

10月数据预测：社融增速赶顶

核心观点

10月经济复苏进程延续，内需外需持续回暖。内需方面，消费保持向上改善势头，之前受制于社交距离的可选消费正在快速修复；出口方面，近期海外疫情开始二次反复，中国供给优势填补海外缺口的逻辑继续强化，出口将保持高速增长。供给端，工业生产持续向好，考虑到十月工作日同比减少，工业增加值同比增速可能略有回调。年初以来货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末转向稳健灵活适度。我们再次提示需关注货币政策首要目标切换至金融稳定而收紧，核心跟踪 DR007 走势，关注国常会、货政报告等政策措辞变化，以及后续央行公开市场操作。

□ 内外需求强劲，工业持续向好

在两个大循环畅通的推动下，我国供给弥补海外供需缺口的态势依然向好、内需保持较强恢复，10月工业生产将继续向好，考虑到中秋后移导致工作日较去年十月份少两天的因素，我们预计工业增加值同比增速 6.0%。综合来看，高频数据总体上体现工业向好态势。

□ 投资继续修复，地产增速维持更强韧性

预计1-10月整体固定资产投资增速在1.8%左右，较前值修复1个百分点，其中，制造业投资累计同比-5%，较前值修复1.5个百分点，地产投资累计同比6.5%，较前值修复0.9个百分点，基建投资累计同比1%，较前值修复0.8个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资10月增速分别为14.1%、6.9%和6.3%，前值分别为12%、3.2%和3%，增速均有所加快，其中地产投资更具韧性，制造业投资继续抬升，基建投资当月增速相比上月有所回升。

□ 分化修复收敛，社零持续改善

预计10月份社会消费品零售总额同比增速+4.2%，消费分化修复趋势收敛。一方面，随着经济的持续修复，居民收入拾级而上，消费能力和消费意愿显著提振，消费修复速度开始加快。另一方面，疫情影响因素趋弱，常态化防控下的复商复市取得了良好效果，且几乎没有发生因为聚集或者出行而发生的疫情传播事件，之前受制于“社交距离”的消费开始快速复苏，餐饮、纺织服装、金银珠宝等行业景气度快速提升，支撑社会消费品零售总额增速进一步改善。

□ 供给优势带动出口保持高增，备货逻辑兑现进口环比回落

出口表现强劲，“循环优势”凸现，我们预计，10月以人民币计价当月出口同比增速10%，备货效应兑现，进口或适当回落，预计10月以人民币计价当月进口同比增速3%，当月贸易顺差600亿美元。

□ 预计信贷当月新增8000亿，社融新增1.3万亿，增速有望继续走高

预计10月银行信贷新增量为8000亿，对应增速为13%与上月持平，虽然今年10月相比去年少2个工作日，可能影响银行放贷，但企业端贷款需求有望保持较高。预计10月社融新增量可能达到1.3万亿，增速将达到13.7%，较前值继续上升0.2个百分点，信贷、政府债券、企业直接融资是重要的支撑，另外，我们坚持今年全年社融新增规模或可超35万亿的判断。预计10月M2增速小幅提升0.1个百分点至11%，M1增速环比提高0.4个百分点至8.5%。提示需关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧，核心跟踪 DR007 走势，关注五中全会后的央行公开市场操作。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《如何看待三季度经济数据？》
2020.10.19

2《9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间》2020.10.01

3《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

4《8月数据预测：保就业目标即将完成》2020.08.31

5《7月经济数据：调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

6《7月数据预测：经济延续确定修复》
2020.08.01

正文目录

1. 经济复苏延续，关注后续政策变化	3
2. 内外需求强劲，工业持续向好	3
3. 投资继续修复，地产增速维持更强韧性	4
3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲	4
3.2. 基建：适当回升，总体低迷	5
3.3. 地产：销售短期调整，投资稳步上升。	5
4. 消费价格下行，工业价格稳定	7
4.1. 猪肉价格回落，CPI 下行破“1”	7
4.2. 价格变动收窄，PPI 小幅修复	8
5. 分化修复收敛，社零持续改善	9
6. 就业继续改善，中枢显著下降	9
7. 供给优势带动出口保持高增，备货逻辑兑现进口环比回落	10
8. 预计信贷当月新增 8000 亿，社融新增 1.3 万亿，增速有望继续走高	11

图表目录

图 1：固定资产投资分项走势	4
图 2：制造业主要行业投资数据	5
图 3：猪肉批发价快速回落（单位：元/公斤）	7
图 4：猪瘟疫苗签发量上行证明生猪存栏增长	7
图 5：国庆日均接待游客数量显著提升	8
图 6：纺服上游原材料棉花、化纤价格持续回升	8
图 7：美国、欧洲、日本粗钢产量处于低位	8
图 8：纺服上游原材料棉花、化纤价格持续回升	8
图 9：必需品增速依然较快，但 Q3 相较 Q2 有所下降	9
图 10：高社交属性的可选消费 Q3 修复斜率加大	9
图 11：预计 10 月全国城镇失业率 5.3%	10
图 12：工业企业利润持续修复，用工需求逐步改善	10
表 1：10 月宏观经济数据预测	13

1. 经济复苏延续，关注后续政策变化

10 月经济复苏进程延续，内需外需持续回暖。三驾马车中，消费保持向上改善势头，之前受制于社交距离的可选消费正在快速修复；投资方面，地产投资韧性更强，制造业和基建投资也有望小幅改善；出口方面，近期海外疫情开始二次反复，中国供给优势填补海外缺口的逻辑继续强化，我们认为出口将保持高速增长。供给端，工业生产持续向好，高炉开工率环比回落但仍高于去年同期，汽车半钢胎开工率、焦炉生产率维持高位，考虑到十月工作日同比减少，工业增加值同比增速可能略有回调，但生产总体向好的趋势不变。

调查失业率连续五个月呈下降趋势，中枢显著下移，靠近疫情之前的水平，完成全年 6.0% 的目标难度较小。年初以来货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末转向稳健灵活适度。我们再次提示需关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧，核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，提示关注五中全会后的央行公开市场操作。

2. 内外需求强劲，工业持续向好

在两个大循环持续利好的作用下，外需向好、内需回暖，工业生产将延续恢复态势，考虑到今年 10 月工作日较去年同期少两天，我们预计 10 月份工业增加值同比增速 6.0%。

在外需方面，国内供给弥补海外供需缺口依然是对我国出口的有力支撑。10 月份海外疫情二次反弹形势严峻，防疫控制力度逐步边际趋严，海外供给能力恢复有限，在短期内我国供给相对海外依然保持优势。我国国内大循环通畅促使生产供给稳定，国外大循环助力我国生产能力释放，防疫物资、宅家消费品、高新技术产品等海外需求依然需要我国供给。10 月出口集装箱指数 CCFI 大幅上行大超疫情前水平，出口数据仍将有强劲表现。

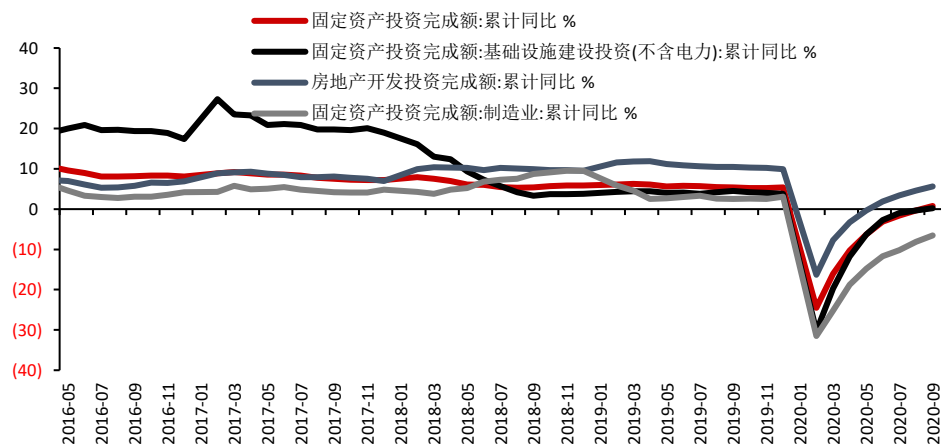
在内需方面，国内需求的强劲恢复是对工业相关行业的有力支撑。消费方面保持强劲复苏。随着国内疫情的平息，十月份受制于“社交距离”的可选消费品和线下消费加快复苏，影院、线下培训等消费性服务业提升复工复产水平，带动文体娱乐等相关产业链修复。同时，消费政策继续发力助力商品、服务消费回暖。据商务部监测，十一期间，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年增长 4.9%。国内旅游人次和旅游收入同比分别恢复 79.0% 和 69.9%，电影票房在上座率受一定控制的情况下仍达到历年国庆黄金周次高水平。据乘联会数据，10 月前四周乘用车的日均零售同比增长 17%。投资方面，制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势，对相关产业链具有一定支撑作用。

高频数据表现总体依然向好。10 月份汽车产销势头良好，半钢胎开工率、焦炉生产率维持高位，大幅高于去年同期，高炉开工率、钢材产量略有回调但依然高于去年同期，全国炼油厂开工率低于去年同期。综合来看，工业生产将继续向好。

3. 投资继续修复，地产增速维持更强韧性

预计 1-10 月整体固定资产投资增速在 1.8% 左右，较前值修复 1 个百分点，其中，制造业投资累计同比 -5%，较前值修复 1.5 个百分点，地产投资累计同比 6.5%，较前值修复 0.9 个百分点，基建投资累计同比 1%，较前值修复 0.8 个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 10 月增速分别为 14.1%、6.9% 和 6.3%，前值分别为 12%、3.2% 和 3%，增速均有所加快，其中地产投资更具韧性，制造业投资继续抬升，基建投资当月增速相比上月有所回升。

图 1：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

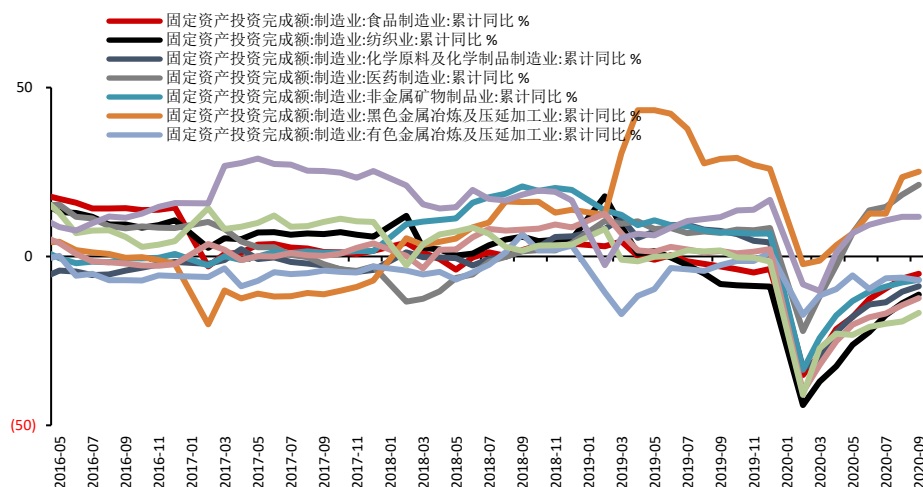
3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲

预计 10 月制造业投资增速将继续修复至 -5%，较前值回升 1.5 个百分点，当月增速有望进一步提高。主要有几个方面支撑：第一，地产投资增速持续强劲，基建投资增速也有望加速，制造业需求改善，企业利润快速修复，5 月工业企业利润当月同比增速转正，且此后增幅扩大，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除 MPA 考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，三季度新增人民币贷款中企业中长期贷款占比维持在 60% 附近高位，较上半年 30-40% 的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-9 月高技术制造业投资增长 9.3%，较前值继续提高 0.4 个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 21.2%、9.3%。预计高技术制造业投资仍将保持强劲增长。

总体看，制造业投资增速在部分行业的引领下，呈现确定性修复态势，但以当前的增速向后推演，我们预计今年制造业投资转正的概率仍然不大，预计年末回升至 -1% 到 -2% 左右位置。

图 2：制造业主要行业投资数据



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3.2. 基建：适当回升，总体低迷

预计 1-10 月基建（狭义）增速 1%。2020 年，疫情发生后，基建作为重要的逆周期工具，在专项债发力、基建单月快速转正的背景下，市场对全年基建增速较为乐观，在疫情有效防控、经济良性修复、失业压力缓释等一系列积极信号显现后，Q3 基建增速表现大幅低于市场预期，主因在于财政支出效率较低导致财政存款淤积、政策调整带来摩擦成本、天气因素扰动。在当前时点来看，2020 年基建增速预计将在 3% 左右。我们预计，考虑今年财政支出的后置特征，基建增速将在 Q4 适当抬升，有望达到 2-3%。

财政支出后置，或带动基建支出适当加速。预计 Q4 财政支出将呈现“年末集中花钱”特征。2016 年至 2019 年财政支出前置特征较为显著，2020 年，由于受疫情冲击、遵守以收定支的财政纪律、支出效率低导致财政存款淤积等逻辑，前三季度财政支出较慢；2020 年一般公共预算和政府性基金预算的支出目标分别为 3.8% 和 38%，为满足预算，Q4 一般公共预算支出、政府性基金支出增速或许达到 20.6%、52.5%。其中，前三季度，属于预算内基建的城乡社区、农林水和交通运输分别完成预算安排的 55.7%、67.8% 和 76.1%，Q4 预算内基建集中支出有助于提振基建。此外，9 月政府性基金支出增速已经达到 58.8%，提速明显，但考虑下半年起专项债资金投向结构的调整，基建类项目占比下降，政府性基金支出高增对基建的提振效果相对有限。

3.3. 地产：销售短期调整，投资稳步上升。

预计 1-10 月房地产开发投资增速达到 6.5%。

政策结构性调整，负面扰动有限。7 月起，地产政策出现了一定的边际调整，特别是三道红线要求房企减负债出台后，成为市场关注热点。我们认为三道红线的试点要求对房企影响相对有限，维护地产市场平稳有序发展，不是一刀切式的强压，旨在鼓励房企稳定、健康、持续的经营，降低系统性风险。同时，考核时间较长，短期利空有限，一方

面短期可能对拿地和债务类融资产生小扰动，但另一方面可能增加房企销售推盘的积极性，促进资金回流。

此外，因城施策的政策基调下，地产政策并非是整体收紧的，近期吉林、上海、天津等从人才落户放宽、公积金贷款额度提升、公积金异地信息互认等方面边际放松地产政策。我们认为，近期政策调整是结构性的，围绕着坚持房住不炒的政策核心，在打压投机性需求、防范潜在风险等方面“紧”，在保障无房家庭、积极吸纳高技术劳动力等方面“松”，不应理解为全面收紧。

建安投资高增。Q2 以来地产销售数据表现较好（疫情后恢复较快的经济数据），印证地产市场总体进入相对景气状态，8月地产销售额更是进一步冲高达到25%以上，9月销售额同比回落11.1个百分点达到16%，但仍处于较高水平。销售数据的靓丽也带动了销售回款的增加，有助于房企调整自身负债结构和资金结构。考虑销售的滞后效应，我们认为，后续不论主动再投资还是被动再投资均能对建安投资形成较强支持。此外，老旧小区改造加速对建安工程也有利好。2020年1-8月份，全国新开工改造城镇老旧小区2.78万个，占年度目标任务（约3.9万个）的70.7%，较7月末提高了14.3个百分点。

拿地边际回落，但总体支撑不弱。一方面，地方政府供地一般集中在上半年，下半年供给节奏会适当放缓；另一方面，7月起房地产政策出现边际调整，表现在稳定核心城市房价、要求房企减负债等等，房企拿地积极性可能受到扰动。10月土地成交高频数据环比下滑已有一定印证。但与此同时，我们认为，三道红线等扰动有限，考虑因城施策下房地产政策存在一定惯性，调整较慢，叠加19年末的低基数，我们预计年内拿地对地产投资的支撑仍处在相对较高水平。

我们预计全年房地产开发投资同比增速有望上行达到8%。

4. 消费价格下行，工业价格稳定

预计 10 月 CPI 同比+0.8%，前值+1.7%，CPI 加速回落；10 月 PPI 同比-2.0%，前值-2.1%，工业品价格小幅修复。

4.1. 猪肉价格回落，CPI 下行破“1”

预计 10 月份 CPI 环比+0.1%、同比+0.8%（前值+1.7%），猪价高基数效应下，CPI 下行破“1”。

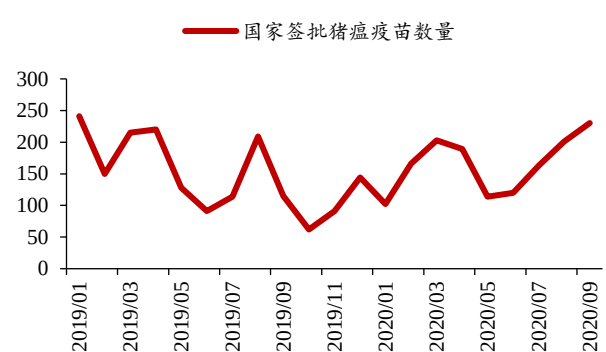
生猪供给的确定性回升推动猪价下行。据统计局口径，截止三季度末我国生猪存栏达 37039 万头，同比增长 20.7%，能繁母猪存栏 3822 万头，同比增长 28.0%，供给较 2019 年同期已显著修复。从猪饲料销量和猪瘟疫苗签发量的上涨也可以验证生猪存栏量逐步增加的判断。

图 3：猪肉批发价快速回落（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：猪瘟疫苗签发量上行证明生猪存栏增长

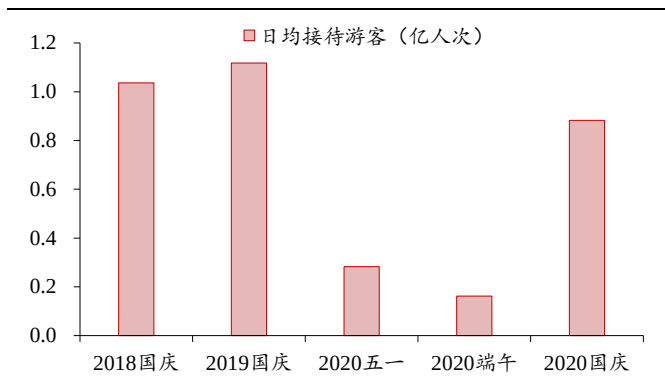


资料来源：Wind，农业农村部，USDA，浙商证券研究所

粮食价格小幅上涨，对于 CPI 影响较小。8 月下旬以来东北连续遭遇 3 场台风，减产预期带动玉米价格走高。据农业农村部披露，台风对于玉米产量影响有限，玉米丰收已成定局。但由于玉米倒伏会增加收割成本，叠加饲料需求高涨，玉米价格出现了小幅上涨。玉米在居民消费支出中占比较小，在小麦、水稻价格相对稳定的情况下，难以对 CPI 造成影响。

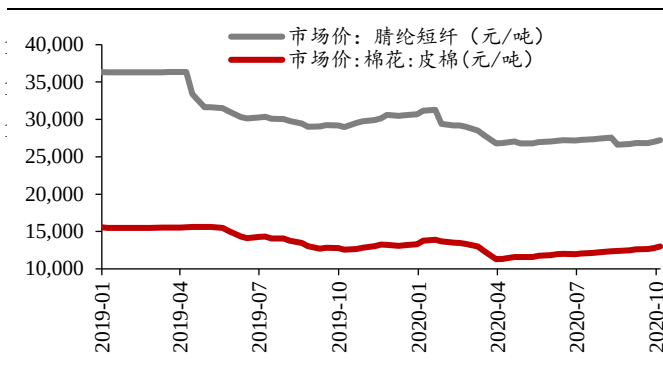
线下消费回暖促进非食品项价格恢复，进一步向疫情前水平收敛。公开数据显示，国庆黄金周期间，银联网络交易额同比增长 6.3%，商务部零售和餐饮重点监测企业日均销售额同比增长 4.9%，国庆期间的旅游人数、观影人数已恢复至去年八成水平，相较五一和端午明显提振，线下消费正在快速复苏，飞机票和宾馆住宿价格都有所提振。纺织服装行业也明显回暖，8、9 月份社零数据已呈现加速修复态势，上游原材料棉花、化纤价格持续回升，对 CPI 服装项环比增长有一定支撑。

图 5：国庆日均接待游客数量显著提升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：纺服上游原材料棉花、化纤价格持续回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.2. 价格变动收窄，PPI 小幅修复

预计 10 月份 PPI 环比+0.2%，同比-2.0%，PPI 小幅修复。

我们之前提到，全球进入疫情适应状态下的弱复苏，大宗商品价格历经一轮过山车之后，变动幅度将有所收窄，除非疫情再次超预期蔓延或者疫苗大规模广泛应用，很难出现大幅度的涨跌。9、10 两个月大宗商品价格的变动验证了我们的判断，原油价格、铁矿石价格小幅走弱，煤炭、有色价格小幅上涨。

海外国家未出现工业品需求的重要引擎，PPI 将保持低斜率修复趋势。我国本轮逆周期政策定力十足，坚持“房住不炒”，难以带动上下游众多行业共振形成强势复苏需求。进入秋冬季节，海外疫情再次扩散反复，工业生产恢复较慢，粗钢产量回升乏力，电力、天然气需求疲弱，航班执飞数量增长停滞，工业品价格上升缺乏支撑。

图 7：美国、欧洲、日本粗钢产量处于低位

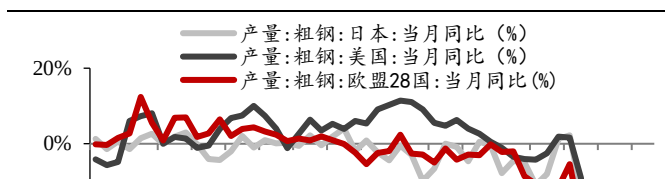
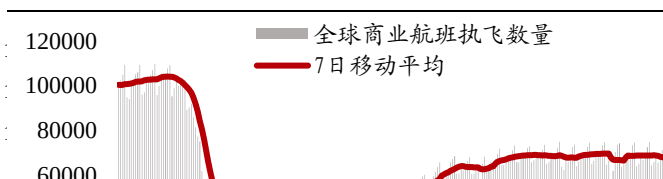


图 8：纺服上游原材料棉花、化纤价格持续回升



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_1694

