

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

供需缺口收窄 消费接棒投资

—9月及三季度宏观经济数据点评

2020年10月20日

分析师:

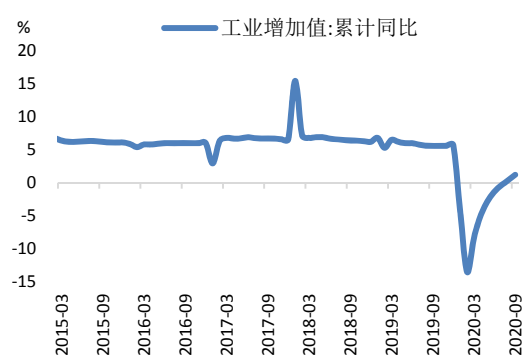
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

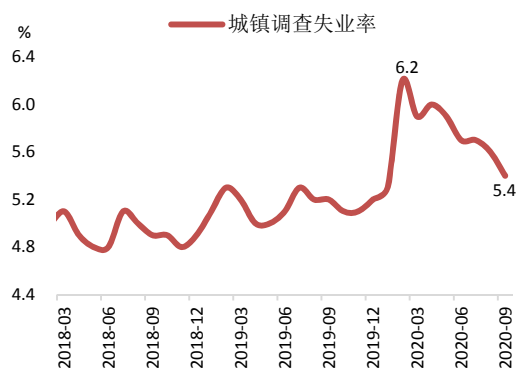
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

VAI (资料来源: Wind)



失业率 (资料来源: Wind)



相关报告

- 1.《疫情对一季度经济影响超预期显著—2月经济数据点评》
- 2.《供给好于需求 内需仍需提振—3月及一季度宏观经济数据点评》
- 3.《供给边际放缓 需求修复较慢—5月宏观经济数据点评》
- 4.《经济修复上行 政策满而不溢—2020年中期国内宏观经济展望》

内容提要:

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 5.2%，前值增长 3.2%；9 月工业增加值同比增长 6.9%，预期增长 5.8%，前值增长 5.6%；前三季度固定资产投资累计同比增长 0.8%，预期增长 0.9%，前值下滑 0.3%；9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，预期增长 2.3%，前值增长 0.5%。

内外需同步复苏推动三季度经济继续改善。从结构看，一产与二产（单季）增速基本回到疫情前水平（剔除订单滞后影响），但三产增速仍然只有疫情前的六成左右，成为拖累三季度 GDP 上行的主要因素。

供给端再度走强，受几个方面因素的影响：首先，部分行业扩张较快拉动整体增速向上；其次，企业对后期大基建等仍存在一定预期叠加（内外）需求的改善；再者，企业利润逐步修复，为供给端走强提供支持；最后是工作日因素，今年 9 月比 2019 年同期多出 2 个工作日。

消费增速强于预期。其中，必需消费品销售表现稳定，可选消费品增速小幅回落，地产消费链低位反弹，此外餐饮收入持续回升对整体社零的拖累减弱。疫情得到较好控制的前提下消费复苏有所加速。

投资增速回升。其中，基建投资增速回落，房地产投资小幅上行但新开工趋弱，制造业投资小幅回落但仍在改善进程中。

综合来看，此前支持 GDP 修复上行的力量来自于基建与地产投资以及出口，目前看基建投资增速持续弱于预期（或因棚改、旧改挤占部分资源），地产投资在前期融资端、销售端调控的压力下或趋缓，出口的不确定性尚存，未来经济继续保持上行并稳定在潜在增速左右的力量还要看制造业投资修复力度以及终端消费复苏的潜力。综合来看，预计四季度 GDP 增长 5.8% 左右，全年增长 2.1%。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 10 月 19 日公布的数据显示，三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 5.2%，前值增长 3.2%；9 月工业增加值同比增长 6.9%，预期增长 5.8%，前值增长 5.6%；前三季度固定资产投资累计同比增长 0.8%，预期增长 0.9%，前值下滑 0.3%；9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，预期增长 2.3%，前值增长 0.5%。

点评：三季度 GDP 低于预期，但 9 月生产、消费均远强于预期，供给与需求双双上行，供需缺口有所收窄。此前支持 GDP 修复上行的力量来自于基建与地产投资以及出口，目前看基建投资增速持续弱于预期（或因棚改、旧改挤占部分资源），地产投资在前期融资端、销售端调控的压力下或趋缓，出口的不确定性尚存，未来经济继续保持上行并稳定在潜在增速左右的力量还要看制造业投资修复力度以及终端消费复苏的潜力。综合来看，预计四季度增长 5.8% 左右，全年增长 2.1%。

1、三季度 GDP 低于预期

三季度 GDP 同比增长 4.9%，弱于市场预期（5.2%），后者预测区间大多落在 4.8% 至 5.6%（Wind）。今年前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%。

内外需同步复苏推动三季度经济继续改善。疫情初期，工业生产和企业经营受到较大影响，工业增加值 1-3 月连续负增长，在刺激政策的直接推动下，工业增加值 4-7 月修复上行但同比增速边际放缓（其中 8 月持平于 7 月），8-9 月加速上行归功于政策效果逐步显现、企业利润增速持续修复、终端消费需求回暖以及外需复苏。从制造业 PMI 走势看外需，4 月或是今年全年的低点，5 月在多国经济重启后低位复苏，6-7 月呈加速态势，8-9 月则高位趋稳，为中国出口 6-9 月出口屡超预期提供支持。

从支出法角度看，三季度最终消费支出拉动 GDP1.7 个百分点，年内首度转正，此前 2 个季度分别为 -4.4%、-2.4%；资本形成总额拉动 GDP2.6 个百分点，较二季度下降 2.4 个百分点；货物和服务净出口拉动 GDP0.6 个百分点，较二季度上升 0.1 个百分点。

从结构方面看，一产与二产（单季）增速基本回到疫情前水平（剔除订单滞后影响），但三产增速仍然只有疫情前的六成左右，考虑到近几年三产在 GDP 比重超过一半（54% 左右），三产成为拖累三季度 GDP 上行的主要因素。2014-2019 年，三产季度同比增速平均高出二产 2 个百分点左右，但今年二、三季度三产反而分别超出二产 2.8、1.7 个百分点，这和国内刺激政策对二产支持较多有很大关系，同时疫情的影响也曾在一段

时间里抑制了三产(如交运物流、餐饮住宿甚至是房地产市场),虽然信息传输、软件和信息技术服务业保持了二位数以上的增长,但权重有限,难以抵消前者的负面影响。三季度后期至今尤其是国庆期间影院重新开放后票房较好,部分旅游景点客流量较多,8-9月服务业PMI亦保持在55%的高位水平,这可能在一定程度上使得市场高估了服务业的复苏从而对GDP过5%充满信心,但是从收入看目前还没有恢复到正常时期水平。此外,由于当前失业率(9月5.4%)虽然较峰值(6.2%)回落较多但仍然高于疫情前5.1%左右的水平,叠加疫情期间部分企业(供给)处于永久性关停/注销,短时期内难以大幅增加,三产是否能恢复到疫情前水平还存在不确定性。

从三驾马车角度看,此前支持GDP修复上行的力量来自于基建与地产投资以及出口,目前看基建投资增速持续弱于预期(或因棚改、旧改挤占部分资源),地产投资在前期融资端、销售端调控的压力下或趋缓,出口的不确定性尚存,未来经济继续保持上行并稳定在潜在增速左右的力量还要看制造业投资修复力度以及终端消费复苏的潜力。综合来看,预计四季度增长5.8%左右,全年增长2.1%。

2、供给端加速改善

9月工业生产强于预期。9月工业增加值同比增长6.9%,远好于市场预期(5.8%)与前值(5.6%),与9月制造业PMI生产指数反弹是一致的;1-9月累计增速回升0.8个百分点至1.2%。此外,三季度全国工业产能利用率为76.7%,已经恢复至疫情前水平,比2019年同期上升0.3个百分点,比今年二季度上升2.3个百分点。

制造业增长较快。分三大门类看,9月采矿业增加值同比增长2.2%,增速较8月份加快0.6个百分点;制造业增长7.6%,加快1.6个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%,回落1.3个百分点。

分行业看,9月41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。其中,汽车制造业(同比增长16.4%,下同)、电气机械和器材制造业(15.9%)、金属制品业(12.6%)、通用设备制造业(12.5%)等增长较快。从具体产品看,工业机器人(51.4%)、新能源汽车(51.1%)等增长迅速,乙烯(12.6%)、粗钢(10.9%)等保持较快增长,原煤(-0.9%)等负增长。

供给端再度走强,受几个方面因素的影响:首先,以汽车、装备制造为代表的部分行业扩张较快拉动整体增速向上;其次,企业对后期大基建(基建、棚改、旧改)等仍存在一定预期叠加(内外)需求的改善;再

者，企业利润逐步修复，为供给端走强提供支持；最后是工作日因素，今年9月有23个工作日，而2019年只有21个工作日。

短期而言，内外需共振推动工业生产仍可保持6%左右的较高增速，但同时也要看到基建效应有所减弱、地产投资或趋缓、部分工业品库存仍然较高或将制约供给端持续向上。如钢铁库存，自9月初以来至今已经连续5周同比增速在30%之上。此外，6-9月出口交货值同比增速持续走低，9月更是下行到负值区间（-1.8%），而同期出口增速从0.5%一路走高至9.9%，这种背离难以长时间持续，若未来出口转弱，势必会影响到国内供给端，内需恢复至关重要。

3、需求端提速

消费增速强于预期。9月社会消费品零售总额同比名义增长3.3%（扣除价格因素实际增长2.4%），好于市场预期（2.3%）。其中，除汽车以外的消费品零售额增长2.4%。

分项来看，必需消费品销售表现稳定（日用品同比增长10.7%，粮油、粮食类增长7.8%），可选消费品增速小幅回落（汽车增长11.2%，金银珠宝类增长13.1%），地产消费链低位反弹（家具类下滑0.6%，建筑及装潢材料类增长0.5%）

消费回升，汽车销售较好是重要原因，此外餐饮收入持续回升对整体社零的拖累减弱，其中9月餐饮收入同比下降2.9%，较8月改善4.1个百分点，限额以上企业餐饮收入同比增速（1.9%）年内首度转正。由于2019年中秋节在9月，假日效应拉动部分消费品销售从而抬高基数，今年在此基础上还得取得超预期增长，表明疫情得到较好控制的前提下消费复苏有所加速。

前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长3.9%，实际增长0.6%。其中，城镇居民名义增长2.8%，实际下降0.3%；农村居民增长5.8%，实际增长1.6%。同期，全国居民人均消费支出同比名义下降3.5%，实际下降6.6%。其中，城镇居民名义下降5.6%，实际下降8.4%；农村居民名义增长0.8%，实际下降3.2%。从收入来源看，前三季度全国居民工资性收入、财产性收入同比增速分别恢复到疫情前的四成与六成，经营净收入累计同比下滑2.0%，为有数据以来首次为负，主要是受疫情冲击。一方面，虽然工业企业利润持续增加，但收入增长有限，表明今年结构性分化的情况较往年更加普遍；另一方面，失业率仍在相对高位，居民谨慎预期尚存，短期消费难以大幅反弹，2014-2016年居民收入与支出增速

之差在 1 个百分点以下，2017-2019 年在 1 个百分点左右，今年前三季度则在 8 个百分点左右徘徊。

4、投资端低于预期

投资增速回升，房地产投资上行，基建投资与制造业投资回落。前三季度全国固定资产投资（不含农户）同比增长 0.8%，年内首度转正，比 1-8 月加快 1.1 个百分点。其中，基建投资（2.4%）加快 0.4 个百分点，制造业投资跌幅（-6.5%）收窄 1.6 个百分点，房地产投资（5.6%）加快 1.0 个百分点。

基建投资增速回落。前三季度含电力和不含电力的基建投资累计同比分别增长 0.2%、4.2%，较 1-8 月回升 0.5、0.4 个百分点左右；9 月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长 3.2%、4.8%，较 8 月回落 0.8、2.2 个百分点。一方面，虽然三季度专项债发行规模较大，但是资金投向部分转移至棚改、旧改从而导致传统基建投资统计口径下的增速放缓；另一方面，在前期储备的优质项目投入资金建设后，后期或再度面临项目紧缺的可能性，毕竟 2009-2017 年已经经历过几轮基建潮。未来，经济整体上行趋势不改，基建效应或有所减弱，但考虑到旧改有一定体量、棚改资金部分到位，对中上游的需求仍能保持一段时间。

房地产投资小幅上行但新开工趋弱。9 月当月房地产投资同比增长 12.0%，较 8 月上升 0.2 个百分点；前三季度同比增长 5.6%，较 1-8 月加速 1.0 个百分点。投资增速边际改善力度趋弱，8 月为 0.1 个百分点，9 月为 0.2 个百分点，远低于此前水平。前三季度在建面积同比增长 3.9%，较 1-8 月回落 0.1 个百分点；新开工面积同比下滑 3.4%（1-8 月为-3.6%），但 9 月当月增速（-1.9%）在时隔 4 个月之后再度跌落至负值区间。销售面积持续增长但幅度趋于回落，9 月销售面积、销售金额同比分别增长 7.3%、16.0%，较 8 月回落 6.4、11.1 个百分点。土地市场降温，7-9 月

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_1899

