

如何看三季度经济数据？

□ GDP 继续修复，失业压力缓解，关注后续货币政策基调变化

三季度 GDP 同比+4.9%，低于市场一致预期 5.2%。供给端，复工复产基本达成，PMI 已连续 7 个月位于荣枯线上方，工业增加值持续修复，9 月更是有超预期的表现。需求端，出口继续超预期，印证我们的判断，Q3 净出口贸易顺差达到 1.12 万亿元，继续对经济增长提供较强的支撑。除此之外，投资增速稳健修复、消费加速回暖。但“三驾马车”均表现强劲，为何 GDP 投资略低于市场预期？当前我国 GDP 统计采取生产法+收入法相结合的方式，不过支出法角度的数值能够基本匹配，我们认为 GDP 与三驾马车表现存在预期差异的核心来自各项数据平减过程中受价格因素的扰动。我们调整四季度 GDP 实际增速预测值至 6%，此前预测值为 6.4%，调整全年 GDP 实际增速预测值至 1.8%，此前预测值为 2.3%。年初以来，货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末逐渐转向稳健灵活适度。9 月全国调查失业率 5.4%，较 8 月继续下行 0.2 个百分点，失业压力继续缓解，完成全年 6.0% 的目标难度较小。我们提示需关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧，关注后续重要会议政策表述。

□ 失业持续改善，目标完成不难

9 月全国调查失业率 5.4%，前值 5.6%，调查失业率重回 5.5% 以下，失业压力持续缓解。1-9 月失业率均值为 5.7%，离目标值 6.0 已有较大距离。经济的持续修复带动企业盈利修复，用工需求渐进修复，城镇新增就业岗位创造能力显著改善，未来调查失业率仍有下行空间。

□ 工业回归正轨，制造业超预期

9 月工业增加值同比 6.9%，高于我们预期和市场预期。原因在于工业生产的恢复面和力度超预期，以及工作日相比去年同期较多。两个大循环持续发力以及生活性服务业加快修复是工业生产保持强劲的有力支撑，积极态势有望延续。

□ 居民收入改善，社零加速修复

9 月社会消费品零售总额名义同比+3.3%，三季度社会消费品零售总额单季增速转正，最终消费支出拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，消费开始加速修复。一方面，其一，随着经济修复，居民收入稳步提升。三季度居民实际可支配收入同比增速+5.8%，显著高于 GDP 增速，消费能力和消费意愿显著提振。另一方面，疫情影响因素趋弱，消费分化修复的特征收敛，受制于“社交距离”的消费开始复苏，纺织服装和餐饮均呈现加速复苏的态势。

□ 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性

1-9 月整体固定资产投资增速在 0.8% 左右，较前值修复 1.1 个百分点，其中，制造业投资累计同比-6.5%，较前值修复 1.6 个百分点，地产投资累计同比 5.6%，较前值修复 1 个百分点，基建投资累计同比 0.2%，较前值修复 0.5 个百分点，实现正增长。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 9 月增速分别为 11.9%、3.2% 和 3%，前值分别为 12%、4% 和 5%，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所回落。基建偏弱仍主因财政资金淤积，制造业方面，高技术制造业支撑强劲，在基建地产投资带动需求、信贷着重支持及企业盈利转正的共同作用下，预计后续制造业投资增速可能迎来确定性上行。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《9 月数据预测：三季度 GDP 增速接近合理增长区间》2020.10.01

2《8 月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

3《8 月数据预测：保就业目标即将完成》2020.08.31

4《7 月经济数据：调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

6《7 月数据预测：经济延续确定修复》2020.08.01

正文目录

1. GDP 继续修复，失业压力缓解，关注后续货币政策基调变化	3
2. 失业持续改善，中枢显著下降	4
3. 工业回归正轨，制造业超预期	5
4. 居民收入改善，社零加速修复	6
5. 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性	8
5.1. 制造业缓修复，高技术制造业支撑	8
5.2. 9 月基建继续低迷	9
5.3. 销售高增，投资强劲	10

图表目录

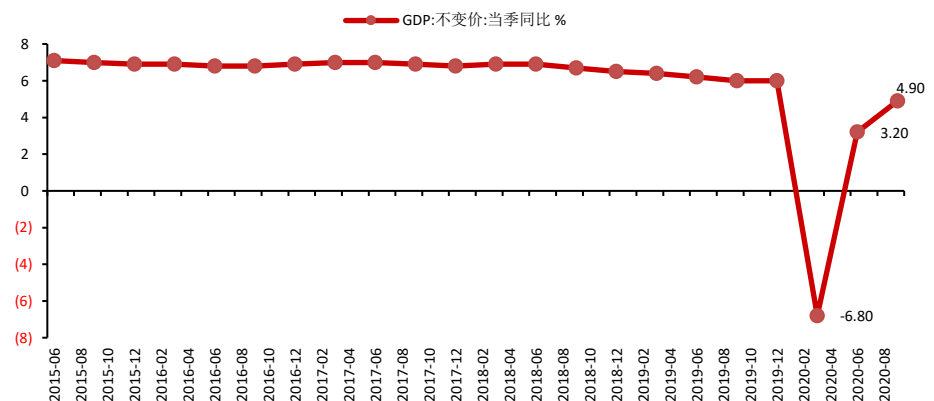
图 1: GDP 增速继续修复	3
图 2: 货币政策首要目标切换影响货币政策基调	4
图 2: 9 月调查失业率下降至 5.4%，失业率中枢持续下行	5
图 3: 工业增加值主要门类：9 月同比大超预期	6
图 4: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	6
图 5: 受制于“社交距离”的消费开始加速复苏，9 月纺织服装、餐饮修复速率较快	7
图 6: 快递业务量保持高速增长	7
图 7: 汽车继续良好表现	7
图 8: 国庆日均接待游客数量显著提升	8
图 9: 票房收入快速修复	8
图 10: 固定资产投资分项走势	8
图 11: 制造业主要行业投资数据	9
图 12: 基建投资分行业表现	10
图 13: 2020 年 1-8 月老旧小区改造进度，逐月加速	12

1. GDP 继续修复，失业压力缓解，关注后续货币政策基调变化

三季度 GDP 同比+4.9%，低于市场一致预期 5.2%。三季度经济延续确定性修复，供给端，复工复产基本达成，PMI 已连续 7 个月位于荣枯线上方，工业增加值持续修复，9 月更是有超预期的表现。需求端，国内大循环已基本畅通，其中，出口继续超预期，印证我们的判断，国内国际双循环相互促进发挥我国供给优势，中国供给能力强，供应体系领先性修复，对其他国家形成替代，近期也出现海外订单转至我国，出口延续强势表现，Q3 净出口贸易顺差达到 1.12 万亿元，继续对经济增长提供较强的支撑。除此之外，投资增速稳健修复、消费加速回暖，三季度地产投资增速持续强劲，基建偏弱主因洪水冲击及财政资金淤积，8 月制造业投资回升提速，当月增速在疫情后首次转正，高技术制造业支撑强劲，在基建地产投资带动需求、信贷着重支持及企业盈利转正的共同作用下，制造业投资增速进一步确定性上行。8 月社零增速在疫后首次转正，随着服务业消费场景的陆续放开，消费加速改善。

“三驾马车”均表现强劲，为何 GDP 投资低于市场预期？当前我国 GDP 统计采取生产法+收入法相结合的方式，不过支出法角度的数值能够基本匹配，我们认为 GDP 与三驾马车表现存在预期差异的核心来自各项数据平减过程中受价格因素的扰动，投资作为经济核心驱动力，PPI 为负值意味着其对实际 GDP 的拉动有所减弱。总体看，我们调整四季度 GDP 实际增速预测值至 6%，此前预测值为 6.4%，调整全年 GDP 实际增速预测值至 1.8%，此前预测值为 2.3%。

图 1：GDP 增速继续修复

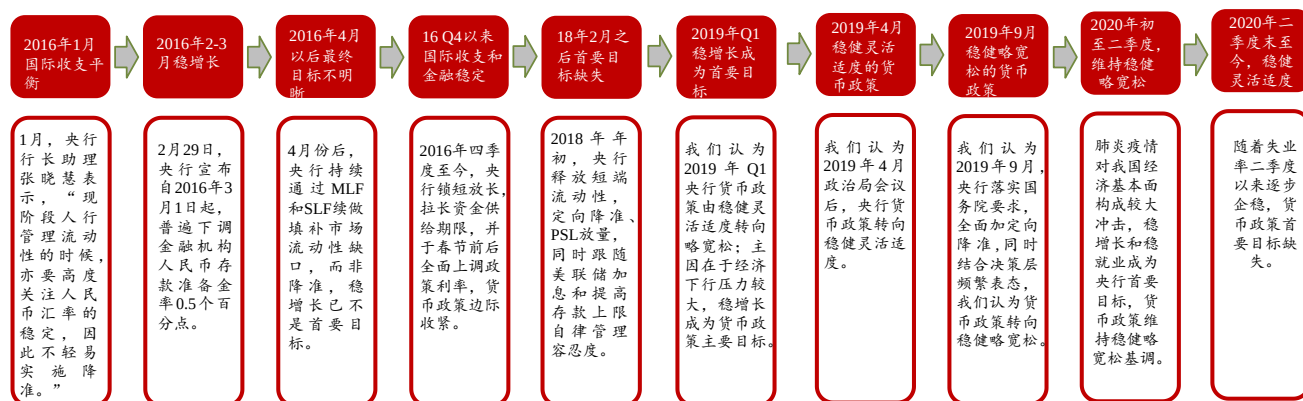


资料来源：Wind，浙商证券研究所

今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，稳民生、稳就业是今年更重要的政策目标，年初以来，货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末逐渐转向稳健灵活适度。9 月全国调查失业率 5.4%，较 8 月继续下行 0.2 个百分点，失业压力继续缓解，完成全年 6.0%的目标难度较小。我们提示需关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧。6 月 18 日陆家嘴论坛上，易纲行长就前瞻性提出“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”；随后，第一财经日报刊登“余初心”文章再次提示

金融风险苗头隐现，市场机构需要正确认识特殊政策的阶段性特征。我们提示核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，提示关注近期重要会议政策表述。

图 2：货币政策首要目标切换影响货币政策基调



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 失业持续改善，中枢显著下降

9月全国调查失业率5.4%，前值5.6%，失业率重回5.5%以下，就业压力持续缓解。1-9月调查失业率的均值为5.7%，完成全年6.0%的目标难度较小。9月新增城镇就业人数117万人，去年同期为113万人，新增就业岗位创造能力显著提升，1-9月累计新增城镇就业898万人，基本完成全年900万的目标值。

9月调查失业率下行的主要原因包括：

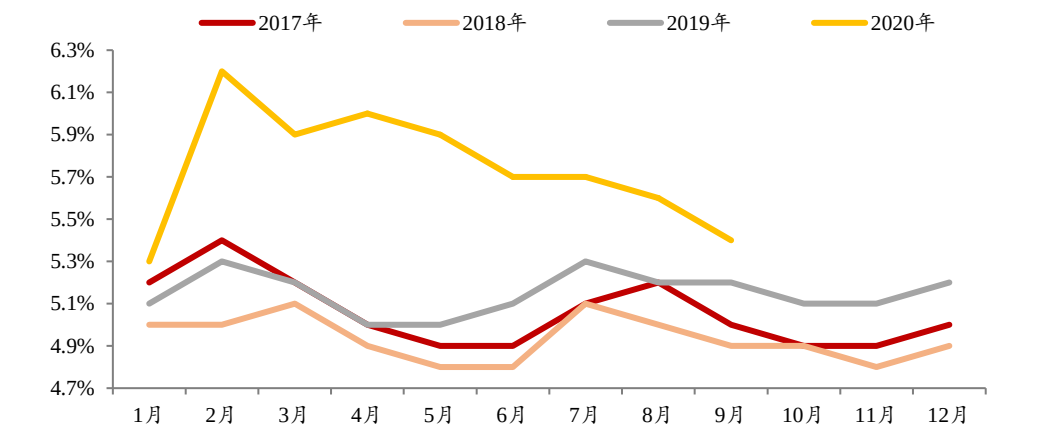
其一，国内大循环已基本畅通，经济的持续复苏带动企业盈利修复，7、8两个月工业企业利润同比增速均接近20%，四季度累计增速有望转正，用工需求正逐步恢复，调查失业率中枢正在逐渐下降。三季度末外出农民工总量已达1.80亿人，较上季度末增加200万人，高于往年同期水平，可以证明随着经济修复，城镇就业机会正在不断增多。

其二，服务业修复速率提升，吸纳就业的能力进一步体现。目前，电影院、剧院、旅游景点等线下消费场景几乎已全部放开，马拉松等大众体育赛事也陆续恢复，服务业创造的就业岗位不断增多，其吸纳就业的能力得到进一步体现。

其三，就业优先政策持续发挥作用。据央行三季度金融数据发布会披露，央行有效发挥了结构性货币政策工具精准滴灌的作用，批发零售、交运仓储、文体娱等受疫情影响比较大的行业贷款余额增速均显著上行，制造业中长期贷款连续11个月上升，小微企业融资呈现了量增、面扩、价降的良好趋势，金融支持稳企业、保就业工作成效显著，带动就业超过3000万人。据农业农村部披露，通过引导农民劳动力创新创业、参与农村人居环境整治、扩大以工代赈规模等方式，截至8月底，全国新增返乡留乡农民工就地就近就业达到1700万人。

展望未来，调查失业率有望持续改善，失业中枢逐渐靠近 2019 年水平。一方面，经济复苏进程仍在延续，企业盈利逐月改善，用工需求有望稳定上涨。另一方面，数据显示最近几年应届毕业生的就业去向集中在第三产业，未来随着服务业的加速修复，大学生就业难的情况将进一步改善。

图 2：9 月调查失业率下降至 5.4%，失业率中枢持续下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 工业回归正轨，制造业超预期

9 月工业增加值同比 6.9%，大幅回升，高于我们预期和市场预期。原因在于工业生产的恢复面和力度超预期，41 个大类行业中，约 85% 的行业正增长，较 8 月提升 15 个百分点，同时，工作日相比去年同期较多也有正面影响。1-9 月工业增加值累计同比上升 1.2%，工业生产回归正轨。

两个大循环持续发力以及生活性服务业加快修复是工业生产保持强劲的有力支撑。第一，我国供给弥补海外防疫物资、宅经济需求供需缺口、替代海外供给的逻辑继续兑现，例如印度等国家的生产订单向我国转移，9 月新订单指数大幅上升 0.8 个百分点至 52.8%，出口集装箱指数 CCFI 大幅上行。

第二，国内大循环推动需求回升，需求表现强劲，9 月 30 大中城市商品房成交面积环比上升，汽车产销同比增长 14.1% 和 12.9%，各类挖掘机国内销售同比增长 71.4%。

第三，生活性服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。随着国内疫情防控形势趋于稳定，9 月全国服务业生产指数和商务活动指数较上月进一步恢复。住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业有序恢复经营，据文旅部数据，截至 9 月中旬，全国旅行社复业率已达 75.72%。

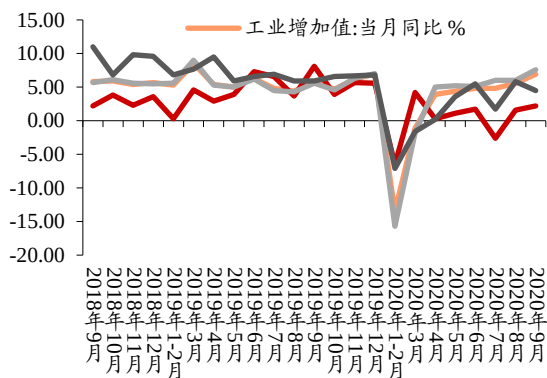
工业生产的强劲可从高频数据得到部分验证。9 月高炉开工率高于去年同期，电炉、焦炉开工率小幅上行，粗钢产量环比继续上升。焦炉生产率、PTA 开工率小幅增长，汽车全钢胎和半钢胎开工率延续上行趋势。如我们前期提示，虽然部分高频数据边际放缓，但较大幅度超过去年同期水平的总体趋势未变。

我们认为，10 月工业生产将继续向好。第一，两个大循环的逻辑将继续兑现。海外疫情再次反弹，海外供需缺口需要我国供给支撑，出口继续超预期的可能性较大。第二

地产、基建等项目进入开工旺季。第三，国内疫情彻底受控，受社交距离影响的服务业有望加快修复，将带动相关工业产品需求。

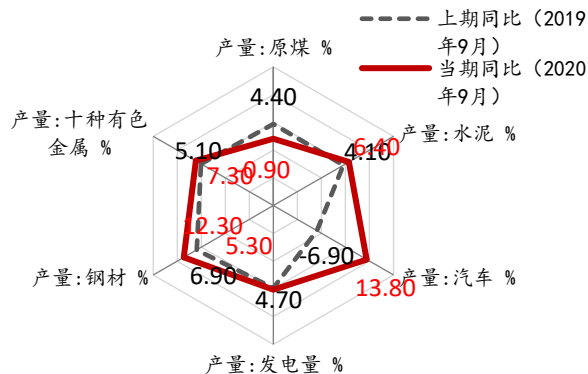
从分项数据上看，采矿业增加值增长 2.2%，制造业增长 7.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%。我们主要关注的工业产品：除原煤增速不及去年同期外，水泥、钢材、汽车、发电量、十种有色金属同比增速均高于去年同期，其中钢材产量增长 12.3%，汽车产量增长 13.8%。

图 3：工业增加值主要门类：9 月同比大超预期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 居民收入改善，社零加速修复

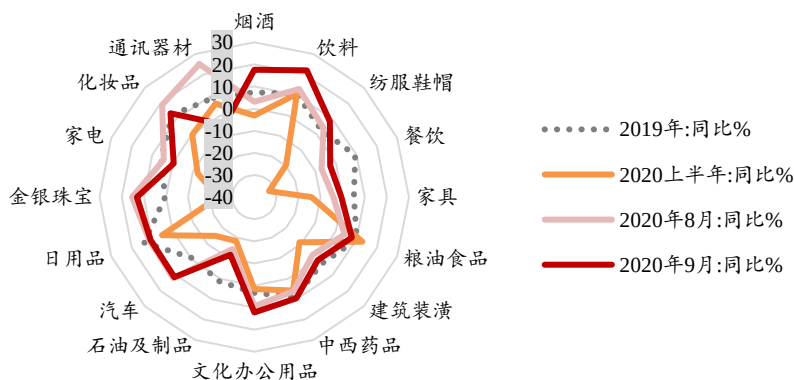
9 月社会消费品零售总额名义同比+3.3%（前值+0.5%），与我们预测一致。三季度社会消费品零售总额单季增速转正，最终消费支出拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，消费开始加速修复，主要原因如下：

其一，随着经济修复，居民收入稳步提升。前三季度居民名义可支配收入同比增速分别为+0.8%、+4.5%、+6.9%，扣除物价因素之后分别为-3.9%、-0.4%、+5.8%，三季度居民收入显著高于 GDP 增速，消费能力和消费意愿显著提振。

其二，“保基本民生”等逆周期政策发挥了稳消费的重要作用。根据统计局披露，今年社会兜底保障力度较大，前三季度人均社会救济和补助收入增长 12.9%，人均政策性生活补贴收入增长 11.1%，收入补贴、社会救济以及发放消费券等政策对于稳消费发挥了积极作用，也是三季度居民可支配收入增速跑赢 GDP 的重要因素。

其三，疫情影响因素趋弱，消费分化修复的特征收敛，受制于“社交距离”的消费开始复苏。纺织服装鞋帽 8 月增速转正之后，9 月份同比增速已达+8.3%，餐饮收入修复 4.1 个百分点至-2.9%，增速转正在即。

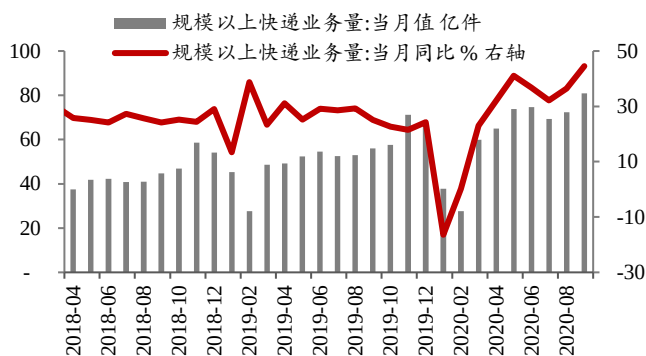
图 5：受制于“社交距离”的消费开始加速复苏，9 月纺织服装鞋帽、餐饮修复速率较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

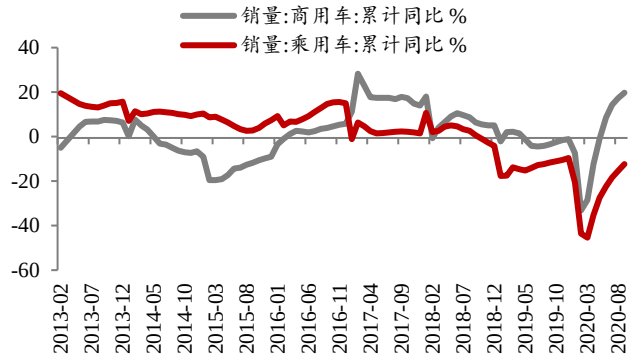
汽车继续良好表现，9 月销量同比增长 11.6%。其中，商用车销量+41.5%，继续强势表现，1-9 月商用车累计销量同比达到 19.8%，商用车的高景气度来源于：（1）国内大循环基本畅通，工业物流运输需求快速提振，服务业对于物流的需求亦高速增长，4 月以来快递业务量同比增速在 30% 以上；（2）“国三”中重型货车淘汰力度加大，报废置换需求是中重型货车高速增长的重要动力；（3）线上买菜、地摊经济等业态热度较高，带动了轻型和微型货车的销量。进入“金九银十”传统旺季，各地车展陆续开幕，政策力度和经销商促销力度进一步加大，9 月乘用车销量同比增长 8%，购车需求逐步释放，随着居民收入不断修复，未来乘用车在较长时间内保持中高速增长。

图 6：快递业务量保持高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

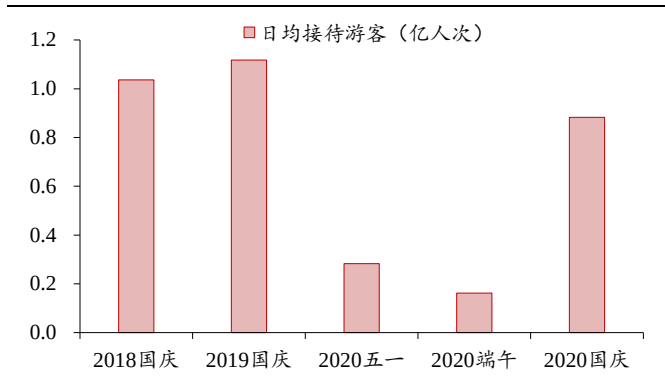
图 7：汽车继续良好表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

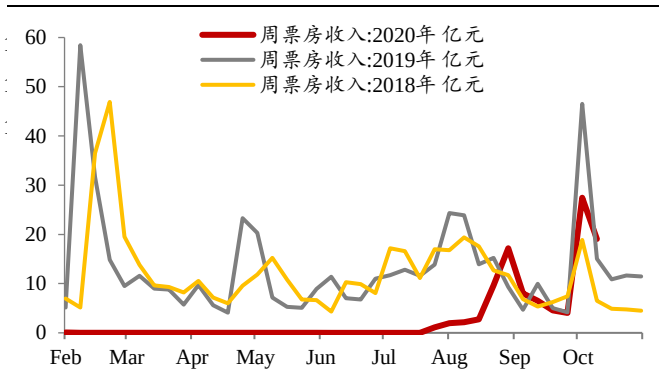
Q4 消费增速中枢将进一步上移。公开数据显示，国庆黄金周期间，银联网络交易额同比增长 6.3%，商务部零售和餐饮重点监测企业日均销售额同比增长 4.9%，证明了消费正在加速复苏。国庆期间的旅游人数、观影人数已恢复至去年 8 成水平，相较五一和端午明显提振，且未因聚集出现疫情传播的事件。随着收入修复叠加疫情影响趋弱，四季度消费增速中枢将进一步上移，即将到来的线上消费节数据将出现高速增长。

图 8：国庆日均接待游客数量显著提升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：票房收入快速修复

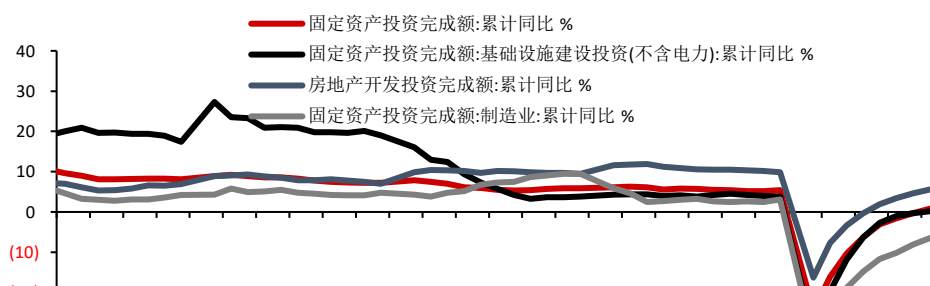


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5. 投资继续修复，地产投资仍然更具韧性

1-9月整体固定资产投资增速在0.8%左右，较前值修复1.1个百分点，其中，制造业投资累计同比-6.5%，较前值修复1.6个百分点，地产投资累计同比5.6%，较前值修复1个百分点，基建投资累计同比0.2%，较前值修复0.5个百分点，实现正增长。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资9月增速分别为11.9%、3.2%和3%，前值分别为12%、4%和5%，地产投资仍然更具韧性，基建投资和制造业投资当月增速相比上月有所回落。基建偏弱仍主因财政资金淤积，制造业方面，高技术制造业支撑强劲，在基建地产投资带动需求、信贷着重支持及企业盈利转正的共同作用下，预计后续制造业投资增速可能迎来确定性上行。

图 10：固定资产投资分项走势



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_1972

