

2020年10月19日

经济动能的“错位”和“收敛”

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟 (分析师)

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

张蓉蓉 (分析师)

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号: S0790520070006

段玉柱 (联系人)

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号: S0790120070013

重申观点: 疫情背景下,经济的修复不可能一蹴而就;不同经济部门的修复,皆是从“错位”到“收敛”的过程。未来一段时间,三条逻辑链值得关注:(1) 外需持续改善,对外贸链相关行业的拉动;(2) 后疫情时代,居民线下服务消费的逐步修复;(3) 基建、地产投资的高点或已出现,未来或韧性仍在、弹性有限。

● **经济增长: 3季度经济增速继续回升,消费和净出口对经济增长的拉动增强**

3季度GDP当季继续回升,第二、三产业齐齐发力。3季度GDP同比增长4.9%,较前值继续修复1.7个百分点。三次产业中,第二产业GDP同比增长6%、较2季度抬升1.3个百分点,已恢复至疫前水平(2019年4季度GDP增速5.8%),工业和建筑业均有明显拉动;第三产业增速4.3%、较2季度上升2.4个百分点。

终端需求来看,消费、净出口对经济增长的拉动增强,资本形成的拉动边际减弱。7月以来,居民消费加快修复、出口链景气明显回暖、成为经济增长的重要驱动。3季度,最终消费拉动经济增长1.7个百分点(2季度拖累2.3个百分点)、净出口拉动0.6个百分点,资本形成拉动2.6个百分点、较2季度下降2.4个百分点。

● **工业生产: 设备制造、消费制造类行业产出增长加快,外贸链逻辑继续体现**

9月工业生产加快,中、下游多数制造业生产活跃度提升。9月,工业增加值当月同比6.9%、较前值抬升1.3个百分点;其中,制造业产出增长7.6%、抬升1.6个百分点。细分制造业中,中游设备制造、下游消费制造类多数行业产出增长加快,以食品制造、铁路船舶运输设备、纺织等最为显著;相较之下,黑色和有色金属压延等上游原料增长放缓,仅非金属矿物制品生产加快、或与竣工等有关。

主要工业品产量来看,机电和纺织品产量增长明显加快,外贸改善逻辑继续体现。9月,工业机器人、金属切削机床、集成电路等产量加快增长,以布为代表的纺织品产量跌幅进一步收窄,或受到近期外贸链相关行业出口改善提振。粗钢、有色、水泥等建筑材料,9月产量增速虽有抬升,但边际改善幅度已较前期放缓。

● **终端需求: 基建、地产投资动能高点或已出现;居民线下服务消费加快改善**

9月投资增速小幅回落,基建、地产动能让位制造业投资修复。1-9月投资累计同比0.8%,估算当月同比7.5%(8月7.6%)。主要分项中,基建投资当月同比增速回落2.2个百分点至4.8%、地产投资同比增速年内首次下滑0.2个百分点至11.9%;制造业投资同比增长3%,连续第二个月实现正增长,其中汽车制造业投资增速止跌回升、医药和农副食品投资维持两位数增速。伴随交付逻辑对地产投资的支持逐步兑现等,基建、地产高点或已出现,未来韧性仍在、弹性或有限。

居民消费加快修复,竣工链可选实物、线下服务消费等值得持续关注。9月社零同比增长3.3%,较前值抬升2.8个百分点。大类分项中,商品零售增长4.1%、较前值抬升2.6个百分点,其中烟酒饮料服装等可选消费、家具建材等竣工相关商品,增速抬升幅度较大;9月餐饮收入-2.9%、跌幅进一步收窄4.1个百分点。地产交付逻辑对后地产链的提振、居民线下服务消费改善的逻辑,正逐步显现。

● **风险提示:** 海外宏观经济或监管政策出现重大调整;疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“用工荒”再现,还原就业市场真实图景》-2020.10.18

《宏观经济专题-全球疫情“二次”大爆发风险评估》-2020.10.18

《宏观经济点评-物价不是核心矛盾》-2020.10.15

目 录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1、 经济增长：经济继续修复，消费和净出口贡献明显上升 | 3 |
| 2、 工业生产：中、下游多数制造业生产活跃度提升 | 4 |
| 3、 终端需求：居民线下服务消费加快改善 | 5 |
| 4、 风险提示 | 6 |

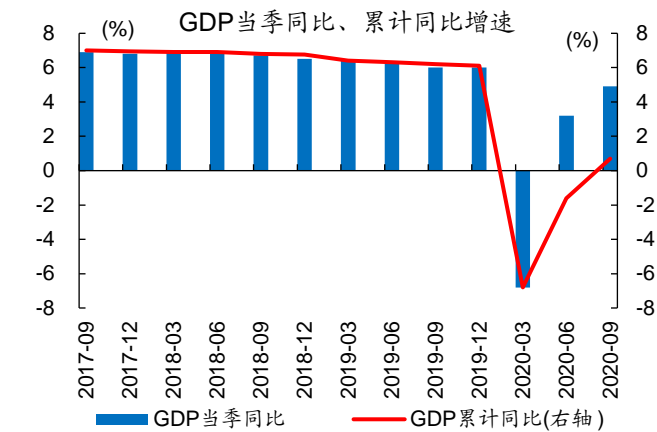
图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1： 3 季度，GDP 增速继续回升 | 3 |
| 图 2： 3 季度二三产业增速明显提升 | 3 |
| 图 3： 3 季度，居民消费和出口加快改善 | 3 |
| 图 4： 3 季度，消费和净出口对经济增长贡献明显上升 | 3 |
| 图 5： 9 月，工业生产加快恢复 | 4 |
| 图 6： 9 月，中、下游多数制造业产出增速抬升 | 4 |
| 图 7： 9 月，新能源汽车、机电和纺织品产量增长明显加快 | 4 |
| 图 8： 9 月，基建、地产投资增速回落 | 5 |
| 图 9： 9 月，农副食品、医药和金属制品投资增速上升 | 5 |
| 图 10： 9 月，社零增速抬升 | 5 |
| 图 11： 烟酒饮料等必需消费品零售额增速抬升 | 5 |
| 图 12： 9 月，家具和建筑装潢零售额增速抬升 | 6 |
| 图 13： 3 季度，居民就业和收入继续改善 | 6 |

1、经济增长：经济继续修复，消费和净出口贡献明显上升

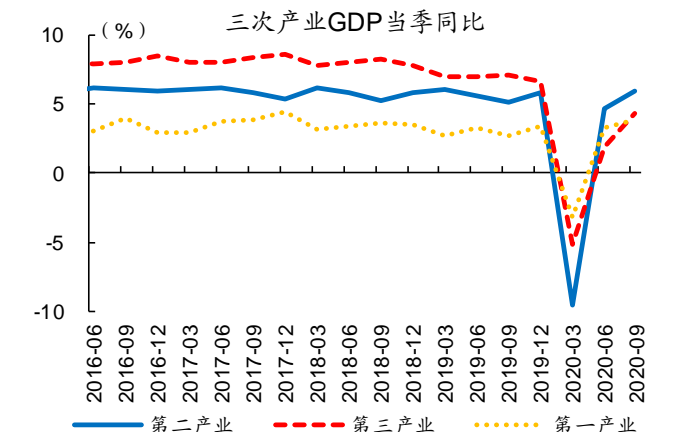
3季度GDP当季继续回升，第二、三产业齐齐发力。3季度GDP同比增长4.9%，较前值继续修复1.7个百分点。三次产业中，第二产业GDP同比增长6%、较2季度抬升1.3个百分点，已恢复至疫前水平（2019年4季度GDP增速5.8%），其中工业部门3季度同比增长5.8%、较2季度加快1.4个百分点；第三产业GDP同比增速4.3%、较2季度上升2.4个百分点。秋粮播种面积稳中有增、秋粮作物总体长势较好之下，3季度第一产业GDP增速也上升至3.9%、为2018年以来单季最高。

图1：3季度，GDP增速继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

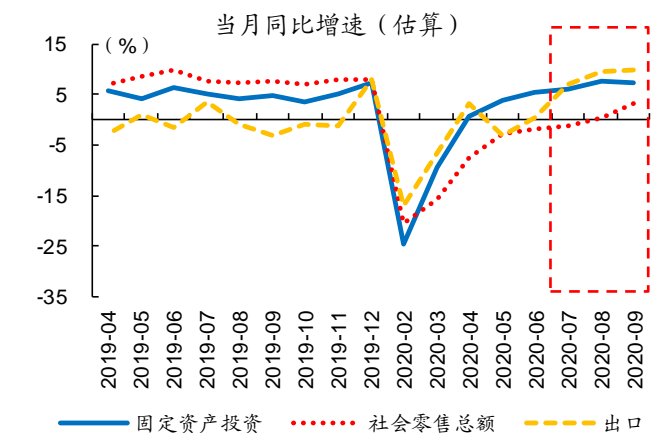
图2：3季度，第二、三产业GDP增速明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

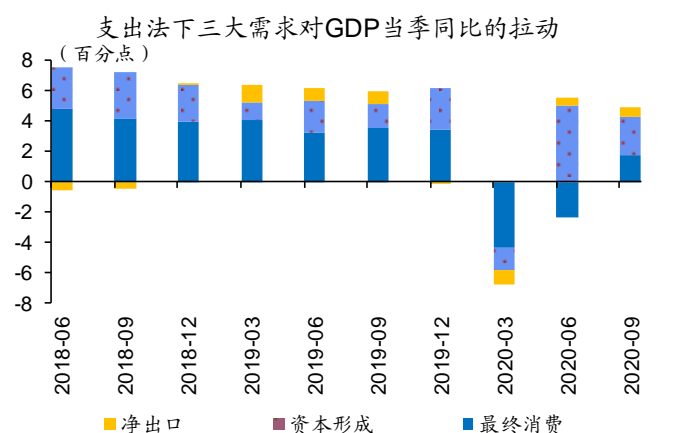
终端需求来看，消费、净出口对经济增长的拉动增强，资本形成的拉动边际减弱。7月以来，居民消费加快修复、外贸链景气明显回暖、成为经济增长的重要驱动。3季度，最终消费拉动经济增长1.7个百分点（2季度拖累2.3个百分点）、净出口拉动0.6个百分点，资本形成拉动2.6个百分点、较2季度下降2.4个百分点。

图3：3季度，居民消费和出口加快改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3季度，消费和净出口对经济增长贡献明显上升

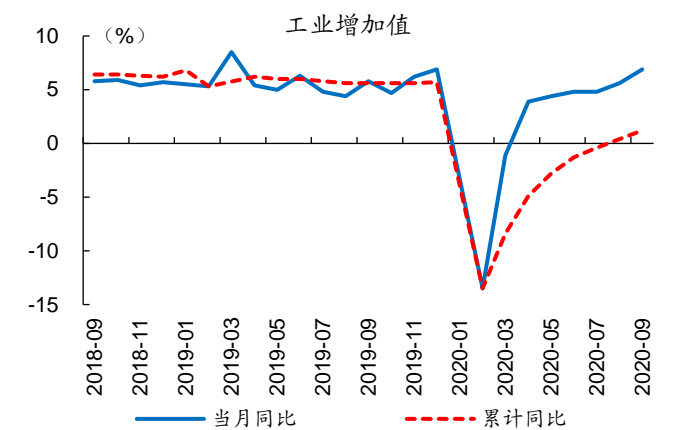


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

2、工业生产：中、下游多数制造业生产活跃度提升

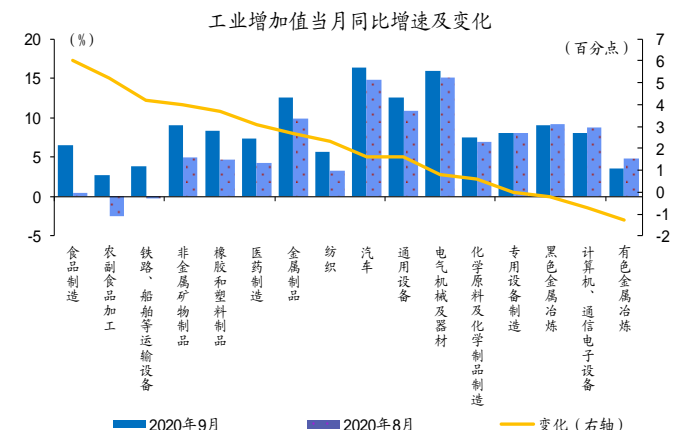
9月工业生产加快，中、下游多数制造业生产活跃度提升。9月，工业增加值当月同比6.9%、较前值抬升1.3个百分点；其中，制造业产出增长7.6%、抬升1.6个百分点。细分制造业中，中游设备制造、下游消费制造类多数行业产出增长加快，以食品制造、铁路船舶运输设备、纺织等最为显著；相较之下，黑色和有色金属压延等上游原料增长放缓，仅非金属矿物制品生产加快、或与竣工等有关。

图5：9月，工业生产加快恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

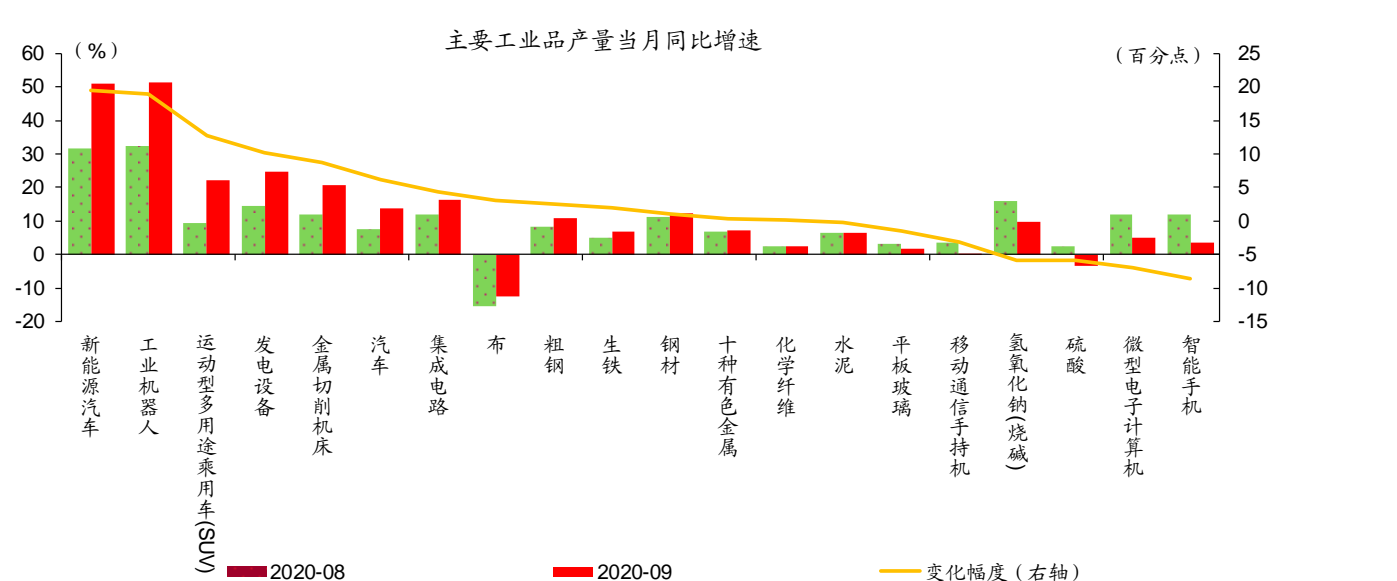
图6：9月，中、下游多数制造业产出增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

主要产品产量来看，外贸链上机电和纺织品产量增长明显加快。9月，工业机器人、金属切削机床、集成电路等产量加快增长，以布为代表的纺织品产量跌幅进一步收窄，或受到近期外贸链相关行业出口改善提振；相较之下，前期高增的电脑和手机产量增速明显回落。上游粗钢、有色、水泥等建材产量增速虽有抬升，但边际改善幅度已较前期放缓。

图7：9月，新能源汽车、机电和纺织品产量增长明显加快

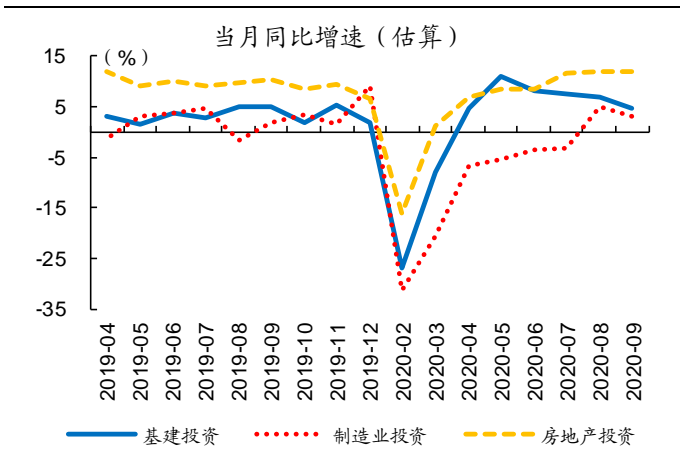


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、终端需求：居民线下服务消费加快改善

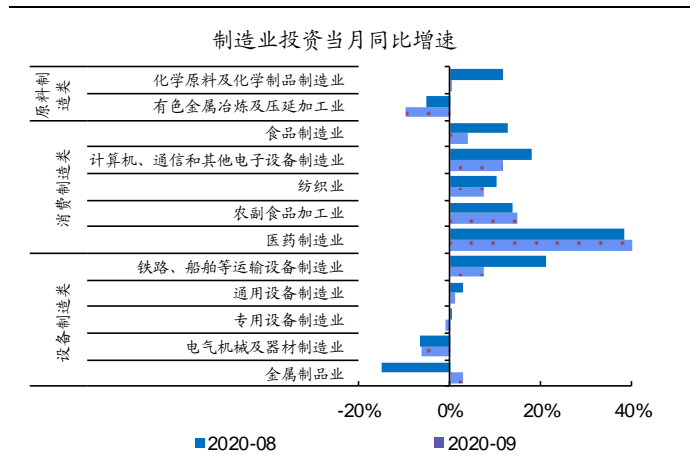
9月投资增速小幅回落，基建、地产动能让位制造业投资修复。1-9月投资累计同比0.8%，估算当月同比7.5%（8月7.6%）。主要分项中，基建投资当月同比增速回落2.2个百分点至4.8%、地产投资同比增速年内首次下滑0.2个百分点至11.9%；制造业投资同比增长3%，连续第二个月实现正增长，其中汽车制造业投资增速止跌回升、医药和农副食品投资维持两位数增速。**基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性或有限；制造业投资仍处于修复通道，但弹性仍需跟踪。**

图8：9月，基建、地产投资增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

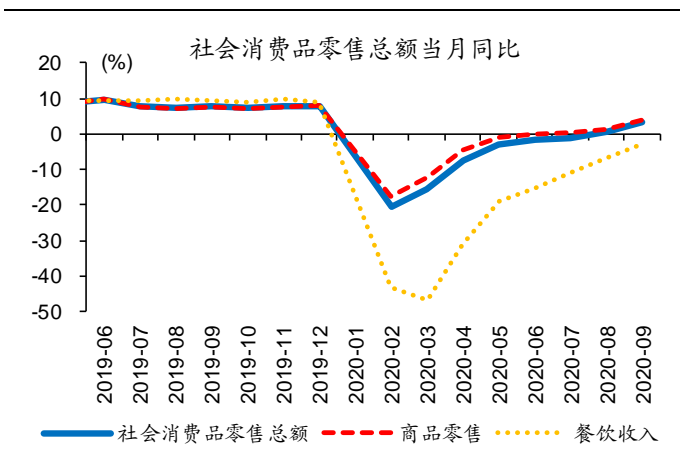
图9：9月，农副食品、医药和金属制品投资增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

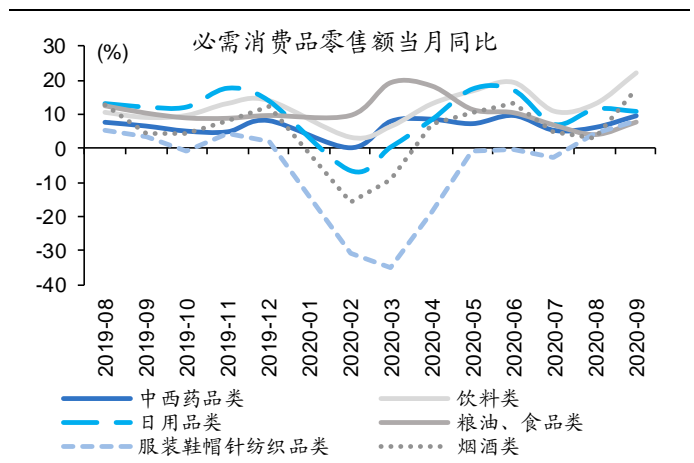
居民消费加快修复，竣工链可选实物、线下服务消费等值得持续关注。9月社零同比增长3.3%，较前值抬升2.8个百分点。大类分项中，商品零售增长4.1%、较前值抬升2.6个百分点，其中烟酒饮料服装等可选消费、家具建材等竣工相关商品，增速抬升幅度较大；9月餐饮收入-2.9%、跌幅进一步收窄4.1个百分点。地产交付逻辑对后地产链的提振、居民线下服务消费改善的逻辑，正逐步显现。**伴随居民收入和就业继续修复，居民消费（尤其是线下服务消费）的修复值得持续关注。**

图10：9月，社零增速抬升



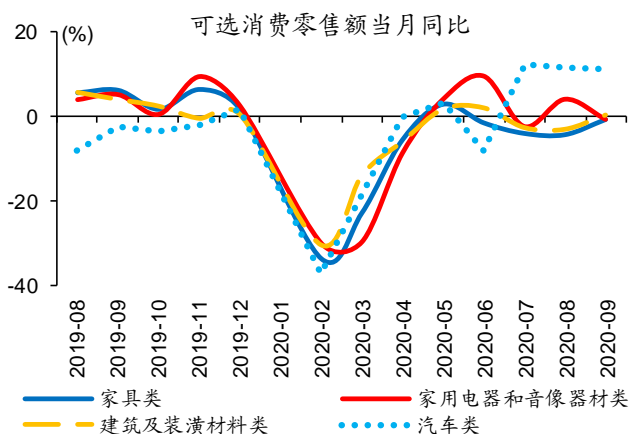
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：烟酒饮料等必需消费品零售额增速抬升



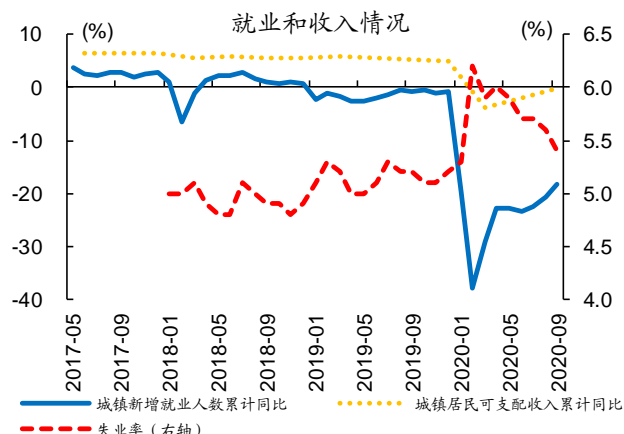
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 9月, 家具和建筑装潢零售额增速抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 3季度, 居民就业和收入继续改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整; 疫情出现超预期变化。

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_1940



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn