

宏观研究/动态点评

2020年10月19日

易垲 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

刘雯琪 SAC No. S0570520100003
研究员 SFC No. BIU684
liuwenqi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：补贴退潮下美国零售超预期的启示》
2020.10
- 2 《宏观：猪价下行抑制 CPI, PPI 回升暂缓》
2020.10
- 3 《宏观：财政宽松落地推动社融 M2 再超预期》
2020.10

内外需双驱动，总需求修复结构改善

2020年3季度及9月经济活动数据点评

2020年3季度实际GDP增长从2季度的3.2%进一步回升至4.9%，环比增速继续高于潜在增长率，显示此前“疫情”缺口继续回补。3季度增长低于市场5.2%的预期（Wind）。季节性调整后，GDP环比折年增速为11.2%。据目前公布的数据估算，2020年3季度名义GDP同比增速从2季度的3.1%上升至5.5%，GDP平减指数从2季度的-0.1%回升至0.6%（图表1）。分产业看，3季度第一、第二、第三产业实际GDP同比增速分别从2季度的0.9%、-1.9%和-1.6%回升至2.3%、0.9%和0.4%。同时，名义GDP同比增速均加快（图表2）。分需求看，我们的分析表明净出口、消费和制造业对总需求增长的提振可能最为明显。

9月工业增加值同比增速从8月的5.6%跳升至6.9%，大幅高于市场预期的5.8%（Wind），部分受工作日同比多两天提振。但同时，结构上体现“投资及出口双驱动、新经济领跑而旧经济回升”的态势。月环比增速从8月的1.0%上升至1.2%（非年化）。分行业看，新经济及出口相关行业表现亮眼，引领整体工业增加值增长；建筑相关行业景气度亦较高。9月汽车制造业增加值同比增长16.4%，其中新能源汽车产量同比增长51.1%；此外，工业机器人、计算机，以及设备制造等行业工业增加值增速亦明显加速（图表4）。另一方面，9月发电量同比增速从8月的6.8%回落至5.3%（图表3）。虽然10月工作日同比减少可能压制工业增加值增速再上升，但9-10月平均而言工业生产有望继续保持强势。

9月社会消费品零售总额名义增速从8月的0.5%明显恢复至3.3%，其中可选消费、服务消费回升更为明显。消费量增长从8月的-1.1%恢复至2.4%。9月除汽车以外的名义社零增速从8月的-0.6%回升至2.4%。另外，线上零售保持快速增长，累计同比增速从上月的9.5%加快至9.7%。汽车销售同比增速从8月的11.8%微降至11.2%，仍处高位。9月可选消费品表现亮眼，汽车、文娱等保持较高增速；餐饮同比跌幅从8月的7.9%大幅收窄至2.9%，且食品、饮料及烟酒等品类零售增速明显加快（图表5）。

9月月报名义固定资产投资同比增速从8月的9.3%放缓至8.7%。分部门看，基建和地产有所回落（图表6）。1-9月累计名义固定资产投资同比增速为0.8%，略低于市场预期的0.9%（Wind）。

房地产开发投资同比增速从8月的12.1%小幅回落至11.9%，各项领先指标走弱。房地产新开工面积同比增速从8月的2.4%下降至-1.9%（图表7），地产到位资金同比增速从8月的18.8%下降至13.9%。同时，9月商品房成交面积及成交金额双双回落，但仍保持相对较快增长；土地成交面积跌幅有所收窄（图表8）。

基建投资同比增速从8月的7.1%下降至4.8%。

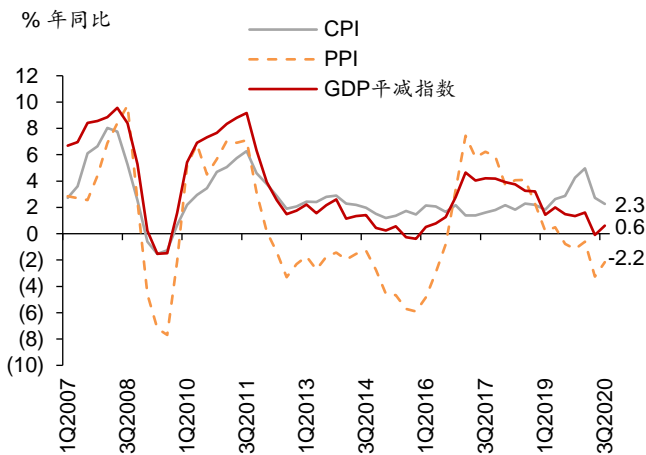
制造业投资同比增速从8月的5.0%下降至3.0%。

此外，9月民间固定资产投资同比增速为9.6%（8月20%），而公共部门投资同比增速加快至6.2%（8月-1.8%）。

3季度和9月的经济数据表明总需求继续恢复，且结构更为均衡。往前看，我们预计出口增长可能再上台阶，而内需中的制造业投资、服务业投资、以及可选消费有望进一步推高总需求增速。综合目前发布的3季度和9月各项宏观数据，出口和内需均有亮点，前者受益于全球经济重启、海外消费需求恢复；而后者呈现“传统需求不差，消费升级及新兴产业领跑”的态势。同时，今年2季度对稳增长贡献较大的基建和地产投资周期边际回撤，增长结构更为均衡。往前看，我们对四季度的同比及环比总需求增长仍持乐观态度。首先，作为最为可信的领先指标，金融条件整体在三季度仍未收紧，此前宽松的效用仍在传导过程中。行业来看，虽然此前起到稳增长作用的地产和基建投资热度或将有所退潮，但当期投资仍保持较高力度。更重要的是，以汽车为代表的可选消费，体验式消费，制造业投资升级、以及服务业产业回补都将提振内需增长。外需方面，一方面，欧美、尤其是美国、消费需求向好，另一方面，中国可能是全球产业链中最有能力承接圣诞节出口订单的经济体。目前出口高频指标大幅走强，不排除4季度出口两位数增长的可能性（图表9）。

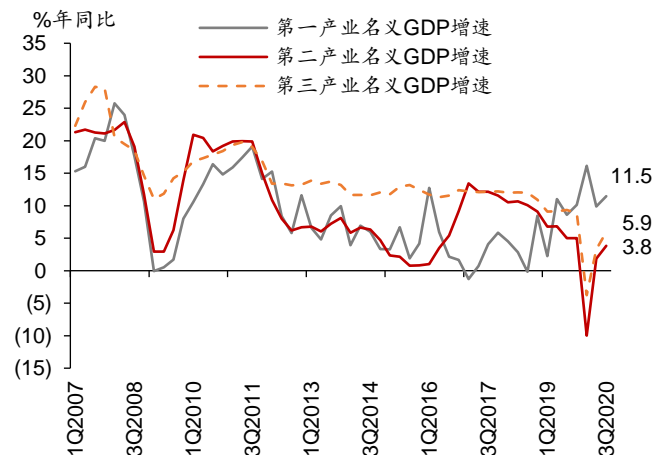
风险提示：海外疫情反复拖累出口增长、消费需求改善不及预期。

图表1：3季度GDP平减指数回升



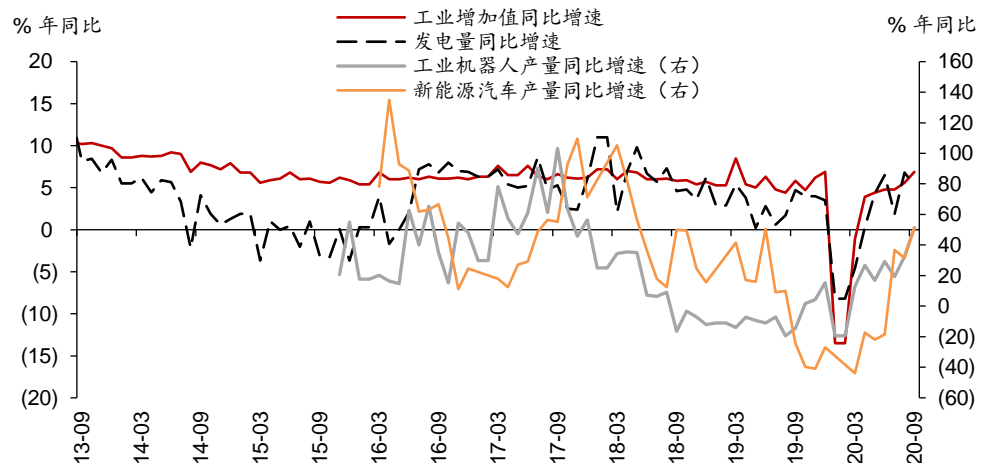
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表2：三大产业名义GDP同比增速均加快



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表3：9月工业增加值大幅加速，新经济表现亮眼



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：分行业工业生产增速及增速变化一览

分行业工业增加值增速				
	9月同比增速 (%)	较8月同比增速的变动 (ppt)		
农副食品加工业	2.7	↑	5.2	中游
纺织业	5.6	↑	2.3	中游
化学原料和化学制品制造业	7.5	↑	0.6	中游
橡胶和塑料制品业	8.4	↑	3.7	中游
非金属矿物制品业	9.0	↑	4.0	中游
黑色金属冶炼和压延加工业	9.0	↓	-0.2	中游
有色金属冶炼和压延加工业	3.5	↓	-1.3	中游
金属制品业	12.6	↑	2.7	中游
通用设备制造业	12.5	↑	1.6	中游
专用设备制造业	8.0	→	0.0	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.9	↑	4.2	中游
电气机械和器材制造业	15.9	↑	0.8	中游
电力、热力生产和供应业	4.2	↓	-1.7	中游
食品制造业	6.5	↑	6.0	下游
医药制造业	7.4	↑	3.1	下游
汽车制造业	16.4	↑	1.6	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.0	↓	-0.7	下游
整体工业增加值增速	6.9		1.3	

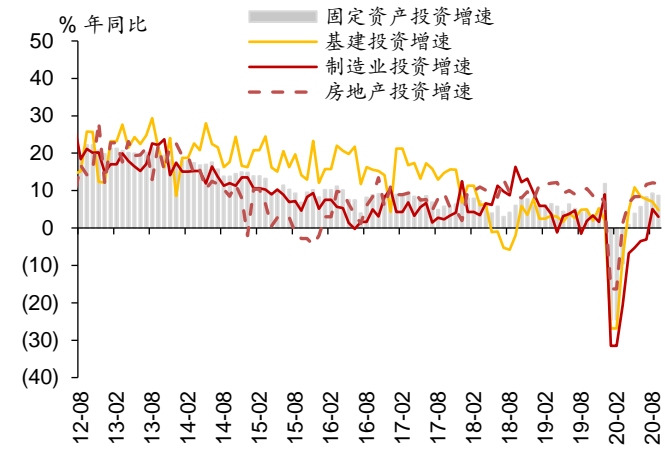
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表5：分品类零售增速及增速变化一览

按消费类型分、限额以上单位商品零售增速				
	9月同比增速 (%)	较8月同比增速的变动 (ppt)		
粮油、食品类	7.8	↑	3.6	必选消费
饮料类	22.0	↑	9.1	必选消费
烟酒类	17.6	↑	14.5	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	8.3	↑	10.8	必选消费
日用品类	10.7	↑	3.8	必选消费
中西药品类	9.6	↑	4.3	必选消费
餐饮	-2.9	↑	8.1	可选消费
化妆品类	13.7	↑	4.5	可选消费
金银珠宝类	13.1	↑	5.6	可选消费
文化办公用品类	12.2	↑	11.7	可选消费
通讯器材类	-4.6	↓	-15.9	可选消费
石油及制品类	-11.8	↑	2.1	可选消费
汽车类	11.2	↓	-1.1	可选消费
家用电器和音像器材类	-0.5	↑	1.7	可选消费 (地产相关)
家具类	-0.6	↑	3.3	可选消费 (地产相关)
建筑及装潢材料类	0.5	↑	3.0	可选消费 (地产相关)
整体名义社零增速	3.3		4.4	

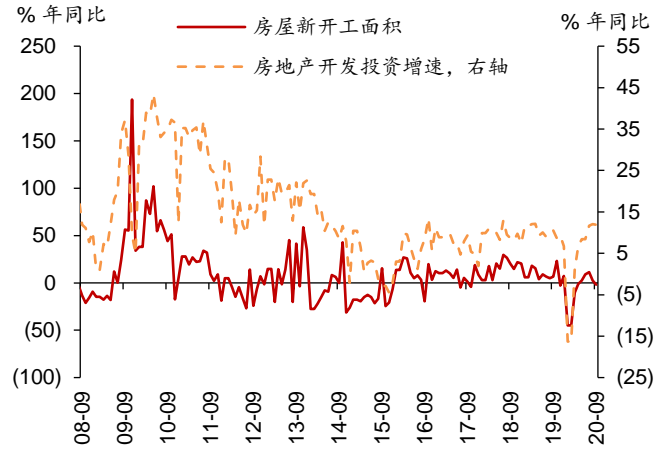
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表6：分行业固定资产投资增速 - 基建和地产投资增速有所回落



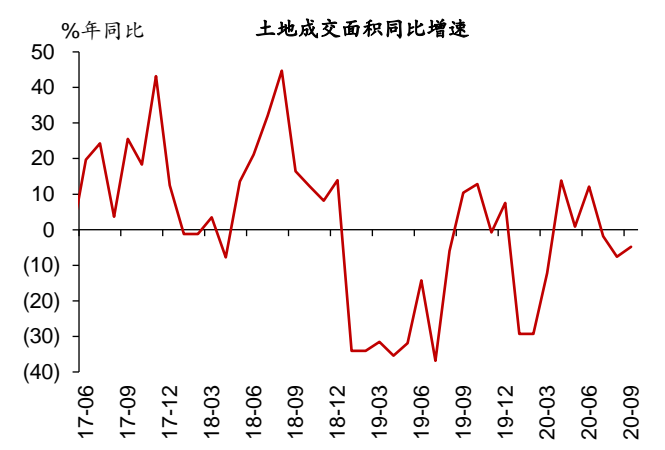
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表7：领先指标来看，房地产新开工面积增速下降



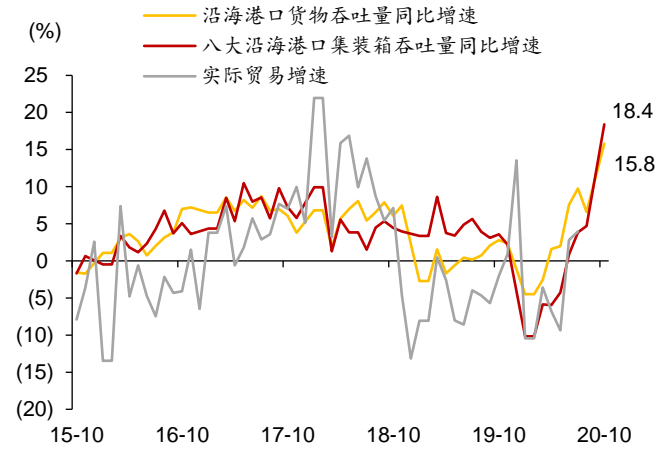
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表8：9月土地成交面积同比增速回升



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表9：我国出口高频指标大幅走强



注：20年10月为上月数字

资料来源：CEIC，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，易峘、刘雯琪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_1975

