

经济复苏态势超市场预期

——点评 10 月经济数据

2020 年 11 月 17 日

宏观事件点评

报告摘要：

- **第一，10 月经济数据最值得关注的，是单月 GDP 增速达到 6.8%，经济复苏态势好于市场预期。**按照我们构建的月度 GDP 指数，10 月单月 GDP 增速比 9 月提高 0.9 个百分点至 6.8%，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了普遍认为的潜在增速 6%。得益于疫情防控有力，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生。
- **第二，工业和服务业生产好于预期，主要应归功于需求的强劲拉动。**10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，比市场预期高出 0.2 个百分点，基数偏低可以解释部分原因，但主要原因在于工业品需求的强劲拉动，10 月工业企业产销率为 98.4%，明显好于往年同期水平，企业的产品不愁销路，生产意愿自然很强。10 月服务业生产指数同比增长 7.4%，比上月加快 2 个百分点，已回到甚至超过疫情前水平。
- **第三，固定资产投资增长好于预期，制造业、房地产、基建三大投资全面向好。**制造业投资和民间投资当月增速连续三个月为正，企业家投资意愿明显增强。房地产投资累计增速再创新高，当月增速仍大幅高于累计增速，累计增速年内仍可能继续回升。基建投资累计增速加快回升，或与财政支出加快有关，但内部结构冷热不均，电热气水供应业、水利管理业投资增长加快，而铁路运输业、道路运输业增速有所回落。
- **第四，唯一不及预期的就是社会消费品零售增速，但这主要与通胀走低有关，消费实际增速并不弱。**10 月社会消费品零售总额名义当月同比 4.3%，低于市场预期的 5%。剔除价格影响后，实际当月同比 4.6%，9 月为 2.4%。也就是说，市场原本预期 10 月社零名义增速回升 1.7 个百分点，结果实际增速回升了 2.2 个百分点。低于预期的只是社零名义增速，实际增速没有低于预期，甚至好于预期。
- **第五，今年 GDP 增速有望超过 2.2%，明年有望达到 10%。**我们测算，只要今年四季度 GDP 增速达到 6%，明年四个季度 GDP 环比增长回到正常增速，那么今年全年 GDP 增速就将超过 2.2%，明年全年将达到 10%。宏观杠杆率等于债务余额与现价 GDP 的比值，在 GDP 加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但 2021 年没有持续收紧的必要。
- **风险提示：**
全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 10 月规模以上工业增加值同比 6.9%，预期 6.7%，前值 6.9%。

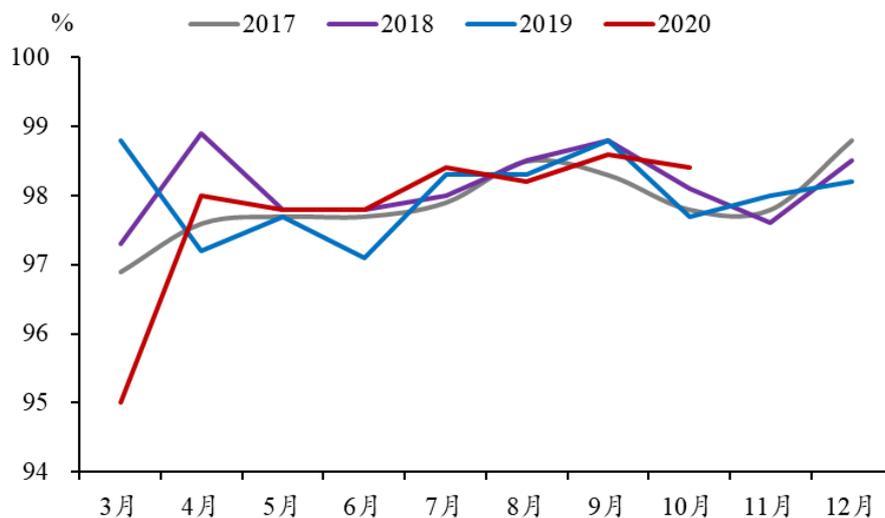
中国 10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，预期 5%，前值 3.3%。

中国 1 至 10 月城镇固定资产投资同比 1.8%，预期 1.6%，前值 0.8%。

一、工业和服务业生产好于预期，单月 GDP 增速首次超过 6%

工业增速超预期回升，与基数偏低有一定关系，但主要应归功于工业品需求的强劲拉动。10 月，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与上月持平，比 Wind 统计的市场平均预期（以下简称市场预期）高出 0.2 个百分点。从环比看，去年 10 月工业环比增速为 0.38%，为近十年来同期最低水平，基数偏低对工业同比增速回升有一定贡献；今年 10 月环比为 0.78%，为近十年来同期次高水平（仅次于 2013 年），可见基数偏低只是部分原因，今年 10 月的强势复苏才是主因。进一步探究，可以发现最终可归功于工业品需求的强劲拉动，10 月工业企业产销率为 98.4%，明显好于往年同期水平，企业的产品不愁销路，生产意愿自然很强（图 1）。

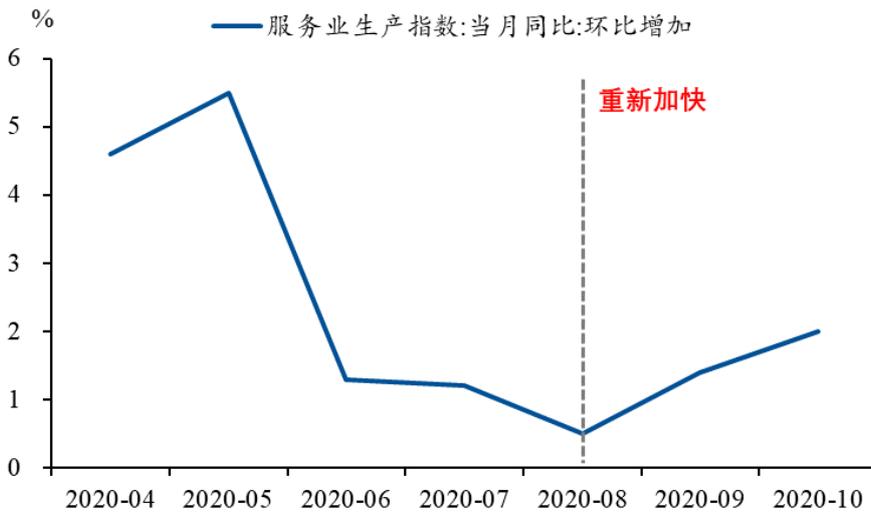
图 1：10 月工业企业产销率明显好于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业加速回暖，同比增速首次回到疫情前水平。10 月，服务业生产指数同比增长 7.4%，比上月加快 2 个百分点，已回到甚至超过疫情前水平（2019 年 12 月增速为 6.8%）。从加速度看，5-8 月，服务业增速不断回升，但加速度逐渐放缓，该阶段可称为政策驱动修复；9 月以来，服务业增速继续回升，且加速度明显加快，呈现出内生驱动修复的特征（图 2）。主要行业中，房地产业，交通运输、仓储和邮政业，其他服务业生产指数同比分别增长 9.9%、9.2%、8.4%，比 9 月份分别加快 3.4、3.1、1.9 个百分点；租赁和商务服务业生产指数年内首次由负转正，住宿和餐饮业生产指数降幅继续收窄。10 月服务业业务活动预期指数为 62.2%，连续 4 个月位于 60.0% 以上高位景气区间，预示着服务业强势复苏势头有望继续延续。

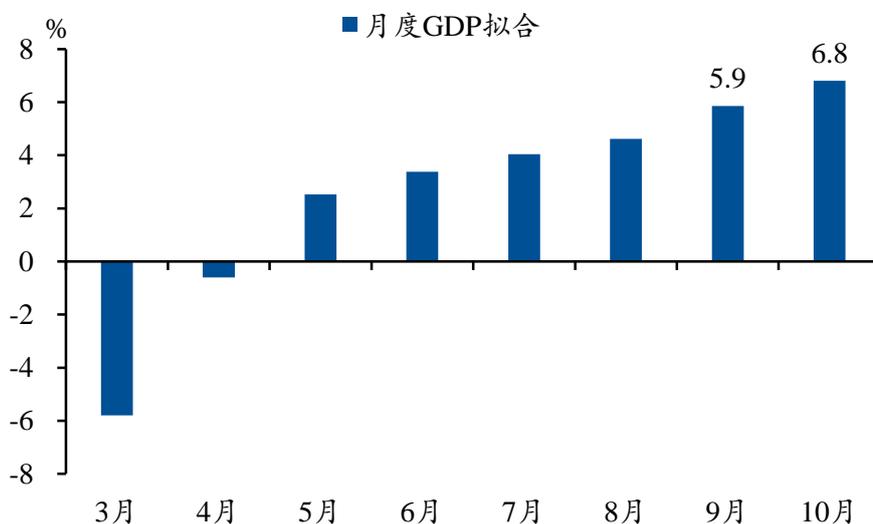
图 2：服务业生产指数加速度（本月增速与上月增速之差）继续加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

10月单月GDP增速达到6.8%，经济报复性反弹正在发生。按照我们构建的月度GDP指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度GDP增速。结果显示，10月单月GDP增速为6.8%，比9月回升0.9个百分点，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了普遍认为的潜在增速6%。这表明，得益于疫情防控有力，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生（图3）。

图 3：10月单月GDP增速达到6.8%，经济报复性反弹正在发生

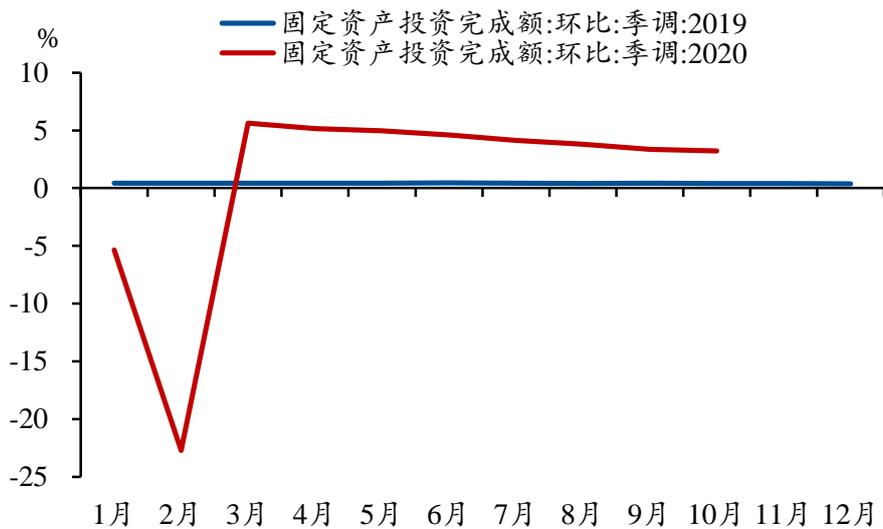


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、制造业、房地产、基建三大投资全面向好

整体固定资产投资增长好于预期。1-10月，固定资产投资累计同比增速1.8%，增速比前值提高1.0个百分点，比市场预期高出0.2个百分点。从环比看，10月增速为3.22%，仍远高于去年同期（0.4%），显示投资仍处于不断修复过程中（图4）。

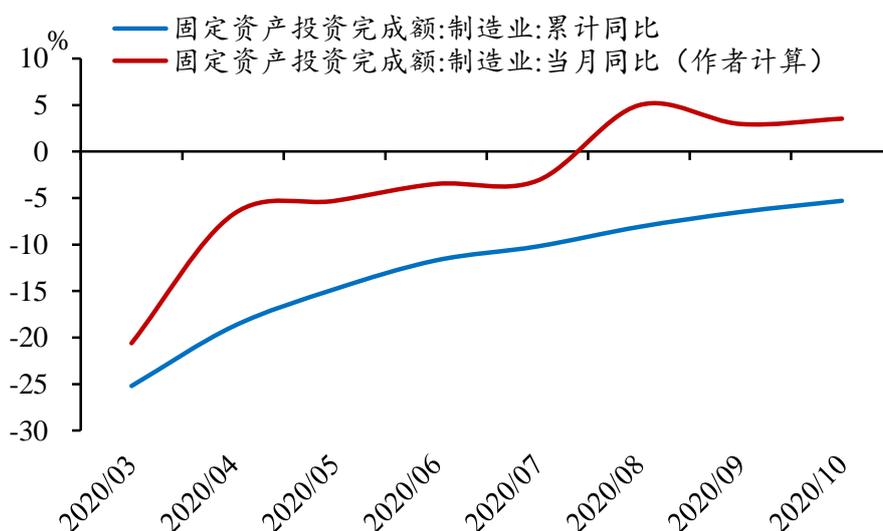
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

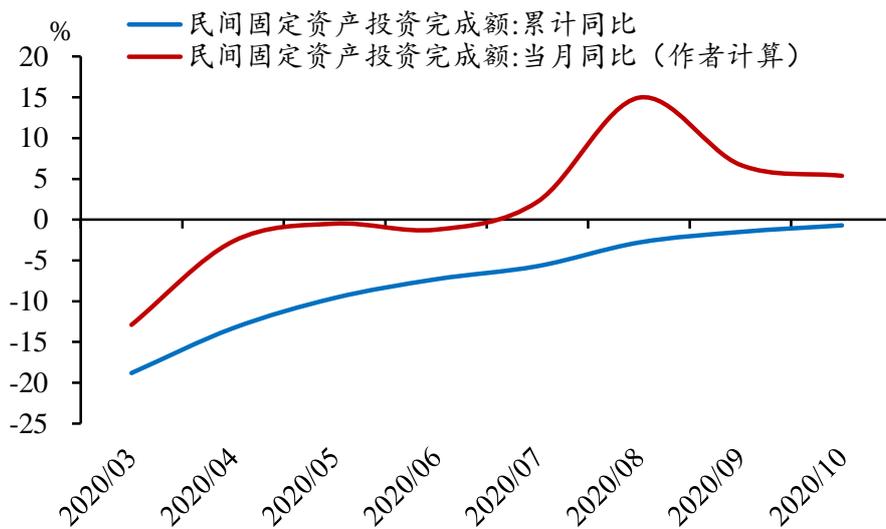
制造业和民间投资增速持续改善，当月增速连续三个月为正，企业家投资意愿增强。1-10月，制造业投资和民间投资累计增速分别为-5.3%和-0.7%，虽然截至目前还是负增长，但10月两者降幅分别收窄1.2个和0.8个百分点，延续了持续改善势头。我们根据累计值和累计同比历史数据，构建了当月同比数据，结果显示：10月制造业投资和民间投资当月同比分别为3.5%和5.4%，均连续三个月保持正增长，显示近几个月以来，在疫情防控有力、订单回流中国、需求持续回暖等因素综合作用下，企业家投资意愿逐步增强（图5-6）。

图 5：制造业投资当月同比增速连续三个月为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

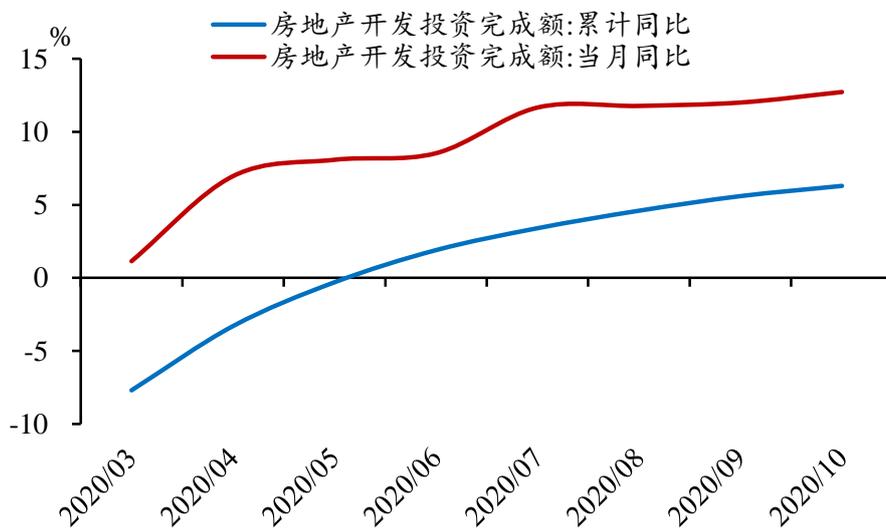
图 6: 民间投资当月同比增速连续三个月为正



资料来源: Wind, 民生证券研究院

房地产投资增速再创新高, 年内仍可能继续回升。1-10月, 房地产投资累计增速达到 6.3%, 较上月提高 0.7 个百分点。隐含的当月增速为 12.7%, 也较上月提高 0.7 个百分点, 刷新年内新高。此前我们提示, 鉴于房地产当月投资增速持续高企, 累计增速短期内仍有上升空间, 如今得到验证。截至 10 月, 虽然施工面积累计同比增速连续两个月下降, 但下降速度较为缓慢, 对房地产投资当月增速仍有较强支撑, 这意味着房地产投资累计增速年内可能继续回升 (图 7)。

图 7: 房地产投资当月同比增速继续大幅高于累计同比增速

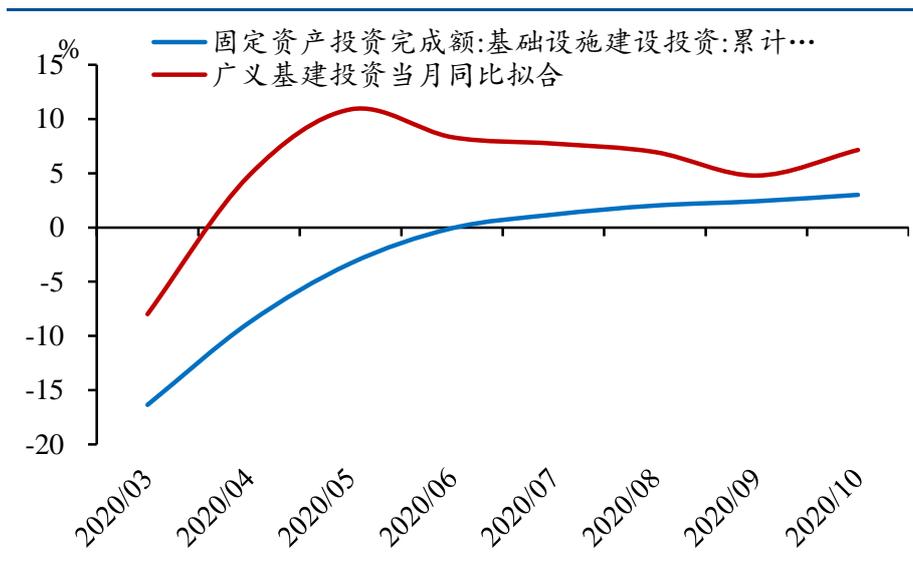


资料来源: Wind, 民生证券研究院

基建投资增速加快回升, 或与财政支出加快有关。1-10月, 广义基建投资(含电力)累计同比 3%, 较上月提高 0.6 个百分点。其中隐含的当月同比增速为 7.2%, 较上月大幅提高 2.4 个百分点, 这是过去半年内当月同比增速的首次回升 (图 8)。基建投资增速加快回升, 原因应与进入四季度后财政支出加快有关。但值得注意的是, 基建内部结构冷热不均, 电热气水供应业、水利管理业投资增长加快, 而铁路运输业、道路运输业增

速有所回落。

图 8：广义基建投资当月同比增速半年来首次回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

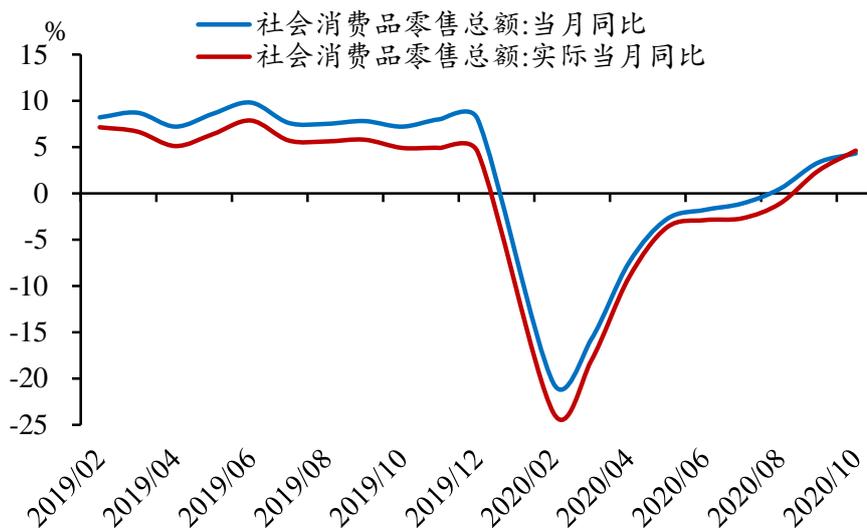
三、消费名义增速略低于预期，与通胀走低有关，实际增速并不弱

10月主要经济数据中，唯一不及预期的就是社会消费品零售增速。10月，社会消费品零售总额当月同比4.3%，增速比上月提高1.0个百分点，但低于市场预期的5%。从环比看，9月增速为0.68%，比去年同期略低0.12个百分点，这也是3月份以来环比增速首次低于去年同期。

消费低于预期主要与通胀走低有关，实际增速并不弱。上周公布的通胀数据显示，10月CPI同比0.5%，低于市场预期的0.8%，较上月明显走低1.2个百分点。剔除价格影响后，10月社会消费品零售总额实际当月同比4.6%，9月为2.4%。也就是说，市场原本预期10月社零名义增速回升1.7个百分点，结果实际增速回升了2.2个百分点。因此，低于预期的只是社零名义增速，实际增速没有低于预期，甚至好于预期（图9）。

就业继续向好，消费继续回暖存在支撑。从新增就业看，1-10月，城镇新增就业1009万人，提前完成全年目标任务（900万人）；10月当月，城镇新增就业111万人，比去年同期多增15万人，连续两个月同比多增。从失业率看，10月调查失业率为5.3%，比上月降低0.1个百分点，持平年内低位，基本回到疫情前水平（2019年12月为5.2%）。就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。

图 9：消费低于预期主要与通胀走低有关，实际增速并不弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、未来展望：今年 GDP 增速有望超过 2.2%，明年有望达到 10%

目前经济复苏态势比市场上绝大多数人的预期都要好。此前中国人民银行行长易纲在线上 30 国集团(G30)国际银行研讨会上表示，预期今年中国经济增长约 2%。其中隐含的四季度 GDP 增速预期为 5.3%。这代表了市场上对中国经济复苏的主流预期。前文已经提到，10 月单月 GDP 增速已经达到 6.8%，可见，目前经济复苏态势比市场上绝大多数人的预期都要好。我们测算，若四季度 GDP 增速达到 6%，明年四个季度 GDP 环比增长回到正常增速，则今年 GDP 增速将超过 2.2%，明年将达到 10%（图 10）。

图 10：2021 年全年 GDP 增速有望达到 10%



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_1384



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn