

经济增长结构有所改善

三季度 GDP 和 9 月经济数据点评

核心结论

三季度GDP增速录得4.9%。彭博一致预期为5.5%。虽然GDP增速弱于预期，但我们认为主要的原因是市场预期太高，对复苏预期打的太满。实际上，消费直到8月都还是经济增长的拖累项，因此5.5%的市场预期过高。但总的来看，经济仍然在稳步复苏。前三季度GDP累计增速转正至0.7%。我们预计至明年一季度，经济增速还将继续逐季抬升（即使除去低基数效应）。

经济增长结构向好，消费提速填补投资的回落，企业生产实现修复。需求端，9月内需的消费和制造业投资对经济增长贡献继续增强。其中社零单月同比增幅为3.3%，较8月提升2.8%，提升幅度创下了4月以来的最快速度。制造业投资同比增速为3.0%，虽然小幅回落，但也接近疫情前的平均增速。同时，由财政政策驱动的基建投资增速（+4.8%）和信贷资金驱动的房地产投资（+11.9%），增速分别回落2.3%和0.1%，但仍保持较高增速。此外，海外疫情背景下，中国的出口竞争力大逻辑持续驱动出口需求。供给端，受益于需求的整体复苏带动企业盈利和信心，9月工业增加值同比增速为6.9%，较上月提升1.3个百分点，回到疫情前的水平。

外出消费场景开始发力，土地购置费支撑地产投资。9月消费数据的快速改善，除了汽车以及药品消费之外，表现突出的是与外出需求相关的纺服和餐饮行业，其中纺服零售额单月同比8.3%，餐饮行业收入单月同比-2.9%，均较上月上升4.1%。餐饮复苏速度加快，显示居民外出消费的意愿明显增强。此外，地产后周期消费继续回暖。投资侧，地产投资增速虽高企，但支撑项由前期的赶工转换为土地成交价款的滞后体现，实际9月的施工和拿地均有所下滑，背后的原因主要是融资新规对房企的行为影响变化（重收入轻支出），但融资总量并未明显放缓。以政府行为为主导的基建投资增速继续小幅回落，原因在于专项债资金的分流，一部分转向棚改，一部分弥补财政收入下滑。

中国和海外的经济增速差在四季度还会继续拉大。9月经济数据表现良好，包括总量和结构，资产价格驱动由估值切换为盈利端，经济增长动能从投资转向消费，将会是未来一段时间的投资主题。如何保证企业盈利和消费改善的持续性，第一是保持流动性的合理充裕，企业投资和生产端增速稳定，进而支撑居民收入和就业。第二是有效防控疫情，提升居民消费意愿和信心。第三是关注外部环境，尤其是美国大选进入倒计时。站在当下时间点来看，主要风险仍然在外部。我们的观点是，受到冬季疫情反复，欧洲和美国的经济增速预计在三季度大幅反弹之后的四季度明显减速，中国和欧美的增速差会在四季度继续扩大，支撑人民币的估值。

风险提示：国内疫情出现反复、流动性明显收紧、外部环境超预期变化

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
 18548912118
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 潘越
 13508570688
 panyue@research.xbmail.com.cn

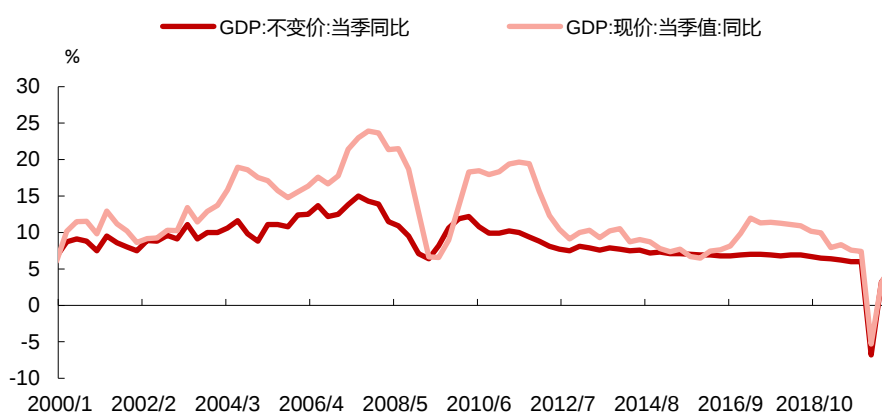
相关研究

经济结构有所改善

前三季度 GDP 累计增速转正，经济增长结构有所改善

三季度 GDP 增速为 4.9%，略低于市场预期（彭博一致预期 5.5%），主要原因在于消费修复时点略微滞后。但总体来看，经济仍然在稳步复苏。前三季度 GDP 累计增速转正至 0.7%。我们预计至明年一季度，经济增速还将继续逐季抬升（即使除去低基数效应）。

图 1：经济仍然在稳步复苏



资料来源：Wind，西部证券研发中心

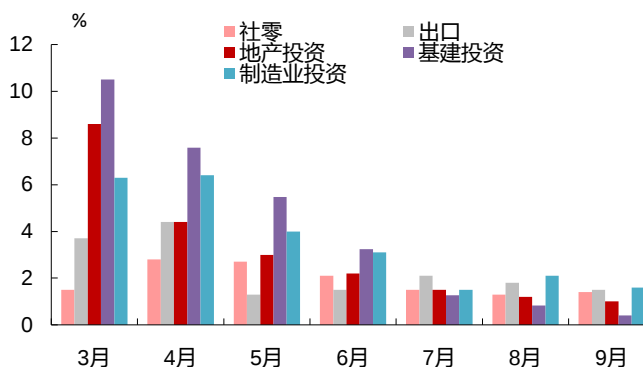
从经济结构来看，需求侧，9月反映内需的消费和制造业投资对经济增长贡献继续增强。其中社零单月同比增幅为 3.3%，较 8 月提升 2.8 个百分点，提升幅度创下 4 月以来的最快速度。制造业投资同比增速为 3.0%，虽然小幅回落 2 个百分点，但也接近 2019 年的月度平均增速。同时，由财政政策驱动的基建投资增速（+4.8%）和信贷资金驱动的房地产投资（+11.9%），增速分别回落 2.3 个百分点和 0.1 个百分点，但仍保持较高增速。此外，海外疫情背景下，中国的出口竞争力大逻辑持续驱动出口需求，9 月出口增速实现+9.9%，较上月提升 0.4 个百分点。供给侧，受益于需求的整体复苏带动企业盈利和信心。9 月工业增加值同比增速为 6.9%，较上月提升 1.3 个百分点，回到疫情前的水平。同时，工业企业产能利用率三季度实现 76.7%，较上季度提升 2.3 个百分点，已经接近疫情之前的水平（2019 年 4 季度为 77.5%）。随着经济的持续复苏和出口部分的高景气度，产能利用率的提高预计会逐渐带动企业资本开支增加从而增加产能，从而推动制造业投资的持续回暖，为 2021 年的经济增速提供支撑。

表 1：各经济部门修复情况

指标	2020 年 9 月的同比增幅	2019 年 12 月的同比增幅	2020 年 9 月与 2019 年 12 月的增速差距
社零	3.3%	8.0%	-4.7%
基建投资	4.8%	2.1%	2.7%
地产投资	12.0%	7.4%	4.6%
制造业投资	3.0%	9.2%	-6.2%
出口（人民币计价）	8.7%	9.4%	-0.7%
GDP 增速（三季度）	4.9%	6.0%	-1.1%

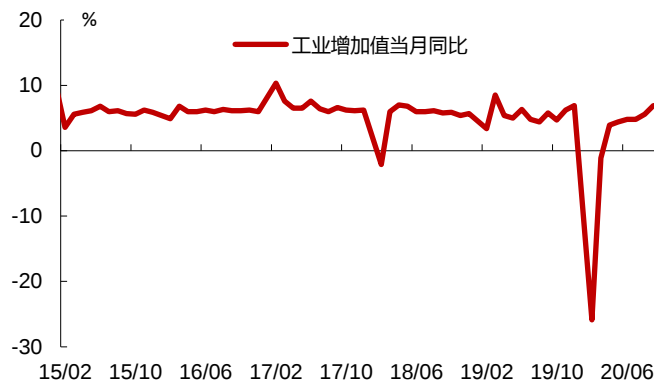
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：各经济部门累计增速的环比变动



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 3：工业生产已实现修复



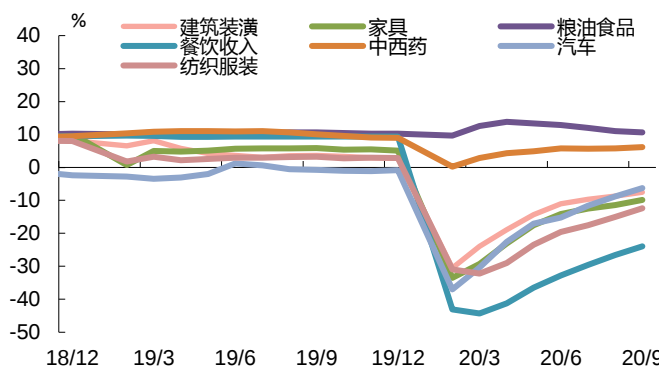
资料来源：Wind, 西部证券研发中心

外出消费场景开始发力，土地购置费支撑地产投资

消费端，9月消费数据的快速改善，除了汽车以及医药消费之外，表现突出的是与外出需求相关的纺服和餐饮行业，其中纺服零售额单月同比8.3%，餐饮行业收入单月同比-2.9%，均较上月上升4.1个百分点。餐饮复苏速度加快，显示居民外出消费的意愿明显增强。此外，地产后周期消费有所分化，装修材料和家具明显提速，但家电增速疲软（可能和节日促销季有关）。

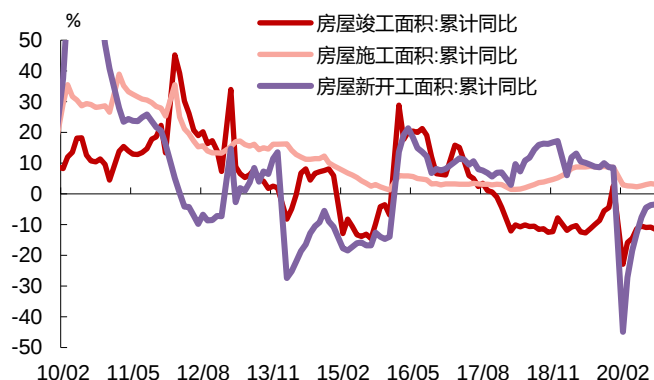
投资端，地产投资增速虽高企，但支撑项由前期的赶工转换为土地成交价款的滞后体现，实际9月的施工和拿地均有所下滑，背后的原因主要是融资新规对房企的行为影响变化（重收入轻支出），但融资总量并未明显放缓。9月开发商资金来源增速+14.5%，其中国内贷款同比增速为4.26%，较上月上升7.2个百分点。表征需求收入端的地产销售面积9月增速+7.25%，而支出端，新开工面积9月增速为-1.95%，百城土地成交面积9月增速-36%。以政府行为为主导的基建投资增速继续小幅回落，原因在于专项债资金的分流，一部分转向棚改，一部分弥补财政收入下滑。

图 4：各行业零售额累计增速变化



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 5：地产供给侧增速回落



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

中国和海外的经济增速差在四季度还会继续拉大

我们认为，9月经济数据表现良好，包括总量和结构。以目前的经济增长态势来看，流动性驱动的资产价格快速上涨已经被市场在6月和7月充分定价，资产价格的核心驱动由估值切换为盈利端，经济增长动能从投资转向消费，将会是未来一段时间的投资主题。**如何保证盈利和消费改善的持续性，即夯实经济增长。第一是保持流动性的合理充裕，企业投资和生产端增速稳定，进而支撑居民收入和就业。第二是有效防控疫情，提升居民消费意愿和信心。第三是关注外部环境，尤其是美国大选进入倒计时。**站在当下时间点来看，第一和第二点暂时不足以成为主要风险，风险仍然在外部。我们的观点是，受到冬季疫情反复，欧洲和美国的经济增速预计在三季度大幅反弹之后的四季度明显减速，中国和欧美的增速差会在四季度继续扩大，支撑人民币的估值。

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_1982

