

宏观经济

谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2020-11-20）

上证综指涨幅（%）

近一周	2.04
近一月	1.49
近三月	0.41

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

李凌云

执业证书编号：S0070520090002

电话：13888187328

邮箱：lily@grzq.com

联系人

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

相关报告

《消费接力地产，出口再超预期，9月经济复苏再上台阶》20201023

《8月生产需求双双修复再提速，三四季度经济乘势再向上概率大增》20200918

《7月经济复苏但低于预期，地产收紧或促下半年经济结构回归均衡》20200819

地产销售反弹显韧性，出口和消费拉动经济上台阶

——2020.11.20 宏观研究月报

投资要点

- **10月数据显示生产需求继续改善。**尽管有国庆假期影响，但10月生产端工业增加值持平上期，幅度超市场预期。需求端再次加速，地产销售和投资反弹，出口再创新高，消费也进一步深度修复。同时10月社融信贷保持较高增速，企业中长贷继续向好，佐证“宽信用”格局未变。
- **中期来看，四季度GDP继续上行，接近6%潜在增长率的概率大大提升，全年有望超2%，出口、消费和地产的高景气有望延续到明年。**外需方面，国内疫情控制较欧美有明显优势，我国出口呈较高增速或维持更长时间，**若二季度欧美疫苗大规模分发接种顺利，我国出口将逐步回归常态。**内需方面，尽管政策有所收紧，但按揭和销售仍有韧性，开发投资预计呈现高位稳步回落态势；同时，收入预期回暖，疫情控制得当消费信心持续恢复，可选消费、线下消费服务贡献稳步加大。此外，前期超宽松政策已基本退出，后续政策维持中性方向，信贷倾向于结构化宽松，限制地产规模扩张速度，扶持制造业和中小微，财政改善年末支出再提速。总的来看，年内信用宽松格局暂不变，消费接力地产，出口维持高景气，**此轮经济修复有望延续至明年二季度，明年要密切观察信用和财政力度。**

1) **10月工业增加值同比6.9%超市场预期。**后续来看，尽管生产已基本全面恢复，但内外需连续共振向好，PPI触底回升趋势不改，需求将推动企业从被动补库存转向主动补库存，库存周期进一步拉动生产，整体产能利用率进一步提高，并推动部分制造业开启新一轮投资。生产端的旺盛将继续维持。但需要注意的是，工业生产同比高点或在明年2月，但目前环比增速已回归至1%以下，后续环比向好的幅度大概率会逐步放缓。

2) 10月需求端继续向好，地产反弹显韧性，消费向好但修复缓慢，出口继续高增。投资方面，10月地产投资反弹，销售显韧性，按揭贷仍保持两位数增长，房企正加快周转开发，但房价环比涨幅下行，政策压制下地产稳步下行趋稳的态势并未改变。基建投资受政府年底支出加速影响，有望继续上行。企业中长贷放量、出口持续高景气等均有助于支撑制造业继续修复。消费方面，汽车维持高速增长，餐饮也恢复正增长，经济复苏向纵深扩散。向前展望，消费场景稳定改善，就业与收入状况持续向好，有助于激活消费潜力，消费向常态复苏可预期。考虑到国内的防疫物资以及供应链优势，短期仍会对出口提供支撑。但若二季度欧美疫苗大规模分发接种顺利，我国出口将逐步回归常态。总的来说，10月需求再向上，地产韧性十足，消费贡献逐步加大，出口持续驱动，后续需求有望进一步修复。

3) 10月社融增速或已见顶，年内大概率维持宽信用环境。社融信贷分项10月增速再向上，反映现阶段“宽信用”未被证伪。但10月后政府债券发行压力有所减轻，预计10月可能是本轮社融增速的高峰，但目前经济仍处渐进修复进程中，地产有所降温，消费离正常化仍有距离，稳就业压力仍然巨大，货币政策全面转向可能性较低，年底社融回落幅度不大。年底“宽信用”政策仍将持续，总量或好于“新增社融超30万亿、新增信贷近20万亿”的目标，同时结构调整空间更大，新增信贷更倾向于支持制造业和中小微企业。对于明年可能的信用和财政收紧，要密切注意。

4) 10月CPI同比下滑幅度略超预期；PPI同比降幅持平，后续大概继续上修。供需矛盾进一步缓解和基数效应之下，猪肉价格已经越过高点，且后续猪价下行空间仍不低。CPI或将继续回落。另外国内工业生产旺盛，需求持续向好，后续随着国际油价的企稳以及工业产品需求的进一步改善，PPI仍将回到持续温和修复的通道中来。

5) 10月PMI好于预期，但小企业问题仍存。海外主要经济体制造业景气度纷纷转好，美国制造业PMI略有调整但不改扩张趋势，欧洲制造业PMI亦有改善。美国非制造业10月继续扩张，反映服务业等行业景气度亦随经济复苏而好转。

6) 中观重点行业中，上中下游多行业景气向好，但分化仍大。上游行业整体价格有所反弹，近期疫苗问世，欧美经济预期向好，

油价受 OPEC+ 延迟增产计划扰动有所上行，供暖需求旺盛之下煤价震荡上行，铜价近期震荡上行，地产韧性助推工业金属去库提速。中游行业，水泥价格有所下行，但地产基建支撑之下价格仍有韧性。挖掘机销量继续维持高位。玻璃高位企稳。地产竣工需求向上叠加年末项目赶工带动螺纹玻璃价格继续向好。下游行业中，各大品牌旗舰机陆续发货 10 月手机发货量同比降幅有所收窄。经销商把握双节余温和双“11”购物节机会继续促销使汽车消费继续维持较高景气。线下经营放松，双节出行信心增加，旅游航空业加速修复。房地产方面，销售继续高增。考虑到目前按揭及预收款仍有两位数较高增速，且竣工同比已反弹转正，预计地产韧性仍将维持较长时间。但地产政策整体偏紧之下，地产下行趋势难以改变。

7) 稳杠杆需求下货币政策稳健中性暂无法证伪，财政收入提升带动后市支出再发力。央行在政策吹风会上再次表态货币政策退出，但时机和方式还需评估。反映央行期望后续继续维持稳健中性货币，但货币政策不会在短时间内大幅收紧。一方面，央行目前“稳杠杆”意图不变。10 月社融信贷存量 13.3% 的增速亦佐证监管暂时没有大幅调整宏观杠杆率分子的意图。另一方面，近期信用事件频发，银行体系缺存款、缺资本恐引发信用收缩效应。综上，在中短期货币政策将依然保持合理中性态势。目前直达地方的财政资金已基本下达到位，财政收入逐月改善叠加年底完成预算任务，后续支出效率将再提升。总的来说，现阶段继续提质增效是重中之重，具体来看，（1）财政部目前对地方债期限结构做出了一定指导。近期不少地区正按要求调整来年拟申报专项债对应项目。项目梳理完毕后专项债使用效率将得到进一步提高；（2）本年支出目标完成后，明年棚改债审批可能会有所趋严，后续专项债募投项目或更集中在“两新一重”等重要项目上。但需要注意的是，明年经济大概率将恢复到较高水平，届时信用与财政政策边际可能会有所收紧。

风险提示：1. 国内政策宽松不及预期；2. 海外疫情和政治不稳定引发全球经济衰退超预期；3. 中美摩擦升级致贸易冲击超预期。

目 录

1. 10 月工业增加值同比 6.9%超市场一致预期	7
2. 10 月需求端继续向好，地产韧性十足，消费修复变缓，出口继续高增	8
2.1 10 月固投修复状态持续，地产反弹显韧性，基建有所提速，制造业仍有拖累	8
2.2 10 月消费修复速率有所放缓，但可选高增，餐饮转正显示修复势头仍然强劲	11
2.3 10 月出口增速保持双位数，进口增速超预期大幅下滑	13
3. 10 月社融增速或已见顶，年内大概率维持宽信用环境	14
4. 10 月 CPI 同比下滑幅度略超预期；PPI 同比降幅持平，后续有望回到修复通道	17
5. 10 月 PMI 好于预期，但小企业问题仍存	19
6. 行业：上游价格有所上行，中游螺纹钢继续向好，下游地产仍有韧性，线下消费持续走强	22
7. 政策：货币维持稳健中性，财政收入持续改善有望带动年底支出再提速	26

插图目录

图 1 10 月工业增加值略超预期 (%)	7
图 2 三大门类中制造业维持高增速, 采矿持续提升 (%)	7
图 3 10 月出口交货值增速由负转正 (%)	8
图 4 10 月出口和出口交货值同比增速裂口有所收敛 (%)	8
图 5 10 月固投地产好于基建好于制造业格局不变 (%)	9
图 6 10 月地产反弹显韧性, 按揭和预收款增速不低 (%)	10
图 7 房价环比下行, 地产难创超预期新高 (%)	10
图 8 10 月高新制造业修复较好 (%)	11
图 9 10 月民间投资当月同比目前已高于去年同期水平 (%)	11
图 10 10 月汽车消费仍在高位, 支撑社零增速再向上 (%)	12
图 11 高频数据显示, 11 月第一周乘用车销售同比正增 (%)	12
图 12 餐饮消费转正反映服务与线下消费正加速回暖 (%)	12
图 13 网上零售额占比下降指向电商对线下挤出减弱 (%)	12
图 14 烟酒、珠宝等强社交属性可选消费表现亮眼, 地产链消费有所好转 (%)	13
图 15 10 月进口增速再创今年新高, 进口大幅下滑 (%)	13
图 16 1-10 月份出口累计同比增速已经转正 (%)	13
图 17 1-10 月, 对美进口累计同比已经转正 (%)	14
图 18 1-10 月份对美、日、欧、东盟出口均持续好转 (%)	14
图 19 10 月社融增速继续冲高, 后续或将有所回落 (%)	15
图 20 10 月政府债券和信贷仍是社融扩张重要支撑 (亿元)	15
图 21 企业中长期贷款同比多增超 1500 亿元, 反映企业投资意愿不弱 (亿元)	16
图 22 10 月 M2 走低系财政支出滞后所致 (%)	16
图 23 CPI 降幅略超市场预期, 核心 CPI 仍在筑底 (%)	17
图 24 高频数据显示, 截止 11 月 19 日猪肉批发价格同比平均下降 19.57% (%)	18
图 25 10 月在国际压制下, PPI 环比有涨转平 (%)	19
图 26 10 月制造业和非制造业 PMI 继续位于荣枯线上 (%)	19
图 27 10 月小企业需求不足导致 PMI 重回荣枯线以下 (%)	19
图 28 10 月供求继续位于扩张区间 (%)	20
图 29 10 月各行业用工表现分化 (%)	20
图 30 服务业继续扩张反映线下消费持续向好, 建筑业回落或与地产投资弱化有关 (%)	21
图 31 10 月海外主要经济体 PMI 持续扩张 (%)	21
图 32 10 月美国非制造业 PMI 继续上扬 (%)	21
图 33 受延迟增产计划谈判影响, 油价近期震荡上行	22
图 34 受供暖需求叠加限产扰动, 主要煤种价格震荡上行	22
图 35 供给因素扰动下, 铜价近期高位震荡上行	23
图 36 受地产竣工潮推动, 铝制品去化提速 (%)	23
图 37 水泥价格增速略微下行但仍有韧性 (%)	23
图 38 挖机销售增速继续维持高位 (%)	23
图 39 受赶工需求影响, 螺纹钢价格近期继续回升	24
图 40 玻璃价格近期高位震荡上行 (元/重量箱)	24

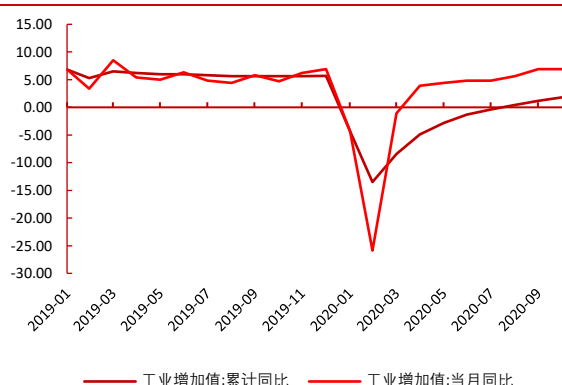
图 41 各大品牌机陆续发货，手机出货量有所回升（%）	24
图 42 汽车销售继续维持较高景气（%）	24
图 43 国企长假推动酒店接客量继续修复（%）	25
图 44 双节旅游需求推动主要航司客运量同比加速修复（%）	25
图 45 按揭贷和预收款对地产销售投资仍有支撑（%）	25
图 46 竣工潮来临，对地产及相关产业链销售有明显支撑（%）	25

1. 10月工业增加值同比6.9%超市场预期

10月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速与9月份持平。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长1.02%。1—10月份，工业增加值同比增长1.8%，较1—9月份继续加快0.6PCT。

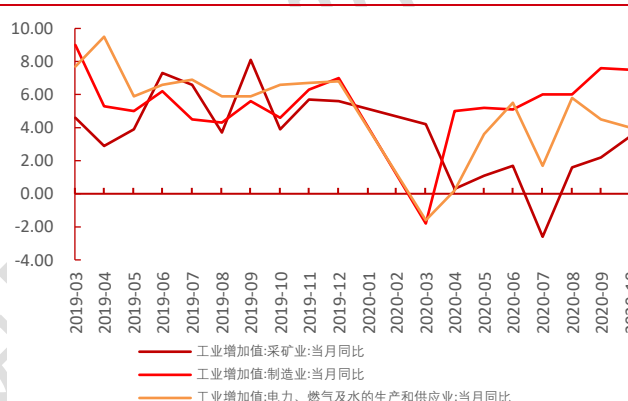
10月工业增加值与上期持平，同时1—10月累计增速提升0.6PCT至1.8%。在需求的支撑下工业生产维持较高水平，预计工业企业的营业收入同比将继续保持增长，因此预计工业企业将继续处于补库存的阶段。具体来看，三大类中制造业增速继续维持高位，同时由于冬季采暖和生产拉动，采矿业环比改善明显。而公用事业行业增加值同比增速有所下降。

图1 10月工业增加值略超预期（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图2 三大门类中制造业维持高增速，采矿持续提升（%）

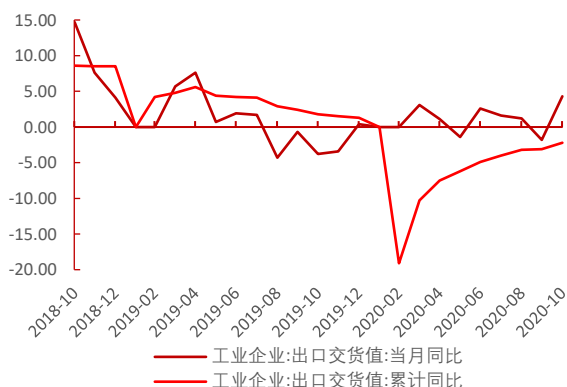


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从行业来看，多数产品和行业实现增长，累计增长面年内首次过半。装备制造业持续高位运行，电气机械、汽车继续快速增长。其中，电气机械、汽车、金属制品、通用设备分别增长17.6%、14.7%、14.1%、13.1%，增速持续居于全部工业大类行业前列。其次本月能源原材料增长加快，钢铁、煤炭拉动作用增强。消费总体稳定，其中化纤、纺织好转但食品制造类出现增转降或降幅扩大。

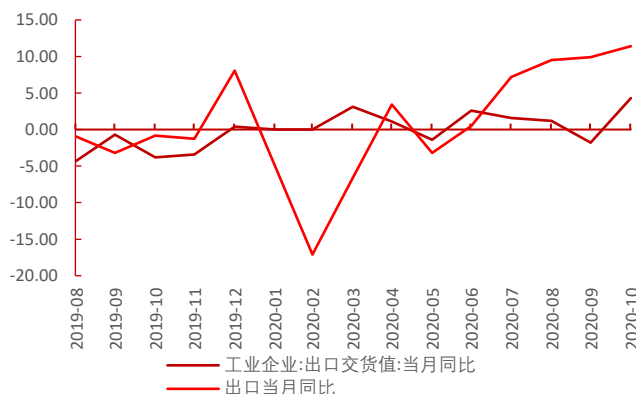
10月工业产品出口交货值同比由降转增，主要行业均有所改善。10月份，工业产品出口交货值同比增长4.3%，较上月提升6.1PCT。多数行业出口情况改善，其中，汽车、橡胶塑料、金属制品、电气机械、专用设备行业出口分别增长16.4%、15.3%、12.2%、11.7%、7.2%，均保持较快增长并有所加快；电子行业出口增速由负转正至增长6.6%。后续随着海外节日临近以及冬季疫情持续恶化等因素，预计国内出口将保持较高增速。

图 3 10 月出口交货值增速由负转正 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 10 月出口和出口交货值同比增速裂口有所收敛 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

后续来看，尽管生产已基本全面恢复，但内外需连续共振向好，PPI 触底回升趋势不改，需求将推动企业从被动补库存转向主动补库存，库存周期进一步拉动生产，整体产能利用率进一步提高，并推动部分制造业开启新一轮投资。生产端的旺盛将继续维持。但需要注意的是，工业生产同比高点或在明年 2 月，但目前环比增速已回归至 1% 以下，后续环比向好的幅度大概率会逐步放缓。

2. 10 月需求端继续向好，地产韧性十足，消费修复变缓，出口继续高增

10 月地产当月继续高增、基建投资有所提速，制造业投资继续恢复，尽管目前仍处在负增长区间，但景气已有所上行。消费向但仍有弹性。出口录得年内再创新高。后续来看，投资方面，10 月地产投资反弹，销售显韧性，按揭贷仍保持两位数增长，房企正加快周转开发，但房价环比涨幅下行，政策压制下地产稳步下行趋稳的态势并未改变。基建投资受政府年底支出加速影响，有望继续上行。工业中高技术制造业出口持续高增与结构优化助力工业制造业继续恢复。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1292

