



## 宏观点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

# 两个政策窗口之间的波动

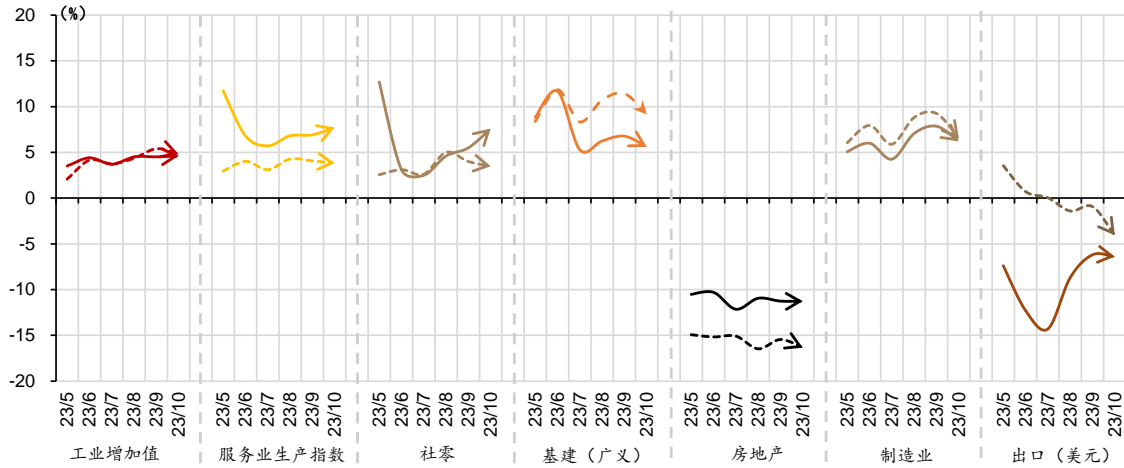
## 10月经济数据点评

### 投资要点:

- **核心观点:** 上年 Q4 经济数据再次步入低基数, 所以尽管今年 10 月经济数据同比表现较好, 但环比增速和两年平均增速大多一般, 与前期发布的制造业 PMI 和物价数据形成印证, 即 10 月整体经济环比在小幅走弱。从经济结构来看, 生产强于需求的格局仍未改变, 工业增加值环比 0.39%、社零和固投均为 0.1%左右; 产需不平衡下物价再度走弱, CPI 和 PPI 环比分别降至 -0.1%、0%。由于近期经济改善主要依赖于政策驱动, 10 月经济走弱或与其处在两个政策窗口之间有关, 8 月底房地产认房不认贷的政策效果主要在 9 月释放、10 月衰减, 而 10 月底增发国债的政策效果预计将从 11 月开始显现。不必过于担心短期波动, 随着积极财政扩张政策出台, 未来半年经济环比预计将持续改善。
- **工业生产:** 装备制造业连续三个月回升。10 月工业增加值同比 4.6%, 前值 4.5%。尽管同比增速有所提高, 但工业增加值两年平均增速从 5.4%降至 4.8%, 有所回落; 季调环比增速 0.39%, 较上月提高 0.03 个点, 而 10 月历史同期环比大多下降。整体来看, 工业生产仍然较强。三大门类中, 制造业同比 5.1%, 连续三个月保持在 5%以上, 景气度较高; 采矿业同比 2.9%, 电热燃水的生产和供应业同比 1.5%, 相对偏弱。分行业来看, 化学原料和化学制品、有色金属冶压、汽车制造等三个行业当月同比增速在 10%以上, 铁路船舶航空等运输业、电气机械两个行业增速接近 10%。装备制造业是近期各行业生产中回升较为显著的, 同比增长 6.2%, 连续三个月回升, 其中太阳能电池、服务机器人、集成电路等产品增速较高。
- **消费:** 消费动能仍然偏弱。社零同比增速 7.6%, 前值 5.5%; 两年平均增速则从 4.0%降至 3.5%, 季调环比 0.07%, 略强于上月的 0.04%, 但仍处于较弱区间, 远低于疫情前 10 月均值 0.87%。整体来看, 经过 8 月的强劲复苏后, 9-10 月消费动能在环比趋弱。分行业来看, 限额以上商品零售中, 两年平均增速最高的是体育娱乐 (13.1%)、中西药品 (8.5%)、汽车 (7.6%)、烟酒 (7%)。地产后周期产品中, 家具和家电的同比增速已经转正, 分别增长 1.7%、9.6%, 但建材仍然负增长, 这可能与当前二手房成交好于新房销售的局面有关。
- **投资:** (1) **基建投资增速回落, 等待增发国债落地见效。** 10 月广义基建投资的当月增速从 6.8%回落至 5.6%, 当月增速已经连续 4 个月维持在 5-7%的区间内。从资金端来看, 去年 10 月发行新增专项债 4279 亿, 今年只有 2184 亿, 新增资金量在减少。10 月 24 日增发的万亿国债落地见效预计要到 11 月之后, 并且主要是拉动明年基建。
- (2) **房地产开发投资降幅从 -9.1%继续扩大至 -9.3%, 新开工降幅扩大, 国内贷款由升转降。** 在 8 月底出台“认房不认贷”后, 9 月商品住宅销售的当月降幅从 15.4%收窄至 11.6%, 10 月降幅再度小幅扩大至 12%。受销售市场下行影响, 房地产开发投资降幅也仍然较大, 当月下降 11.3%与上月基本持平, 累计增速从 -9.1%降至 -9.3%。其中, 10 月新开工面积的当月降幅从 15.2%扩大至 21.2%, 竣工增速从 25.3%降至 13.3%。资金面来看, 10 月房企累计到位资金降幅继续从 13.5%扩大至 13.8%, 其中国内贷款是主要拖累, 9 月国内贷款当月增长 3.4%, 10 月转为下降 9.6%。
- (3) **制造业投资累计增速维持稳定, 当月增速从 7.9%回落至 6.2%。** 从前瞻指标来看, 10 月 BCI 企业投资前瞻指数环比回落至 53.9%, 但 PMI 分项中企业预期指数仍然较为乐观, 环比小幅回升 0.1 个点至 55.6%。

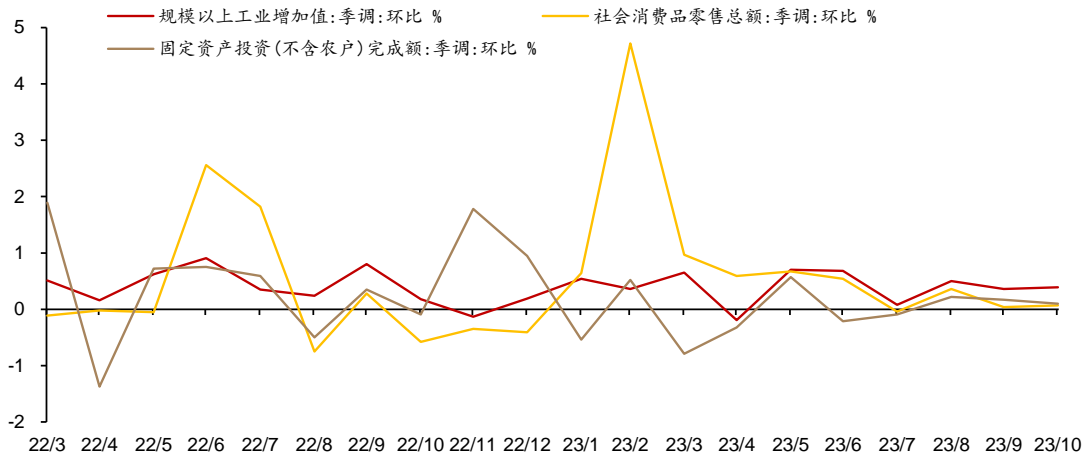
- **风险提示：** 外需超预期下降；房地产销售和投资继续恶化；消费复苏不及预期。

图 1：主要经济指标总览图(当月同比,虚线为两年平均增速)



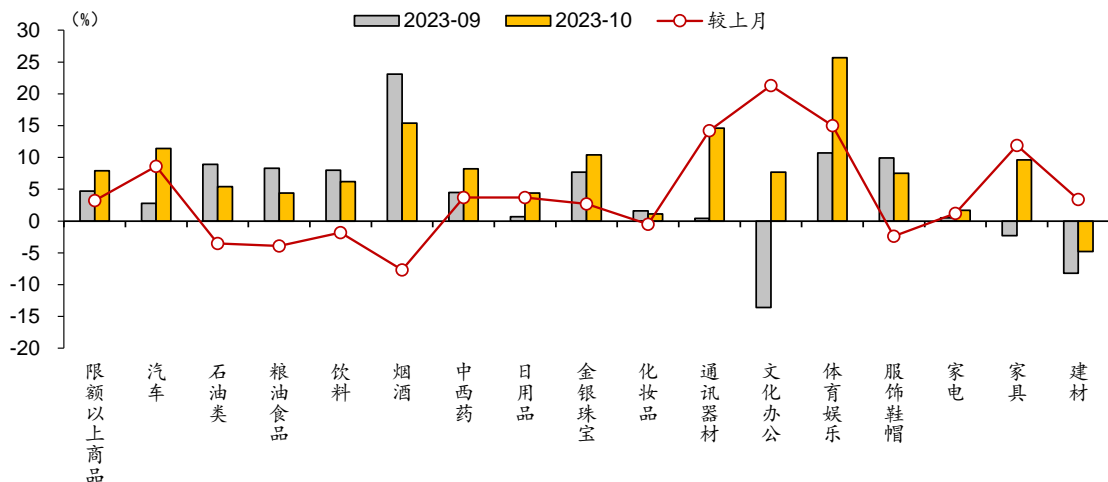
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：主要经济指标季调环比



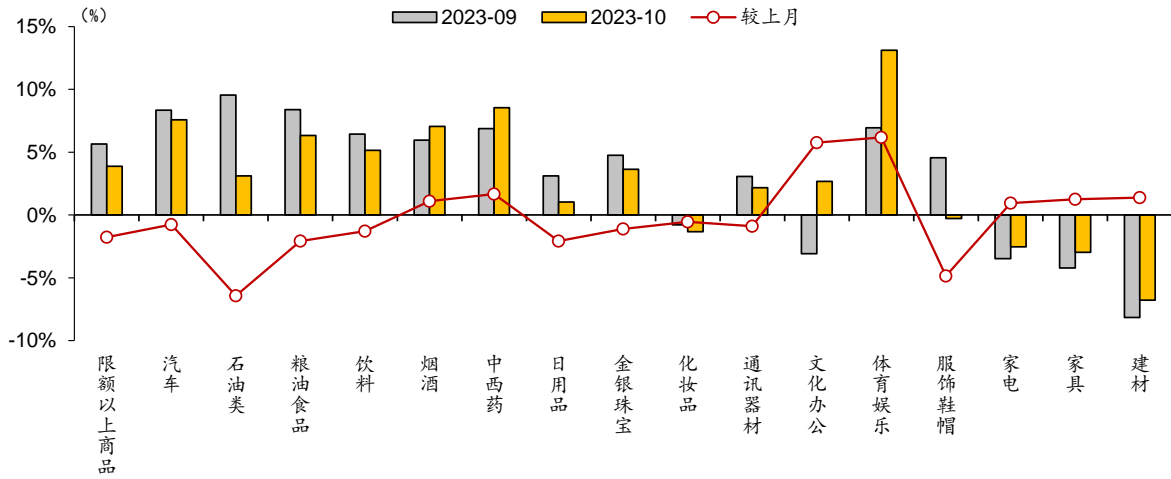
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：分行业工业增加值的同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：限额以上社零分品类的两年平均增速



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。