日期：2020 年 12 月 08 日

经济续升 物价再降 市场提阶

——2020 年 11 月份宏观经济数据预测

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

11 月份宏观数据预测：CPI=0.1，PPI=-1.9，出口=9.3，进口=11.3，顺差=370（USD）亿，M2=10.2，M1=9.5，新增信贷 14000 亿，信贷余额 12.9，工业 6.8，消费 5.0，投资 3.5。

市场看法：经济延续缓回升态势

整体上看，市场认为经济已进入反弹后的平稳运行阶段，缓回升趋势仍存，价格、货币走势平稳，消费和投资延续平稳回升态势，进出口保持繁荣。虽然市场已降低了对经济回升速率的预期，但仍认为延续改善方向不变，经济将趋平稳成为市场主流预期。预期还表明，投资回升到持平状态后仍将缓慢上行，且机构间预期更趋一致；工业和消费前期就已回升至正增长状态，市场一致认为回升态势将延续，增长缓慢加速态势不变。

我们看法：经济延续稳中偏升

中国正式进入后疫情时代，经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方输入型“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工。疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。

房地产市场：量价齐升趋活跃

疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 11 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 405.2 万方，上月为 348.4 万方，2019 年同期为 345.8 万方，虽然“金九银十”熄火，但这一季节性现象已消失多年。从月度波动上看，2020 年下半年后楼市活跃逐步上升；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。

政策平稳，市场回暖

经济走稳为中国宏观政策保持平稳提供了基础。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础；虽然海外疫情还未控制住，但疫苗开发已露曙光，疫情对市场的冲击已大为弱化。货币市场流动性虽然中性趋紧，但物价回落以及宽信用发展带来的融资利率下降趋势影响，在信用风险传染下降态势下，债市调整已经结束，正步入缓步回升阶段！

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济延续缓回升态势

按《证券市场周刊》远见杯项目组对 11 月份中国经济数据的提前预测 POLL，整体上看，市场认为经济已进入反弹后的平稳运行阶段，缓回升趋势仍存，价格、货币走势平稳，消费和投资延续平稳回升态势，进出口保持繁荣。本提前预测为上期（2020 年 10 月份）数据未公布前完成，由于避免了近期经济数据对情绪的影响，该预测（11 月份经济数据）较好地体现市场上机构对经济短期前景的真实看法。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期较为集中，各个指标预测的两值（中值和均值）比较接近。本次 POLL 表明，虽然市场已降低了对经济回升速率的预期，但仍认为延续改善方向不变，经济将趋平稳成为市场主流预期。预期还表明，投资回升到持平状态后仍将缓慢上行，且机构间预期更趋一致；工业和消费前期就已回升至正增长状态，市场一致认为回升态势将延续，增长缓慢加速态势不变。本次预测的 CPI 分布为（-0.3,2.3），虽然有边缘散点，但正态分布特征明显，中值和均值均为 0.6,10 月份实际 CPI 为 0.5，超出市场预期的数据公布后市场预期水准应继续有较大回落； PPI 低迷走势延续是市场主流看法。

我们看法：经济延续稳中偏升

中国正式进入后疫情时代，经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方输入型“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工。海外疫情正处第二波影响中，中外疫情态势发展呈现显著差异。由于海外疫情面临冬季再爆发，海外经济压力更加不乐观，海外市场需求对中国的供给依赖还将进一步提高，外贸情况好转局面仍将延续，笔者在国内疫情初起时的判断已全面得到印证。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，但一些直达实体的对冲疫情影响的扶助措施，在疫情后也将得到保留，正如笔者之前预期，疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。

11 月高频数据分析

房地产市场：量价齐升趋活跃

2020 年楼市调控政策在中央的严密监控下，一些地方出于地方利益的放松行为，被及时制止；楼市政策全国一盘棋，“房住不炒”的楼市调控总基调基本上得到执行。上半年出台的针对开发企业的融资“三道红线”，有力打击了部分开发商的捂盘和炒作，下半年后楼市整体推盘增加，房价上涨趋缓。但受货币环境整体宽松，货币存量过分充裕的影响，楼市泡沫仍难得到有效压制，楼市投机氛围仍比较突出。加之疫情影响下，某些地方财政压力上升，前期一些地方或明或暗地出台了一些很快被叫停的放松楼市行为。这说明，中央出于经济大局和长远考虑的政策，在执行中还需要持续防备地方出于自身利益格局的或明或暗抵抗。

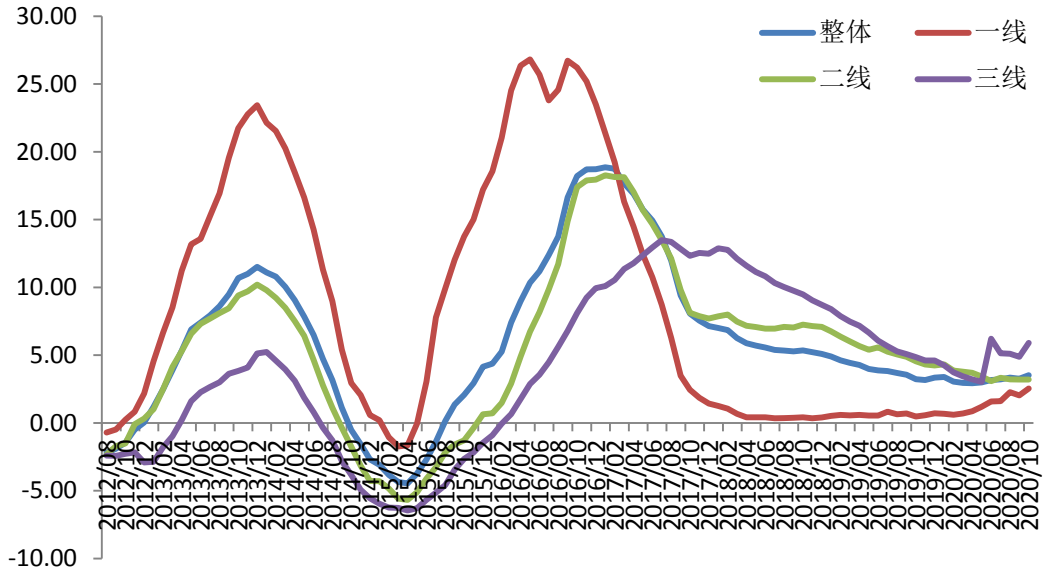
由于金融侧收紧力度增强，对处于年底销售冲击阶段的房企而言，将存更大的去化压力，未来两个月楼市的整体热度将有所降温，但局部热点仍然纷呈。

在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。针对楼市局面，调控加码城市断续出现，但每轮调控升级市场都理解为楼市将持续上扬的信号。资金监管方面，融资环境的收紧为房企融资带来了极大的压力，资金压力较大的房企开始加大推房力度。从各地实践情况看，各热点城市虽然调控收紧，看似热闹，但都未涉及能真正控房价的实质--增加持有期成本，因而楼市降温基本不可能。

2020 年 11 月，深圳楼市再现“抢房”加剧现象；11 月 28 日，新华社发布时评称：近期深圳有买中新房账面浮盈数百万元，导致抢房现象加剧，建议加强对持有环节调控，建立科学合理的房地产税制度。由于深圳楼市热度在全国一直处于领先地位，种种迹象表明，当地市场的投机氛围仍较为雄厚，不排除后续出台持有环节房产税政策的可能，成为全国第三家出台持有环节税的城市。2011 年 1 月，上海市开展对部分个人住房征收房产税试点。征收对象为本市居民家庭在本市新购且属于该居民家庭第二套及以上的住房和非本市居民家庭在本市新购的住房；适用税率暂定为 0.4%-0.6%。2011 年 1 月，重庆出台房产税征收细则，个人住房房产税的征收对象为个人拥有的独栋商品住宅，个人新购的高档住房，在重庆市同时无户

籍、无企业、无工作的个人新购的第二套(含)以上的普通住房。从实施细则看，重庆的房地产税实行差别税率。独栋商品住宅和高档住房建筑面积交易单价达到上两年主城九区新建商品住房成交建筑面积均价 3 倍以下的住房，税率为 0.5%；3 倍(含)至 4 倍的，税率为 1%；4 倍(含)以上的税率为 1.2%。在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购第二套(含)以上的普通住房，税率为 0.5%。

图 1：中国百城房价指数呈上升态势（当月同比，%）



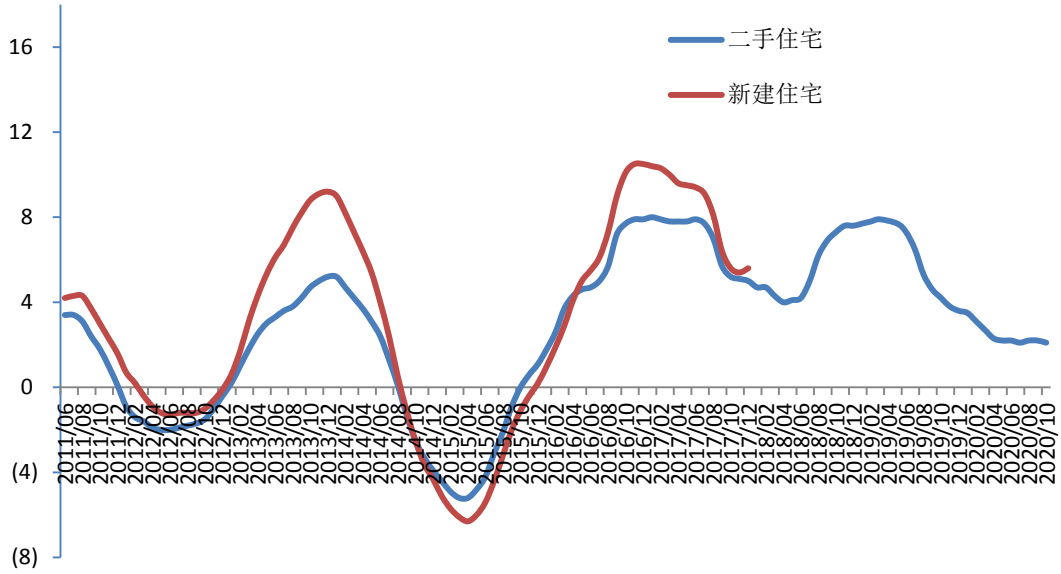
数据来源：wind，上海证券研究所

2020 年 10 月份，各地坚决贯彻落实党中央、国务院部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、一城一策，促进房地产市场平稳健康发展，70 个大中城市房地产市场价格涨幅保持平稳回落态势。初步测算，10 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.2%、0.3%、0.5%和 0.2%。二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.4%、0.5%、0.6%和 0.9%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点;二手住宅销售价格环比上涨 0.2%,涨幅与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.4 个百分点。

一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.1%和 8.0%，涨幅比上月分别扩大 0.2 和 0.6 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.4%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.1%，涨幅比上月微扩 0.1 个百分点。三

线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.0%和 1.5%，涨幅比上月分别回落 0.4 和 0.2 个百分点，均已连续 19 个月相同或回落。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

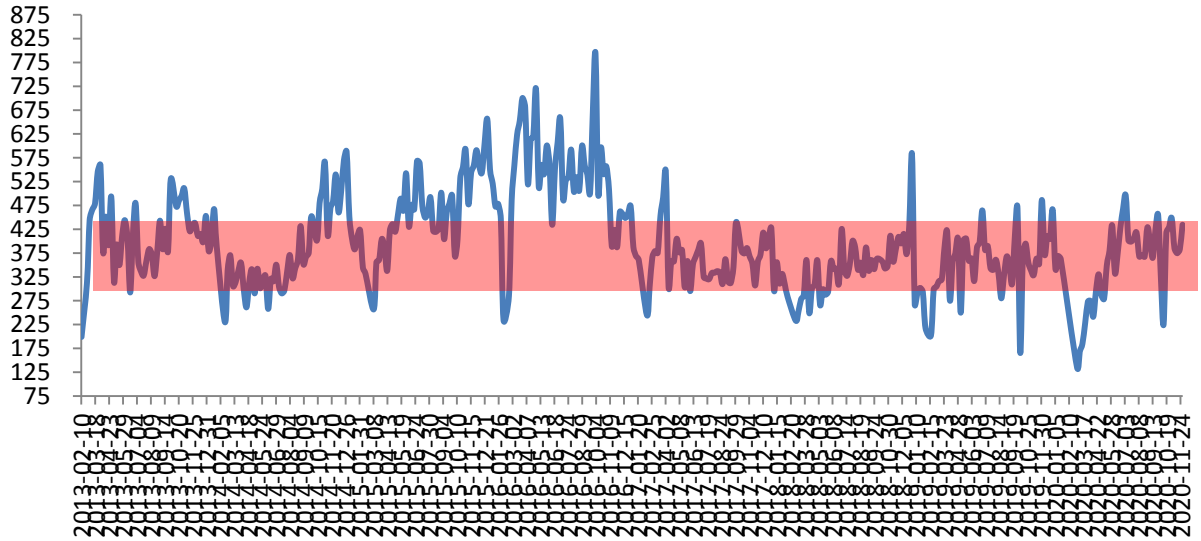
1-10 月份，商品房销售面积 133294 万平方米，同比持平，1-9 月份为下降 1.8%。其中，住宅销售面积增长 0.8%，办公楼销售面积下降 14.5%，商业营业用房销售面积下降 14.0%。商品房销售额 131665 亿元，增长 5.8%，增速提高 2.1 个百分点。其中，住宅销售额增长 8.2%，办公楼销售额下降 12.8%，商业营业用房销售额下降 15.8%。东部地区商品房销售面积 54532 万平方米，同比增长 4.0%，增速比 1-9 月份提高 1.8 个百分点；销售额 73165 亿元，增长 11.1%，增速提高 2.2 个百分点。中部地区商品房销售面积 36053 万平方米，下降 5.0%，降幅收窄 2.0 个百分点；销售额 26325 亿元，下降 2.9%，降幅收窄 2.8 个百分点。西部地区商品房销售面积 37155 万平方米，增长 1.0%，1-9 月份为下降 1.0%；销售额 27565 亿元，增长 3.6%，增速提高 1.5 个百分点。东北地区商品房销售面积 5554 万平方米，下降 8.8%，降幅收窄 0.1 个百分点；销售额 4611 亿元，下降 4.8%，降幅收窄 0.2 个百分点。

10 月末，商品房待售面积 49492 万平方米，比 9 月末减少 89 万平方米。其中，住宅待售面积减少 148 万平方米，办公楼待售面积增加 31 万平方米，商业营业用房待售面积减少 36 万平方米。

市场预期和楼市调控政策间仍存较大预期，11 月楼市成交活跃局面再趋上行。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象--2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货

币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 11 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 405.2 万方，上月为 348.4 万方，2019 年同期为 345.8 万方，虽然“金九银十”熄火，但这一季节性现象已消失多年。从月度波动上看，2020 年下半年后楼市活跃逐步上升；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

出口继续维持三架马车中的领先地位

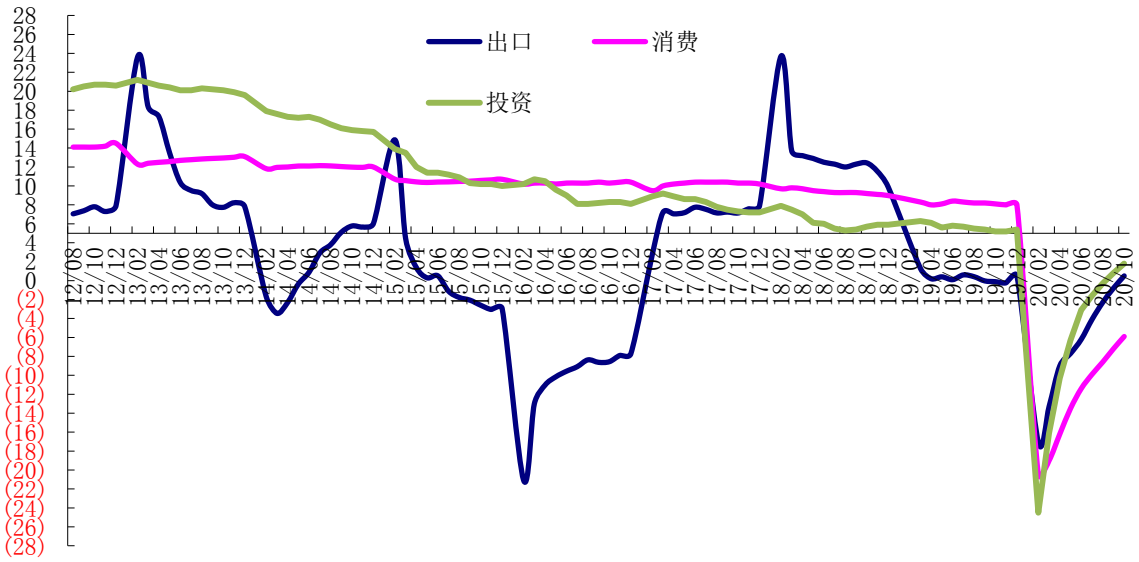
从外贸发展实际情况看，繁荣顺差预期已取代了前期的“衰退式”顺差预期，疫情使全球经济重心加速趋向中国成为市场共识。中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。当海外疫情第二波形成时，中国经济的海外需求保持旺盛趋势延续。

据海关统计，今年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 29.04 万亿元人民币，比去年同期（下同）增长 1.8%。其中，出口 16.13 万亿元，增长 3.7%；进口 12.91 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 3.22 万亿元，增加 24.6%。按美元计价，前 11 个月，我国进出口总值 4.17 万亿美元，增长 0.6%。其中，出口 2.31 万亿美元，增长 2.5%；进口 1.86 万亿美元，下降 1.6%；贸易顺差 4599.2 亿美元，增加 23%。11 月份，我国外贸进出口 3.09 万亿元，增长 7.8%。其中，出口 1.8 万亿元，增长 14.9%；进口 1.29 万亿元，下降 0.8%；贸易顺差 5071 亿元，增加 92.6%。按美元计价，11 月份我国外贸进出口 4607.2 亿美元，增长 13.6%。其中，出口 2680.7 亿美元，增

长 21.1%；进口 1926.5 亿美元，增长 4.5%；贸易顺差 754.2 亿美元，增加 102.9%。

作为经济压舱石的消费好转态势进一步延续，消费转型升级加快推进，新型消费继续保持良好发展势头。10 月份，社会消费品零售总额 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 34868 亿元，增长 3.6%。1-10 月份，社会消费品零售总额 311901 亿元，同比下降 5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 281428 亿元，下降 6.0%。按消费类型分，10 月份，商品零售 34204 亿元，同比增长 4.8%；餐饮收入 4372 亿元，增长 0.8%，9 月份为下降 2.9%。1-10 月份，商品零售 282303 亿元，同比下降 4.0%；餐饮收入 29598 亿元，下降 21.0%。

图 4：中国“三架”马车延续回升态势（%，累计同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着疫情防控取得重大成果以及稳投资政策不断落地见效，继前三季度固定资产投资（不含农户）增速由负转正后，1-10 月份投资同比增长 1.8%，增速比前三季度加快 1.0 个百分点，进一步呈现出稳步回升的势头。基础设施投资增速继续加快，1-10 月份，基础设施投资同比增长 0.7%，增速比前三季度加快 0.5 个百分点。其中，信息传输业投资增长 19.8%，加快 0.6 个百分点；生态保护和环境治理业投资增长 6.1%，加快 1.4 个百分点；水利管理业投资增长 2.7%，加快 1.8 个百分点；铁路运输业投资和道路运输业投资分别增长 3.2%和 2.7%。

技术产业投资持续保持较快增长。1-10 月份，高技术产业投资同比增长 9.7%，增速比前三季度加快 0.6 个百分点。高技术制造业投资

同比增长 10.0%，增速比前三季度加快 0.7 个百分点。其中，医药制造业投资增长 22.8%，计算机及办公设备制造业投资增长 14.8%，电子及通信设备制造业投资增长 7.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 4.0%。

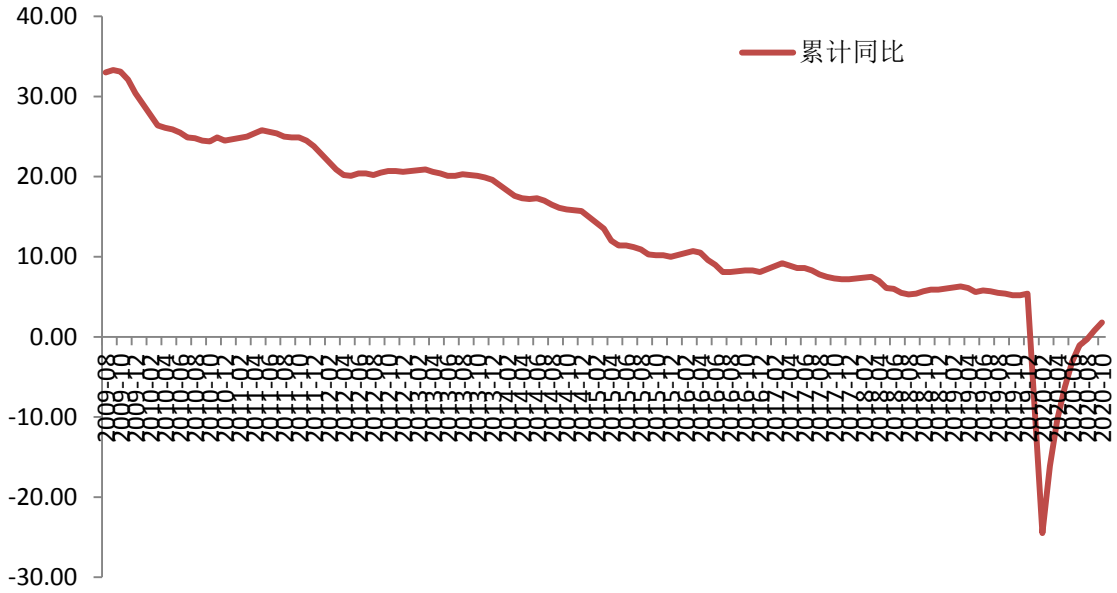
制造业投资和民间投资降幅进一步收窄。1-10 月份，制造业投资同比下降 5.3%，降幅比前三季度收窄 1.2 个百分点。其中，装备制造业投资降幅收窄 1.0 个百分点；消费品制造业投资降幅收窄 1.4 个百分点；高耗能制造业投资降幅收窄 1.2 个百分点。

1-10 月份，民间投资同比下降 0.7%，降幅比前三季度收窄 0.8 个百分点。其中，农林牧渔业民间投资增长 11.8%，增速加快 1.5 个百分点；房地产开发民间投资增长 6.4%，增速加快 0.9 个百分点；制造业民间投资降幅收窄 1.0 个百分点。

房地产开发投资平稳增长。1-10 月份，房地产开发投资同比增长 6.3%，增速比前三季度加快 0.7 个百分点，其中，住宅投资增长 7.0%，增速加快 0.9 个百分点。房地产开发企业到位资金增长 5.5%，增速加快 1.1 个百分点。房地产开发企业房屋新开工面积下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点。

新开工和到位资金继续向好。1-10 月份，新开工项目计划总投资同比增长 14.9%，增速比前三季度加快 0.3 个百分点。投资到位资金增长 6.0%，比前三季度加快 1.2 个百分点，比去年同期加快 1.8 个百分点，其中国家预算资金增速高达 31.6%。新开工和到位资金持续向好，为未来投资增长奠定了良好基础。

图 5：中国投资增速变化（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

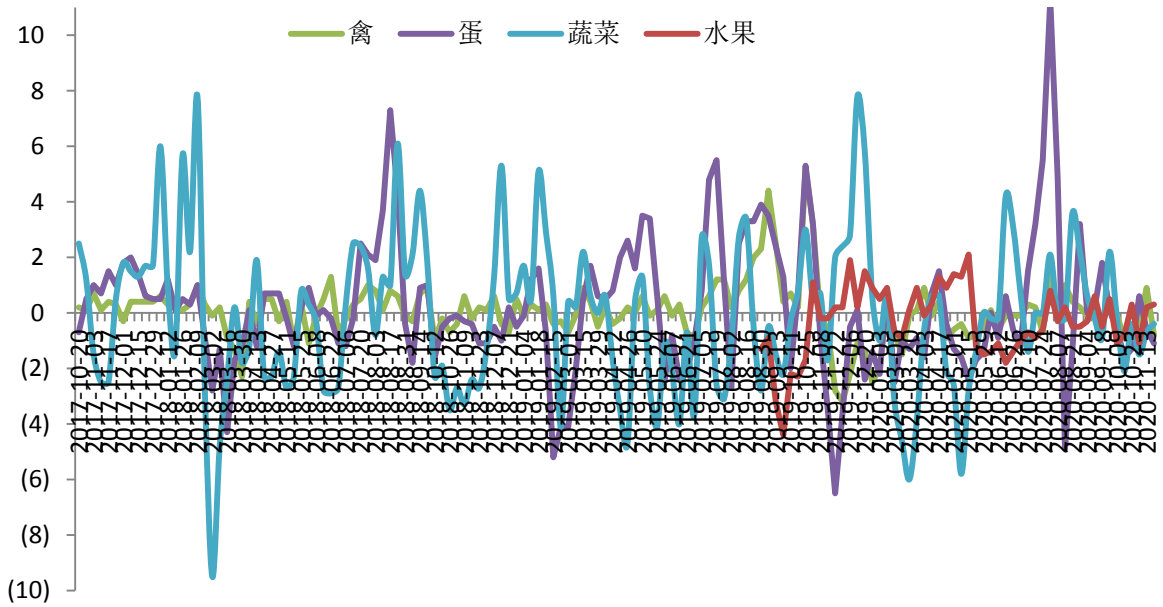
价格继续下降，通缩逐步呈现

10 月份实际 CPI 为 0.5，超出市场预期的数据公布后市场预期水准应继续有较大回落； PPI 低迷走势延续是市场主流看法，笔直一直认为，经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向，这一预期显然正在兑现。

10 月份，各地区各部门继续做好保供稳价工作，市场供求总体稳定。从环比看，CPI 下降 0.3%。其中，食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点。食品中，生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4 个百分点；鸡蛋和鲜菜供应充足，价格分别下降 2.3%和 2.1%；部分地区苹果、梨等新果上市，鲜果价格略涨 1.8%，涨幅比上月回落 5.5 个百分点。非食品价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点。非食品中，国庆中秋假期居民出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 9.4%、4.1%和 2.8%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%。

从同比看，CPI 上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比涨幅回落较多，主要是受去年同期对比基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。据统计局测算，在 10 月份 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。。

图 6：商务部食用品价格指数波动中下降（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了笔直一直所持的此判断。“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的低位运行状态持续，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。基于消费价格的季节性变动，我们预计 11 月份 CPI 环比变动为 0，在基数效应影响下，CPI 同比为 0.1。

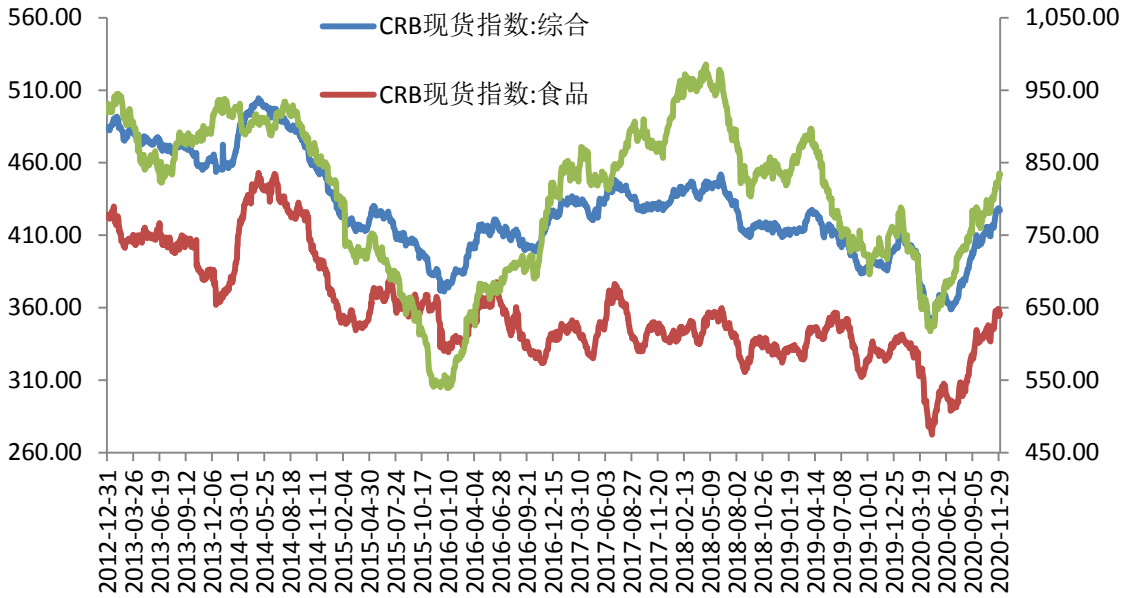
随着国内工业生产持续恢复，10 月份工业生产价格总体平稳。从环比看，PPI 由上月微涨转为持平。其中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 12 个，比上月减少 3 个；下降的 18 个，减少 1 个；持平的 10 个，增加 4 个。其中，受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%；化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.1%，化学纤维制造业价格上涨 1.0%，纺织业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业价格均上涨 0.3%。受国际原油价格震荡下行影响，石油和天然气开采业价格下降 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 1.6%。此外，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 0.3%和 0.1%。

从同比看，PPI 下降 2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。

据统计局测算，在 10 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为-2.0 个百分点。

由于已处价格相对高点区域的大宗商品，难以再继续上涨，因此未来国内 PPI 价格绝对水准也将维持低迷走势。

图 7：大宗商品走势开始走平



数据来源：wind，上海证券研究所

11 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 11 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 11 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
11/30	PMI	51.5	51.4	52.0	50.2
12/1	财新 PMI	53.5	53.6	53.0	51.8
12/9	CPI 涨幅%	0.1	0.5	0.7	4.5
	PPI 涨幅%	-1.9	-2.1	-2.0	-1.4
12/7	出口增速%	9.3	11.4	8.9	-1.3
	进口增速%	11.3	4.7	14.3	1.0
	贸易顺差（亿美元）	37	58.4	37	37.2
12/15	当月投资（计算数）%	48.9	-5.9	36.9	-62.3
	当年累计%	3.5	1.8	2.2	5.2
12/15	工业增加值%	6.5	6.9	7.5	6.2
	当年累计%	2.0	1.2	1.6	5.6
12/15	M2 增速%	10.2	10.5	10.3	8.2
	M1 增速%	9.5	9.1	8.0	3.5
	信贷新增（10 亿元）	1400	689.8	800	1390
	信贷增速	12.9	12.9	13.0	12.4
12/15	消费增速%	5.0	4.3	6.5	8.0
	当年累计%	-5.5	-5.9	-6.0	8.0
1/20	4 季度 GDP 增速%	上月预测：6.5		本月调整：6.5	
	当年累计%	上月预测：2.1		本月调整：2.1	

数据来源：上海证券研究所。

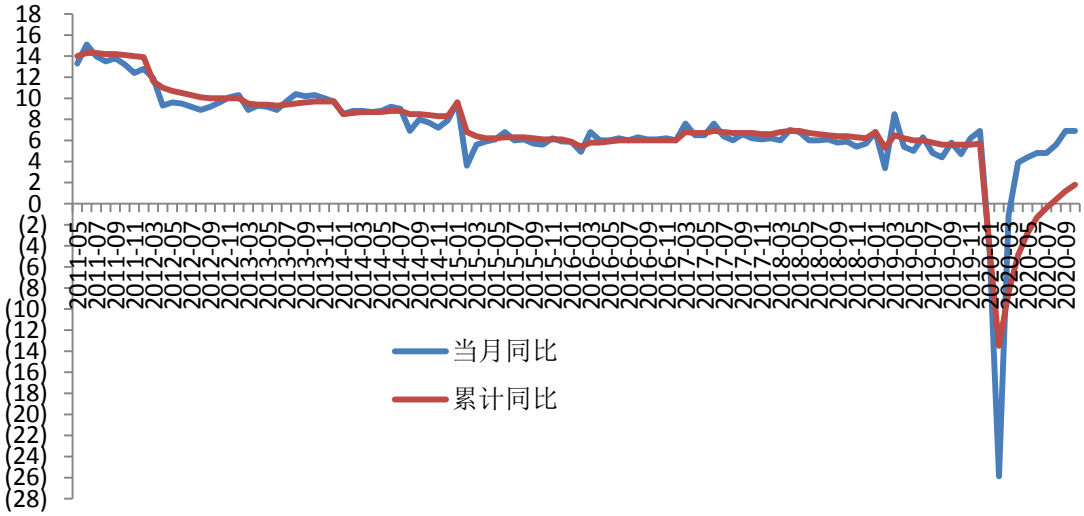
工业经济运行转向平稳

中国经济正式进入后疫情时代，“赶工”阶段结束，我们原先就预期疫情后会经历 2-3Q 的经济快速增长期，现在经济逐渐接近这个快速反弹期的尾声。海内外疫情形势的变化，使得海外世界对中国制造的需求继续维持高位，中国出口需求增长迅速，加之国内投资和消费的回升，中国工业经济运行迅速回升到正常状态。10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速与 9 月份持平。从环比看，10 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.78%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 1.8%。

工业生产较快增长，累计增速持续回升。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，高于上年同期 2.2 个百分点。分三大门类看，采矿业增长 3.5%，增速较上月加快 1.3 个百

分点；制造业增长 7.5%，与上月基本持平；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%，较上月小幅回落 0.5 个百分点。1-10 月份，工业增加值同比增长 1.8%，较 1-9 月份继续加快 0.6 个百分点。分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 4.8%，纺织业增长 9.5%，化学原料和化学制品制造业增长 8.8%，非金属矿物制品业增长 9.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 11.2%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.7%，通用设备制造业增长 13.1%，专用设备制造业增长 8.0%，汽车制造业增长 14.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降 0.7%，电气机械和器材制造业增长 17.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 5.0%，电力、热力生产和供应业增长 3.6%。

图 8：中国工业经济的深 V 走势



数据来源：wind，上海证券研究所

随着生情防控和经济社会发展取得重大战略成果，市场供需关系日益改善，产业循环逐步畅通，工业企业生产经营持续好转，盈利恢复态势进一步巩固。1-10 月份，规模以上工业企业实现利润 50124.2 亿元，同比增长 0.7%，1-9 月份为下降 2.4%，累计利润同比增速年内首次由负转正。超六成行业利润实现增长。1-10 月份，在 41 个工业大类行业中，有 36 个行业利润增速比 1-9 月份加快或降幅收窄；有 25 个行业利润同比实现增长，比 1-9 月份增加 4 个，利润增长的行业面达 61%，其中 12 个行业利润增速达到两位数。装备制造业利润增长有所加快。1-10 月份，装备制造业利润同比增长 9.6%，增速比 1-9 月份加快 0.8 个百分点，拉动规模以上工业利润同比增长 3.2 个百分点，是对工业利润增长贡献最大的板块。其中，电子行业自 4 月份累计利润增速转正以来，一直保持两位数增长，1-10 月份增长 12.6%，对工业利润增长的贡献尤为突出。随着稳基建投

资和促进汽车消费等政策持续显效，货车、新能源汽车生产销售改善，带动汽车制造业利润稳定恢复，1-10 月份利润增长 6.6%，增速比 1-9 月份加快 3.6 个百分点。通用、专用设备制造业延续快速增长态势，1-10 月份累计利润分别增长 12.0%和 22.9%。

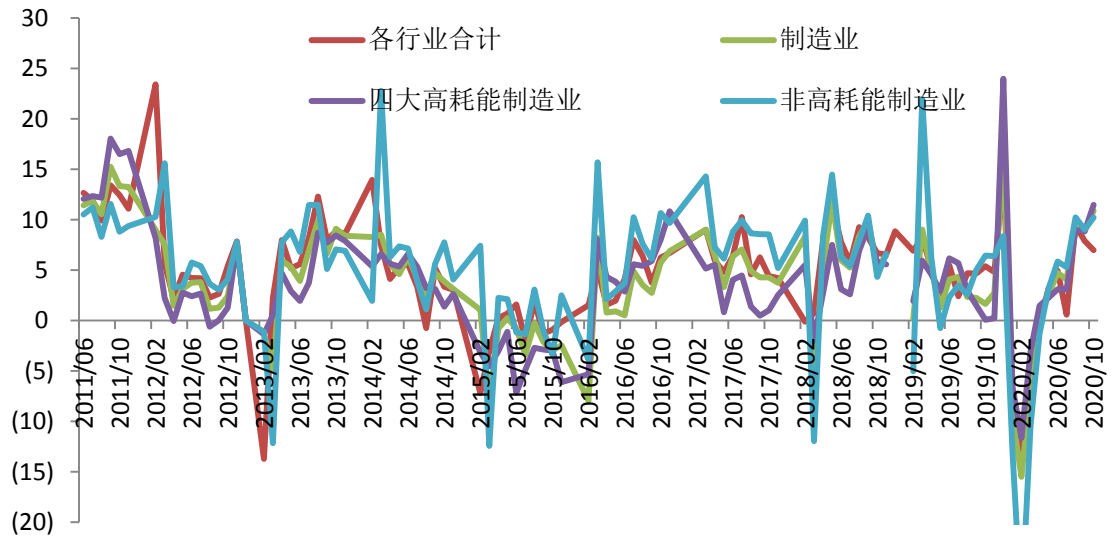
用电增长态势放缓，表明经济将走平

11 月 21 日，中电联公布 2020 年 1-10 月份电力工业运行简况。1-10 月，全社会用电量同比增长，第三产业用电增速由负转正；发电量同比增长，其中水电当月发电量增长较快；水电、核电和风电设备利用小时同比增加，火电利用小时同比降低；全国跨区送出电量保持较快增长。全社会用电量增速变化趋势，反映出随着疫情影响逐步减弱以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得进展。

1-10 月，全国全社会用电量 60306 亿千瓦时，同比增长 1.8%，其中，10 月份全国全社会用电量 6172 亿千瓦时，同比增长 6.6%。

分产业看，1-10 月，第一产业用电量 710 亿千瓦时，同比增长 9.7%，占全社会用电量的比重为 1.2%；第二产业用电量 40340 亿千瓦时，同比增长 1.2%，增速比上年同期回落 1.8 个百分点，占全社会用电量的比重为 66.9%；第三产业用电量 9958 亿千瓦时，同比增长 0.2%，增速比上年同期回落 9.1 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.5%；城乡居民生活用电量 9298 亿千瓦时，同比增长 5.9%，增速与上年同期基本持平，占全社会用电量的比重为 15.4%。

图 9：各行业用电增长回升态势放缓（同比，月）

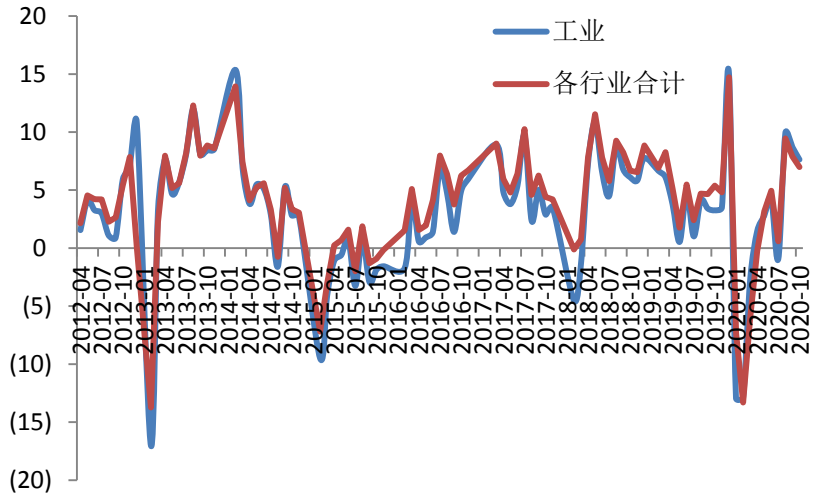


数据来源：wind，上海证券研究所

10 月份，全国工业用电量同比增长 7.6%，增速同比提高 4.4 个百分点。制造业用电量同比增长 10.9%，增速同比提高 9.2 个百分点。

制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 11.4%，其中，建材行业用电量同比增长 15.7%，黑色行业用电量同比增长 12.5%，化工行业用电量同比增长 9.6%，有色行业用电量同比增长 8.9%。高技术及装备制造业合计用电同比增长 12.4%，其中，汽车制造业、计算机/通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、电气机械和器材制造业、医药制造业增速超 10%，同比分别增长 27.8%、21.2%、18.8%、18.3%和 10.6%。消费品制造业合计用电同比增长 7.1%，其中，家具制造业、农副食品加工业、食品制造业、木材加工和木/竹/藤/棕/草制品业增速超 10%，同比分别增长 17.3%、15.6%、12.8%和 10.0%，烟草制品业、皮革/毛皮/羽毛及其制品和制鞋业用电量为负增长。

图 10：工业和行业用电增长企稳回落（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性低迷，生产资料价格趋势性低位

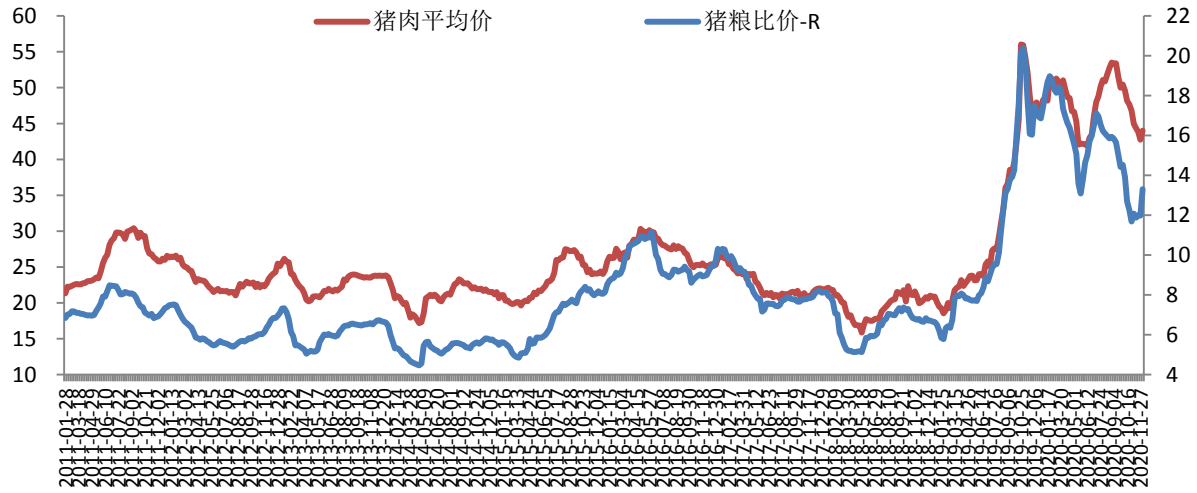
11 月，猪肉价格季节性走稳，结束前期的持续缓回落态势；其它食用品整体看呈季节性低迷态势。未来 CPI 同比值在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。

据商务部监测，11 月 2 日至 8 日；全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.3%，生产资料市场价格比前一周（下同）上涨 0.3%；11 月 16 日至 22 日，全国食用农产品市场价格与前一周持平，生产资料市场价格比前一周（下同）上涨 1.1%；11 月 23 日至 29 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.8%，生产资料市场价格比前一周（下同）上涨 0.9%。

分月看，CPI 同比涨幅总体呈回落态势。10 月份，食品烟酒类价格同比上涨 2.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.76 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 16.7%，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点；水产品价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；畜肉

类价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，其中猪肉价格下降 2.8%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；蛋类价格下降 16.3%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。食品价格是影响 CPI 走势的主要因素。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，猪肉价格同比涨幅逐步回落，10 月份已回落至-2.8%。

图 10：猪肉价格持续回落后走稳（全国，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

经济走平，物价跳水

经济格局的市场预期表明--由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后中国经济运行的复杂性进一步上升。综合来看，海内外疫情不同的防控态势，增加了经济形势的复杂性。

随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效不断巩固，工业增加值保持平稳较快增长，多数产品和行业持续增长，能源原材料行业增速加快，装备制造业保持两位数增长，出口交货值增速由负转正，工业生产继续改善。10 月份体现经济平稳运行的实际数字公布后，市场对中国经济前景的预期更趋平稳，通胀回落进一步得到市场确认，对工业、消费、投资增长的市场预测，保持了“稳中偏升”的主流预期不变。市场唯一存在较大分歧的经济运行指标是消费，消费认识分歧表明，实际当中的高房价、收入因素和疫情发展等因素对消费的影响较为复杂，也更难以判断。

在季节性因素影响下，未来 CPI 同比值仍将下降，并将在零基数附近波动走稳。转型期经济运行维持平稳的同时，微观经济经营主体

间的竞争更趋激烈，从而价格维持低迷态势或再超出市场预期。

政策平稳，市场回暖

从外贸发展实际情况看，繁荣顺差预期已取代了前期的“衰退式”顺差预期，疫情使全球经济重心加速趋向中国成为市场共识。经济走稳为中国宏观政策保持平稳提供了基础。

对于货币政策，近期市场预期为宽松状态后撤结束，广义货币增长各期市场预期值略有提高，表明市场认为收紧幅度非常缓和；降息和降准预期都短期都已消退。国内疫情已得到控制，宏调政策重心在于“直达实体”，不同于房地产繁荣的新“宽信用”得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。

经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础；虽然海外疫情还未控制住，但疫苗开发已露曙光，疫情对市场的冲击已大为弱化。中国物价回落后的货币平稳局面，将推动市场产生利率下降预期。货币当局下调基准货币利率概率上升，存准率下调的预期也将上升，中国资本市场将逐渐走出目前低迷局面，全面回暖，债券市场调整阶段已结束，上行阶段逐渐到来。货币市场流动性虽然中性趋紧，但物价回落以及宽信用发展带来的融资利率下降趋势影响，在信用风险传染下降态势下，债市调整已经结束，正步入缓步回升阶段！

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。