

投资偏强、消费偏弱，整体弱复苏

数据：10月固定资产投资累计同比1.8%（前值0.8%）；10月社会消费品零售总额当月同比4.3%（前值3.3%），累计同比-5.9%（前值-7.2%）；10月工业增加值当月同比6.9%（前值6.9%），累计同比1.8%（前值1.2%）。

1、固定资产投资当月同比回升，累计同比继续扩张。往前看，逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；随着需求改善、库存去化，制造业投资改善可能有所加快。具体来看：**（1）基建投资当月同比回升，累计同比继续扩张，未来增速仍将上升。**分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所扩张，铁路运输、道路运输同比放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅收窄。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。

（2）制造业投资当月同比有所回升，累计同比降幅继续收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比回升，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10.9%），专用设备制造业（-7.7%），装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将逐步改善。**（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。**经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值大幅改善，与此同时，房地产开发资金来源累计同比也继续改善。

2、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条有所改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢、家具有所改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。

3、工业：10月工业生产当月同比持平于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回升，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速放缓。

4、就业：失业率继续回落，就业压力逐步缓解。10月全国城镇调查失业率为5.3%，环比下降0.1pct，就业压力逐步缓解。

6、总体来看，10月经济数据呈现投资偏强、消费偏弱，整体弱复苏的格局。具体来看：（1）房地产投资相对偏强，但可能已逐步接近高点。一方面，10月房地产销售同比回升至零，考虑当前政策严调控房地产的方向明确，地产销售数据大幅好转难以看到，将对地产销售-新开工-施工链条的产生制约；另一方面，从房地产投资的构成来看，建安投资预计将有所回升，但不会达到去年高位，叠加土地购置费的逐步趋缓，房地产投资总体大幅向上可能性相对有限。**（2）基建投资当月明显扩张，预计全年总体上升幅度有限。**经济复苏进入后期，内生动力（消费、制造业投资）逐步加强，大幅通过政府支出来弥补私人部门支出的必要性相对下降。预计在逆周期政策引导下全年基建增速可能为4%左右。**（3）制造业投资继续改善，预计全年仍处于负增长。**随着需求改善、价格回升，企业利润扩张也在逐步加快，库存逐步去化，海外需求也构成支撑，制造业投资降幅不断收窄；四季度制造业投资修复将有所加快，但由于此前降幅偏大，预计全年累计同比仍为负增长。**（4）社零增速回升，消费稳步恢复。**一方面，汽车销售连续四个月保持高位，是支撑社零的部分因素；另一方面，扣除汽车以后，社零增速相对上月继续回升，特别是餐饮增速年内首次转正，与服务业生产指数高增相一致，表明疫情对服务类消费的制约正在逐步减轻。往前看，随着就业改善传导至收入，消费改善力度或有所加快。**（5）当前来看，货币政策尚未到紧缩时期，财政政策继续坚持逆周期调节。**当前经济呈现投资偏强、消费偏弱的格局，总体来看，经济仍然处于弱复苏状态。我们预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，考虑到地方专项债发行已经结束，财政扩张力度虽边际趋缓，但坚持逆周期调节的方向依然明确。市场不必担心宽松政策过快退出的问题。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 10月经济数据点评

| 国金宏观10月经济数据点评：投资偏强、消费偏弱，整体弱复苏 | | | | | |
|-------------------------------|----------|------|----------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济指标 | 单月增速 (%) | | 累计增速 (%) | | 数据描述与趋势判断 |
| | 9月 | 10月 | 1-9月 | 1-10月 | |
| 社零 | 3.3 | 4.3 | (7.2) | (5.9) | 社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条有所改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢、家具有所改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。 |
| 投资 | 8.1 | 11.1 | 0.8 | 1.8 | 固定资产投资当月同比回升，累计同比继续扩张。往前看，逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；随着需求改善、库存去化，制造业投资改善可能有所加快。 |
| 民间投资 | 9.6 | 7.2 | (1.5) | (0.7) | 民间投资当月有所回落，累计降幅收窄，恢复有所放缓。 |
| 基建投资 | 4.8 | 7.3 | 2.4 | 3.0 | 基建投资当月同比回升，累计同比继续扩张，未来增速仍将上升。分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所扩张，铁路运输、道路运输同比放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅收窄。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。 |
| 制造业投资 | 3.0 | 3.7 | (6.5) | (5.3) | 制造业投资当月同比有所回升，累计同比降幅继续收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比回升，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业(-10.9%)，专用设备制造业(-7.7%)，装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将逐步改善。 |
| 房地产投资 | 11.9 | 12.2 | 5.6 | 6.3 | 房地产投资累计同比继续改善，当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值大幅改善，与此同时，房地产开发资金来源累计同比也继续改善。 |
| 新开工面积 | (1.9) | 3.5 | (3.4) | (2.6) | 新开工面积当月同比由负转正，与此同时累计同比跌幅收窄。 |
| 资金来源 | 14.5 | 14.5 | 4.4 | 5.5 | 房地产开发资金当月同比和前值几乎持平，累计同比涨幅扩大。其中，自筹资金、定金、个人按揭贷款、其他资金累计同比均有不同程度回升，利用外资累计同比大幅回落。 |
| 商品房销售面积 | 7.3 | 15.3 | (1.8) | 0.0 | 商品房销售面积、销售额当月增速较前值大幅改善，累计同比持续改善，其中商品房销售面积累计同比由负转正。房地产销售活动增速扩张。 |
| 商品房销售额 | 16.0 | 23.9 | 3.7 | 5.8 | |
| 出口 | 9.9 | 11.4 | (0.8) | 0.5 | 出口继续扩张，进口有所回落。10月出口同比增加11.4%，继续刷新年内新高。主要源于两方面因素，一是欧美经济复苏带来的全球经济重启，二是国内生产改善明显。10月进口有所回落，同比4.7%，主要与去年基数相对较高有关，从数据来安，中美贸易协议的推进，叠加国内经济复苏，投资拉动，进口有望保持相对稳定。 |
| 进口 | 13.2 | 4.7 | (3.1) | (2.3) | |
| 工业增加值 | 6.9 | 6.9 | 1.2 | 1.8 | 10月工业生产当月同比持平于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回升，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比前值扩张增速放缓。 |
| 出口交货值 | (1.8) | 4.3 | (3.1) | (2.2) | 出口交货值当月同比由跌转涨，累计同比跌幅收窄。 |
| 发电量 | 5.3 | 4.6 | 0.9 | 1.4 | 发电量当月同比涨幅大幅低于前值，累计同比持续扩张。 |
| 粗钢产量 | 10.9 | 12.7 | 4.5 | 5.5 | 粗钢产量当月同比涨幅较前值回升，累计同比前值涨幅上升。表明钢厂开工明显积极。 |
| M1 | - | - | 8.1 | 9.1 | 社融继续回升，经济延续复苏。信贷：信贷总量季节性回落；结构上，扣除季节性以后，居民贷款中长期贷款相对稳定，企业中长期贷款保持高增。社融：信贷季节性回落，企业债融资相对较好，由于监管治理市场乱象，融资类信托下降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少，政府债券明显减少。M2：居民、企业存款季节性下滑，下滑幅度相对强于季节性；M1增速继续回升，企业资金状况相对较好，M2增速稍有回落。 |
| M2 | - | - | 10.9 | 10.5 | |
| 信贷(万亿) | 1.9 | 0.7 | 16.3 | 16.9 | |
| 社融(万亿) | 3.5 | 1.4 | 29.6 | 31.0 | |
| CPI | 1.7 | 0.5 | 3.3 | 3.0 | CPI降至1%以下，PPI保持平稳。10月CPI同比0.5%，涨幅回落1.2个百分点，继2017年3月以来首次跌破1%；食品价格走弱，猪肉价格由升转降，推动CPI回落。10月PPI当月同比-2.1%，较上月持平，环比持平，主要原因在于国际油价和石油相关行业明显回落，以及去年同期的基数效应。国内市场需求缓慢恢复，煤炭、化学原料、非金属等多种工业品价格小幅上涨。 |
| PPI | -2.1 | -2.1 | -2.0 | -2.0 | |
| 制造业PMI | 51.5 | 51.4 | - | - | 制造业复苏继续巩固，小企业修复压力仍存。10月制造业PMI相对上月下降0.1个百分点，连续8个月运行在景气区间。需求改善有所加快，价格环比继续回升。10月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业高位稍有回落。 |
| 非制造业PMI | 55.9 | 56.2 | - | - | |
| 综合PMI | 55.1 | 55.3 | - | - | |

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下:

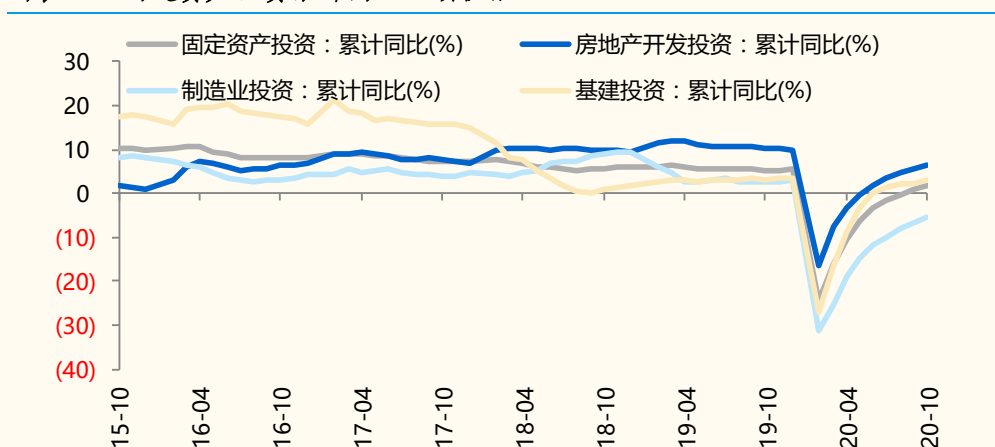
1、固定资产投资当月同比回升，累计同比继续扩张。往前看，逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；随着需求改善、库存去化，制造业投资改善可能有所加快。

(1) 基建投资当月同比回升，累计同比继续扩张，未来增速仍将上升。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。具体来看：1) 交运行业累计同比持平于 2.1% (前值 2.1%)，其中铁路运输业增速涨幅缩小至 3.2% (前值 4.5%)，道路运输业累计同比涨幅缩小至 2.7% (前值 3.0%)；2) 水利大环保行业累计同比跌幅收窄至-1.2% (前值-2.1%)，其中权重最大的公共设施管理业增速-2.5% (前值-3.3%)，水利管理业增速 2.7% (前值 0.9%)。

(2) 制造业投资当月同比有所回升，累计同比降幅继续收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比回升，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业 (-10.9%)，专用设备制造业 (-7.7%)，装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将逐步改善。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅扩大至 22.8% (前值 21.2%)，计算机通信行业累计同比上升 12.0% (前值 11.7%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄-15.4% (前值-16.7%)，运输设备行业累计同比降幅收窄至-2.5% (前值-6.9%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至-10.9% (前值-12.3%)，专用设备累计同比跌幅收窄至-7.7% (前值-8.5%)；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至-3.9% (前值-6.3%)，食品制造累计同比-3.2% (前值-5.1%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-4.4% (前值-7.0%)。

(3) 房地产投资累计同比继续改善，当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值大幅改善，与此同时，房地产开发资金来源累计同比也继续改善。

图表 2：固定资产投资累计同比继续扩张



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、10月工业生产当月同比持平于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回升，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速放缓。粗钢产量当月同比涨幅较前值回升，累计同比较前值涨幅上升。表明钢厂开工明显积极。

(1) 从结构来看，采矿业和制造业较前值同比增速涨幅扩大。采矿业累计同比跌幅收窄至-0.2%（前值-0.6%），制造业累计同比扩大至2.4%（前值1.7%），公用事业部门累计同比涨幅扩大至1.1%（前值0.8%）。

(2) 从制造业内部结构上看，汽车、电子机械、专用设备和黑色金属改善明显。

1) 新兴产业涨幅扩大。其中化学原料累计同比2.3%（前值1.5%），医药制造业累计同比涨幅扩大至3.5%（前值3.0%），计算机、通信和电子行业累计同比回升至6.9%（前值7.2%）。

2) 装备制造业缓慢改善。其中汽车累计同比5.6%（前值4.4%），金属制品业累计同比3.1%（前值1.8%），运输设备业累计同比-1.9%（前值-2.1%），电气机械器材业当月同比7.0%（前值5.6%）。

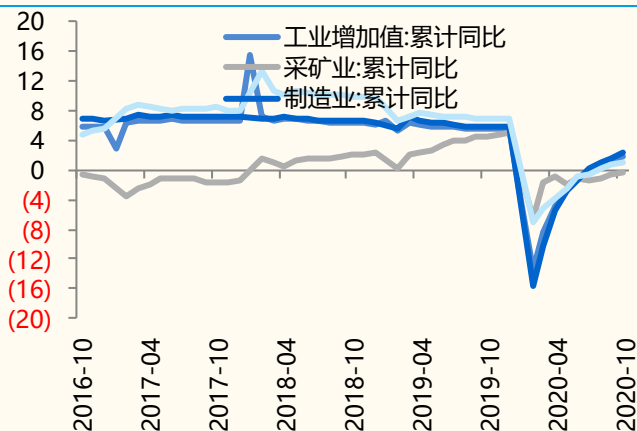
3) 通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比3.7%（前值2.6%），专用设备制造业累计同比5.4%（前值5.1%）。

4) 轻工业整体跌幅收窄。其中农副食品加工业累计同比收窄至-2.5%（前值-3.4%），食品制造累计同比1.3%（前值0.8%），纺织业工业累计同比收窄至-0.5%（前值-1.7%）。

5) 传统制造业整体转涨，非金属、黑色金属和有色金属制造业同比上涨。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比升至5.9%（前值5.3%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比2.2%（前值1.0%），非金属矿物制品业累计同比1.7%（前值0.8%）。

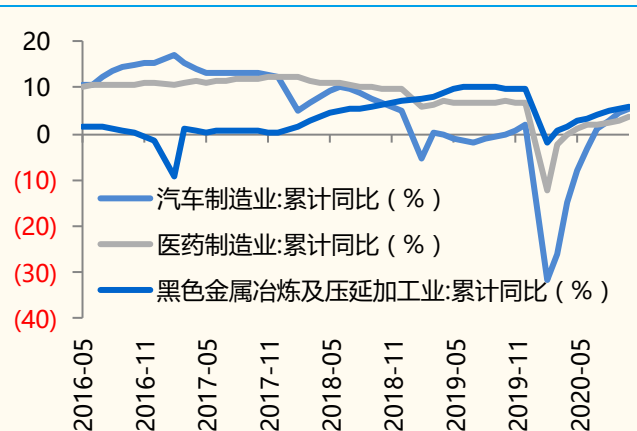
(3) 规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-2.2%（前值-3.1%）。

图表 3: 工业增加值当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 汽车制造业当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

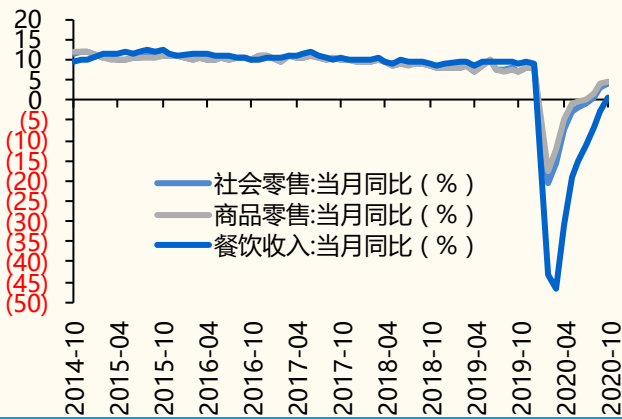
4、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条有所改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢、家具有所改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。

(1) 地产链条类总体修复明显，家电表现稍好。建筑装潢材料当月同比 4.2% (前值 0.5%)；家具当月同比 1.3% (前值-0.6)；家电当月同比 2.7% (前值-0.5%)。

(2) 升级型消费稳步修复，通讯类消费扩张。通讯类消费 8.1% (前值-4.6%)；中西药同比涨幅扩大至 10.8% (前值 9.6%)；石油及制品类消费跌幅收窄至-11.0% (前值-11.8%)。

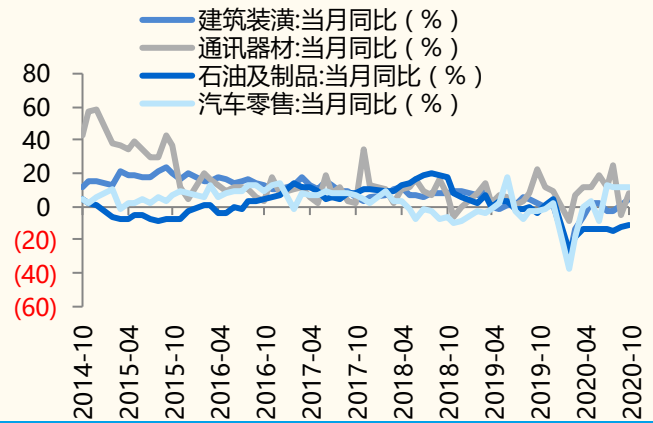
(3) 汽车消费保持高位。汽车消费当月同比 12% (前值 11.2%)。

图表 5: 消费继续修复



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 汽车消费保持高增速



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

团队二

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_1380

