

固定收益研究/动态点评

2020年10月19日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.10
- 2《固定收益研究：通胀非主要矛盾，短期走弱中期回升》2020.10
- 3《固定收益研究：社融再超预期，债市转机仍欠火候》2020.10

增速测不准与重点看结构

2020年9月经济数据点评

核心观点

三季度实际 GDP 当季同比 4.9%，较二季度继续改善，但低于 Wind 一致预期。其中，外需对经济的拉动较强，工业增加值同比达到 6.9%，地产投资表现出韧性，消费等复苏步伐相对较慢，就业出现好转迹象。中期来看，从社融增速等判断，经济渐进修复有望继续推进，欧美疫情和美国新一轮刺激搁浅引发不确定性，但顺周期的消费和制造业仍有修复空间。仅从基本面角度看，三季度 GDP 低于预期（Wind 一致预期为 5.2%）使得债市迎来难得“利好”，股市略有失望，但经济修复趋势对权益偏有利，债券达到去年四季度锚之后配置价值初显，但还不容易有趋势性机会。

生产：中秋移月引致工业增加值强劲表现

9月工业增加值同比 6.9%，大幅高于前值 5.6%和 Wind 一致预期 5.8%。工业生产回到甚至超越疫情前水平的原因在于外需与地产共振偏强、以及中秋移月导致工作天数同比增加。向后看，消费与制造业投资仍有顺周期改善动力，为工业生产提供需求侧支撑，但由于企业库存依然偏高、地产投资存在放缓压力，四季度工业生产提速空间不足、或维持在 6%左右。

投资：制造业顺周期改善，地产有惯性、基建又放缓

1-9月固定资产投资累计同比 0.8%，制造业-6.5%、地产 5.6%、基建 0.2%。当月同比，制造业、地产、基建投资分别为 3%、12%和 3.2%。制造业投资同比走弱基数扰动，环比显著强于季节性反映企业资本开支仍在正向改善，产能利用率修复叠加前序融资放量，后续仍有顺周期修复动力；基建投资继续走弱，制度层面是地方与中央事权财权不匹配、激励机制尚未重建，优质项目减少但不敢违规融资，短期因素是稳增长与防风险重心再平衡，政府投资力度收敛；地产投资有惯性，但新开工已第二个月放缓、销售边际走弱，我们维持今年三季度是地产投资与销售增速顶部的判断。

消费：社经经济加速回补，可选消费还有提升空间

9月社会消费品零售总额当月同比 3.3%，季调后环比高达 2.3%，为近 10年新高。国内疫情持续稳定、居民就业与收入稳步恢复、境外消费回流等因素，8-9月消费出现加速回补。分类别看，服装与餐饮等社经经济消费同比显著提速，家电消费走弱拖累地产相关消费整体增速回落。国内疫情稳定与经济渐进修复的大背景下，居民消费能力与意愿均处在顺周期改善的阶段，10月份双节出游与促销活动等有望继续推动消费稳健增长。结构层面，线下服务类消费有较大回补空间、地产后周期消费有望随竣工改善。

市场启示

三季度经济增速低于预期（Wind 一致预期为 5.2%），但好转方向仍明确，明年一季度在基数效应下达高点，二季度之后需要谨防地产、信用周期和外需等不利变化。政策取向上，鉴于目前经济仍处于修复过程中，社融处于扩张期，政策跨周期设计与调节，宏观杠杆率攀升，货币政策预计保持中性为主，谨防宏观杠杆率和房价继续上升引发进一步收紧的可能。市场角度看，三季度增速低于预期，节奏判断预期差使得债市迎来难得“利好”，股市略有失望。但趋势角度看，目前经济仍处于复苏周期中段，仅从基本面角度看，对权益偏有利，债券配置价值初显，但还不容易有趋势性机会。

风险提示：国内疫情反复、宏观政策收紧。

事件

2020 年 10 月 19 日，国家统计局发布 9 月经济数据：

- 1) 三季度不变价 GDP 同比 4.9%（前值 3.2%）、现价 GDP 同比 5.5%（前值 3.1%）
- 2) 9 月工业增加值同比 6.9%（前值 5.6%）；
- 4) 1-9 月固定资产投资累计同比 0.8%（前值-0.3%），其中制造业投资同比-6.5%（前值-8.1%）、基建(不含电力)投资同比 0.2%（前值-0.3%）、房地产投资同比 5.6%（前值 4.6%）；
- 5) 9 月社会消费品零售总额同比 3.3%（前值 0.5%）；
- 6) 9 月份全国城镇调查失业率 5.4%（前值 5.6%）。

图表1： 9 月经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09
GDP 单季 %	5.2	4.9			3.2			-6.8			6.0			6.0
工业增加值 单月 %	5.8	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8
调查失业率 单月 %		5.4	5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2
固定资产投资 累计 %	0.9	0.8	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4
制造业投资 单月 %	2019口径	8.1	8.5	7.4	5.4	3.8	0.7	-9.5	-24.5		11.8	5.2	3.4	4.7
制造业投资 累计 %		-6.5	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5
制造业投资 单月 %		3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2	1.6	3.4	1.9
基建投资 (不含电力) 累计 %		0.2	-0.3	-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5
基建投资 (不含电力) 单月 %		3.2	4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9	2.3	2.0	6.3
房地产投资 累计 %		5.6	4.6	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5
房地产投资 单月 %		12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4	8.4	8.8	10.5
社零 单月 %	1.6	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8
出口 单月 %	9.0	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2
进口 单月 %	0.1	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5
贸易差额 亿美元	579.3	370.0	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199.0	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5
CPI %	1.8	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0
PPI %	-1.7	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2
信贷 亿元	17500	19000	12800	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900
社融 亿元	29500	34772	35800	16900	34342	31900	30941	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700
M2 %	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4
M1 %		8.1	8.0	6.9	6.5	6.8	5.5	5.0	4.8	-	4.4	3.5	3.3	3.4

注：市场预期为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评

三季度实际 GDP 当季同比 4.9%，较二季度继续改善，但低于市场预期（Wind 一致预期为 5.2%）。其中，外需对经济的拉动较强，工业增加值同比达到 6.9%，地产投资表现出韧性，消费等复苏步伐相对较慢，企业盈利与居民就业出现好转迹象。生产结构层面，一二产业 GDP 增速已基本回到甚至超过疫情前水平，第三产业是三季度 GDP 的主要拖累。中期来看，从社融增速等判断，经济渐进修复大概率继续推进，欧美疫情和美国新一轮刺激搁浅引发不确定性，但顺周期的消费和制造业仍有修复空间。

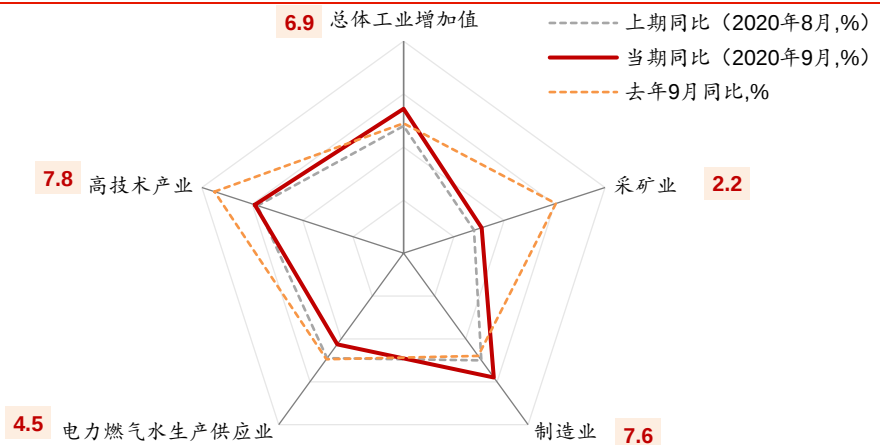
生产：中秋移月引致工业增加值强劲表现

9 月工业增加值同比增速 6.9%，大幅高于前值 5.6% 和 Wind 一致预期 5.8%。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长由上月的 1.6% 上升至 2.2%；制造业增加值同比增长 7.6%，加快 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 4.5%，回落 1.3 个百分点。制造业生产加快是 9 月工业增加值高增的主要原因。

同比层面，9 月生产增速已经回到甚至超越疫情前水平；环比层面，9 月季调后的工业增加值环比增速由 8 月的 1.03% 进一步上升至 1.18%，经历了夏季的生产扰动之后，工业生产的修复斜率已连续两个月加快。由于去年 9 月工业增加值基数较高，在高基数情况下的生产增速强劲，我们认为一方面在于外需与地产维持共振偏强的态势、支撑相关工业品需求，另一方面存在着今年中秋移月导致工作天数同比多两天的影响。

行业方面，上游黑色金属加工业增加值增速继续维持 9% 的高位（略低于 8 月的 9.2%），非金属矿物制品业增加值增速由 8 月的 5% 大幅提高至 9%。中游通用设备、电气机械、运输设备行业增加值增速进一步上升，而专用设备行业增加值增速与 8 月持平，反映了生产端活跃的机器设备购置需求；下游食品、纺织、医药等下游行业增加值增速由 8 月的 0.5%、3.3% 和 4.3% 上升至 9 月的 6.5%、5.6% 和 7.4%，下游行业在消费和出口带动下表现强劲。此外，前期表现强势的高技术制造业、汽车和出口替代等行业继续保持高速增长，9 月高技术制造业增加值同比增速 7.8%，提高 0.2 个百分点，汽车制造业增加值由 8 月的 14.8% 提高至 16.4%，而计算机电子制造业同比增速则小幅回落 0.7 个百分点至 8%。

图表2：主要行业增加值当期同比与上期同比对比

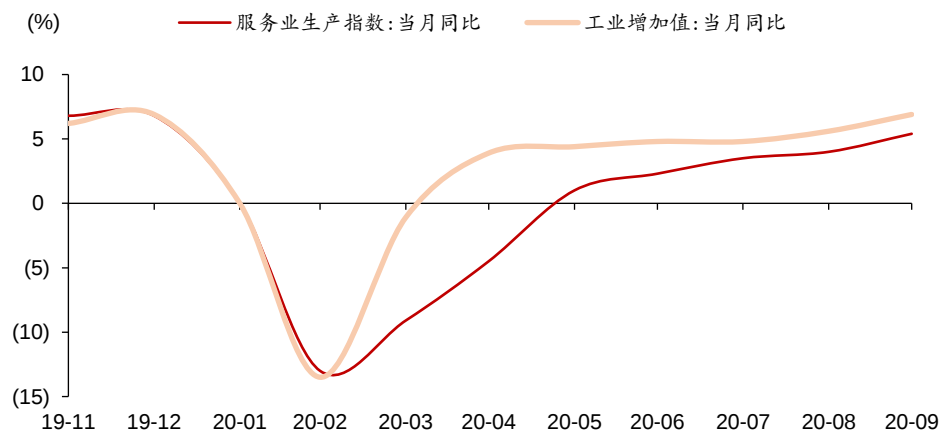


资料来源：Wind，华泰证券研究所

服务业层面，服务业生产指数同比增长 5.4%，较 8 月提高 1.4 个百分点，修复速度远快于 5-8 月，说明服务业生产修复速度也进一步加快，与疫情前 2019 年全年均值 6.9% 的差距进一步缩小。

后续来看，以下几个因素是四季度工业生产走向的关键：（1）需求侧支撑力度。我们认为，在海外疫情出现严重反弹的情况下，出口替代行业生产仍有支撑，且由于致死率降低，海外需求修复速度仅受到疫情反复的有限影响，因此后续出口对工业生产的支撑在四季度仍将继续存在；而十一黄金周、十一月购物节等利好因素或推动后续消费继续修复，消费品生产料继续改善，但投资在房地产政策收紧和基建温和退出后或将承压；（2）疫情后国内需求修复慢于供给，目前企业库存仍偏高，制约工业生产的进一步提高。综合来看，我们认为四季度工业生产提速空间不足、或维持在 6% 左右。

图表3：工业与服务业生产表现

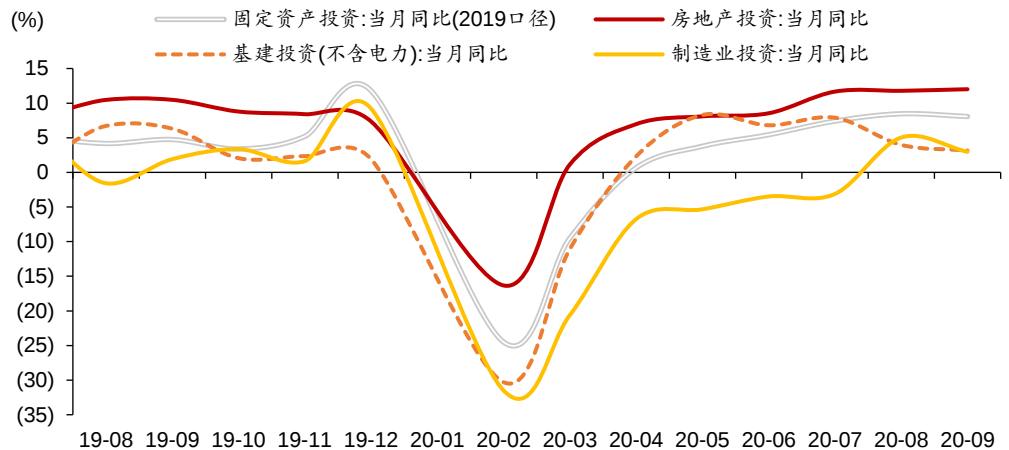


资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资：制造业顺周期改善，地产有惯性、基建又放缓

1-9 月整体固定资产投资同比 0.8%；其中制造业投资累计同比-6.5%，地产投资累计同比 5.6%，基建投资累计同比 0.2%。据我们测算，9 月制造业、地产、基建投资当月同比分别为 3%、12%和 3.2%，制造业投资同比走弱但环比较强、维持正向改善，地产投资仍有惯性而基建投资继续放缓。

图表4： 固定资产投资三大主要分项单月同比增速



注：固定资产投资单月数据以 2019 年为基期调整为可比口径计算

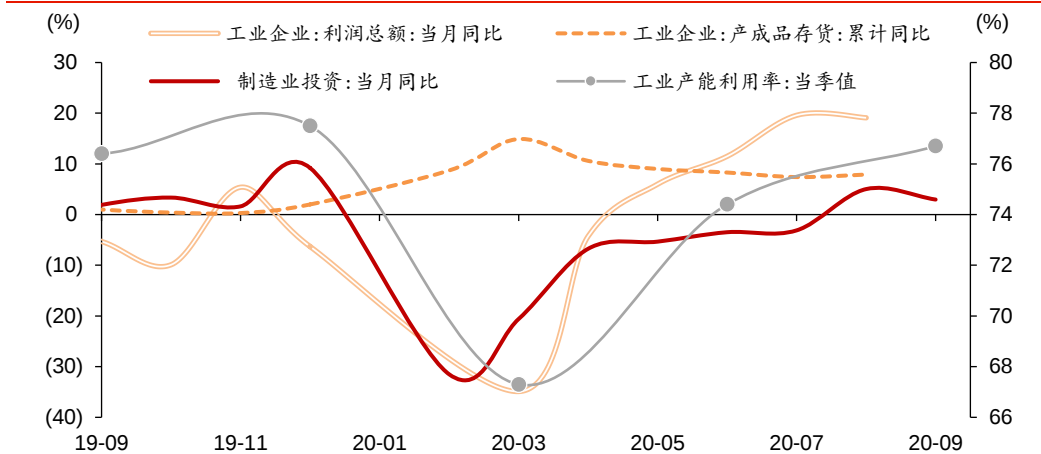
资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业投资同比走弱系基数扰动、环比较强显示顺周期改善

1-9 月制造业投资累计同比-6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点，我们推算当月同比 3%，回落 2.1 个百分点。表面上的边际走弱，主要系基数扰动，我们测算当月环比增长 20.2%，显著强于季节性（2015-2019 年同期环比均值为 14%），显示制造业资本开支仍维持正向修复。分行业看，医药投资继续高位提速，累计同比达 21.2%，盈利增长+政策扶持+疫苗产能+医院增建等多重因素推动医药产业持续扩张；汽车制造业投资加快提速，三季度汽车消费亮眼、库存去化提振车企投资意愿；其他行业仍在有序恢复阶段。

向后看，制造业投资仍存顺周期修复动力。首先，企业资本开支的前端指标——需求、盈利、库存与产能渐次修复，三季度末工业产能利用率已恢复到历史的上三分位水平，企业投资意愿或持续好转。其次，制造业中长期融资已先行放量，或在投资数据中逐步兑现，据央行，9 月底制造业中长期贷款余额同比 30.5%，高出上年末 15.7 个百分点，已连续 11 个月上升。此外，因国内外疫情控制差异、国内产业链供应链优势与对外政策持续放宽，制造业出现内流而非外迁趋势，近期外商对华直接投资较快增长，9 月 FDI 同比达 27.3%，高出上年末 27 个百分点。明年积极因素在于十四五规划第一年、库存去化接近尾声、疫苗提振企业家投资信心，负面因素在于减税政策到期、融资环境可能趋紧、需求改善斜率放缓。

图表5：制造业需求、盈利、库存与产能渐次修复



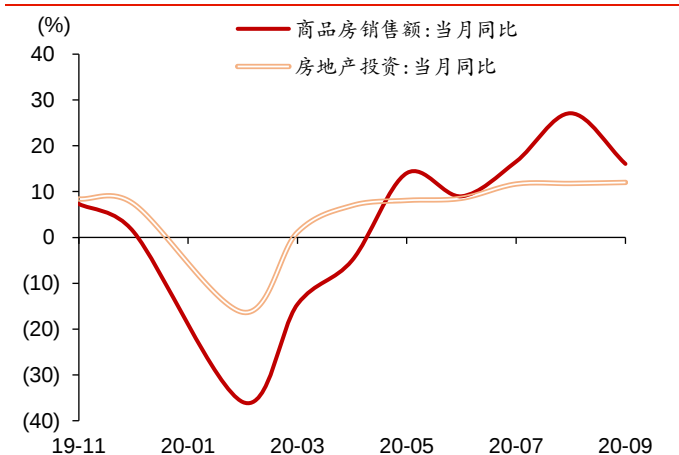
资料来源：Wind，华泰证券研究所

地产投资有惯性，但前景偏弱、拐点或不远

1-9 月房地产开发投资累计同比 5.6%，涨幅扩大 1 个百分点，我们推算当月同比 12%，走高 0.2 个百分点。地产投资有惯性，但前景偏弱、拐点或至。9 月份地产投资保持强劲，但与开发环节、资金来源等数据初现背离。一是，房屋施工面积增速自今年 5 月以来首次走弱，其中新开工增速连续第 2 个月放缓且回落至负增长、竣工增速亦大幅下滑；二是地产销售边际回落并带动开发资金趋紧，9 月商品房销售额同比增长 16%，回落 11.1 个百分点，相应地，个人按揭与预收款增速均大幅下滑，开发到位资金同比增长 14.5%，回落 3.8 个百分点。

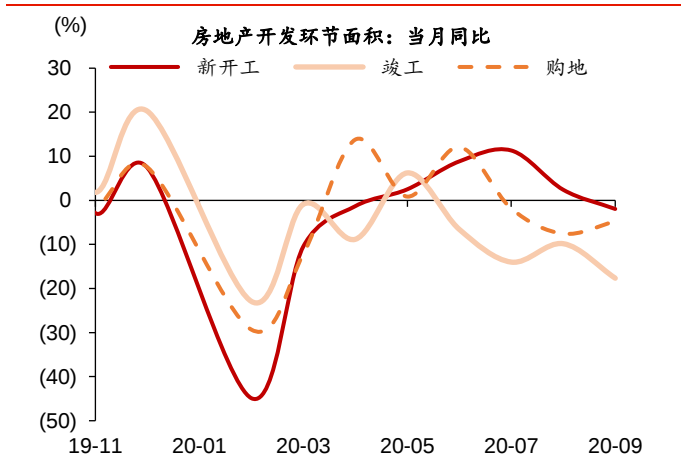
今年 7 月是房地产政策收紧的关键节点，其后出现居民购房抢跑，并带来房企销售回款快速攀升、楼市走热的现象，但我们认为这一过程已至尾声，10 月以来的地产销售高频数据乏力。另一方面，“三道红线”抑制房企扩张的影响开始显现。融资收紧但拿地开工均在放缓，房企未采取高周转策略或体现政策约束与后市偏悲观的预期。我们维持今年三季度是本轮地产投资与销售增速顶部的判断，三季度拿地开工走弱预示四季度地产投资增速放缓的可能性。而房地产去金融化的大背景下，明年地产投资的下行风险或成为关注点。

图表6：地产投资有惯性、销售已放缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：新开工增速继续放缓、竣工亦大幅下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

稳增长与防风险再平衡，政府投资力度继续收敛

1-9 月基建投资（不含电力）累计同比 0.2%，降幅收窄 0.5 个百分点，我们推算当月同比 3.2%，走弱 0.8 个百分点。权重行业看，公路/公共设施投资边际小幅改善，铁路/水利投资累计同比分别回落 1.9、0.3 个百分点。基建投资继续走弱、与市场预期相去甚远，我们认为有如下原因：一是地方与中央的事权和财权不匹配，激励机制还未能重建，优质项目减少，但又不愿违规融资。前期筹备仓促，项目质量不佳导致推进缓慢、部分专项债资金滞留；二是棚改债继续分流，9 月份发行占比提升至 36%；三是稳增长与防风险再平衡，发改委在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”；四是国内疫情稳定、经济与就业持续好转，政府投资力度收敛，为未来留空间。

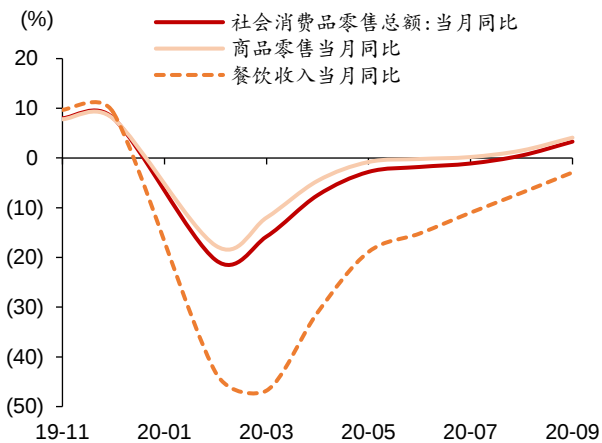
此外，今年专项债主要投向了医疗体系与学校建设，但并不纳入基建行业投资统计，也是导致基建“看似”疲弱的重要原因。1-9 月累计卫生社会工作、教育行业投资增速分别高达 18.9%、12.7%，显著强于传统基建投资增速。

四季度看，政府工作重心与项目储备或沿着十四五规划向中长期考虑，新项目可能留至明年初开工，基建投资或以推进存量项目为主、保持温和态势。在完善宏观政策跨周期调控的思路下，明年财政预计更注重开源节流，赤字率向 3% 回归、特别国债减少或取消、专项债新增规模缩减，基建逆周期力量可能仍偏平稳。

消费：社交经济加速回补，可选消费还有提升空间

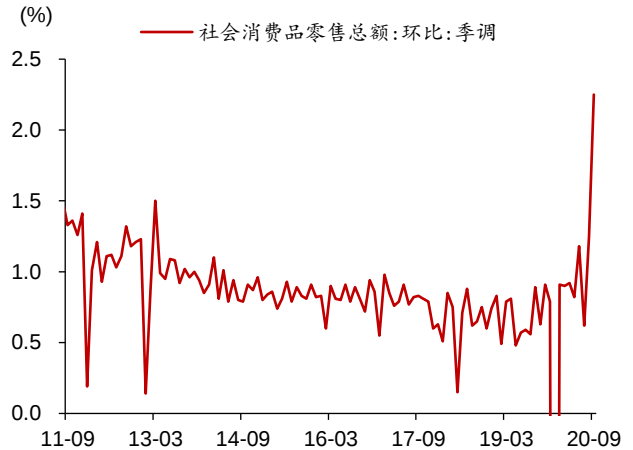
9 月社会消费品零售总额当月同比 3.3%，走高 2.8 个百分点，季调后环比高达 2.3%，为近 10 年新高。剔除汽车以外的消费同比 2.4%，走高 3 个百分点。因国内疫情持续稳定、居民就业与收入稳步恢复、境外消费回流等因素，8-9 月消费出现加速回补。

图表8：消费加速修复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：社零季调后环比值为近 10 年新高

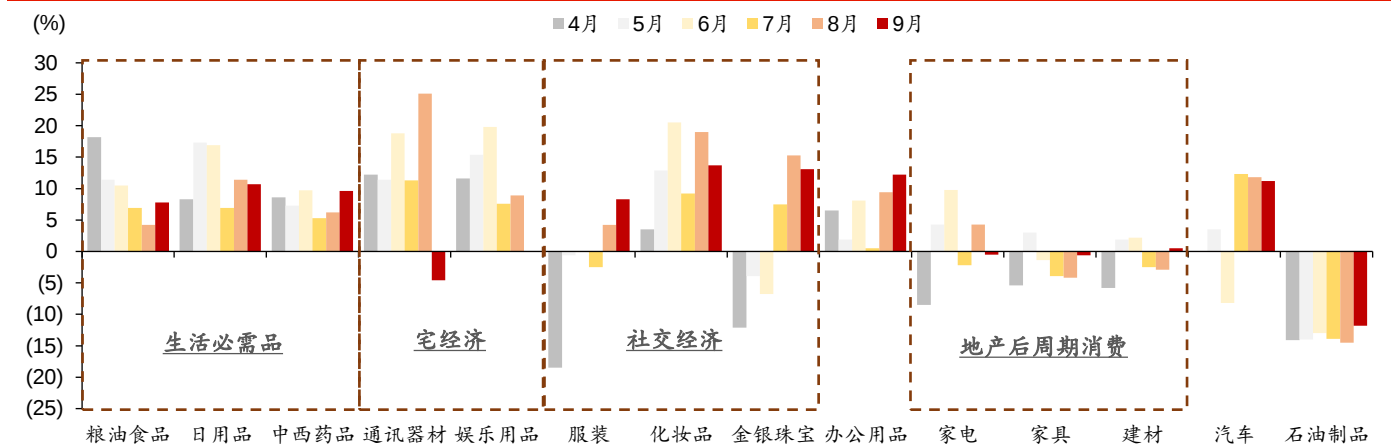


资料来源：Wind，华泰证券研究所

分类别看，（1）社交经济消费加速回补，其中服装与餐饮消费同比皆提速 4.1 个百分点，提速幅度为所有类别之最。相应地，宅经济代表类别通讯器材消费走弱，同比下降 4.6%、走弱 29.7 个百分点，存在需求透支、苹果新机发布推迟等因素影响；（2）必选与可选消费表现均强，食品与药品消费同比提速，汽车、化妆品、珠宝等升级类消费同比边际走弱但仍维持两位数增长；（3）家电消费走弱拖累地产相关消费整体增速回落，与当月地产销售、竣工放缓相印证，也或存在双节促销之前居民延迟消费的影响。

国内疫情稳定与经济渐进修复的大背景下，居民消费能力与意愿均处在顺周期改善的阶段，10 月份双节出游与促销活动等有望继续推动消费稳健增长。而上半年压抑的婚庆、商务会议活动有回补迹象。其他信号方面，尤其是失业率下降是个积极信号，收入预期将有回升，但租房价格放映出来的就业形势仍不够理想，需要继续观察。结构层面，线下服务类消费有较大回补空间、地产后周期消费或随竣工改善。明年上半年消费仍或处在常态化修复的阶段，环比增速预计维持较历史同期水平偏强水平，同比在基数因素下向疫情前的增速水平回归。

图表10： 限额以上企业零售额同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

就业：调查失业率继续下降，高校毕业生和农民工就业环比改善

9 月全国城镇调查失业率 5.4%，较 8 月份进一步下降 0.2 个百分点。1-9 月城镇新增就业 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%。其中 25-59 岁人口调查失业率为 4.8%，低于全国城镇调查失业率 0.6 个百分点，与 8 月份持平，说明 25 岁以下的部分大学生、农民工的就业状况相对有所改善。

高校毕业生方面，9 月份 20-24 岁大专及以上学历人员调查失业率较 8 月下降了 2.4 个百分点，但比去年同期仍上升了 4 个百分点，说明毕业季逐渐过去后，部分毕业生的就业得到了一定的帮扶和处置，毕业生就业环比改善，但整体就业压力仍高于往年水平。农民工方面，三季度末外出务工劳动力人数为 1.79 亿人，较二季度末增加 200 万人，但较去年同期减少 380 万人，下降 2.1%，说明农民工就业同样呈现出环比改善但同比压力较大的现象。

我们认为，调查失业率和新增就业人数已经完成今年的全年目标，且调查失业率已接近疫情前水平，说明稳就业政策下灵活就业、新型就业和平台经济等新就业形式的效果显著。

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_1985

