

宏观点评 20201019

经济再提速：哪些顺风？哪些逆风？

2020 年 10 月 19 日

事件

- 国家统计局公布 9 月经济数据，三季度 GDP 同比 4.9%，前值 3.2%；工业增加值同比 6.9%，前值 5.6%；固定资产投资累计同比 0.8%，前值 -0.3%；社会消费品零售名义增速 3.3%，前值 0.5%。

观点

- 关于 9 月经济数据，总量无过多亮点，但结构改善的特征较为明显：

（1）关于三季度 GDP4.9%的增速，虽略低于市场预期，与我们此前分行业预测模型的 5%左右基本相当，我们不认为存在 GDP 增速明显低于预期或低估的情况。

（2）9 月工业增加值 6.9%的高增不宜过度解读，其背后存在工作日天数同比多两天、工业生产季末跳升的临时性因素扰动，但结构改善更需关注，尤其是工业机器人增速创下 2018 年以来新高。

（3）经济内生动能改善，体现在制造业投资和消费复苏上，制造业投资单月增速自 5%回落至 3%，基数影响很大，若排除基数影响，9 月制造业投资是在改善的；9 月商品零售和餐饮收入的修复都在提速，且是在中秋假期从去年 9 月延后至今年 10 月的背景之下。

（4）前期驱动经济增长的地产和基建链条景气度都有所回落且存在继续走弱的风险。基建投资持续回落主因在疫后“赶工”在 6、7 月份已经完成；地产方面，虽然 9 月投资继续走强，但当月施工、新开工均进一步放缓，高频数据则显示 10 月以来的地产销售全线下滑。

- **风险提示：**政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

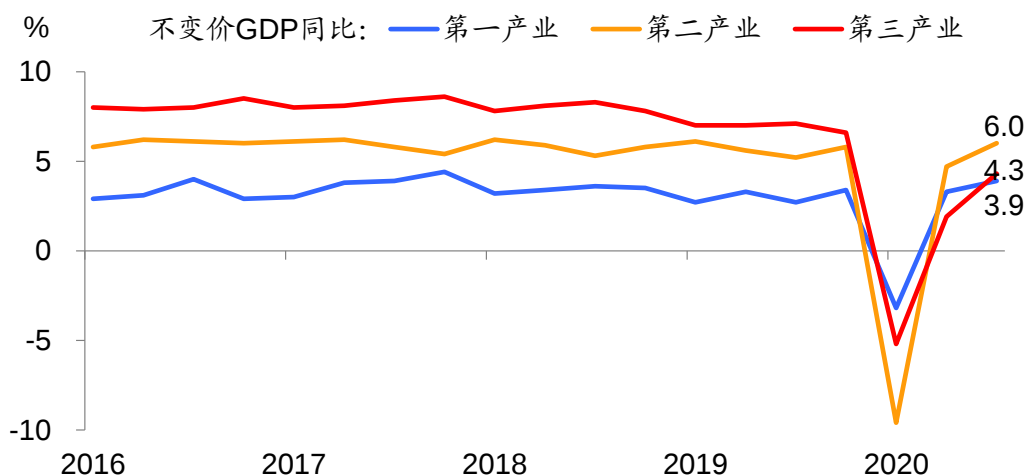
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究：

- 1、《宏观点评 20201018：三季度 GDP 增速有多少？--GDP 行业视角下的预测框架》2020-10-18
- 2、《宏观专题 20201014：“十四五”前瞻：哪些指标和目标？》2020-10-14
- 3、《宏观点评 20201013：出口的高增和进口的反弹可持续吗？》2020-10-13
- 4、《宏观点评 20200930：美国大选的“十月惊奇”和对市场的影响》2020-09-30
- 5、《宏观点评 20200929：水波微澜--9 月经济数据前瞻》2020-09-29

建筑业高景气度和服务业经济修复支撑三季度 GDP 回升至 4.9%。三季度经济继续快速修复，GDP 同比增长 4.9%，相较二季度的 3.2% 回升 1.7 个百分点，与我们 GDP 行业视角框架的 5.0% 左右的预测结果基本相当，略低于市场预期。第一产业同比增长 3.9%，已经超过疫情前 3% 左右（2019 年全年）的增速水平；建筑业经济活动高景气度支撑下，二产当季同比增长 6%，较前值加快 1.3 个百分点；服务业经济活动修复加快是支撑三季度经济改善的关键，当季同比增速较二季度加快 2.4 个百分点至 4.3%。

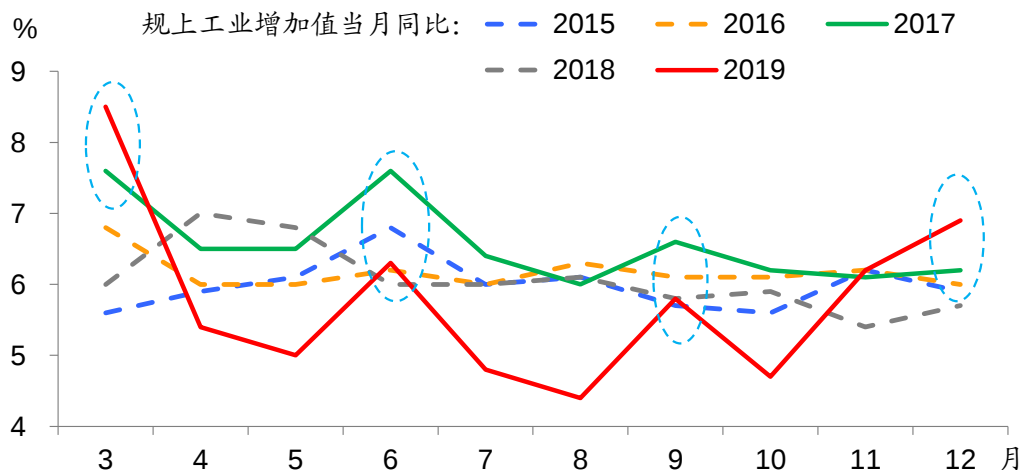
图 1：建筑业支撑二产增速回升、三季度服务业活动修复提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

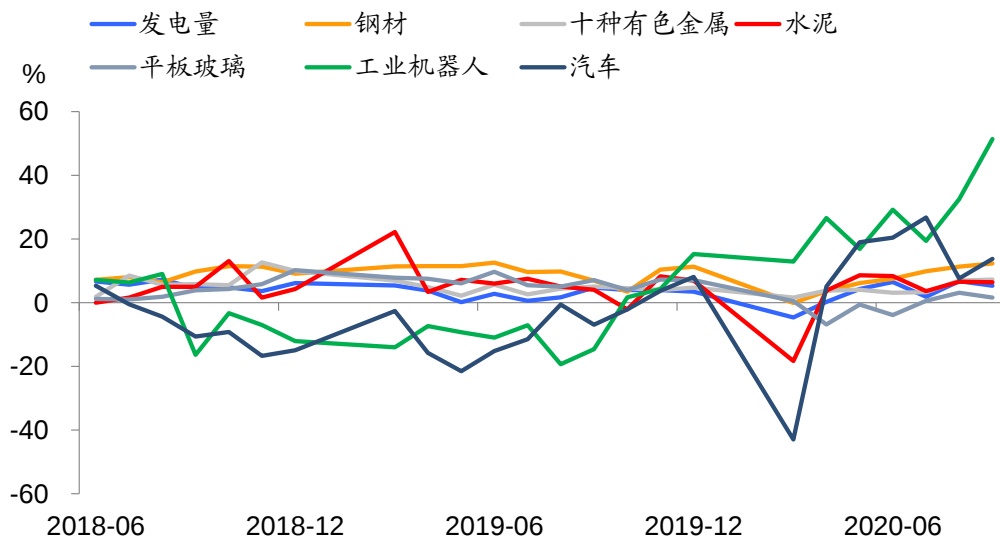
工业生产季末跳升重现？结构改善更值得关注。9 月规上工业增加值同比增长 6.9%，在 8 月 5.6% 高增长的情况下进一步回升 1.3 个百分点，且大超市市场预期。从临时性的扰动因素来看，由于中秋假期的错位，9 月工作日天数共 23 天，比去年同期多出 2 天，可能是导致 9 月工业生产高增的重要因素。同时，历史经验显示，工业生产存在明显的季末跳升、季初回落特征，尤其是 2017 年和 2019 年，9 月超预期工业生产背后是否也有季末跳升重现的原因？从主要工业品类来看，由于受 9 月低温影响，发电量增速小幅回落至 5.3%，前值 6.8%；而工业机器人、汽车、钢材产量增速继续回升，同比分别增长 51.4%（前值 32.5%，下同）、13.8%（7.6%）和 12.3%（11.3%）。

图 2：工业增加值增速在 2017 年和 2019 年具有明显的季末跳升特征



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：工业机器人、汽车、钢材产量在 9 月份大幅回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫后“赶工”完成，基建增速持续回落。基建增速持续走弱，9月大、小口径基建当月同比增速分别回落至3.2%（前值4%，下同）和4.8%（7%），这与我们此前提出下半年基建投资大概率低于市场预期一致，因为从我们此前统计的23个省市重大项目投资完成进度来看，大部分地区在6月或7月左右均完成了疫后“赶工”。但即便如此，基建增速的持续回落也是略低于我们此前预期的。分行业增速来看，交通运输行业（同比2.1%，前值1.7%）、公共设施投资（同比-2.1%，前值-2.9%）投资继续改善，而电热燃水投资增速（同比17.5%，前值18.4%）则开始回落。

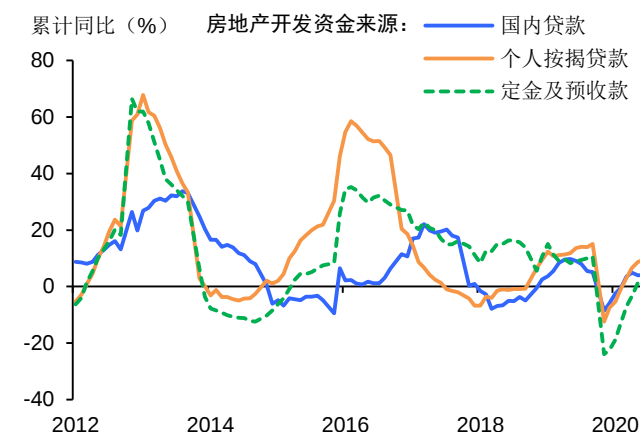
表 1: 部分省市今年以来重点项目完成进度与时序进度相比

	广东省	广东佛山	广东汕头	广东深圳	广东梅州	广东茂名	广东东莞	广东云浮
1-2月				-7.22%			-8.67%	
1-3月	-7.01%	-6.77%	-4.90%	-4.93%	-11.28%		-7.64%	-9.71%
1-4月	-5.00%	-7.55%	0.28%	-10.00%	-12.87%	-3.83%	-7.50%	-10.20%
1-5月	-0.38%	-5.55%		-7.00%	-11.35%	-2.96%	-4.77%	-5.20%
1-6月	6.95%	3.94%	7.60%	-1.96%	-5.55%	-0.81%	-1.79%	1.51%
1-7月	10.88%	5.84%	9.34%	1.32%	-5.11%	0.80%	3.31%	3.21%
	广东珠海	山东泰安	河北石家庄	海南省	福建晋江	福建漳州	福建福清	河南驻马店
1-2月						-6.67%		
1-3月	-3.40%	-3.79%			-0.85%	-2.90%	-2.65%	-1.70%
1-4月	-5.67%	-2.94%				-0.43%	-1.22%	
1-5月	-1.56%	-0.49%	12.93%	-9.67%		0.13%	14.49%	14.53%
1-6月	1.16%	4.57%	22.03%	-5.00%	7.03%	2.20%	17.08%	19.50%
1-7月	2.45%	7.10%	30.69%	-3.33%			14.83%	25.37%
	安徽淮北	湖南郴州	江西南昌	江西赣州	江西抚州	新疆伊犁哈萨克	贵州遵义	
1-2月	-8.91%			-9.71%	-13.29%			
1-3月	-6.75%		-1.65%	-1.26%	-6.62%		-6.96%	
1-4月	-2.50%		1.64%	1.66%	-4.81%		-6.08%	
1-5月	-0.70%	-1.26%		4.60%	-2.75%	-0.28%	-5.29%	
1-6月	5.13%	10.15%	17.21%	12.57%	0.06%	7.38%	-3.94%	
1-7月		15.15%		15.00%	-0.56%		-1.98%	

数据来源: 各省市市政府网站, 东吴证券研究所 (时序进度的两种统计方法: 如有公布数据按实际公布情况统计; 如无公布则采用“进度与时间匹配”的方法计算, 如 1-6 月完成全年进度的 50%。)

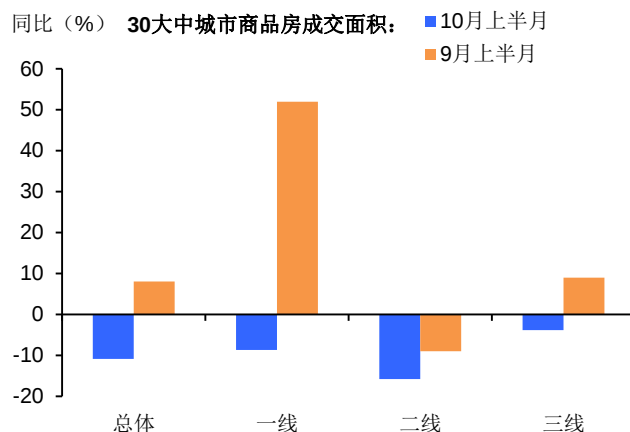
地产投资迎来拐点, “金九银十”失色。9月当月地产投资同比达到了12%, (前值11.7%), 三季度以来继续升至年内的高位。但当月施工面积同比-4.6%、新开工面积同比-2.0%均较上月进一步放缓 (13.2%、2.4%), 而土地购置面积同比-4.8% (前值-7.6%) 已连续3个月负增长, 可见支撑地产投资增速继续回升依然是价格因素, 我们认为9月地产投资作为全年高点的拐点已现。在近期地产融资收紧的背景下, 9月房地产开放资金来源中的贷款增速继续放缓, 但定金及预收款、个人按揭贷款增速则继续回升, 这反映出当前房地产商正转向加大预售和促销的方式来获取融资; 但高频数据则显示10月以来的地产销售全线下滑, “金九银十”并未显现, 这也意味着四季度地产销售难有超预期表现。

图 4：融资收紧下地产企业通过促销回笼资金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

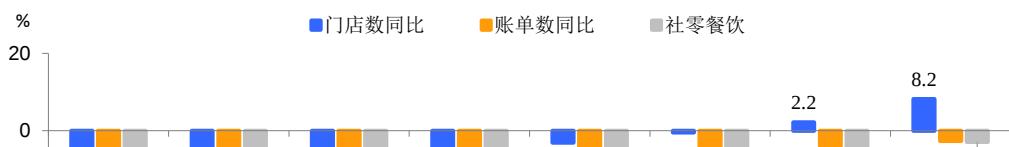
图 5：高频数据显示 10 月房地产销售将显著放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

可选必选齐发力，消费改善环比加速。9月社零名义和实际同比分别为3.3%和2.4%，实际增速今年以来首次转正。结构拆分来看，9月商品零售同比加速改善至4.1%（前值1.5%），餐饮收入降幅收窄至-2.9%（前值-7%）。分产品看，必选品饮料/烟酒、可选品化妆品/珠宝/汽车均有10%以上单月增速，其中汽车仍是社零增速最大拉动项（0.9%），剔除汽车销售后9月社零同比增速+2.4%。边际上，即便在今年中秋节后移至10月的情况下，9月消费的改善仍环比加速，这是近期内需明显提振的一大信号，9月进口大超预期对此亦形成了佐证。往后看，据中国银联数据显示，国庆黄金周银联网络日均交易金额同增8.3%，说明在优惠促销政策刺激下居民消费潜力仍较大，预计年末双十一、双十二大促活动将带动社零继续上修。

图 6：社零餐饮增速与高频餐饮门店数及账单数增速比较



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_1994

