宏观

“二次加速”的确认

——2020 年 10 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2020 年 11 月 16 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 11 月 16 日，统计局发布 2020 年 10 月份经济数据。

点评

- **工业增加值当月同比大幅上升，生产端二次加速势头初步形成。**10 月工业增加值当月同比 6.9%，与前值相同，累计同比继续上升至 3.5%。因为今年十一假期叠加了中秋假期，实际上今年 10 月份工作日少于去年，因此同比持平说明实际的工业生产并不弱。分大类行业看，10 月份工业增加值同比依然主要受制造业拉动，但采矿业增加值同比上升幅度更大。具体行业中，同前两个月一样，与出口相关的纺织，塑料等行业同比继续保持上升势头，地产基建链条相关度高的冶炼、设备制造，与消费相关度高的汽车制造等同比依然维持较高景气度。
- **投资同比重新上升，三大投资同比均有所上升。**固定资产投资累计同比升至 1.8%，隐含当月同比 12.19%，当月同比重新走升。房地产投资仍然强劲，隐含当月同比 12.7%，前值 12.0%，累计同比进一步上升至 6.3%，前值 5.6%。由于 10 月单月施工面积同比仍为负增，因此我们判断，房地产投资分项中，带动房地产投资上升的主要项仍为土地购置费。10 月房地产数据超预期的是，房地产销售和新开工表现均要明显好于 9 月，房地产销售额隐含当月同比由 9 月的 16.05%大幅提升至 23.92%，累计同比升至 5.8%。新开工当月同比由 9 月-4.55%升至-1.86%，累计同比升至-2.6%。目前看，房地产销售和新开工同比走强一定程度上与去年低基数有关。而即便在前期，一系列房地产政策出台后，房地产销售只走弱了一个月，房地产韧性超出市场预期。
- **基数效应的拖累减弱，基建投资同比回升。**基建投资隐含当月同比重新升至 7.29%，前值 4.76%，累计同比上升至 3.01%，前值 2.42%。我们在上月数据点评时提到，高基数、专项债发行节奏等因素对拖累了基建投资增速，但这些因素在四季度会有所减弱。从单月基建投资额来看，9、10 月份基建投资额均还可以，9 月基数较高，而 10 月基数效应减弱，同比明显升高。从分项来看，基建三个子行业中，表现较好的为电力、热力、燃气及水的生产和供应业与水利、环境和公共设施管理业，这两个行业或与近期强势的工业生产以及水灾之后的设施修建相关。

➢ **制造业投资稳步回升。**制造业投资隐含当月同比 3.70%，前值 2.96%，累计同比-5.3%，前值-6.5%。与基建投资类似，制造业投资的回升也可以用基数效应来解释。但是，后续支撑制造业投资继续走强的因素在变多，包括需求逐渐回暖，工业企业利润回升，工业企业的补库需求等。从行业看，10 月份，运输设备制造和有色金属冶炼投资同比上升幅度较大，而消费、施工链条中的汽车、设备制造等近期强势行业投资继续稳步修复。

➢ **社零同比继续恢复，餐饮收入同比转正。**10 月当月同比 4.3%，前值 3.3%。从分项来看，汽车依然对商品零售产生支撑。但同时，10 月份其他可选类消费，如服装、化妆品、金银珠宝、通讯器材类等同比也有明显提高，这可能与今年双十一预售期提前相关。同时，地产后周期相关行业零售同比也出现明显提高。我们此前发现，竣工同比回升后一年到一年半，地产后周期商品零售同比会进入新一轮上升周期。不过，因为疫情干扰了竣工向上势头的连续性，因此家电等后地产周期商品的零售在此前一直没有特别强势的表现，而本月同比的较大幅回升或许是地产后周期类商品消费进入上升周期的一个信号。同时，10 月份竣工同比出现了明显增长，如果竣工增速能够重新回升，那么明年后地产周期消费或有强势表现。10 月餐饮收入继续恢复，当月同比已经转正，从一个角度说明服务业修复的趋势依然稳健。

➢ **10 月份数据整体表现亮眼。**10 月份经济数据总体看依然强势，说明经济恢复动能依然很强。从 10 月份的数据来估计，四季度 GDP 大概率会接近疫情前，甚至超过疫情前水平，这与我们在中期报告中预测的相同。同时，我们看到，10 月份经济数据依然延续了需求拉动生产的逻辑，需求端的投资和消费同比均好于上月。如果说 9 月份表现为生产端的“二次加速”，10 月份则表现出需求端的“二次加速”。目前看，需求端三驾马车中，出口和消费是目前经济向上的主要带动项，而投资在 9 月份出现波动后，在 10 月份重新回升。投资中，基建和制造业在四季度的重新回升实际上在预期中，但房地产的韧性略超预期。虽然投资数据本身存在波动，但与房地产和基建投资相关的行业在最近几个月一直都维持着高景气度。

➢ **后续出口、消费、制造业投资仍将继续支撑经济扩张。**从 11 月份的高频数据来看，生产动能依然强劲，地产成交数据相对于 10 月进一步回暖，目前还看不到经济恢复明显放慢的迹象。中期看，后续经济恢复的主要看点仍在出口、消费和制造业投资上。本轮出口走强的背后逻辑是产业链迁移，因此当前欧美各经济体持续复工同时，疫情再次爆发，这在短期对我国出口非常有利。对于消费，商品类消费和服务业消费均有继续向上动力。其中，商品类消费中，汽车消费有望保持强势，石油制品类消费或随后续油价抬升而升高，而后地产类消费

在竣工回暖后，也有望在明年迎来新一轮零售周期。在线下消费逐渐松绑下，服务类消费目前仍然在稳健恢复中。对于制造业投资，正如我们前文所指出，在内外需逐渐扩张，工业企业利润回升，工业企业的补库需求等因素下，制造业企业投资意愿有望持续提升。

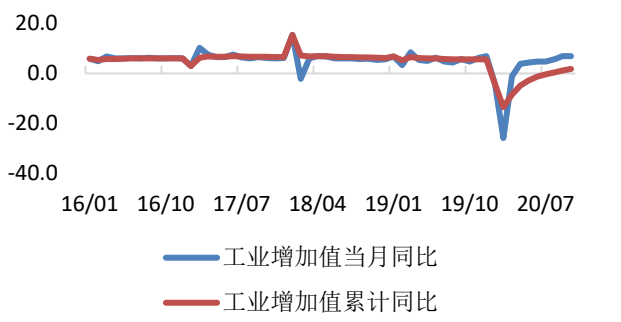
➢ 风险提示

1、 国内疫情再度大面积爆发；

2、 央行货币政策退出后引发信用急速收缩；

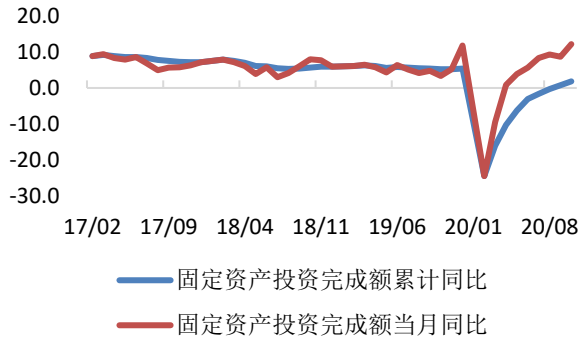
3、房地产和基建投资增速快速下降。

图 1：工业增加值同比走势



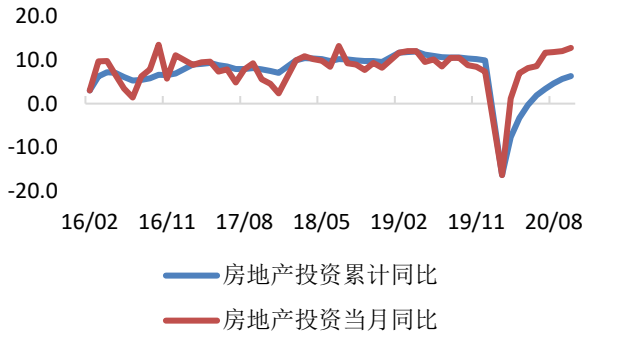
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



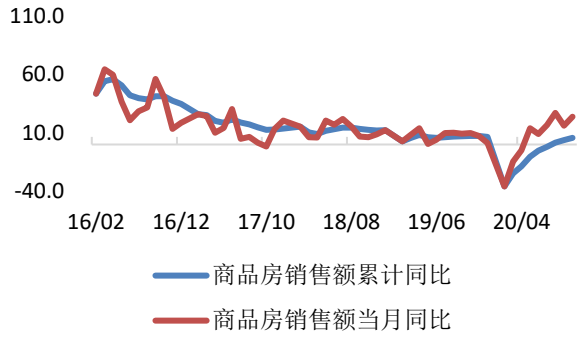
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



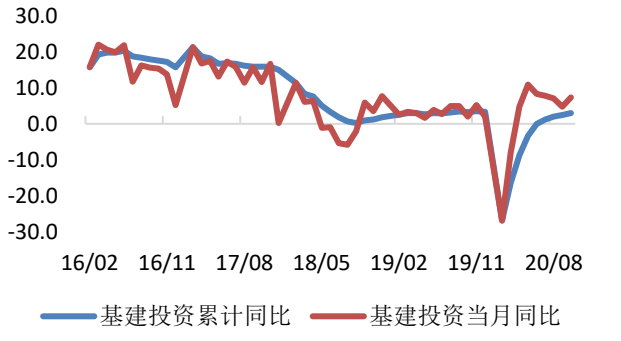
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



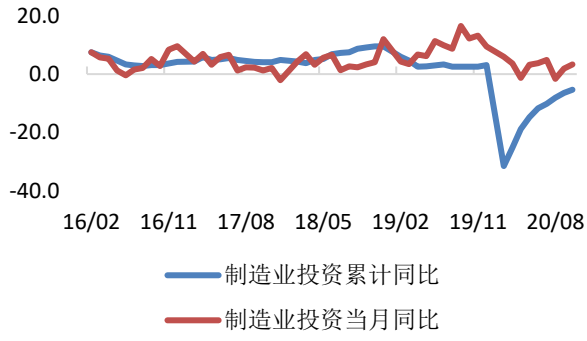
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



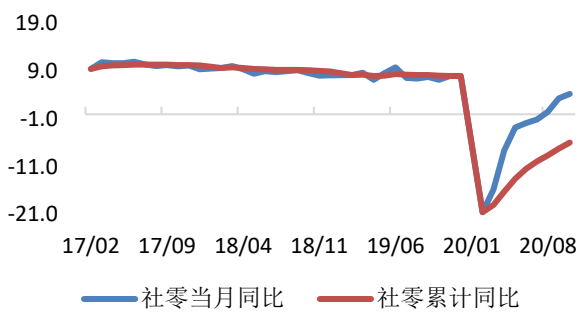
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336