

基本面持续修复，关注细分结构

——宏观月报

报告要点：

● PMI 好于市场预期，供需两端均有改善

作为我国经济的重要先行指标，9月中采制造业 PMI 指数为 51.5%，略高于市场预期，连续 7 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 55.9%，较上月略有回升。供给端与需求端同步改善，原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落。服务业和建筑业仍保持较高景气度区间，但就业压力仍存。

● GDP 进一步回升，猪肉带动 CPI 回落

三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。三大产业继续修复，第一产业同比已经回升至疫情前水平；三季度第三产业改善较快，经济结构出现边际变化。9月 CPI 同比上涨 1.7%，前值 2.4%，猪肉回落带动 CPI 下行。PPI 同比下降 2.1%，前值为 -2%，修复进程边际放缓。

● 工业增加值超预期，制造业加速回暖

9月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，1-9月工业增加值累计同比增长 1.2%，较上期回升 0.8 个百分点，工业增加值增速再次超出市场预期，制造业加速回暖，17 个主要行业增加值增速与 8 月相比多数上行。

● 消费、投资、进出口整体表现良好，细分项出现结构性分化

消费方面，9月社零加速回升，同比增速为 3.3%，较上月回升了 2.8 个百分点，高于市场预期。必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，可选消费品维持稳定增长，汽车消费景气度持续。投资方面，固定资产投资累计同比增速 0.8%，年内首次转正。其中制造业投资平稳恢复；房地产投资仍然较强，但需求放缓；基建回升速度低于预期。进出口方面，我国进出口数据表现强劲，同比增长 11.4%。其中出口受替代效应和传统需求回暖影响较上月小幅回升；进口受大宗商品价格效应及去年进口低基数影响大幅好于前值。

● 社融表现亮眼，信贷结构边际改善

9月社融余额同比增长 13.5%，M2 当月同比增长 10.9%，新增人民币贷款 1.9 万亿元。社融增速超预期，政府债券仍为社融主要拉动项。企业及居民中长期贷款增幅明显，信贷结构边际改善。M2 增速边际回升，实体经济活力逐渐释放。前三季度中国信贷和社融规模增速保持合理增长，考虑到允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济信用支持的政策已取得显著成效，同时我国货币政策的首要目标已由保就业过渡至金融稳定，预计我国货币政策将维持中性。

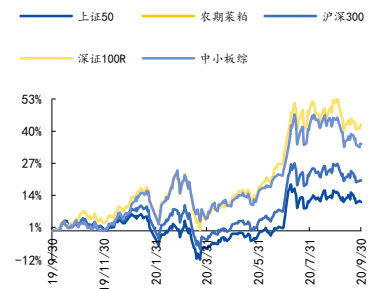
整体上看，9月及前三季度宏观经济持续修复。3季度累计 GDP 同比已在年内转正，三大产业均边际改善。从供给侧角度看，我国工业制造业加速回暖，工业增加值超预期。需求侧角度看，消费，投资，进出口均表现良好。同时在适度灵活的稳健货币政策引导下，社融和信贷数据表现亮眼。预计四季度我国基本面将进一步改善，考虑到假期及“双十一”带来的消费拉动，消费或成经济新增长点，同时可关注基建投资的后续增长情况。但考虑到制造业仍受外需偏弱的影响以及地产调控政策趋严，经济恢复或出现边际放缓。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦升级，海内外经济超预期下滑

主要数据：

上证综指：	3218.05
深圳成指：	12907.45
沪深 300：	4587.40
中小盘指：	4261.80
创业板指：	2574.76

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《国元宏观-跨季资金无忧，短端波动加大-宏观流动性双周报(第 5 期)》2020.09.28
- 《国元宏观-复苏趋势延续，经济结构优化-宏观月报》2020.09.21

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyqz.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. PMI 好于预期，基本面持续改善	4
1.1 PMI 好于预期，生产需求同步改善	4
1.2 原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落	4
1.3 小型企业边际改善，服务业景气回升	5
2. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复	5
3. CPI 加速回落，PPI 修复波动放缓	6
3.1 猪肉价格回落带动 CPI 下行	6
3.2 原油价格回落带动 PPI 修复出现波动	7
4. 9 月工业增加值加速回升	8
5. 消费：可选持续景气，必选消费回升	9
6. 投资：投资年内首次转正，房地产投资仍景气	10
7. 贸易：进出口两侧均表现强劲	12
8. 货币金融：社融表现亮眼，信贷结构边际改善	13
8.1 M2 增速边际回升，M1 增速仍维持相对高位	13
8.2 中长期贷款增幅明显，信贷结构边际改善	13
8.3 社融增速表现亮眼，政府债券仍为社融主要拉动项	14

图表目录

图 1：生产与新订单	4
图 2：中采 PMI 分项	4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数	4
图 4：小型企业 PMI 边际改善	5
图 5：服务业持续回升	5
图 6：三季度 GDP 增速略低于市场预期	6
图 7：三大产业继续修复	6
图 8：第二产业成为主要拉动项	6
图 9：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升	6
图 10：9 月 CPI 加速下行	7
图 11：9 月核心 CPI 与上月持平	7

图 12: 猪肉价格同比大幅回落	7
图 13: 猪肉对 CPI 拉动大幅下行	7
图 14: 9 月 PPI 同比降幅扩大	8
图 15: 石化产业链拖累 PPI 继续修复	8
图 16: 9 月工业增加值加速回升	9
图 17: 四大产业工业增加值同比	9
图 18: 上游行业继续回升	9
图 19: 主要工业品产量维持高增	9
图 20: 9 月社零继续修复	9
图 21: 必选消费回升	9
图 22: 汽车仍是社零增长的拉动项	10
图 23: 固定资产投资完成额累计同比年内转正	11
图 24: 基建投资回升速度放缓	11
图 25: 制造业投资平稳回升	11
图 26: 房地产投资额维持高增	11
图 27: 住宅投资回升较快	11
图 28: 商品房销售面积开始放缓	11
图 29: 进出口维持高景气度	12
图 30: 机电产品出口回暖	12
图 31: M1 与 M2 剪刀差小幅扩张	13
图 32: 新增人民币存款情况	13
图 33: 居民中长期贷款企稳回升	14
图 34: 企业中长期贷款增幅明显	14
图 35: 9 月社融规模维持相对高位	14
图 36: 政府债券仍为社融主要拉动项	14

1. PMI 好于预期，基本面持续改善

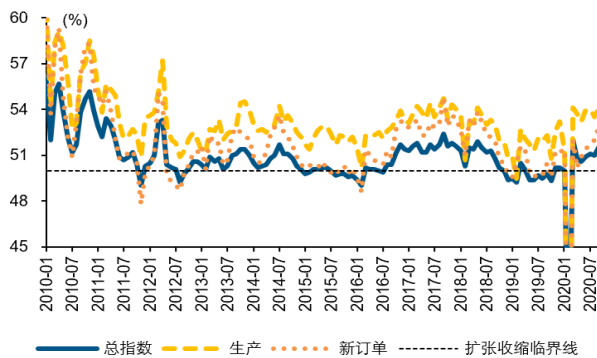
1.1 PMI 好于预期，生产需求同步改善

9月中采制造业 PMI 指数为 51.5%，较上月上升 0.5 个百分点，略高于市场预期，连续 7 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 55.9%，较上月上升 0.7 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月上升 0.6 个百分点。

从细分项来看，9 月生产指数为 54%，较上月上升 0.5 个百分点，连续 7 个月维持在 53% 以上，工业生产良好趋势继续延续。新订单指数上行 0.8 个百分点至 52.8%，其中新出口订单指数上行 1.7 个百分点至 50.8%，今年以来首次升至荣枯线以上。内需方面受益于经济基本面持续修复以及极端天气减少等因素影响，整体呈现企稳向好的趋势；外需方面由于海外疫情反复，带疫复工下供需缺口仍存，新兴市场国家疫情依然严重，对我国出口订单的需求持续增加。

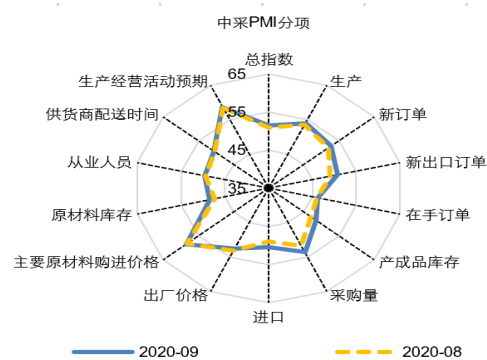
在库存方面，原材料库存指数上升 1.2 个百分点至 48.5%，达到自 4 月份以来的最高值；产成品库存指数上升 1.3 个百分点至 48.4%。伴随着经济企稳回暖与需求端进一步改善，工业企业库存将有望逐步从被动去库存转入主动补库存阶段。在就业方面，从业人员指数小幅上升 0.2 个百分点至 49.6%。其中大型企业从业人员指数为 51.1%，已经处于 50% 以上的扩张区间，较上月回升 1 个百分点；而中小型企业从业人员指数同为 48.1%，都处于荣枯线之下，中型企业还较上月回落了 1 个百分点。由此可见，就业压力仍然存在。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

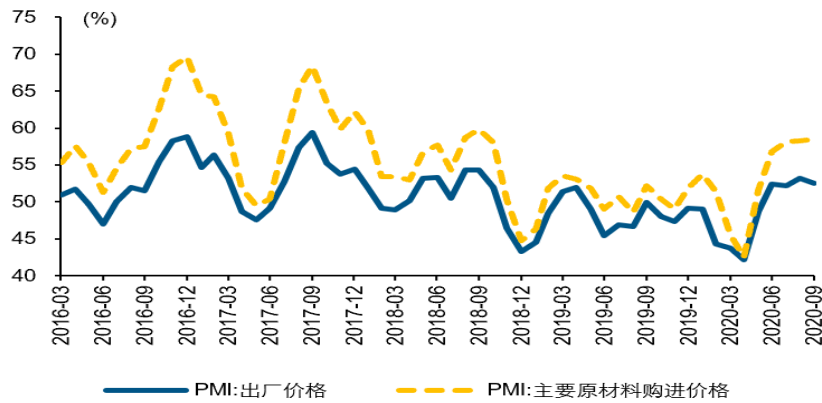


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落

9 月主要原材料购进价格指数为 58.5%，较上月小幅回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 52.5%，较上月回落了 0.7 个百分点。9 月以来钢铁煤炭等上游原材料冲高回落，但仍维持在相对高位，疫情对于供给端的影响已经趋弱。原材料购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差并未明显收窄，工业企业利润的进一步改善或存在压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



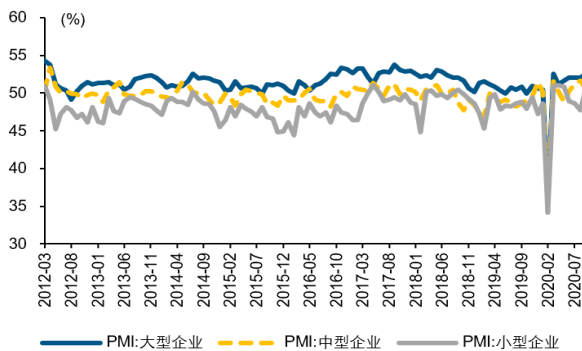
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.3 小型企业边际改善，服务业景气回升

9月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.5%、50.7%、50.1%，较上月分别上升 0.5，回落 0.9，上升 2.4 个百分点。自 3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 7 个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间。同时伴随政策扶持力度加强以及市场需求持续改善，小型企业 PMI 回升至荣枯线以上。

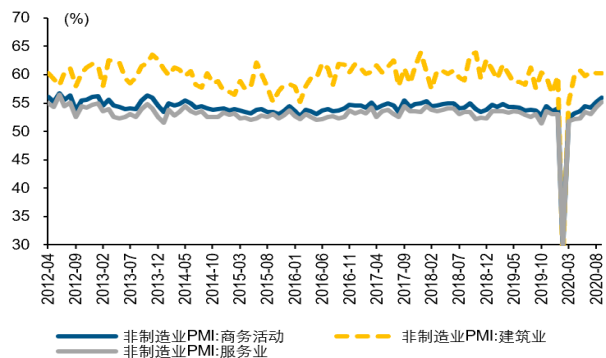
9月非制造业 PMI 为 55.9%，较上月上升 0.7 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 55.2%，较上月上升 0.9 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.2%，与上月持平。服务业方面，随着经济基本面持续修复，居民服务型消费显著回升，餐饮、住宿、休闲娱乐等行业景气度边际改善。建筑业方面，伴随着基础设施建设的稳步推进，建筑业或将继续维持在较高的景气度水平。

图 4：小型企业 PMI 边际改善



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：服务业持续回升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

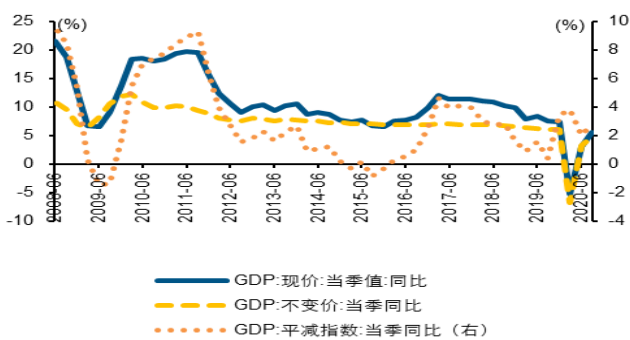
2. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复

前三季度 GDP 累计增速转正，当季增速小幅低于市场预期。三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。分产业看，第一产业同比增长 3.9%、较二季度改善 0.6 个百分点，已经回升至疫情前水平；第二产业同比增长 6.0%，较二季度改善 1.3 个百分

点；第三产业同比增长 4.3%，较二季度改善 2.4 个百分点。三季度第三产业改善较快，主要因为我国疫情控制良好，线下消费、服务消费加速回暖。

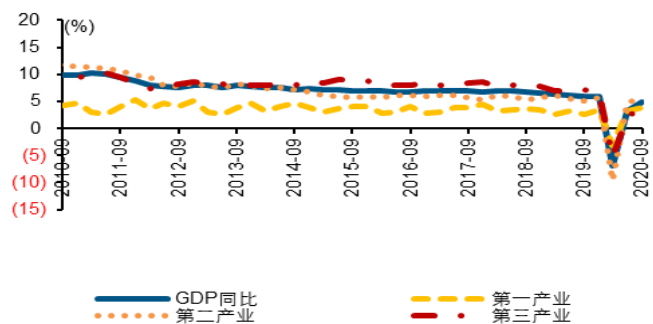
三季度 GDP 回升，主要有以下三点因素。一是出口持续超预期。今年二季度以来我国出口持续高景气，主要因为防疫物资拉动，外需回暖，以及我国工业生产迅速恢复形成的相对优势的影响。其次地产投资三季度维持高增。3 月份以来商品房销售大幅反弹，地产投资也随之回升，8 月地产销售当月增速创 2017 年下半年以来新高，地产投资也已超去年水平。最后是消费加速修复。三季度线下消费、服务业开始加速修复，同时叠加部分可选消费品种持续高景气，需求不断修复。

图 6：三季度 GDP 增速略低于市场预期



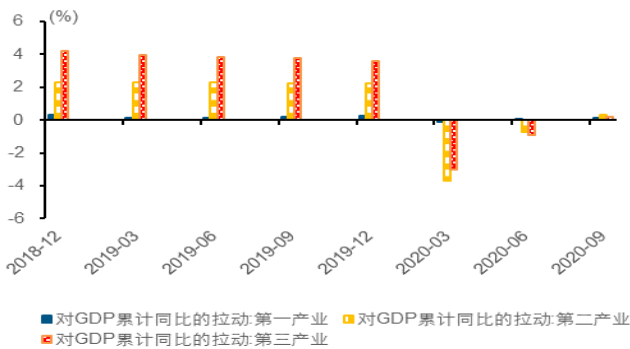
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 7：三大产业继续修复



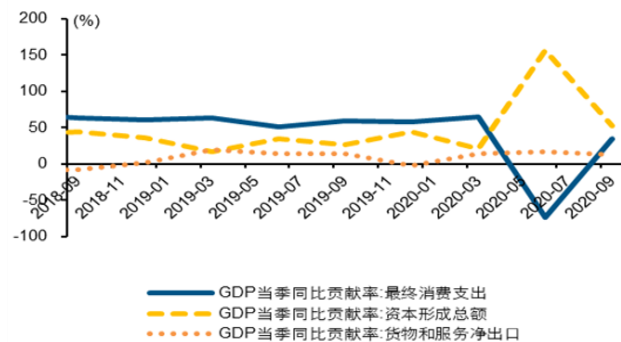
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 8：第二产业成为主要拉动项



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 9：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3. CPI 加速回落，PPI 修复波动放缓

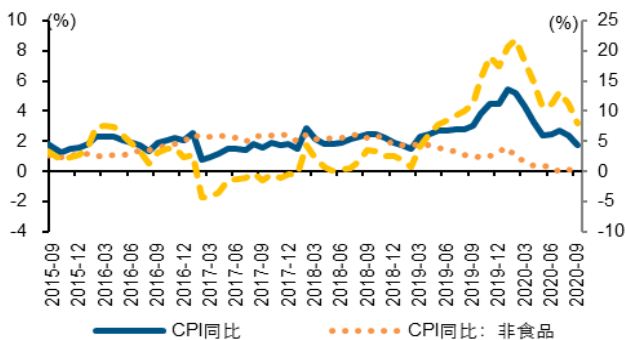
3.1 猪肉价格回落带动 CPI 下行

国家统计局 10 月 15 日公布数据显示，9 月 CPI 同比上涨 1.7%，前值上涨 2.4%，环比上涨 0.2%，前值上涨 0.4%；9 月 PPI 同比下降 2.1%，前值下降 2%，环比上涨 0.1%，前值上涨 0.3%。CPI 涨幅基本符合市场预期，PPI 降幅超出市场预期。

9 月食品 CPI 同比上涨 7.9%，增速较上月回落 3.3 个百分点；非食品 CPI 同比持平，增速较上月回落 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月持平。

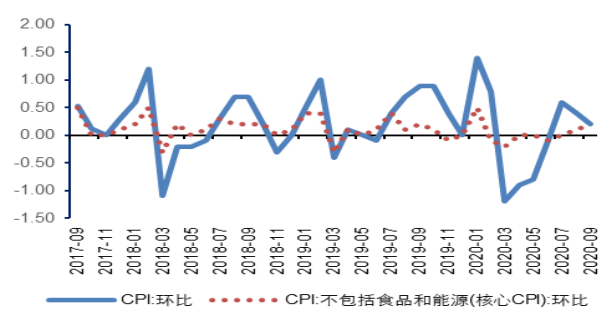
9月食品烟酒类价格同比上涨6.4%，影响CPI上涨约2个百分点。食品中猪肉价格同比上涨25.5%，影响CPI上涨约1个百分点，但同比涨幅较上月大幅回落27.1个百分点；鲜菜价格同比上涨17.2%，影响CPI上涨约0.41个百分点，同比涨幅较上月扩大了5.5个百分点。生猪生产持续恢复，存栏不断改善，猪肉供给增加，猪肉价格环比由上月上涨1.2%转为下降1.6%。但受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格环比上涨2.4%，但增速较上月放缓。其他七大类中，教育文娱，衣着用品需求逐步恢复，价格环比小幅上行，房租价格环比持平，同比仍维持在-1.2%的低位。

图 10: 9月CPI加速下行



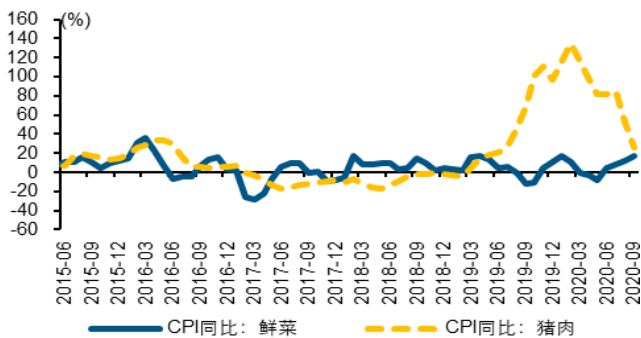
资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国元证券研究中心

图 11: 9月核心CPI与上月持平



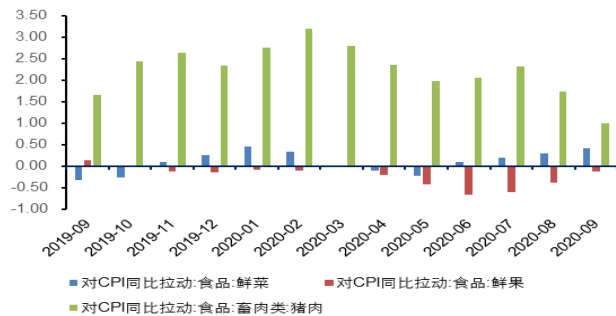
资料来源: 中国生活用纸年鉴, 国元证券研究中心

图 12: 猪肉价格同比大幅回落



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 13: 猪肉对CPI拉动大幅下行



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

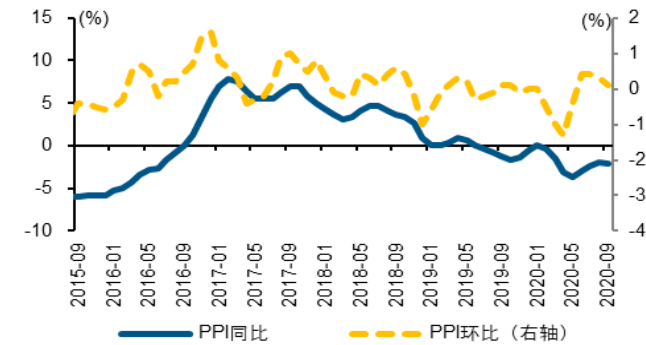
3.2 原油价格回落带动PPI修复出现波动

9月PPI同比下降2.1%，前值下降2%，环比上涨0.1%，前值上涨0.3%。9月PPI生产资料价格同比下降2.8%，降幅较上月收窄0.2个百分点，环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.2个百分点；生活资料价格同比由上月上涨0.6%转为下降0.1%，环比由上月上涨0.1%转为下降0.1%。

月中受欧美疫情出现反弹的影响，国内外大宗商品价格回落，原油价格下滑带动石油天然气产业链出厂价格环比回落。细分行业看，石油天然气(-2.3%)，化学纤维制造

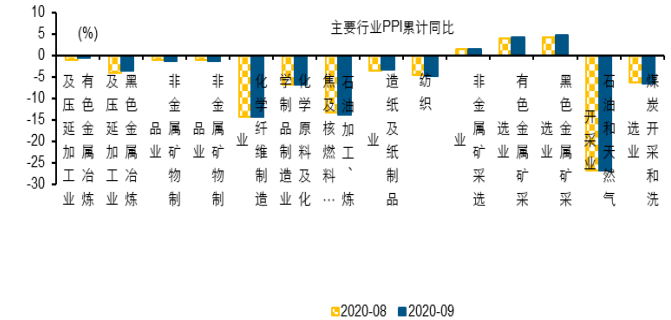
业(-1.2)，石油煤炭及其他燃料加工业(-0.5)环比跌幅靠前。煤炭迎来冬储需求推动价格上行，煤炭开采和洗选业(0.3%)环比由负转正。其他行业中，黑色金属矿采选业(+3%)，黑色金属冶炼和压延加工业(+1.3%)环比涨幅靠前，计算机、通信和其他电子设备制造业(-0.7%)环比跌幅靠前。

图 14: 9 月 PPI 同比降幅扩大



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 15: 石化产业链拖累 PPI 继续修复



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

预计年内 CPI 继续下行, PPI 仍将维持温和修复趋势。年内非食品方面, 消费信心逐步修复但难以大幅上行。食品方面, 猪肉在价格环比下行, 高基数的影响下, 猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看, 国际原油价格本月企稳回升, 短期将带动相关产业链价格回升; 中期看全球流动性在年内边际收紧的可能性较小, 同时随着疫苗研发进一步推进, 全球经济复苏确定性增强, 预计 PPI 将年内将维持温和修复趋势, 但仍需关注地产政策收紧对未来需求端的影响。

4. 9 月工业增加值加速回升

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，较上月上升 1.3 个百分点，较去年同期上升 1.1 个百分点；1-9 月工业增加值累计同比增长 1.2%，较上期回升 0.8 个百分点。工业增加值增速再次超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业加速回暖，9 月同比增 7.6%，较上月回升 1.6 个百分点。采矿

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_1929



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn