

经济弱复苏格局延续

数据: 2020年三季度实际GDP当季同比4.9% (前值3.2%); 9月固定资产投资累计同比0.8% (前值-0.3%); 9月社会消费品零售总额当月同比3.3% (前值0.5%), 累计同比-7.2% (前值-8.6%); 9月工业增加值当月同比6.9% (前值5.6%), 累计同比1.2% (前值0.4%)。

1、GDP: 2020年三季度实际GDP当季同比继续回升, 经济延续弱复苏格局。

从需求端看看, 固定资产投资累计同比首次转正, 但其中基建和房地产投资当月同比有所放缓, 制造业当月投资也有所弱化。社零消费继续改善。生产端看, 工业增加值累计同比升至1.2%, 工业生产改善良好, 服务业生产继续改善。未来看, 我们预计经济将延续弱复苏格局, Q4经济增速将达到6%潜在增速水平。

2、固定资产投资当月同比小幅回落, 累计同比转正。其中当月同比来看, 基建和房地产投资有所放缓, 制造业投资边际趋缓。

往前看, 逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定, 考虑到施工上行空间不大, 叠加土地购置费将逐步放缓, 房地产投资可能已逐步接近高点, 随着需求改善、库存去化, 制造业投资改善可能有所加快。(1)基建投资当月同比回落, 累计同比继续扩张, 未来增速仍将上升。往前看, 基建是逆周期调节的重要抓手, 预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。(2)制造业投资当月同比有所回落, 累计同比继续改善。其中, 计算机、通信和电子设备制造业(11.7%)同比保持稳定, 医药制造业(21.2%)同比回升幅度较大。未来看, 制造业投资将逐步改善。(3)房地产投资累计同比继续改善, 当月同比低于前值, 累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化, 商品房销售面积累计同比跌幅收窄。与此同时, 房地产开发资金来源也继续改善。

3、社零当月同比继续回升, 累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高速增长, 地产链条有所改善, 石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升, 累计同比降幅继续收窄, 改善幅度有所加快。

4、工业: 9月工业生产当月同高于前值, 累计同比涨幅扩大。从结构来看, 采矿业和制造业较前值同比增速涨幅扩大。

5、就业: 失业率总体平稳, 但今年就业压力较大。9月全国城镇调查失业率为5.4%, 环比下降0.2pct; 前三季度城镇新增就业898万人, 基本完成全年目标。

6、从9月经济数据来看, 国内经济延续弱修复格局。具体来看:(1)2020年三季度GDP较二季度继续改善, 多数指标增速由负转正。内需回暖, 结构性改善较为明显, 经济趋于平衡稳步复苏; 未来看, 我们预计经济将延续弱复苏格局, Q4经济增速将达到6%潜在增速水平。(2)社零三季度增速年内首次转正, 消费稳步恢复。汽车增速保持相对高位, 是支撑社零的部分原因; 随着经济逐步修复, 居民就业逐渐改善带动收入修复, 是消费改善的重要原因。必需消费品和可选消费品均出现回升, 表明经济内生动力在逐步增强。9月受到节假日的因素, 社零增速超预期, 恢复较好; 往后看消费预计会继续拉动经济回升, 尤其是线下消费。不过随着双11的临近, 消费者可能会将部分消费推迟到11月, 可能对10月消费增长产生一定扰动。(3)制造业当月投资增速收窄, 预计制造业投资未来将逐步改善。上游制造业投资边际走弱, 下游制造业投资改善较明显, 如医药制造业和运输设备制造业等。随着需求改善、价格回升, 企业利润扩张也在逐步加快, 库存逐步去化, 海外需求也构成支撑, 制造业投资降幅不断收窄; 四季度制造业投资修复将有所加快, 但由于此前降幅偏大, 前三季度制造业投资仍然同比下降6.5%, 预计全年累计同比仍为负增长。(4)逆周期调节下基建投资稍有回落, 但未来进一步向上方向确定。一方面经济复苏偏弱的需要政府支出以弥补私人部门支出的不足; 另一方面, 积极财政扩张, 叠加信贷资金的配套, 将对未来基建起到支撑作用。在以专项债为代表的财政发力下, 基建投资预计将继续上升。(5)房地产投资可能逐步接近高点。7月房地产政策收紧后惯性导致居民大量购房, 楼市走热, 但现在已经接近尾声, 10月地产销售高频数据乏力。一方面, 当前政策严调控房地产的方向是确定的; 另一方面, 从房地产投资的构成来看, 建安投资预计将有所回升, 但不会达到去年高位, 叠加土地购置费的逐步趋缓, 房地产投资总体大幅向上可能性相对有限。

风险提示: 疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号: S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 9月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	8月	9月	1-8月	1-9月	
GDP	-	4.9	-	0.7	2020年三季度实际GDP当季同比继续回升，经济延续弱复苏格局。 从需求端看，固定资产投资累计同比首次转正，但其中基建和房地产投资当月同比有所放缓，制造业当月投资也有所弱化。社零消费继续改善。生产端看，工业增加值累计同比升至1.2%，工业生产改善良好，服务业生产继续改善。未来看，我们预计经济将延续弱复苏格局，Q4经济增速将达到6%潜在增速水平。
社零	0.5	3.3	(8.6)	(7.2)	社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条有所改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器有所弱化，同比转负，建筑装饰、家具相对偏弱，通讯消费有所回落，医药类消费相对较强，石油制品消费相对偏弱。
投资	8.5	8.1	(0.3)	0.8	固定资产投资当月同比小幅回落，累计同比转正。其中当月同比来看，基建和房地产投资有所放缓，制造业投资边际趋缓。往前看，逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定，考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点，随着需求改善、库存去化，制造业投资改善可能有所加快。
民间投资	20.0	9.6	(2.8)	(1.5)	民间投资当月有所回落，累计降幅收窄。与制造业投资相一致，恢复有所加快。
基建投资	7.0	4.8	2.0	2.4	基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张，未来增速仍将上升。分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所放缓（17.5%），铁路运输同比放缓（4.5%）、道路运输同比扩大（3.0%），水利、环境和公共设施管理业降幅收窄（-2.9%）。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。
制造业投资	5.0	3.0	(8.1)	(6.5)	制造业投资当月同比有所回落，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业（11.7%）同比保持稳定，医药制造业（21.2%）同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-12.3%），专用设备制造业（-8.5%），装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将逐步改善。
房地产投资	12.0	11.9	4.6	5.6	房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积累计同比跌幅收窄。与此同时，房地产开发资金来源也继续改善。
新开工面积	2.4	(2.0)	(3.6)	(3.4)	新开工面积当月同比跌入负值但累计同比跌幅收窄。
资金来源	18.3	14.5	3.0	4.4	房地产开发资金当月同较前值回落，累计同比涨幅扩大。其中，自筹资金累计同比回升，受销售增速放缓影响，定金、个人按揭贷款改善增速放缓，外资大幅回落。
商品房销售面积	13.7	7.3	(3.3)	(1.8)	商品房销售面积、销售额当月增速较前值大幅回落，但累计同比持续改善。房地产销售活动增速放缓。
商品房销售额	27.1	16.0	1.6	3.7	
出口	9.5	9.9	(2.3)	(0.8)	出口保持稳定，进口量高增。9月出口同比增加9.9%，继续刷新年内新高，欧美经济复苏带来的全球经济重启，二是国内生产改善明显。9月进口超预期增长，同比大增13.2%，主要原因是中美贸易协议的推进，国内投资拉动，同时美元的贬值和国际大宗商品价格恢复上涨也起到了拉动作用。
进口	(2.1)	13.2	(5.2)	(3.1)	
工业增加值	5.6	6.9	0.4	1.2	9月工业生产当月同高于前值，累计同比涨幅扩大。 从结构来看，采矿业和制造业较前值同比增速涨幅扩大。
出口交货值	1.2	(1.8)	(3.2)	(3.1)	出口交货值当月同比由涨转跌，但累计同比跌幅收窄。
发电量	6.8	5.3	0.3	0.9	发电量当月同比涨幅大幅低于前值，累计同比持续扩张。
粗钢产量	8.4	10.9	3.7	4.5	粗钢产量当月同比涨幅较前值回升，累计同比较前值涨幅上升。表明钢厂开工明显积极。
M1	-	-	8.0	8.1	社融增量继续超预期。信贷：信贷总量季节性上升；结构上，居民和企业中长期贷款都增幅明显，拉动贷款总量规模。社融：社融继续增加，人民币贷款大幅增加，尤其是中长期贷款环比增加了4200亿元左右，贡献了84%的增量。由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少。政府债券仍然起到了拉动社融的作用。M2：居民、企业存款季节性上涨，且企业存款增长幅度相对强于季节性，M1增速继续回升，企业资金状况相对较好，M2增速短暂回落后再度上升。
M2	-	-	10.4	10.9	
信贷(万亿)	1.3	1.9	14.4	16.3	
社融(万亿)	3.6	3.5	26.1	29.6	
CPI	2.4	1.7	3.5	3.3	CPI涨幅显著收窄，PPI跌幅略有扩大。 9月CPI同比1.7%，涨幅回落0.7个百分点，继2019年2月以来首次回落至2%以下；食品价格稳中有跌，猪肉同比较上月大幅下降，推动CPI回落。9月PPI当月同比略扩大至-2.1%，环比涨幅继续回落，主要原因在于国际油价和石油相关行业明显回落，以及去年同期的基数效应。国内市场需求缓慢恢复，煤炭、有色、黑色金属、非金属等多种工业品价格小幅上涨。
PPI	-2.0	-2.1	-2.0	-2.0	
制造业PMI	51.0	51.5	-	-	经济继续全面修复，供需同步回升。9月制造业PMI相对上月上升0.5个百分点，连续7个月运行在景气区间。需求改善有所加快，价格环比继续回升。9月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业继续维持高位。
非制造业PMI	55.2	55.9	-	-	
综合PMI	54.5	55.1	-	-	

数据来源：央行、统计局、海关总署，Wind，国金宏观整理（边泉水/段小乐/邱鼎荣/杨一凡）

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、GDP：2020年三季度实际GDP当季同比升至4.9%，经济延续弱复苏格局。

从需求端看看，固定资产投资累计同比首次转正，但其中基建和房地产投资当月同比有所放缓，制造业当月投资也有所弱化。社零消费继续改善。生产端看，工业增加值累计同比升至1.2%，工业生产改善良好，服务业生产继续改善。未来看，我们预计经济将延续弱复苏格局，Q4经济增速将达到6%潜在增速水平。

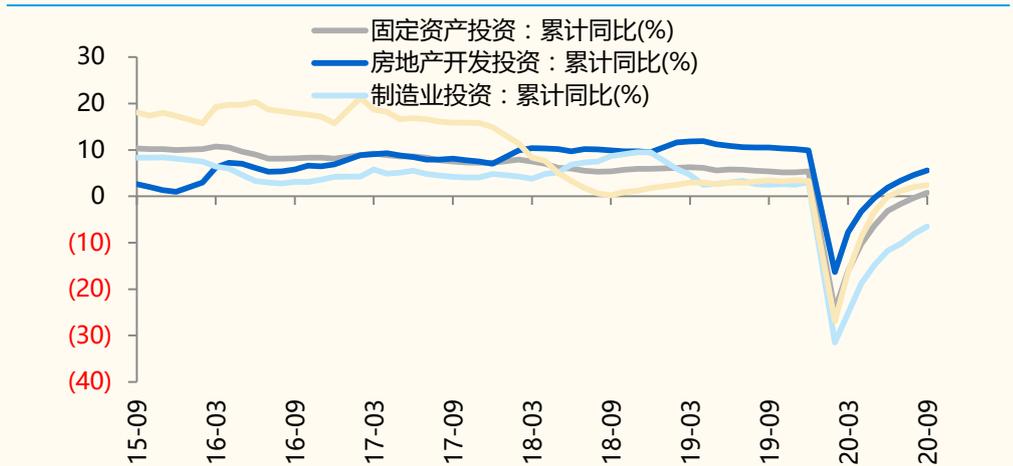
2、固定资产投资当月同比小幅回落，累计同比转正。其中当月同比来看，基建和房地产投资有所放缓，制造业投资边际趋缓。往前看，逆周期政策下基建投资进一步向上方向确定，考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点，随着需求改善、库存去化，制造业投资改善可能有所加快。

(1) 基建投资当月同比小幅回落，累计同比继续扩张，未来增速仍将上升。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资累计同比将进一步回升。具体来看：1) 交运行业累计同比涨幅扩大至2.1% (前值1.7%)，其中铁路运输业增速涨幅缩小至4.5% (前值6.4%)，道路运输业累计同比涨幅扩大至3.0% (前值2.9%)；2) 水利大环保行业累计同比跌幅收窄至-2.1% (前值-2.9%)，其中权重最大的公共设施管理业增速-3.3% (前值-3.9%)，水利管理业增速0.9% (前值1.2%)。

(2) 制造业投资当月同比有所回落，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业(11.7%)同比保持稳定，医药制造业(21.2%)同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业(-12.3%)，专用设备制造业(-8.5%)，装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将逐步改善。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅扩大至21.2% (前值18.3%)，计算机通信行业累计同比持平11.7% (前值11.7%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄-16.7% (前值-19.3%)，运输设备行业累计同比降幅收窄至-6.9% (前值-9.4%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至-12.3% (前值-14.4%)，专用设备累计同比跌幅收窄至-8.5% (前值-9.9%)；4) 轻工行业中，农副食品加工工业累计同比降幅收窄至-6.3% (前值-9.9%)，食品制造累计同比-5.1% (前值-6.6%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-7.0% (前值-6.3%)。

(3) 房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积累计同比跌幅收窄。与此同时，房地产开发资金来源也继续改善。

图表2：固定资产投资累计同比继续扩张



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、9月工业生产当月同高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业和制造业较前值同比增速涨幅扩大。出口交货值当月同比由涨转跌，但累计同比跌幅收窄。粗钢产量当月同比涨幅较前值回升，累计同比较前值涨幅上升。表明钢厂开工明显积极。

(1) 从结构来看，采矿业和制造业较前值同比增速涨幅扩大。采矿业累计同比跌幅收窄至-0.6%（前值-1.0%），制造业累计同比扩大至1.7%（前值0.9%），公用事业部门当月同比涨幅扩大至0.8%（前值0.3%）。

(2) 从制造业内部结构上看，汽车、电子机械、专用设备和黑色金属改善明显。

1) 新兴产业涨幅扩大。其中化学原料累计同比1.5%（前值0.7%），医药制造业累计同比涨幅扩大至2.3%（前值2.1%），计算机、通信和电子行业累计同比回升至7%（前值6.7%）。

2) 装备制造业缓慢改善。其中汽车累计涨幅扩大4.4%（前值2.8%），金属制品业累计同比1.8%（前值0.2%），运输设备业累计同比-2.1%（前值-2.9%），电气机械器材业当月同比5.6%（前值4.1%）。

3) 通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比2.6%（前值1.2%），专用设备制造业累计同比5.1%（前值4.6%）。

4) 轻工业整体跌幅收窄。其中农副食品加工业累计同比收窄至-3.4%（前值-4.2%），食品制造累计同比0.8%（前值0.0%），纺织业工业累计同比收窄至-1.7%（前值-2.8%）。

5) 传统制造业整体转涨，非金属、黑色金属和有色金属制造业同比上涨。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比升至5.3%（前值4.8%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比1.9%（前值1.7%），非金属矿物制品业累计同比0.8%（前值-0.4%）。

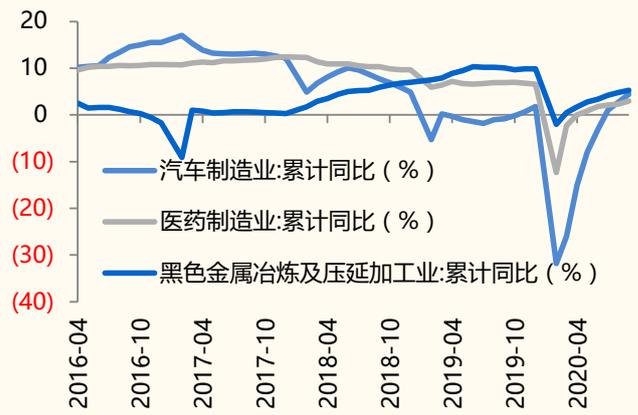
(3) 规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-3.2%（前值-4.0%）。

图表 3: 工业增加值当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 汽车制造业当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

4、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条有所改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器有所弱化，同比转负，建筑装潢、家具相对偏弱，通讯消费有所回落，医药类消费相对较强，石油制品消费相对偏弱。

(1) **地产链条类总体修复明显，家电表现稍弱。**建筑装潢材料当月同比转正至 0.5% (前值-2.9%)；家具当月同比-0.6% (前值-4.2%)；家电当月同比-0.5% (前值 4.3%)。

(2) **升级型消费稳步修复，通讯类消费有所回落。**通讯类消费转负-4.6% (前值 25.1%)；中西药同比涨幅扩大至 9.6% (前值 6.2%)；石油及制品类消费跌幅收窄至-11.8% (前值-14.5%)。

(3) **汽车消费保持高位。**汽车消费当月同比 11.2% (前值 11.8%)。

图表 5: 餐饮消费继续修复

图表 6: 汽车消费保持高增速，通讯消费有所回落，但建筑装潢和石油制品消费改善较好

20

建筑装潢:当月同比 (%)

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_1967



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn