

国内需求上行和海外订单回流，4季度仍然较为乐观

2020年9月经济数据点评

核心内容：

● 经济继续回升，疫情下订单回流

2020年3季度GDP增长4.9%，经济仍然在稳步复苏。3季度我国第三产业继续修复，房地产和基建投资快速走高，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，3季度依靠投资拉动GDP上行。

4季度投资动能缓慢回落，基建的投资力度下行，房地产增速减缓，制造业会继续缓步回升。消费继续回暖，预计能恢复至疫情前80%的水平。出口仍然保持旺盛，出口额4季度可能创下历史新高。4季度预计GDP在6%以上，全年GDP预计在1.9%左右。

4季度的经济动能主要以消费为主，国内消费上行和海外订单回流交织，带来4季度工业生产的上升。4季度投资力度上升速度减缓，政府投资下行，房地产投资仍然稳健，制造业投资受生产和利润好转继续回升。2021年1季度此种经济动能持续，2季度后我国可能进入后疫情时代，即消费增速逐步趋缓，而同时房地产投资受到政策打压回落，2021年下半年经济可能重新回落。

● 制造业生产再上行，4季度保持乐观

海外订单回流和国内经济的复苏使得订单较为充足，4季度生产保持乐观。生产全面上行，订单回流带来了生产的高涨，东部地区和小企业生产的恢复展现了出口订单的回升。生产复苏已经延续至中游产业，上游行业也有所加快，生产的恢复需要下游行业持续的好转。9月份工作日比去年增加2天，同比加快生产上行，而10月份会相应拉低生产增速。

● 消费增速小幅缓步上行趋势不变

4季度消费仍然无法恢复常态，预计恢复至往年80%的水平，消费增速预计在5.7%左右。第一、消费仍然继续上行，餐饮消费上行速度加快；第二、居民收入和支出增长缓慢，消费加速上行的概率较小；第三、非必需品和必需品在9月份同时上行，非必需品4季度加速走高的概率减弱。

● 投资动能下滑

4季度投资动能放缓，基建投资小幅下滑，房地产投资上行速度减缓，制造业投资仍然回升，但年内回正有难度。第一、制造业投资明显受到订单驱动，海外订单大幅回暖，相关产业投资仍然较为旺盛，国内需求仍然缓慢恢复；第二、基建投资持续小幅回落，国内经济展现韧性的同时基建加码的可能性已经较小；第三、房地产仍有韧性，但先行指标土地购买、新开工已经显示颓势，贷款资金进一步收紧，

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

房地产明年有压力。

一、GDP 继续回升，疫情下生产订单回流

2020 年 3 季度 GDP 增长 4.9%，经济仍然在稳步复苏。3 季度我国第三产业继续修复，房地产和基建投资快速走高，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，3 季度依靠投资拉动 GDP 上行。4 季度投资对经济的拉动下行，但国内消费和海外消费回升，我国经济预计持续走高，4 季度预计 GDP 在 6% 以上，全年 GDP 预计在 1.9% 左右。4 季度经济增长的主要动力是国内消费的自然增长以及海外消费订单的回流，投资的推动力缓步下行。

2020 年 3 季度 GDP 当季值 266,172 亿元人民币，GDP 名义当季同比增长 4.9%，GDP 实际增长 5.5%，是市场预期上限。3 季度我国经济继续增长，各行业复工复产稳步进行，海外订单回流支持经济上行，GDP 恢复正增长。

3 季度各行业均出现不同程度的好转，第三产业恢复速度最快，第二产业已经恢复至疫情前水平。第三产业是由于经济重启，带来了服务业的恢复，尤其是生产服务业和金融服务业恢复速度较快，房地产、基础设施建设的全面复苏带来了经济的增长。由于疫情并未完全消除，娱乐服务业仍然有待恢复。第二产业中，复工复产完成度较好，这是我国疫情控制严格的结果，生产型企业在 3 季度基本恢复，并且由于海外订单回流，生产恢复速度更快。建筑行业在 3 季度也出现快速上行，对工业生产同样有拉动作用。

疫情预计 4 季度与 3 季度相似，仍然保持有限的影响力，那么全球将在复苏模式。2020 年 4 季度和 2021 年 1 季度我国仍然处于疫情恢复期，2 季度我国经济可能进入后疫情时代。

从 3 季度来看，我国消费增速小幅正增长，投资方面来看，基建投资和房地产投资增长速度较为平稳，制造业投资仍然负增长。3 季度表现稍好的是出口，3 季度净出口拉动 GDP 向上运行。可以说，3 季度我国货币政策平稳，但经济显示了自身的韧性。我国产业链的完整和疫情控制得当使得海外订单持续回流，国内消费也逐步回升，房地产仍然较为旺盛，基建投资小幅承托经济。

4 季度经济增速可能达到 6% 以上，投资动能缓慢回落，基建的投资力度下行，房地产增速减缓，制造业会继续缓步回升。消费继续回暖，预计能恢复至疫情前 80% 的水平。出口仍然保持旺盛，出口额 4 季度可能创下历史新高。

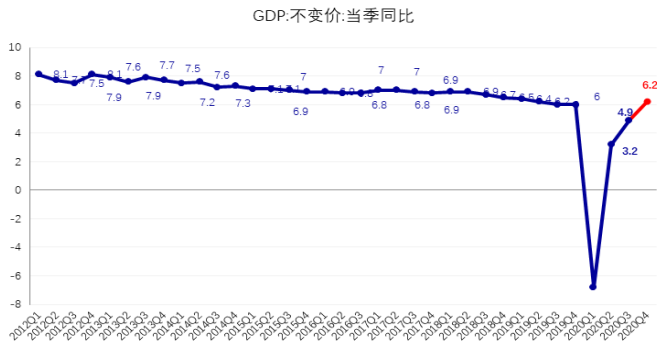
表 1：4 季度各项经济指标预测

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(累计同比)				出口
				总投资	制造业	房地产	基建	
2012	7.9	10.0	14.5	20.6	22.03	16.2	13.7	7.92
2013	7.8	9.7	13.1	19.6	18.46	19.8	21.21	7.82
2014	7.4	8.3	12.0	15.7	13.5	10.5	20.29	6.03
2015	7.0	6.1	10.7	10	8.1	1	17.29	-2.94
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.71	-7.73
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7	14.93	7.9
2018	6.7	6.2	8.98	5.9	9.5	9.5	1.79	9.87
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.15
2020	1.9	2.0	-4.1	3.0	-1.5	7.1	1.1	1.4
2020Q	-6.8	-8.4	-19.0	-16.1	-25.2	-7.7	-16.4	-11.9
2020Q	3.2	4.4	-4.0	-3.1	-11.7	1.9	-0.1	0.2
2020Q	4.9	5.8	0.9	0.8	-6.5	5.6	2.4	8.9
2020Q	6.2	6.2	5.7	3.0	-1.5	7.1	1.1	8.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

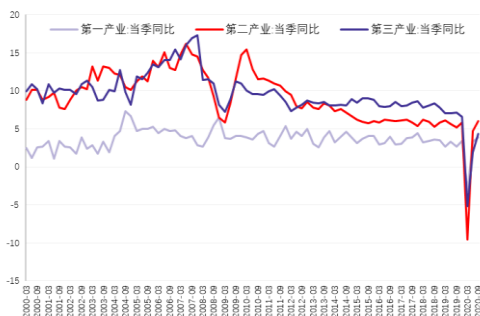
4 季度的经济动能主要以消费为主，国内消费上行和海外订单回流交织，带来 4 季度工业生产的上升。4 季度投资力度上升速度减缓，政府投资下行，房地产投资仍然稳健，制造业投资受生产和利润好转继续回升。2021 年 1 季度此种经济动能持续，2 季度后我国可能进入后疫情时代，即消费增速逐步趋缓，而同时房地产投资受到政策打压回落，2021 年下半年经济可能重新回落。

图 1：GDP 当季同比 (%)



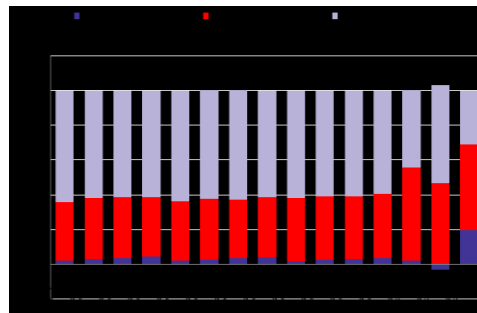
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：三大产业增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：三大产业对 GDP 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、制造业生产再上行，4 季度生产保持乐观

第一、生产全面上行，订单回流带来了生产的高涨，东部地区和小企业生产的恢复展现了出口订单的回升；第二、生产复苏已经延续至中游产业，上游行业也有所加快，生产的恢复需要下游行业持续的好转；第三、9 月份工作日比去年增加 2 天，同比加快生产上行，而 10 月份会相应拉低生产增速；第四、海外订单回流和国内经济的复苏使得订单较为充足，4 季度生产保持乐观。。

9 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速比上月上行 1.3 个百分点。1-9 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 1.2%，比 1-8 月份上行 0.8 个百分点。生产已经恢复正常，未来需求的恢复是直接制约生产的主要原因。

9 月份工业生产同比回升，制造业和采矿业增速同时回升：(1) 制造业走高，工业生产滞后于订单，而近两个月订单恢复加快，工业生产未来两个月较为旺盛。9 月份汽车、金属制品行业生产靠前，这是内需带动的生产。电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备、专用设备和通用设备制造业生产仍然旺盛，9 月份中游行业生产较为旺盛。(2) 采矿业生产提升，煤炭和石油行业生产上行。

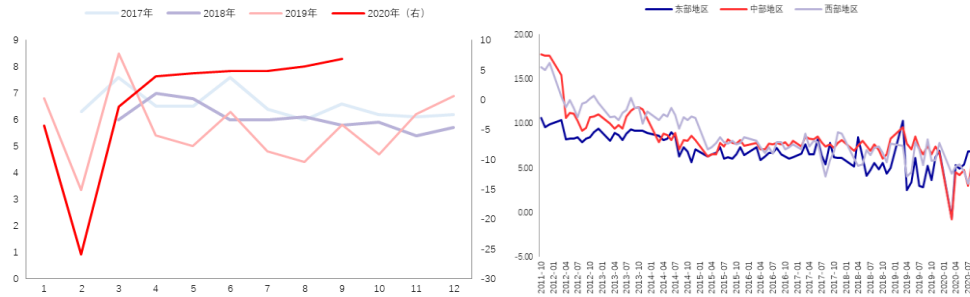
9 月份生产受益于国外和国内的订单恢复，尤其是海外订单加速回落，东部地区工业生产上行。9 月份小企业上行速度最快，受益于出口订单的恢复。本年度 9 月中秋节日后移，比 2019 年 9 月多出 2 个工作日，生产上行也有基数的原因。

9 月份单月来看，生产显示出全面回升的状态，我国也进入了生产旺季，短期内修复仍然延续：(1) 通用设备、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器械制造行业生产仍然较为稳健，全球电子产业链的景气度仍在；(2) 内需继续恢复，预计延续至年末。汽车制造业连续四个月生产旺盛，但农副食品等行业生产稍缓慢，未来终端需求生产仍然需要观察；(3) 黑色金属冶炼及压延加工业景气度较高，全国高炉开工率达到 80% 以上，基建行业和房地产行业的强势支持了黑色行业的生产。

工业生产进入旺季，已经回到往年水平，订单的回流使得未来生产保持乐观。10 月份由于工作日减少原因生产回落，但 4 季度仍然预期生产增速在 6% 以上。

图 4：工业增加值同比持平 (%)

图 5：东部地区生产回升速度最快 (%)

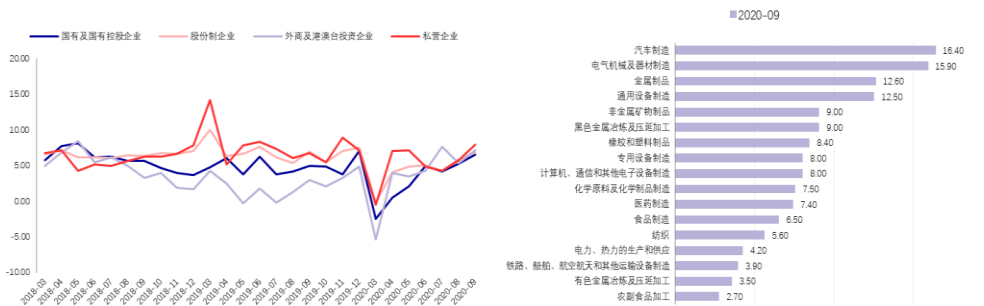


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：民营企业回升速度最快（%）

图 7：9 月份各行业工业生产同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	2020-09	2019年	2018年	2017年	2016年
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.20	9.30	13.10	13.80	10.00
电气机械及器材制造	5.60	10.70	7.30	10.60	8.50
黑色金属冶炼及压延加工业	5.30	9.90	7.00	0.30	-1.70
专用设备制造业	5.10	6.90	10.90	11.80	6.70
汽车制造业	4.40	1.80	4.90	12.20	15.50
医药制造业	3.00	6.60	9.70	12.40	10.80
通用设备制造	2.60	4.30	7.20	10.50	5.90
有色金属冶炼及压延加工业	1.90	9.20	7.80	1.50	6.20
金属制品业	1.80	5.80	3.80	6.60	8.20
化学原料及化学制品制造	1.50	4.70	3.60	3.80	7.70
电力、热力的生产和供应	1.00	6.50	9.60	7.80	4.80
食品制造业	0.80	5.30	6.70	9.10	8.80
非金属矿物制品	0.80	8.90	4.60	3.70	6.50
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50
橡胶和塑料制品	-0.70	4.80	3.20	6.30	7.60
纺织业	-1.70	1.30	1.00	4.00	5.50
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.10	7.40	5.30	6.20	3.20
农副食品加工业	-3.40	1.90	5.90	6.80	6.10

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、消费增速小步慢行态势不变

第一、消费仍然继续上行，餐饮消费上行速度加快；第二、居民收入和支出增长缓慢，消费加速上行的概率较小；第三、非必需品和必需品在9月份同时上行，非必需品4季度加速走高的概率减弱。第四、4季度消费仍然无法恢复常态，预计恢复至往年80%的水平，消费增速预计在5.7%左右。

2020年1-9月份，社会消费品零售总额273,324亿元，同比下滑7.2%。9月份社会消费总额35,295亿元，同比增长3.3%，比8月份上行2.8个百分点。从实际消费来看，物价回落，实际消费增速2.4%，比上个月上行了3.5个百分点。9月份我国新冠疫情保持平稳，服务业逐步恢复，餐饮业消费快速上行，但居民收入和消费支出增长缓慢，消费增速继续保持平稳上行。4季度我国仍然处于疫情后的恢复阶段，居民必需品消费和非必需品消费均处于增长阶段，但从9月来看，非必需品消费快速上涨的势头减缓。居民收入下滑也制约了非必需品增速的上行。4季度预计国内消费仍然无法恢复正常，但以十一期间消费来看，预计增速恢复至往年的80%以上，那么4季度消费品零售总额增速预计在5.7%左右。

图8：全社会消费额（亿元）

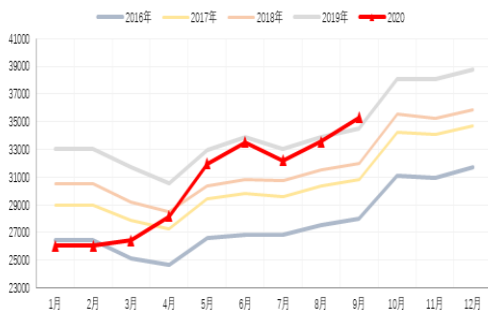
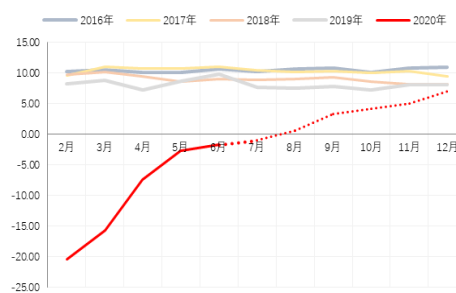


图9：全社会消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

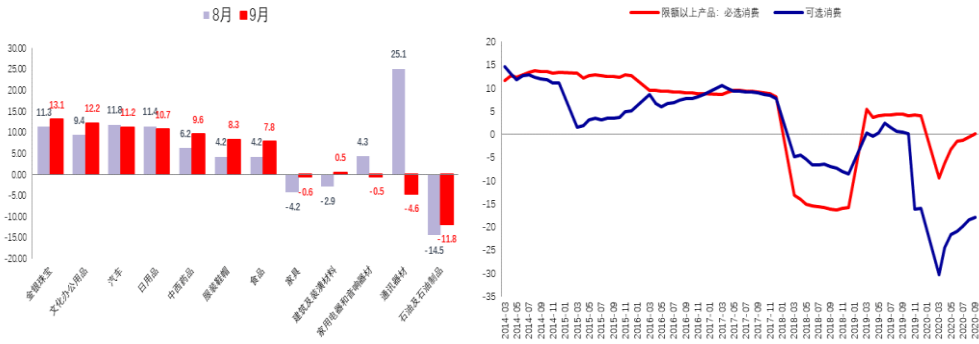
9月份，生产基本恢复，服务业也在回升，居民消费继续上行，汽车消费仍然较为旺盛：（1）居民日用品消费稍有上行，食品消费增速7.8%，日用品消费10.7%，居民日常消费趋于稳定；（2）房地产相关消费有升有降，建筑材料消费上行0.5%，家具消费跌幅收窄；（3）居民对金银珠宝消费继续高位，年内珠宝消费一直处于负增长，同时金价处于高位，侧面带动消费额上行；（4）汽车消费仍然较为旺盛，9月整体汽车消费处于回升状态；汽油价格有所上行，加之经济活动增加，消费增速-11.8%，比上月上行2.7个百分点。

1-9月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、日用品、药品、通讯器材、文化办公用品消费正增长，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式今年内延续。

9月份数据显示消费增速仍然上行，餐饮消费恢复速度加快，未来消费继续上行，但居民消费全面恢复需要时间。3季度我国居民收入继续小幅上行2.8个百分点，居民消费支出仍然负增长，在居民收入和消费减少的情况下，消费回升速度会变缓。1季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，4季度消费增速在5.7%左右，全年消费增速仍然小幅负增长。

图10：8月各行业消费增速（%）

图11：可选必选消费小幅回升（%）

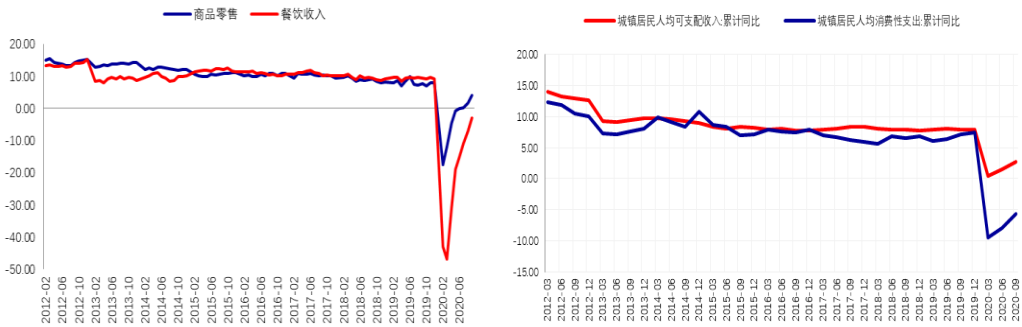


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：餐饮消费快速回升（%）

图 13：人均收入支出小幅上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

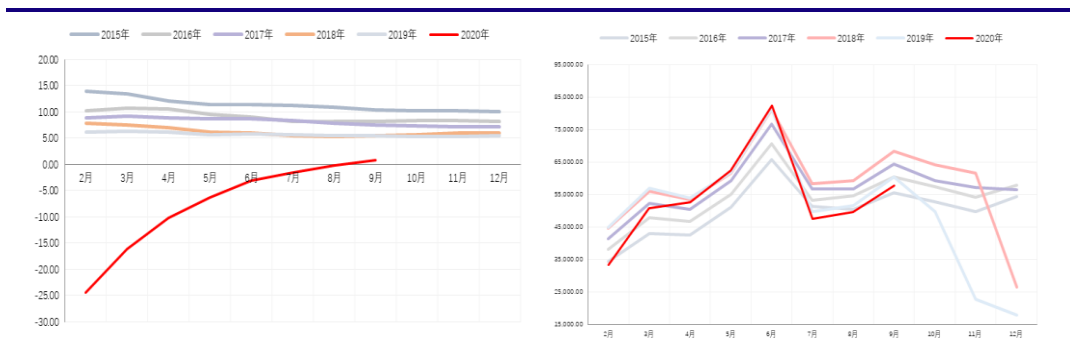
四、投资动能下滑

4 季度投资动能放缓，基建投资小幅下滑，房地产投资上行速度减缓，制造业投资仍然回升，但年内回正有难度。第一、制造业投资明显受到订单驱动，海外订单大幅回暖，相关产业投资仍然较为旺盛，国内需求仍然缓慢恢复；第二、基建投资持续小幅回落，国内经济展现韧性的同时基建加码的可能性已经较小；第三、房地产仍有韧性，但先行指标土地购买、新开工已经显示颓势，贷款资金进一步收紧，房地产明年有压力。

2020年1~9月份，固定资产投资增速-0.8%，比1~8月份上行1.1个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。9月份固定资产投资额57,696亿元，投资额比去年同期稍有下降，制造业继续回升，基建增速维持平稳，房地产投资小幅上行。

图 14：固定资产投资增速上行（%）

图 15：投资额小幅上行（亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9月份二产回升速度好于三产，制造业恢复速度加快，房地产投资上行，基建投资小幅回落。从结构上来看，1~9月份，三产和二产投资同步上行。二产投资增速回升1.4个百分点至-3.4%，其中制造业投资降幅收窄1.6个百分点至-6.5%，二产仍然没有恢复，制造业仍然受创较为严重。三产增速回升0.9个百分点至2.3%，得益于房地产的快速恢复以及基建的拉动。

图 16：第三产业增速回升更快（%）

图 17：基建投资下行（%）



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_1962



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn