

量价齐升，四季度增速有不少不确定性

——2020 年三季度经济数据点评兼债市观点

要点

事件

- 1) 初步核算，三季度实际GDP同比增长4.9%（环比增长2.7%）；
- 2) 9月份规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速比8月份加快1.3个百分点，环比增长1.18%；
- 3) 1-9月全国固定资产投资同比增长0.8%，而1-8月为下降0.3%，年内累计值同比增速首次转正；
- 4) 9月社会消费品零售总额同比增长3.3%，比8月提升2.8个百分点；环比增长2.25%。前三季度社会消费品零售总额27.3万亿元，同比下降7.2%。

点评

国民经济：三季度经济量价齐升，预计四季度经济增长的高度尚有不少不确定性。三季度实际GDP增速达到了4.9%，累计增速也从二季度的-1.6%提升为0.7%，年度内累计增速实现转正。本季名义增速则达到了5.54%，高于实际GDP增速，说明价格因素也在改善。目前社消增速离疫情前仍有一定的差距，居民可支配收入增速恢复情况一般，制造业投资累计增速仍处于负值区间，增速9月也有所降低，四季度当季GDP增速能够达到的高度有较多不确定性，很大概率难以恢复到疫情前水平。

工业生产：同比环比增速均进一步提升，制造业生产恢复有所加快。9月规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速较8月份加快1.3个百分点；环比增长1.18%，比8月上升0.16个百分点。制造业生产增速加快，与近几个月出口增速连续超预期相互佐证。目前单月6.9%的增速已经处于很高的水平，因此后续继续提升的空间可能相对有限。

固定资产投资：继续处于单边恢复阶段，但速度有所减缓，制造业投资增速有所减缓。

1-9月，全国固定资产投资同比增长0.8%，年内累计值同比增速首次转正。从同比增速提升情况和环比速度看，FAI恢复的速度在放缓。目前制造业投资累计增速仍处于负值区间，当月增速有所减缓，是经济恢复的不确定性项。

社会消费：增速提升较高，对汽车消费依赖降低。

9月社会消费品零售总额同比增长3.3%，比8月提升2.8个百分点；环比增速为2.25%，增速连创年底新高。消费仍处在恢复通道中，且恢复速度有所加快。9月汽车消费增速降至11.2%，社消增速提高，消费恢复对汽车的依赖降低。

债市观点

近期10Y国债收益率处于波动向上态势（10月14日至今已经升至3.2%以上），期限利差则处于较低水平（9月以来平均为51bp）。考虑到疫情出现以来公开市场操作利率已经下调30bp，目前10Y国债收益率已经超过去年最高水平。后续基本面恢复的高度相对确定，相应制约收益率的高度；而货币政策更加强调“合理”，逐步向中性回归，亦将决定收益率的底部，“上有顶下有底”的格局并不容易改变。

风险提示

目前境外疫情蔓延加快，输入压力加大；美国大选临近，摩擦不断；经济处在复苏进程中，但仍有一定的不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

021-22169112

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：邬亮

执业证书编号：S0930518040003

010-58452047

wuliang16@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

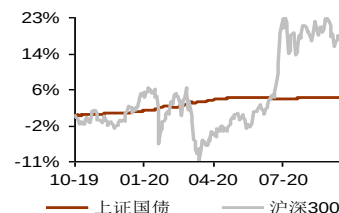
010-58452070

weiwx@ebsecn.com

联系人：李枢川

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020 年 8 月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2020年10月19日国家统计局公布2020年三季度及9月经济数据：

- 1) 初步核算，三季度实际GDP同比增长4.9%（环比增长2.7%）。
- 2) 9月份规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速比8月份加快1.3个百分点，环比增长1.18%。
- 3) 1-9月全国固定资产投资同比增长0.8%，而1-8月为下降0.3%，年内累计值同比增速首次转正；制造业投资下降6.5%，降幅收窄1.2个百分点；基础设施投资增长0.2%，1-8月为下降0.3%，累计增速年内首次转正；房地产开发投资同比增长5.6%，增速比1-8月份提升1个百分点。
- 4) 9月社会消费品零售总额同比增长3.3%，比8月提升2.8个百分点；环比增长2.25%。前三季度社会消费品零售总额27.3万亿元，同比下降7.2%。

2、点评

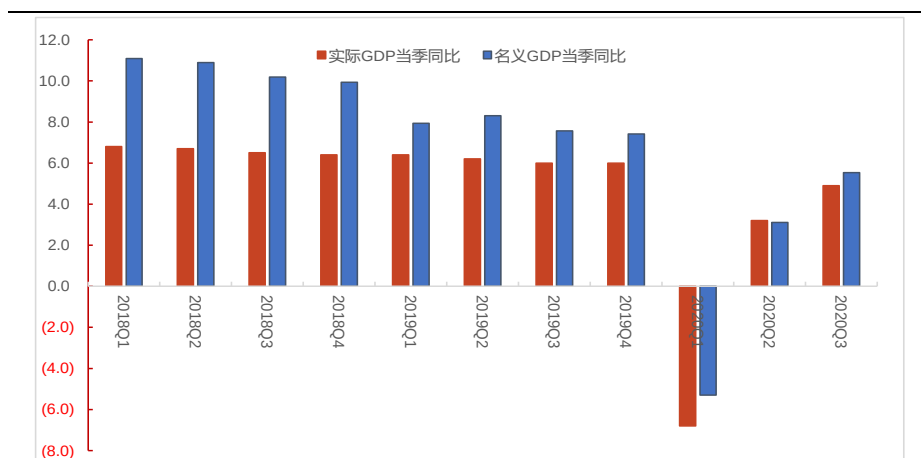
国民经济：三季度经济量价齐升，预计四季度经济增长的高度尚有不少不确定性

初步核算，三季度实际GDP同比增长4.9%（环比增长2.7%）。一季度经济增长在疫情冲击下被砸下深坑后，二季度GDP快速反弹至3.2%（2季度环比增速为11.5%），预计经济已触底反弹。

三季度则是经济快速恢复阶段，三季度实际GDP增速达到了4.9%，累计增速也从二季度的-1.6%提升为0.7%，年度内累计增速实现转正。三季度各月，出口增速平均增速在10%，从历史表现来看，表现优异，且持续超过市场预期；工业增加值当月增速分别为4.8%、5.6%、6.9%，同比增速逐月递增；固定资产投资累计增速分别为-1.6%、-0.3%和0.8%，截止到9月末，FAI已经转正；社会消费当月增速分别为-1.1%、0.5%和3.3%，8月增速转正后，9月增速继续提升。

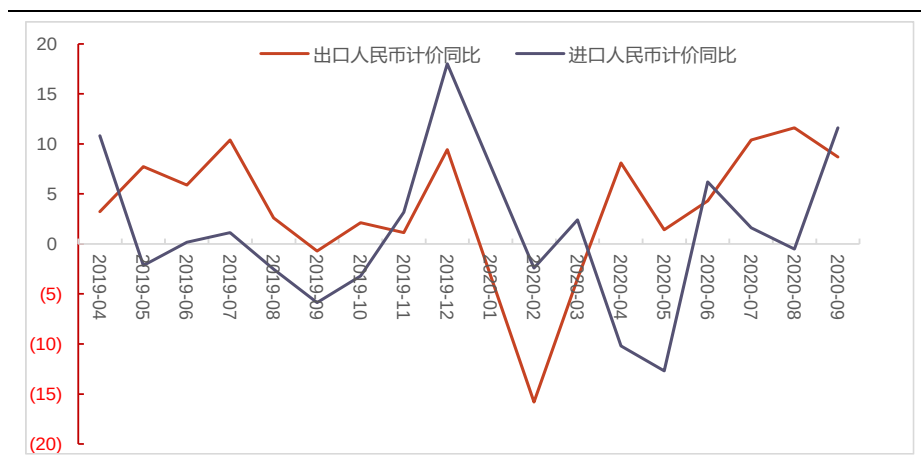
另外，二季度名义GDP增速为3.1%，低于实际GDP增速，本季名义增速则达到了5.54%，高于实际GDP增速，说明价格因素也在改善，整体而言，经济进入到一个相对较好的复苏环境。

图1：3季度实际GDP当季同比达4.9%，名义增速超过实际增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

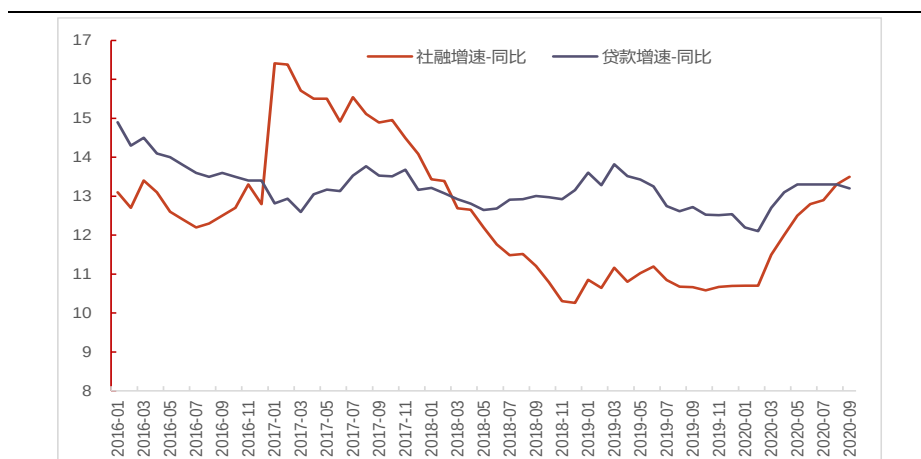
图 2：3 季度出口仍然保持较高增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续，目前经济仍处于快速复苏阶段，财政政策实施效果进一步显现，社融和贷款仍处于较高增速中，出口、生产处于较高水平，投资和消费增速预计也将进一步提升，4 季度经济仍将处于快速增长阶段。目前国民经济中，消费的重要性日益凸显，影响经济复苏的高度将更多的由消费决定。但目前来看，社消增速离疫情前仍有一定的差距，而影响消费的决定性因素—居民可支配收入增速恢复情况一般（前三季度名义增长 3.9%、实际增长 0.6%）。另外，固定资产投资中，占比最高且内生性较强的制造业投资目前累计增速仍处于负值区间，增速 9 月也有所降低（后文将具体分析）。因此我们认为，四季度当季 GDP 增速能够达到的高度有较多不确定性，很大概率难以恢复到疫情前水平。从居民收入、消费、制造业投资这几项指标恢复的速度来看，经济要想恢复到疫情前水平，可能要到 2021 年二季度。

图 3：目前贷款余额增速稍有回落，但社融增速不减



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

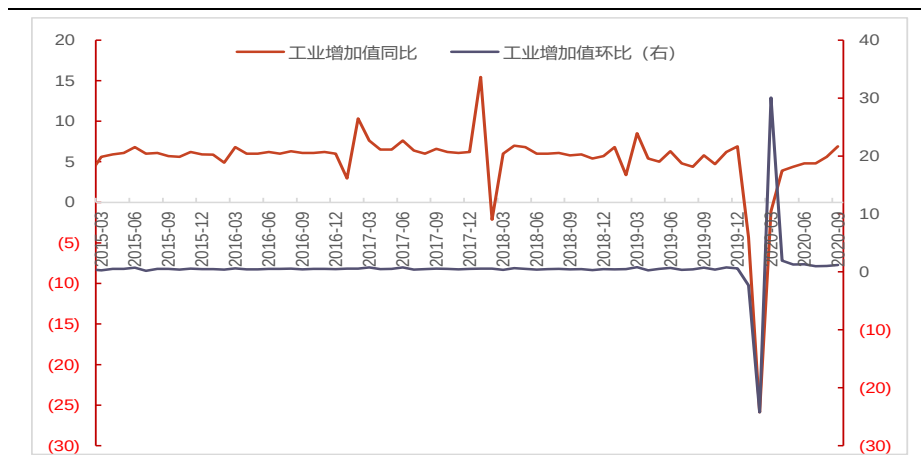
工业生产：同比环比增速均进一步提升，制造业生产恢复有所加快

9 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月份加快 1.3 个百分点；环比增长 1.18%，比 8 月上升 0.16 个百分点。同比和环比增速均进一步提高，且同比增速明显。另外，1-9 月规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%，8 月累计增速年内首次转正后（0.4%），9 月累计增速进一步提升，且提高的幅度较大。

分门类来看，9 月份采矿业增加值同比增长 2.2%，比 8 月提升了 0.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长 4.5%，增速比 8 月回落 1.3 个百分

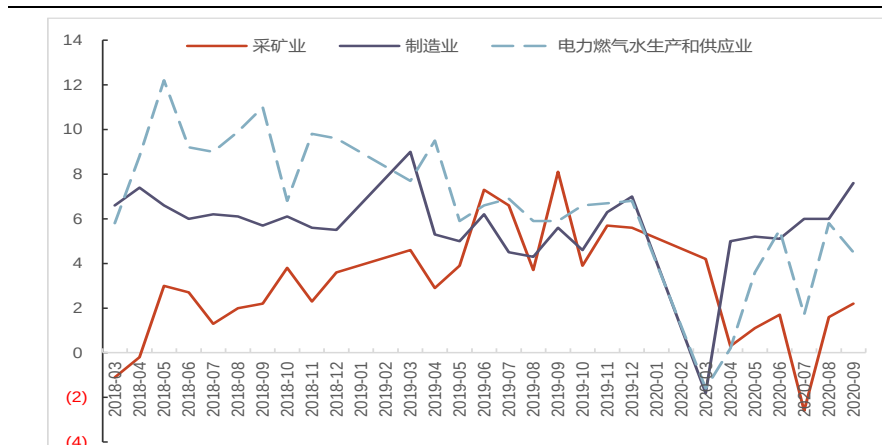
点；制造业增加值增长 7.6%，增速比 8 月加快 1.6 个百分点，制造业生产增速加快。9 月制造业生产加快，与近几个月出口增速连续超预期相互佐证。

图 4：9 月工业生产同比、环比增速均进一步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 5：制造业生产 9 月有所加快，与出口连续超预期相互印证



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续工业生产，1-2 月，在疫情冲击下，工业生产出现“深坑”。3 月下旬，复工复产逐步推进，工业生产最先修复，表现为环比增速处于较高水平，同比增速则逐月提高。但投资、消费恢复的水平这一阶段相对有限，因此之后工业生产环比改善的空间缩减，表现为 6 月开始环比增速开始下降，并在 7 月份降至 1% 以下。但 8 月开始，随着其他相关指标复苏水平的提升，环比增速重新升至 1% 以上，9 月增速继续攀高通道中。不过需要注意的是，单月 6.9% 的增速已经处于很高的水平（与 2019 年 12 月持平，2019 年以来仅低于 2019 年 3 月），因此后续继续提升的空间可能相对有限。

固定资产投资：继续处于单边恢复阶段，但速度有所减缓，制造业投资增速有所减缓

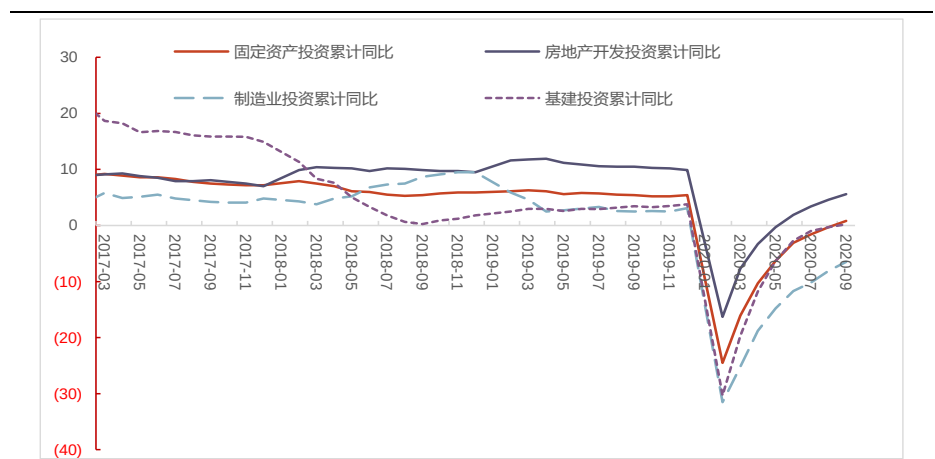
1-9 月，全国固定资产投资 43.65 万亿元，同比增长 0.8%，而 1-8 月为下降 0.3%，年内累计值同比增速首次转正。从同比增速提升情况来看，9 月提升了 1.1 个百分点，提升幅度继续减小（提升幅度自 3 月以来持续下降）。另外，从环比速度看，9 月份固定资产投资增长 3.37%，比 8 月下降 0.43 个百分点，环比改善的速度虽依然较高，但 3 月以来持续下降，也印证 FAI 修复的速度在放缓。

分项来看，1-9月工业投资同比下降3.3%，降幅比1-8月份收窄1.2个百分点（前值为收窄2个百分点），工业投资修复速度有所加快；其中制造业投资下降6.5%，降幅比1-8月份收窄1.6个百分点（前值为收窄2.1个百分点）。另外，初步测算，制造业投资当月同比增速已经达到3.0%，比8月下降了近2个百分点，但接近去年全年累计增速水平（3.1%）。整体来看，**目前制造业投资累计增速仍处于负值区间，当月有所减缓，是经济恢复的不确定性项。**

1-9月房地产开发投资同比增长5.6%，增速比1-8月提高1个百分点（前值为提高1.2个百分点）。6月房地产投资增速转正后，近几个月来持续保持较高速增长，目前累计增速与去年同期相比，尚有一定的距离，但当月增速已经高于去年同期水平（初步测算为12.0%）。

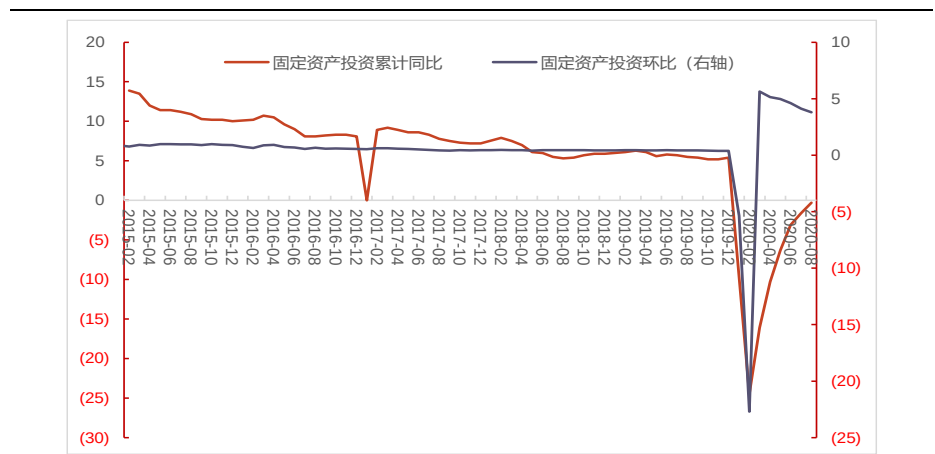
基建投资方面，狭义基建投资1-9月同比增长0.2%，1-8月份为下降0.3%，累计增速同样年度首次转正。二季度以来基建投资明显加快，目前已经增速仍维持在较高水平，下一阶段仍有一定的提升空间。

图6：FAI仍处于单边修复阶段，制造业投资累计增速仍处于负值



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图7：从环比增速来看，9月FAI恢复速度有所减慢



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

社会消费：增速提升较高，对汽车消费依赖降低

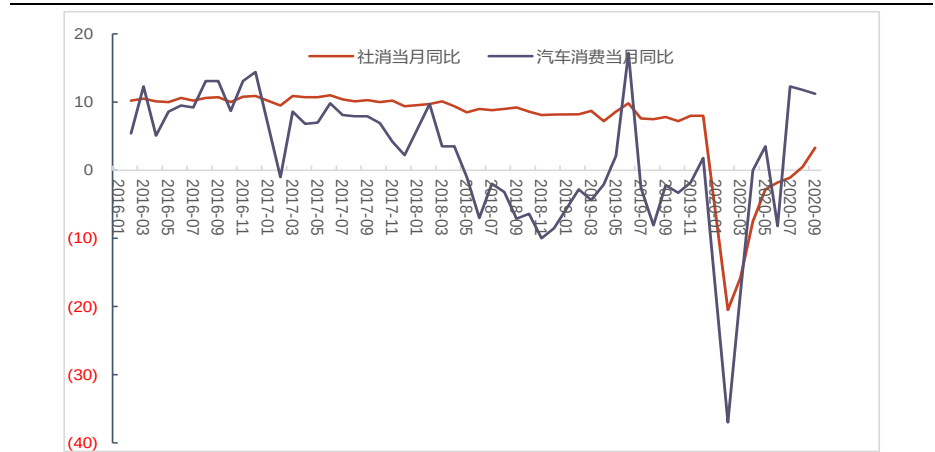
9月份，社会消费品零售总额同比增长3.3%，比8月提升2.8个百分点；扣除汽车以外的消费品零售额增长2.4%。1-9月份，社会消费品零售总额27.3万亿元，同

比下降 7.2%（降幅比 1-8 月收窄 1.4 个百分点）。另外，9 月社会消费品零售总额环比增速为 2.25%，增速比 8 月提升 1 个百分点，增速连创年底新高。整体而言，消费仍处在恢复通道中，且恢复速度有所加快。

一季度居民消费受到疫情明显冲击，但由于消费棘轮效应的存在，下降幅度比生产、投资要小。二季度，消费修复慢于生产，但快于投资，且从 3 月中下旬以来，中央和地方分别出台一系列包括税收减免、消费补贴等刺激汽车消费等政策，在政策作用下，汽车消费率先反弹，对消费起到了一定支撑作用。7-8 月，汽车消费均维持在较高水平（同比分别为 12.3%、11.8%），汽车消费一定程度上支撑了社消的修复。而 9 月汽车消费增速降至 11.2%，社消整体增速则提高了 2.8 个百分点，说明消费恢复对汽车的依赖降低，更多的来自消费整体的趋好。

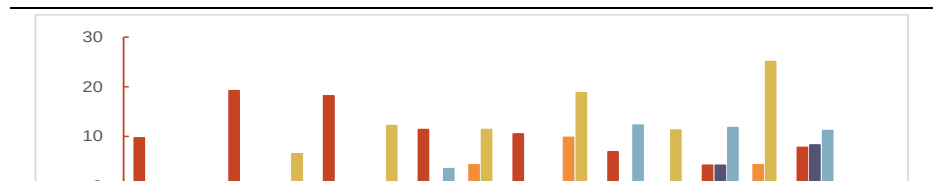
另外，从消费结构上来看，必选消费的增速从 4 月份开始出现持续回落，收入增速快速下降效果显现。5 月，可选消费整体不错，但 6、7、8 月有涨有跌表现不一。9 月必选消费有所提升，但服装鞋帽针纺织品类、汽车类、石油及制品类等可选消费表现相对较好，支撑 9 月社消增速继续提升。

图 8：9 月社消增速继续攀升，汽车消费增速有所降低



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 9：9 月必须消费和可选消费表现较好



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_2001

