

经济修复继续，“宽信用+稳货币”格局或延续

——三季度经济和金融数据解析

分析师：沈彦东
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

经济基本面：经济增速继续走高，服务业较年前仍有差距。据统计局数据，2020年3季度GDP同比增速4.9%，较2季度增速继续回升，但还未恢复到2019年年末的水平。服务业中餐饮住宿、交运、批零、商务服务等项目仍受疫情防控常态化约束，我们估计2四季度的实际GDP增速将较三季度继续改善，但仍会低于疫情前。**规模以上工业增加值增速逐月回升。**9月单月同比增速继续上行至6.9%，其中制造业增加值同比增速显著反弹至7.6%，印证全国制造业PMI生产指数创18年以来同期新高。**固定资产投资增速继续回升。**1-9月固定资产投资累计增速为0.8%，由负转正，其中房地产、制造业投资表现较强，基建增速不及预期或由于优质项目缺乏和棚改对资金分流的影响导致。**消费继续转好。**1-9月社会消费品零售总额下滑7.2%，跌幅较上月收窄1.4个点，9月单月同比增长3.3%，显示消费快速好转。值得注意的是汽车零售增速为11.2%，连续三个月在11%以上的高增长区间。**出口保持韧性，进口大幅回升。**9月我国美元口径下出口总额同比增速9.9%，较7、8月均有提升，其中防疫相关物资如纺织制品和医疗仪器及器械出口增速继续回落，但仍处较高水平，其他主要品类呈现改善态势。**CPI如期下行，PPI跌幅收窄。**整体来看，当前没有显著的通缩压力，PPI和企业盈利仍在震荡修复的周期中；猪周期下行背景下国内也没有显著的通胀压力，因此通胀不是年内的敏感变量。

金融条件：社融连续超预期，企业中长贷和政府债券是主要贡献。居民中长贷和企业中长贷均显著多增，且强于季节性，指向地产销售景气度延续和企业投资活动加速回暖。**M1同比继续提高，M2同比重新回升。**三季度M1月度同比拾级而上，升至8.1%，指向企业流动性持续向好。广义货币M2同比继7、8两个月回落后重新升至10.9%，主要原因包括信贷的继续扩张以及财政的加速投放。根据全年政府债券发行计划，政府债将继续保持多增，而长期贷款利率下调也将刺激居民继续加杠杆，企业盈利尚未完全修复，企业融资需求仍将保持，预计社融和货币增速将保持上升态势。

展望四季度：经济继续修复是大概率事件。海外方面，尽管疫情出现二次反弹，但死亡率没有增高，疫情对经济复苏的影响有限，未来欧美发达国家经济复苏带来外需进一步改善将拉动我国出口增速走高。国内方面，服务业与疫情之前相比仍存在较大缺口，旅游、餐饮、电影等消费类项目较三季度仍有回补的动力。三季度投资端内生动力恢复强劲，和投资项目施工关联紧密的挖掘、重卡持续大卖，或意味着后续投资增速也不弱。**货币政策依然中性。**9月25日召开的央行三季度例会继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。10月20日公布的最新LPR与上月持平，已经连续6个月保持不变。加上10月21日央行行长易纲在金融街论坛上指出“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观

杠杆率波动，未来我国将尽可能长时间实施正常的货币政策”，货币边际转松的可能性继续下降。另一方面，央行表示 8-12 月金融部门还将继续为市场主体减负约 6000 多亿元，在经济尚未回到合理区间且通胀上行风险不显著的背景下，货币政策也未到收紧之时，大概率将继续保持中性，由此来看，我国本轮信用扩张周期尚未结束。

风险提示：宏观经济下滑、通胀压力加大、外部压力加大

目录

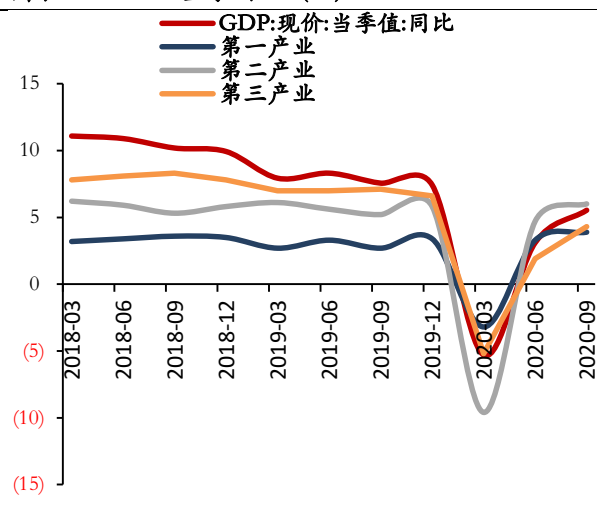
一、三季度经济继续修复.....	5
二、三季度金融条件仍然宽松.....	10
三、展望四季度：“宽信用+稳货币”格局延续.....	11

图表 1 GDP 当季同比 (%)	5
图表 2 GDP 当季同比: 分行业 (%)	5
图表 3 规模以上工业增加值: 当月同比 (%)	6
图表 4 行业增加值: 当月同比 (%)	6
图表 5 固定资产投资: 累计同比 (%)	7
图表 6 固定资产投资: 累计同比: 分行业 (%)	7
图表 7 工程机械销量同比变动情况 (%)	7
图表 8 社零总额: 当月同比 (%)	8
图表 9 零售额: 当月同比 (%)	8
图表 10 出口金额: 当月同比 (%)	8
图表 11 进口金额: 当月同比 (%)	8
图表 12 主要经济体 PMI (%)	8
图表 13 CPI: 同比 (%)	9
图表 14 CPI 食品项: 分类环比 (%)	9
图表 15 CPI 非食品项: 分类环比 (%)	10
图表 16 PPI: 同比 (%)	10
图表 17 PPI: 环比 (%)	10
图表 18 主要工业品指数 (美元/桶(右轴))	10
图表 19 新增社融: 同比多增 (亿元)	11
图表 20 新增人民贷款: 同比多增 (亿元)	11
图表 21 财政资金下发情况 (亿)	11

一、三季度经济继续修复

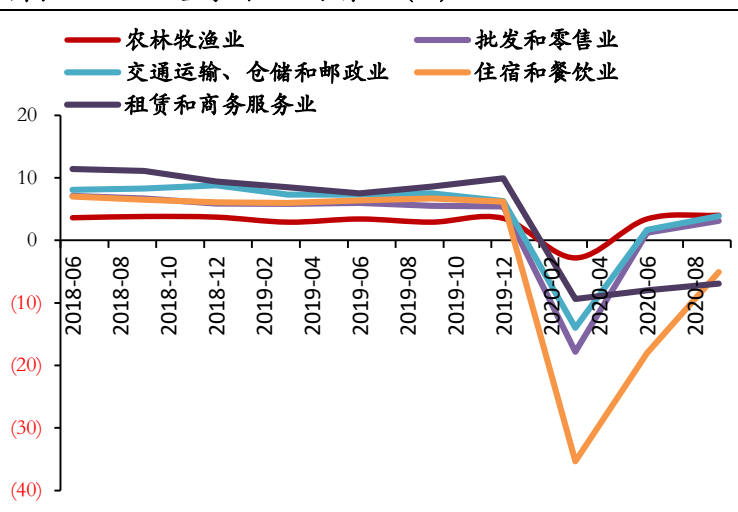
经济增速继续走高，服务业较年前仍有差距。据统计局数据，2020年3季度GDP同比增速4.9%，较2季度增速继续回升，但还未恢复到2019年年末的水平。从生产端看，三季度一、二、三产业增加值同比增长3.9%、6%、4.3%，增速同步回升，其中第一、二产业增速已超过上年年末水平，第三产业增速明显改善，但与上年末仍有差距，服务业中餐饮住宿、交运、批零、商务服务等项目仍受疫情防控常态化约束，实质性打开这一过程或将有待于疫苗正式上市。我们估计2020年四季度的实际GDP增速将较三季度继续改善，但仍会低于疫情前。

图表 1 GDP 当季同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

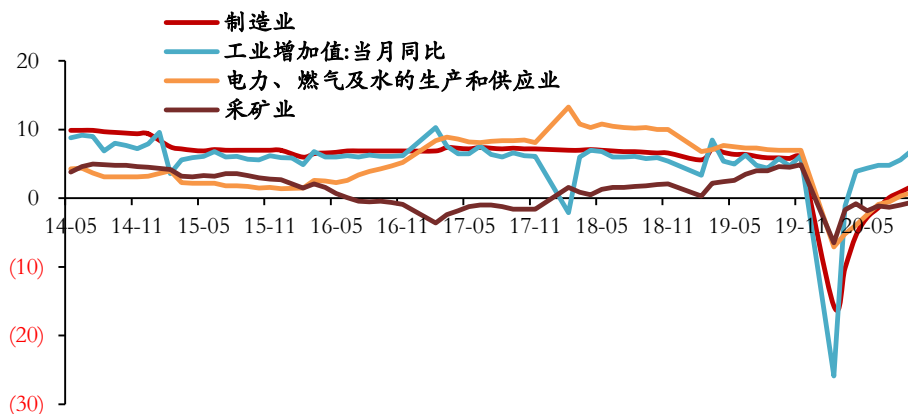
图表 2 GDP 当季同比:分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

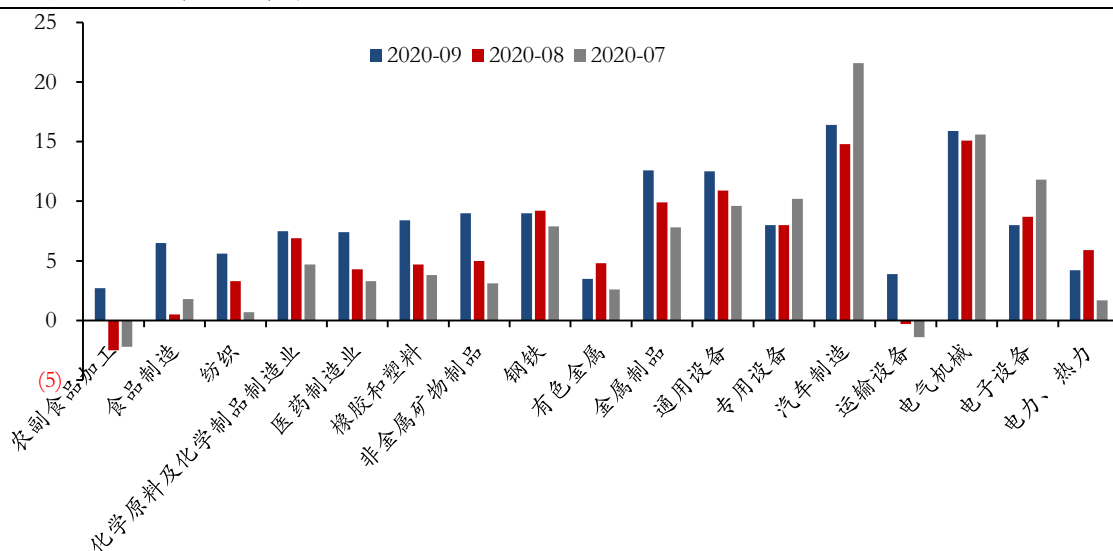
规模以上工业增加值增速逐月回升。9月单月同比增速继续上行至6.9%，其中制造业增加值同比增速显著反弹至7.6%，印证全国制造业PMI生产指数创18年以来同期新高。分行业看，下游消费品类行业增速恢复较快，食品制造、纺织、医药增加值增速均有回升，汽车增速也由降转升，中游装备加工类行业增速普遍上行；中游原材料类行业中，钢铁、有色高位略降，建材走高；上游采矿业增速小幅回升。

图表 3 规模以上工业增加值：当月同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

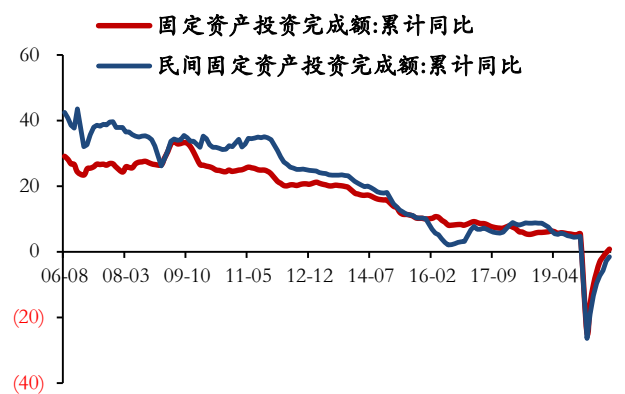
图表 4 行业增加值：当月同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

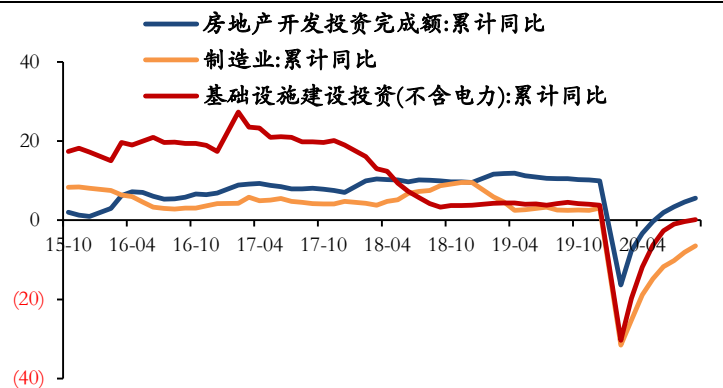
固定资产投资增速继续回升。1-9月固定资产投资累计增速为0.8%，由负转正，民间投资累计增速-1.5%，较二季度末大幅收窄5.8个百分点，指向内生投资动力复苏。分行业看，房地产、制造业投资表现较强，制造业投资累计增速为-6.5%，跌幅较上月收窄1.6个百分点；房地产投资累计增速为5.6%，增速较上月提升1.0个百分点；基础设施投资（不含电力）累计增速为0.2%，增速较上月提升仅0.5个百分点。基建增速不及预期或由于优质项目缺乏和棚改对资金分流的影响导致。7-8月专项债中棚改占比快速升至30%，9月进一步提升至36%，专项债投向棚改领域的提高对地产投资的正面拉动大于对基建的拉动。

图表 5 固定资产投资：累计同比 (%)



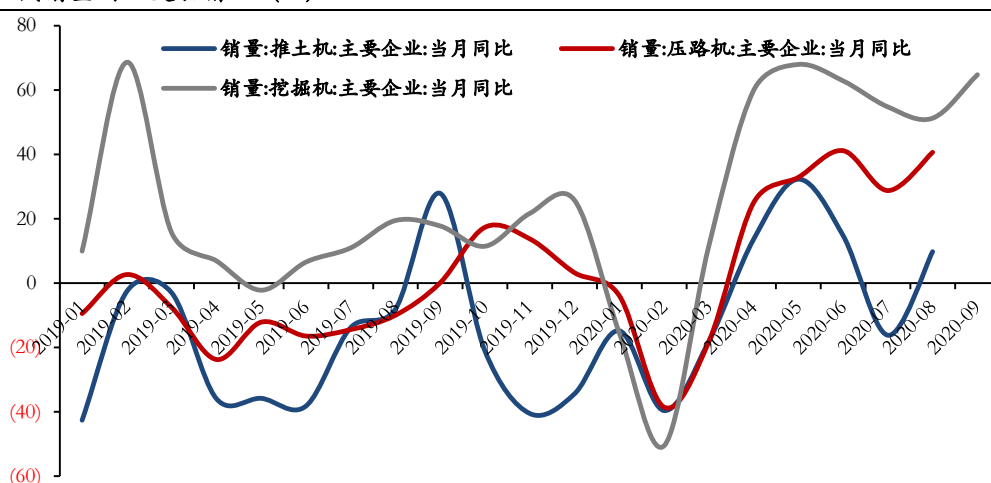
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 6 固定资产投资：累计同比：分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

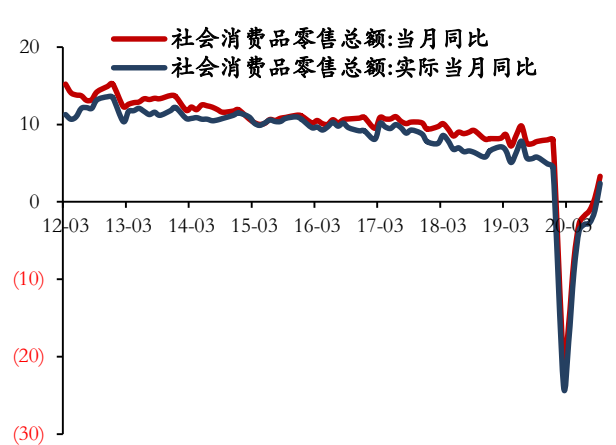
图表 7 工程机械销量同比变动情况 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

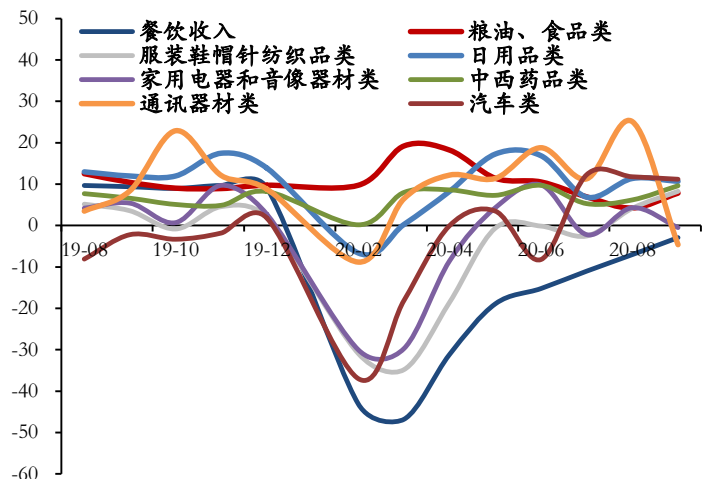
消费继续转好。1-9月社会消费品零售总额下滑7.2%，跌幅较上月收窄1.4个百分点，9月单月同比增长3.3%，显示消费快速好转。分品类看，食品类、药品类、日用品等必选消费保持韧性；服装鞋帽增速为8.3%，大幅高于上月的4.2%，亦高于疫情之前的趋势值。烟酒类同比增速为17.6%，这里面可能包含低基数影响，但环比37.5%亦明显强于季节性。餐饮继续回升，本月为-2.9%，高于上月的-7.0%，但仍未摆脱负增长区间。此外，值得注意的是汽车零售增速为11.2%，连续三个月在11%以上的高增长区间。

图表 8 社零总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

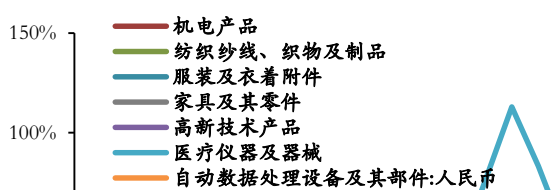
图表 9 零售额：当月同比 (%)



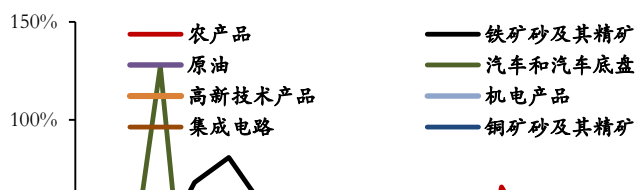
资料来源：Wind，万和证券研究所

出口保持韧性,进口大幅回升。9月我国美元口径下出口总额同比增速9.9%，较7、8月均有提升，其中防疫相关物资如纺织制品和医疗仪器及器械出口增速继续回落，但仍处较高水平，其他主要品类呈现改善态势。尽管海外部分国家疫情出现“二次反弹”，本轮海外各国普遍采取较为温和的防控封锁措施，因而并未明显打断主要国家经济恢复的脚步，外需景气度继续向好，我国出口韧性有望继续保持。9月进口同比增速回升至13.2%，较前值大幅提升15.3个点。从品种看，进口农产品、铁矿石同比增速企稳，铜、汽车、集成电路同比明显回升，进口原油增速降幅明显收窄。预计随着国内经济持续修复，未来进口增速仍有望保持高位。

图表 10 出口金额：当月同比 (%)



图表 11 进口金额：当月同比 (%)



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_1890

