日期：2020 年 11 月 03 日

经济趋稳 物价速降 市场回暖

--2020 年 10 月份宏观经济数据预测

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

10 月份宏观数据预测：CPI=0.7，PPI=-2.0，出口=8.9，进口=14.3，顺差=370（USD）亿，M2=10.3，M1=8.0，新增信贷 8000 亿，信贷余额 13.0，工业 7.5，消费 6.5，投资 2.2。

市场看法：经济回升较为温和

整体上看，经济回升延续、价格继续回落、货币平稳的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期较为集中。虽然市场对经济回升速率的预期比较温和，认为延续改善方向不变，但经济将趋平稳成为市场主流预期。9 月份实际再超预期的实际数字公布后，市场对中国经济前景的预期应有上调，通胀回落进一步等到市场确认，工业、消费、投资的增长预测水准将在抬高的基础上至少有保持平稳的预期。

我们看法：经济回升 物价回落

中国疫情显然已处于可控状态，正式进入后疫情时代。经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工现象。正如笔者之前预期，疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。未来随着中国物价速降阶段来临，物价回落后货币平稳局面将推动市场产生利率下降预期。

房地产市场：量稳价平

由于中央对各地暗地放松楼市调控，甚至刺激楼市的地方政策保持高压态势，冒头就压，10 月楼市运行平稳，“金九银十”的季节性旺季并不突出。从月度波动上看，“金九银十”已多年不存在；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

政策平稳，市场回暖

经济和政策预期并不构成资本市场运行制约，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，或受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响，不过应该主要是忧虑供需失衡下市场运行本身的技术性波动而已。货币市场流动性虽然中性趋紧，但物价回落以及宽信用发展带来的融资利率下降趋势影响，在信用风险传染下降态势下，债市调整已经结束，正步入缓步回升阶段。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济回升较为温和

整体上看，经济回升延续、价格继续回落、货币平稳的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期较为集中。虽然市场对经济回升速率的预期比较温和，认为延续改善方向不变，但经济将趋平稳成为市场主流预期。9 月份实际再超预期的实际数字公布后，市场对中国经济前景的预期应有上调，通胀回落进一步等到市场确认，工业、消费、投资的增长预测水准将在抬高的基础上至少有保持平稳的预期。当海外疫情第二波出现时，市场已经认识到了这将会增加中国经济的海外需求，因而市场对未来外贸将保持乐观预期。市场唯一存在较大分歧的经济运行指标是消费，消费认识分歧表明，实际当中的高房价、收入因素和疫情得控等因素对消费的影响较为复杂，也更难以判断；在政策方面，货币增长将从疫情期间的临时性宽松后撤已成共识，市场预期差异只在速率方面；预期还表明，投资回升到持平状态后仍将缓慢上行，且机构间预期更趋一致；工业和消费前期就已回升至正增长状态，市场整体认为回升态势将延续，增长缓慢加速态势不变。

我们看法：经济回升 物价回落

中国疫情显然已处于可控状态，正式进入后疫情时代。经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工现象。正如笔者之前预期，疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，但一些直达实体的对冲疫情影响的扶助措施，在疫情后也将得到保留，整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。由于海外疫情面临冬季再爆发，海外经济压力更加不乐观，海外市场需求对中国的供给依赖还将进一步提高，外贸情况好转局面仍将延续，这也是笔者在国内疫情之初的判断。国内临时性救助政策的退出，尤其是货币宽松局面的边际收紧，以及注册制带来的供给增加，使得前期资本市场经历了一段调整期；但经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。未来随着中国物价速降阶段来临，物价回落后货币平稳局面将推动市场产生利率下降预期。货币当局下调基准货币利率概率上升；存准率下调的预期将再起，中国资本市场将逐渐走出目前低迷局面，延续分化、慢牛的格局，核心资产价值将得到体现，债券市场调整阶段结束迹象已越来越明显，上行阶段将到来！

10 月高频数据分析

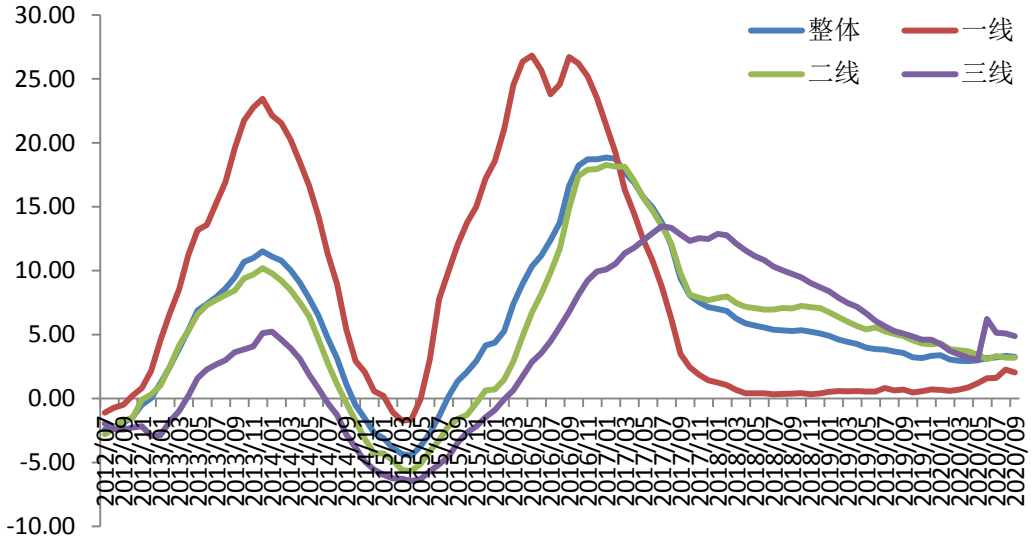
房地产市场：量稳价平

由于中央对各地暗地放松楼市调控，甚至刺激楼市的地方政策保持高压态势，冒头就压，10 月楼市运行平稳，“金九银十”的季节性旺季并不突出。前期一些地方放松楼市的行为，很快被叫停。这说明，中央出于经济大局和长远考虑的政策，在执行中还需要持续防备地方出于自身利益格局的或明或暗抵抗。10 月 31 日晚间，克尔瑞发布《2020 年 1-10 月中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》，显示 10 月份 TOP100 房企实现销售操盘金额 11440.7 亿元，环比下降 3.9%。从销售增长的趋势来看，单月销售操盘金额同比增幅在 8 月份达到 30.7%的顶峰值后便开始回落，9 月份落至 29.0%，10 月份更降至 25.2%，已低于 7 月份的增幅水平。经过前期的博弈，10 月楼市表现相对平稳，楼市政策博弈也无新热点出现，之前多地为区域利益在遵从中央严控政策的同时，又暗地偷偷出台支持政策，这类政策多被冠以其它名义，其中主要为人才吸引政策，楼市调控上中央和地方博弈的场景其实一直暗中在进行。

销售降温也意味着市场观望情绪渐强。克尔瑞数据显示，30 个重点监测城市商品住宅累计成交面积环比减少 7%，其中一线城市环比减少 21%。贝壳研究院统计数据，10 月份一线、二线、三四线城市的新房成交套数分别同比下降 2.8%、8.4%、6.8%。66 个城市在 10 月份的新房合计成交套数环比下降 13.7%，成交面积环比下降 12.9%。在楼市持续转冷的背景下，业内对于年底市场的表现流露出不乐观的情绪。由于金融侧收紧力度增强，未来两个月楼市的整体热度将有所降温。这对于处于年底销售冲击阶段的房企而言，将是更大的去化压力。

在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。针对楼市局面，调控加码城市断续出现，但每轮调控升级市场都理解为楼市将持续上扬的信号。资金监管方面，融资环境的收紧为房企融资带来了极大的压力，资金压力较大的房企开始加大推房力度。从各地实践情况看，各热点城市虽然调控收紧，看似热闹，但都未涉及能真正控房价的实质--增加持有期成本，因而楼市降温基本不可能。

图 1：中国百城房价指数呈上升态势（当月同比，%）



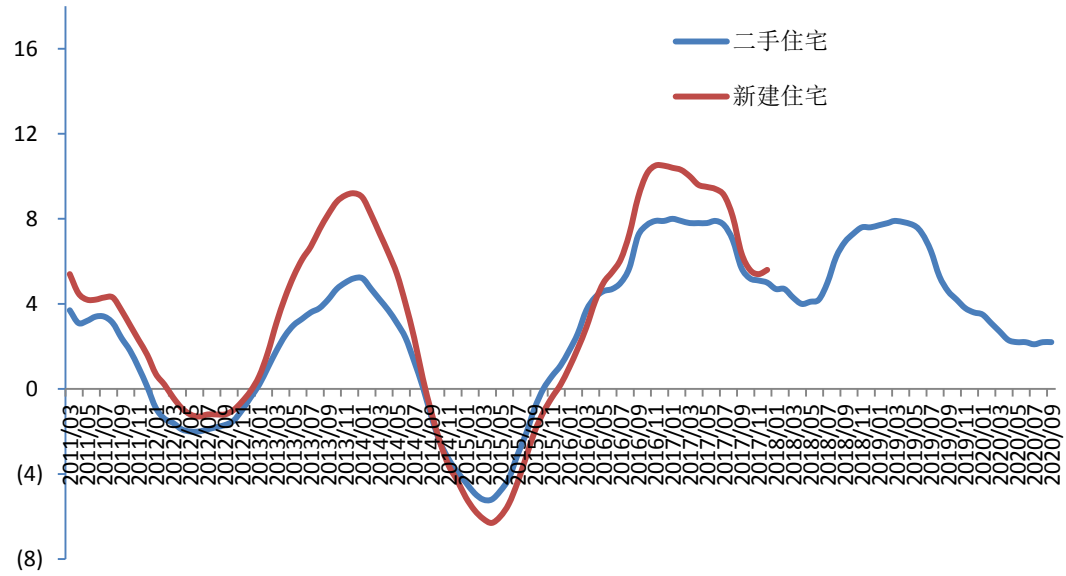
数据来源：wind，上海证券研究所

2020 年 9 月份，各地继续认真贯彻落实党中央、国务院部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实城市主体责任，着力稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展，70 个大中城市房地产市场价格涨幅略有回落。各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅回落或与上月相同，二三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅延续回落态势。

9 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.3%、0.5%、0.6%和 0.4%。二手住宅销售价格环比上涨 0.9%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.4%、1.0%、0.7%和 1.1%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.3%和 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.2 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅与上月相同。

一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.9%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 7.4%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.0%，涨幅与上月相同。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续 17 个月相同或回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.4%和 1.7%，涨幅比上月均回落 0.1 个百分点，均连续 18 个月相同或回落。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



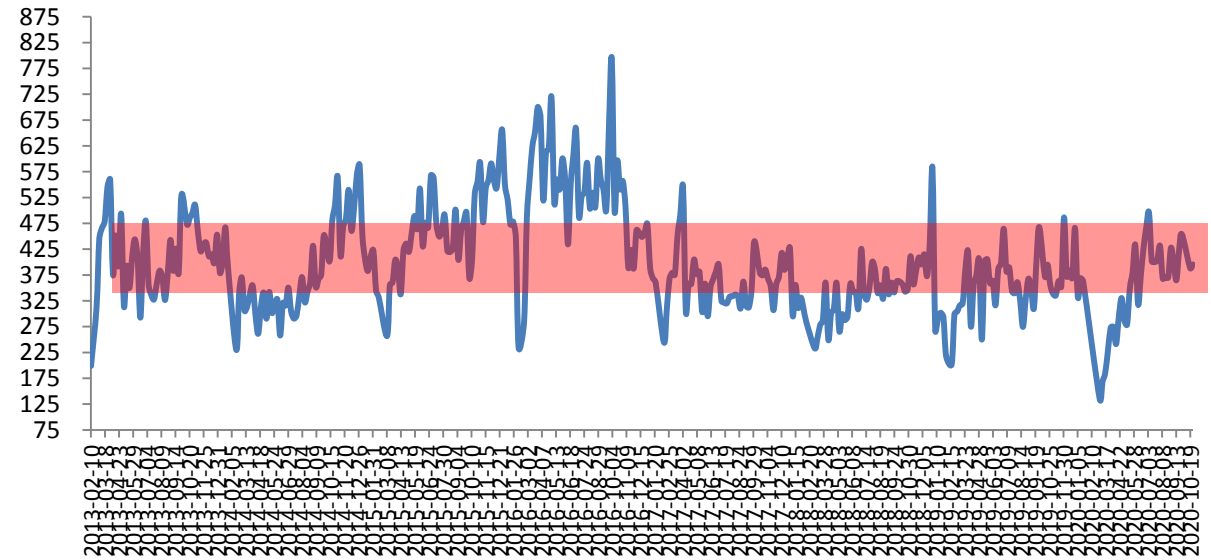
数据来源：wind，上海证券研究所

1-9 月份，商品房销售面积 117073 万平方米，同比下降 1.8%，降幅比 1-8 月份收窄 1.5 个百分点。其中，住宅销售面积下降 1.0%，办公楼销售面积下降 16.5%，商业营业用房销售面积下降 15.3%。商品房销售额 115647 亿元，增长 3.7%，增速提高 2.1 个百分点。其中，住宅销售额增长 6.2%，办公楼销售额下降 15.7%，商业营业用房销售额下降 17.1%。1-9 月份，东部地区商品房销售面积 48075 万平方米，同比增长 2.2%，增速比 1-8 月份提高 1.4 个百分点；销售额 64424 亿元，增长 8.9%，增速提高 2.3 个百分点。中部地区商品房销售面积 31459 万平方米，下降 7.0%，降幅收窄 1.5 个百分点；销售额 22890 亿元，下降 5.7%，降幅收窄 2.1 个百分点。西部地区商品房销售面积 32687 万平方米，下降 1.0%，降幅收窄 1.7 个百分点；销售额 24286 亿元，增长 2.1%，增速提高 1.8 个百分点。东北地区商品房销售面积 4852 万平方米，下降 8.9%，降幅收窄 1.3 个百分点；销售额 4046 亿元，下降 5.0%，降幅收窄 0.8 个百分点。9 月末，商品房待售面积 49581 万平方米，比 8 月末减少 471 万平方米。其中，住宅待售面积减少 419 万平方米，办公楼待售面积减少 15 万平方米，商业营业用房待售面积减少 62 万平方米。

随着货币条件的收紧，楼市成交活跃局面有所放缓。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象--2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 10 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 330.5.5 万方，上月为 410.5 万方，2019 年同期为 322.2 万方，

从月度波动上看，“金九银十”已多年不存在；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）

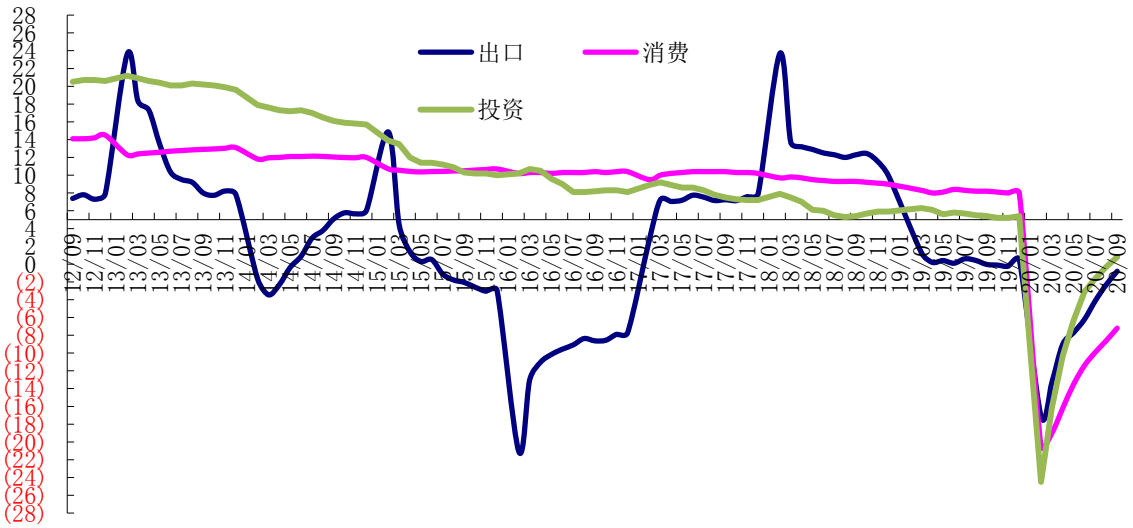


数据来源：wind，上海证券研究所

三架马车延续回升，投资继续领先

总体上，前三季度经济增速由降转升，经济运行持续稳定恢复。从需求、生产，还是从整个市场表现出来的信心和活力等方面来看，目前的经济回升态势都将延续。从投资看，前三季度固定资产投资同比增长 0.8%，年内首次由负转正。从先行指标看，前三季度新开工项目计划总投资同比增长 14.6%，增速比上半年加快 1.1 个百分点，而且是两位数的增长。固定资产投资本年实际到位资金增长了 4.8%，与上半年持平。从消费看，社会消费品零售总额季度增速年内首次转正。在疫情有效防控的背景下，居民不管是对实物消费还是服务消费的需求都在恢复过程中。9 月份，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%（扣除价格因素实际增长 2.4%，以下均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额 31428 亿元，增长 2.4%。1- 9 月份，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 246588 亿元，下降 7.2%。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，同比增长 0.8%， 1-8 月份为下降 0.3%。其中，民间固定资产投资 243998 亿元，下降 1.5%，降幅比 1-8 月份收窄 1.3 个百分点。从环比速度看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 3.37%。

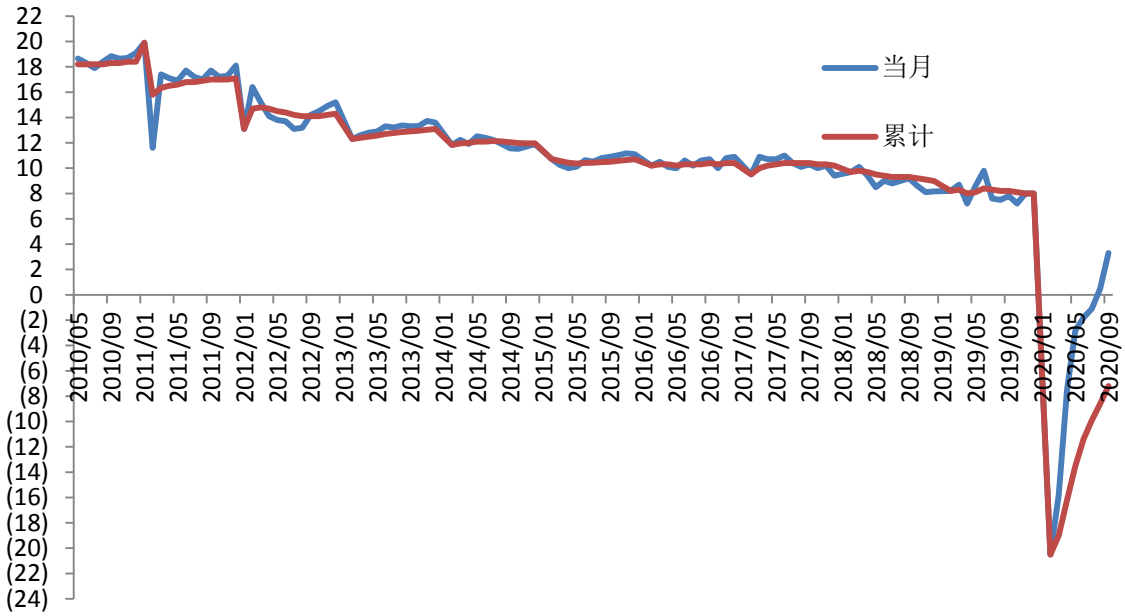
图 4：中国“三架”马车延续回升态势（%，当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

作为经济压舱石的仍然处在回升中。消费品市场月度好转态势进一步延续，消费转型升级加快推进，新型消费继续保持良好发展势头。从消费看，社会消费品零售总额季度增速年内首次转正。从增长面来讲，目前统计的 18 类商品类别中有 14 类转正，而且有 6 类实现了两位数增长。从服务消费来看，刚过去的 10 月初双节黄金周，根据有关部门的监测，全国零售和餐饮的重点监测企业日均销售额比去年十一黄金周增长了 4.9%。

图 5：中国消费增速变化（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

价格加速下降，通缩态势呈现

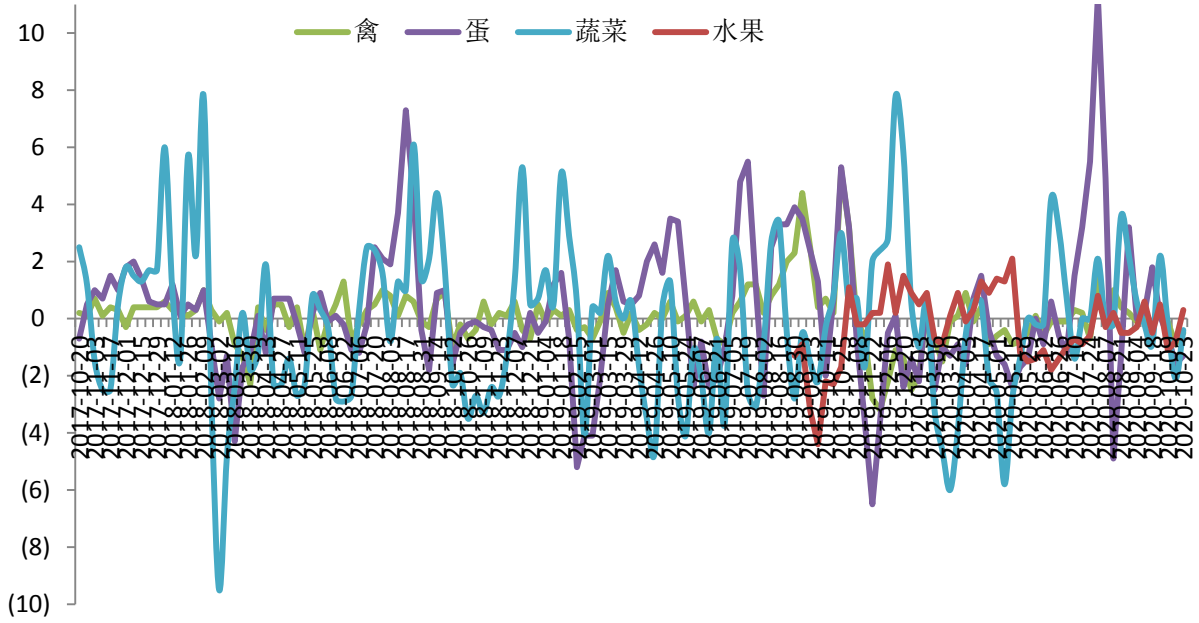
2020 年 9 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.7%。其中，城市上涨 1.6%，农村上涨 2.1%；食品价格上涨 7.9%，非食品价格持平；消费品价格上涨 2.6%，服务价格上涨 0.2%。1-9 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.3%。9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 0.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。

9 月份，食品烟酒类价格同比上涨 6.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.00 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 22.6%，影响 CPI 上涨约 1.39 个百分点，其中猪肉价格上涨 25.5%，影响 CPI 上涨约 1.00 个百分点；鲜菜价格上涨 17.2%，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点；水产品价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；蛋类价格下降 15.8%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；鲜果价格下降 6.9%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。其他七大类价格三涨四降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.3%、1.5%和 0.7%；交通和通信、居住价格分别下降 3.6%和 0.8%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.4%和 0.1%。

9 月份，食品烟酒类价格环比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。食品中，鲜果价格上涨 7.3%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点，其中猪肉价格下降 1.6%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。其他七大类价格环比两涨三平两降。其中，衣着、教育文化和娱乐价格分别上涨 0.9%和 0.8%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.9%和 0.1%。

笔者一直认为，经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了此判断。“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的低位运行状态持续，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。我们预计 10 月份 CPI 环比变动为-0.2，在基数效应影响下，CPI 同比为 0.7。

图 6：商务部食用品价格指数波动中下降（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

食品价格是影响 CPI 走势的主要因素。前三季度，食品价格比去年同期上涨 14.3%，涨幅比上半年回落 1.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点，占 CPI 总涨幅的近九成。其中，猪肉价格上涨 82.4%，涨幅比上半年回落 21.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点，占 CPI 总涨幅的近七成。今年前两个月，猪肉价格上涨较快，同比涨幅一度高达 135.2%。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，猪肉价格同比涨幅逐步回落，9 月份已回落至 25.5%。在猪肉价格上涨带动下，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格也有所上涨，前三季度分别上涨 17.9%、10.3%、5.8%和 4.5%，合计影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点。今年汛期降水量偏多，多地发生洪涝灾害，不利于鲜菜生长和储运，近几个月鲜菜价格涨幅较高，前三季度平均上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点。受去年同期对比基数较高影响，今年以来鲜果价格同比持续下降，前三季度平均下降 15.1%，影响 CPI 下降约 0.30 个百分点。其他食品中，水产品价格上涨 3.4%，鸡蛋价格下降 8.7%，粮食和食用植物油等价格基本稳定。

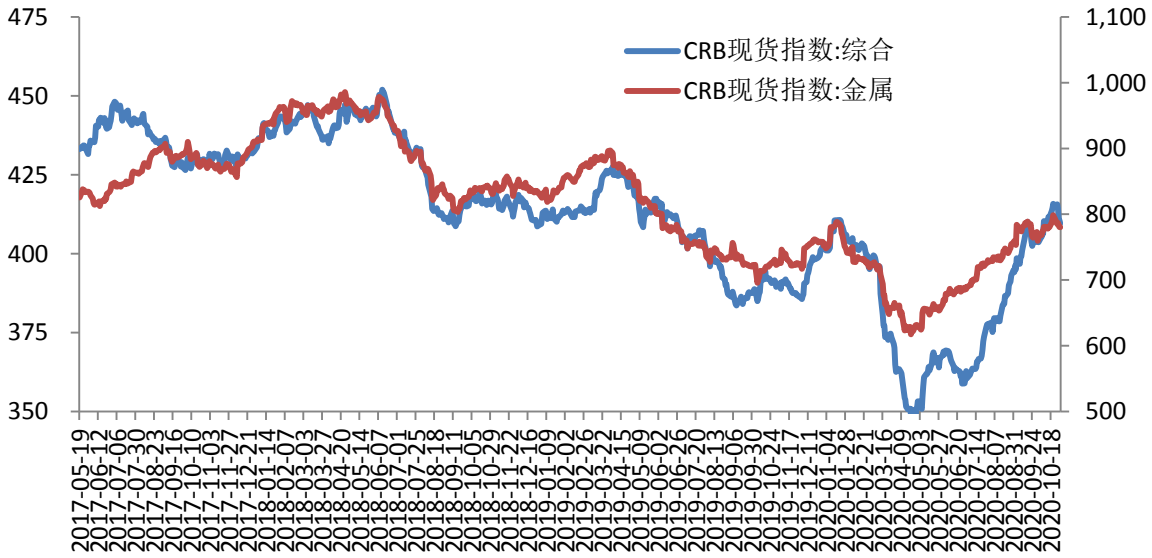
PPI 月度同比降势有所趋缓。前三季度，PPI 比去年同期下降 2.0%，其中三季度比二季度收窄 1.0 个百分点。分月看，1 月份 PPI 同比微涨 0.1%；2 月份起，受新冠肺炎疫情等因素影响，国内生产和投资受到抑制，工业品需求偏弱，PPI 同比转降后降幅逐月扩大，5

月份降幅达 3.7%；随着国内疫情防控取得重大战略成果，市场需求持续恢复，6 月份后 PPI 同比降幅逐月收窄，8 月份收窄至 2.0%；9 月份，PPI 同比下降 2.1%，比 5 月份最低点收窄 1.6 个百分点。

生产资料价格下降较多。前三季度，生产资料价格比去年同期下降 3.0%，降幅与上半年相同，影响 PPI 下降约 2.20 个百分点。在疫情冲击、产油国“价格战”等多重因素叠加影响下，国际原油价格震荡下跌，导致国内石油相关行业价格下降较多。石油和天然气开采业价格下降 26.8%，化学纤维制造业价格下降 14.4%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 13.8%，化学原料和化学制品制造业价格下降 6.8%，上述四个行业合计影响 PPI 下降约 1.31 个百分点。随着国内疫情防控形势持续转好，房地产和汽车等行业逐渐复苏，对金属产品的需求增加，带动相关行业价格降幅收窄。前三季度，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.5%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.7%，降幅比上半年分别收窄 0.6 和 1.5 个百分点。

生活资料价格总体上涨。前三季度，生活资料价格比去年同期上涨 0.8%，涨幅比上半年回落 0.2 个百分点，影响 PPI 上涨约 0.21 个百分点。其中，受屠宰及肉类加工行业价格上涨影响，农副食品加工业价格涨幅最大，上涨 6.0%，影响 PPI 上涨约 0.35 个百分点。其他生活资料价格有涨有跌，文教、工美、体育和娱乐用品制造业价格上涨 3.7%，医药制造业价格上涨 0.7%；纺织业价格下降 4.7%，纺织服装服饰业价格下降 1.0%。。

图 7：大宗商品走势开始走平



数据来源：wind，上海证券研究所

10 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 10 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 10 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
10/30	PMI	52.0	51.5	51.2	49.3
11/1	财新 PMI	53.0	53.0	53.0	51.7
11/10	CPI 涨幅%	0.7	1.7	1.7	3.8
	PPI 涨幅%	-2.0	-2.1	-2.2	-1.6
11/7	出口增速%	8.9	9.9	10.9	-0.8
	进口增速%	14.3	13.2	0.5	-6.1
	贸易顺差（亿美元）	37	37	620	42.3
11/16	当月投资（计算数）%	36.9	-4.8	-1.0	-22.5
	当年累计%	2.2	0.8	1.0	5.2
11/16	工业增加值%	7.5	6.9	6.0	4.7
	当年累计%	1.6	1.2	1.0	5.6
11/13	M2 增速%	10.3	10.9	10.2	8.4
	M1 增速%	8.0	8.1	7.5	3.3
	信贷新增（10 亿元）	800	1900	1700	661.3
	信贷增速	13.0	13.0	12.9	12.4
11/16	消费增速%	6.5	3.3	1.5	7.2
	当年累计%	-6.0	-7.2	-8.0	8.1
1/20	4 季度 GDP 增速%	上月预测：6.5		本月调整：6.5	
	当年累计%	上月预测：2.1		本月调整：2.1	

数据来源：上海证券研究所。

工业经济运行已恢复正常

在疫情初期之时，笔者就预言，只要中国疫情得到控制，生产型经济体通过“赶工”，经济会快速复苏，以及疫情后会经历 2-3Q 的经济快速增长期。海内外疫情形势的变化，使得海外世界对中国制造的需求上升，中国出口需求增长迅速，加之国内投资和消费的回升，中国工业经济运行迅速回升到正常状态。 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月份加快 1.3 个百分点。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.18%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 1.2%。

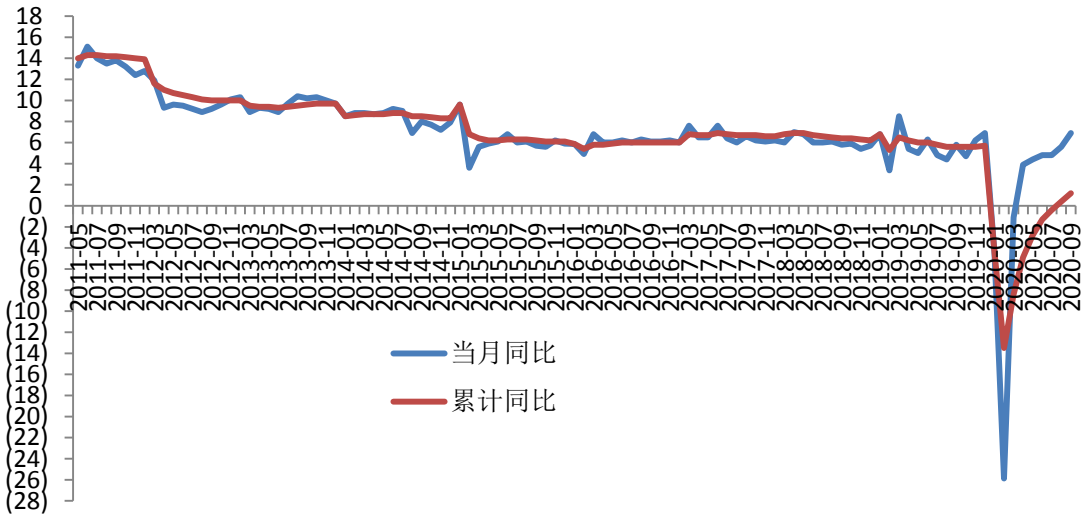
分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.6 个百分点；制造业增长 7.6%，加快 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%，回落 1.3 个百分点。

分经济类型看，9 月份，国有控股企业增加值同比增长 6.5%；股份

制企业增长 6.8%，外商及港澳台商投资企业增长 7.1%；私营企业增长 7.9%。

分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.7%，纺织业增长 5.6%，化学原料和化学制品制造业增长 7.5%，非金属矿物制品业增长 9.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长 3.5%，通用设备制造业增长 12.5%，专用设备制造业增长 8.0%，汽车制造业增长 16.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.9%，电气机械和器材制造业增长 15.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.0%，电力、热力生产和供应业增长 4.2%。。

图 8：中国工业经济的深 V 走势



数据来源：wind，上海证券研究所

工业增长回升的同时，工业经济效益也呈现改善态势，生产需求逐步恢复，产业循环持续改善，工业企业利润稳步回升。1-9 月份，规模以上工业企业实现利润 43665.0 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1-8 月份收窄 2.0 个百分点。其中，三季度利润增长 15.9%，增速比二季度加快 11.1 个百分点。生产销售快速恢复，利润逐季好转。受益于疫情防控和经济社会发展统筹推进，工业企业生产销售迅速恢复、稳健增长，供需关系持续改善。三季度，规模以上工业增加值同比增长 5.8%，营业收入增长 4.8%，均呈逐季回升态势。在收入稳步回升的带动下，工业企业利润增速由一季度下降 36.7%，到二季度增长 4.8%，再到三季度加快回升至 15.9%，呈现“由降转升、增长加快”的走势。

利润增长的行业增多，重点行业拉动明显。三季度，在 41 个工业大类行业中，有 31 个行业利润同比增加，比二季度增加 6 个；其中 24 个行业利润增速超过两位数。新增利润最多的行业主要是：

汽车制造业增长 53.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 52.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 39.1%，通用设备制造业增长 32.4%，电力、热力生产和供应业增长 22.4%，电气机械和器材制造业增长 16.8%，这六个行业合计拉动三季度规模以上工业企业利润同比增长 10.0 个百分点。

企业盈利状况逐季好转，利润增长均衡性明显改善。主要工业板块利润均保持两位数增长。三季度，装备制造业利润同比增长 22.5%，拉动规模以上工业企业利润增长 7.8 个百分点。其中，受益于环保标准切换、基建项目加快推进以及促消费等多项政策扶持，汽车、通用设备、专用设备等行业盈利在二季度率先恢复，当季分别增长 26.0%、28.2%和 63.5%，三季度均继续保持 20%以上较快增长。原材料制造业利润增长由负转正，三季度同比增长 23.0%，二季度为下降 17.9%。其中，在市场需求恢复、产品价格回升等因素作用下，石油加工、钢铁、有色等行业利润由二季度的两位数下降转为三季度 30%以上增长。消费品制造业利润稳定恢复，三季度增长 14.3%，比二季度加快 4.2 个百分点。其中，食品制造、烟草、纺织、造纸等行业利润增速均在 20%以上。

用电增长态势放缓，表明经济将走平

前三季度国民经济和能源消费增速均由负转正，国内生产总值同比增长 0.7%，能源消费总量同比增长 0.9%。前三季度，全社会用电量 5.41 万亿千瓦时，同比增长 1.3%，一、二、三季度全社会用电量增速分别为-6.5%、3.9%、5.8%，经济运行稳步复苏是用电量增速回升的最主要原因。全社会用电量增速变化趋势，反映出随着疫情影响逐步减弱以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得进展。

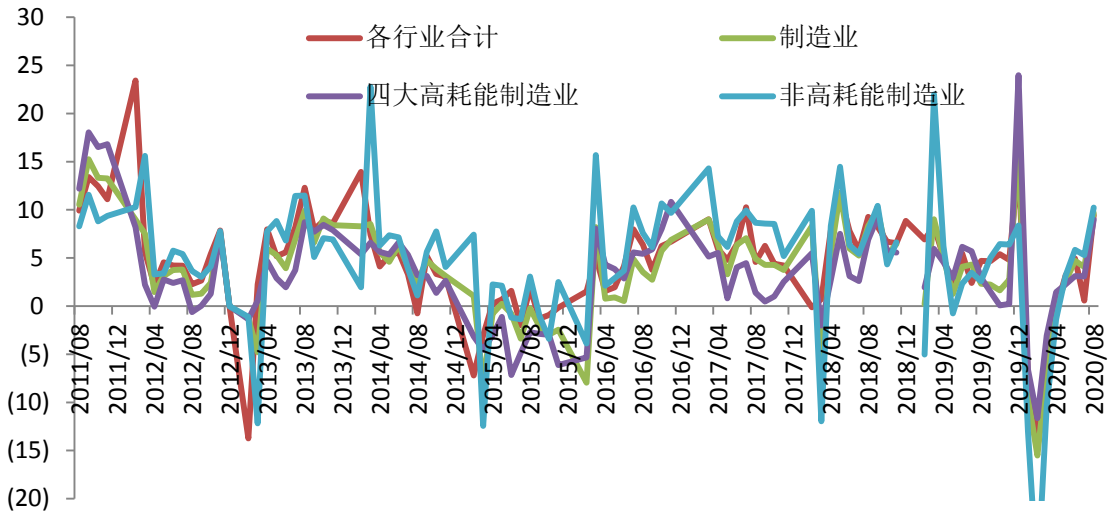
第一产业用电量同比增长 9.6%，畜牧业和渔业用电量快速增长。

第二产业用电量同比增长 0.5%，三季度增速继续回升。第三产业用电量同比下降 0.2%，信息传输/软件和信息技术服务业用电量继续高速增长。城乡居民生活用电量同比增长 6.0%，三季度增速有所回落。前三季度，城乡居民生活用电量 8498 亿千瓦时，同比增长 6.0%，一、二、三季度增速分别为 3.5%、10.6%、5.0%，受 7 月华东、华北部分省份以及 9 月华东、南方部分省份气温较常年同期偏低影响，三季度增速有所回落。五是西部地区用电增速领先，全国有 22 个省份用电量为正增长。

前三季度，第三产业用电量 8975 亿千瓦时，同比下降 0.2%。随着复商复市的持续推进，第三产业用电量增速已逐渐好转，一、二、三季度增速分别为-8.3%、0.5%、5.9%。依托大数据、云计算、物

联网等新技术快速发展，前三季度信息传输/软件和信息技术服务业用电量同比增长 26.5%。

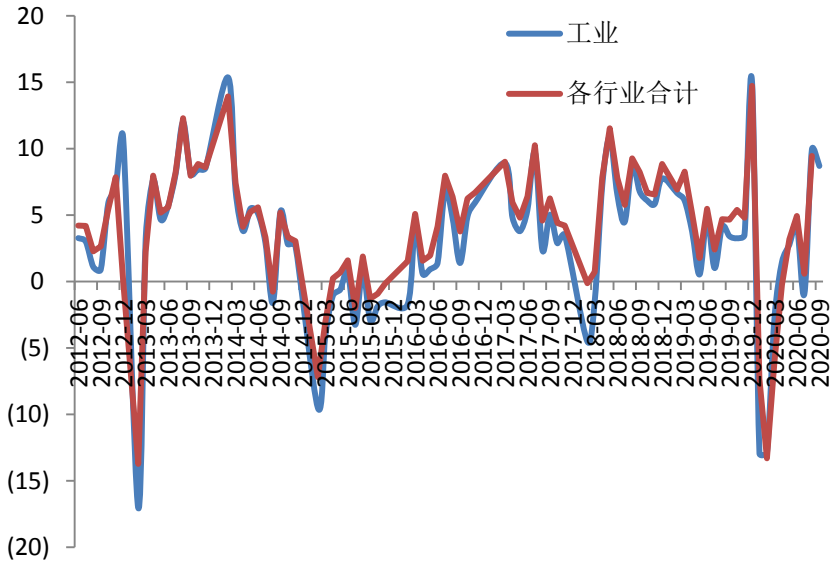
图 9：各行业用电增长回升态势放缓（同比，月）



数据来源：wind，上海证券研究所

前三季度，第二产业用电量 3.60 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，一、二、三季度增速分别为-8.8%、3.3%、5.8%，复工复产持续推进拉动三季度增速继续回升。前三季度，制造业用电量增长 0.7%，其中，四大高载能行业、其他制造业行业、高技术及装备制造业、消费品制造业用电量增速分别为 1.7%、1.3%、1.1%、-4.3%。三季度，高技术及装备制造业用电量增速上升至 10.8%，是当前工业生产中的一大亮点。

图 10：工业和行业用电增长再度跨苏上行（当月同比，%）



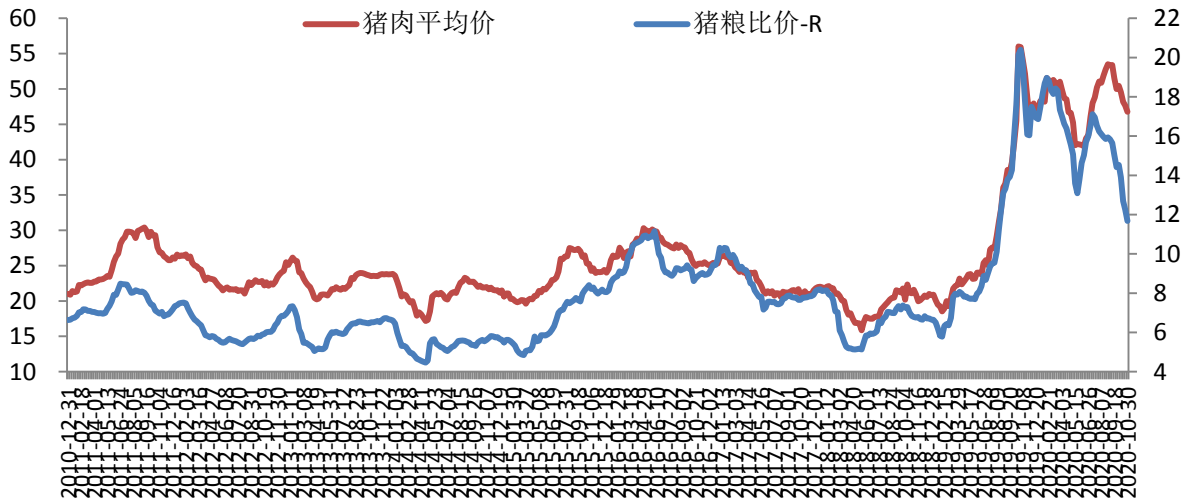
数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性回落，生产资料价格继续走低

供应恢复滞后叠加季节性因素影响，猪肉价格经历了前期较长的回落，及约 2 月的持续小幅回升后，9 月始疲软态势再现；叠加食用品的季节性影响，食用品种类价格回落；整体消费价格持续下降将现加速态势速。但来 CPI 在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。据商务部监测，10 月 1 日-8 日，全国百家大型农副产品批发市场粮油价格基本稳定，粮食价格比节前一周；食用油价格上涨 0.2%。肉类价格基本平稳，猪肉价格比节前一周下降 1.0%，牛肉价格上涨 0.4%，羊肉价格上涨 0.2%。禽蛋价格略有波动，白条鸡价格比节前一周上涨 0.2%，鸡蛋价格下降 0.9%。蔬菜水果价格小幅上涨，6 种水果、30 种蔬菜平均批发价格比节前一周分别上涨 1.2%、0.4%。10 月 12 日至 18 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 1.8%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.4%。10 月 19 日至 25 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 1.4%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.3%。10 月 26 日至 11 月 1 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.9%，生产资料市场价格比前一周下降 0.1%。

分月看，CPI 同比涨幅总体呈回落态势。受新冠肺炎疫情和春节等因素叠加影响，1、2 月份上涨较多，同比分别上涨 5.4%和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，市场供需状况逐步恢复，CPI 同比涨幅也从 3 月份的 4.3%逐月回落到 5 月份的 2.4%；6、7 月份，受多地高温、降雨及洪涝灾害影响，涨幅略有扩大；随着生猪产能逐步恢复，翘尾影响逐渐减弱，8 月份同比涨幅再次回落，9 月份进一步回落至 1.7%。食品价格是影响 CPI 走势的主要因素。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，猪肉价格同比涨幅逐步回落，9 月份已回落至 25.5%。

图 10：猪肉价格持续回落后反弹（全国，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

经济走平，物价跳水

尽管中国经济进入后疫情时代，以及前期经济复苏强劲表现延续，市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变，货币政策稳健中性预期亦维持，物价仍将下行后再趋反弹回稳。9 月份的经济运行延续了强势，经济指标多超预期强劲增长，但近期的经济状况并没有改变市场对经济将趋平稳的预期。从货币增长和利率、RRR 的预测状况看，市场对稳健货币政策基调的认识已高度一致和稳定：货币和信贷增长将从疫情期间的暂时性放松缓慢后撤，利率体系亦将保持平稳。

市场整体上认为经济已渡过疫情冲击后的反弹阶段，已转平稳，2021 年的高增长只是基数低而已。从分项指标看，工业、投资、消费和外贸的增长预期都有所提高，尤其是笔者最为看重的投资增长，但对体现综合经济运行情况的 GDP，市场对 Q4 经济增长存在明显忧虑，这或受中长期经济前景担忧的影响，表明市场对全球经济的忧虑更趋严重。整体看，受海外疫情恶化影响，市场预期对经济的信心略有波动，与前期比，忧虑情绪略有上升，表明悲观情绪有所回头。

从 CPI 和 PPI 的预期变动看，物价短期回落仍有一定预期；笔者一直认为，经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了此判断，未来通胀的回落或再超市场预期。

政策平稳，市场回暖

对于货币政策，近期市场预期为宽松状态后撤结束，广义货币增长各期市场预期值略有提高，表明市场认为收紧幅度非常缓和；降息和降准预期都短期都已消退。经济格局的市场预期表明--由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后中国经济运行的复杂性进一步上升。综合来看，海内外疫情不同的防控态势，增加了经济形势的复杂性。国内疫情已得到控制，宏调政策重心在于“直达实体”，不同于房地产繁荣的新“宽信用”得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。经济和政策预期并不构成资本市场运行制约，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，或受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响，不过应该主要是忧虑供需失衡下市场运行本身的技术性波动而已。货币市场流动性虽然中性趋紧，但物价回落以及宽信用发展带来的融资利率下降趋势影响，在信用风险传染下降态势下，债市调整已经结束，正步入缓步回升阶段！

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。