工业生产再超预期的宏观和微观意义--10 月经济数据点评

2020 年 11 月 16 日

观点

- **10 月除消费外的经济增长数据普遍超市场预期：**汽车生产的超强增长，地产韧性的延续、基建增速的重拾升势，制造业投资延续弱修复，均表明超预期的背后主要是需求回升的支撑，四季度 GDP 增速超预期上行风险上升。

- **10 月规上工业增加值同比增长 6.9%，持平 9 月份，再超市场预期。**可以从以下四个方面思考其宏观和微观意义：（1）环比来看，考虑基数因素 10 月份工业生产相较 9 月份而言是边际回落的；（2）"季末跳升、季初回落"证伪，显示生产端的改善并非是数据统计的原因，而主要是需求的支撑；（3）从行业看，汽车最强，10 月同比增长 14.7%，相较 2019 年全年回升 12.9 个百分点，通用设备（相较 2019 年回升 8.8 个百分点，下同）、金属制品（8.3）、纺织（8.2）、电气设备（6.9）、橡胶和塑料制品（6.7）改善明显；（4）四季度 GDP 增速超预期上行风险上升。我们此前提出 GDP 预测框架：不变价 GDP 同比总是介于二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）之间，10 月份二者分别实现了 6.9%和 7.4%的增速。

- **基建投资增速重拾升势，制造业投资延续弱修复。**10 月制造业投资当月同比增长 3.7%，相较 9 月小幅回升 0.7 个百分点，制造业投资延续弱势修复。基建投资增速重拾升势，大口径和小口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别为 7.3%和 4.4%，分别较 9 月份回升了 2.5 和 1.2 个百分点。基建增速回升一方面得益于去年 10 月份的低基数，另一方面，或受益于专项债集中发行、财政支出节奏加快。

- **地产韧性延续，对 2021 年不悲观。**10 月地产投资增速 12.7%为 27 个月来的新高，新开工和竣工的反弹是主要支撑，尤其是后者，由于前期大量未完工的项目陆续面临交付，只要开发商的融资环境不全面收紧，此前滞后的竣工回升仍将逐渐显现。10 月商品房销售面积增速亦显著回升，同比 15.3%创下 40 个月来的新高；从高频数据来看，11 月上半月地产销售较 10 月同期继续回升，当前上市房企对 2021 年销售增速的预期普遍在 10%-20%之间。鉴于“十四五”规划建议在房地产的政策基调上并未进一步趋紧，预计 2021 年在销售和竣工的支撑下，房地产投资仍有望延续韧性。

- **消费不及预期不足虑，居民消费意愿仍在回升。**10 月社零名义同比 4.3%，低于市场预期的 5.2%。社零低预期有地产链下游产品家具、家电消费在地产竣工周期短期因素干扰原因；结构上餐饮收入同比首次转正至 0.8%，同时可选消费品珠宝、汽车、服装单月增速相对 2019 全年提升幅度较大，均体现了居民消费意愿的恢复。从限额以上产品贡献来看，汽车对限额以上增速贡献最大（+3.3pct），石油制品、通讯器材、家具家电合计拖累 1.2pct。往后看，2021 年疫苗落地有望形成消费恢复至疫情前水平的最大催化因素。

- **风险提示：**政策调整超预期、疫苗全面推广进度不及预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201111：增量放缓，存量尚未见顶》2020-11-12
2、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
3、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
4、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
5、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

10 月规上工业增加值同比增长 6.9%，持平 9 月份，再超市场预期。对此，我们认为可以从以下四个方面思考其宏观和微观意义：

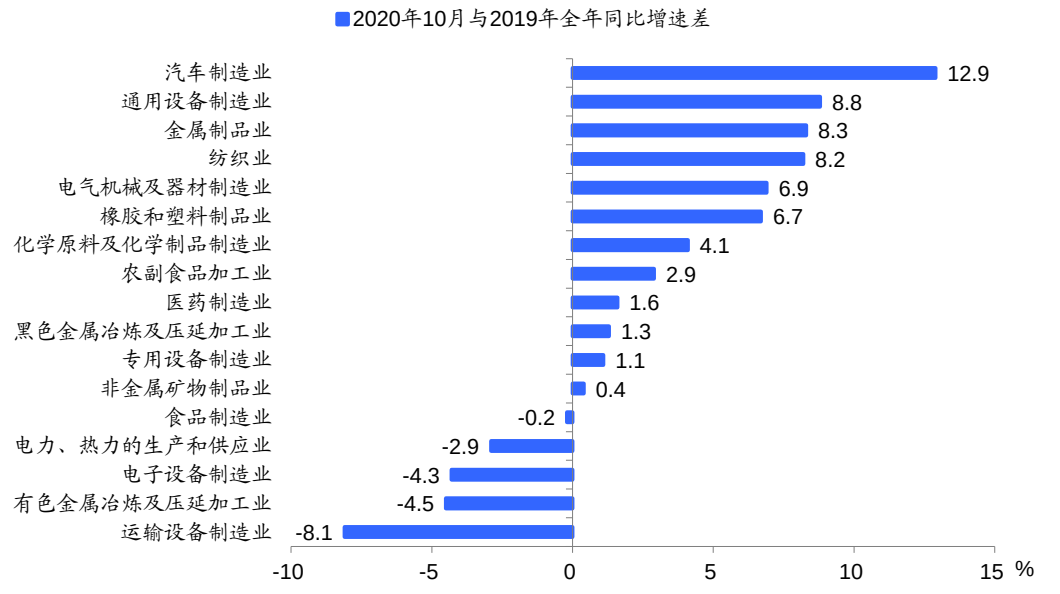
（1）10 月工业生产相较 9 月份而言是回落还是继续回升的？9、10 月工业生产连续实现 6.9%的高增速，从趋势上来看，一是 10 月份基数相较 9 月份偏低，二是 10 月份 PMI 生产项略有回落，二者共同显示 10 月份工业生产相较 9 月份而言是边际回落的。

（2）10 月份生产数据显示生产端的改善并非是数据统计的原因，而主要是需求的支撑。9 月份工业生产跳升甚至明显超过疫情前水平，市场部分预期工业生产的跳升部分可以归结为统计导致的“季末跳升、季初回落”，而这一结论证伪后市场更需关注生产回升背后的经济修复力度超预期和结构特征。

（3）哪些行业支撑了高增的工业生产？从类别看，制造业生产最强，同比增长 7.5%，但采矿业生产环比改善最明显，同比增速连续 3 个月回升。从行业看（图 1），汽车最强，10 月同比增长 14.7%，相较 2019 年全年回升 12.9 个百分点；通用设备（相较 2019 年回升 8.8 个百分点，下同）、金属制品（8.3）、纺织（8.2）、电气设备（6.9）、橡胶和塑料制品（6.7）改善明显。

（4）四季度 GDP 增速超预期上行风险上升。我们此前提出 GDP 预测框架：不变价 GDP 同比总是介于二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）之间（图 2），10 月份二者分别实现了 6.9%和 7.4%的增速。

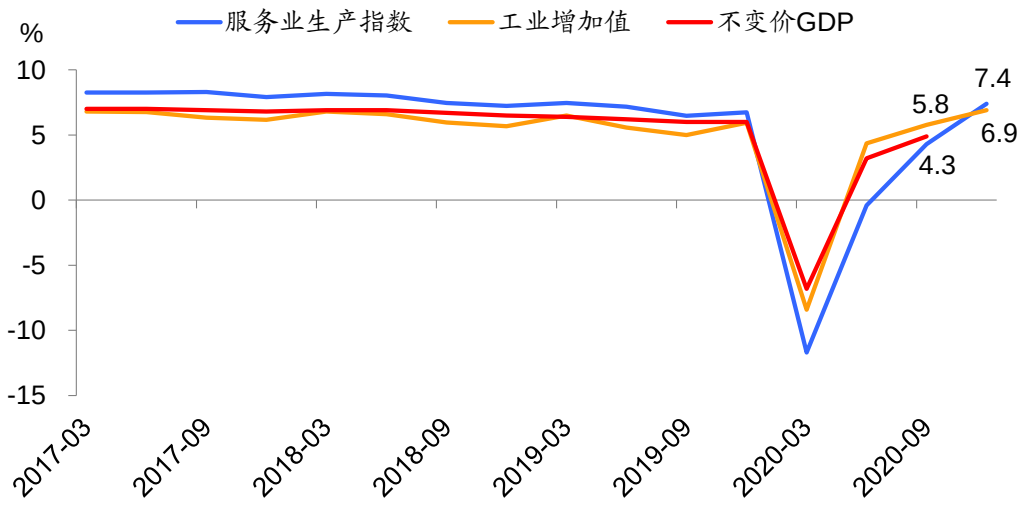
图 1：10 月分行业工业增加值增速与 2019 年全年累计增速差（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

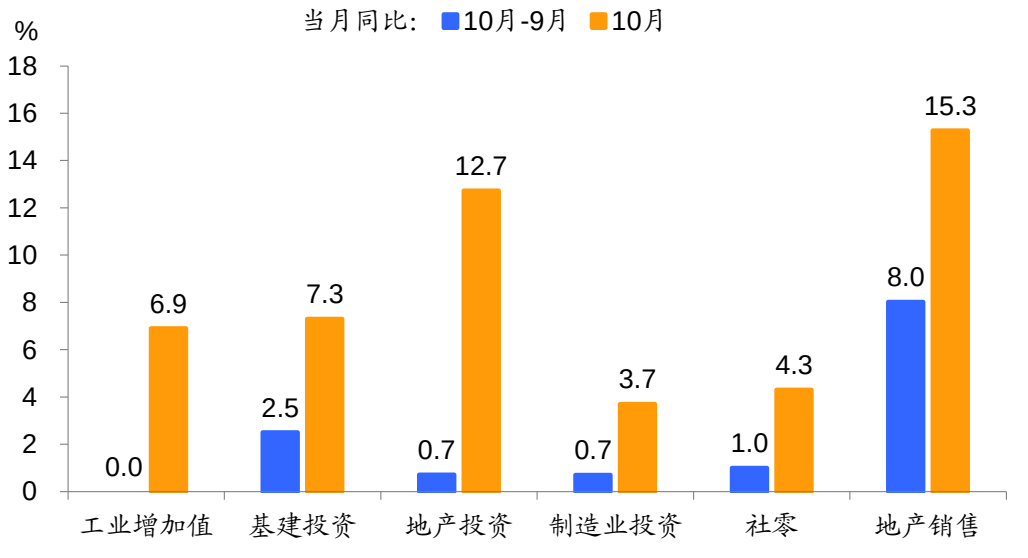
图 2：经济增速总是介于工业增加值和服务业生产指数之间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

基建投资增速重拾升势，制造业投资延续弱修复。10 月制造业投资当月同比增长 3.7%，相较 9 月小幅回升 0.7 个百分点（图 3），制造业投资延续弱势修复。基建投资增速重拾升势，大口径和小口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别为 7.3%和 4.4%，分别较 9 月份回升了 2.5 和 1.2 个百分点。基建增速回升一方面得益于去年 10 月份的低基数，另一方面，或也与专项债集中发行、财政支出节奏加快也有关。

图 3：制造业投资弱复苏、基建投资增速再度止降转升

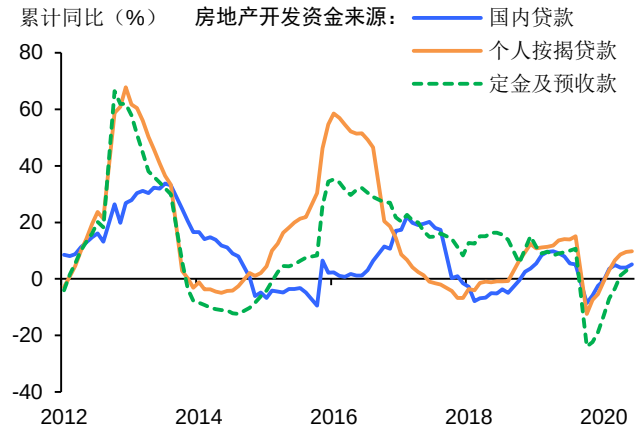


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

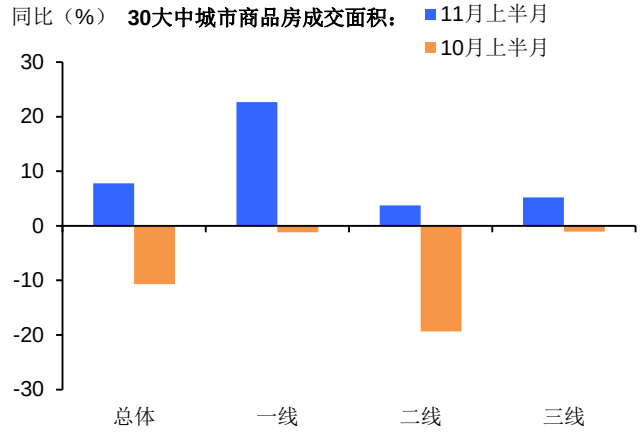
地产韧性延续，对 2021 年不悲观。10 月地产投资增速 12.7%为 27 个月来的新高，新开工和竣工的反弹是主要支撑，尤其是后者，由于前期大量未完工的项目陆续面临交付，只要开发商的融资环境不全面收紧，此前滞后的竣工回升仍将逐渐显现。10 月商品房销售面积增速亦显著回升，同比 15.3%创下 40 个月来的新高；从高频数据来看，11 月上半月地产销售较 10 月同期继续回升，当前上市房企对 2021 年销售增速的预期普遍在 10%-20%之间。鉴于“十四五”规划建议在房地产的政策基调上并未进一步趋紧，预计 2021 年在销售和竣工的支撑下，房地产投资仍有望延续韧性。

图 4：地产开发商主要资金来源仍在持续改善中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：高频数据显示 11 月地产销售较 10 月有所改善

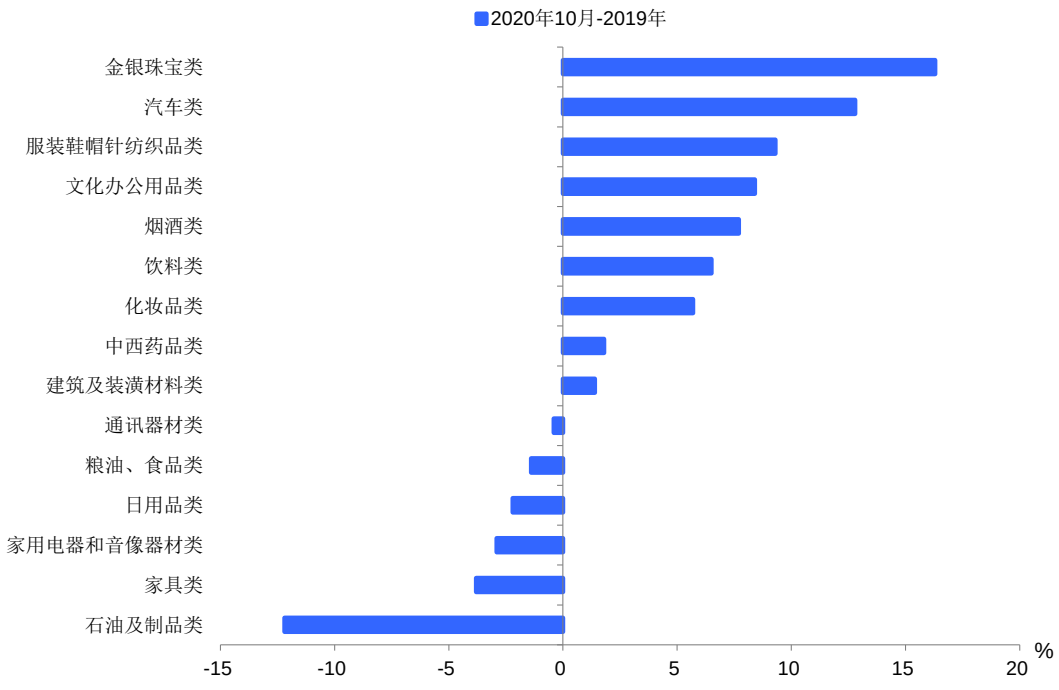


数据来源：Wind，东吴证券研究所

消费不及预期不足虑，居民消费意愿仍在回升。10 月社零名义同比 4.3%，低于市场预期的 5.2%。社零低预期有地产链下游产品家具、家电消费在地产竣工周期短期因素干扰原因；结构上餐饮收入同比首次转正至 0.8%，同时可选消费品珠宝、汽车、服装单月增速相对 2019 全年提升幅度较大，均体现了居民消费意愿的恢复。从限额以上产品贡献来看，汽车对限额以上增速贡献最大（+3.3pct），石油制品、通讯器材、家具家电合计拖累 1.2pct。往后看，2021 年疫苗落地有望形成消费恢复至疫情前水平的最大催化因素。

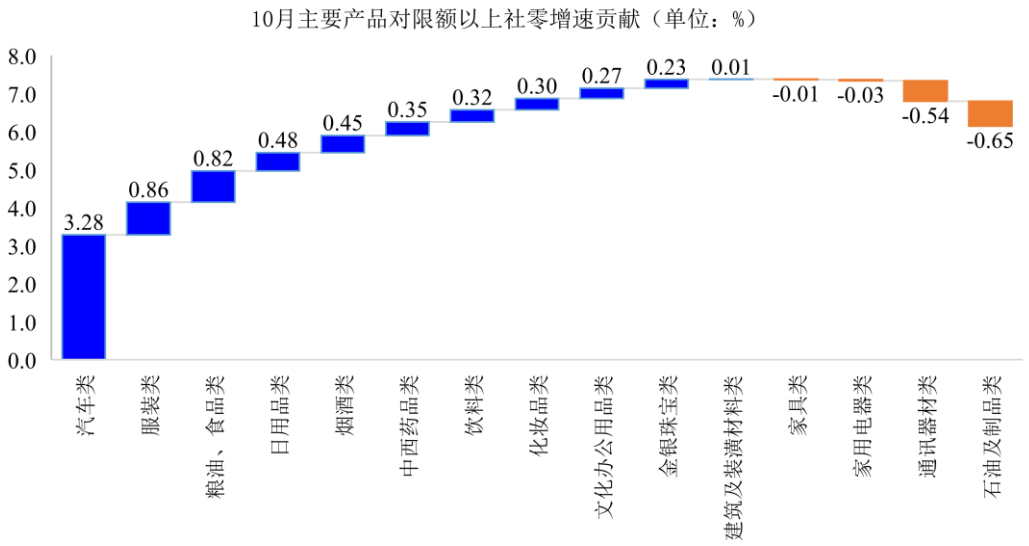
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：社零中各品类 10 月当月同比相较于 2019 年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：10 月主要产品对限额以上零售额增速贡献



数据来源：Wind，东吴证券研究所

风险提示：政策调整超预期、疫苗全面推广进度不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

