

宏观点评 20201116

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

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：

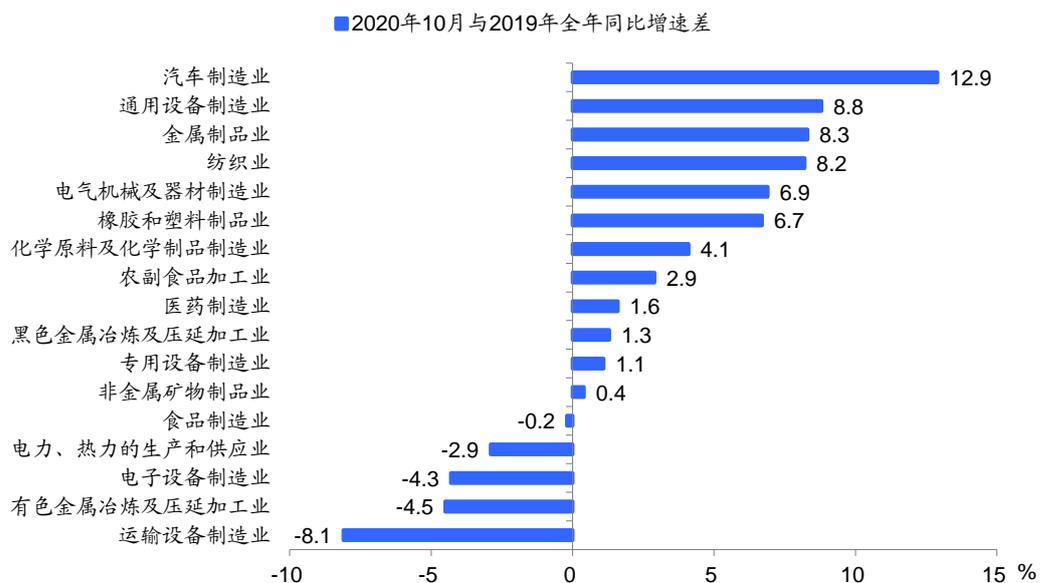
(1) 10月工业生产相较9月份而言是回落还是继续回升的？9、10月工业生产连续实现6.9%的高增速，从趋势上来看，一是10月份基数相较9月份偏低，二是10月份PMI生产项略有回落，二者共同显示10月份工业生产相较9月份而言是边际回落的。

(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。

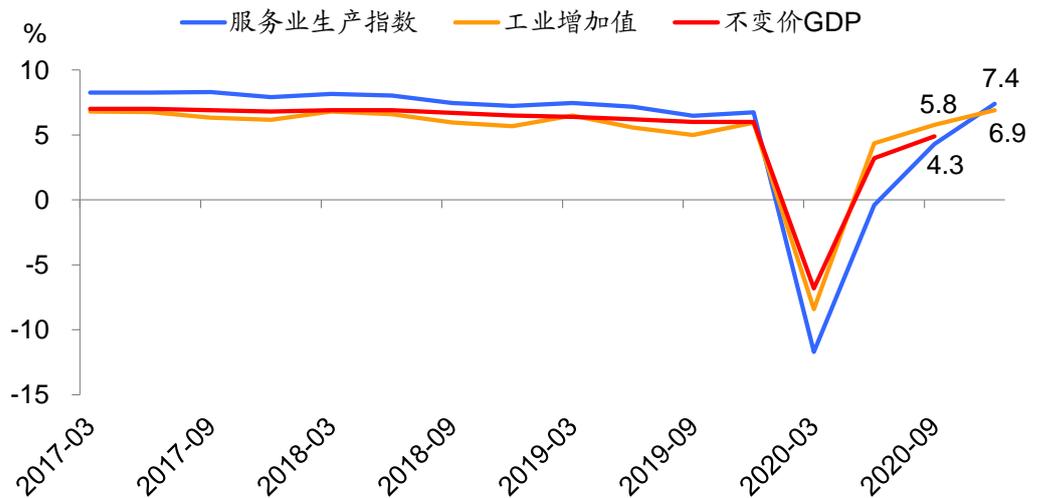
(4) 四季度GDP增速超预期上行风险上升。我们此前提出GDP预测框架：不变价GDP同比总是介于二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）之间（图2），10月份二者分别实现了6.9%和7.4%的增速。

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

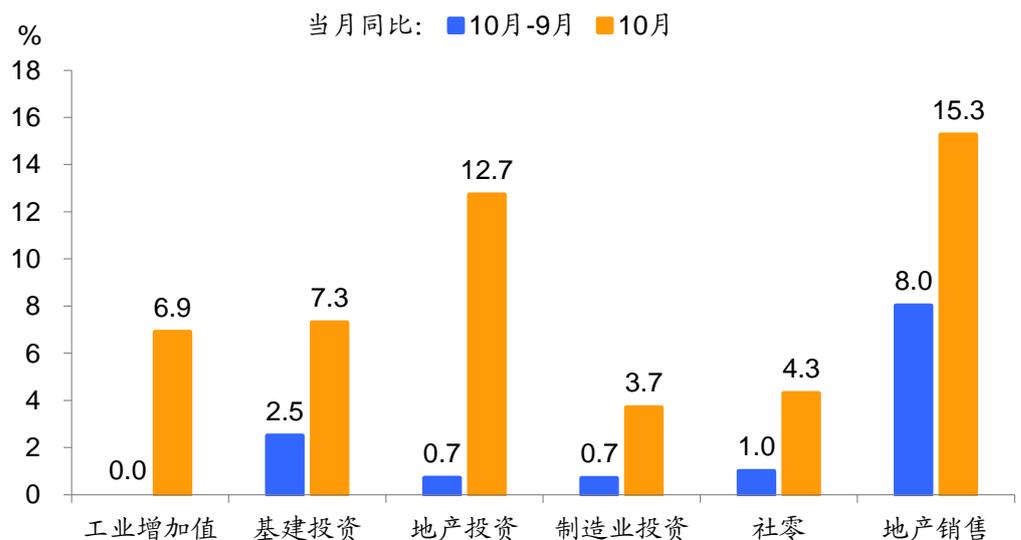
图 2：经济增速总是介于工业增加值和服务业生产指数之间



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。

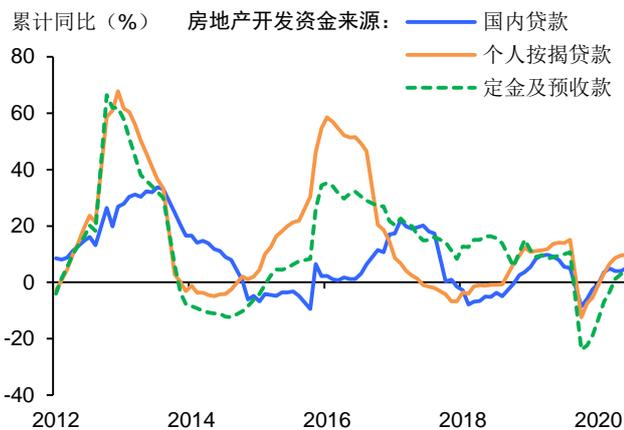
图 3：制造业投资弱复苏、基建投资增速再度止降转升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

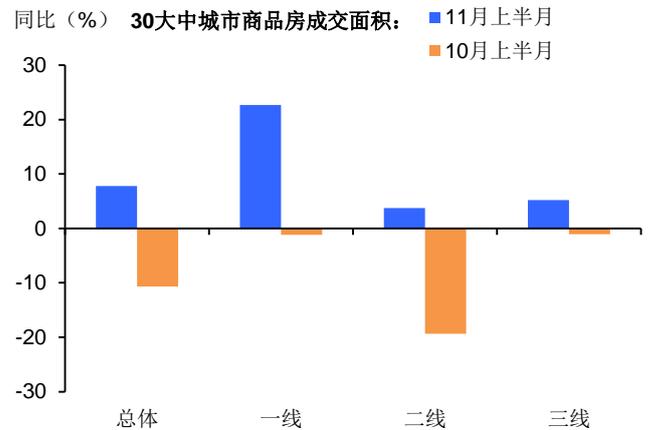
地产韧性延续，对 2021 年不悲观。 10 月地产投资增速 12.7% 为 27 个月来的新高，新开工和竣工的反弹是主要支撑，尤其是后者，由于前期大量未完工的项目陆续面临交付，只要开发商的融资环境不全面收紧，此前滞后的竣工回升仍将逐渐显现。10 月商品房销售面积增速亦显著回升，同比 15.3% 创下 40 个月来的新高；从高频数据来看，11 月上半月地产销售较 10 月同期继续回升，当前上市房企对 2021 年销售增速的预期普遍在 10%-20% 之间。鉴于“十四五”规划建议在房地产的政策基调上并未进一步趋紧，预计 2021 年在销售和竣工的支撑下，房地产投资仍有望延续韧性。

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

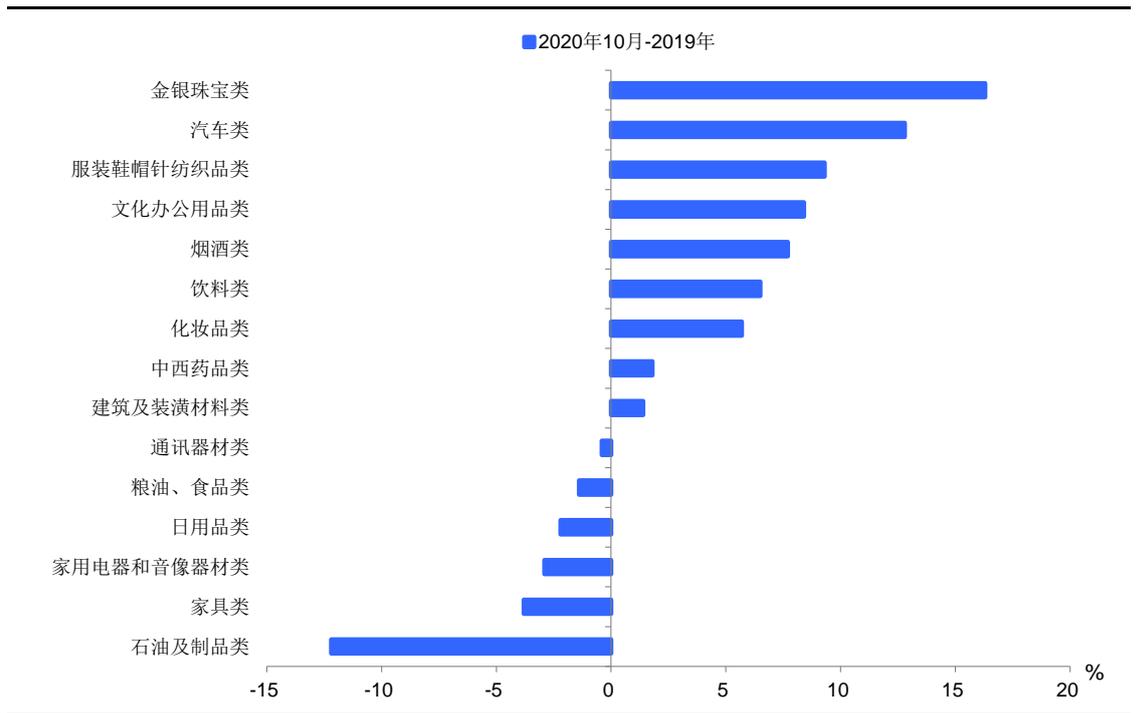
图 5：高频数据显示 11 月地产销售较 10 月有所改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

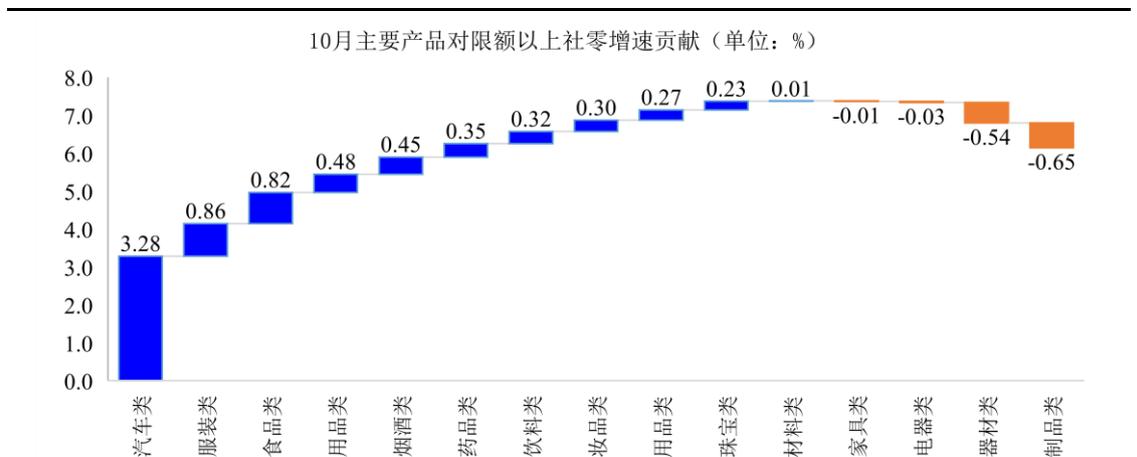
□ **消费不及预期不足虑，居民消费意愿仍在回升。** 10 月社零名义同比 4.3%，低于市场预期的 5.2%。社零低预期有地产链下游产品家具、家电消费在地产竣工周期短期因素干扰原因；结构上餐饮收入同比首次转正至 0.8%，同时可选消费品珠宝、汽车、服装单月增速相对 2019 全年提升幅度较大，均体现了居民消费意愿的恢复。从限额以上产品贡献来看，汽车对限额以上增速贡献最大 (+3.3pct)，石油制品、通讯器材、家具家电合计拖累 1.2pct。往后看，2021 年疫苗落地有望形成消费恢复至疫情前水平的最大催化因素。

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



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_1421



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn