的可能性也不大。

社融方面, 接下来两个月国债融资仍将同比大幅多增, 存量社融增速还有小幅走高空间, 全年新增社融规模将在35万亿左右。今年财政支出进度较为滞后, 临近年末财政支出力度有望显著加大, 11月财政存款或将大幅多增, 这将带动M2增速小幅反弹。不过, 在货币政

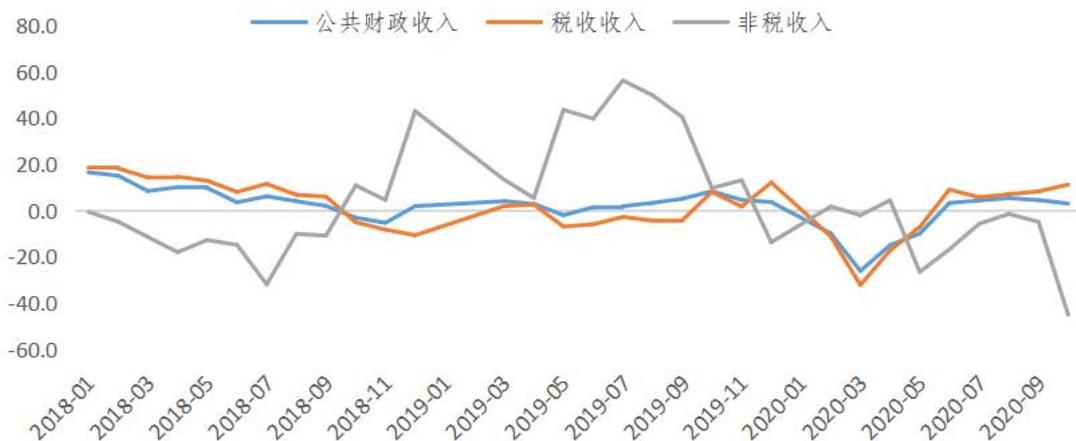
策回归常态化带动下，年底前金融总量扩张过程将整体进入收尾阶段，压降房地产融资、支持资金流向实体经济的结构特征则会愈发显现。

## 4. 财政：10月收入增速回落支出加速，财政政策积极有为

### 4.1 10月财政收入增速有所下滑，主要原因是非税收入同比降幅显著扩大，税收收入同比增速则延续回升，且主要税种收入增速多数加快，与当前经济持续修复态势相一致

10月财政收入同比增长3.0%，增速较上月下滑1.6个百分点，主要原因是非税收入同比降幅显著扩大，税收收入同比增速则延续回升，且主要税种收入增速多数加快，与当前经济持续修复态势相一致。具体看，10月税收收入同比增长11.2%，增速较上月加快3.0个百分点，创年内单月最快增长水平；非税收入同比下降45.1%，降幅较上月大幅走阔40.1个百分点。近期税收收入和非税收入走势分化，二者之间的“跷跷板”效应显现，即随着税收收入改善，政府通过增加非税收入来弥补财政收入缺口的迫切性相应下降。我们注意到，今年以来非税收入整体负增，除受“降费”政策影响外，主要原因还是去年特定金融机构和国企增加利润上缴、地方政府积极盘活国有资源资产，带动非税收入高增，给今年非税收入增长造成了比较高的基数。

图 31 财政收入增速变化情况（当月同比，%）



数据来源：WIND；注：2020年2月数据为1-2月累计值。

从主要税种来看，在工业生产高增、服务业加速修复带动下，10月第一大税种增值税收入同比增长9.1%，增速较上月加快5.1个百分点，续创年内单月最快涨幅。在去年同期基数大幅走高背景下，10月企业所得税收入增速小幅放缓至15.7%（前值16.6%），仍处较快增长水平，与企业利润持续改善趋势相一致。6月以来居民收入回升及低基数带动个人所得税收入连续高增，10月同比增速进一步提升至23.7%，较上月加快3.8个百分点。10月进口增速下滑，进口环节增值税和消费税同比增速较上月放缓1.2个百分点，关税收入同比

增速则因低基数而逆势改善 5.6 个百分点。10 月房地产市场和车市保持高位景气，当月契税收入增速进一步加快至 38.6%（前值 33.3%），土地增值税收入增速加快至 15.3%（前值 11.0%），车辆购置税收入增速放缓至 21.3%（前值 25.9%），延续高增状态。

图 32 主要税种收入增速变化 %



数据来源：WIND

4.2 10 月财政支出增速大幅加快，主要受地方支出加速拉动，除因低基数效应外，也与直达资金的快速拨付有关。当月民生类和基建类支出均有所加力，其中，城乡社区事务支出同比显著高增，带动基建类支出同比增速转正，与当月基建投资增长加速相印证。

10 月财政支出绝对规模季节性回落，但受去年同期基数走低影响，同比增速大幅改善至 19.0%，较上月加快 20.1 个百分点。从央地支出角度来看，10 月财政支出增速加快主要受地方支出加速拉动。当月中央财政支出同比增速从上月的 12.9% 下滑至 1.6%，地方财政支出增速则较上月提高 26.5 个百分点至 23.6%，除受低基数影响外，也与直达资金的快速拨付有关——截至 10 月底，中央财政直达资金 1.7 万亿元已基本下达到位，各地已形成支出 1.198 万亿元，占中央财政已下达的 70.9%，高出序时进度 4.2 个百分点（按照 7 月起至年底前完成全部支出测算，序时进度为 66.7%），这对增强地方财力发挥了积极作用。

图 33 财政支出增速变化情况（当月同比，%）

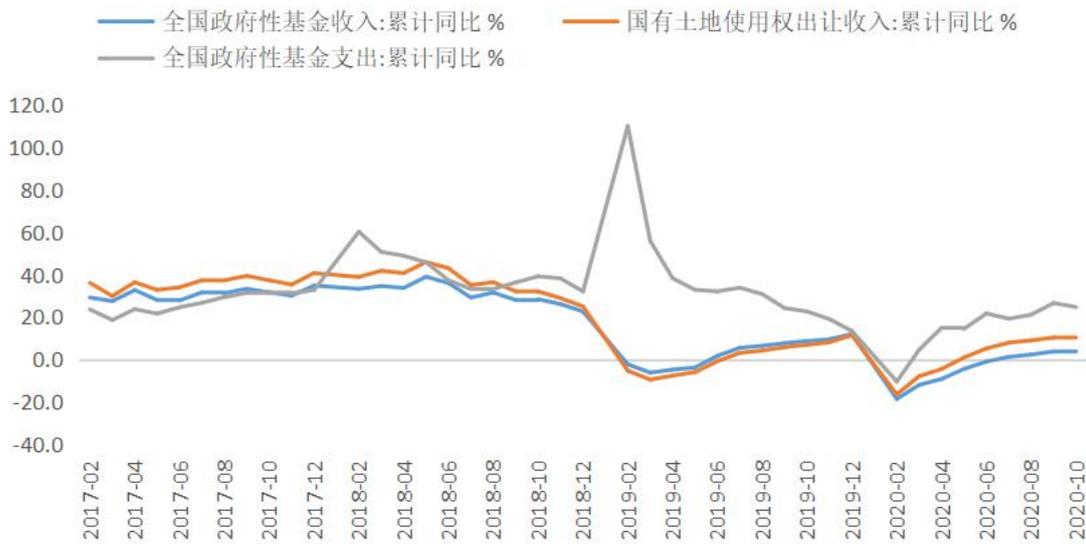


### 4.3 10月政府性基金收入增速放缓，其中因房地产调控趋严导致土地市场降温，土地出让金收入增速下滑；高基数影响下，10月政府性基金支出增速亦大幅回落。

1-10月累计，政府性基金收入同比增长4.1%，小幅高于前值3.8%。不过，从单月增速来看，10月政府性基金收入同比增速较上月放缓8.3个百分点至5.6%。当月中央政府性基金收入在高基数影响下同比下降24.7%（前值为增长6.2%）；地方政府性基金收入同比增长7.3%，增速较上月下滑6.9个百分点，其中，因房地产调控趋严导致土地市场降温，10月土地出让金收入同比增长8.6%，增速较上月放缓9.6个百分点。

支出方面，1-10月累计，政府性基金支出同比增长24.7%，增速较前值放缓1.9个百分点。在高基数影响下，10月单月同比增速从上月的58.8%大幅下滑至7.6%。其中，中央政府性基金支出同比下降4.4%（前值为增长3.1%），地方政府性基金支出同比增长7.9%（前值60.2%）。不过，根据我们测算，10月全国一般公共预算支出加上政府性基金支出总额同比增长14.9%，增速较上月小幅加快0.3个百分点，显示广义财政支出维持较强度。

图 35 政府性基金收支累计同比增速 %



数据来源：WIND，东方金诚

### 4.4 展望：财政收入累计降幅将持续收敛，支出端仍存发力空间

随着经济继续修复、税基改善，后续财政收入增速中枢有望进一步回升，累计降幅将持续收敛，但全年累计增速回正的可能性不大。从支出端来看，前10个月财政支出进度为76.4%，慢于去年同期进度79.8%，也滞后于序时进度83.3%，后续支出端仍存在进一步发力空间。同时，今年国债和地方债净发行规模约为8.2万亿，已发行但尚未形成支出的政府债券融资规模较大，对后续政府性基金支出的增长仍有比较强的支撑。预计年内后续广义财政

支出增速将维持在 15%左右的高增水平。