

宏观点评报告

2020 年 11 月 16 日

疫情下经济继续回升，乐观持续至 1 季度

2020 年 10 月经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

● **疫情经济持续，预计至明年 1 季度**

2020 年 4 季度仍然处于后疫情时代，生产饱满，需求在缓慢回升。4 季度投资对经济的拉动下行，但国内消费和海外消费回升，我国经济预计持续走高，4 季度预计 GDP 在 6%以上，全年 GDP 预计在 1.9%左右。

4 季度的经济动能主要以消费为主，国内消费上行和海外订单回流交织，带来 4 季度工业生产的上升。4 季度投资力度上升速度减缓，政府投资下行，房地产投资仍然稳健，制造业投资受生产和利润好转继续回升。2021 年 1 季度此种经济动能持续，2 季度后我国可能进入后疫情时代，即消费增速逐步趋缓，而同时房地产投资受到政策打压回落，2021 年下半年经济可能重新回落。

● **生产经济度扩散至上游，4 季度保持乐观**

第一、生产景气度传到至上游，黑色金属、煤炭、有色金属、化学原料行业生产恢复较快；第二、制造业生产仍然高位运行，海外订单的持续恢复带动了纺织业、塑胶和塑料制品业和电气机械及器材制造业的景气度；第三、下游需求再上行难度在加大，汽车生产高位小幅回落，计算机、通信电子制造业回落加快，食品制造业走低，这意味着生产增速已经处于高位。下游生产的小幅回落以及上游生产的高涨显示下游需求传到已经上行至上游行业，生产景气度持续需要下游行业再加速或者企业补库存。而现阶段需求再加速难度较大，10 月份 PMI 显示企业产成品库存大幅下滑，未来 2-3 个月生产的动力可能来自于稳定的下游需求和企业补库存的需求。11、12 月份生产景气度仍然较高，预计 4 季度生产增速在 6.3%以上。

● **消费增速小幅缓步上行趋势不变**

第一、消费仍然继续上行，餐饮消费继续走高；第二、受到居民收入增长缓慢的影响，消费加速上行的概率较小；第三、非必需品和必需品在 10 月份同时上行，非必需品 4 季度加速走高的概率减弱。第四、4 季度消费仍然无法恢复常态，以十一假期消费状况来看，预计恢复至往年 80%的水平，4 季度消费增速预计在 5.7%左右，全年消费增速-1.6%。

● **投资动能下滑**

4 季度投资动能放缓，10 月份基建投资小幅回升，房地产投资继续上行，制造业投资回升，但年内回正有难度。第一、制造业投资明显受到订单驱动，海外订单大幅回暖，相关产业投资仍然较为旺盛，国内需求回暖下也带动了相关产业投资增速上行；第二、基建投资持续小幅回升，国内经济展现韧性的同时基建加码的可能性已经较小，未来基建有回落趋势；第三、房地产仍有韧性，但先行指标土地购买、新开工已经显示颓势，贷款资金进一步收紧，房地产受到政策打压加深，明年有压

力。

一、疫情经济持续 预计至明年 1 季度

2020 年 4 季度仍然处于后疫情时代，生产饱满，需求在缓慢回升。4 季度投资对经济的拉动下行，但国内消费和海外消费回升，我国经济预计持续走高，4 季度预计 GDP 在 6%以上，全年 GDP 预计在 1.9%左右。4 季度经济增长的主要动力是国内消费的自然增长以及海外消费订单的回流，投资的推动力缓步下行。

10 月份生产与上月持平，在十一假期影响下工作日减少，10 月份生产仍然保持高增长，我国生产动力仍然较强。但 10 月份数据显示生产回升已经带动至上游行业，而下游行业的生产可能到达高点。需求再次大幅上行带动订单上行的概率较低，订单增速可能在高位平稳，同时 10 月份产成品库存有所下滑，未来企业可能有补库需求。年末是生产旺季，预计 11、12 月份生产仍然可以高位运行。

10 月份需求格局变化不大，国内需求小幅稳步上行，国外需求强劲。国内方面，生活用品需求小幅回升，汽车需求依然强劲。国外方面，出口再次超预期，疫情时代下反而有利于我国出口。

固定资产投资小幅上行，制造业上行速度较快，基建投资有小幅回升但持续性存疑，房地产投资稳健。4 季度经济增速可能达到 6%以上，固定资产投资动能缓慢回落，基建的投资力度下行，房地产增速减缓，制造业会继续回升。

4 季度的经济动能主要以消费为主，国内消费上行和海外订单回流交织，带来 4 季度工业生产的上升。4 季度投资力度上升速度减缓，政府投资下行，房地产投资仍然稳健，制造业投资受生产和利润好转继续回升。2021 年 1 季度此种经济动能持续，2 季度后我国可能进入后疫情时代，即消费增速逐步趋缓，而同时房地产投资受到政策打压回落，2021 年下半年经济可能重新回落。

表 1：4 季度各项经济指标预测

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(累计同比)				出口
				总投资	制造业	房地产	基建	
2012	7.9	10.0	14.5	20.6	22.03	16.2	13.7	7.92
2013	7.8	9.7	13.1	19.6	18.46	19.8	21.21	7.82
2014	7.4	8.3	12.0	15.7	13.5	10.5	20.29	6.03
2015	7.0	6.1	10.7	10	8.1	1	17.29	-2.94
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.71	-7.73
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7	14.93	7.9
2018	6.7	6.2	8.98	5.9	9.5	9.5	1.79	9.87
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.15
2020	1.9	2.0	-4.1	3.0	-1.5	7.1	1.1	1.4
2020Q1	-6.8	-8.4	-19.0	-16.1	-25.2	-7.7	-16.4	-11.9
2020Q2	3.2	4.4	-4.0	-3.1	-11.7	1.9	-0.1	0.2
2020Q3	4.9	5.8	0.9	0.8	-6.5	5.6	2.4	8.9
2020Q4	6.2	6.2	5.7	3.0	-1.5	7.1	1.1	8.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、生产景气度升至上游，4 季度生产保持乐观

第一、生产景气度传到至上游，黑色金属、煤炭、有色金属、化学原料行业生产恢复较快；第二、制造业生产仍然高位运行，海外订单的持续恢复带动了纺织业、塑胶和塑料制品业和电气机械及器材制造业的景气度；第三、下游需求再上行难度在加大，汽车生产高位小幅回落，计算机、通信电子制造业回落加快，食品制造业走低，这意味着生产增速已经处于高位。下游生产的小幅回落以及上游生产的高涨显示下游需求传到已经上行至上游行业，生产景气度持续需要下游行业再加速或者企业补库存。而现阶段需求再加速难度较大，10 月份 PMI 显示企业产成品库存大幅下滑，未来 2-3 个月生产的动力可能来自于稳定的下游需求和企业补库存的需求。11、12 月份生产景气度仍然较高，预计 4 季度生产增速在 6.3%以上。

10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与上月持平。1-10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 1.8%，比 1-9 月份上行 0.6 个百分点。生产处于高位，订单饱满直接拉动生产走高。10 月份工业生产同比仍然处于高位，采矿业生产增速上行，制造业稍有下滑：(1) 采矿业生产提升，煤炭价格继续走高，铁矿石价格仍然处于高位，加之下游螺纹钢价格上行，带动黑色产业链景气度。新能源车销量大涨，同时电子产业链景气度高，带动铜等有色金属的生产；(2) 制造业稍有回落，但仍然处于高位，工业生产滞后于订单，而近两个月订单恢复加快，工业生产未来两个月仍然旺盛。10 月份纺织业、橡胶和塑料制品业、电气机械及器材制造业生产改善最快，这是外需带动的生产。黑色冶炼、有色冶炼、金属制品业、化学原料及化学制品制造业生产旺盛，内需恢复已经带动了至上游行业，汽车制造业高位回落，生产仍然属于旺盛，其他下游行业保持平稳。

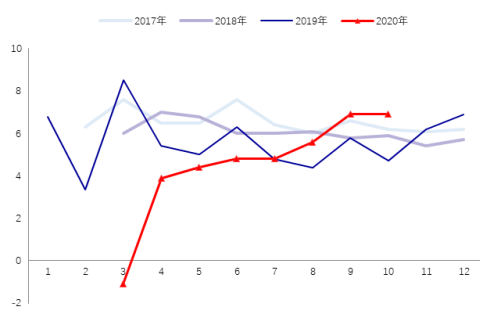
10 月份生产景气度已经传导至产业链上游，西部地区生产速度加快。同时生产订单仍然饱满，海外订单继续上行，制造业生产持续处于高位。10 月份小企业上行速度仍然最快，受益于出口订单的恢复。

10 月份单月来看，我国生产旺季延续：(1) 外需明显回升，纺织业恢复速度最快，上行 3.9 个百分点至 9.5%，塑胶和塑料制品业上行 3.1 个百分点至 11.5%，电气机械及器材制造业上行 1.7 个百分点至 17.6%，这是明显受益于出口增加的行业；(2) 黑色金属冶炼及压延加工业生产景气度，10 月份上行 2.2 个百分点至 11.2%。秋冬季限产已经开始，黑色金属库存持续下降，虽然全国高炉开工率下行，但是利好规模以上工厂的生产；(3) 汽车产业链仍然处于强势，生产高位小幅回落，而汽车产业链和电气制造业带动了有色金属生产的上行；(4) 下游行业的需求再增长难度大，计算机、通讯电子制造业生产回落，汽车生产已经处于高位，食品制造业小幅下滑。

下游生产的小幅回落以及上游生产的高涨显示下游需求传到已经上行至上游行业，生产景气度持续需要下游行业再加速或者企业补库存。而现阶段需求再加速难度较大，10 月份 PMI 显示企业产成品库存大幅下滑，未来 2-3 个月生产的动力可能来自于稳定的下游需求和企业补库存的需求。

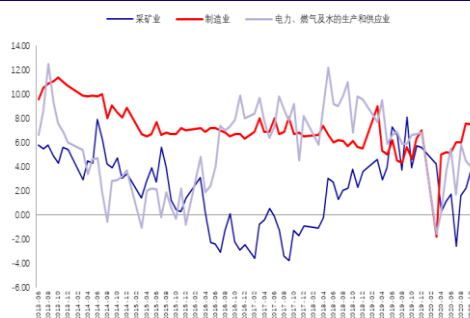
工业生产已经回到往年水平，订单的回流使得未来生产保持乐观。11 月和 12 月份生产仍然处于高位，尤其是海外订单充足保证了生产的持续，4 季度预期生产增速在 6.3% 以上。

图 1：工业增加值同比持平 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

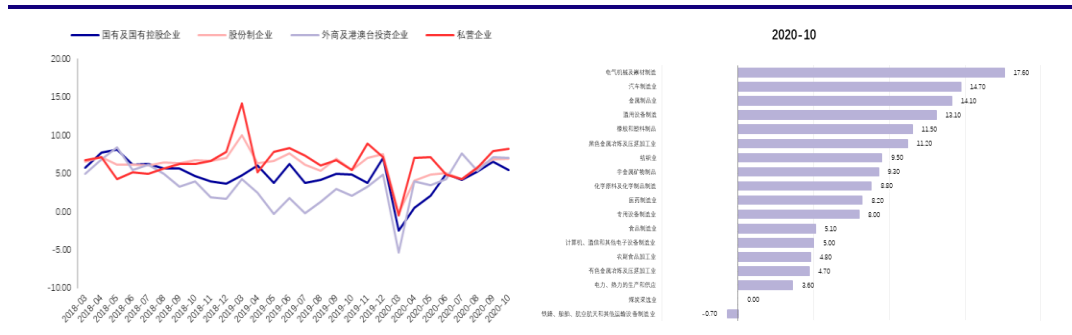
图 2：采矿业回升加速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：私营企业回升速度最快 (%)

图 4：10 月份各行业工业生产同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	2020-10	2019年	2018年	2017年	2016年
汽车制造业	5.60	1.80	4.90	12.20	15.50
食品制造业	1.30	5.30	6.70	9.10	8.80
黑色金属冶炼及压延加工业	5.90	9.90	7.00	0.30	-1.70
有色金属冶炼及压延加工业	2.20	9.20	7.80	1.50	6.20
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.90	9.30	13.10	13.80	10.00
农副食品加工业	-2.50	1.90	5.90	6.80	6.10
金属制品业	3.10	5.80	3.80	6.60	8.20
电力、热力的生产和供应	1.20	6.50	9.60	7.80	4.80
医药制造业	3.50	6.60	9.70	12.40	10.80
化学原料及化学制品制造	2.30	4.70	3.60	3.80	7.70
非金属矿物制品	1.70	8.90	4.60	3.70	6.50
电气机械及器材制造	7.00	10.70	7.30	10.60	8.50
纺织业	-0.50	1.30	1.00	4.00	5.50
通用设备制造	3.70	4.30	7.20	10.50	5.90
专用设备制造业	5.40	6.90	10.90	11.80	6.70
橡胶和塑料制品	0.60	4.80	3.20	6.30	7.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.90	7.40	5.30	6.20	3.20
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

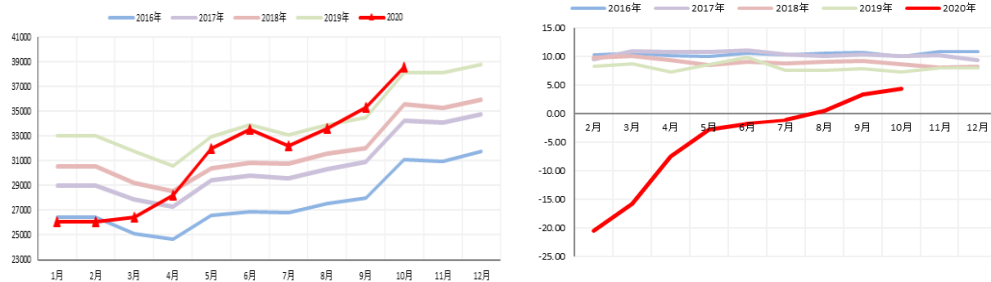
三、消费增速小步慢行态势不变

第一、消费仍然继续上行，餐饮消费继续走高；第二、受到居民收入增长缓慢的影响，消费加速上行的概率较小；第三、非必需品和必需品在 10 月份同时上行，非必需品 4 季度加速走高的概率减弱。第四、4 季度消费仍然无法恢复常态，以十一假期消费状况来看，预计恢复至往年 80% 的水平，4 季度消费增速预计在 5.7% 左右，全年消费增速-1.6%。

2020 年 1-10 月份，社会消费品零售总额 311,901 亿元，同比下滑 5.9%。10 月份社会消费总额 38,576 亿元，同比增长 4.3%，比 9 月份上行 1.0 个百分点。从实际消费来看，物价回落，实际消费增速 4.6%，比上个月上行了 2.2 个百分点。10 月份我国新冠疫情保持平稳，服务业继续恢复，餐饮业消费继续走高，消费增速继续保持平稳上行。4 季度我国仍然处于疫情后的恢复阶段，居民必需品消费和非必需品消费均处于增长阶段，但居民收入下滑也制约了非必需品增速的上行。4 季度预计国内消费仍然无法恢复正常，以十一期间消费来看，预计增速恢复至往年的 80% 以上，那么 4 季度消费品零售总额增速预计在 5.7% 左右。

图 5：全社会消费额（亿元）

图 6：全社会消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

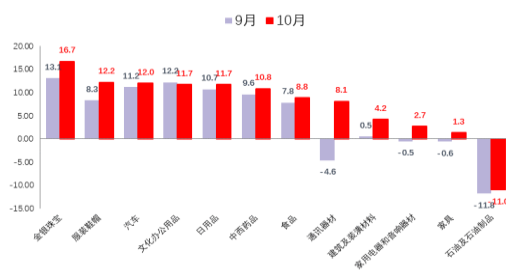
10 月份，生产基本恢复，服务业也在回升，居民消费继续上行，汽车消费仍然较为旺盛：（1）居民日用品消费稍有上行，食品消费增速 8.8%，日用品消费 11.7%，居民日常消费趋于稳定；（2）房地产相关消费上行，建筑材料消费上行 4.2%，家具消费同样走高；（3）居民对金银珠宝消费继续高位，年内珠宝消费一直处于负增长，同时金价处于高位，侧面带动消费额上行；（4）汽车消费仍然较为旺盛，10 月整体汽车消费处于上行状态；汽油价格有所上行，加之经济活动增加，消费增速-11.0%，比上月上行 0.8 个百分点。

1-10 月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、日用品、药品、通讯器材、文化办公用品消费正增长，其他产品消费增速下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式年内延续。

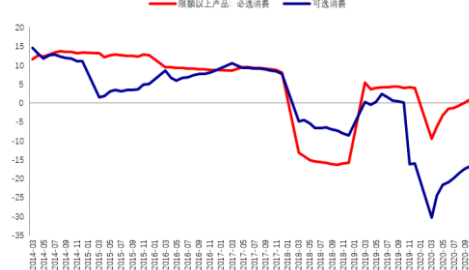
10 月份数据显示消费增速仍然上行，餐饮消费恢复速度加快，未来消费继续上行，但居民消费全面恢复需要时间。居民收入减少制约着消费增速的上行速度，1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，4 季度消费增速在 5.7% 左右，全年消费增速仍然小幅负增长。

图 7：10 月各行业消费增速 (%)

图 8：可选必选消费小幅回升 (%)



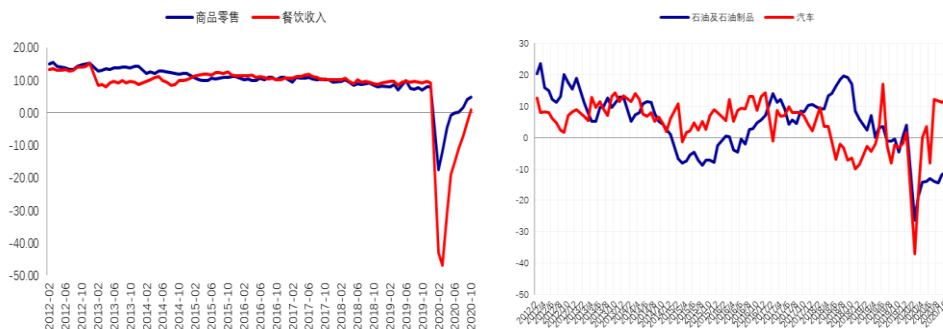
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：餐饮消费快速回升 (%)

图 10：原油消费逐步回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

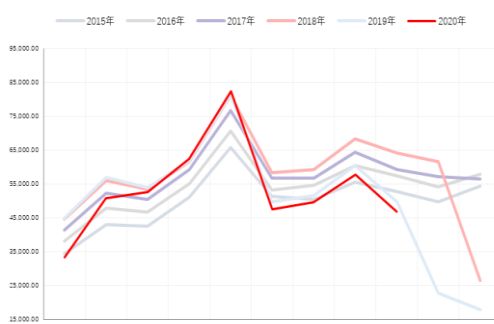
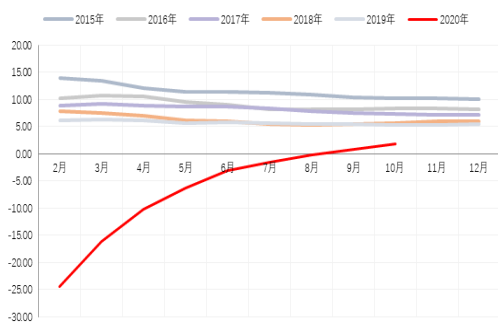
四、投资动能下滑

4 季度投资动能放缓，10 月份基建投资小幅回升，房地产投资继续上行，制造业投资回升，但年内回正有难度。第一、制造业投资明显受到订单驱动，海外订单大幅回暖，相关产业投资仍然较为旺盛，国内需求回暖下也带动了相关产业投资增速上行；第二、基建投资持续小幅回升，国内经济展现韧性的同时基建加码的可能性已经较小，未来基建有回落趋势；第三、房地产仍有韧性，但先行指标土地购买、新开工已经显示颓势，贷款资金进一步收紧，房地产受到政策打压加深，明年有压力。

2020 年 1~10 月份，固定资产投资增速 1.8%，比 1~9 月份上行 1.0 个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速继续上行。10 月份固定资产投资额 46,762 亿元，投资额比去年同期稍有下降，制造业加速回升，基建增速稍有上行，房地产投资平稳走高。

图 11：固定资产投资增速上行（%）

图 12：投资额小幅下行（亿）



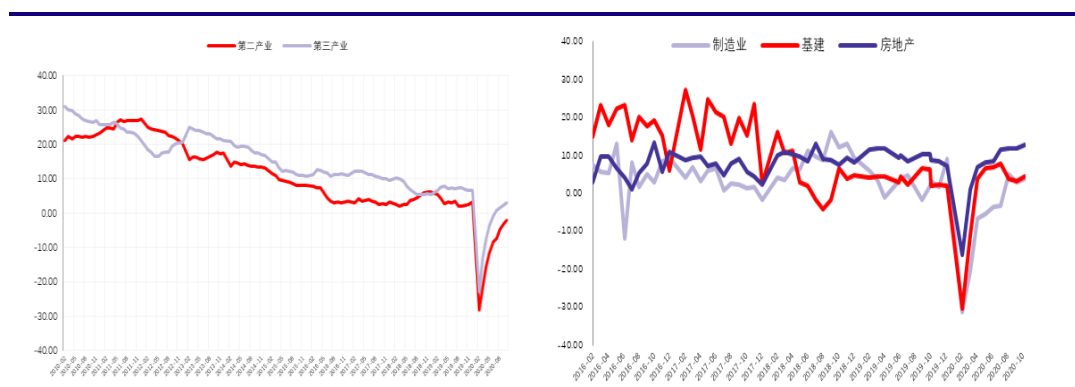
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

10 月份二产回升速度好于三产，制造业恢复速度加快。从结构上来看，1~10 月份，三产和二产投资同步上行。10 月份二产投资增速回升 1.3 个百分点至-2.1%，其中制造业投资降幅收窄 1.2 个百分点至-5.3%，制造业逐步恢复。三产增速回升 0.7 个百分点至 3.0%，得益于房地产的快速恢复以及基建的拉动。

图 13：第二产业增速加快（%）

图 14：基建投资小幅上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从制造业各行业单月投资来看，10 月份投资增长行业更多与内需相关，医药制造仍然是投资增速最快的行业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、有色金属冶炼、农副食品加工和食品加工业本月投资增速加快，这与内需息息相关。制造业行业生产处于较为旺盛的阶段，订单充足，尤其是海外订单饱满，工业利润在快速回暖，制造业投资可能在 4 季度超预期。

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_1355

