

## 三季度经济增长数据点评

# 中国经济的内生增长性持续增强

### ■ 核心摘要

**事件：**中国三季度 GDP 增长 4.9%；中国 9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，创 2019 年 4 月以来新高；社会消费品零售总额同比增长 3.3%；1-9 月固定资产投资（不含农户）同比增长 0.8%，制造业投资增速提升 1.6 个百分点至 -6.5%，基建投资小幅提升 0.4 个百分点至 2.4%，房地产投资提升 1.1 个百分点至 5.6%。

- 1、三季度经济复苏的驱动力主要来自消费。最终消费支出对当季 GDP 的拉动从 -2.4% 增至 1.7%；资本形成总额的拉动则从 5% 下降至 2.6%，消费与投资拉动的“此涨彼消”，意味着中国经济的内生增长性开始增强，政策驱动力开始边际转弱。
- 2、随着工业生产再提速，工业供给强于需求的局面仍然明显：9 月工业产销率呈季节性走高，但相比 2019 年同期有所偏弱。这也是 9 月 PPI 同比重又有所回落，并主要受下游生产资料拖累的主要原因。主要产品来看，工业机器人、发电设备、集成电路，以及大中型拖拉机和冷柜同比增速达到两位数，经济结构转型升级的特征突出。
- 3、可以认为目前制造业投资的修复仍具有持续性。1) 规模以上工业企业的总资产增速对制造业投资有 4 个月的领先意义，二季度以来，工业总资产增速持续回升，目前已达到 2019 年以来高位。2) 7 月以来出口的强劲增长给制造业提供了较强驱动，出口之强势不仅限于医疗物资，还叠加了机电产品和劳动密集型产品。3) 今年的减税降费和结构性货币政策，也对呵护企业家信心发挥了一定作用。
- 4、下半年以来基建修复速度持续放缓，基建合格项目缺失问题待解。尽管今年基建资金来源大幅增长，但财政资金的使用进度却显著慢于往年，1-8 月仅达到全年支出预算的 57%，而过去三年同期均值为 63%。今年基建投资的主要拉动行业集中在电热水和铁路运输业，而在公共设施管理、航空运输、生态环境、道路运输几大行业都拖累较大，亟需优化投融资管理模式。
- 5、房地产投资出现转弱迹象：土地购置、房屋新开工、竣工面积的当月同比均降为负值，房屋施工面积的累计增速也出现回落。这与房地产融资政策收紧有着莫大的关联：房地产开发资金来源对个人按揭贷款和自筹资金的增长依赖度较高，而对国内贷款的依赖减弱。在融资政策趋于收紧的情况下，房企加速推盘，寻求通过销售回笼资金，而对新开工趋于谨慎，需要警惕由此引发的房地产投资波动。
- 6、疫情对于消费场景的限制进一步减弱，消费的拖累项主要是房地产相关消费（建筑装潢、家电音响、家具），通讯器材类（统计局指出这主要是新手机上市时点的原因），石油制品（与原油价格下跌相联系）。房地产相关消费之所以持续疲软，主要是由于 2018 年以来，房地产销售一直以期房为主。而目前房屋竣工面积增速趋于回落，房地产相关消费的起色取决于前两年所售楼房交房的节奏，还有待进一步研究。

我们认为，下半年以来，中国经济的走向是两股力量交织的结果：一方面是，随着疫情的影响减弱、出口的超预期强劲，经济的内生增长性（消费和制造业）开始增强；另一方面，政策在向常态化回归，基建投资面临的项目缺失问题凸显，房地产融资政策收紧可能对房地产投资造成冲击。考虑到居民部门资产负债表仍属健康，制造业复苏的势头好于预期，经济数据在环比意义上的转弱可能要到明年一季度。

## 一、中国经济持续修复

三季度中国 GDP 增长 4.9%，经济持续复苏，但复苏的斜率比二季度有所放缓。

三季度经济复苏的驱动力主要来自消费，最终消费支出对当季 GDP 的拉动从-2.4%增至 1.7%；资本形成总额的拉动则从 5%下降至 2.6%；净出口的拉动从 0.53%略增至 0.6%（图表 1）。消费与投资拉动的“此涨彼消”，意味着中国经济的内生增长性开始增强，政策驱动力开始边际转弱。

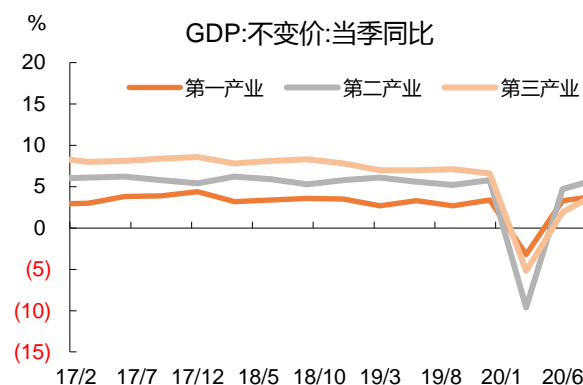
三季度第三产业 GDP 加速赶超，第一产业 GDP 同比回升 0.6 个百分点至 3.9%，第二产业回升 1.3 个百分点至 6%，第三产业回升 2.4 个百分点至 4.3%（图表 2）。第一产业和第二产业二季度 GDP 增速即已恢复至疫情前水平，第三产业受到疫情拖累时间较长，也是决定后续经济修复速度的关键。9 月服务业生产指数加速回升至 5.4%，相比于 2019 年 6.8% 的增速，差距正在缩小。

图表1 三季度消费对 GDP 的拉动显著增强



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 第三产业决定经济进一步复苏的斜率



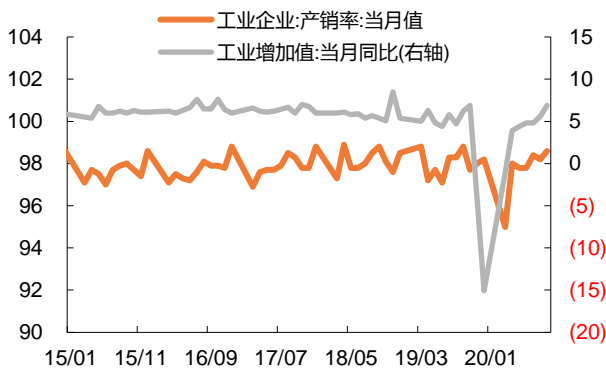
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、工业生产体现结构转型特征

9 月工业增加值当月同比加速上升达到 6.9%，创 2019 年 4 月以来单月新高（图表 3）。其中，制造业增加值表现最突出，9 月增速达到 7.6%（图表 4）。随着工业生产再提速，工业供给强于需求的局面仍然明显：工业产销率呈季节性走高，但相比去年同期有所偏弱。这也是 9 月 PPI 同比重又回落，并主要受下游生产资料拖累的主要原因。根据统计局新闻发布会给出的数据，9 月规模以上消费品制造业增加值同比由 8 月 -0.8% 转为增长 3.2%，在连续几个月下降之后首次出现了增长，体现下游需求也在显著修复过程中。

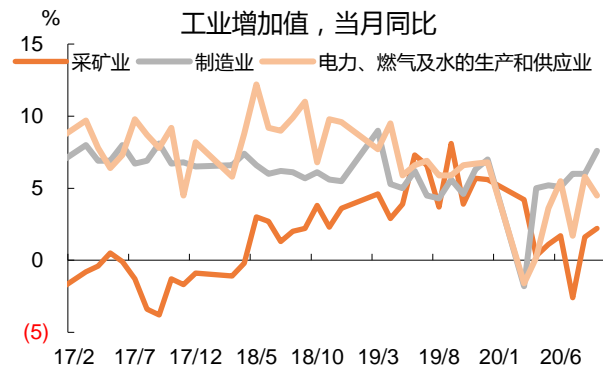
主要产品来看，9 月水泥、乙烯、化学纤维、水电的产量当月同比分别提升 1、1.5、2.7、3.2 个百分点，工业中间品生产提速；金属切削机床、工业机器人、发电设备、汽车的产量当月同比分别提升 4、4.3、2.1 和 2.9 个百分点，工业机器人、发电设备、集成电路，以及大中型拖拉机和冷柜（8 月数据）同比增速均达到两位数，经济结构转型升级的特征突出。

图表3 9月工业增加值加速攀升，产销率季节性上扬（%）



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月制造业增加值表现突出

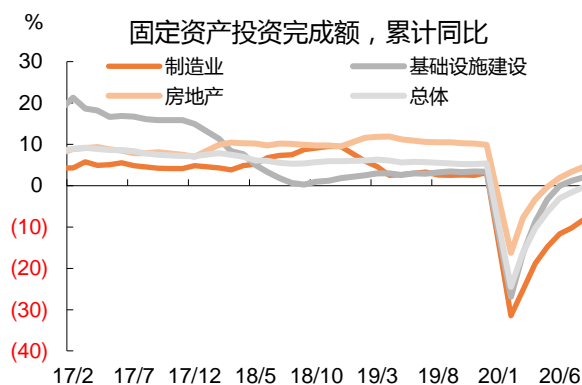


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 三、制造业成为投资修复的关键

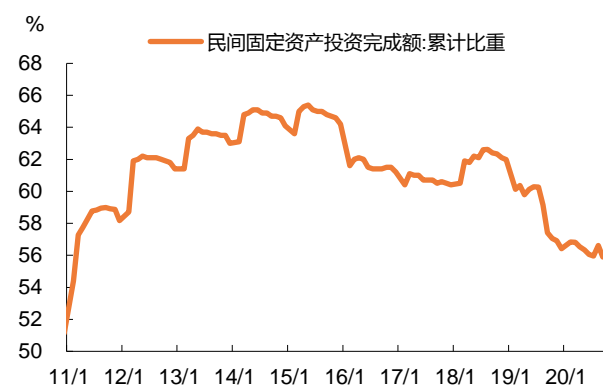
9月固定资产投资累计同比年内首度转正达到0.8%。其中，制造业投资增速提升1.6个百分点至-6.5%，房地产投资提升1.1个百分点至5.6%，**房地产和制造业是投资进一步修复的主要动力**。而基建投资小幅提升0.4个百分点至2.4%，下半年以来基建修复速度持续放缓（图表5）。民间投资增速提升1.3个百分点至-1.5%，在固定资产投资中的占比回落至55.9%的新低，**民营企业信心修复仍有待夯实**（图表6）。

图表5 9月基建投资的“加速度”持续放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 9月民间投资占比再创新低



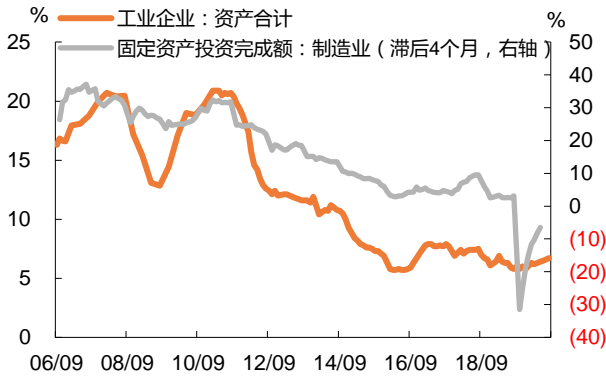
资料来源:wind, 平安证券研究所

#### 1、制造业投资

可以认为目前制造业投资的修复仍具有持续性。1)规模以上工业企业的总资产增速对制造业投资有4个月的领先意义，二季度以来，工业总资产增速持续回升，目前已达到2019年以来高位（图表7）。2)7月以来出口的强劲增长给制造业提供了较强驱动，因为出口之强势不仅限于医疗物资，还叠加了机电产品和劳动密集型产品的共同强势。3)此外，今年的减税降费和结构性货币政策，也对呵护企业家信心发挥了一定作用（图表8）。近日，中共中央办公厅印发《关于加强新时代民营经济统战工作的意见》，政府对民营企业的发展一如既往非常重视。中国美国商会最近调研指出，其中超

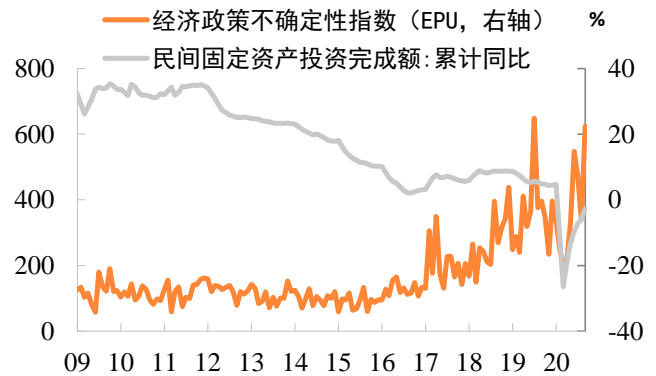
过 7 成的在华美企没有考虑将生产和供应链迁出中国，这个比例甚至比上一次调研时更高。这说明中国在市场开放、营商环境方面做了更扎实的功夫，由此也看到了实实在在的效果。

图表7 工业企业总资产增速持续回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 受疫情影响,经济政策不确定性指数仍处高位

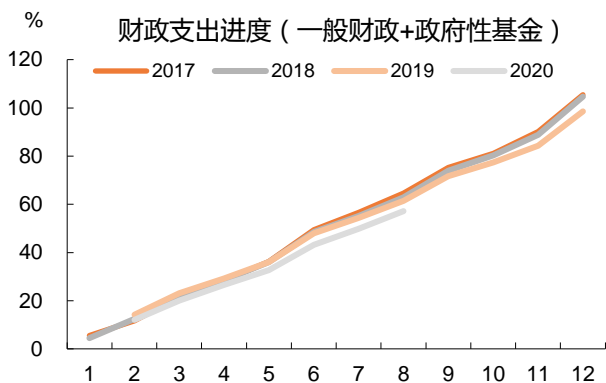


资料来源:wind, 平安证券研究所

## 2、基建投资

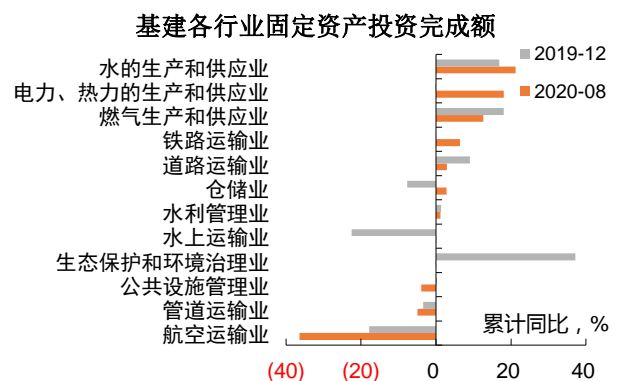
尽管继今年基建资金来源大幅增长,财政赤字、特别国债、地方专项债皆有大幅扩容,但财政资金的使用进度(一般财政和政府性基金支出额/2020年预算数)却显著慢于往年,1-8月仅达到全年支出预算的57%,而过去三年同期均值为63%(图表9)。从金融数据来看,9月财政支出应有所提速,但背后存在的基建合格项目(满足正现金流要求的项目)缺失的问题,仍然有待解决。尤其是,今年基建投资的主要拉动行业集中在电热水和铁路运输业,而在公共设施管理、航空运输、生态环境、道路运输几大行业都拖累较大,亟需优化投融资管理模式(图表10)。

图表9 今年财政资金的使用进度显著慢于往年



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 今年基建投资的拉动行业呈现分化



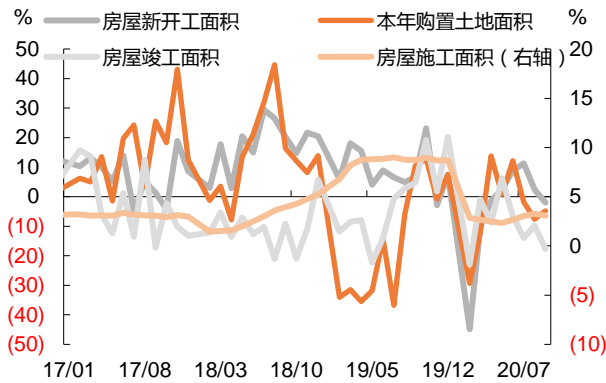
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 3、房地产投资

9月房地产投资当月同比虽保持在12%高位,但土地购置、房屋新开工、竣工面积的当月同比均降为负值,房屋施工面积的累计增速也出现回落,房地产投资呈现出转弱迹象(图表11)。而这与房地产融资政策收紧有着莫大的关联,从房地产开发资金来源看,对个人按揭贷款和自筹资金的增长依赖度较高,定金及预收款的增速提升也比较快,而对国内贷

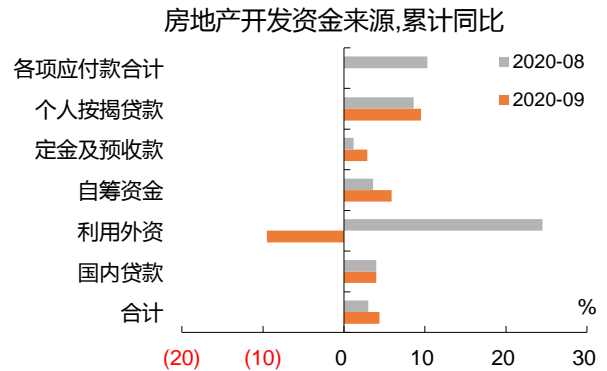
款的依赖减弱（图表 12）。在融资政策趋于收紧的情况下，房企加速推盘，寻求通过销售回笼资金，而对新开工趋于谨慎，需要警惕由此引发的房地产投资波动。

图表 11 9 月 房企拿地、开工、竣工单月增速均转负



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 12 房地产投资资金来源对国内贷款依赖减弱

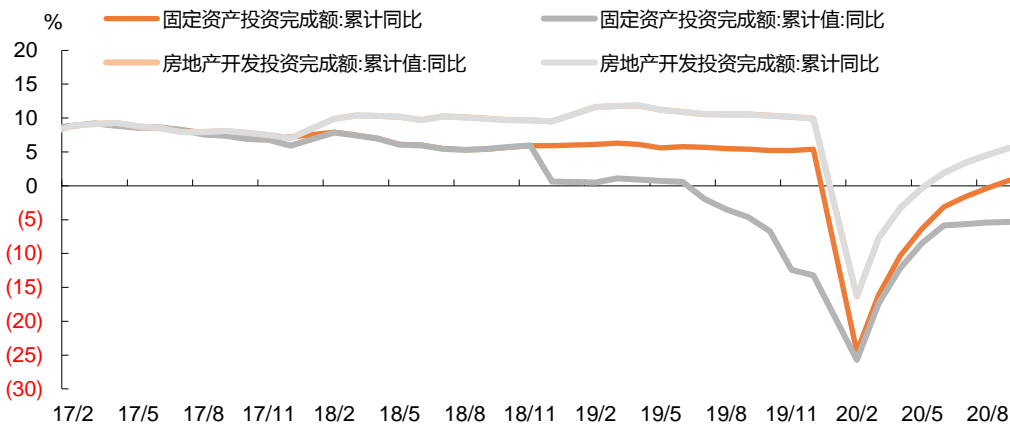


资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 各项应付款暂无 9 月数据

最后，值得一提的是，2019 年以来，固定资产投资数据出现持续的“挤水分”现象，即累计值计算的同比数据与统计局公布的累计同比数据出现较大偏差，前者显著低于后者。而其中，房地产开发投资是唯一没有呈现出偏差的大类分项（图表 13），这可能由于房企投资体量通常远大于普通企业，因而很少出现不再满足“计划总投资 500 万元及 500 万元以上”统计标准的问题。

图表 13 固定资产投资数据出现持续“挤水分”现象，而房地产投资未有此偏差

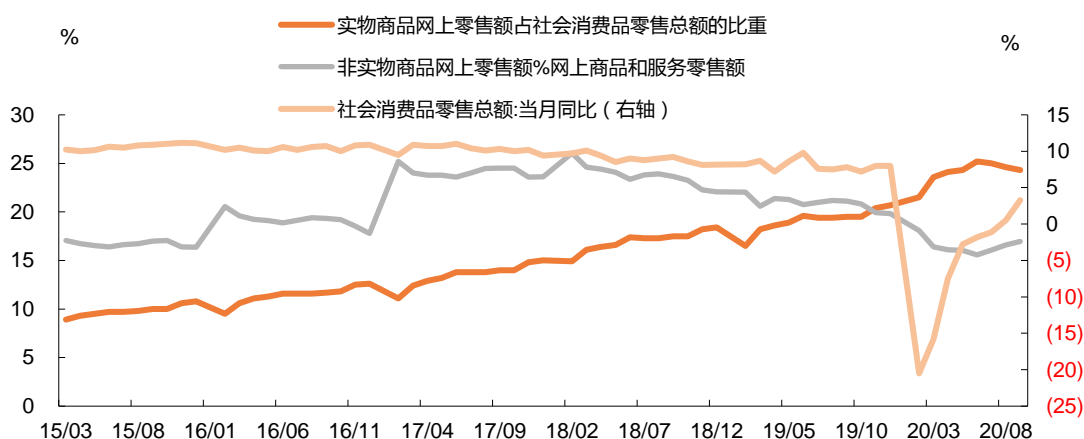


资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、疫情对消费的约束进一步弱化

9 月社会消费品零售总额当月同比加速恢复至 3.3%，餐饮与商品、城镇与乡村的社零增速均同步修复。疫情对于消费场景的限制进一步减弱，这从网上零售占比的回落、非实物商品占比的回升皆可得到印证（图表 14）。

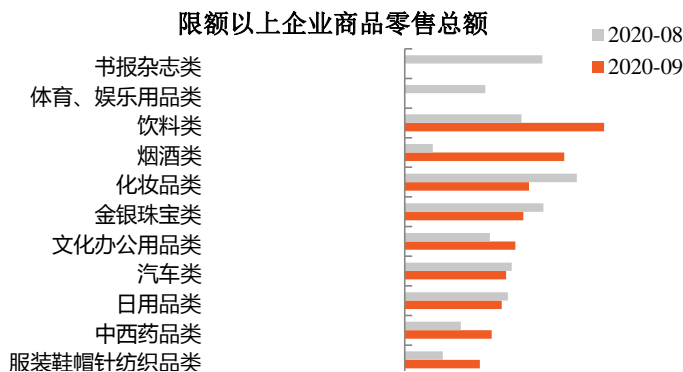
图表 14 9 月疫情对消费场景的约束进一步减弱



资料来源: wind, 平安证券研究所

从限额以上企业商品零售额来看, 9 月饮料烟酒、文化办公用品、中西药品、纺织服装、粮油食品类的零售增速显著提升, 这与 9 月学校开学可能有一定关联, 此外, 体现出必选消费品受到的消费场景约束减弱。消费的拖累项主要是房地产相关消费 (建筑装潢、家电音响、家具), 通讯器材类 (统计局指出这主要是新手机上市时点的原因), 石油制品 (与原油价格下跌相联系) (图表 15)。房地产相关消费之所以持续疲软, 主要是由于 2018 年以来, 房地产销售一直以期房为主, 今年 1-8 月期房销售面积同比为 -1%, 而现房仅为 -16.9%, 差异突出。而目前房屋竣工面积增速趋于回落, 房地产相关消费的起色取决于前两年所售楼房交房的节奏, 还有待进一步研究。

图表 15 9 月消费的拖累项主要是房地产相关消费、通讯器材和石油制品



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\\_1978](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1978)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn