

消费修复速度放缓

——2020 年 10 月经济数据点评兼债市观点

要点

事件

- 1) 10 月份规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与 9 月持平，环比增长 0.78%（9 月为 1.18%）。
- 2) 1-10 月全国固定资产投资同比增长 1.8%，比 1-9 月提高 1 个百分点；制造业投资下降 5.3%，降幅收窄 1.2 个百分点；基础设施投资增长 0.7%，增速提高 0.5 个百分点；房地产开发投资同比增长 6.3%，增速提升 0.7 个百分点。
- 3) 10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，比 9 月提升 1 个百分点；环比增长 0.68%，增速比 9 月下降 1.57 个百分点。

点评

工业生产进一步提升的空间相对有限。10 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速与 9 月持平；环比增长 0.78%，比 9 月下降 0.4 个百分点。制造业生产增速仍然较快，与近几个月出口增速连续超预期相互佐证。目前单月 6.9% 的增速已经处于很高的水平，因此后续继续提升的空间可能相对有限。

固定资产投资：继续处于单边恢复阶段，制造业投资仍显不足，地产投资当月增速高于去年同期，基建投资增速有所提升。1-10 月全国固定资产投资同比增长 1.8%，增速比 1-9 月提高 1 个百分点。FAI 修复增速放缓的主因还是制造业投资修复较慢。10 月当月广义基建投资增速为 7.3%，增速有一定程度提升，但与 5-7 月相比仍有不足。

消费：环比增速回落较快，持续提升动力不足。10 月社会消费品零售总额同比增 4.3%，比 9 月提升 1 个百分点；环比增速为 0.68%，增速比 9 月下降 1.57 个百分点，且创新 3 月以来第二低，增速下降明显。考虑到 10 月有中秋国庆双节，假期拉长，但无论从同比还是环比来看，都显示消费目前虽处于恢复通道，但持续提升的动力稍显不足，收入方面的影响开始显现。

债市观点

目前 10Y 国债收益率的估值处于中性略偏高的位置。基本面方面，从三季度经济数据来看，后续基本面要想恢复到疫情前需要一定时间，但高度相对确定，相应制约收益率的高度。流动性方面，融资稳则利率稳，目前 DR007 已经稳定，CD 利率的稳定（甚至是小幅下行）也是可期的。整体而言，信用风险事件短期内会影响市场情绪但不会改变整个债券市场整体走势，后续随着基本面走出单边向上发展轨道且银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。

风险提示

目前境外疫情恶化，不确定性较大；国内经济仍处在复苏进程中，但同样有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：邬亮

执业证书编号：S0930518040003

010-58452047

wuliang16@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwxs@ebsecn.com

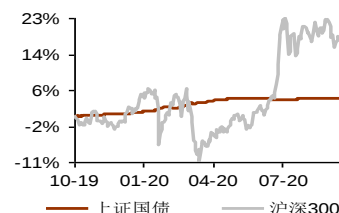
联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

量价齐升，四季度增速有不少不确定性——2020 年三季度经济数据点评兼债市观点（2020-10-19）

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020 年 8 月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2020年11月16日国家统计局公布2020年10月经济数据：

- 1) 10月份规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速与9月持平，环比增长0.78%（9月为1.18%）。
- 2) 1-10月全国固定资产投资同比增长1.8%，比1-9月提高1个百分点；制造业投资下降5.3%，降幅收窄1.2个百分点；基础设施投资增长0.7%，增速提高0.5个百分点；房地产开发投资同比增长6.3%，增速提升0.7个百分点。
- 3) 10月社会消费品零售总额同比增长4.3%，比9月提升1个百分点；环比增长0.68%，增速比9月下降1.57个百分点。

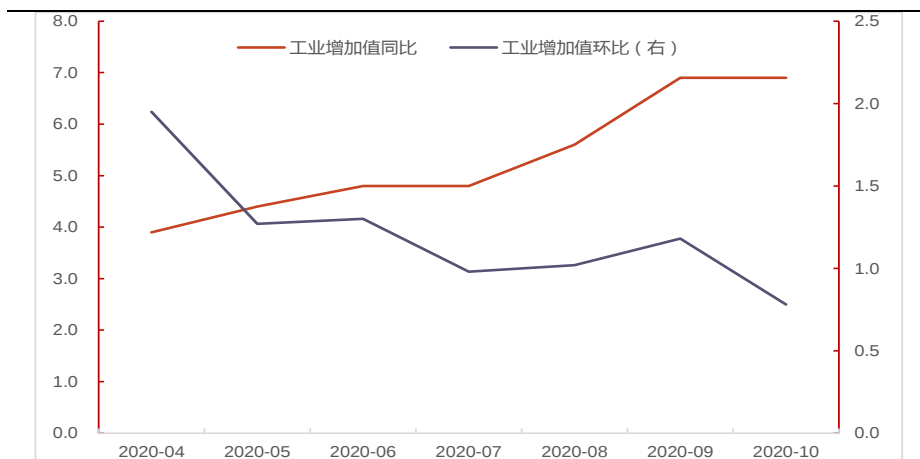
2、点评

工业生产：进一步提升的空间相对有限

10月规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速与9月持平；环比增长0.78%，比9月下降0.4个百分点。同比增速仍然较高（与9月同为年内最高），但与去年基数相对较低有关（2019年10月同比为4.7%，为全年第二低）。而环比增速则创3月以来最低。综合这两方面来看，工业生产似已经显露一定的颓势。但也需要注意到，这一表现可能与今年国庆假期相对较长也有一定关联，因此对于工业生产的后续判断还需要一定的时间。

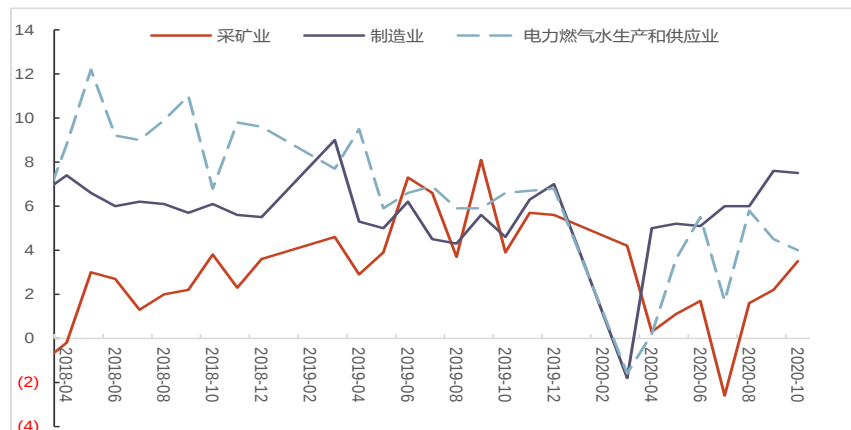
分门类来看，10月份采矿业增加值同比增长3.5%，比9月提升了1.3个百分点，8月份以来增速持续上升；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长4%，增速比9月回落0.5个百分点。**制造业增加值增长7.5%，增速比9月回落0.1个百分点。10月制造业生产仍然较快，这与近几个月出口增速连续超市场预期是相互印证的。**

图1：10月工业生产同比维持全年最高，但环比创3月以来最低



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：制造业生产 10 月仍然较快，与出口连续超预期相互印证



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续工业生产，1-2 月，在疫情冲击下，工业生产出现“深坑”。3 月下旬，复工复产逐步推进，工业生产最先修复，表现为环比增速处于较高水平，同比增速则逐月提高。但投资、消费恢复水平在这一阶段相对有限，因此之后工业生产环比改善的空间缩减，表现为 6 月开始环比增速开始下降，并在 7 月份降至 1% 以下。但 8 月开始，随着其他相关指标复苏水平的提升，环比增速重新升至 1% 以上，9 月增速继续攀高通道中，10 月则同比增速则与 9 月持平。对于后续工业生产的情况，我们认为两个方面决定了后续提升的空间可能有限，第一个方面是前文说到的环比增速已经出现回调；另一方面，单月 6.9% 的增速是相对较高的水平（与 2019 年 12 月持平，2019 年以来仅低于 2019 年 3 月）。10 月工业生产呈现的颓势虽有国庆假期有关，但整体而言后续继续提升的空间应该相对有限。

固定资产投资：继续处于单边恢复阶段，制造业投资仍显不足，地产投资当月增速高于去年同期，基建投资增速有所提升

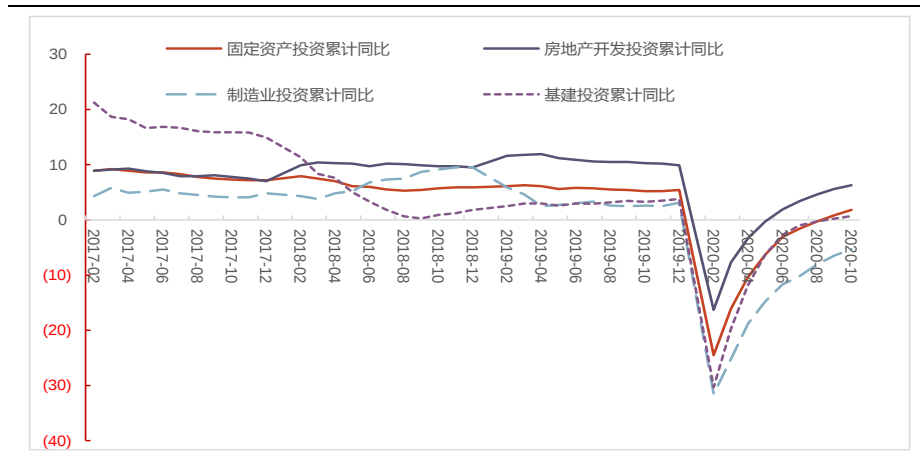
1-10 月，全国固定资产投资 48.3 万亿元，同比增长 1.8%，增速比 1-9 月提高 1 个百分点。固定资产投资累计同比增速 9 月首次转正后，10 月继续稳步提升。从同比增速提升情况来看，10 月提升了 1 个百分点，提升幅度有所减小（9 月提升了 1.1 个百分点）。从环比速度看，10 月份固定资产投资增长 3.22%，比 9 月下降 0.15 个百分点，环比改善的速度虽依然较高，但 3 月以来持续下降，说明 FAI 整体虽处在单边修复阶段，但修复速度在放缓。

从分项来看，**FAI 修复增速放缓的主因还是制造业投资修复较慢**。1-10 月制造业投资下降 5.3%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点（前值为收窄 1.6 个百分点）。另外，初步测算，制造业投资当月同比增速已经达到 3.7%，比 9 月提升 0.8 个百分点，但仍相对不足。整体来看，**目前制造业投资累计增速仍处于负值区间，由于制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此后续制造业修复的情况很大程度上将影响经济整体修复的速度。**

1-10 月房地产开发投资同比增长 6.3%，增速比 1-9 月提高 0.8 个百分点（前值为提高 1 个百分点）。房地产投资，近几个月来持续保持较高速增长，目前累计增速与去年同期相比，尚有一定的距离（相差 4 个百分点），但当月增速已经高于去年同期水平（初步测算 10 月房地产投资当月增速为 12.7%，去年同期为 8.8%）。

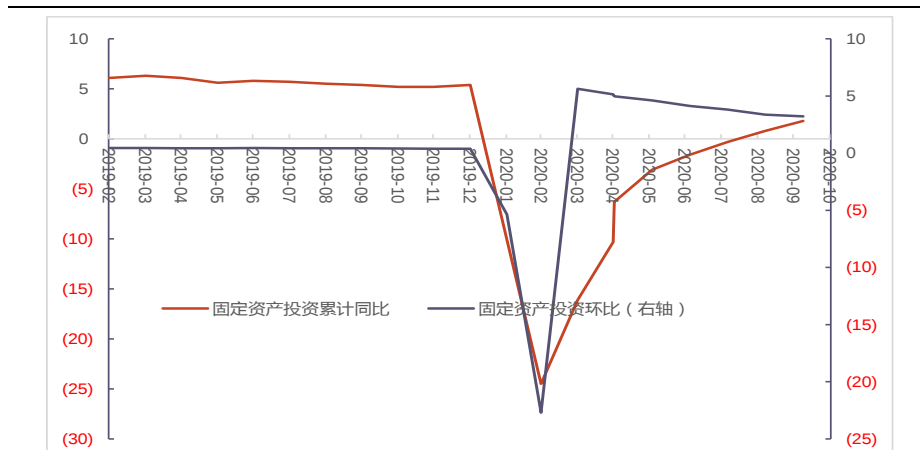
基建投资方面，狭义基建投资 1-10 月同比增长 0.7%，比 1-9 月上升 0.5 个百分点。广义基建投资增速 1-10 月为 3.0%，比 1-9 月提升 0.6 个百分点。从当月增速来看，初步测算 10 月当月广义基建投资增速为 7.3%（比 9 月提升 3.5 个百分点），增速有一定程度提升，但与 5-7 月相比仍有所不足。10 月底，财政存款仍然较高，后续还需要加快资金使用进度。

图 3：FAI 仍处于单边修复阶段，但修复速度持续减慢



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 4：FAI 环比增速从 3 月以来持续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

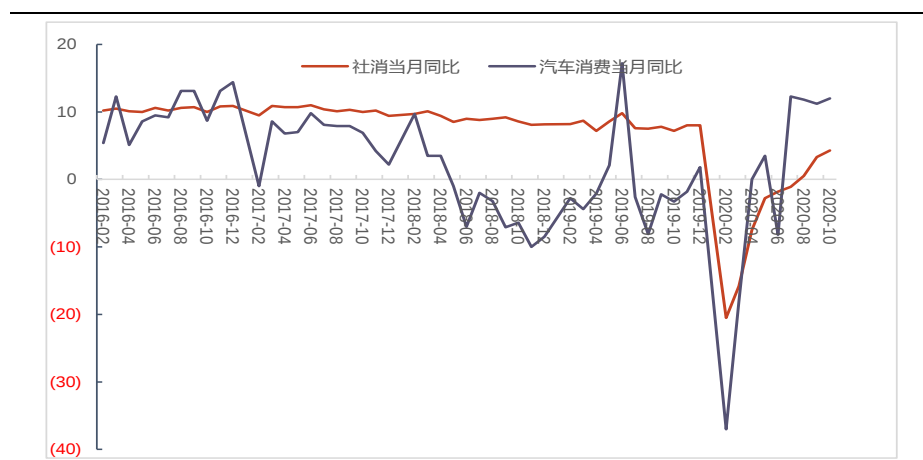
消费：环比增速回落较快，持续提升动力不足

10 月社会消费品零售总额同比增 4.3%，比 9 月提升 1 个百分点；扣除汽车以外的消费品零售额增长 3.6%，比 9 月上升 1.2 个百分点。1-10 月份，社会消费品零售总额 31.2 万亿元，同比下降 5.9%（降幅比 1-9 月收窄 1.2 个百分点）。10 月社会消费品零售总额环比增速为 0.68%，增速比 9 月下降 1.57 个百分点，且创新 3 月以来第二低，增速下降明显。考虑到 10 月有中秋国庆双节，假期拉长，但从同比还是环比来看，都显示消费目前虽处于恢复通道，但持续提升的动力稍显不足，收入方面的影响开始显现。考虑到目前消费在整个经济中占主导地位，因此消费后续的走势将影响整个经济修复的情况

一季度居民消费受到疫情明显冲击，但由于消费棘轮效应的存在，下降幅度比生产、投资要小。二季度，消费修复慢于生产，但快于投资，且从3月中下旬以来，中央和地方分别出台一系列包括税收减免、消费补贴等刺激汽车消费等政策，在政策作用下，汽车消费率先反弹，对消费起到了一定支撑作用。7-8月，汽车消费均维持在较高水平（同比分别为12.3%、11.8%），汽车消费一定程度上支撑了社消的修复。9月、10月汽车消费同比增速基本稳定在11-12%，社消整体增速则继续提升，说明消费恢复对汽车的依赖降低。

另外，从消费结构上来看，必选消费的增速从4月份开始出现持续回落，收入增速快速下降影响显现。5月，可选消费整体不错，但6、7、8月有涨有跌表现不一。9月必选消费有所提升，但服装鞋帽针纺织品类、汽车类、石油及制品类等可选消费表现相对较好，支撑9月社消增速继续提升。10月必选消费和可选消费均有一定程度改善，通信和家具类消费提升明显。

图5：10月社消增速上升，但修复速度减慢



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图6：10月必须消费和可选消费均有所提升，通信和家具类消费提升明显



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_1409

