

宏观研究/数据预测月报

2020年10月31日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：工业生产和基建投资有望加快回升》2020.09
- 2《宏观：加快双循环建设，各项数据延续修复》2020.08
- 3《宏观：经济增速有望重回正增长》2020.07

总需求继续回升，货币政策保持中性

10月宏观经济数据预测

Q4 出口增长可能再上台阶，同时内需中的制造业投资、服务业投资、以及可选消费也有望进一步推高总需求增速。如我们在9月经济数据点评《内外需双驱动，总需求修复结构改善》(2020/10/19)中所述，我们对四季度的同比及环比总需求增长仍持乐观态度。

10月份工业增加值有望维持在+6%以上。10月份PMI显示新订单、出口订单、生产经营活动预期均向好；二次疫情影响，海外供需缺口扩大，有望对我国消费品的生产和出口产生拉动；部分工业原材料和工业机械有望切换到主动补库存；高技术产业生产有望维持高速增长。

预计10月社零增速上行至+3.8%（前值+3.3%）。可选消费表现强势，乘联会数据显示10月汽车销售同比增速高于9月份；服务业消费也预将继续回升。需要提醒的是，我们认为目前相当一部分新兴消费业态尚未纳入统计篮子，社零消费数据相对实际的消费复苏情况或仍存在一定低估。

预计1-10月固定资产投资增速上行到+1.6%左右（前值+0.8%），以当月增速计，预计地产投资小幅回撤，基建和制造业投资继续上行。制造业盈利修复向好，企业资本开支开始回暖。我们预计地产融资政策收紧不会触发投资骤然下行的风险，短期地产投资有望保持在相对高位。下半年基建投资扩张有较充足的财政支持，我们预计资金投放到重大项目投资上的速度有望加快。

美元计价，预计10月份贸易顺差较9月继续扩大。如我们在《中国出口：强者或将更强》(2020/10/27)中所述，目前欧美消费需求不弱，而正值4季度出口旺季，“中国制造”今年最有能力承接圣诞节出口订单。目前出口运价指数、港口吞吐量等高频指标大幅走强，四季度我国出口增长可能再创年内高点、甚至可能是过去几年的高点。

预计10月CPI同比下行，PPI同比持平。我们观察到消费需求明显恢复，有望对服务价格和非食品通胀形成支撑，剔除食品和能源价格影响的核心通胀可能继续回升。但猪价走弱使得整体通胀较低，不会对货币政策形成掣肘。

预计10月新增信贷7500亿元、社融新增1.58万亿元，均高于去年同期；预计信贷余额增速13%，社融存量增速13.8%。如我们在《财政宽松落地推动社融M2再超预期》(2020/10/14)中所述，即便货币政策保持中性、近期地产成交有所走弱，但工业企业现金流整体修复趋势仍在，服务业消费、制造业投资、服务业投资、及出口等部门需求的进一步回升，有望支撑整体融资及经济增长。

风险提示：疫情持续影响中小企业现金流，企业资本开支意愿持续受压制；疫情在全球范围内扩散，外贸受限，部分产品产生涨价压力；中美大国博弈影响国内资产价格和企业生产销售。

内需新兴产业领跑，外贸将受益于海外供需缺口扩大

图表1：10 月份经济数据预测表

指标	单位	2020										2019
		10月(预测)	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月
GDP	单季同比, %	-	4.9	-	-	3.2	-	-	-6.8	-	-	6.0
规模以上工业增加值	当期同比, %	6.5 ↓	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9
城镇调查失业率	当期值, %	5.2 ↓	5.4	5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2
城镇固定资产投资	累计同比, %	1.6 ↑	0.8	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4
制造业投资	累计同比, %	-5.1 ↑	-6.5	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1
房地产开发投资	累计同比, %	6.1 ↑	5.6	4.6	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9
基建(不含电力)投资	累计同比, %	0.5 ↑	0.2	-0.3	-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8
社会消费品零售总额	当期同比, %	3.8 ↑	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0
出口(美元计价)	当期同比, %	8.2 ↓	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1
进口(美元计价)	当期同比, %	-1.7 ↓	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	-	16.7
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	625.0 ↑	370.0	589.3	623.3	464.2	630.3	452.0	200.6	-69.2	-	472.5
CPI	当期同比, %	1.0 ↓	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5
PPI	当期同比, %	-2.1 -	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5
新增人民币贷款	当期值, 亿元	7,500 ↓	19,000	12,800	9,927	18,100	14,800	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400
人民币贷款(存量)	当期同比, %	13.0 -	13.0	13.0	13.0	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3
社会融资规模	当期值, 亿元	15,800 ↓	34,772	35,873	16,918	34,637	31,866	31,042	51,843	8,737	50,513	21,030
社会融资规模(存量)	当期同比, %	13.8 ↑	13.5	13.3	12.9	12.8	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7
M2	当期同比, %	11.0 ↑	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三季度和 9 月的经济数据表明总需求继续恢复，且结构更为均衡。往前看，我们预计出口增长可能再上台阶，而内需中的制造业投资、服务业投资、以及可选消费有望进一步推高总需求增速。出口受益于全球经济重启、海外消费需求恢复；内需呈现“传统需求不差，消费升级及新兴产业领跑”的态势。我们对四季度的同比及环比总需求增长仍持乐观态度。

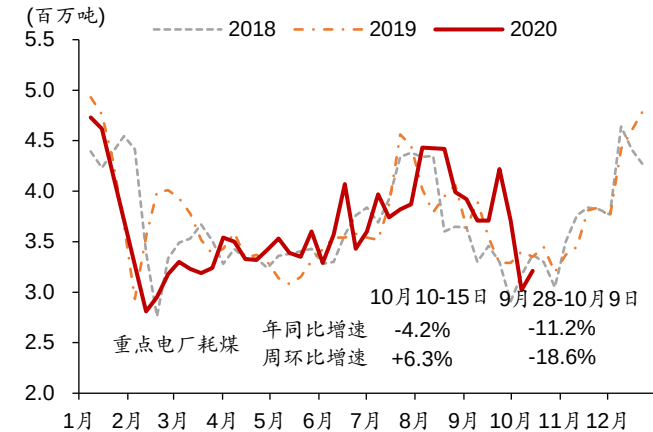
首先，作为最为可信的领先指标，金融条件整体在三季度仍未收紧，此前宽松的效用仍在传导过程中。行业来看，虽然此前起到稳增长作用的地产和基建投资热度或将有所退潮，但当其投资仍保持较高力度。更重要的是，以汽车为代表的可选消费，体验式消费，制造业投资升级、以及服务业产业回补都将提振内需增长。外需方面，一方面，欧美、尤其是美国、消费需求向好，另一方面，中国可能是全球产业链中最有能力承接圣诞节出口订单的经济体。目前出口高频指标大幅走强，不排除 4 季度出口两位数增长的可能性。

预计 10 月工业增加值维持在+6%以上

9 月汽车制造业增加值同比增长 16.4%，其中新能源汽车产量同比增长 51.1%；此外，工业机器人、计算机，以及设备制造等行业工业增加值增速亦明显加速。虽然 10 月工作日同比减少可能压制工业增加值增速再上升，但 9-10 月平均而言，工业生产有望继续保持强势。

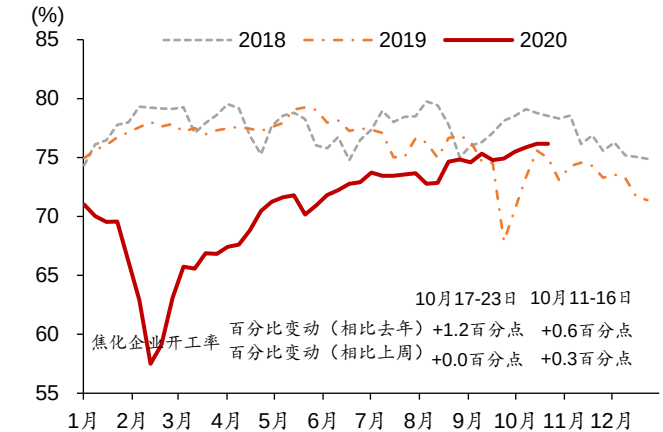
工业生产端的积极因素主要体现在：外需延续回暖，海外生产受二次疫情限制，叠加圣诞节对我国出口的拉动，电子产品等可能维持较大出口量、消费品生产和出口有望呈现回升；基建增速有望进一步加快上行，部分工业原材料和工业机械有望从去库存切换到主动补库存；高技术产业生产端维持高增速。10 月份工业增加值有望维持在+6%以上，预计 10 月工业增加值同比+6.5%。

图表2: 重点电厂日耗煤量反弹, 但仍低于往年同期



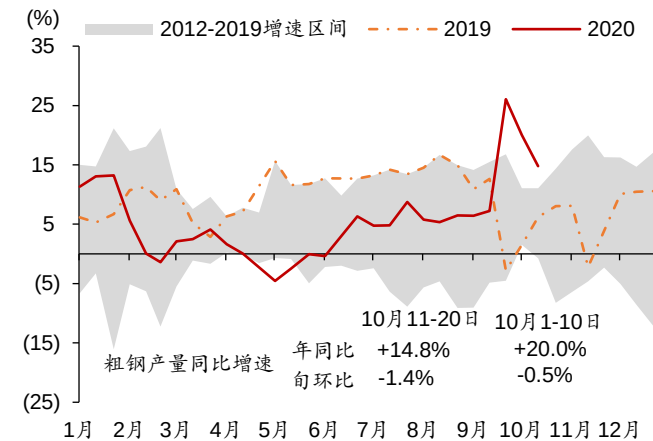
资料来源: 煤炭资源网, 华泰证券研究所

图表3: 焦化企业开工率保持不变



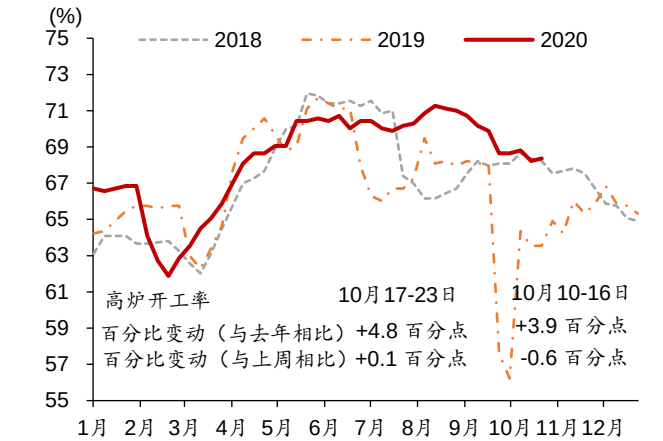
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 10月中旬粗钢产量同比增速继续回落, 但仍高于往年



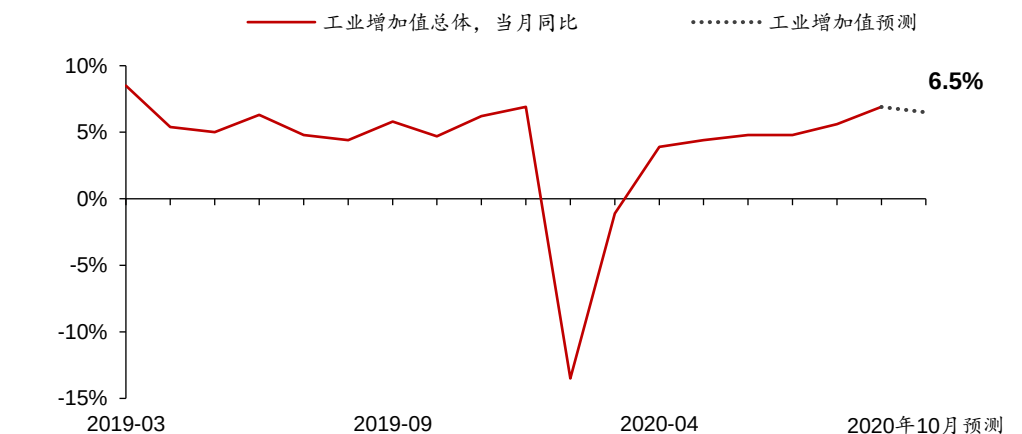
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 高炉开工率环比微升



资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表6: 预计10月份工业增加值同比仍然维持高位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

10月社零消费增速可能较9月小幅上行

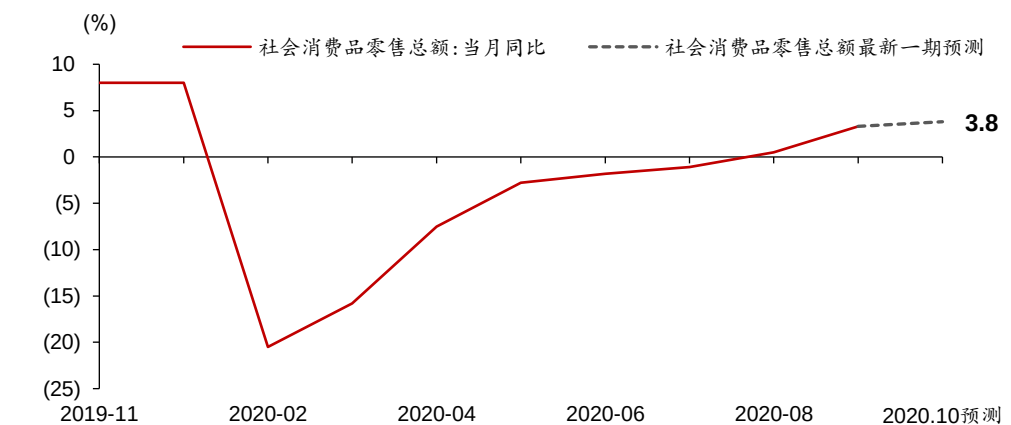
我们预计10月社会消费品零售总额名义增速恢复至+3.8%（前值+3.3%）；可选消费、服务消费回升更为明显，线上零售保持快速增长。预计10月份汽车消费可能呈现季节性环比回落；商品零售和餐饮业环比继续修复。但需要提醒的是，我们认为目前相当一部分新兴消费业态——如线上零售等、以及下半年新开业的餐饮企业，均尚未纳入社零消费的统计篮子，这可能使得社零消费数据相对实际的消费复苏情况存在一定的低估。

尽管今年疫情对整体国民经济、以及部分行业经营造成了较大困难，但在较为宽松的政策环境呵护下，国民经济快速修复；今年海外疫情形势很不明朗，出国旅游受到较强压制，因而权益资产增值、经济修复带来的补偿性消费需求等，反映在国内消费升级、房地产后产业链消费等方面。

今年地产领域销售、投资韧性较强，同时部分存量房产可能存在重新装修、购置家具家电等的改善性消费。但国家目前审慎对待地产销售调控，考虑一线城市购房政策短期大幅放松的可能性较小，我们认为地产相关消费可能维持稳健。

今年居民可支配收入增速（和 GDP 增速同步）预计下行，是消费数据持续回升的一大制约因素；同时，消费业态的转型仍在持续演进，即使不考虑上半年疫情的影响，线上零售、生鲜配送等业态，也将对传统的线下零售、餐饮消费等形成持续迭代，疫情只是加速了这一过程。对市场而言，应更多关注内循环建设大格局下，消费作为内需战略基石的基础性地位，决定其未来仍有较大发展空间。随着国内产品体系更趋于完善、免税店等分布更加广泛，海淘等境外消费可能逐渐回流国内。

图表7： 2020 年 10 月消费增速预计稳中有升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

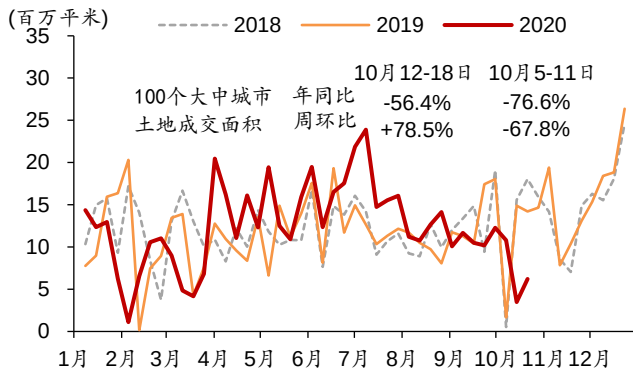
地产投资边际回撤，基建和制造业投资有望延续改善

1-9 月整体固定资产投资同比增速为+0.8%，9 月份当月同比增速对比，制造业、地产、基建（统计局口径，不含电力）、整体投资分别为 3%、12%、3.2%和 7.6%。我们预计制造业和基建投资当月增速或有小幅上行、地产投资当月可能有小幅回撤。预计 1-10 月固定资产投资增速可能进一步上行到+1.6%左右。

制造业投资当月同比 8-9 月连续两个月正增长，市场当前对制造业的关注重点，一方面在于有效提高和维持行业产能利用率、抓住四季度圣诞节出口订单机遇，加大生产；另一方面为强调自主可控，加快补全产业链短板、锻炼长板，建设产业链内部循环。三季度制造业表现不乏亮点，PPI 同比跌幅收窄，各项经营数据——工业企业营业利润率、工业企业利润持续向好，整体库存开始去化。经营数据的向好有助于企业修复资本开支信心。我们预计 1-10 月份制造业投资累计同比增速在-5.1%左右（前值-6.5%）。

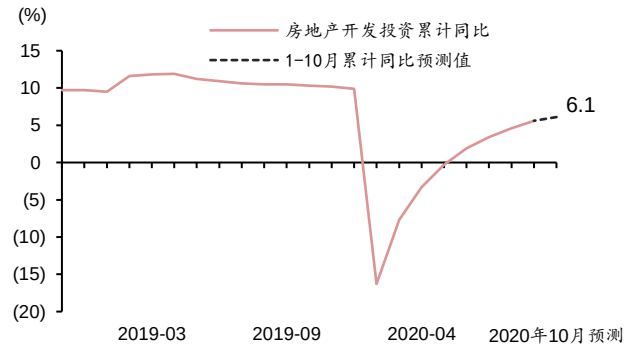
我们预计 1-10 月房地产开发投资累计同比+6.1%左右（前值+5.6%）。土地成交热度下降，叠加融资政策收紧，土地购置费对投资的拉动作用可能弱化，预计地产投资单月增速小幅放缓、累计增速继续上行。当下房地产面临的政策环境明显偏负面，包括货币政策回归中性、房企融资约束、部分城市限购限贷升级对购房需求的实质影响等。商品房销售在“抑需求、增供给”的格局下可能会是“房价先稳、销量再稳”的逐步走弱态势，地产投资增速或将随之趋缓。但我们预计房企融资政策收紧不会触发投资骤然下行的风险，短期地产投资增速有望保持在高位区间。

图表8：10月土地成交热度下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

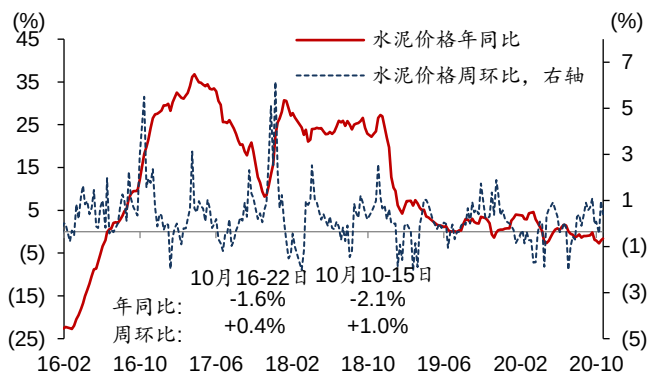
图表9：预计1-10月房地产开发投资累计同比走高至6.1%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

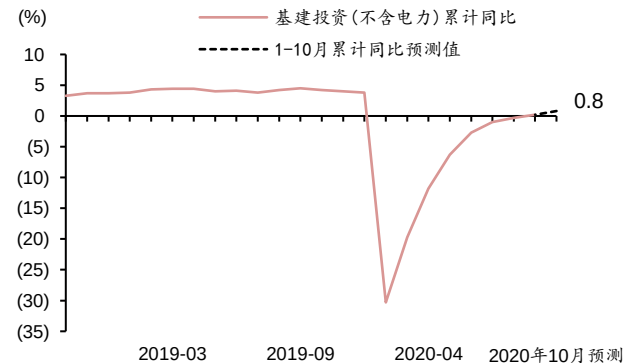
我们预计1-10月基建投资（不含电力）累计同比回升至0.5%左右，当月同比较9月份小幅上行。从预算情况来看，下半年基建投资扩张有较为充足的财政资金支持，国内疫情基本平息后，多地新推出重大项目投资方案，我们预计资金投放到项目上的速度有望加快，带动基建投资上行。部分工业原材料如水泥、玻璃等的价格，10月份环比回升，同样说明基建投资后劲仍然较足。

图表10：10月水泥价格延续涨势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表11：预计1-7月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-1.3%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

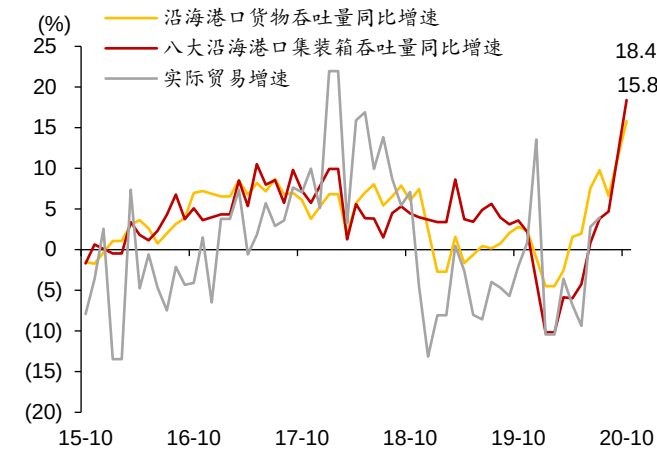
美元计价，预计10月出口同比+8.2%、进口同比-1.7%

我们预计10月份出口（美元计价）同比增速为+8.2%，进口同比增速为-1.7%；预计当月贸易顺差为625亿美元。

出口数据继续高增长，三季度贸易顺差较Q2稳中有升，同比也显著高于去年同期。我国出口的强韧性成为经济增长亮点之一，尤其是三季度以来，出口贸易修复进一步加快。这一方面是因为主要经济体在努力恢复正常经济活动——三季度欧美国家新冠疫情新增病例整体回落，外需呈现向好预期；另一方面，国内的企业生产、社会生活都基本恢复到往年正常水平，部分行业产能甚至呈现补偿式回升，体现出强大的生产供应能力。

近期，出口高频指标大幅走强，预示四季度我国出口增长可能再创年内高点、甚至可能成为过去几年的高点。目前欧美整体消费需求不弱，而正值4季度出口旺季，“中国制造”是今年最有能力承接圣诞节出口订单的产业链。目前出口运价指数、港口吞吐量等高频指标大幅走强，综合一系列数据迹象判断，不排除今年4季度出口同比两位数的可能性。我国在全球贸易份额中的占比提高未必能一直持续，但我们判断，全球外贸总量有较大的回补空间，且中国出口全球占比难言很快回落至疫前水平。我们判断接下来2-3个季度出口增速仍可能“居高不下”。

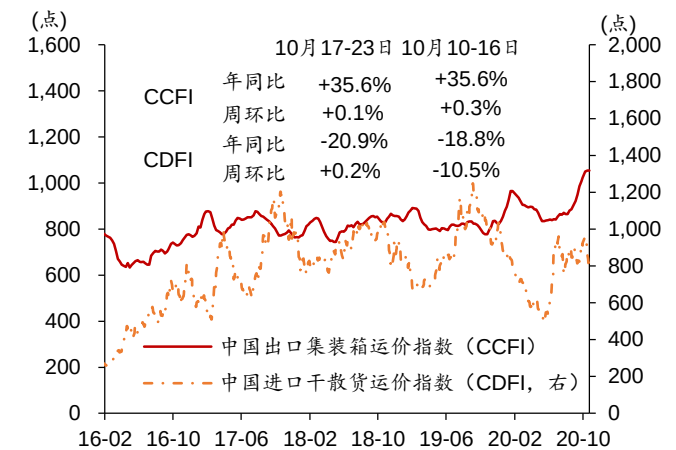
图表12: 我国出口高频指标大幅走强



注: 2020 年 10 月为上旬数字

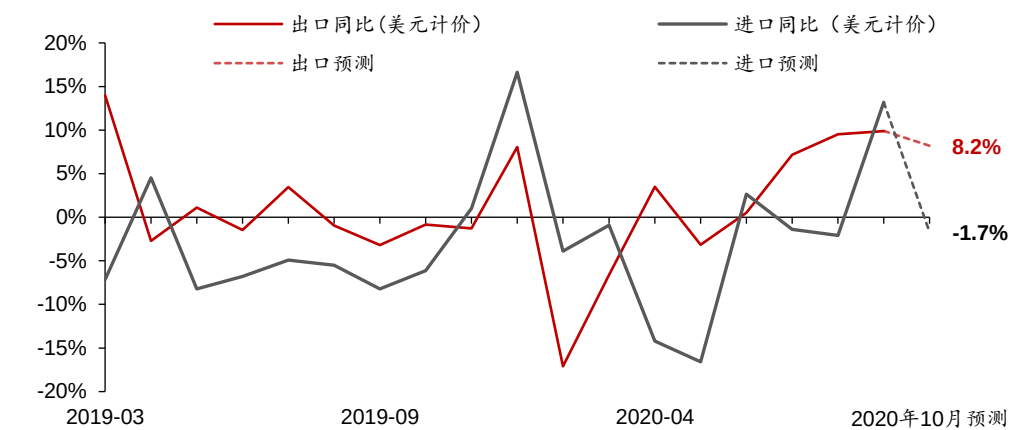
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 中国出口运价指数连续上行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 2020 年 10 月进出口增速预计 (美元计价)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计 10 月全国调查失业率 5.2%

我们预计 10 月全国城镇调查失业率为 5.2%，环比走低 0.2 个百分点。从经济先行指标看，制造业、建筑业、服务业 PMI 的从业人员分项近期均呈现环比恢复趋势，特别是建筑业用工持续处于较强位置，服务业用工也处于加速修复通道。从实体运行情况看，内外需景气度仍在攀升，上、中游企业开工率整体走高，生产活动较为活跃；10 月虽短暂爆发青岛、喀什等地疫情，但并未进一步扩散，拥堵指数、地铁客运量等交通指标也显示人员流动基本恢复至去年同期水平。同时，就业相关词语的百度搜索热度进一步下降，我们预计就业压力有所缓解，失业率有望低位徘徊。

预计 10 月 CPI 同比+1%，PPI 同比-2.1%

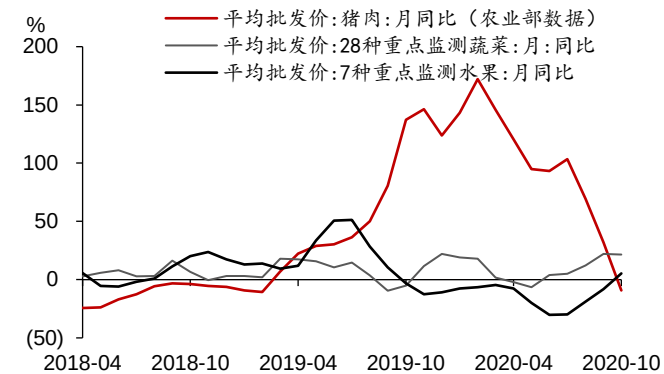
我们预计 10 月 CPI 环比+0.2%，同比+1%；10 月份（截至 10 月 28 日），农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为-10.9%、-3.4%、+3.2%。水果价格环比涨幅温和，猪价加速回落。

在猪肉价格可能持续下行的推动下，预计食品通胀同比继续回落。9 月 CPI 结构显示猪肉价格环比由正转负，随着生猪和母猪存栏持续回升，且去年同期基数非常高，猪肉价格可能会面临持续的下行压力。我们预计 10 月份猪肉 CPI 环比继续下行、同比可能由正转负。油价表现偏弱，非食品通胀没有大幅上行动能。国内消费正逐步修复，但需求没有超预期大幅回升；从供给端，影响非食品通胀最重要的因素——油价当月表现偏弱。但随着国内疫情的稳定，我们在“十一”长假期间已观察到消费需求开始明显恢复，对后续的服务价格和非食品通胀有望形成支撑，剔除食品和能源价格影响的核心通胀可能继续回升。

我们预计 10 月 PPI 环比持平，同比-2.1%。工业品物价涨跌互现，整体涨势有所收敛。10 月份，铁矿石和原油价格环比下跌，而煤炭、水泥等工业原燃料价格环比上涨。三季度地产、基建投资高增速拉动工业品价格上涨的逻辑有所减弱，整体而言，上游行业通胀开始逐步回落，而中下游制造业的化工、计算机等行业以及公用事业价格仍有待进一步回暖。

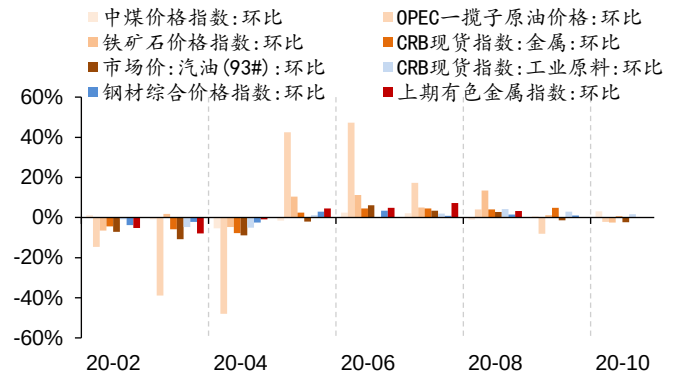
经济处于温和“再通胀”通道——往前看，4 季度食品 CPI 基数较高，有望带动整体 CPI 继续下探，但核心通胀可能继续回升；PPI 同比仍有望逐级回升、转正，明年 2 季度达到高点。虽然上游工业品价格通胀有所回落，但企业现金流已明显转好、制造业投资需求正逐步恢复，我们预计工业品价格的复苏将有望进一步向中下游行业传导、带动整体 PPI 继续复苏。预计国内总体通胀压力将保持相对温和，并不会对货币政策形成掣肘。

图表15：在猪肉价格持续下行的推动下，预计食品通胀同比继续回落



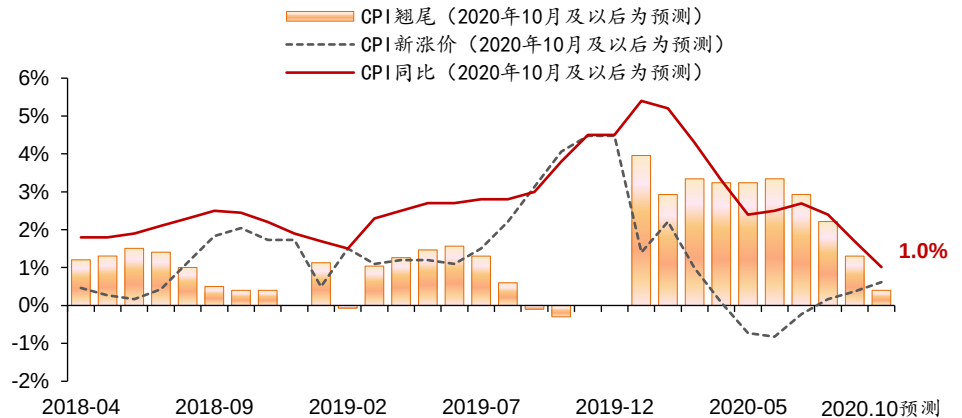
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16：工业品物价涨跌互现，整体涨势有所收敛



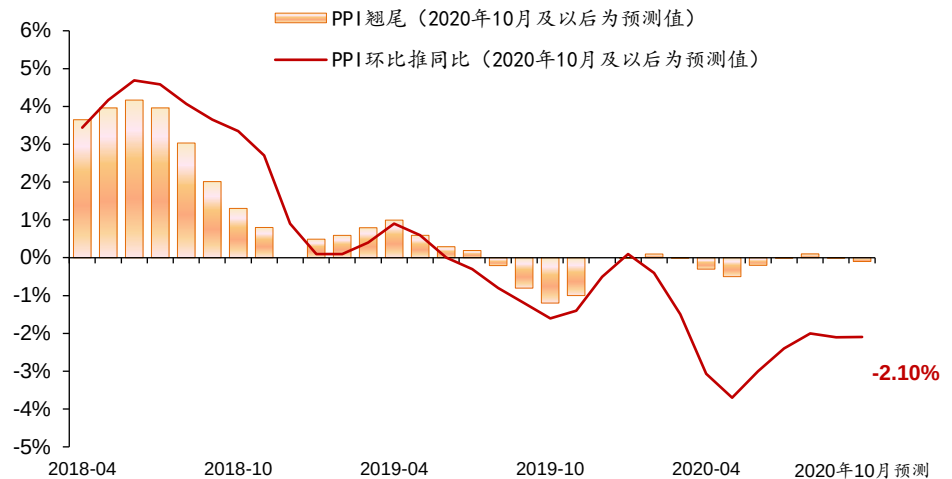
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17：预计 10 月 CPI 同比继续走低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 预计 10 月 PPI 环比和同比均持平前值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

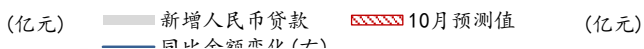
预计 10 月社融新增 1.58 万亿, M2 同比 11%

我们预计 10 月信贷新增 7500 亿元, 余额增速 13%。地产相关融资边际有所降温, 在地产信贷更加审慎、打击融资套利行为等背景下, 综合考虑季节性, 预计 10 月信贷投放总量或略高于去年同期、而较前值(9 月份)环比回落。结构上, 预计居民短期和中长期贷款环比有所回落, 而在总需求仍继续修复的带动下, 预计企业中长期信贷将强于去年同期。而融资套利的严监管下, 企业票据融资可能仍是信贷增长的拖累项。

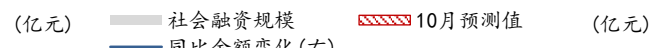
我们预计 10 月社融新增 1.58 万亿, 存量增速 13.8%。高频数据显示 10 月政府债供给规模接近 6000 亿, 较去年同期明显走高; 而企业债券发行量则同比回落。信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产仍受套利监管压制, 虽然资管新规过渡期延长至 2021 年底, 但未放松整改要求, 信托与委托贷款规模或将延续压减。由于权益市场降温等因素, 股票融资规模或呈现环比、同比回落。

我们预计 10 月 M2 同比 11%, M1 同比 8.2%, 均较前值小幅上行。往前看, 即使货币政策保持中性, 企业现金流恢复可能带动制造业投资周期及居民收入增长进一步修复。尽管近期地产成交有所走弱, 但工业企业现金流整体修复趋势仍在, 服务业消费、制造业投资、服务业投资、及出口等部门需求进一步回升有望支撑整体融资及经济增长。

图表19: 预计 10 月新增信贷 7500 万亿元左右



图表20: 预计 10 月社融新增 1.58 万亿元左右



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_1752

