2020 年 11 月 16 日

10 月经济释放的“信号”

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **工业生产：中上游制造业生产多数改善，3 条逻辑链上生产活跃度总体较高**

10 月经济数据总体不错，主要指标均持平或较前值进一步改善，其中工增、投资数据好于市场预期。具体来看，10 月工业增加值同比增速 6.9%、持平 9 月，好于市场平均预期（6.5%）；1-10 月固定资产投资累计同比 1.8%、较前值抬升 0.2 个百分点，也高于市场平均预期（1.6%），对应当月同比增速 9.3%，较 9 月进一步抬升 1.7 个百分点，其中基建、地产、制造业三大投资分项增速均进一步改善。

工业生产延续 3 月以来的改善态势，其中改善最显著、持续性最强的多为中上游行业，主要集中于 3 类逻辑链：① 疫情背景下，国内稳增长及“外溢效应”带动基建和地产投资快速修复，对上游黑色和非金属制造、中游通用设备等行业形成明显拉动；② 年中以来，外贸链快速回暖，对纺织、电气机械及器材等形成提振；③ 部分行业自身逻辑在疫情背景下进一步强化，以医药制造为典型代表。

● **投资需求：基建和地产好于“预期”，稳增长余温仍在、支持投资短期“韧性”**

基建年底加快施工，或受财政支出加快落地提振；稳增长余温仍在，支持投资短期“韧性”。10 月，固定资产投资估算当月同比 9.3%（9 月 7.6%）。其中，基建投资增速抬升 2.3 个百分点至 7.1%，虽部分受低基数扰动，但环比增长力度也好于季节性规律，或反映施工进度有所加快；主要分项中，电热燃、水利环境和公共设施管理增速均明显抬升。广义财政支出加快落地，对基建投资形成一定支撑。

房地产投资“超预期”抬升，短期增速或将维持在较高水平。10 月，地产投资当月同比 12.2%，较前值上升 0.3 个百分点。考虑到 2019 年底土地成交价款基数快速抬升、对近期土地购置费产生扰动，剔除土地购置费后的建安投资增速或在 13%附近、持平 9 月，均低于 8 月的高点（14.4%）。结合玻璃价格、水泥库存等中观高频指标来看，交付逻辑、高周转等对地产投资的阶段性支持仍在逐步体现。

● **居民消费：消费随就业和收入继续改善，线下服务消费改善的弹性相对较大**

居民消费继续修复，线下服务消费修复较快、餐饮收入增速首次回正。10 月，服务消费继续修复，餐饮收入同比增速 0.8%、年内首次回正，旅游住宿等线下服务消费活动基本恢复至 2019 年同期 8 成上下；商品消费增速 4.8%、较前值抬升 0.7 个百分点，改善幅度放缓，化妆品、服装和家电增速抬升幅度较大，或与电商促销节奏错位等有关。就业形势总体向好下，居民消费还将随就业和收入继续改善。

向后展望，居民消费还将随就业和收入继续改善；线下服务消费改善幅度较大、后续弹性值得关注。10 月失业率 5.3%，已基本降至疫前水平，单月新增就业人数同比增长 16%、为近年最高水平，就业形势总体向好。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，居民消费或将继续改善，其中线下服务前期受疫情压制较多，后续改善空间和弹性或相对较大，如文娱教、旅游餐饮等线下生活服务消费等。

● **风险提示：**国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-非标收缩的压力》-2020.11.12

《宏观经济点评-货币金融数据，透露的两大关键变化》-2020.11.12

《宏观经济专题-2021 年，或为信用“收缩”之年》-2020.11.11

目　录

1、 工业生产：中上游制造业生产多数改善 3
2、 投资需求：稳增长余温仍在、支持投资短期“韧性” 4
3、 居民消费：服务消费继续快速修复，弹性相对较大 6
4、 风险提示 7

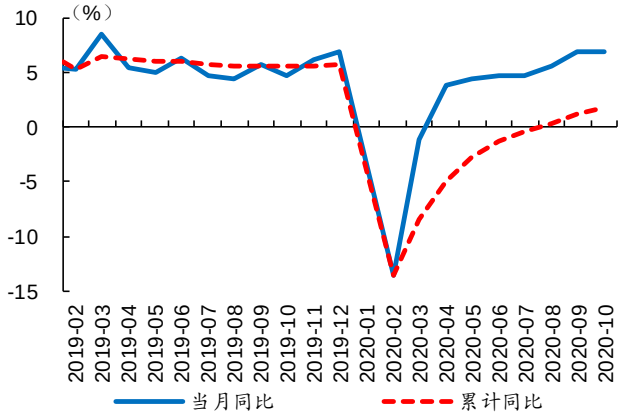
图表目录

图 1: 10 月，工业增加值增速进一步上升 3
图 2: 10 月，制造业产出增速略降 0.1 个百分点 3
图 3: 10 月，纺织、橡胶等工业增加值增速大幅抬升 3
图 4: 10 月，发电设备、布匹等产量增速抬升 3
图 5: 10 月，服务业生产指数继续抬升 4
图 6: 10 月，主要生活服务业的 PMI 指数明显上升 4
图 7: 10 月，基建投资增速较前值抬升 4
图 8: 电热燃、水利环境和公共设施管理投资有所加快 4
图 9: 10 月，房地产投资同比增速维持高位 5
图 10: 土地购置费或对 10 月地产投资形成明显扰动 5
图 11: 10 月新增施工面积少于 2019 年同期 5
图 12: 10 月新增新开工面积多于 2019 年同期 5
图 13: 10 月商品房销售和新开工增长，拿地同比减少 6
图 14: 10 月土地购置面积少于 2019 年同期 6
图 15: 10 月，居民消费继续修复 6
图 16: 多数必需品 10 月消费增速回升 6
图 17: 后地产链相关消费 10 月增速抬升 7
图 18: 金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升 7
图 19: 失业率已基本降至疫情前水平 7
图 20: 居民教育文化娱乐等服务消费修复空间较大 7

1、 工业生产：中上游制造业生产多数改善

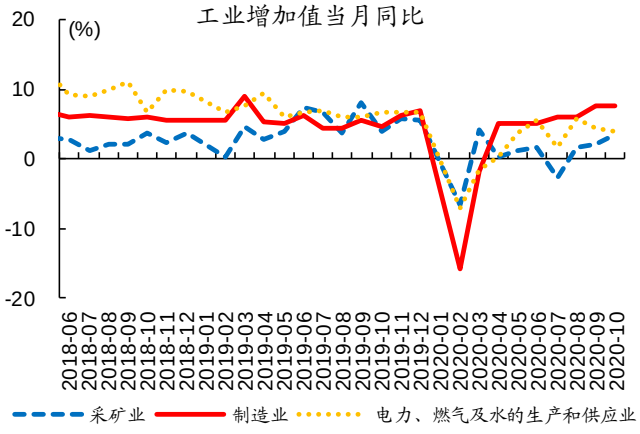
10 月制造业产出增速小幅回落，不同行业表现分化；其中改善最显著、持续性最强的多为中上游行业，主要集中于 3 类逻辑链：① 疫情背景下，国内稳增长及“外溢效应”带动基建和地产投资快速修复，对上游黑色和非金属制造、中游通用设备等行业形成明显拉动；② 年中以来，外贸链快速回暖，对纺织、电气机械及器材等形成提振；③ 部分行业自身逻辑在疫情背景下进一步强化，以医药制造为典型代表。

图1：10 月，工业增加值增速进一步上升



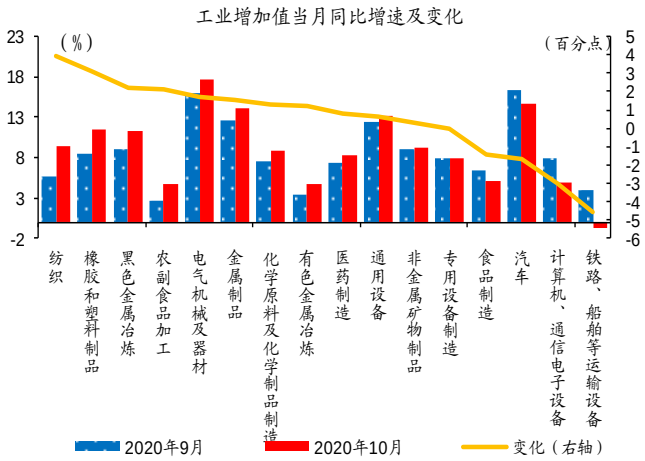
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：10 月，制造业产出增速略降 0.1 个百分点



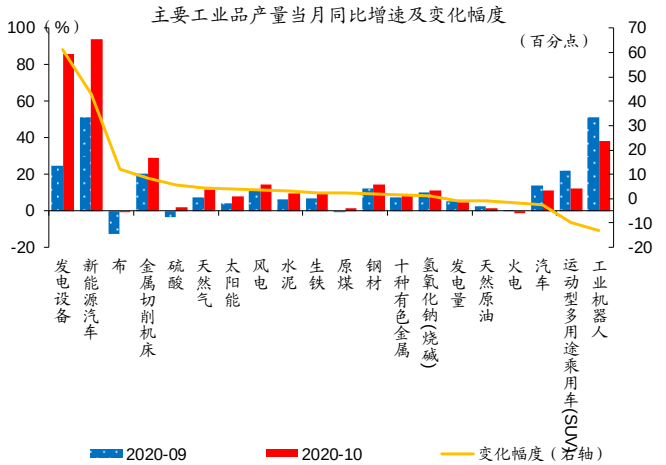
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：10 月，纺织、橡胶等工业增加值增速大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

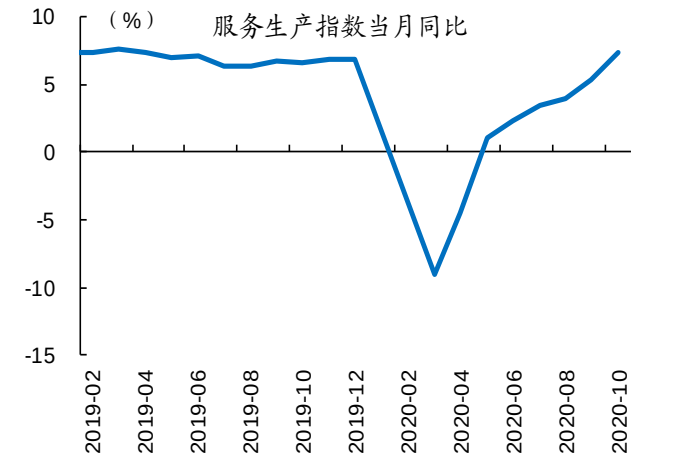
图4：10 月，发电设备、布匹等产量增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

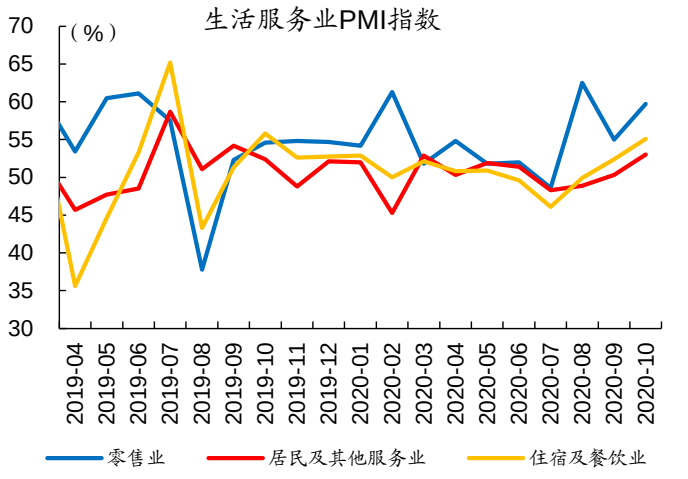
服务业加快恢复，现代服务业增势较好、线下消费服务继续修复。10 月，服务业产出同比增长 7.4%，较前值上升 2 个百分点、加快改善；其中，房地产业、交运仓储和其他服务业，生产指数同比分别增长 9.9%、9.2%、8.4%，比 9 月份分别加快 3.4、3.1、1.9 个百分点。租赁和商务服务业生产指数年内首次由负转正，住宿和餐饮业生产指数降幅继续收窄。

图5：10 月，服务业生产指数继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：10 月，主要生活服务业的 PMI 指数明显上升

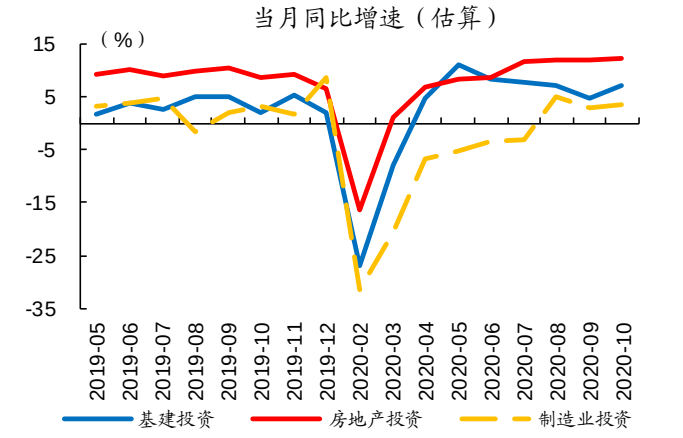


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 投资需求：稳增长余温仍在、支持投资短期“韧性”

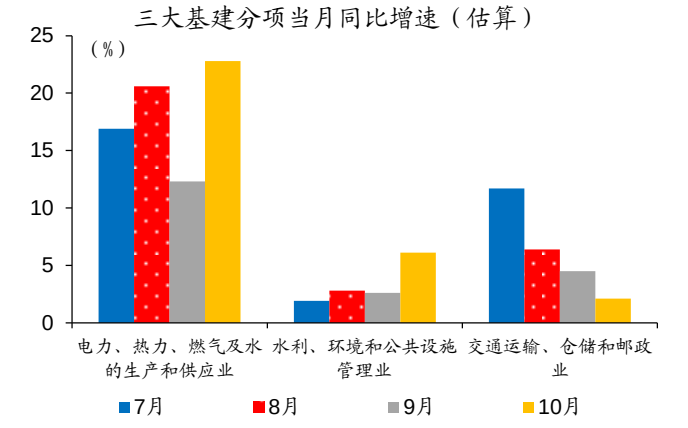
基建年底加快施工，或受财政支出加快落地提振；稳增长余温仍在，支持投资短期“韧性”。10 月，固定资产投资估算当月同比 9.3%（9 月 7.6%）。其中，基建投资增速抬升 2.3 个百分点至 7.1%，虽部分受低基数扰动，但环比增长力度也好于季节性规律，或反映施工进度有所加快；主要分项中，电热燃、水利环境和公共设施管理增速均明显抬升。广义财政支出加快落地，对基建投资形成一定支撑。

图7：10 月，基建投资增速较前值抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

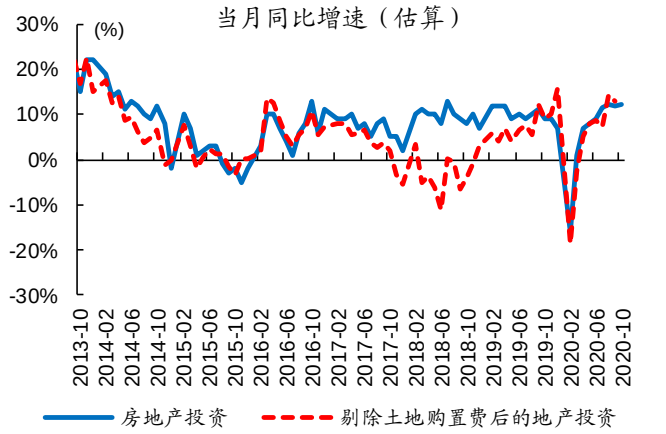
图8：电热燃、水利环境和公共设施管理投资有所加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

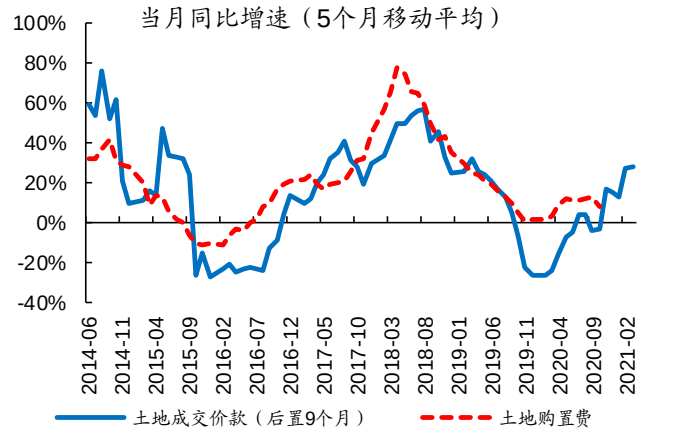
房地产投资“超预期”抬升，短期增速或将维持在较高水平。10 月，地产投资当月同比 12.2%，较前值上升 0.3 个百分点。考虑到 2019 年底土地成交价款基数快速抬升、对近期土地购置费产生扰动，剔除土地购置费后的建安投资增速或在 13%附近、持平 9 月，均低于 8 月的高点（14.4%）。结合玻璃价格、水泥库存等中观高频指标来看，交付逻辑、高周转等对地产投资的阶段性支持仍在逐步体现。

图9：10 月，房地产投资同比增速维持高位



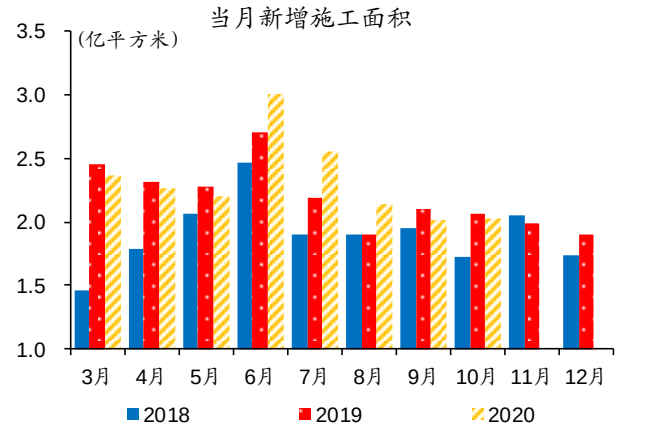
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：土地购置费或对 10 月地产投资形成明显扰动



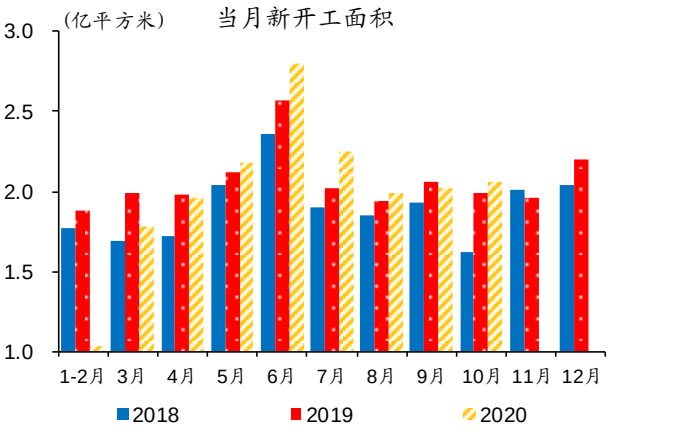
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：10 月新增施工面积少于 2019 年同期



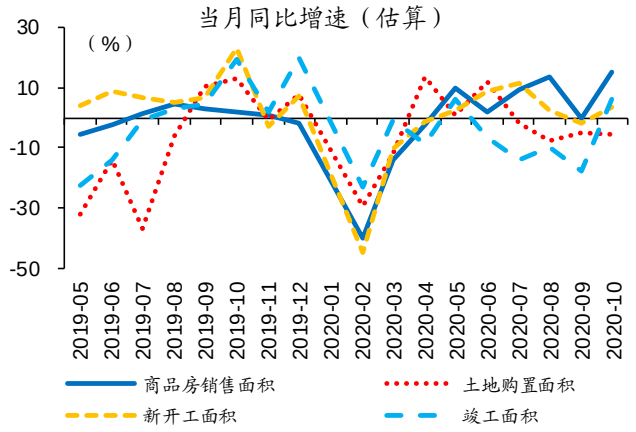
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：10 月新增新开工面积多于 2019 年同期



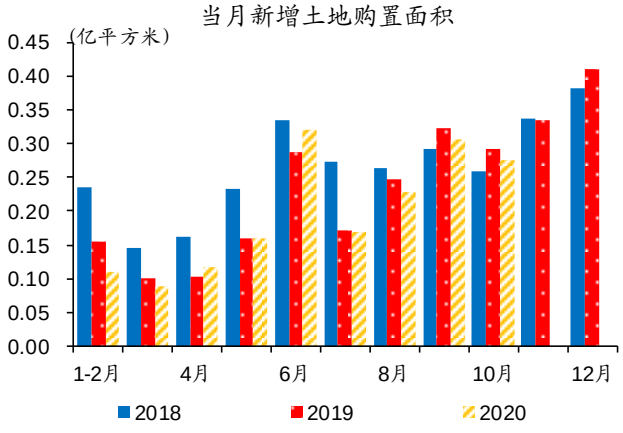
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：10 月商品房销售和新开工增长，拿地同比减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：10 月土地购置面积少于 2019 年同期

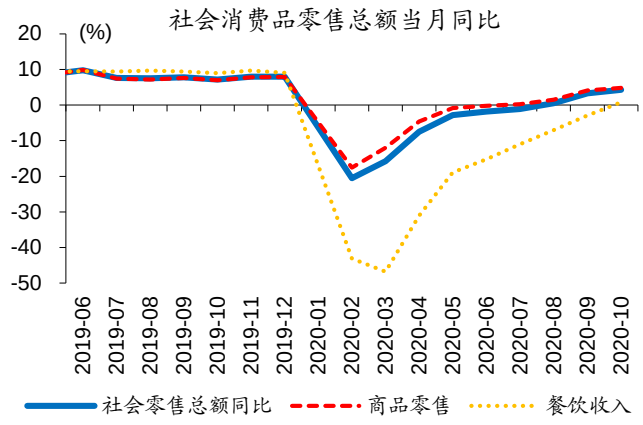


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 居民消费：服务消费继续快速修复，弹性相对较大

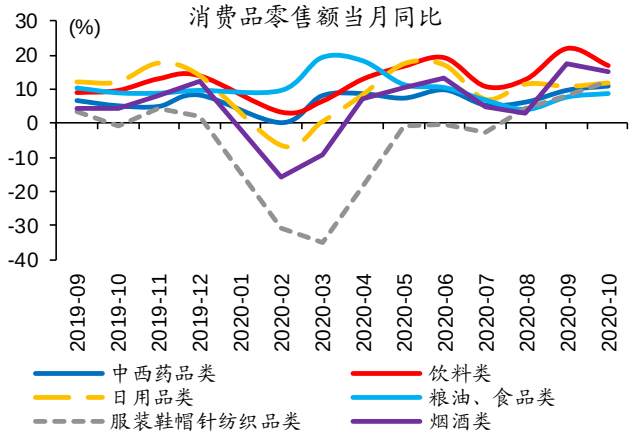
居民消费继续修复，线下服务消费修复较快、餐饮收入增速首次回正。10 月，社零同比 4.3%（前值 3.3%）、略低于市场平均预期（4.9%）；其中，商品消费增速 4.8%、较前值抬升 0.7 个百分点，其中通讯器材等可选消费品增速抬升势头明显；餐饮收入同比增速 0.8%、年内首次回正。结合十一假期旅游收入、主要酒店订单情况等跟踪指标来看，旅游住宿等线下服务消费活动基本恢复至 2019 年同期 8 成上下。

图15：10 月，居民消费继续修复



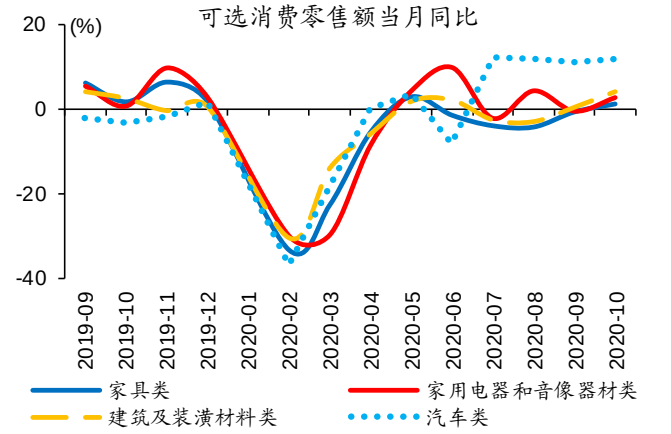
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：多数必需品 10 月消费增速回升



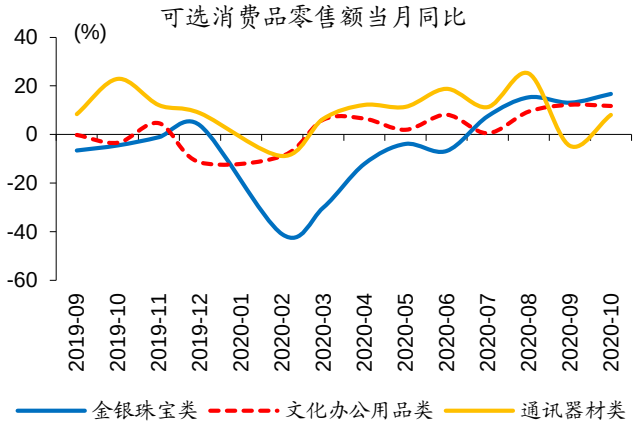
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：后地产链相关消费 10 月增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

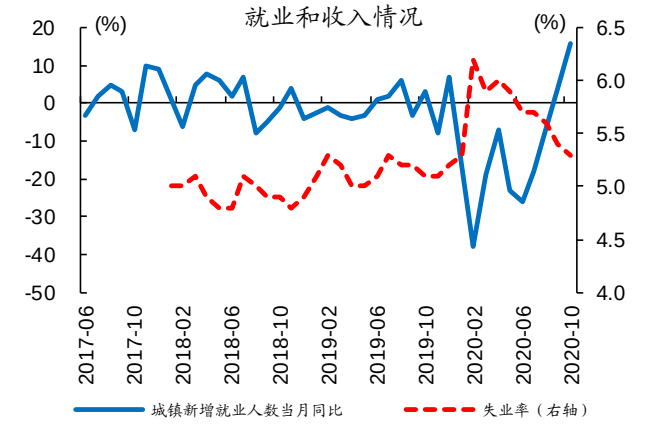
图18：金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

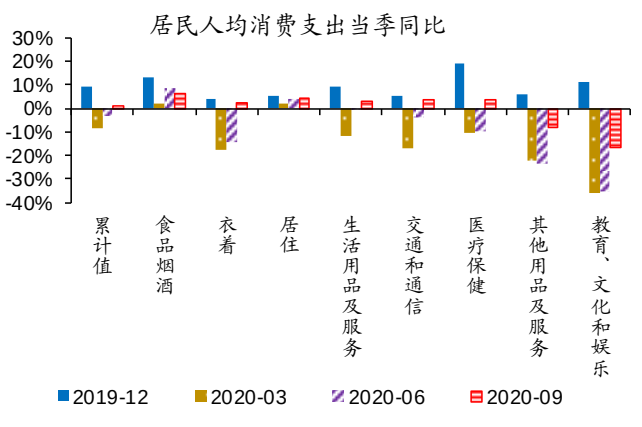
向后展望，居民消费还将随就业和收入继续改善；服务消费的修复弹性可能相对较大，但修复节奏或受国内疫情反复等阶段性、局部性因素扰动。10 月失业率 5.3%，已基本降至疫前水平，单月新增就业人数同比增长 16%、为近年最高水平，就业形势总体向好。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，居民消费或将继续改善，其中文娱教和线下生活服务消费修复空间或较大，节奏或受疫情等扰动。

图19：失业率已基本降至疫情前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：居民教育文化娱乐等服务消费修复空间较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn