

# 11月：基本面的“变”与“不变”

证券研究报告  
2020年11月10日

作者

临近年末收官，经济基本面运行进入了关键阶段，表面的“不变”背后可能酝酿一些“变数”。

“不变”的是当前经济延续温和复苏和货币政策回归常态化的事实。经济方面，预计10月工业生产强度保持高位，固投增速全线回升，消费延续平稳修复，出口景气度进一步上行，工业品温和再通胀，食品价格全线回落。

政策方面，10月货币市场流动性维持紧平衡，DR007中枢小幅上移至2.24%，但商业银行存单利率持续上行，反映出银行对流动性前景的谨慎预期和稳定负债的持续匮乏。不过就10月而言，社融增速仍将在超低基数的助推下进一步上行。

相比于当前的“不变”，可能正在酝酿的“变数”主要包括三个方面。

第一，信用扩张是否已至拐点。明年3月在基数发挥明显作用之前，信用是否继续扩张对于经济复苏拐点有更强的前瞻意义。第二，经济复苏是否已近高点。顺周期消费和制造业的复苏能否对冲甚至超越逆周期基建和早周期房地产的回落、出口能否继续贡献复苏增量，对于年底和明年开年的政策导向有指引意义；第三，控杠杆还是去杠杆。如果明年小幅去杠杆，社融增速回落可达3%，接近18年的水平；如果允许杠杆率走平或小幅上升，社融增速仍将回落1-2%，但实体经济和资本市场的压力会相对缓和。

**风险提示：**疫苗进展超预期；再通胀力度超预期；流动性收紧超预期

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

表 1：10 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020.10(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	3.2	4.9	-	-
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	3.1	5.5	-	-
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.3	5.8	6.5	6.7
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-3.1	0.8	1.6	1.8
制造业投资 (累计)	3.1	-25.2	-11.7	-6.5	-5.4	-
全口径基建投资 (累计)	3.3	-16.4	-0.1	2.4	3.1	-
房地产开发投资 (累计)	9.9	-7.7	1.9	5.6	6.2	-
社消零售总额(当月/季)	8.0	-19	-3.9	0.9	4.8	5.4
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.4	0.1	8.8	11.4	10.2
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-3.0	-9.7	3.2	4.7	10.2
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.7	2.3	0.5	0.8
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-2.1	-2.0
新增实体信贷 (万亿)	-	-	-	-	0.78	0.78
新增社融 (万亿)	-	-	-	-	1.58	1.37
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	13.5	13.80	-
M1	4.4	5	6.5	8.1	9.1	-
M2	8.7	10.1	11.1	10.9	11.3	10.8

资料来源：WIND，天风证券研究所

临近年末收官，经济基本面运行进入了关键阶段，表面的“不变”背后可能酝酿一些“变数”。

“不变”的是当前经济延续温和复苏和货币政策回归常态化的事实。经济方面，预计 10 月工业生产强度保持高位，固投增速全线回升，消费延续平稳修复，出口景气度进一步上行，工业品温和再通胀，食品价格全线回落。政策方面，10 月货币市场流动性维持紧平衡，DR007 中枢小幅上移至 2.24%，月底流动性一度相当紧张，主要与超储率偏低背景下跨月叠加缴准缴税放大资金面波动有关。另一方面，商业银行存单利率持续上行，10 月中枢为 3.08%，已经明显高于 1 年期 MLF 利率，反映出银行对流动性前景的谨慎预期和稳定负债的持续匮乏。央行高频率的公开市场操作虽然可以维护短端流动性价格在政策利率附近，但不能形成稳定的负债端预期，这可能对信用扩张产生抑制。不过就 10 月而言，社融增速仍将在超低基数的助推下进一步上行。

相比于当前的“不变”，可能正在酝酿的“变数”主要包括三个方面，这些“变数”能否兑现仍然存在很多争议，但有望在接下来几个月陆续揭晓答案。

**第一，信用扩张是否已至拐点。**明年 3 月开始，社融信贷增速在超高基数压力下出现回落是大概率事件，而在基数发挥明显作用之前，信用是否继续扩张主要取决于政策面的主动收缩和基本面的需求弹性孰更占优。如信用扩张拐点确认，则对于经济复苏拐点有更强的前瞻意义。

**第二，经济复苏是否已近高点。**基数效应下，明年的经济同比数据 1 季度冲高后逐季回落是大概率事件，但如果排除基数影响看环比，经济总量的复苏能延续到何时还有待观察。关键在于政策回归常态化后，顺周期消费和制造业的复苏能否对冲甚至超越逆周期基建和早周期房地产的回落、出口在当前高景气状态下能否继续贡献复苏增量。这对于今年年底和明年开年的政策导向有一定指引意义。

**第三，政策导向控杠杆还是去杠杆。**今年全年宏观杠杆率可能上升约 25%，几乎等于过去五年之和，其中固然有经济减速导致分母减小的因素，但主要还是分子端的债务增长太快。因此，明年政策尝试稳住宏观杠杆率是大概率事件。但具体力度未知，央行行长易纲在金融街论坛上表示：明年宏观杠杆率会“更稳一些”；适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理轨道上。如果明年政策导向小幅去杠杆，则社融增速回落可能达到 3%，接近

18 年的水平；如果政策允许杠杆率走平或小幅上升，社融增速仍将回落 1%-2%，但实体经济和资本市场的压力会相对缓和。

### 1. 金融数据：低基数助推社融上行，信用扩张可能已至顶点

表内方面，10 月是信贷投放的传统淡季，预计新增信贷（社融口径）7800 亿，环比大幅回落但同比多增，存量增速在超低基数下阶段性回升。具体来看，居民消费平稳修复，商品房销售增速有所回落，预计居民新增短期贷款 1200 亿，新增中长期贷款 3600 亿，合计约 4800 亿。企业融资需求随经济复苏继续改善，但来自供给的不利因素也比较明显：超储率低位限制银行资产扩张、短期类贷款尤其是票据规模压降、信贷投放大量前置后进入年末收官。预计企业新增短期类贷款（短期+票据）-3000 亿左右，新增中长期贷款 6000 亿，合计约 3000 亿，信贷结构处于本轮总量扩张以来最好的阶段。

表外方面，10 月集合信托发行规模小幅回落，到期规模略有缩小，预计信托贷款新增-1000 亿，预计委托贷款新增-500 亿，企业融资改善但表内票据规模压降，预计未贴现票据继续新增 500 亿，三者合计净融资-1000 亿；非金融企业债券净融资约 2300 亿，政府债券净融资约 5066 亿，非金融企业境内股票净融资约 600 亿。**总的来看，预计 10 月新增社融约 1.58 万亿，存量增速进一步升高至 13.8%，基本是本轮信用扩张的顶部（前值 13.5%）。**

### 2. 工业生产：内需复苏外需强劲，工增继续保持高位

从我们跟踪的几个主要工业行业来看，10 月唐山钢厂产能利用率回落，焦化厂焦炉生产率回升，PTA 开工率、汽车轮胎半钢胎开工率有所回落，模型结果显示工业生产稍有减弱。

与之相一致的是，10 月 PMI 生产指数虽然环比 9 月回落，但回落幅度低于往年同期，显著强于季节性特征，因此 10 月工业生产同比可能仍然处于较高水平。PMI 新订单指数和新出口订单指数仍在高位，PMI 在手订单指数环比超季节性上升 1.1 至 47.2，因此短期工业生产强度有望维持。

一个技术性问题是，9 月工增同比高达 6.9%与季节性因素有一定关系，按照统计局的季调环比数据调整后 9 月同比约为 6.0%。**因此如果季节性因素消退，预计 10 月工业增加值同比增长 6.5%（前值 6.9%）。**

### 3. 固定资产投资：建筑业施工强度提升，制造业延续平稳修复

10 月螺纹钢产量有所回落，库存显著去化，表观消费量同环比均有一定提升，需求有明显改善；热轧卷板产量大幅回落，库存小幅去化，表观消费量同环比基本持平，需求相对一般。

9 月当月制造业投资同比增长 2.8%，较 8 月的 5.0%回落 2.2%，其中基数因素贡献-3.4%，复苏因素贡献 1.2%。今年复工复产以来，复苏因素对单月同比增速回升的贡献逐渐回落但始终为正，表明制造业投资保持复苏势头，一方面与高技术制造业的高景气和高资本开支动能有关，另一方面与传统制造业的盈利和产能利用率快速回升有关。预计短期制造业盈利增速保持较高水平，同时产能利用率升至近年高位，传统制造业投资的复苏因素有望继续保持边际递减的正贡献。**预计 1-10 月制造业投资累计同比增速-5.4%（前值-6.5%），其中 10 月当月同比增速 2.3%。**

表 2：制造业投资增速回升的贡献拆解

	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月(E)
2018 环比		-3.1%	15.2%	27.5%	-23.5%	-2.3%	20.2%	-7.2%
2019 环比		-7.7%	20.3%	28.2%	-22.8%	-8.2%	24.5%	-5.9%
2020 单月同比	-20.6%	-6.8%	-5.2%	-3.5%	-3.1%	5.0%	2.8%	2.3%
单月同比反弹		13.8%	1.6%	1.7%	0.4%	8.1%	-2.2%	-0.5%
基数贡献		4.9%	-4.3%	-0.6%	-0.9%	6.4%	-3.4%	-1.4%
复苏贡献		8.8%	5.8%	2.3%	1.3%	1.7%	1.2%	0.9%

资料来源：WIND，天风证券研究所

9月当月全口径基建投资增速从8月的7.0%进一步回落至4.8%，与财政支出进度偏慢、地方优质项目储备相对不足有关。进入10月，北方临近入冬项目推进有所加强、财政支出提速，结合钢材等需求放量，基建施工强度可能有一定改善。预计1-10月全口径基建投资累计同比增速3.1%（前值2.4%），其中10月当月同比增速7.5%。

9月当月房地产开发投资同比增长12.0%，建安投资和土地购置费的贡献基本相同，一方面房企存量项目施工强度处于高位，另一方面去年年底和今年疫情过后房企拿地强度提升。就10月而言，前期拿地改善仍将对土地购置费有小幅拉动；“三道红线”之下房企可能进一步高强度施工以推动项目的竣工交付和结算收入，建安投资增速预计也保持高位。预计1-10月房地产开发投资累计同比增速6.2%（前值5.6%），其中10月当月同比增速11.6%（前值12.0%）。

综上，预计1-10月固定资产投资累计同比增速1.6%（前值0.8%），其中10月当月同比增速7.8%（前值7.5%）。

#### 4. 房地产市场：商品房销售景气度回落，新开工增速有望重新回升

10月30大中城市商品房成交面积同比增长-0.8%，较9月的10.8%有所回落。根据克而瑞数据，10月百强房企全口径销售金额同比增长21.5%，同样较9月的24.8%有所回落。据此估计，10月当月全国商品房销售面积增速可能回落至3%-5%，预计1-10月全国商品房销售面积同比增速-1.2%（前值-1.8%）。

随着疫情积压需求基本释放、货币政策和房地产政策回归常态化，商品房和土地市场景气度开始回落。下一阶段，景气度的主导因素将从需求侧切换至供给侧，“三道红线”进一步推动房企降杠杆和高周转，即“少拿地、高开工、快推盘、强施工”，结果是商品房销售景气度见顶后平缓回落，新开工、建安投资增速回落但保持一定韧性，竣工加速。（详见《“三道红线”影响的定性分析和定量估算》）

从这个结论出发，8-9月的房地产新开工增速快速下行可能是对货币环境回归常态化的短期响应，但预计这种响应将很快结束并进入降杠杆和高周转逻辑，因此往后看新开工增速整体仍有希望保持个位数的正增长。

#### 5. 消费：结构呈现积极变化，总量延续温和复苏

根据乘联会数据，10月乘用车零售销量同比增长10%，较9月增速小幅上升1.0%；根据中汽协数据，10月汽车销量预估同比增长11.4%，较9月小幅回落，其中乘用车同比增长7.3%，与9月基本持平。中汽协是批发数据，乘用车增速持平与乘联会批发销量数据一致，商用车批发增速可作为零售情况的参考，目前来看较9月小幅回落。总体来看，预计10月汽车零售消费增速与9月基本持平。

10月国际油价同比回升，10月22日国内成品油价格上调，石油及制品类消费可能小幅回升。根据厨芯科技的餐饮复苏指数，10月样本餐饮业客流量为去年同期的90.7%，较9月的87.9%有所回升，与长假期间餐饮消费被阶段性激发有一定关系。但9月客流指数与社零餐饮收入增速间的差距稍有拉大，可能与更多小型餐饮单位复苏有关，经济复苏正逐步从大中型企业向中小型企业传导。

近期的消费数据呈现了一些积极的结构性变化，例如部分可选耐用品消费开始复苏、整体消费和限额以上消费增速的差距明显收窄等。随着居民可支配收入改善、消费倾向回升，消费仍然在温和复苏的通道上。预计10月当月社零同比增速4.8%（前值3.3%）。

#### 6. 通胀：工业品温和再通胀，食品价格全线回落

10月PPI同比-2.1%（前值-2.1%），非食品工业品价格多数上涨，但以猪价为代表的食品工业品价格大幅下跌，抑制PPI同比反弹，现阶段仍然是温和的再通胀为主。螺纹钢需求从10月下旬起明显放量，钢价止跌反弹；工业生产用电需求旺盛，煤炭价格涨幅较大；需求改善化工产品价格上涨；建筑业施工旺季水泥价格延续上涨，但下旬之后涨势趋缓。相比之下，全球定价的大宗商品价格受特朗普新冠、两党刺激政策方案和欧洲疫情爆发等多重因素影响波动较大，最终铜价环比持平，锌、铝小幅上涨，布油价格则环比下跌8.1%。

除上述非食品工业之外，近期还要考虑食品工业价格随猪价等快速回落带来的影响。

**10月CPI同比0.5%（前值1.7%），明显低于市场预期。**主要食品价格多数下跌：农业部猪肉批发价环比下跌14.5%至38.9元/公斤，同比即将转为负增长；牛肉、羊肉价格环比下跌0.3%、1.1%；鸡蛋价格环比下跌6.0%，鲜菜价格下跌1.5%，鲜果价格下跌1.3%。主要食品价格环比全线回落，高基数下同比回落更快，食品CPI同比录得2.2%；双节对旅游娱乐等消费价格稍有提振，但油价下跌拖累交通通信价格，而且“其他用品和服务”CPI环比下跌1.7%，是导致CPI同比低于预期的原因之一。**后续关注今冬可能出现拉尼娜气候对鲜菜鲜果的价格影响，关注服务类消费价格复苏进展。**

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\\_1502](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1502)

