

10月经济数据：四季度GDP增速接近甚至超过去年

□ 经济复苏延续，关注货币政策目标切换

10月经济复苏进程延续，内需外需持续回暖。消费保持向上改善势头，环比增幅略低于预期，主要源于消费价格持续下探，拖累名义值改善；投资方面，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所反弹。供给端，10月工业增加值同比+6.9%，工业生产保持较强增长，高于市场预期，主要源于内需和外需回暖的叠加，订单持续改善对生产供给形成有力支撑；10月服务业生产指数同比+7.4%，较前值5.4%再次攀升。从生产法来看，四季度GDP增速接近甚至超过去年水平。调查失业率连续六个月呈下降趋势，10月已降至5.3%，我们再次提示需关注货币政策首要目标切换至金融稳定而收紧，核心跟踪DR007走势，若DR007持续性地位于7天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向。

□ 失业持续改善，目标完成不难

10月全国调查失业率5.3%，前值5.4%，失业率稳定在5.5%以下，就业压力持续缓解。目前国内大循环已基本畅通，内需外需持续改善，企业盈利修复、订单增多、产能利用率提高，相对应的用工需求也在不断提升，部分工厂甚至出现招工难现象。我们提示关注2021年政府工作报告关于调查失业率目标的设定，若将调查失业率目标调回至5.5%的话，那么失业率仍将是约束力较强的政策底线。

□ 工业保持强劲，需求回暖支撑

10月工业增加值同比6.9%，高于市场及我们预期。海外供给恢复不足以及补库需要渐强，使得海外需求仍然是我国生产供给的有力支撑。国内需求向好，国内大循环推动需求回升，地产投资回暖，前期受疫情影响的相关消费场景加快恢复，积极态势有望延续。

□ 社零修复延续，结构分化收敛

10月社会消费品零售总额名义同比+4.3%，与我们预测基本一致，社零持续向上修复，但环比力度较9月有所减弱，一定程度上受到11月线上购物节预热时间提前的扰动。从结构上看，“高社交属性”消费继续追赶，其中10月餐饮收入同比增速转正至0.8%，较前值提高3.7个百分点，纺织服装同比+12.2%，较前值提升3.9个百分点。“宅经济”消费表现良好，10月通讯器材同比+8.1%，增速较上月大幅反弹，9月增速较低主要受主流品牌拳头产品发布节奏影响，未来将持续强势表现。

□ 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性

1-10月整体固定资产投资同比增长1.8%，较前值修复1个百分点，与我们的预测值一致。其中，制造业投资累计同比-5.3%，较前值修复1.2个百分点，地产投资累计同比6.3%，较前值修复0.7个百分点，基建投资累计同比0.7%，较前值修复0.5个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资10月增速分别为12.2%、4.4%和3.7%，前值分别为11.9%、3.2%和3%，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所反弹。基建仍然偏弱主因财政资金淤积及项目不足，制造业方面，行业分化明显，除高技术制造业支撑外，受益于地产投资及地产后周期消费、汽车销量快速回升及消费加速修复带动的交通、纺织服装需求的相关行业投资都得到了快速提振。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《10月数据预测：社融增速赶顶》

2020.10.31

2《如何看三季度经济数据？》

2020.10.19

3《9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间》2020.10.01

4《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

5《8月数据预测：保就业目标即将完成》2020.08.31

6《7月经济数据：调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

正文目录

1. 经济复苏延续，关注货币政策目标切换	3
2. 失业持续改善，中枢显著下降	3
3. 工业保持强劲，服务生产提速	4
4. 社零修复延续，结构分化收敛	5
5. 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性	6
5.1. 制造业缓修复，结构明显分化	7
5.2. 财政掣肘是决定基建进度的关键变量	8
5.3. 地产投资：各项数据表现积极，地产投资韧性十足	9

图表目录

图 1: 10 月调查失业率下降至 5.3%，就业情况持续改善	4
图 2: 工业增加值主要门类：10 月同比	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 4: 10 月通讯器材增速反弹，化妆品、纺织服装、餐饮等修复速率较快	5
图 5: 2010 年新车购买者进入换购高峰时期	6
图 6: 汽车消费持续回暖	6
图 7: 固定资产投资分项走势	6
图 8: 2020 年 9 月当月同比增速（10 月数据暂不全，估算）	7
图 9: 基建投资分行业表现	9
图 10: 销售回款维持较高增速	9
图 11: 地产建工数据，竣工正增	9

1. 经济复苏延续，关注货币政策目标切换

10 月经济复苏进程延续，内需外需持续回暖。三驾马车中，消费保持向上改善势头，环比增长力度有所放缓，其中“高社交属性”消费继续追赶，餐饮收入同比增速实现转正，纺织服装同比增速较前值继续提升；“宅经济”消费持续表现良好，通讯器材同比增速较上月大幅反弹。投资方面，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所反弹。基建仍然偏弱主因财政资金淤积及项目不足，制造业方面，行业分化明显，除高技术制造业支撑外，受益于地产投资及地产后周期消费、汽车销量快速回升及消费加速修复带动的交通、纺织服装需求的相关行业投资都得到了快速提振。

供给端，10 月工业增加值同比+6.9%，工业生产保持较强增长，高于市场及我们预期，主要源于内需和外需回暖的叠加，订单持续改善对生产供给形成有力支撑。10 月服务业生产指数同比+7.4%，较前值 5.4%再次攀升，第三产业持续改善势头。从生产法来看，四季度 GDP 增速接近甚至超过去年水平。

调查失业率连续六个月呈下降趋势，10 月已降至 5.3%，失业压力持续缓解。年初以来货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末转向稳健灵活适度。近期，我们再次提示需关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧，核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向。

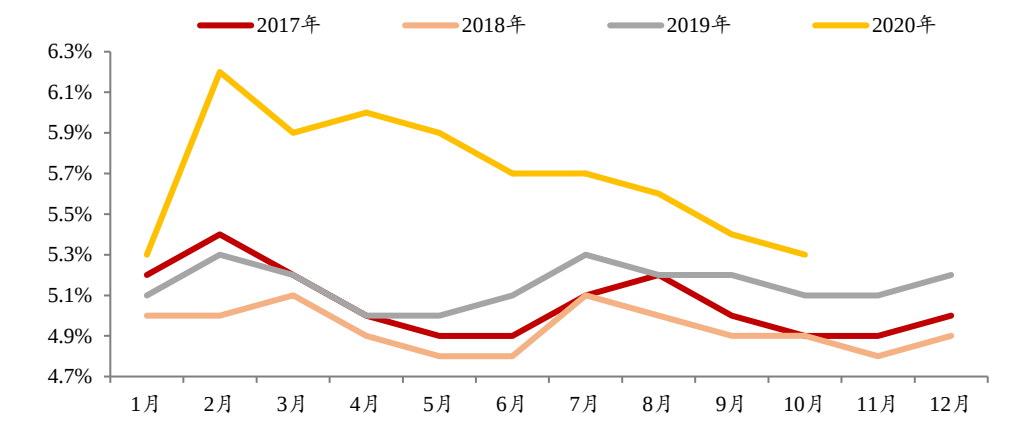
2. 失业持续改善，中枢显著下降

10 月全国调查失业率 5.3%，前值 5.4%，失业率稳定在 5.5%以下，就业压力持续缓解。10 月新增城镇就业人数 111 万人，去年同期为 96 万人，新增就业岗位创造能力显著提升，1-10 月累计新增城镇就业 1009 万人，提前超额完成全年 900 万的目标值。

目前国内大循环已基本畅通，内需外需持续改善，企业盈利修复、订单增多、产能利用率提高，相对应的用工需求也在不断提升，部分工厂甚至出现招工难现象。从调查数据来看，统计局公布的 Q3 用工景气指数较 Q2 大幅提升，其中汽车、家具、电子、纺织服装行业改善最为显著，与国内需求改善链条以及海外出口订单表现一致；文体娱、住宿餐饮业用工需求也有所提振，服务业吸纳就业的能力将进一步体现。

目前调查失业率已连续两个月稳在 5.5%以下，未来我们需要关注 2021 政府工作目标对于调查失业率的设定。2018、2019 年调查失业率目标均为 5.5%，2020 年因疫情原因调升至 6.0%，鉴于调查失业率从 9 月份起已稳在 5.5%以下，**2021 年政府工作目标有可能将调查失业率目标调回至 5.5%。**我们判断，明年调查失业率中枢会略高于 2019 年的水平，且春节和毕业季面临两次季节性冲高，因此两会讨论政府工作目标之时，**若将调查失业率目标调回至 5.5%的话，那么失业率仍将是约束力较强的政策底线。**当调查失业率上行接近至 5.5%的目标值时，将成为触发政策宽松的重要考量。

图 1：10 月调查失业率下降至 5.3%，就业情况持续改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 工业保持强劲，服务生产提速

10 月工业增加值同比 6.9%，与上月持平，保持较强增长，高于市场及我们预期。主要原因在于需求持续回暖支撑。1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，工业生产持续向好。

海外供给恢复不足以及补库需要渐强，使得海外需求仍然是我国生产供给的有力支撑。海外疫情再次反弹冲击供给，无法满足海外年末购物节和新年订单的较强需求，美国库存筑底，凸现补库切换特征，海外供需缺口需要中国供给填补，10 月出口集装箱指数 CCFI 进一步抬升，抗疫物资、“宅经济”相关行业产生利好，海外订单的转移也使得部分传统制造业提速增长，例如纺织业增速 9.5% 为 13 年 5 月以来最高。

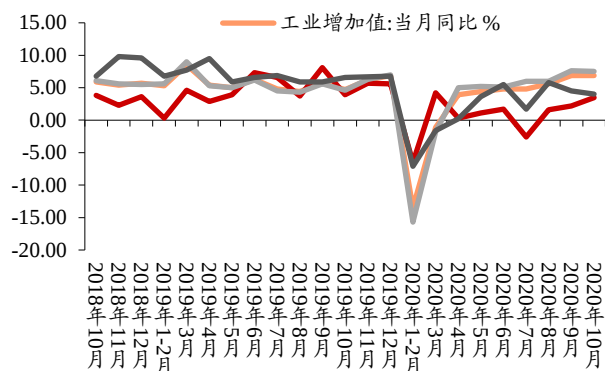
国内需求表现强劲，国内大循环推动需求回升，前期受疫情影响的相关消费场景加快恢复。地产、基建投资向好，市场销售持续回暖。10 月汽车产销同比增长 11.0% 和 12.5%，各类挖掘机国内销售同比增长 60.7%，挖掘机销售数据已经连续 7 个月同比增速超过 50%。生活性服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。据文旅部测算，八天长假期间，全国共接待国内游客 6.37 亿人次，按可比口径同比恢复 79.0%。10 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.4%，比 9 月份上升 2.0 个百分点，回归合理区间。

工业生产的强劲可从高频数据得到部分验证。10 月高炉开工率大幅高于去年同期，焦炉生产率持续增长，螺纹钢产量边际回落，但仍高于去年同期。汽车全钢胎和半钢胎开工率保持高位。

我们认为，11 月工业生产将继续向好。疫苗广泛见效仍需时日，两个大循环的逻辑将继续兑现，中美补库有望共振。国内疫情彻底受控，受社交距离影响的服务业有望加快修复，将带动相关工业产品需求。

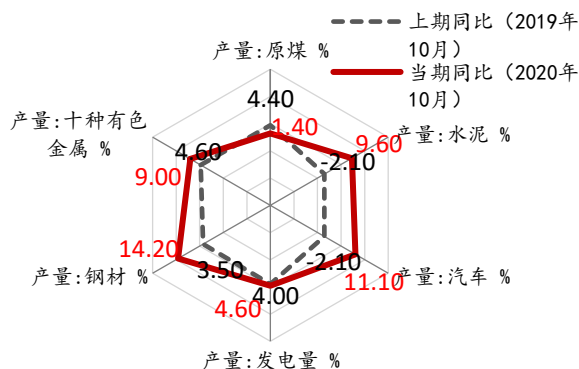
从分项数据上看，采矿业增加值增长 3.5%，制造业增长 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%。我们主要关注的工业产品：除原煤增速不及去年同期外，水泥（9.6%）、钢材（14.2%）、汽车（11.1%）、发电量、十种有色金属同比增速均高于去年同期。

图 2：工业增加值主要门类：10 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



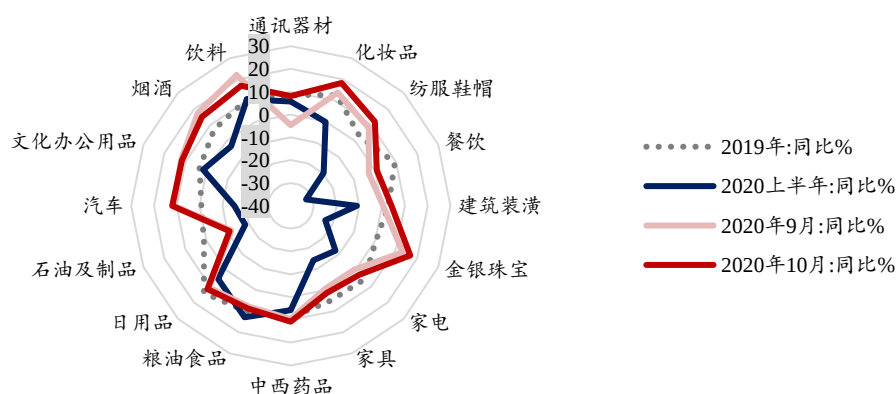
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 社零修复延续，结构分化收敛

10 月社会消费品零售总额名义同比+4.3%（前值+3.3%），与我们预测基本一致，社零持续向上修复，但环比力度较 9 月有所减弱。一方面，消费价格持续下探，拖累名义值改善；另一方面，今年 11 月购物节的预热时间进一步提前至 10 月中下旬，10 月消费修复的环比力度走弱或受到拖累，销售数据将更加往 11 月份集中。

从结构上看，随着疫情影响因素趋弱，消费分化修复的特征收敛，“高社交属性”消费继续追赶，其中 10 月餐饮收入同比增速转正至 0.8%，较前值提高 3.7 个百分点，纺织服装鞋帽同比+12.2%，较前值提升 3.9 个百分点。“宅经济”消费表现良好，10 月通讯器材同比+8.1%，前值-4.6%，增速大幅反弹，9 月增速较低主要受主流品牌拳头产品发布节奏影响，未来将持续强势表现。10 月汽车消费保持较高增速，建筑装潢、家电、家具等地产后周期消费较前值小幅修复。

图 4：10 月通讯器材增速反弹，化妆品、纺织服装鞋帽、餐饮等修复速率较快

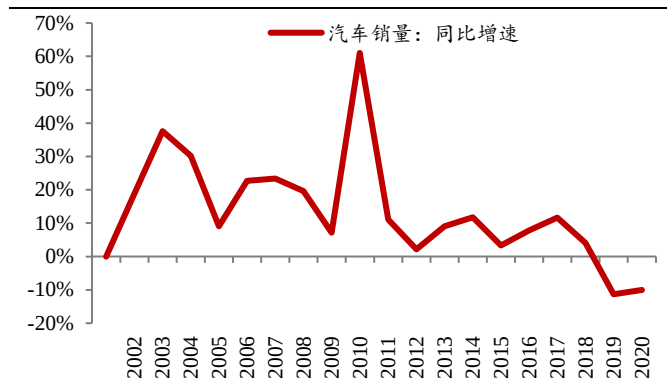


资料来源：Wind，浙商证券研究所

汽车消费持续回暖，10 月销量同比增长 12.5%，其中，新能源车消费表现抢眼，10 月新销量环比+13.9%，同比+104.5%。政策环境向好叠加优质车型不断上市，新能源汽车需求正在加速释放。另外，据乘联会数据，豪华汽车品牌销量同比增长 30%，今年是 2010

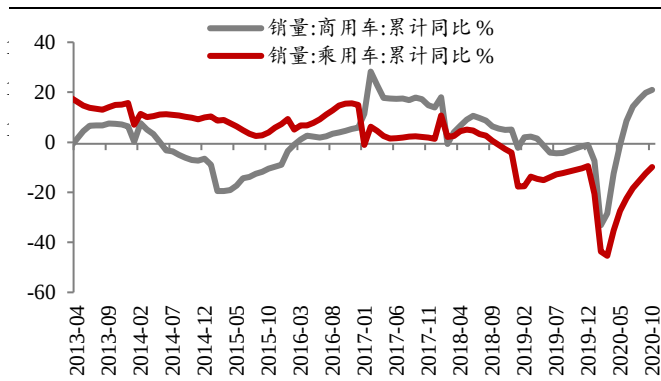
年前后新车购买者的换购高峰，换购需求带来的消费升级也是乘用车销量增长的重要动力。后续来看，随国内疫情逐步平稳购买力逐步恢复，国外疫苗落地预期增强有望双重提振需求；同时，疫情延缓新车发布使得年末新车型集中上市，供需向好有望延续汽车消费景气。

图 5：2010 年新车购买者进入换购高峰时期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：汽车消费持续回暖

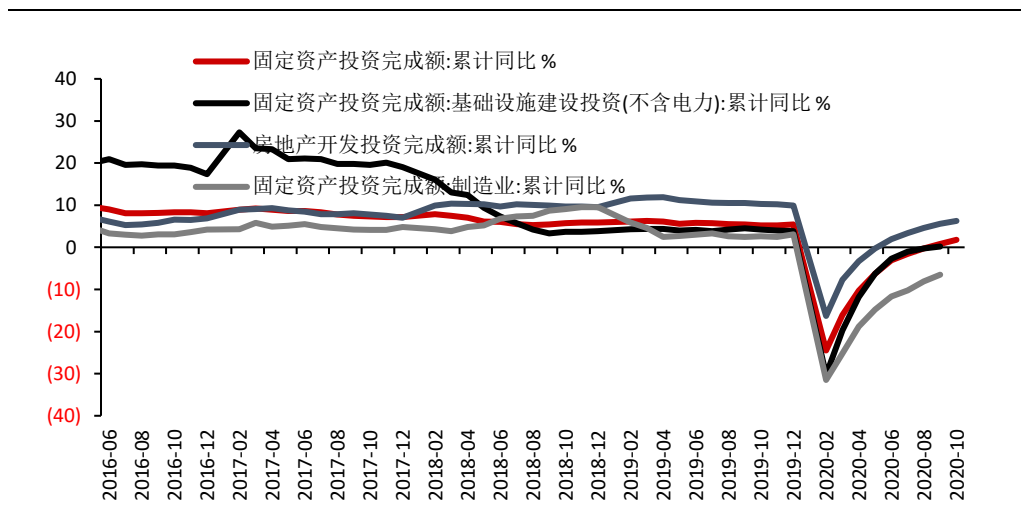


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性

1-10 月整体固定资产投资同比增长 1.8%，较前值修复 1 个百分点，与我们的预测值一致。其中，制造业投资累计同比 -5.3%，较前值修复 1.2 个百分点，地产投资累计同比 6.3%，较前值修复 0.7 个百分点，基建投资累计同比 0.7%，较前值修复 0.5 个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 10 月增速分别为 12.2%、4.4% 和 3.7%，前值分别为 11.9%、3.2% 和 3%，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所反弹。基建仍然偏弱主因财政资金淤积及项目不足，制造业方面，高技术制造业支撑强劲，在基建地产投资带动需求、信贷着重支持及企业盈利转正的共同作用下，预计后续制造业投资增速可能迎来确定性上行。

图 7：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

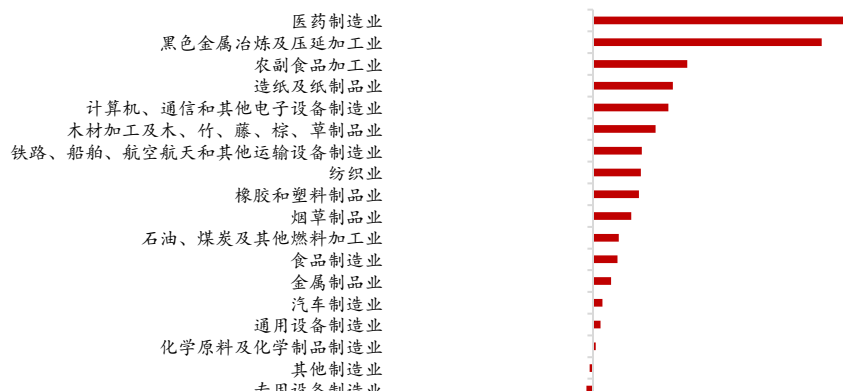
5.1. 制造业缓修复，结构明显分化

10月制造业投资增速继续修复至-5.3%，较前值回升1.2个百分点，当月增速3.7%，较前值上行0.7个百分点，维持稳定的当月同比正增长。主要有几个方面支撑：第一，地产投资增速持续强劲，基建投资当月增速稳健正增长，制造业需求改善，企业利润快速修复，5月工业企业利润当月同比增速转正，且此后增幅波动上行，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除MPA考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，下半年以来新增人民币贷款中企业中长期贷款占比维持在60%附近高位，较上半年30-40%的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-10月高技术制造业投资增长10%，较前值继续提高0.7个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长22.8%、14.8%。

除此之外，截至9月可得数据，从投资当月同比增速来看，表现较好的行业分别为医药制造业40%，黑色金属冶炼及压延加工业35%，农副食品加工业15%，造纸及纸制品业12.4%，计算机通信和其他电子设备制造业11.7%，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业9.7%，铁路船舶航空航天其他运输设备制造业7.6%，纺织业7.4%，橡胶塑料制品业7.1%。我们认为除高技术制造业外，其他行业主要集中于受益于地产投资及地产后周期消费、汽车销量快速回升及消费加速修复带动的交通、纺织服装需求的相关行业，这些行业投资都得到了快速提振。

图 8：2020 年 9 月当月同比增速（10 月数据暂不全，估算）



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_1405

