

基本面复苏延续，内外需共振向好

——宏观月报

报告要点：

● PMI 保持强势，供需稳中向好

作为我国经济的重要先行指标，10月中采制造业PMI指数为51.4%，较上月回落0.1个百分点，略高于市场预期，连续8个月处于荣枯线之上；非制造业PMI指数为56.2%，较上月上升0.3个百分点。综合PMI产出指数为55.3%，较上月上升0.2个百分点。总体来看，生产平稳，需求向好。供给端良好趋势不变，原材料价格和出厂价格均小幅度回升；需求端服务业景气上升，建筑业保持高景气度，但就业压力仍然存在。

● 猪价回落拉低CPI，工业增加值维持高增

10月CPI同比上涨0.5%，较上月减少1.2个百分点，猪肉价格同比由增转降为主要驱动因素。10月PPI同比变动-2.1%（前值-2.1%），维持温和修复趋势。10月规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速较上月持平；1-10月工业增加值累计同比增长1.8%，较上期回升0.6个百分点。工业增加值增速超出市场预期，经济持续恢复。

● 消费、投资均向好，出口数据表现亮眼

消费方面，10月社零同比增速4.3%，较上月回升1个百分点，略低于市场预期。必选消费稳定增长，可选消费维持高景气。必选品中粮油食品、日用品保持高增。汽车销量维持高景气。投资方面，制造业投资继续修复，1-10月制造业投资累计增速回升至-5.3%，降幅较1-9月收窄1.2个百分点，医药、计算机设备维持高增，有色冶炼，铁路船舶回暖。伴随工业企业利润的持续修复，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。进出口方面，10月我国进出口同比增长8.4%。其中，出口同比增长11.4%，较上月回升1.5个百分点；进口方面，由于双节商家提前备货及疫情对海外供给的影响，同比增长4.7%，较前值13.2%出现大幅回落。

● 政府债券拉动社融，信贷结构持续改善

10月社融余额同比增速13.7%，比上月高出0.2个百分点。伴随经济修复，M2增速仍维持高位，信贷结构持续改善。本月政府债券对社融的拉动作用仍然较大，表外融资出现回落。四季度政府债券发行趋于回落，表外融资或将进一步边际下滑，但在基本面延续修复的大背景下，社融增速可能尚未达到拐点。

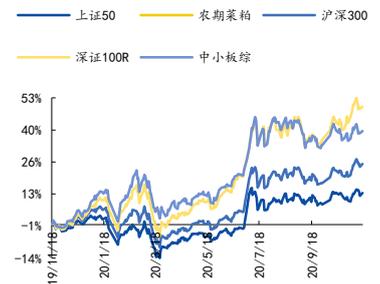
整体上看，10月宏观经济延续修复趋势。PMI保持强势，工业增加值稳步回升，制造业加速回暖。消费总体高景气，投资继续好转，出口数据表现亮眼。货币金融方面，在适度灵活的稳健货币政策下，政府债继续拉动社融增长，M1持续回升。预计年末我国基本面将持续向好，考虑到中国与日韩、东盟正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》，有利于对外贸易长期发展。需关注信用债市场波动及对金融监管政策的影响情况。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13850.83
沪深300：	4904.17
中小盘指：	4434.14
创业板指：	2712.41

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《国元宏观-消费高景气，投资有韧性-10月经济数据点评》2020.11.17
- 《国元宏观-政府债券拉动社融，信贷结构持续改善-10月金融数据点评》2020.11.12

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyqz.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 保持强势，供需稳中向好.....	4
1.1 PMI 连续 8 个月站上荣枯线，需求提升.....	4
1.2 原材料价格、出厂价格小幅回升.....	4
1.3 大型企业保持扩张，服务业景气上升.....	5
2. 猪价回落拉低 CPI，PPI 修复趋势不改.....	6
2.1 猪肉价格回落拉低 CPI.....	6
2.2 原油价格震荡下行，PPI 温和修复.....	7
3. 10 月工业增加值维持高增.....	7
4. 必选消费稳定增长，可选消费维持高景气.....	8
5. 投资略超预期，基建平稳回升.....	9
6. 出口数据表现亮眼，后续趋势仍向好.....	11
6.1 出口数据表现亮眼.....	11
6.2 进口增速出现回落.....	11
7. 政府债券拉动社融，信贷结构持续改善.....	12
7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值.....	12
7.2 中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善.....	13
7.3 社融维持高增，表外融资出现回落.....	13

图表目录

图 1：生产与新订单.....	4
图 2：中采 PMI 分项.....	4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数.....	4
图 4：大型企业 PMI 保持扩张.....	5
图 5：建筑业生产加快.....	5
图 6：10 月 CPI 加速回落.....	6
图 7：10 月核心 CPI 与小幅回落.....	6
图 8：猪肉价格同比继续回落.....	6
图 9：猪肉拉动 CPI 由增转降.....	6
图 10：10 月 PPI 同比降幅持平.....	7

图 11: 石化产业链拖累 PPI.....	7
图 12: 10 月工业增加值维持高增.....	8
图 13: 四大产业工业增加值同比.....	8
图 14: 上游行业继续回升.....	8
图 15: 主要工业品产量维持高增.....	8
图 16: 10 月社零继续修复.....	9
图 17: 必选消费回升.....	9
图 18: 汽车仍是社零增长的拉动项.....	9
图 19: 固定资产投资完成额继续回升.....	10
图 20: 房地产维持高景气.....	10
图 21: 制造业投资平稳修复.....	10
图 22: 房地产累计销售年内即将转正.....	10
图 23: 办公楼投资回升较快.....	10
图 24: 商品房销售面积回升.....	10
图 25: 进出口仍保持高景气度.....	12
图 26: 机电产品出口回暖, 防疫物品维持高增.....	12
图 27: 外需进一步回暖.....	12
图 28: 大宗商品进口金额维持较高增速.....	12
图 29: M1 与 M2 剪刀差边际收缩.....	12
图 30: 新增人民币存款情况.....	12
图 31: 居民中长期贷款仍维持高景气度.....	13
图 32: 企业中长期贷款超季节性增长.....	13
图 33: 10 月社融维持高增.....	14
图 34: 政府债券对社融拉动作用仍较大.....	14

1. PMI 保持强势，供需稳中向好

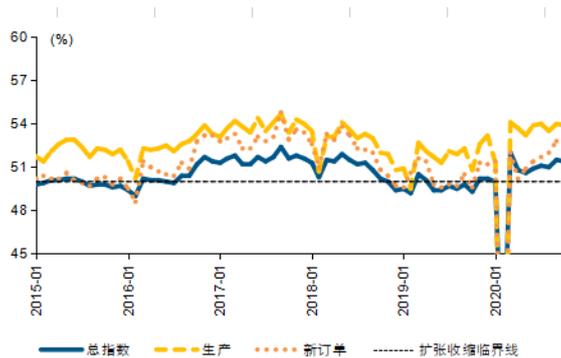
1.1 PMI 连续 8 个月站上荣枯线，需求提升

10 月中采制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月数据基本持平，略高于市场预期，连续 8 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.2%，较上月上升 0.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.3%，较上月上升 0.2 个百分点。

从细分项来看，10 月生产指数为 53.9%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 8 个月维持在 53% 以上，工业生产良好趋势继续延续。新订单指数较上个月保持不变，维持在 52.8%，其中新出口定单指数上行 0.2 个百分点至 51.0%，继续保持在荣枯线以上。内需方面，制造业生产继续回升，需求稳步改善。外需方面，海外疫情的持续恶化加速了订单转移到国内，出口替代优势明显。

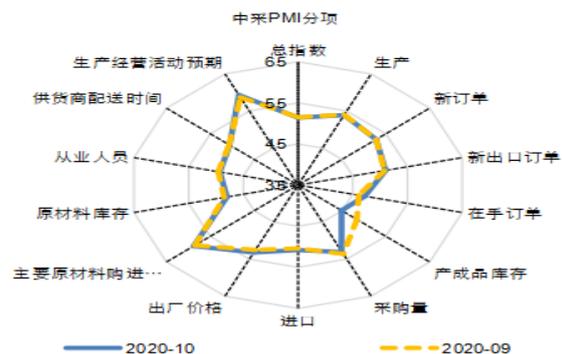
在库存方面，原材料库存指数回落 0.5 个百分点至 48.0%；产成品库存指数回落 3.5 个百分点至 44.9%。制造业主要原材料、产成品库存量减少，但生产指数相对平稳，反映了需求端的提升较好。在就业方面，从业人员指数小幅回落 0.3 个百分点至 49.3%，仍处于荣枯线之下，就业压力仍然存在。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

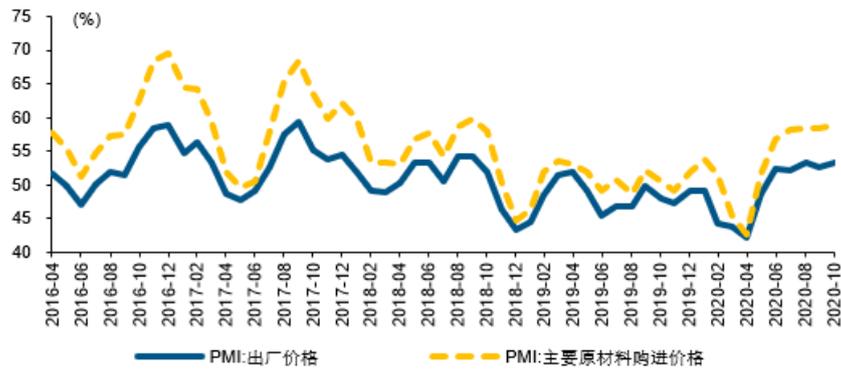


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.2 原材料价格、出厂价格小幅回升

10 月主要原材料购进价格指数为 58.8%，较上月小幅回升 0.3 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 0.7 个百分点。10 月煤炭和钢铁等原材料价格还是维持高位，考虑到冬天的煤炭需求量会增加，价格下降的概率较小，原材料购进价格指数与出厂价格指数的剪刀差相比上个月有所收窄，或许是由市场需求回升向企业利润传导的信号。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



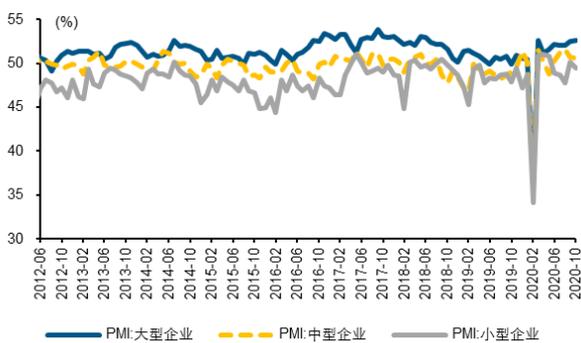
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.3 大型企业保持扩张，服务业景气上升

10月大中小型企业制造业PMI分别为52.6%、50.6%、49.4%，较上月分别上升0.1，回落0.1，回落0.7个百分点。自3月以来，大型企业PMI指数已连续8个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间。小型企业PMI再次回到荣枯线以下，可能与建筑业景气放缓有关。

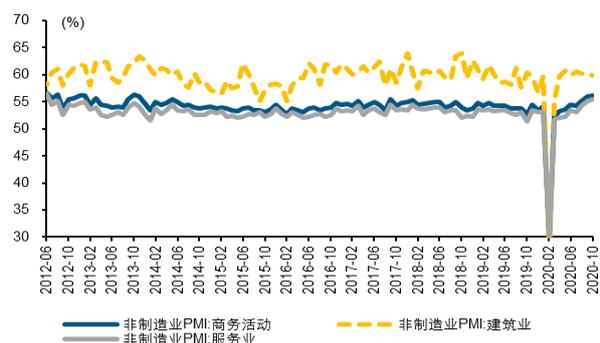
10月非制造业PMI为56.2%，较上月上升0.3个百分点。其中服务业PMI指数为55.5%，较上月上升0.3个百分点。建筑业PMI指数为59.8%，较上月回落0.4个百分点。服务业恢复态势向好。服务业商务活动指数继续回升，在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，消费需求加快释放。建筑业指数虽回落，但仍保持较高景气水平，运行总体平稳。随着新签订的工程合同量增长，企业用工量增加，基础设施建设生产活动有所加快，未来方向明确。

图4：大型企业PMI保持扩张



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图5：建筑业生产加快



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2. 猪价回落拉低 CPI, PPI 修复趋势不改

2.1 猪肉价格回落拉低 CPI

国家统计局 11 月 10 日公布数据显示, 10 月 CPI 同比+0.5% (前值+1.7%), 较上月减少 1.2 个百分点; 环比-0.3% (前值+0.2%), 较上月减少 0.5 个百分点。10 月 PPI 同比-2.1% (前值-2.1%), 与上月持平; 环比变动 0% (前值+0.1%), 较上月回落 0.1 个百分点。CPI 略低于市场预期, PPI 基本符合市场预期。

10 月食品 CPI 同比+2.2%, 增速较上月回落 5.7 个百分点; 非食品 CPI 同比 0%, 与上月持平。核心 CPI 同比+0.5%, 与上月持平。

10 月食品烟酒类价格同比+2.4%, 拉动 CPI 约 0.76 个百分点, 仍是带动 CPI 上涨的主要因素。食品中猪肉价格环比下跌 7%, 同比由上月+25.5%转为-2.8%, 拖累 CPI 约 0.13 个百分点; 鲜菜价格同比+16.7%, 略有放缓, 拉动 CPI 约 0.38 个百分点。生猪生产持续恢复, 存栏不断改善, 猪肉价格环比降幅扩大。受天气好转, 供给量改善影响, 鲜菜价格环比由上月+2.4%转为-2.1%。其他七大类中, 教育文娱, 衣着用品需求继续恢复, 价格环比小幅上行, 房租价格环比持平, 同比下降 1.1%仍在低位。

图 6: 10 月 CPI 加速回落



资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国元证券研究中心

图 7: 10 月核心 CPI 与小幅回落



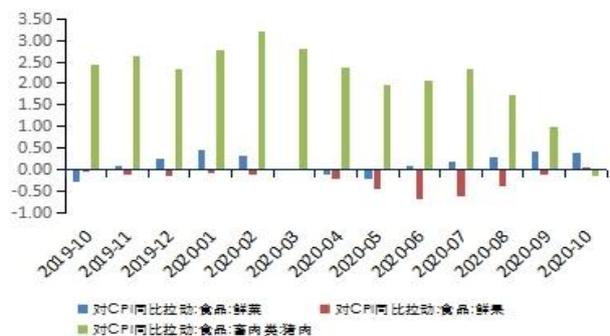
资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国元证券研究中心

图 8: 猪肉价格同比继续回落



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 9: 猪肉拉动 CPI 由增转降



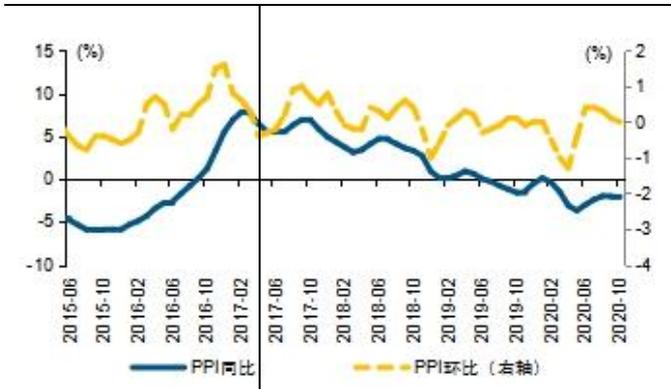
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

2.2 原油价格震荡下行，PPI 温和修复

10 月 PPI 生产资料价格同比变动-2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；环比变动+0.1%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；生活资料价格同比变动-0.5%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点；环比变动-0.1%，降幅与上月相同。

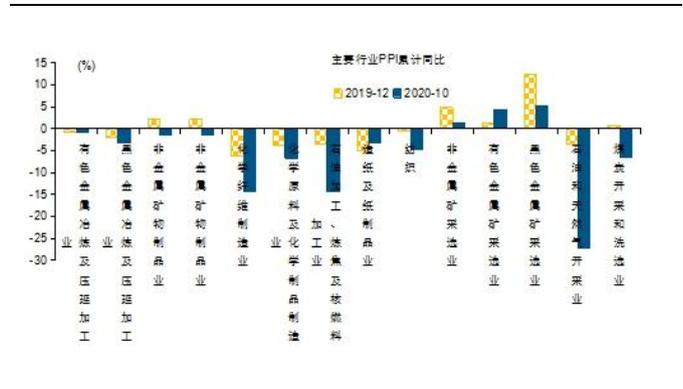
国际原油价格本月继续震荡下行，石油天然气产业链出厂价格环比继续回落。细分行业看，石油天然气开采业（-4.9%），石油煤炭及其他燃料加工业（-1.6%）环比跌幅靠前。煤炭迎来冬储需求推动价格上行，煤炭开采和洗选业（+2.1%）环比增幅扩大 1.8 个百分点。其他行业中，化学原料和化学制品制造业（+1.1%），化学纤维制造业（+1%），黑色金属矿采选业（+0.7%）环比涨幅靠前；有色金属矿采选业（-0.3%），有色金属冶炼和压延加工业（-0.3%），铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（-0.3%）环比跌幅靠前。

图 10：10 月 PPI 同比降幅持平



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：石化产业链拖累 PPI



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

预计年内 CPI 继续下行，PPI 温和修复趋势不变。年内非食品方面，消费逐步回暖但难以大幅上行。食品方面，猪肉价格同比由升转降，随猪肉供需进一步改善，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看，国际原油价格 11 月止跌回升，短期将带动相关产业链价格回升；中期看全球流动性在年内边际收紧的可能性较小，同时受美大选后可能出台财政刺激政策，辉瑞新冠疫苗研发等利好消息影响，市场信心提振，全球经济复苏期望增强，预计 PPI 年内将维持温和修复趋势，但仍需关注地产政策收紧对未来需求端的影响。

3. 10 月工业增加值维持高增

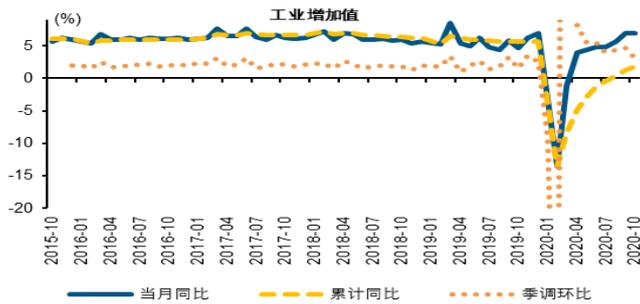
10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月持平；1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，较上期回升 0.6 个百分点。工业增加值增速超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业维持高景气，10 月同比增 7.5%，增速较上月回落了 0.1 个百分点。采矿业增加值同比增 3.5%，增速较 9 月回升了 1.3 个百分点；公用事业增 4%，增速较上月小幅回落。子行业看，上游行业继续回升，钢铁（+11.2%），化工（+8.8%）增速较上月分别回升 2.2，1.3 个百分点。出口持续高景气，纺织（+9.5%）继续高

增。汽车制造业(+14.7%)小幅回落。投资维持高位带动橡胶塑料(+11.5%)、金属制品(+14.1%)较上月分别回升3.1、1.5个百分点。

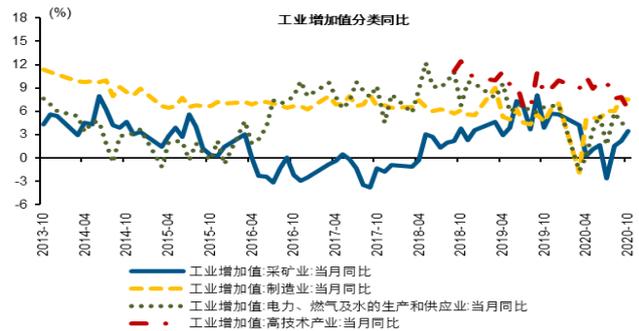
从主要工业品看,10月发电量同比上升4.6%,增速较上月小幅回落0.7个百分点;钢材产量当月同比上升14.2%,增速较上月大幅回升1.9个百分点;水泥产量当月同比上升9.6%,增速较上月大幅回升3.2个百分点;而汽车产量当月同比上升11.1%,增速较上月小幅回落但仍处于高增区间。

图 12: 10月工业增加值维持高增



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 13: 四大产业工业增加值同比



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 14: 上游行业继续回升

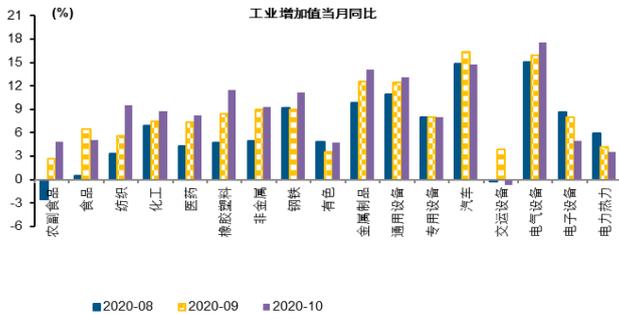
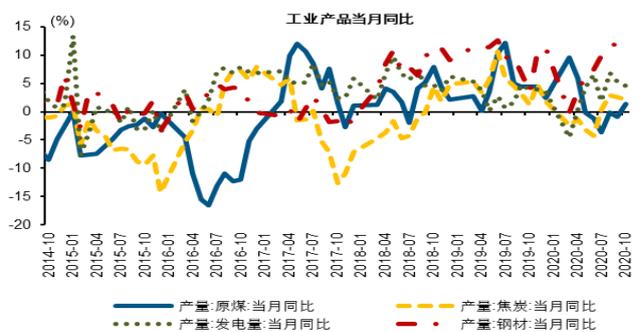


图 15: 主要工业品产量维持高增



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1361



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn