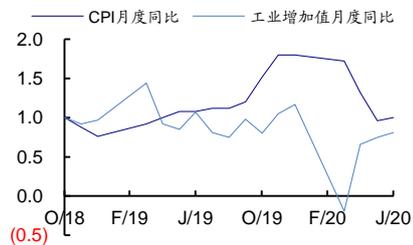


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-3.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报：大宗商品大有可为》——2020-09-04
 《宏观经济月报：7月国内经济修复放缓大概率仅是短期现象》——2020-08-24
 《宏观经济月报：消费补偿增长叠加积极财政或推动国内经济短期过热》——2020-09-30
 《大类资产配置月报：“股强债弱”格局仍将延续》——2020-10-12
 《大类资产配置月报：继续做多风险资产》——2020-08-04

证券分析师：李智能

电话：0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516060001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观月报

四季度投资拉动或再次上升，消费修复动能仍充足

● 四季度投资拉动或再次上升，消费修复动能仍充足

我们猜测2020年二、三季度国内资本形成总额与固定资产投资完成额同比增速出现明显差异主要是因为无形固定资产投资增速在二季度明显抬升，在三季度明显回落。

无形固定资产投资增速在二季度明显抬升或与应对疫情相关的无形资产明显增加有关，随着疫情消退，三季度相关无形资产增速明显下降也符合情理。

疫情带来的相关无形资产增速波动已过去，后续国内资本形成总额增速走势将更加贴近固定资产投资完成额增速。在制造业投资与基建投资向上动能推动下，四季度国内资本形成总额增速较三季度或再次上升。

三季度居民消费增速抬升幅度明显大于收入，表明疫情带来的不确定性进一步消除带动国内消费动力逐渐增强，但三季度单季城镇居民人均可支配收入增速高于人均消费支出增速约6.2个百分点，前三季度城镇居民人均可支配收入累计增速高于人均消费支出累计增速约8.4个百分点，仍然处于较高水平，这意味着疫情带来的不确定性目前虽然有所降低，但仍然对国内居民的消费有着较强的干扰，国内补偿性增长或仍未充分释放，后续国内消费修复动能仍较充足。

● 经济增长：经济增长内生动能继续增强

从生产端来看，环比数据显示9月国内工业生产热度进一步提升。从需求端来看，9月固定资产投资完成额环比继续高于历史同期环比均值，其中制造业投资环比高于历史同期环比均值的幅度较大；社会消费品零售总额环比亦高于历史同期环比均值，表明消费的补偿性增速仍在延续；内需强劲推动进口同比增速明显上升；海外经济修复趋势不变，国内出口维持高增长。

根据国内复工复产的经验，只要海外没有再次大范围封锁经济，海外经济持续修复的趋势大概率不会改变，在此背景下，国内出口或继续维持稳定增长格局。

内需方面，9月国内制造业投资、社会消费品零售总额环比超越历史均值的幅度均较大，这表明国内经济增长的内生动能继续增强，叠加当前的积极财政政策，国内经济增长向上的趋势短期内或难以改变。

● 通货膨胀：肉价走弱推动CPI大幅下行，PPI向上趋势不变

根据高频数据，预计2020年10月CPI食品环比约为-1.5%，非食品环比约为0.2%，CPI整体环比约为-0.2%，CPI同比或回落1.0个百分点至0.7%左右。

截至2020年10月上旬，国信编制的流通领域生产资料价格指数10月环比约为0.6%，预计今年10月PPI环比大概率继续维持正值，PPI同比或小幅回升至-2.0%。

内容目录

四季度投资拉动或再次上升，消费修复动能仍充足	4
投资拉动明显降低拖累三季度 GDP 同比低于预期	4
三季度投资对 GDP 同比的拉动明显降低或仅是短期现象	4
三季度城镇居民收入增速仍明显高于消费增速，消费修复动能仍充足	5
9月经济增长数据解读：经济增长内生动能继续增强	6
生产端：工业生产热度进一步上升	6
需求端：投资——当月环比仍然明显强于历史同期均值	8
需求端：消费——不确定性因素逐渐消退，消费加速修复	10
需求端：进出口——海外经济修复背景下国内出口维持高增	11
9月通胀解读：肉价走弱推动 CPI 大幅下行，PPI 向上趋势不变	12
2020 年 9 月 CPI 数据分析与未来走势判断	12
2020 年 9 月 PPI 数据分析与未来走势判断	15
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 三季度支出法 GDP 中消费的拉动加速上升, 投资拉动明显回落	4
图 2: 2020 年前三季度城镇居民收入累计同比仍然明显高于消费同比	6
图 3: 2020 年 9 月工业增加值同比增速继续明显上升	7
图 4: 9 月制造业工业增加值同比再创新高	7
图 5: 9 月消费相关的乙烯、有色产量同比继续上升	8
图 6: 9 月机器人、集成电路产量同比继续上升	8
图 7: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览	9
图 8: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览	9
图 9: 房地产销售当月同比增速一览	10
图 10: 9 月消费同比增速继续上升	10
图 11: 中国进出口当月同比增速变化一览	11
图 12: 国内贸易顺差金额一览	12
图 13: 2020 年 9 月 CPI 食品、非食品价格环比均低于季节性	12
图 14: CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 15: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	13
图 16: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	14
图 17: 10 月食品价格持续下跌	14
图 18: 目前 10 月食品高频数据中的肉类、蔬菜价格环比均明显低于历史均值	15
图 19: 10 月非食品高频价格小幅上涨	15
图 20: 2020 年 9 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值	16
图 21: 2020 年 9 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	16
图 22: 2020 年 9 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 23: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	17

未找到图形项目表。

四季度投资拉动或再次上升，消费修复动能仍充足

投资拉动明显降低拖累三季度 GDP 同比低于预期

根据国家统计局公布的数据，三季度国内最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动分别为 1.71、2.55、0.64 个百分点，其中最终消费、净出口对实际 GDP 同比的拉动较二季度抬升 4.06、0.11 个百分点，投资对实际 GDP 同比的拉动降低 2.47 个百分点。

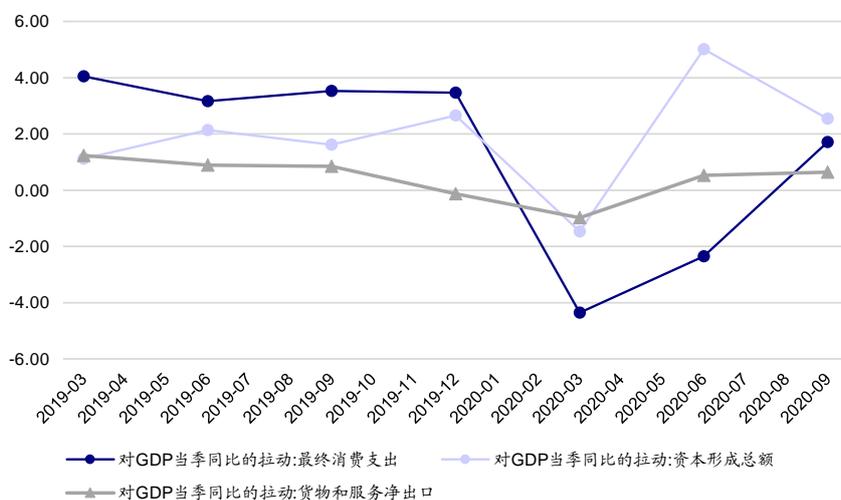
2019 年四个季度最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动平均值分别为 3.56、1.89、0.71 个百分点。

从 2020 年三季度三大需求对实际 GDP 同比的拉动与 2019 年四个季度的平均值比较来看，2020 年三季度最终消费、净出口的拉动仍低于 2019 年平均值约 1.84、0.07 个百分点，而资本形成总额的拉动仍高于 2019 年平均值约 0.66 个百分点。

三季度国内实际 GDP 同比为 4.9%，低于市场一致预期 5.2%，三季度国内固定资产投资完成额同比增速明显上升，但三季度支出法 GDP 中的投资（即资本形成总额）对实际 GDP 同比的拉动却明显降低是三季度实际 GDP 同比增速低于市场预期的主要原因。

考虑到国内支出法 GDP 中资本形成总额占比约为 40%-50%，按此估计，国内三季度资本形成总额不变价金额同比落在[5.1%,6.4%]之间，较二季度的 10%以上增速相比，回落幅度较大。

图 1: 三季度支出法 GDP 中消费的拉动加速上升，投资拉动明显回落



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

三季度投资对 GDP 同比的拉动明显降低或仅是短期现象

根据国家统计局发布的固定资产投资完成额数据，可以计算得到，三季度国内固定资产投资完成额同比增速约为 7.1%，较二季度的 3.6%明显抬升 3.5 个百分点。考虑到三季度 PPI 同比约为-2.2%，三季度剔除价格后的固定资产投资完成额实际同比可能在 9%左右，按此估计，三季度国内资本形成总额不变价金额同比低于固定资产投资完成额实际同比的幅度或达到 3 个百分点以上。

统计局给出的统计指标说明中指出，国内资本形成总额包括存货变动和固定资

本形成总额，而固定资本形成总额与固定资产投资完成额之间的主要差别可以概括为以下几个方面：

1. 全社会固定资产投资额包括土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费；固定资本形成总额则不包括这些费用，随着用地成本的增加，土地费用占投资的比重呈现逐步提高的趋势。
2. 全社会固定资产投资额只包括计划总投资 500 万元以上项目的投资，不包括 500 万元以下项目的投资，不包括固定资产的零星购置；固定资本形成总额既包括计划总投资 500 万元以上项目的投资，也包括 500 万元以下项目的投资，还包括固定资产的零星购置。
3. 全社会固定资产投资额不包括商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产以及未经过正式立项的土地改良支出；固定资本形成总额包括这些价值。
4. 全社会固定资产投资额只包括有形固定资产的增加，固定资本形成总额既包括有形固定资产的增加，也包括矿藏勘探、计算机软件等无形固定资产的增加。

根据我们前期的专题报告《宏观经济专题：莫高看存货调整对经济增长的影响》，三季度国内资本形成总额与固定资产投资完成额同比的这种较大差异不是来源于存货变动，而是来源于二者对固定资产口径的认定范围不同。

我们猜测 2020 年二季度、三季度国内资本形成总额与固定资产投资完成额同比增速出现明显差异主要是上述提到的第四点差别造成的，即无形固定资产增速在二季度明显抬升，在三季度明显回落。

无形固定资产增速在二季度明显抬升或与应对疫情相关的无形资产明显增加有关，随着疫情消退，三季度相关无形资产增速明显下降也符合情理。

疫情带来的相关无形资产增速波动已过去，后续国内资本形成总额增速走势将更加贴近固定资产投资完成额增速。截至 9 月，固定资产投资完成额中的制造业投资累计同比仍然明显负增长，考虑到国内消费开始加速修复，当前内外需均较强劲，预计在需求推动下，四季度制造业投资仍有进一步修复空间。此外，当前积极财政政策仍在持续，四季度基建投资增速亦有进一步上升的可能，在制造业投资与基建投资向上动能推动下，四季度国内资本形成总额增速较三季度或再次上升，三季度投资对 GDP 同比的拉动明显降低或仅是短期现象。

三季度城镇居民收入增速仍明显高于消费增速，消费修复动能仍充足

三季度城镇居民人均可支配收入同比增速为 5.4%，较二季度抬升 2.7 个百分点；人均消费支出增速为 -0.8%，较二季度抬升 5.5 个百分点，仍然处于负增长区间。三季度居民消费增速抬升幅度明显大于收入，表明疫情带来的不确定性进一步消除带动国内消费动力逐渐增强，但三季度单季城镇居民人均可支配收入增速高于人均消费支出增速约 6.2 个百分点，前三季度城镇居民人均可支配收入累计增速高于人均消费支出累计增速约 8.4 个百分点，仍然处于较高水平，这意味着疫情带来的不确定性目前虽然有所降低，但仍然对国内居民的消费有着较强的干扰，国内的补偿性增长或仍未充分释放，消费修复动能仍较充足，在此情况下，我们认为后续国内经济仍然具备较强的向上动能，补偿性增长叠加积极财政政策或推动四季度国内 GDP 同比上升至 6% 左右。

未来若干季度国内 GDP 增速有望持续上行，保持在 6% 以上水平，2020 年预计全年 GDP 增速在 2% 附近，而 2021 年预计 GDP 增速保持在 8% 附近。

图 2: 2020 年前三季度城镇居民收入累计同比仍然明显高于消费同比



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

9 月经济增长数据解读: 经济增长内生动能继续增强

从生产端来看, 环比数据显示 9 月国内工业生产热度进一步提升。从需求端来看, 9 月固定资产投资完成额环比继续高于历史同期环比均值, 其中制造业投资环比高于历史同期环比均值的幅度较大; 社会消费品零售总额环比亦高于历史同期环比均值, 表明消费的补偿性增速仍在延续; 内需强劲推动进口同比增长明显上升; 海外经济修复趋势不变, 国内出口维持高增长。

根据国内复工复产的经验, 只要海外没有再次大范围封锁经济, 海外经济持续修复的趋势大概率不会改变, 在此背景下, 国内出口或继续维持稳定增长格局。

内需方面, 9 月国内制造业投资、社会消费品零售总额环比超越历史均值的幅度均较大, 这表明国内经济增长的内生动能继续增强, 叠加当前的积极财政政策, 国内经济增长向上的趋势短期内或难以改变。

生产端: 工业生产热度进一步上升

9 月工业增加值同比增速为 6.9%, 较 8 月上升 1.3 个百分点。根据工业增加值定基指数可以计算得到 9 月环比为 10.5%, 明显高出过去三年同期环比均值 8.3% 约 2.2 个百分点, 9 月工业生产热度进一步抬升。

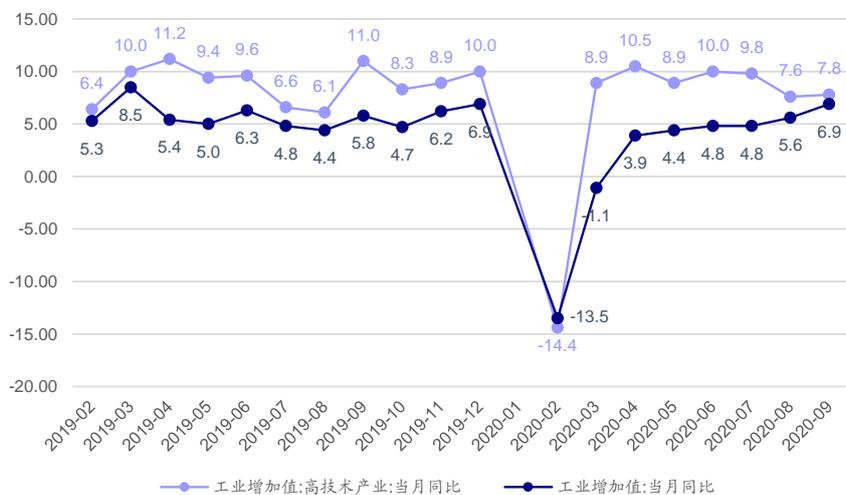
分三大门类看, 9 月制造业同比增速进一步明显上升, 已明显超越去年全年同比水平, 采矿业和公用事业同比仍明显低于去年全年水平。9 月采矿业同比 2.2%, 较 8 月上升 0.6 个百分点; 制造业 7.6%, 较 8 月上升 1.6 个百分点; 公用事业 4.5%, 回落 1.3 个百分点。

分产品看, 9 月大多数产品产量增速均有所上升, 其中乙烯、粗钢、汽车同比上升幅度较大。此外, 高技术制造业中机器人和集成电路产量同比继续上升, 机器人产量同比再创历史新高, 整体高技术制造业延续着高景气。

9 月粗钢产量同比 10.9%, 较 8 月上升 2.5 个百分点; 钢材产量同比为 12.3%, 较 8 月上升 1.0 个百分点; 水泥产量同比为 6.4%, 较 8 月回落 0.2 个百分点; 十种有色金属、乙烯产量同比为 7.3%、12.6%, 分别较 8 月上升 0.4、4.0 个百分点; 汽车 9 月产量同比为 13.8%, 较 8 月上升 6.2 个百分点; 工业机器人、集成电路产量同比为 51.4%、16.4%, 分别较 8 月上升 18.9、4.3 个百分点,

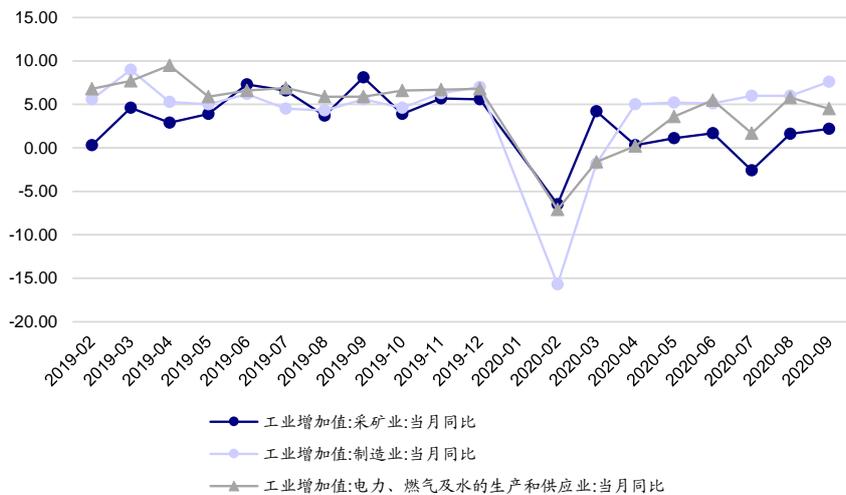
明显高于去年全年-6.1%、7.2%的同比水平；整体高技术制造业增加值 9 月同比为 7.8%，较 8 月上升 0.2 个百分点。

图 3：2020 年 9 月工业增加值同比增速继续明显上升



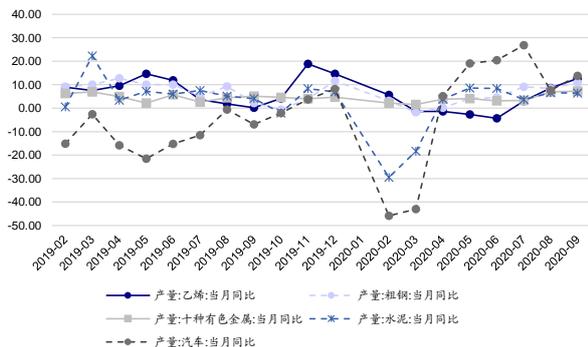
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：9 月制造业工业增加值同比再创新高



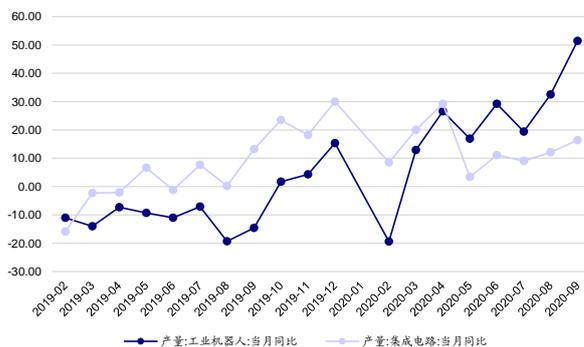
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 9 月消费相关的乙烯、有色产量同比继续上升



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 9 月机器人、集成电路产量同比继续上升



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——当月环比仍然明显强于历史同期均值

固定资产投资 9 月当月同比增速持平上月，其中房地产、制造业基建投资同比增速均较 8 月有所回落。

9 月固定资产投资当月同比增 7.6%，持平 8 月。其中房地产开发投资当月同比为 11.9%，回落 0.2 个百分点；制造业当月同比 3.0%，回落 2.0 个百分点，其中我们拟合的高技术制造业投资 9 月当月同比增 9.9%，较 9 月回落 4.9 个百分点，旧产能制造业投资同比为 1.3%，较 8 月回落 1.3 个百分点；基建投资同比 4.8%，回落 2.2 个百分点。

从环比来看，9 月固定资产投资环比增速为 14.2%，高出 2017-2019 年同期环比均值 13.1% 约 1.1 个百分点，9 月固定资产投资仍然保持强劲走势，当月同比持平上月未上升是基数较高造成的。分项中，房地产投资环比持平历史均值，制造业投资环比高于历史均值约 3.0 个百分点，基建投资环比低于历史均值约 0.9 个百分点。9 月基建投资有所走弱，制造业投资继续走强，制造业投资是推动 9 月整体固定资产投资继续走强的主要驱动力。

2020 年 8 月、9 月制造业投资环比均持续明显高于历史均值，表明国内经济内生动力在持续增强。

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_1898



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>