

10 月经济数据点评

年底看好工业补库存和消费弹性

工业增加值增速强劲；社零低于市场预期，可能存在电商促销挤出；固投增速继续回升，房地产投资增长强劲。

- 10 月工业增加值同比增速 6.9%，1-10 月工业增加值同比增速 1.8%。1-10 月采矿业工业增加值累计同比增速-0.2%，制造业累计同比增速 2.4%，公用事业累计同比增速 1.1%，高技术产业累计同比增速 5.9%。部分行业当月工业增加值同比增速出现回落拐点。
- 10 月社零同比增速 4.3%，1-10 月社零累计同比增速为-5.9%，10 月剔除汽车的影响，社零同比增速 3.6%，较 9 月上升 1.2 个百分点。双节假期叠加电商促销预付带动消费回暖。
- 1-10 月固定资产投资增速为 1.8%，民间固定资产投资增速-0.7%。制造业投资 1-10 月累计同比增长-5.3%，基建投资累计同比增长 0.7%，地产投资累计同比增长 6.3%。
- 从房地产分类来看，住宅投资增速 7%，土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-3.3%和 14.8%，新开工面积累计同比增长-2.6%，施工面积同比增长 3%，竣工面积同比增长-9.2%，竣工增速明显上升。1-10 月商品房销售面积同比增长 0%，商品房销售额累计同比增长 5.8%。1-10 月房地产开发资金来源累计同比增速 5.5%，居民购房需求依然强劲，预计下个月销售面积将回正。
- **10 月经济数据继续好转。**10 月经济数据整体继续向好：工业增加值同比增速维持在高位，固定资产投资增速继续上行，社零增速虽然低于市场预期但依然在修复趋势当中。我们认为在双节假期影响下，工业增加值的增速表现依然强劲，预计在海外订单向国内转移和传统补库存的带动下，生产端在四季度将维持强势。另一方面，10 月消费同时受到双节的提振和 11 月电商促销的挤出影响，预计 11 月社零增速仍将维持大幅回升趋势，从四季度到一季度，居民消费的增速存在超预期的可能。
- **关注政策的拐点。**随着美国大选尘埃落定，市场对于拜登当选后中美关系的阶段性修复存在较高的预期，海外风险冲击因素明显减少，预计下一阶段国内的货币政策和财政政策更加聚焦跨周期发展。财政政策方面需要关注基建投资增速的回落，在国内经济增长回到正轨后，依靠投资拉动经济增速的诉求大幅下降，财政支出可能出现结构性调整，导致基建投资增速回落，拉动经济增长的动力向消费和贸易转移。货币政策方面则需要关注社融增速见顶的趋势，市场已经开始预期 2021 年社融增速将明显回落，加之 2020 年国内资产价格表现强劲，特别是房地产市场价格上涨预期强烈，需要关注货币政策在 2021 年可能出现防风险政策出台。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

相关研究报告

《经济数据边际修复的速度在下降：5 月经济数据点评》2020.6.15

《经济真的向好，问题也依然存在：6 月和二季度经济数据点评》2020.7.16

《经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始：7 月经济数据点评》2020.8.14

《需求超预期，关注持续性：8 月经济数据点评》2020.9.15

《GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好：9 月和三季度经济数据点评》2020.10.19

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

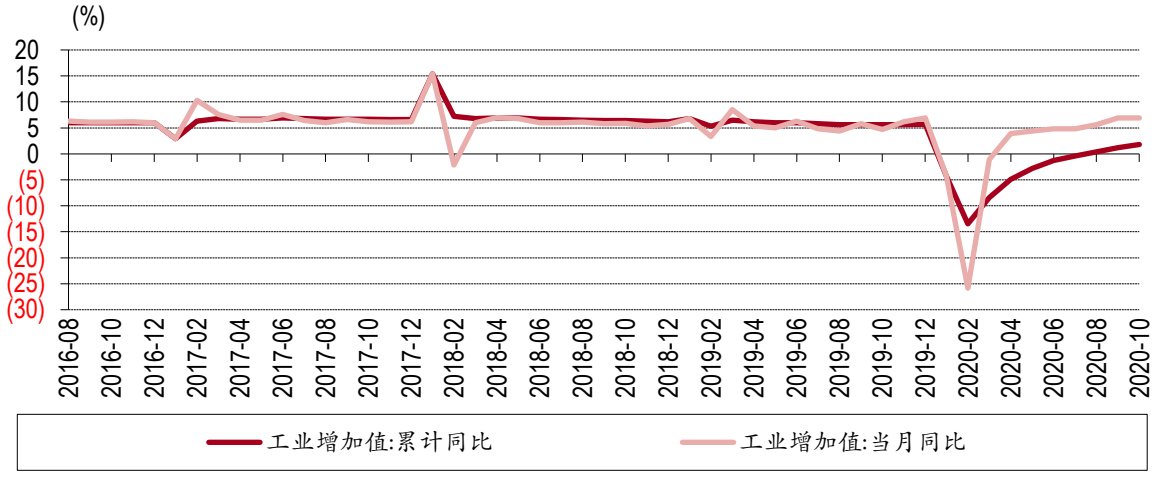
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值增速维持强劲

10 月工业增加值增速高位走稳。10 月工业增加值同比增速 6.9%，较 9 月持平，较去年同期上升 2.2 个百分点；1-10 月工业增加值同比增速 1.8%，较 1-9 月上升 0.6 个百分点，较去年同期下降 3.8 个百分点，降幅继续收窄。10 月工业增加值同比增速维持在较高水平且超出市场预期，与 PMI 指数中订单走势一致，预计年底之前工业企业补库存的趋势可持续。

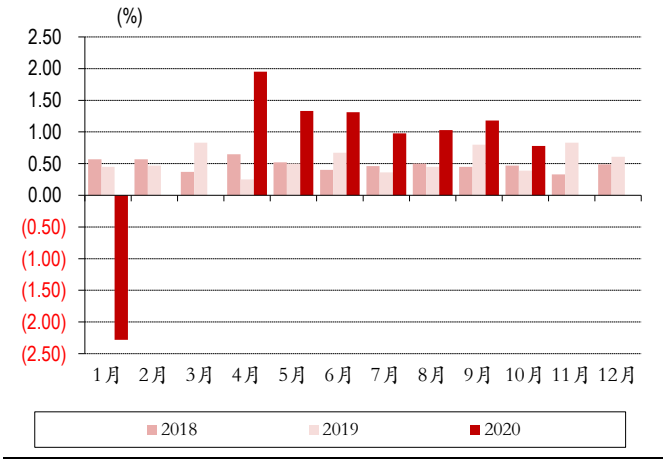
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

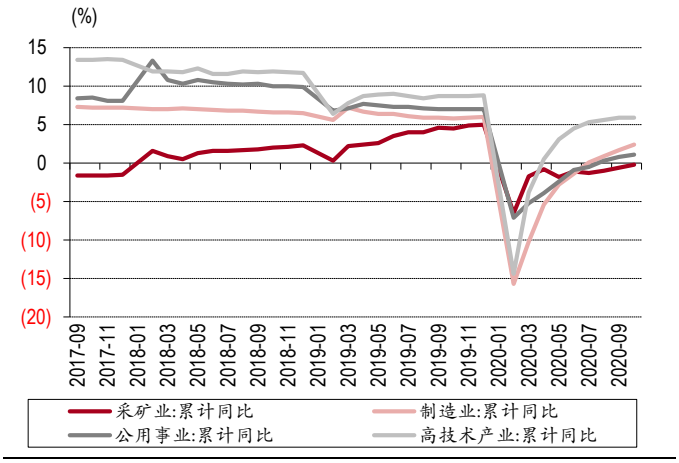
10 月环比增速继续超出历史水平。从环比增速来看，10 月工业增加值环比增长 0.78%，继续维持 2014 年以来历史同时期最高增速水平，但季节因素影响下较 9 月环比增速明显下降。按照历史规律看，年底通常工业企业有补库存的需求，工业增加值环比在 11 月和 12 月可能在 10 月水平上继续小幅上行。从行业分类来看，1-10 月采矿业工业增加值累计同比增速-0.2%，制造业累计同比增速 2.4%，公用事业累计同比增速 1.1%，高技术产业累计同比增速 5.9%。10 月各行业工业增加值累计同比增速继续回升，制造业累计同比增速仅次于高基数产业，并且回升幅度最大。从企业类型来看，10 月私企工业增加值同比增长 8.2%，较 9 月上升 0.3 个百分点，继续领跑各类企业，国企工业增加值同比增速 5.4%最低且较 9 月明显下行，股份制企业同比增速 6.9%，较 9 月上升 0.1 个百分点，外企增长 7%，较 9 月下降 0.1 个百分点。分地区来看，东北地区和东北地区工业增加值当月同比增速较 9 月分别回落 0.4 个百分点和 2.6 个百分点，中部和西部地区分别较 9 月上升 0.5 个百分点和 1.4 个百分点。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

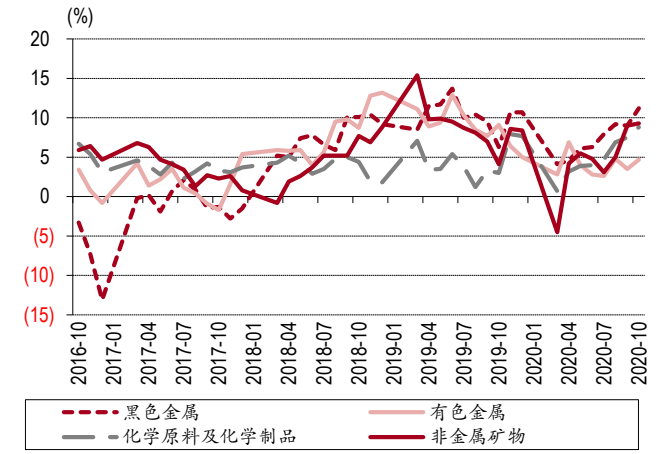
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

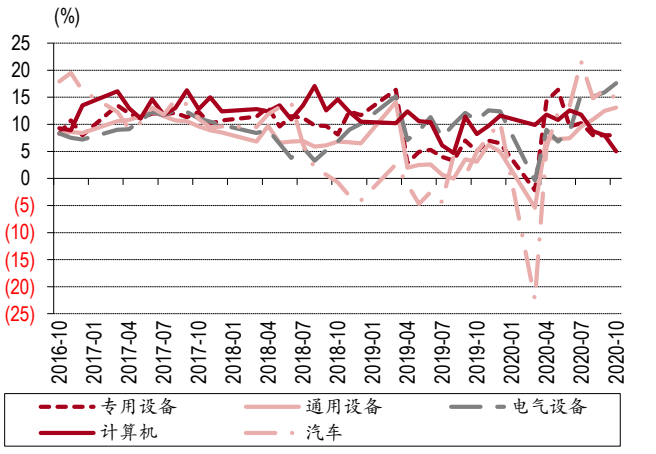
部分行业当月工业增加值同比增速出现回落拐点。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 2.3%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 1.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 5.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 2.2%，从当月工业增加值增速来看，上游行业当月工业增加值同比增速上行均较显著，特别是黑色金属当月同比增速达到 11.2%。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 3.7%，专用设备制造业增加值累计同比增长 5.4%，汽车制造业增加值累计同比增长 5.6%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 6.9%，10 月中游行业工业增加值累计同比增速依然以上升为主，只有计算机累计同比增速较 1-9 月下降了 0.3 个百分点，当月同比增速中，计算机行业增速下降 3 个百分点，汽车下降 1.7 个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长 1.3%，纺织业增加值累计同比增长-0.5%，医药制造业增加值累计同比增长 3.5%，但当月同比增速有所分化，其中食品的当月工业增加值同比增速回落了 1.4 个百分点。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

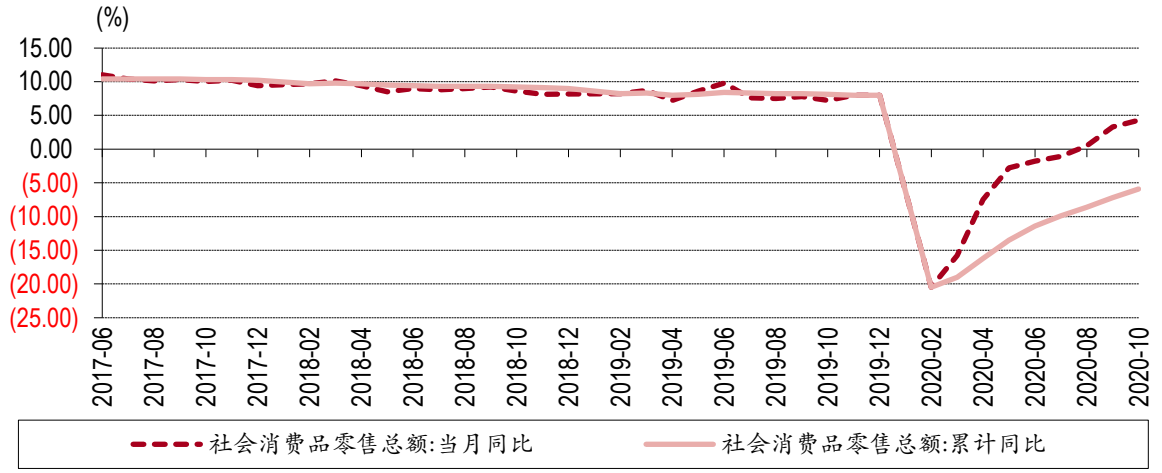


资料来源：万得，中银证券

社零低于预期但增速强劲

餐饮消费当月同比增速转正。10 月社零同比增速 4.3%，较 9 月回升了 1 个百分点，1-10 月社零累计同比增速为-5.9%，较 1-9 月回升 1.3 个百分点。10 月社零实际同比增速 4.6%，较 9 月上升 2.2 个百分点，1-10 月累计实际同比增长-7.7%，较 1-9 月上升 1.5 个百分点。10 月剔除汽车的影响，社零同比增速 3.6%，较 9 月上升 1.2 个百分点。预计四季度到一季度是消费增速修复的主要时间段。

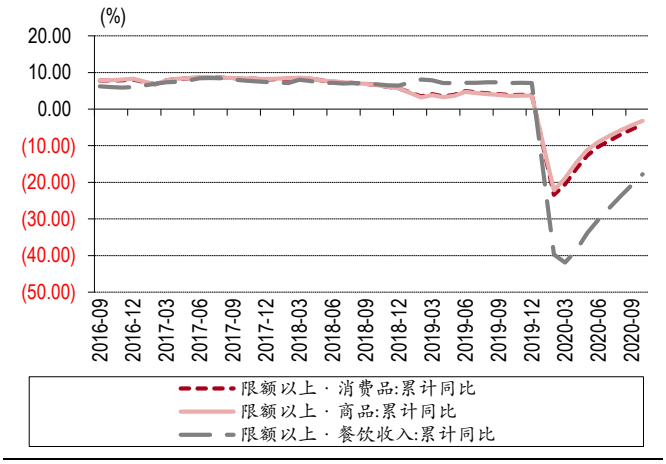
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

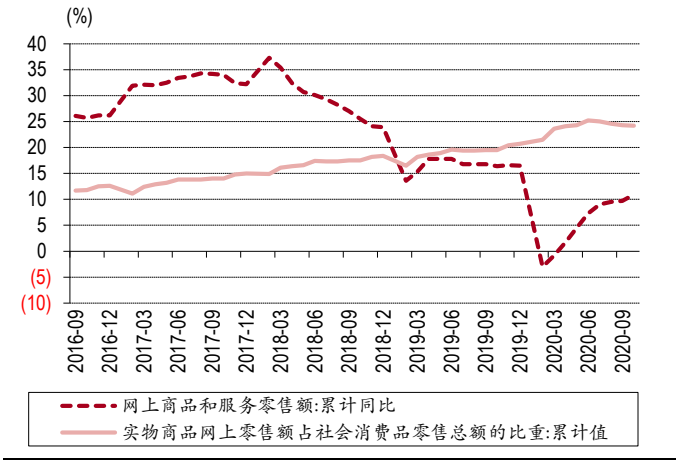
双节假期叠加电商促销预付带动消费回暖。1-10 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-4.2%，较 1-9 月上升 1.3 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-3.2%，较 1-9 月回升 1.2 个百分点，餐饮收入总额同比增速-17.8%，较 1-9 月上升 3 个百分点。1-10 月网上零售额占比为 29.3%，较 1-9 月持平，网上商品和服务零售额累计同比增速为 10.9%，较 1-9 月上升 1.2 个百分点。从城乡消费增速来看，10 月乡村的消费增速 5.1%，较 9 月上升 1.1 个百分点，城镇消费同比增速 4.2%，较 9 月上升 1 个百分点。10 月餐饮行业收入增速 0.8%，较 9 月上升 3.7 个百分点，商品销售收入增速 4.8%，较 9 月上升 0.7 个百分点。10 月社零增速继续大幅回升，餐饮消费增速转正或是受到双节消费拉动，网上消费持续强劲或是受到电商促销预付影响。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

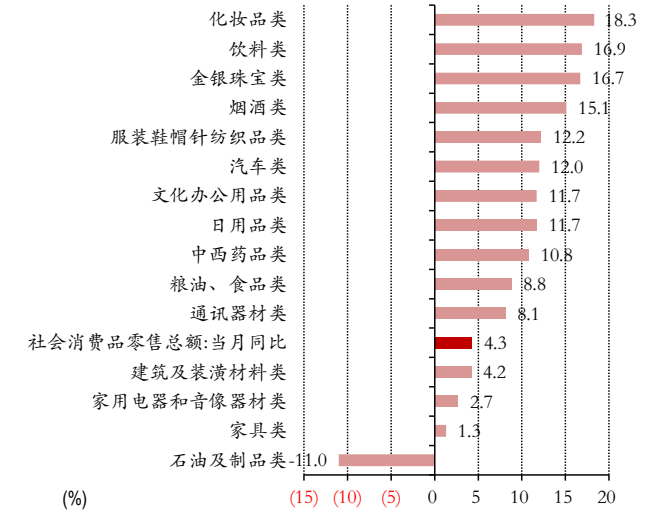
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

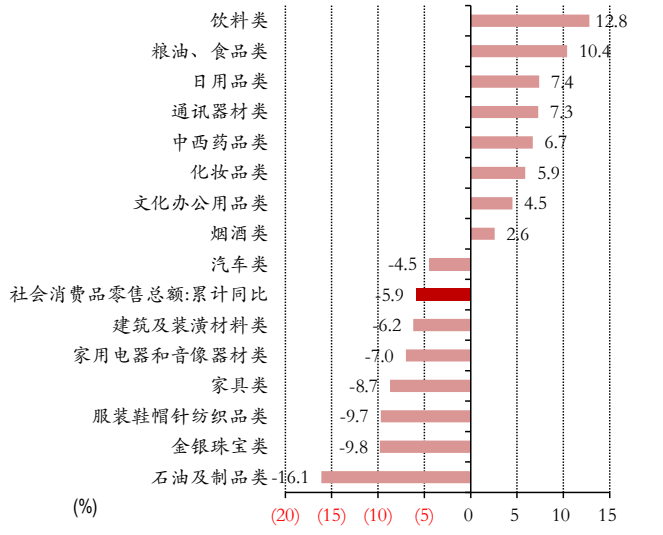
电商促销对消费品类增速影响较大。从同比增速来看，10 月限额以上企业商品零售总额同比增速 7.1%，较 9 月上升了 1.8 个百分点，同比增速较高的细分行业包括化妆品、饮料、金银珠宝等，增速最低的行业则包括石油制品、家具、家电等。与 9 月相比大多数行业增速还是以上升为主，增幅显著的是通讯器材、化妆品和服装鞋帽，另一方面增速下降的是饮料、烟酒和文化办公用品，电商促销预付的影响较大。从累计同比增速来看，1-10 月销售增速大幅上升的是服装鞋帽、金银珠宝、汽车等，增速下滑的则是粮油食品。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

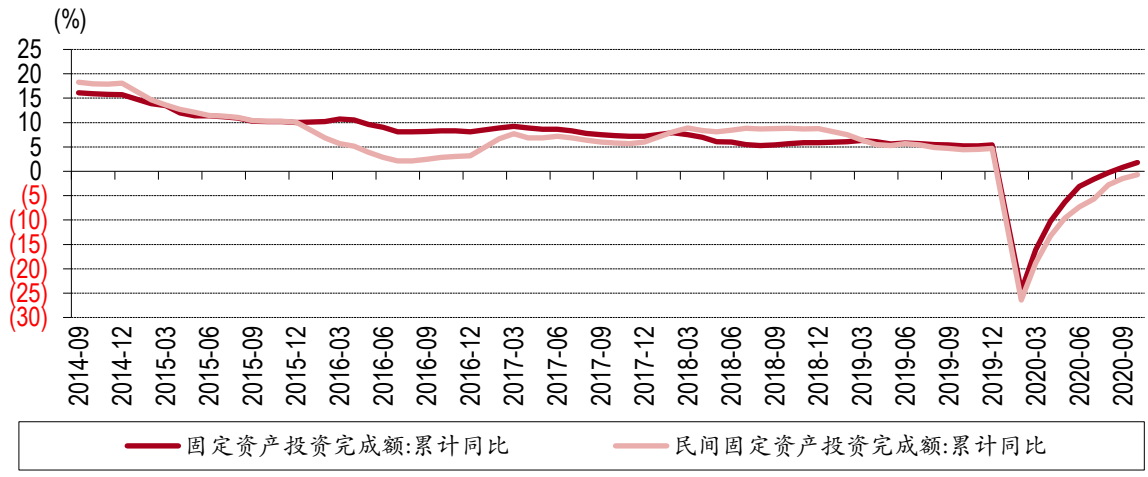


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速符合预期

制造业继续快速回升。1-10 月固定资产投资增速为 1.8%，较 1-9 月回升 1 个百分点，1-10 月民间固定资产投资增速-0.7%，较 1-9 月回升 0.8 个百分点。10 月固定资产投资增速继续维持上行趋势，增速符合市场预期。

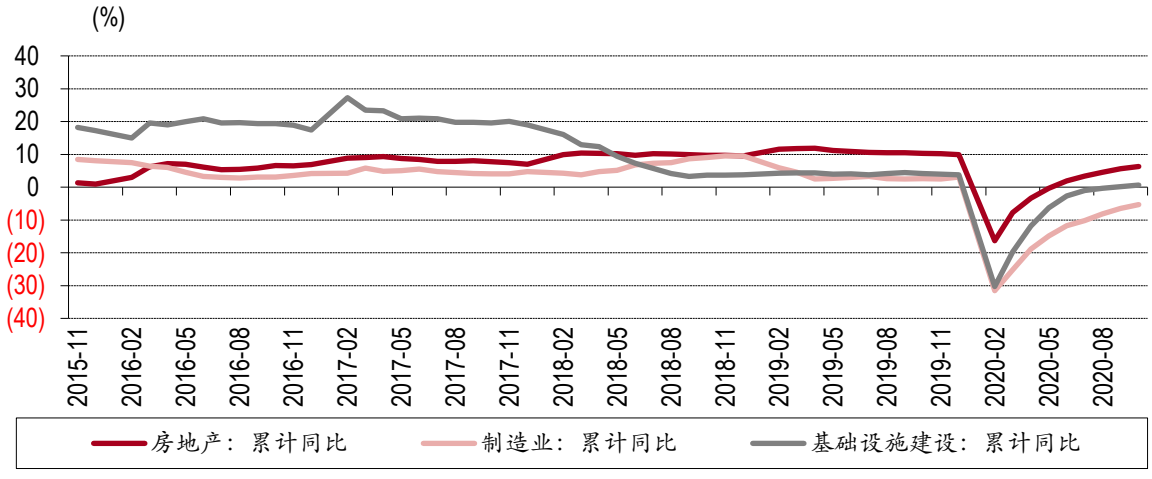
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

10 月制造业投资增速继续强劲上升，基建增速波动，房地产投资增速继续强劲上升。分类别看，制造业投资 1-10 月累计同比增长-5.3%，较 1-9 月回升 1.2 个百分点；基建投资累计同比增长 0.7%，较 1-9 月回升 0.5 个百分点；地产投资累计同比增长 6.3%，较 1-9 月回升 0.7 个百分点。1-10 月固定资产投资增速最高的还是房地产，并且从月度来看，房地产投资增速依然维持强劲增长，基建投资增速此前有所回落，10 月增速波动上升，但在国内经济恢复趋势向好的情况下，依靠基建拉动经济增长的动力下降，未来基建增速可能维持相对平稳，制造业投资增速继续上升，但年内较难转正。从制造业细分行业看，累计同比增速较 9 月明显上升的包括交运设备、有色金属、农副食品、医药、化原材料、通用设备、汽车等行业。

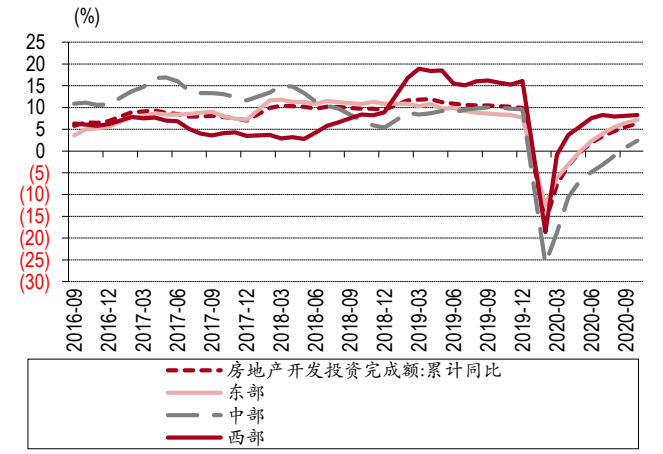
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

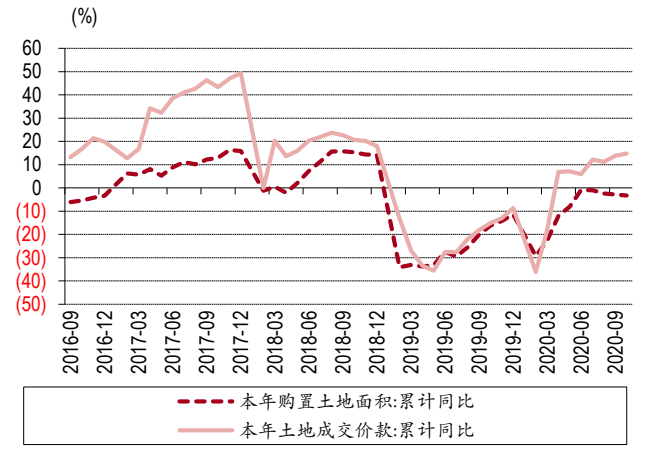
竣工增速快速上升。1-10 月房地产投资增速 6.3%，较 1-9 月回升了 0.7 个百分点，其中东部地区累计同比增长 7.1%、中部地区累计同比增长 2.4%、西部地区累计同比增长 8.3%，分别较 1-9 月回升 0.6 个百分点、1.5 个百分点和 0.2 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 7%、办公楼投资增速 3.5%、商业地产投资增速-2.8%，分别较 1-9 月上升 0.9 个百分点、上升 3 个百分点和下降 0.3 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-10 月累计同比增长-3.3%和 14.8%，较 1-9 月分别下降了 0.4 个百分点和上升了 1 个百分点。1-10 月房地产新开工面积累计同比增长-2.6%，较 1-9 月上升 0.8 个百分点，施工面积同比增长 3%，较 1-9 月下降 0.1 个百分点，竣工面积同比增长-9.2%，较 1-9 月上升 2.4 个百分点。整体来看，10 月房地产土地市场维持回落趋势，但竣工增速明显上升。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

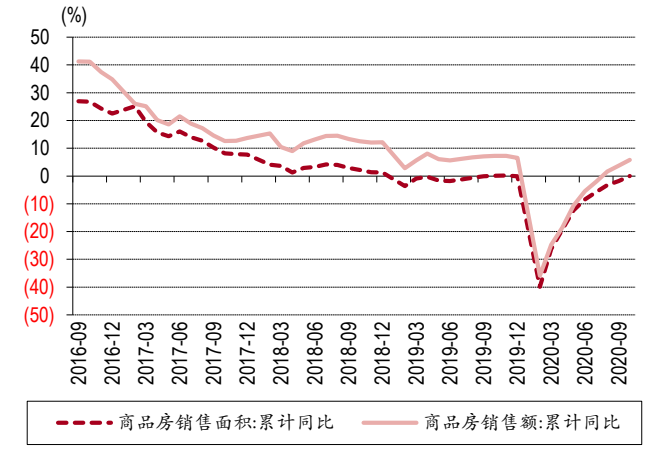
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

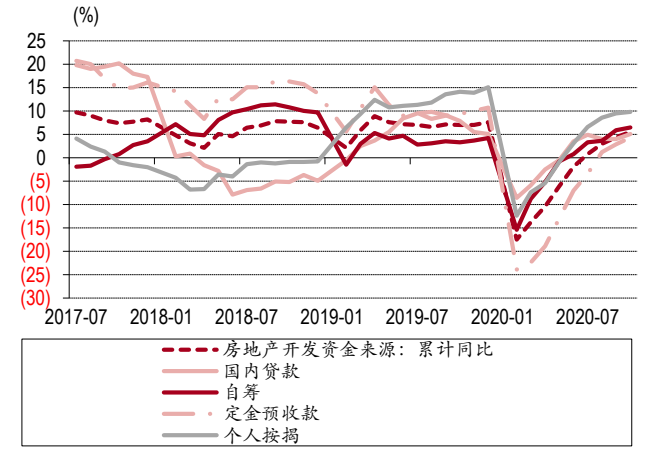
房地产销售依然向好。1-10 月商品房销售面积同比增长 0%，较 1-9 月回升 1.8 个百分点，商品房销售额累计同比增长 5.8%，较 1-9 月回升 2.1 个百分点。1-10 月商品房待售面积同比增速 0.3%，较 1-9 月下降 0.2 个百分点，其中住宅面积同比增速-0.5%，较 1-9 月下降 0.1 个百分点，办公楼累计同比 3.2%，较 1-9 月上升 0.6 个百分点，商业地产累计同比-2%，较 1-9 月下降 0.2 个百分点。从房地产投资资金来源看，1-10 月国内贷款占比 14.6%，较 1-9 月下降 0.4 个百分点，定金和预付款的占比 33.5%，较 1-9 月上升 0.4 个百分点，个人按揭贷款占比下降 0.1 个百分点，自筹资金占比上升 0.1 个百分点。从增速看，1-10 月房地产开发资金来源累计同比增速 5.5%，较 1-9 月回升了 1.1 个百分点，其中国内贷款资金来源增速 5.1%，定金和预付款增速 4.3%，按揭贷款资金来源增速 9.8%，居民购房需求依然强劲，预计下个月销售面积将回正。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：年底看好工业补库存和消费弹性

10月经济数据继续好转。10月经济数据整体继续向好：工业增加值同比增速维持在高位，固定资产投资增速继续上行，社零增速虽然低于市场预期但依然在修复趋势当中。我们认为在双节假期影响下，工业增加值的增速表现依然强劲，预计在海外订单向国内转移和传统补库存的带动下，生产端在四季度将维持强势。另一方面，10月消费同时受到双节的提振和11月电商促销的挤出影响，预计11月社零增速仍将维持大幅回升趋势，从四季度到一季度，居民消费的增速存在超预期的可能。

关注政策的拐点。随着美国大选尘埃落定，市场对于拜登当选后中美关系的阶段性修复存在较高的预期，海外风险冲击因素明显减少，预计下一阶段国内的货币政策和财政政策更加聚焦跨周期发展。财政政策方面需要关注基建投资增速的回落，在国内经济增长回到正轨后，依靠投资拉动经济增速的诉求大幅下降，财政支出可能出现结构性调整，导致基建投资增速回落，拉动经济增长的动力向消费和贸易转移。货币政策方面则需要关注社融增速见顶的趋势，市场已经开始预期2021年社融增速将明显回落，加之2020年国内资产价格表现强劲，特别是房地产市场价格上涨预期强烈，需要关注货币政策在2021年可能出现防风险政策出台。

风险提示：

全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371