

宏观观点评

会有过热风险么？——全面解读 10 月经济

事件：10月工增同比 6.9%（前值 6.9%）；1-10月固定资产投资同比 1.8%（前值 0.8%），其中：房地产投资同比 6.3%（前值 5.6%），基建投资同比 3.0%（前值 2.4%），制造业投资同比 -5.3%（前值 -6.5%）；10月社零同比 4.3%（前值 3.3%）。

核心观点：接下来面临的是“经济继续上、政策由稳逐步转向退”的局面。

1、生产端：工业生产维持高位，服务业加速修复。10月工业增加值在工作日同比减少 2 天的影响下仍高位持平于 6.9%，好于市场预期，主因应是出口、地产高增带动内外需求保持强劲和基数较低。分行业看，采矿业、纺织、塑料制品、黑色金属冶炼等升幅较大。在需求复苏和低基数支持下，预计 Q4 至 2021 年生产将维持高位。

2、消费端：略低于预期，分项亮点仍多，修复趋势不改。10月消费增速在“十一”黄金周和“双十一”预售的双重提振下仍然偏低，可能有两大原因：**1）消费品价格下跌**，反映为实际社零同比增幅显著高于名义；**2）限额以下消费再度转负**，与 10 月 PMI 小企业景气度重回收缩区间相互验证，反映疫情影响仍未完全消退，小企业市场需求仍显不足，经营压力仍大。结构上看，汽车维持高增，地产系、消费升级类回升较多；**国庆中秋双节带动下，餐饮消费年内首次转正；线上消费增速明显提升，对线下形成一定挤占。**往后看，疫情压制减轻、经济稳步复苏仍是大趋势，预计 Q4 至 2021 年消费仍将延续修复。

3、就业端：持续好转，已接近正常水平，关注结构性就业压力。二季度以来失业率持续好转，10月调查失业率降至 5.3%，已接近疫情发生前 5.1%-5.2% 的水平，但新增就业水平依旧显著低于往年水平，预示稳就业保就业仍是重中之重。

4、投资端：地产、基建景气回升，制造业延续反弹

>房地产景气再度回升，关注可持续性。10月当月地产销售增速大幅回升，土地成交延续回落，反映了在调控收紧环境下，房企加速推盘回款，而拿地意愿受限。地产投资增速维持高位，新开工、竣工回升，施工转跌。10月地产市场景气度回升，可能反映了下半年以来虽然调控收紧，但房企高周转策略效果依旧良好，资金仍较为充裕，可能对后续地产投资构成一定支撑，需持续关注新开工等回升的可持续性。

>基建投资小幅回升，应与低基数和地方财政压力减轻有关。10月广义、狭义基建投资当月同比分别提升 2.5、1.2 个百分点，主因应有二：**1）基数较低。**2019 年 10 月基建投资当月同比 2%，明显低于临近月份 5% 的水平；**2）地方财政压力减轻。**Q3 以来房地产市场维持高景气，叠加经济复苏，推动地方财政收入增速大幅回升，基建资金分流压力减轻，10月地方财政支出可能也有所加速。但后续基建投资逆周期发力的必要性下降，大幅超预期的可能性也应较低。

>制造业投资延续反弹，关注和库存周期、PPI 的共振。10月制造业投资当月增速小幅回升至 3.7%，其中：基建地产相关的运输设备、有色冶炼和内需相关的食品加工制造业投资增速提升较多，预计制造业投资有望延续修复态势。历史看，制造业投资、库存和 PPI 变化趋势总体同步，可密切跟踪。同时，“十四五”规划建议稿提出“保持制造业比重基本稳定，巩固壮大实体经济根基”，建议关注后续细化部署。

5、经济会过热么？总体看，虽然疫情对消费、小微企业等方面的约束仍存，但整体经济复苏态势仍然偏强，再考虑到近期海外疫苗、美国大选等外部环境的不确定性也有所降低，我们维持此前判断：我国经济仍处于疫情后的修复阶段，四季度 GDP 增速有望继续向上至 5.5%-6%，全年 GDP 增速有望达到 2% 左右，但尚不至于有过热风险。对应的，疫情以来我国各类扩张性政策正逐步回到疫情前的正常状态，我国信用最宽松的时刻大概率已经过去，而鉴于内外压力仍存，全面转向收紧尚难。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策力度不及预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《如何理解“逆流而上”的 RCEP?》2020-11-15
- 2、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评 10 月金融数据》2020-11-12
- 3、《高频与政策半月观——“十四五”主方向已定，关注美国大选后“新政”》2020-11-08
- 4、《行业景气分化，库存重新回落——10 月 PMI 的 5 大信号》2020-10-31
- 5、《三季度 GDP 增速为何低于预期？》2020-10-19



内容目录

生产端：工业生产维持高位，服务业加速修复.....	3
消费端：略低于预期，分项亮点仍多，修复趋势不改.....	3
就业端：持续好转，已接近正常水平.....	5
投资端：地产、基建景气回升，制造业延续反弹.....	5
地产景气再度回升，关注可持续性.....	5
基建投资小幅回升，应与低基数和地方财政压力减轻有关.....	6
制造业投资延续反弹，关注和库存、PPI的共振.....	7
风险提示.....	8

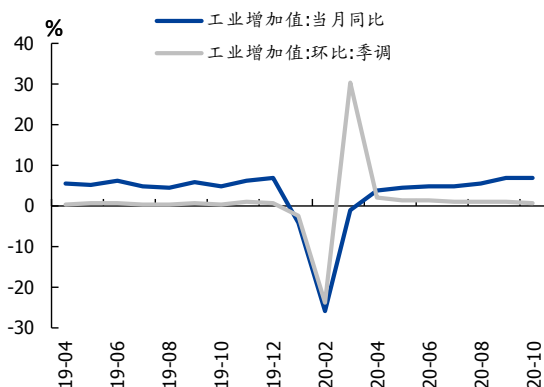
图表目录

图表 1：工业增加值增速维持高位.....	3
图表 2：服务业加速修复.....	3
图表 3：分行业工业增加值当月同比.....	3
图表 4：消费延续复苏.....	4
图表 5：社零分项当月同比：汽车维持高增.....	4
图表 6：餐饮消费延续反弹.....	5
图表 7：网上消费增速明显提升.....	5
图表 8：10月城镇调查失业率继续回落.....	5
图表 9：10月城镇新增就业降幅继续收窄.....	5
图表 10：商品房销售增速高位上行.....	6
图表 11：土地成交面积增速继续回落.....	6
图表 12：地产投资增速维持高位.....	6
图表 13：新开工、竣工回升，施工转跌.....	6
图表 14：基建投资增速小幅提升.....	7
图表 15：地方财政收入增速回升，支出也有望加速.....	7
图表 16：制造业投资延续反弹.....	7
图表 17：企业投资经营预期继续好转.....	7
图表 18：分行业制造业投资增速变动.....	8

生产端：工业生产维持高位，服务业加速修复

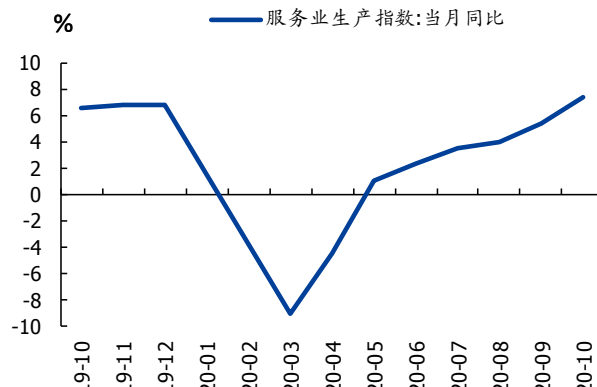
10月工业生产维持高位，增速略高于预期，主因应是基数较低、内外需求强劲。10月工业增加值当月同比6.9%，小幅高于市场预期的6.5%。基数较低（2019年10月工业增加值当月同比4.7%）提供了部分支撑，但考虑到10月工作日较去年少2天，生产仍维持高位反映了投资韧性、出口高增、服务业加速修复带来的强劲需求。**服务业加速修复**。10月服务业生产指数同比提升2个百分点至7.4%，回升斜率较上月抬升，反映疫情对服务消费的约束持续减退。

图表 1：工业增加值增速维持高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

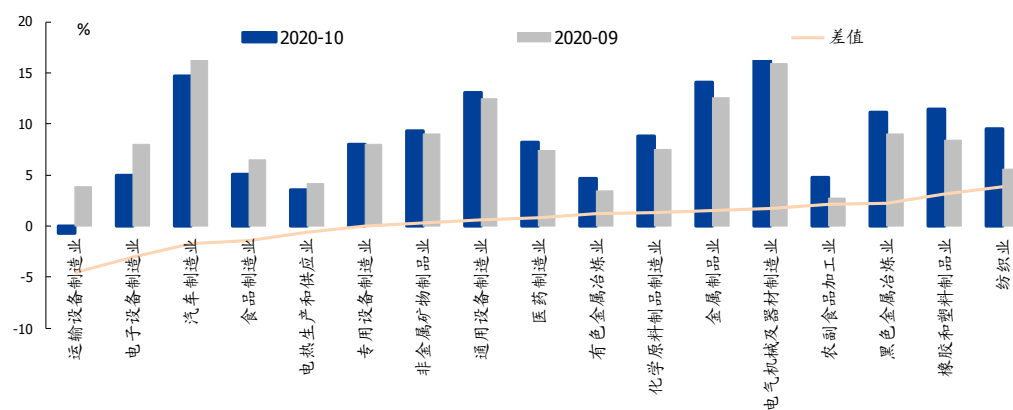
图表 2：服务业加速修复



资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，采矿业、纺织、塑料制品、黑色金属冶炼等升幅较大。10月采矿业增加值增速回升幅度较大，可能与10月地产、基建投资偏强拉动需求有关，制造业和公用事业微跌。其中纺织、塑料制品、黑色金属冶炼等行业增加值增速回升较大，运输设备、电子设备、汽车制造业增加值增速回落较多。

图表 3：分行业工业增加值当月同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

延续前期观点，预计 Q4 生产端将维持高位，2021 年工业增加值增速受到基数效应影响，各季度累计同比将逐渐降低，叠加经济复苏、需求回暖，全年增速将明显反弹。

消费端：略低于预期，分项亮点仍多，修复趋势不改

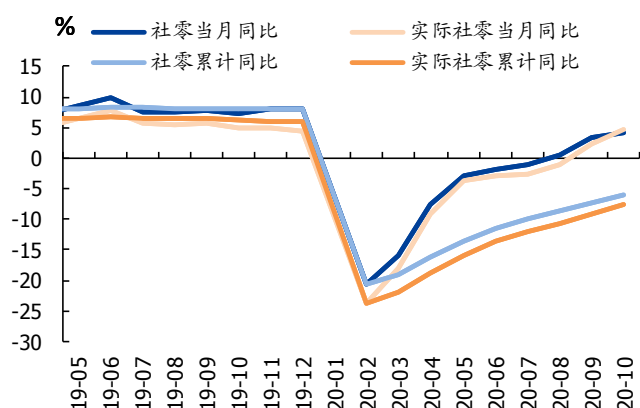
消费增速低于预期，复苏斜率略有放缓。10月社零当月同比4.3%，较前值回升1.0个百分点，低于市场预期的5.2%，复苏斜率有所放缓。

10月消费在“十一”黄金周和“双十一”预售的双重提振下仍然偏低，可能有两大原因：

- **消费品价格下跌：**10月实际社零同比4.6%，较上月提升2.2个百分点，增幅显著高于名义社零，主因消费品价格下跌，9、10月CPI当月同比分别为1.7%、0.5%。
- **限额以下消费再度转负：**10月限额以上社零较上月继续回升1.8个百分点至7.1%，而限额以下社零同比较上月回落2.4个百分点至-1.2%，再度转负。大小零售企业景气度走势分化，与10月PMI小企业景气度重回收缩区间相互验证，反映疫情影响仍未完全消退，小企业市场需求仍显不足，经营压力仍大。

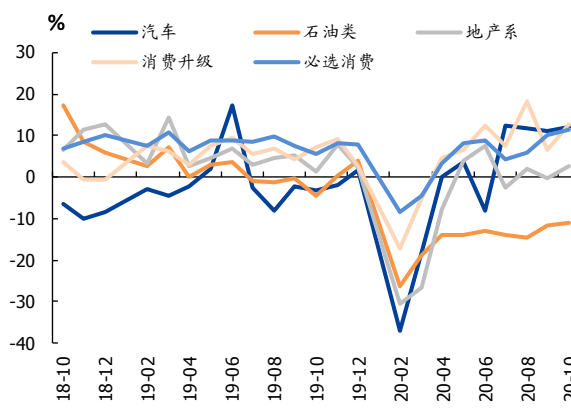
分项看，汽车维持高增，地产系、消费升级类回升较多。10月限额以上社零中多数分项增速提升，其中必选消费中的烟酒饮料增速高位回落，可选消费中的汽车消费增速微涨，已连续第4个月维持两位数增长，表现延续强势；地产系（家电、建材等）增速提升较多，应是与10月地产景气回升有关；消费升级类（如化妆品、珠宝、通讯设备等）增速提升较多，反映经济复苏形势良好。

图表4：消费延续复苏



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：社零分项当月同比：汽车维持高增

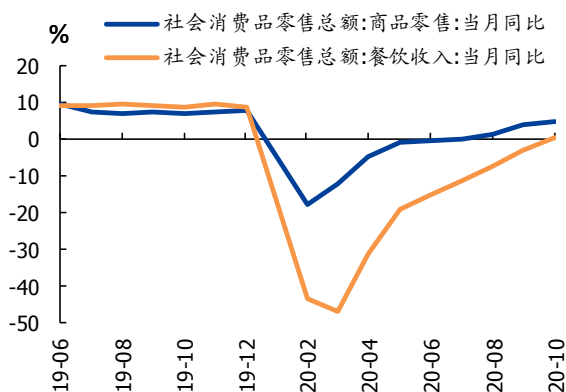


资料来源：Wind，国盛证券研究所

国庆中秋双节带动下，餐饮消费年内首次转正。10月商品零售当月同比4.8%，餐饮收入同比转正至0.8%，分别较上月回升0.7、3.7个百分点，餐饮修复斜率明显高于商品零售，与服务业生产修复加速相互验证。

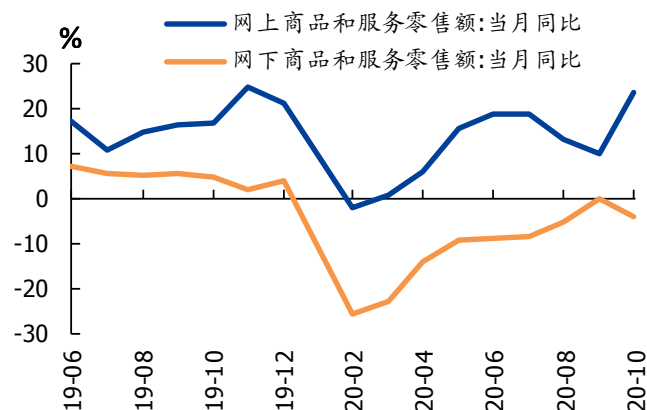
线上消费增速明显提升，对线下形成一定挤占。今年“双十一”由原来的11.11一波活动调整为11.1-11.3和11.11两波活动，提前开启预售对10月网上销售形成支撑，而对线下消费形成挤占。表现为10月线上商品和服务零售额当月同比提升至23.6%，而线下零售额当月同比增速则明显回落。

图表 6: 餐饮消费延续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 网上消费增速明显提升



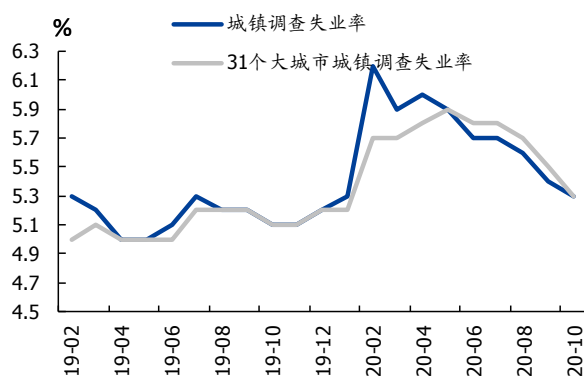
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

整体看, 10 月消费虽然略低于市场预期, 但疫情压制减轻、经济稳步复苏仍是大趋势, 后续消费预计仍将保持回升态势。

就业端: 持续好转, 已接近正常水平

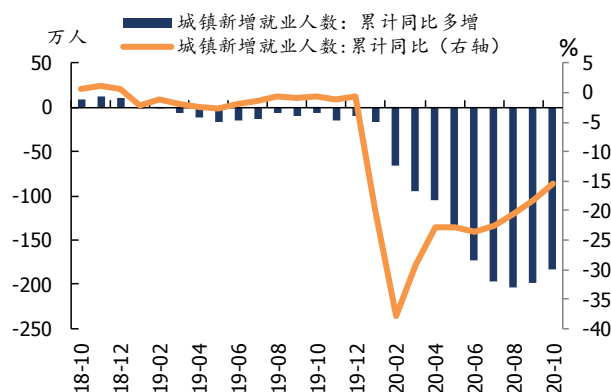
10 月调查失业率继续回落, 已接近正常水平, 关注结构性就业压力。10 月城镇调查失业率 5.3%, 较 9 月继续回落 0.1 个百分点, 延续了二季度以来好转态势, 已经接近疫情发生前 5.1%-5.2% 的水平。10 月城镇新增就业人数累计同比下降 15.4%, 较前值继续回升, 但远未回到疫情前水平。基于近来各类高级别继续把稳就业摆在最重要位置, 凸显实际就业压力仍存, 稳就业保就业仍是重中之重。

图表 8: 10 月城镇调查失业率继续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 10 月城镇新增就业降幅继续收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

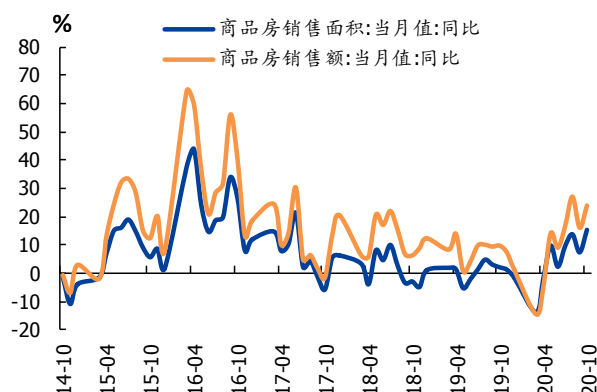
投资端: 地产、基建景气回升, 制造业延续反弹

地产景气再度回升, 关注可持续性

地产销售增速大幅回升, 土地成交延续回落。10 月当月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为 15.3%、23.9%, 较前值分别大幅回升 8.0、7.9 个百分点, 明显高于近年来

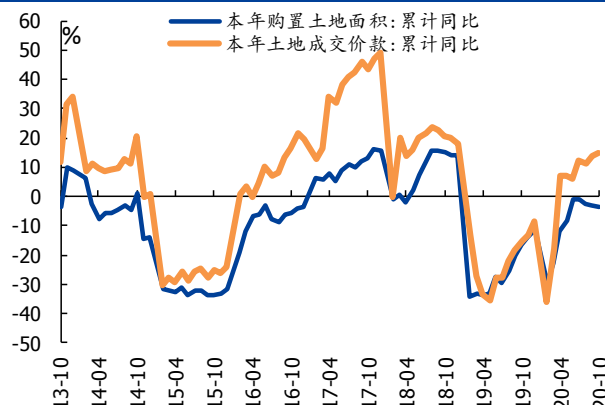
平均水平。1-10月土地购置面积累计同比-3.3%，较前值回落0.4个百分点，而土地购置价款则延续震荡上行。商品房销售与土地成交走势背离，可能反映了房企在调控政策、融资环境收紧的影响下，加速推盘回款，而拿地意愿受限。

图表 10: 商品房销售增速高位上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

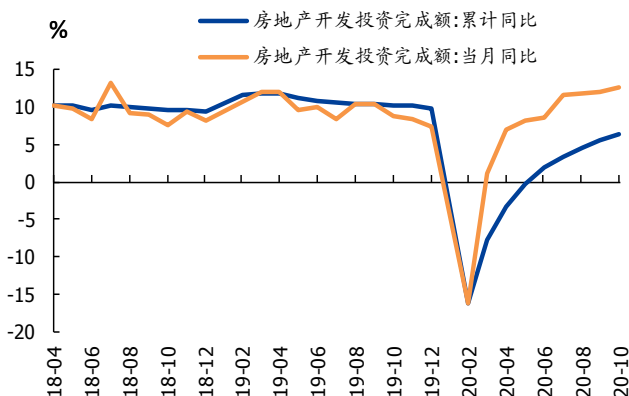
图表 11: 土地成交面积增速继续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

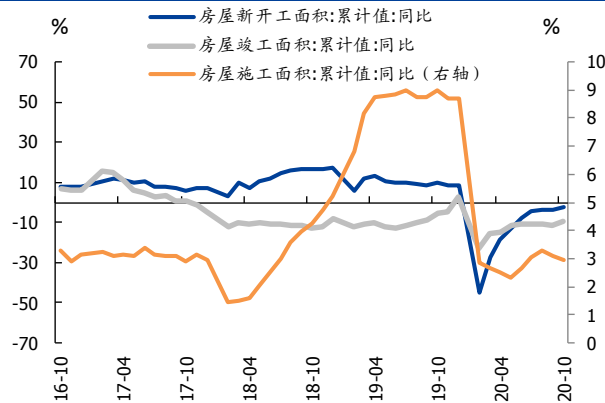
地产投资增速维持高位。10月地产投资当月同比增速12.7%，较前值微涨0.7个百分点。新开工、竣工回升，施工转跌。1-10月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比为-2.6%、3.0%、-9.2%，分别较前值变动0.7、-0.1、2.4个百分点。

图表 12: 地产投资增速维持高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 新开工、竣工回升，施工转跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

10月新开工和竣工回升，可能反映了下半年虽然政策收紧，但房企高周转策略效果依旧良好，在促销回款良好的支持下，资金仍较为充裕，可能对后续地产投资构成一定支撑，

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_1389

