

10 月：复苏动力切换，结构重于总量

证券研究报告
2020 年 10 月 12 日

作者

三季度的重要变化来自制造业和消费等顺周期部门，随着复工复产的持续深入和政策效果的逐级传导，恢复速度逐渐超越逆/早周期部门，成为经济复苏的重要力量。预计 3 季度实际 GDP 增速 5.1%，名义 GDP 增速 5.3%。

随着经济总量逐渐接近潜在增速，下一阶段结构特征的重要性上升：经济总量增速逐渐修复见顶，但内部结构的均衡化调整继续；逆/早周期部门保持韧性，但进一步上升的空间有限；顺周期部门复原尚需时日，但复苏的空间和持续性更高；全面通胀或通缩的概率降低，但工业品通胀将从上中游向中下游传导，服务类消费通胀逐渐回升；经济政策进一步回归常态化，但短期基调仍然以平稳为主。

9 月货币市场流动性波动有所加大，但 DR007 中枢基本持平且围绕政策利率运行。银行同业存单利率中枢上升至稍高于 MLF，在较低的超储率水平下，央行的高频率公开市场操作虽然可以维持流动性紧平衡，但不足以为银行提供稳定负债，这将对后续的信用扩张形成制约。预计 9 月社融增速在政府债券的支持下继续小幅回升，信贷增速平稳回落，10 月前后将是本轮社融增速上行的顶点。

风险提示：冬季国内疫情再次反复；货币政策超预期收紧；美国大选出现黑天鹅

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

表 1：9 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020.8	2020.9(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	3.2	-	5.1	5.2
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	3.1	-	5.3	
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.3	5.6	5.8	5.9
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-3.1	-0.3	0.8	0.9
制造业投资 (累计)	3.1	-25.2	-11.7	-8.1	-6.4	
全口径基建投资 (累计)	3.3	-16.4	-0.1	2.0	3.0	
房地产开发投资 (累计)	9.9	-7.7	1.9	4.6	5.6	
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-3.9	0.5	1.6	2.3
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.3	0.1	9.5	10	9.2
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-2.9	-9.7	-2.1	0	0.0
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.7	2.4	1.8	1.8
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.3	-2.0	-1.8	-1.9
新增实体信贷 (万亿)	-	-	-	-	1.8	1.75
新增社融 (万亿)	-	-	-	-	3.0-3.1	2.93
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	13.3	13.4-13.5	
M1	4.4	5	6.5	8.0	8.5	
M2	8.7	10.1	11.1	10.4	10.6	10.5

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济方面，今年前三个季度的经济走势都有比较鲜明的特征。一季度是疫情冲击下各部门数据的同步大幅走弱，二季度是政策对冲下基建和房地产等逆周期/早周期部门的快速复苏；三季度的重要变化来自制造业和消费等顺周期部门，随着复工复产的持续深入和政策效果的逐级传导，恢复速度逐渐超越逆/早周期部门，成为经济复苏的重要力量。三季度的最大惊喜来自出口，以国内有效的防疫措施和完备的产业链结构为基础，国内与海外的“镜像复苏”推动了出口外需的强势反弹，中国出口占全球贸易比重从一季度的 11% 提升至 20% 以上。综合来看，预计 3 季度实际 GDP 增速 5.1%（前值 3.2%），名义 GDP 增速 5.3%（前值 3.1%）。其中 9 月工增有望继续小幅回升，固投增速年内首次转正，消费延续平稳复苏，出口景气度进一步走高，商品房销售见顶回落，工业品通缩缓和、消费品通胀回落。

随着经济总量逐渐接近潜在增速，下一阶段结构特征的重要性上升。主要特征可能包括：经济总量增速逐渐修复见顶（不考虑基数影响），但内部结构的均衡化调整仍在继续；逆/早周期部门仍可保持韧性，但进一步上升的空间有限；顺周期部门复原尚需时日，但复苏的空间和持续性更高；全面通胀或通缩的概率进一步降低，但工业品通胀将从上中游向中下游传导，服务类消费通胀将逐渐回升；经济政策进一步回归常态化且更多着眼于中长期，但短期基调仍然以平稳为主。

政策方面，9 月货币市场流动性波动有所加大，但 DR007 中枢与 8 月基本持平在 2.17%，市场利率继续围绕政策利率平稳运行，经济持续复苏，货币政策回归常态化。另一方面，商业银行 AAA 1 年期同业存单利率中枢从 8 月的 2.86% 进一步升至 2.98%，稍高于 1 年期 MLF 利率，在较低的超储率水平下，央行的高频率公开市场操作虽然可以维持流动性紧平衡，但不足以给银行提供稳定负债，这将对后续的信用扩张形成制约。预计 9 月社融增速在政府债券的支持下继续小幅回升，信贷增速可能平稳回落，10 月前后将是本轮社融增速上行的顶点。

十九届五中全会将在 10 月 26-29 日召开，届时将研究关于制定“十四五规划”和“2035 年远景目标”的建议，关注经济指标、宏观杠杆率、科技创新、粮食能源、生态环保等重要议题；货币政策关注月中 2000 亿 MLF 到期续作情况，财政政策关注财政支出进度和 2021 年专项债额度提前下达的具体安排。

1. 金融数据：信贷增速平稳回落，社融增速小幅上升

表内方面，9月居民消费继续平稳修复，商品房销售增速有所回落，但8月销售高景气仍然对居民中长期信贷形成支撑。预计居民新增短期贷款3500亿，新增中长期贷款6000亿，合计约9500亿。企业融资需求随经济活动复苏进一步恢复，不利因素主要来自三方面：超储率持续处于低位制约银行资产端扩张、短期类贷款到期规模较大、货币市场利率回升抹去融资套利空间。预计企业新增短期类贷款0左右，新增中长期贷款8500亿，合计约8500亿。**综上，预计9月新增信贷（社融口径）1.8万亿，存量增速平稳回落。**

表外方面，9月集合信托发行规模小幅增加，到期规模略有扩大，预计信托贷款新增-300亿，参考季节性和政策环境，预计委托贷款和未贴现票据同样负增，三者合计净融资-1300亿；非金融企业债券净融资约1350亿，政府债券净融资约9300亿，非金融企业境内股票净融资约890亿。**总的来看，预计9月新增社融3.0-3.1万亿，存量增速进一步升高至13.4%-13.5%（前值13.3%）。**

2. 工业生产：外需强劲内需复苏，工增回升库存回补

从我们跟踪的几个主要工业行业来看，9月多数行业生产活动有所增强。唐山钢厂产能利用率明显回落，PTA开工率、汽车轮胎半钢胎开工率、焦化厂焦炉生产率均有不同程度回升，模型结果显示工业生产稍有增强。

从制造业PMI来看，9月PMI生产指数为54，环比8月上升0.5，上升幅度较去年同期高0.1，制造业生产活动小幅增强。PMI新订单指数和新出口订单指数分别环比上升0.8（持平去年）和1.7（高于去年），在手订单指数环比上升0.1（高于去年），工业生产增强尚有可持续性，主要与出口外需旺盛和内需稳步修复有关。

另外，9月工增数据基数稍高，去年9月季调环比增速0.75%，高于近年同期的均值0.49%，**预计今年9月工业增加值同比增速5.8%（前值5.6%）。**

3. 固定资产投资：基建地产升至高位，制造业平稳修复

9月，螺纹钢产量环比回落，库存小幅回补，表观消费量环比回落，同比小幅增长但涨幅明显不及去年；热轧卷板产量环比持续上升，库存明显回补，表观消费量同环比均有一定回落。总的来看，9月钢材需求旺季不旺。

8月当月制造业投资增速从7月的-3.1%大幅回升至5.0%，8.1%的反弹中有6.4%由基数效应贡献，1.7%由内生性复苏贡献。在高科技制造业投资早已恢复高位的情况下，8月复苏贡献止跌回升的主要动力来自传统制造业，行业盈利水平和产能利用率近期显著改善，叠加国内有效的疫情防控稳定了企业经营预期，资本开支意愿有所提升。受此影响，9月当月制造业投资增速在基数回升后大概率有所回落，但仍将保持小幅正增长。**预计1-9月制造业投资累计同比增速-6.4%（前值-8.1%），其中9月当月同比增速3.3%（前值5.0%）。**

表 2：制造业投资增速回升的贡献拆解

	4月	5月	6月	7月	8月	9月(E)
2018 环比	-3.1%	15.2%	27.5%	-23.5%	-2.3%	20.2%
2019 环比	-7.7%	20.3%	28.2%	-22.8%	-8.2%	24.5%
2020 环比	8.4%	22.3%	30.6%	-22.5%	-0.5%	16.6%
单月同比回升的幅度	13.8%	1.6%	1.7%	0.4%	8.1%	-1.7%
基数贡献	4.9%	-4.3%	-0.6%	-0.9%	6.4%	-3.4%
复苏贡献	8.8%	5.8%	2.3%	1.3%	1.7%	1.7%

资料来源：WIND，天风证券研究所

8月当月全口径基建增速从7月的7.7%进一步回落至7.0%，与降雨洪水台风等气候因素和财政支出进度偏慢等有关。进入9月，气候因素影响减弱，近期地方政府债券融资稍有加速，财政支出提速概率增加，预计对基建投资的支撑力度有一定增强。但考虑到一些深层次因素（详见《为什么基建增速可能低于预期？》），结合9月建筑钢材需求稍弱，增强幅度或相对温和。**预计1-9月全口径基建投资累计同比增速3.0%（前值2.0%），其中9月当月**

同比增速 8.5% (前值 7.0%)。

8 月当月房地产建安设备投资增速跳升至 14.4%，除少许基数因素外，主要受两方面因素影响，一是竣工交付压力叠加销售景气度良好，二是“三道红线”监管政策进一步要求房企去杠杆，因此存量和增量项目施工强度均处于高位。当前“三道红线”时限已经明确，部分房企去杠杆压力较大，这将导致房企重新推动高周转，寻求“少拿地，高开工，强推盘，快施工”，预计房地产建安设备投资将继续保持高速增长。模型显示 9 月土地购置费增速大概率重新回升，主要与去年 4 季度和今年疫情后土地成交价款大幅回升有关。预计 1-9 月房地产开发投资累计同比增速 5.6% (前值 4.6%)，其中 9 月当月同比增速 12.2% (前值 12.2%)。

综上，预计 1-9 月固定资产投资累计同比增速 0.8% (前值-0.3%)，其中 9 月当月同比增速 7.5% (前值 7.5%)。

4. 房地产市场：三道红线重启房企去杠杆，商品房销售景气度见顶回落

9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 10.8%，较 8 月的 17.0%有所回落。根据克而瑞数据，8 月百强房企全口径销售金额同比增长 24.8%，同样较 8 月的 29.2%有所回落。据此估计，9 月当月全国商品房销售面积增速可能回落至 10%左右，预计 1-9 月全国商品房销售面积同比增速-1.4% (前值-3.3%)。

近几个月商品房销售的高景气是三方面因素的共同结果：一是疫情期间的积压需求释放，二是相对宽松的信贷条件和购房政策，三是房企积极拿地后的推盘力度有所加大。总体来看是需求侧因素为主、供给侧因素为辅。随着今年累计销售增速回升至中性水平，货币政策回归常态化，部分地区购房政策重新收紧，接下来销售的主导因素将逐渐切换至供给侧。

具体来看，“三道红线”进一步推动房企去杠杆，下一阶段房企将重启“高周转”，即“少拿地、高开工、快推盘、强施工”，结果是商品房销售景气度见顶回落但斜率相对平缓，新开工、建安投资增速保持在较高水平，竣工加速。

5. 消费：汽车强势餐饮回落，消费延续平稳复苏

根据乘联会数据，9 月乘用车零售销量同比增长 9%，与 8 月增速基本持平；根据中汽协数据，9 月汽车销量预估同比增长 13.3%，其中乘用车同比增长 7.6%，增速均较 8 月小幅回升。中汽协是批发数据，乘用车增速回升与乘联会批发数据一致，商用车批发增速可作为零售情况的参考，目前来看也与 8 月基本持平。总体来看，预计 9 月汽车零售消费增速接近或稍高于 8 月。

9 月国际油价下跌，9 月 18 日国内成品油价格按机制下调，石油及制品类消费可能持平或小幅下滑。根据厨芯科技的餐饮复苏指数，9 月样本餐饮业客流量为去年同期的 87.9%，较 8 月的 92.3%有所回落，可能与中秋错位有一定关系，9 月餐饮收入可能重回两位数左右负增长。值得注意的是，“双节”期间客流指数快速回升至去年同期的 99.6%，其中 10 月 5 日-8 日升至 100%以上，关注节后势头能否延续，目前 9 日-10 日数据显示客流指数回落较快。

随着居民可支配收入恢复、消费倾向回升、疫情防控限制陆续解除，消费复苏的积极因素持续存在，但顺周期部门的复苏是一个连续且相对平稳的过程，我们的预期仍然是谨慎乐观。预计 9 月当月社零同比增速 1.6% (前值 0.5%)。

6. 进出口：国内海外“镜像复苏”，出口景气度持续上升

9 月中国出口集装箱运价指数环比大幅上升 11%，月底已升至近 5 年的最高水平，出口货运景气度持续回升。相应的，9 月 PMI 新出口订单指数环比上升 1.7，升幅较去年同期高 0.7。升幅较高的航线主要包括：南美航线、南非航线、波红航线、美东航线、美西航线。

随着防疫物资出口逐渐回落，出口景气度持续回升的背景是外需改善，基础是国内对疫情的有效防控和相对完备的产业链结构：国内有效控制疫情，生产能力迅速恢复，供给复苏快于内需、库存较高；以美国为代表的发达经济体情况相反，疫情控制不利导致供给恢复

较慢，财政刺激政策使居民购买力反较疫情之前增强，因此内需复苏快于供给、库存较低，由此产生的供需缺口需要由大量进口来弥补。

相比之下，进口干散货船运价指数表现疲弱，内需复苏相对偏弱。预计 9 月出口（美元计价）同比增速 10%（前值 9.5%），进口（美元计价）同比增速 0%（前值 -2.1%）。

7. 通胀：PPI 低斜率回升，CPI 快速回落

9 月工业原材料价格多数下跌。钢材需求旺季不旺但产量处于高位，螺纹钢、热轧卷板价格环比下跌；海外疫情反复，全球风险偏好下降，叠加美元指数反弹抑制部分商品金融属性，铜、锌、铝等工业有色金属价格下跌，布油价格环比下跌 7.4%；化工产品价格环比小幅上涨，建筑业施工旺季水泥价格上涨。虽然 9 月工业原材料价格多数下跌，但上游原材料前期涨价仍然在向中下游逐渐传导，因此 9 月 PPI 大概率继续反弹。预计 9 月 PPI 同比 -1.8%，环比 0.4%。

9 月主要食品价格涨跌互现。农业部猪肉批发价环比下跌 6.2%，同比在高基数下更快回落；牛肉价格环比上涨 2.0%，羊肉下跌 1.2%；鸡蛋价格在 7 月环比大涨 33.1%后，近期环比缓慢回落；鲜菜价格下跌，鲜果价格上涨，疫情和气候因素对物价的影响逐渐趋弱。“双节”前夕旅游服务等消费价格可能继续处于较低水平。高基数影响下，CPI 同比开始快速回落，底部可能出现在明年年初，预计 9 月 CPI 同比 1.8%。

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_2175

