民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

经济复苏态势超市场预期

——点评 10 月经济数据

宏观事件点评 | 2020 年 11 月 17 日

报告摘要：

- **第一，10 月经济数据最值得关注的是，单月 GDP 增速达到 6.8%，经济复苏态势好于市场预期。**按照我们构建的月度 GDP 指数，10 月单月 GDP 增速比 9 月提高 0.9 个百分点至 6.8%，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了普遍认为的潜在增速 6%。得益于疫情防控有力，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生。

- **第二，工业和服务业生产好于预期，主要应归功于需求的强劲拉动。**10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，比市场预期高出 0.2 个百分点，基数偏低可以解释部分原因，但主要原因在于工业品需求的强劲拉动，10 月工业企业产销率为 98.4%，明显好于往年同期水平，企业的产品不愁销路，生产意愿自然很强。10 月服务业生产指数同比增长 7.4%，比上月加快 2 个百分点，已回到甚至超过疫情前水平。

- **第三，固定资产投资增长好于预期，制造业、房地产、基建三大投资全面向好。**制造业投资和民间投资当月增速连续三个月为正，企业家投资意愿明显增强。房地产投资累计增速再创新高，当月增速仍大幅高于累计增速，累计增速年内仍可能继续回升。基建投资累计增速加快回升，或与财政支出加快有关，但内部结构冷热不均，电热气水供应业、水利管理业投资增长加快，而铁路运输业、道路运输业增速有所回落。

- **第四，唯一不及预期的就是社会消费品零售增速，但这主要与通胀走低有关，消费实际增速并不弱。**10 月社会消费品零售总额名义当月同比 4.3%，低于市场预期的 5%。剔除价格影响后，实际当月同比 4.6%，9 月为 2.4%。也就是说，市场原本预期 10 月社零名义增速回升 1.7 个百分点，结果实际增速回升了 2.2 个百分点。低于预期的只是社零名义增速，实际增速没有低于预期，甚至好于预期。

- **第五，今年 GDP 增速有望超过 2.2%，明年有望达到 10%。**我们测算，只要今年四季度 GDP 增速达到 6%，明年四个季度 GDP 环比增长回到正常增速，那么今年全年 GDP 增速就将超过 2.2%，明年全年将达到 10%。宏观杠杆率等于债务余额与现价 GDP 的比值，在 GDP 加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但 2021 年没有持续收紧的必要。

- **风险提示：**
  全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 10 月规模以上工业增加值同比 6.9%，预期 6.7%，前值 6.9%。

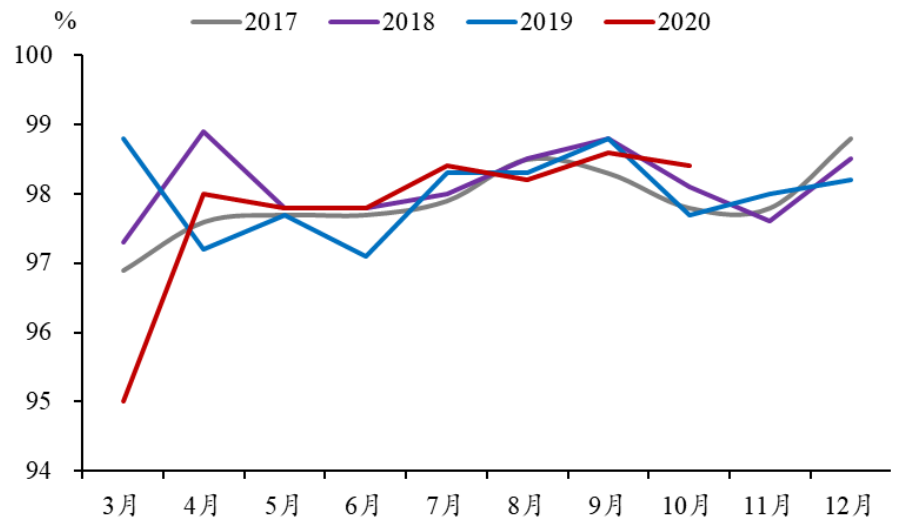
中国 10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，预期 5%，前值 3.3%。

中国 1 至 10 月城镇固定资产投资同比 1.8%，预期 1.6%，前值 0.8%。

一、工业和服务业生产好于预期，单月 GDP 增速首次超过 6%

工业增速超预期回升，与基数偏低有一定关系，但主要应归功于工业品需求的强劲拉动。10 月，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与上月持平，比 Wind 统计的市场平均预期（以下简称市场预期）高出 0.2 个百分点。从环比看，去年 10 月工业环比增速为 0.38%，为近十年来同期最低水平，基数偏低对工业同比增速回升有一定贡献；今年 10 月环比为 0.78%，为近十年来同期次高水平（仅次于 2013 年），可见基数偏低只是部分原因，今年 10 月的强势复苏才是主因。进一步探究，可以发现最终可归功于工业品需求的强劲拉动，10 月工业企业产销率为 98.4%，明显好于往年同期水平，企业的产品不愁销路，生产意愿自然很强（图 1）。

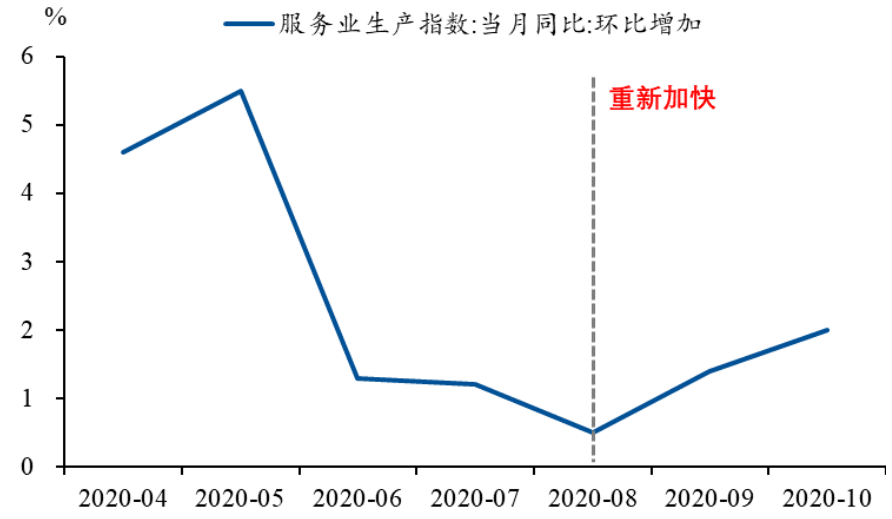
图 1：10 月工业企业产销率明显好于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业加速回暖，同比增速首次回到疫情前水平。10 月，服务业生产指数同比增长 7.4%，比上月加快 2 个百分点，已回到甚至超过疫情前水平（2019 年 12 月增速为 6.8%）。从加速度看，5-8 月，服务业增速不断回升，但加速度逐渐放缓，该阶段可称为政策驱动修复；9 月以来，服务业增速继续回升，且加速度明显加快，呈现出内生驱动修复的特征（图 2）。主要行业中，房地产业，交通运输、仓储和邮政业，其他服务业生产指数同比分别增长 9.9%、9.2%、8.4%，比 9 月份分别加快 3.4、3.1、1.9 个百分点；租赁和商务服务业生产指数年内首次由负转正，住宿和餐饮业生产指数降幅继续收窄。10 月服务业业务活动预期指数为 62.2%，连续 4 个月位于 60.0%以上高位景气区间，预示着服务业强势复苏势头有望继续延续。

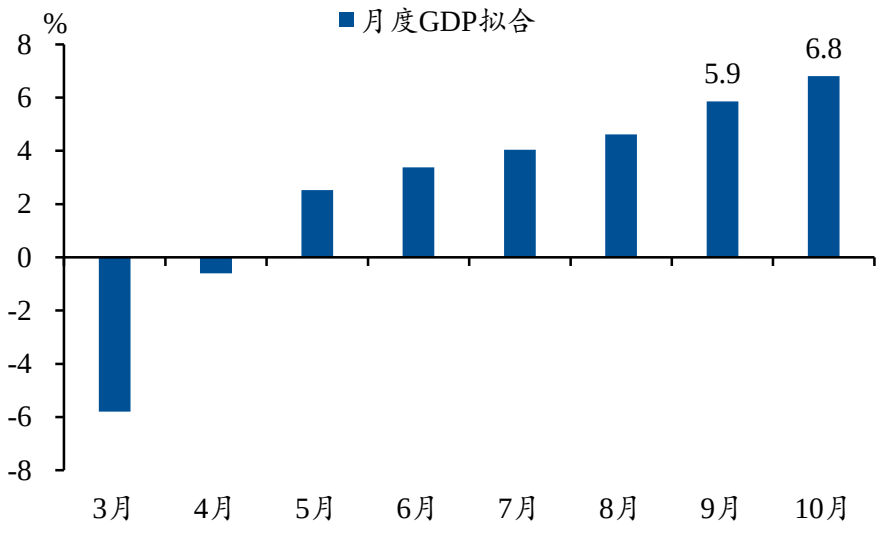
图 2：服务业生产指数加速度（本月增速与上月增速之差）继续加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，经济报复性反弹正在发生。按照我们构建的月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 增速。结果显示，10 月单月 GDP 增速为 6.8%，比 9 月回升 0.9 个百分点，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了普遍认为的潜在增速 6%。这表明，得益于疫情防控有力，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生（图 3）。

图 3：10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，经济报复性反弹正在发生

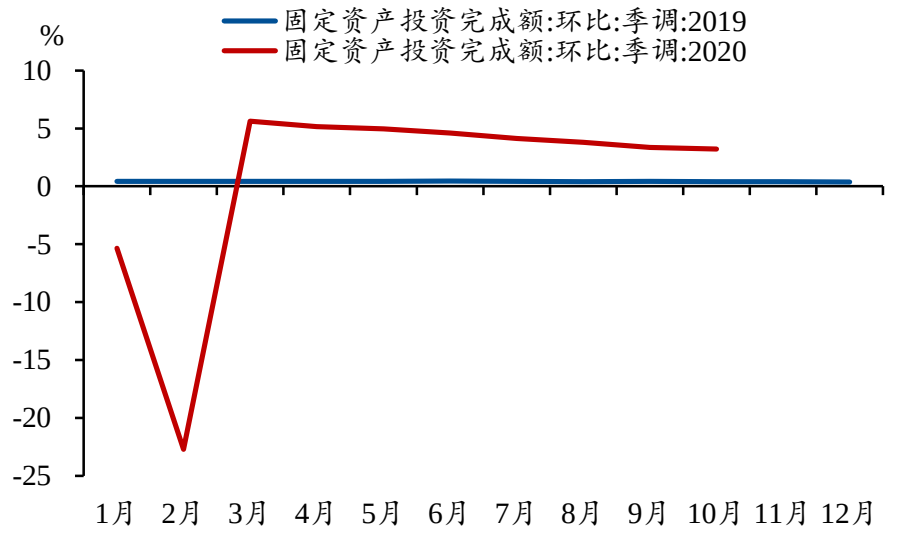


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、制造业、房地产、基建三大投资全面向好

整体固定资产投资增长好于预期。1-10 月，固定资产投资累计同比增速 1.8%，增速比前值提高 1.0 个百分点，比市场预期高出 0.2 个百分点。从环比看，10 月增速为 3.22%，仍远高于去年同期（0.4%），显示投资仍处于不断修复过程中（图 4）。

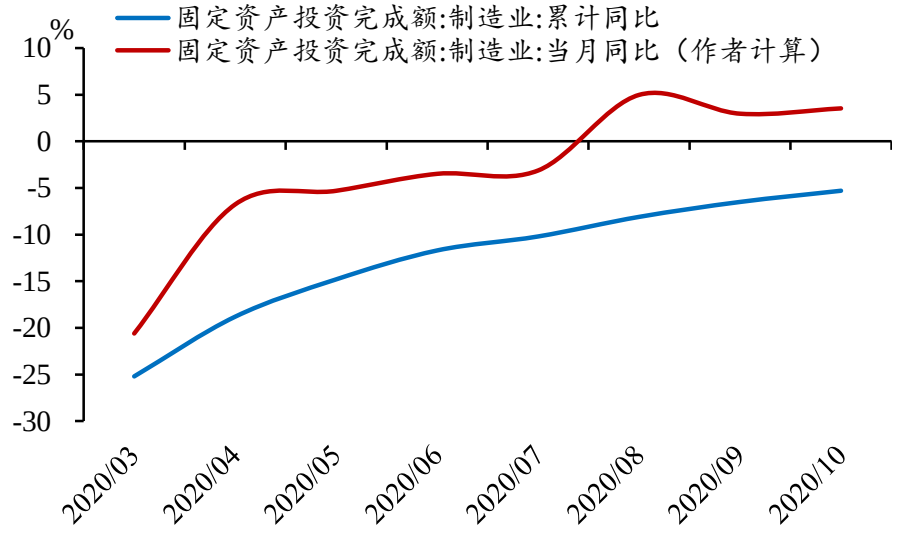
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

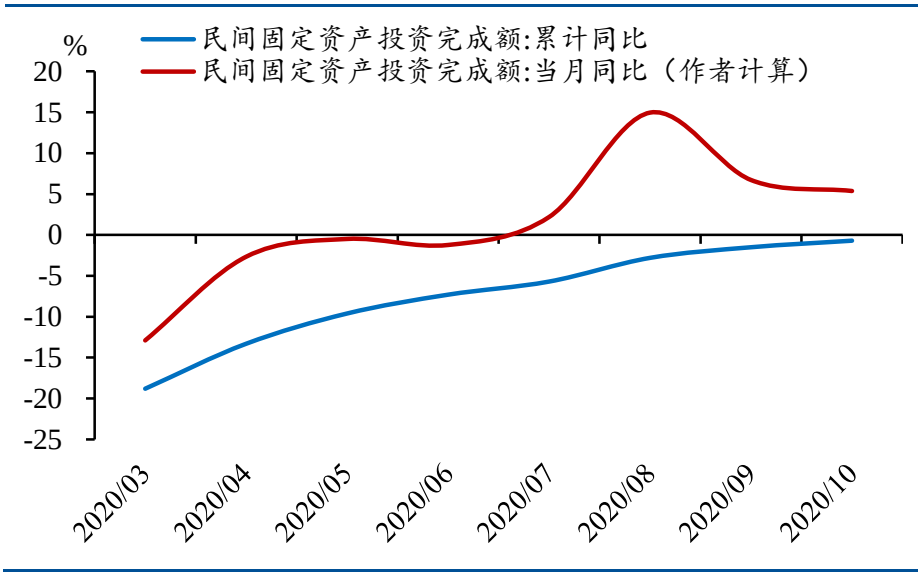
制造业和民间投资增速持续改善，当月增速连续三个月为正，企业家投资意愿增强。1-10 月，制造业投资和民间投资累计增速分别为-5.3%和-0.7%，虽然截至目前还是负增长，但 10 月两者降幅分别收窄 1.2 个和 0.8 个百分点，延续了持续改善势头。我们根据累计值和累计同比历史数据，构建了当月同比数据，结果显示：10 月制造业投资和民间投资当月同比分别为 3.5%和 5.4%，均连续三个月保持正增长，显示近几个月以来，在疫情防控有力、订单回流中国、需求持续回暖等因素综合作用下，企业家投资意愿逐步增强（图 5-6）。

图 5：制造业投资当月同比增速连续三个月为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

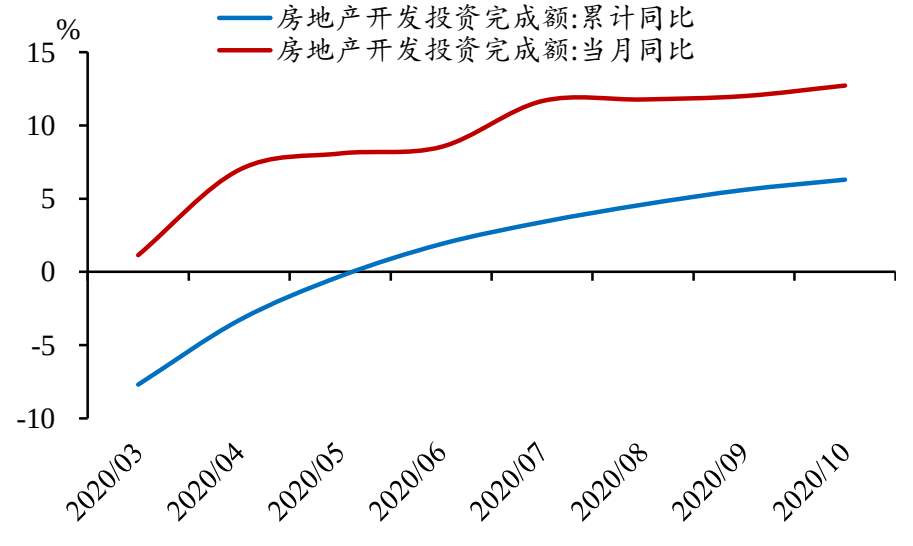
图 6：民间投资当月同比增速连续三个月为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资增速再创新高，年内仍可能继续回升。1-10 月，房地产投资累计增速达到 6.3%，较上月提高 0.7 个百分点。隐含的当月增速为 12.7%，也较上月提高 0.7 个百分点，刷新年内新高。此前我们提示，鉴于房地产当月投资增速持续高企，累计增速短期内仍有上升空间，如今得到验证。截至 10 月，虽然施工面积累计同比增速连续两个月下降，但下降速度较为缓慢，对房地产投资当月增速仍有较强支撑，这意味着房地产投资累计增速年内可能继续回升（图 7）。

图 7：房地产投资当月同比增速继续大幅高于累计同比增速

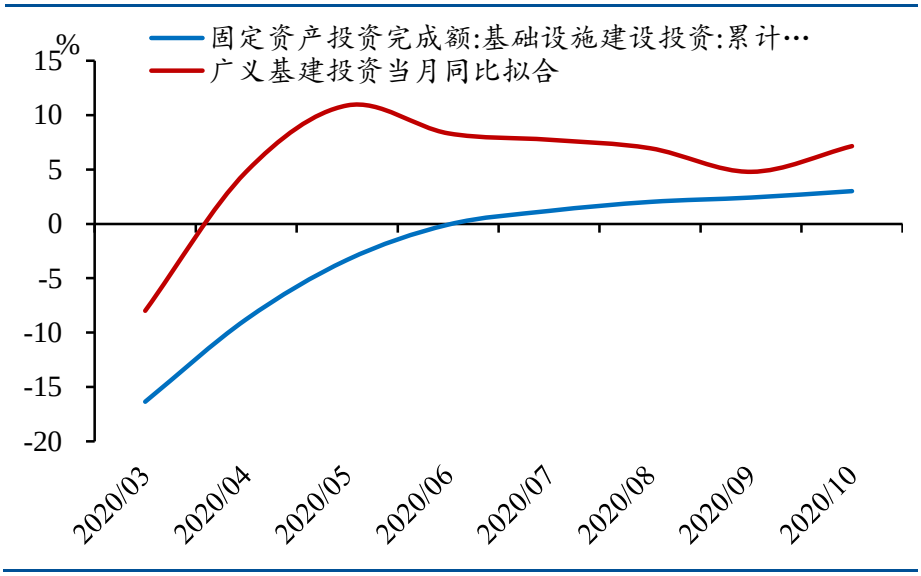


资料来源：Wind，民生证券研究院

基建投资增速加快回升，或与财政支出加快有关。1-10 月，广义基建投资（含电力）累计同比 3%，较上月提高 0.6 个百分点。其中隐含的当月同比增速为 7.2%，较上月大幅提高 2.4 个百分点，这是过去半年内当月同比增速的首次回升（图 8）。基建投资增速加快回升，原因应与进入四季度后财政支出加快有关。但值得注意的是，基建内部结构冷热不均，电热气水供应业、水利管理业投资增长加快，而铁路运输业、道路运输业增

速有所回落。

图 8：广义基建投资当月同比增速半年来首次回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

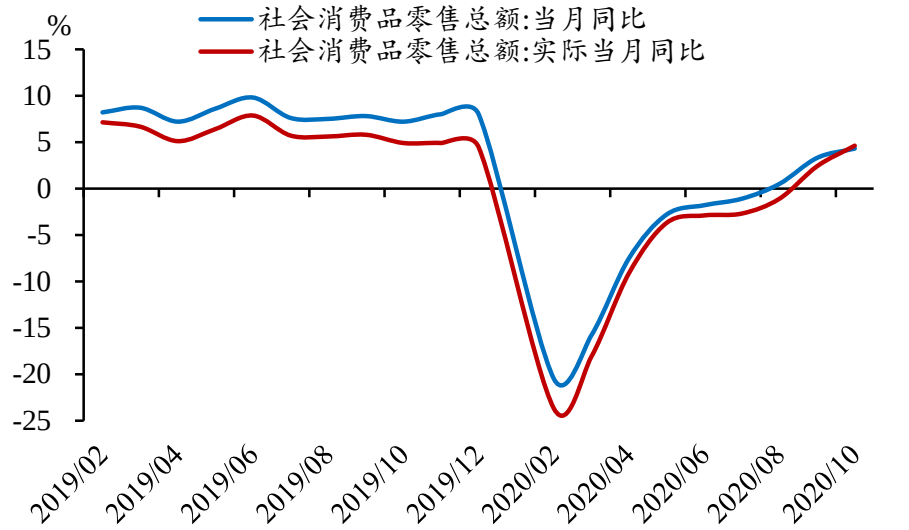
三、消费名义增速略低于预期，与通胀走低有关，实际增速并不弱

10 月主要经济数据中，唯一不及预期的就是社会消费品零售增速。10 月，社会消费品零售总额当月同比 4.3%，增速比上月提高 1.0 个百分点，但低于市场预期的 5%。从环比看，9 月增速为 0.68%，比去年同期略低 0.12 个百分点，这也是 3 月份以来环比增速首次低于去年同期。

消费低于预期主要与通胀走低有关，实际增速并不弱。上周公布的通胀数据显示，10 月 CPI 同比 0.5%，低于市场预期的 0.8%，较上月明显走低 1.2 个百分点。剔除价格影响后，10 月社会消费品零售总额实际当月同比 4.6%，9 月为 2.4%。也就是说，市场原本预期 10 月社零名义增速回升 1.7 个百分点，结果实际增速回升了 2.2 个百分点。因此，低于预期的只是社零名义增速，实际增速没有低于预期，甚至好于预期（图 9）。

就业继续向好，消费继续回暖存在支撑。从新增就业看，1-10 月，城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年目标任务（900 万人）；10 月当月，城镇新增就业 111 万人，比去年同期多增 15 万人，连续两个月同比多增。从失业率看，10 月调查失业率为 5.3%，比上月降低 0.1 个百分点，持平年内低位，基本回到疫情前水平（2019 年 12 月为 5.2%）。就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。

图 9：消费低于预期主要与通胀走低有关，实际增速并不弱

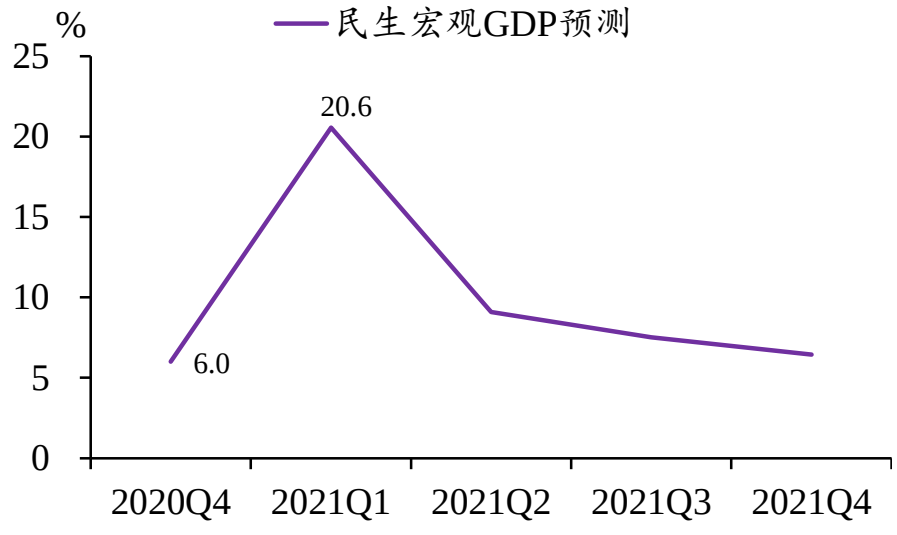


资料来源：Wind，民生证券研究院

四、未来展望：今年 GDP 增速有望超过 2.2%，明年有望达到 10%

目前经济复苏态势比市场上绝大多数人的预期都要好。此前中国人民银行行长易纲在线上 30 国集团(G30)国际银行研讨会上表示，预期今年中国经济增长约 2%。其中隐含的四季度 GDP 增速预期为 5.3%。这代表了市场上对中国经济复苏的主流预期。前文已经提到，10 月单月 GDP 增速已经达到 6.8%，可见，目前经济复苏态势比市场上绝大多数人的预期都要好。我们测算，若四季度 GDP 增速达到 6%，明年四个季度 GDP 环比增长回到正常增速，则今年 GDP 增速将超过 2.2%，明年将达到 10%（图 10）。

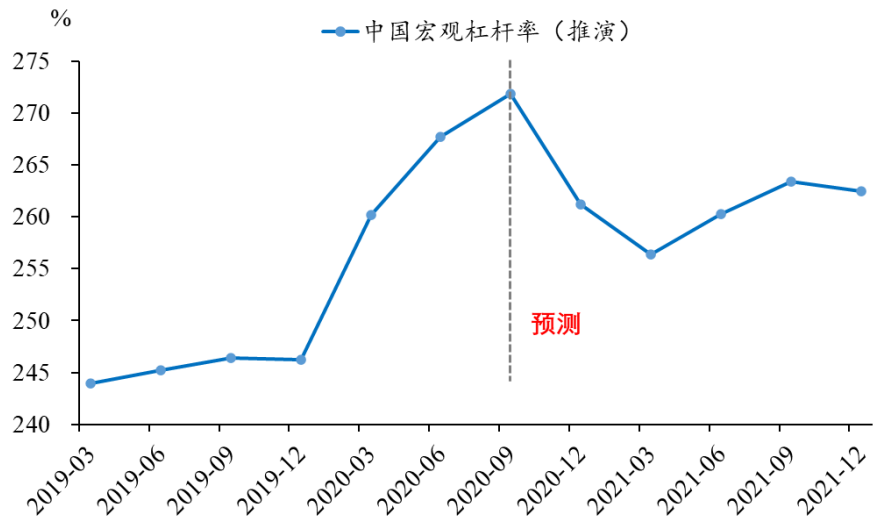
图 10：2021 年全年 GDP 增速有望达到 10%



资料来源：Wind，民生证券研究院

在 GDP 加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价 GDP 的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP 增速将继续提高直到 2021 年一季度达到高点，这意味着 2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图 11）。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但 2021 年没有持续收紧的必要。总体看，宏观经济环境对权益资产配置仍然友好。

图 11：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

插图目录

图 1：10 月工业企业产销率明显好于往年同期 2
图 2：服务业生产指数加速度（本月增速与上月增速之差）继续加快 3
图 3：10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，经济报复性反弹正在发生 3
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期 4
图 5：制造业投资当月同比增速连续三个月为正 4
图 6：民间投资当月同比增速连续三个月为正 5
图 7：房地产投资当月同比增速继续大幅高于累计同比增速 5
图 8：广义基建投资当月同比增速半年来首次回升 6
图 9：消费低于预期主要与通胀走低有关，实际增速并不弱 7
图 10：2021 年全年 GDP 增速有望达到 10% 7
图 11：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程 8

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。