

9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间

核心观点

三季度经济供给、需求确定性修复，但也存在结构分化，地产投资、净出口支撑较强，基建投资相对偏弱，制造业投资、消费数据加速改善，我们预计三季度GDP实际增速+5.5%，考虑到结构中部分数据月度表现低于预期，本预测值较此前预测值有所调低。今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，稳民生、稳就业是今年更重要的政策目标。8月调查失业率再度下行预示宽松进入尾声，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。

□ 需求持续回暖，工业延续修复

在两个大循环持续利好的作用下，外需向好、内需回暖，9月工业生产将延续恢复态势，我们预计工业增加值同比增速6.0%。部分高频数据边际放缓，但较大幅度超过去年同期水平的总体趋势未变。

□ 投资继续修复，基建增速转正

预计1-9月整体固定资产投资增速在0.7%左右，较前值修复1个百分点，其中，制造业投资累计同比-6.1%，较前值修复2个百分点，地产投资累计同比5.5%，较前值修复0.9个百分点，基建投资累计同比1%，较前值修复1.3个百分点，实现正增长。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资9月增速分别为11.1%、8.7%和5.7%，地产投资仍然更具韧性，制造业投资继续抬升，基建投资当月增速相比上月有所回升。

□ 消费信心恢复，社零持续改善

预计9月份社会消费品零售总额同比增速+3.3%，消费持续向上改善。其一，国内大循环畅通之后，经济渐进修复、需求企稳向好，失业压力亦有所缓和，居民可支配收入随之稳步提升，消费能力和消费意愿逐步增强。其二，国内疫情已然平息，线下消费场景限制逐渐减少，受制于“社交距离”的可选消费品开始复苏，包括餐饮、纺织服装等。其三，商务部牵头组织各地于9月9日到10月8日举办“消费促进月”活动，各地的消费刺激政策对于消费回暖亦有一定帮助。

□ 出口继续强势，顺差拉动增长

我们预计，9月以人民币计价的当月出口、进口同比分别为10%和1%，海外经济体的供需修复存在时间相位差，两个大循环有助于发挥中国供给优势、填补海外供需缺口，将持续带动年内出口表现。此外，我们预计Q3货物及服务贸易顺差有望达到1万亿左右，与Q2相近，将拉动名义GDP增速2个百分点以上。

□ 社融当月新增或再超3万亿，增速有望突破新高

我们预计9月银行信贷新增量为1.9万亿，对应增速为13%与上月持平，信贷较高主因信贷结构继续优化及银行提前放贷意愿增强。我们重点提示，9月社融新增量可能达到3.1万亿，仍将在3万亿上方，增速将达到13.5%，较前值继续上升0.2个百分点，信贷、政府债券、贷款核销和企业直接融资是重要的支撑，四季度结构仍有支撑，预计年内社融可稳定在13%上方。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

2《8月数据预测：保就业目标即将完成》2020.08.31

3《7月经济数据：调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

4《7月数据预测：经济延续确定修复》2020.08.01

5《6月经济数据：GDP增速验证出口超预期》2020.07.16

6《6月数据预测：贸易顺差超预期拉动GDP》2020.07.01

正文目录

1. 预计三季度 GDP 实际增速+5.5%，失业压力继续缓解.....	3
2. 需求持续回暖，工业延续修复	3
3. 投资继续修复，基建增速转正	4
3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲	5
3.2. 外生扰动下降，基建加速转正	5
3.3. 地产投资稳步上行.....	6
4. 消费价格稳定，工业价格修复	6
4.1. 猪肉价格见顶，CPI 加速回落.....	7
4.2. 价格上涨趋缓，PPI 小幅修复	7
5. 消费信心恢复，社零持续改善	8
6. 灵活就业助力，失业情况缓和	8
7. 出口继续高增，顺差提振经济	9
8. 社融当月新增或再超 3 万亿，增速有望突破新高.....	10

图表目录

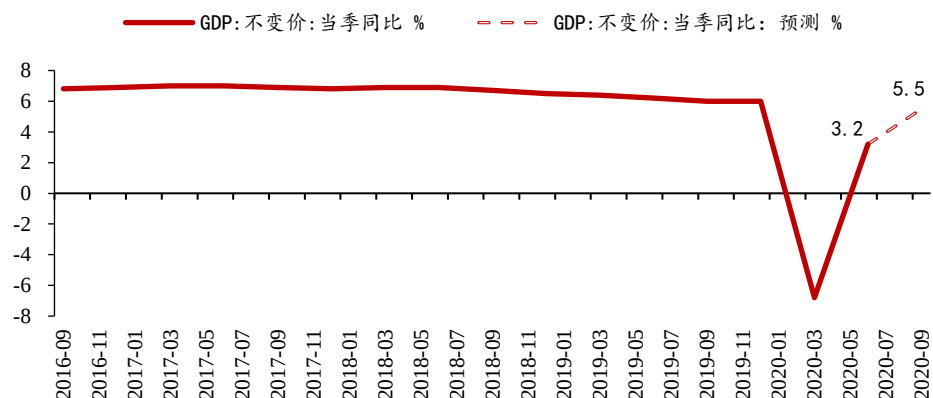
图 1: 预计三季度 GDP 实际增速+5.5%.....	3
图 2: 固定资产投资分项走势	4
图 3: 9 月东北、华中和华南降水量较多	6
图 4: 猪肉价格维持高位（单位：元/公斤）	7
图 5: 能繁母猪已连续数月环比增长	7
图 6: 预计 9 月全国城镇失业率 5.5%.....	8
图 7: 工业企业利润修复，失业率中枢有望下行	8
表 1: 9 月宏观经济数据预测	12

1. 预计三季度 GDP 实际增速+5.5%，失业压力继续缓解

二季度以来，经济持续向合理增长区间靠拢。供给端，复工复产基本达成，PMI 已连续 7 个月位于荣枯线上方，工业增加值持续修复。需求端，国内大循环已基本畅通，整体上呈现投资领先消费的特征，7、8 月地产投资持续强劲，基建偏弱主因洪水冲击及财政资金淤积，8 月制造业投资回升提速，当月增速在疫情后首次转正，高技术制造业支撑强劲；8 月社零在疫后首次转正，随着服务业消费场景的陆续放开，未来消费有望加速改善；三季度，出口继续超预期，印证我们的判断，是今年经济最大亮点，国内国际双循环相互促进发挥我国供给优势，中国供给能力强，供应体系领先性修复，对其他国家形成替代，出口将延续强势表现，将对 GDP 增速构成明显支撑。我们认为，三季度经济供给、需求确定性修复，但也存在结构分化，地产投资、净出口支撑较强，基建投资相对偏弱，制造业投资、消费数据加速改善，我们预计三季度 GDP 实际增速+5.5%，考虑到结构中部分数据月度表现低于预期，本预测值较此前预测值有所调低。

今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，稳民生、稳就业是今年更重要的政策目标。8 月全国调查失业率 5.6%，较 7 月再降 0.1 个百分点，失业压力继续缓解，全年失业率压力最大的时点已平稳渡过，完成全年 6.0%的目标难度较小。8 月调查失业率再度下行预示宽松进入尾声，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。6 月 18 日陆家嘴论坛上，易纲行长就前瞻性提出“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”；随后，第一财经日报刊登“余初心”文章再次提示金融风险苗头隐现，市场机构需要正确认识特殊政策的阶段性特征。当下，保就业目标基本完成，防范金融风险可能成为货币政策的首要目标。我们提示核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，时点提示关注 10 月底政治局会议。

图 1：预计三季度 GDP 实际增速+5.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 需求持续回暖，工业延续修复

在两个大循环持续利好的作用下，外需向好、内需回暖，工业生产将延续恢复态势，我们预计 9 月份工业增加值同比增速 6.0%，三季度增速 5.5%。

9 月份需求对工业相关行业的拉动在增强。在内需方面，第一，随着国内洪涝灾害逐渐消退，影响项目开工的不利因素得到消解，开工进度将提速回补，投资稳步回升将带动相关的行业需求回暖，例如水泥价格得到较大修复；第二，受制于“社交距离”的可选消费品和线下消费加快复苏，影院、线下培训等消费性服务业提升复工复产水平，带动文体娱乐等相关产业链修复。同时，消费政策继续发力助力商品、服务消费回暖，据第三方支付平台监测，2020 年全国“消费促进月”活动前两周全国商品消费和服务消费总额约 1.9 万亿元，环比增长 7.4%。

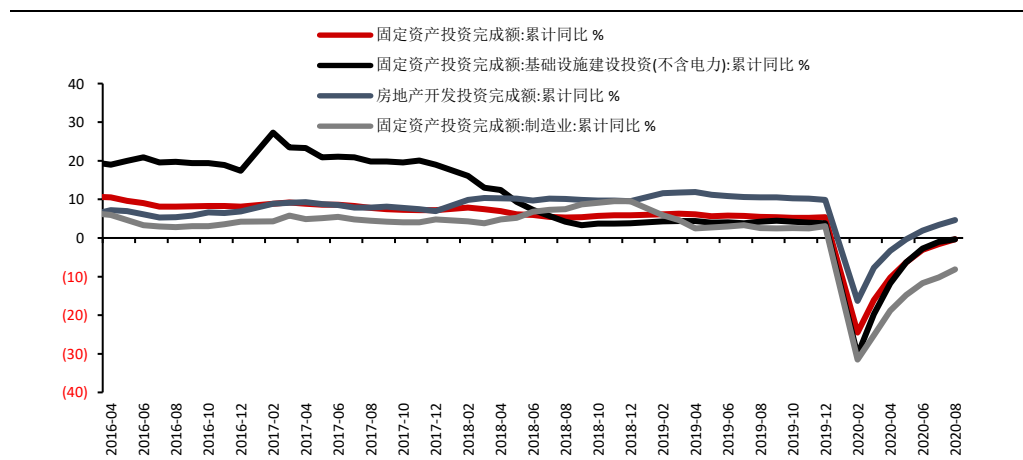
在外需方面，国内供给弥补海外供需缺口依然是对我国出口的有力支撑。9 月份海外疫情尚未受控，以及疫苗见效仍需时日，海外供给能力恢复有限，在短期内仍然会保持需求大于供给的态势。我国国内大循环通畅促使生产供给稳定，国外大循环助力我国生产能力释放，防疫物资、宅家消费品、高新技术产品等海外需求依然需要我国供给。9 月出口集装箱指数 CCFI 大幅上行，出口数据仍将有强劲表现。

从高频数据上看，9 月份汽车产销势头良好，半钢胎开工率、焦炉生产率维持高位，大幅高于去年同期，高炉开工率、钢材产量略有回调但依然高于去年同期，全国炼油厂开工率低于去年同期。部分高频数据边际放缓，但较大幅度超过去年同期水平的总体趋势未变，综合来看，工业生产将继续向好。

3. 投资继续修复，基建增速转正

预计 1-9 月整体固定资产投资增速在 0.7% 左右，较前值修复 1 个百分点，其中，制造业投资累计同比 -6.1%，较前值修复 2 个百分点，地产投资累计同比 5.5%，较前值修复 0.9 个百分点，基建投资累计同比 1%，较前值修复 1.3 个百分点，实现正增长。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 9 月增速分别为 11.1%、8.7% 和 5.7%，前值分别为 12%、4% 和 5%，地产投资仍然更具韧性，制造业投资继续抬升，基建投资当月增速相比上月有所回升。

图 2：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲

预计9月制造业投资增速将继续修复至-6.1%，较前值回升2个百分点，当月增速有望进一步提高。主要有几个方面支撑：第一，地产、基建投资增速前期改善幅度较大，尤其是地产投资增速高，制造业需求改善，企业利润快速修复，5月以来，工业企业利润当月同比增速维持正增长且增幅扩大，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业资金来源，除MPA考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，7、8月份，新增人民币贷款中企业中长期贷款占比分别达到60%和57%，较上半年30-40%的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-8月高技术制造业投资增长8.8%，较前值继续提高1.4个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长18.3%、7.8%。除此之外，当前投资累计同比增速为正的产业仅有黑色金属冶炼及压延加工业+12.7%、石油、煤炭及其他燃料加工业+4%，主要受益于基建地产投资的支撑及石油价格的回升，而消费品制造业、相关化工行业及设备制造业投资仍然为负且明显低于整体制造业，修复速度相对较慢。

总体看，制造业投资增速在部分行业的引领下，呈现加速修复态势，但以当前的增速向后推演，我们预计今年制造业投资转正的概率仍然不大，维持年末回升至-1%左右的判断。

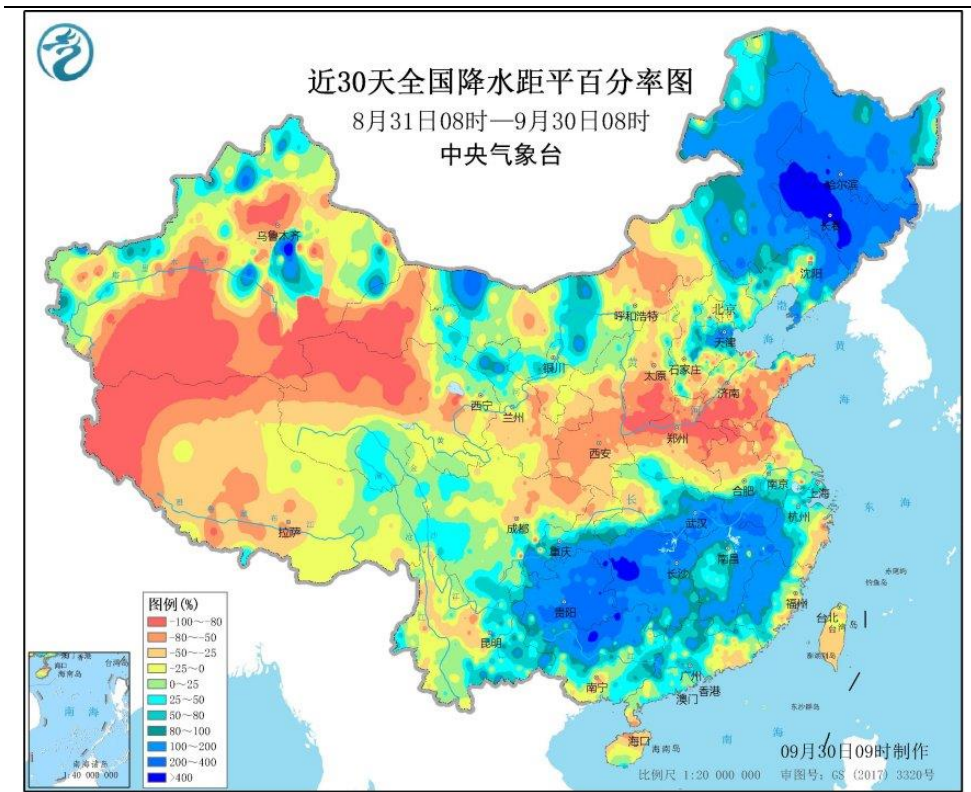
3.2. 外生扰动下降，基建加速转正

预计1-9月基建增速转正。在资金较为充裕的背景下，2020年基建投资回升的速度弱于预期，主因是受到较多外生扰动因素影响，财政支出效率较低、大面积降雨导致停工或施工强度下降等等，我们认为1-9月基建增速将转正达到1%左右，年内基建投资缓慢回升概率较高。

天气扰动影响逐步下降。根据中央气象台表示，2020年6月至8月，全国平均降水量373毫米，较常年同期（325毫米）偏多15%，为1961年以来历史同期次多，仅次于1998年（397毫米）。9月虽然部分地区仍有降雨影响，但较6-8月有一定转好，大部分地区降水量与往年接近，对基建的扰动影响可能逐步下降。

财政存款淤积问题仍需关注，扰动基建投资。今年以来财政政策强调积极发力，已动用赤字率、特别国债、专项债、减税降费等多项财政工具，累计资金使用超过11万亿，但也存在速率较慢、资金淤积等实际问题，5月金融机构财政存款单月增加13100亿元，7、8月再次分别新增4872、5339亿元，我们认为财政存款淤积对基建投资有一定扰动，这与今年财政的基本情况密切相关。今年财政表现出的主要特征是——收入较支出存在较大缺口，需要大量的国债、特别国债、地方政府一般债和专项债予以补充，由此带来的是整体财政资金运转效率和资金下沉速率下降，一定程度上导致了财政存款淤积，并扰动基建投资节奏。我们预计今年我国财政支出或呈现后置特征，Q3末至Q4财政支出有望加速，后续关注财政支出加速带动财政存款下行，将有助于带动基建投资的回升。

图 3：9 月东北、华中和华南降水量较多



资料来源：中央气象台，浙商证券研究所

注：降水距平百分比是指当前时段降水与同期平均状态的偏离程度。

3.3. 地产投资稳步上行

地产投资继续向上，预计 1-9 月房地产开发投资增速达到 5.5%。

建安投资渐强，一方面，Q3 以来地产销售和资金回款均有较好表现，地产销售滞后作用于企业的再投资行为，进而影响新开工、施工、竣工等数据，有助于建安投资回升；另一方面，老旧小区改造 Q3 起明显加速，也将对建安投资产生积极拉动。2020 年 1-8 月份，全国新开工改造城镇老旧小区 2.78 万个，占年度目标任务（约 3.9 万个）的 70.7%，较 7 月末提高了 14.3 个百分点。

拿地支撑适当放缓，一方面 7 月起房地产政策出现边际调整，表现在稳定核心城市房价、要求房企减负债等等，政策的边际变化对地方政府的供地节奏和数量、房企拿地积极性有一定扰动，未来拿地对投资的支撑作用将边际下滑；另一方面，我们认为因城施策的背景下，房地产政策的调整存在一定惯性，年内拿地对地产投资的拉动仍处在较高水平。

4. 消费价格稳定，工业价格修复

预计 9 月 CPI 同比+1.9%，前值+2.4%，猪肉价格见顶，CPI 加速回落；8 月 PPI 同比-1.8%，前值-2.4%，工业品价格持续修复。

4.1. 猪肉价格见顶，CPI 加速回落

我们预计 9 月份 CPI 环比+0.4%、同比+1.9%（前值+2.4%），食品项对 CPI 的拉动趋弱，非食品价格向疫情前水平收敛。

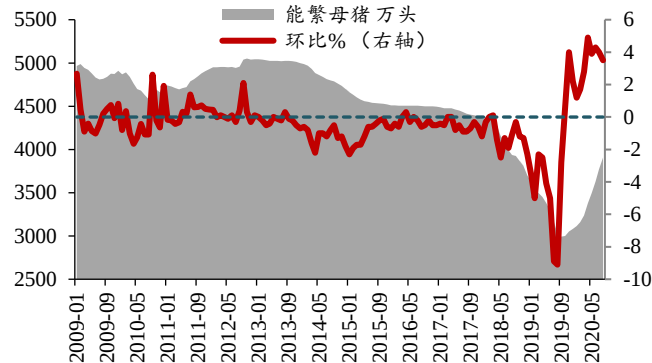
“猪周期”进入下行通道，猪肉价格已见顶回落。9 月份农业部口径猪肉批发价已开始波动下行，市场价 9 月中旬见顶后也开始回落。一方面，生猪存栏和能繁母猪存栏持续稳健回升，供给恢复速率虽慢但已显著高于去年同期，生猪产业链供给持续回暖；另一方面，猪肉需求虽有所回升，但难以强于去年同期水平，餐饮收入跌幅依然较深。在去年同期四季度猪价达到峰值的情形下，猪肉价格对 CPI 的拉动将迅速降低。

图 4：猪肉价格维持高位（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：能繁母猪已连续数月环比增长



资料来源：Wind，农业农村部，USDA，浙商证券研究所

蔬菜价格冲高回落，对于 CPI 的拉动作用将逐步趋弱。9 月强降雨和汛情等天气扰动因素消失，蔬菜生长、采摘和物流运输逐渐恢复正常，鲜菜价格开始从高位回落，我们前期判断的“难以形成长周期的价格趋势”开始兑现。供给有力保障，粮食价格保持稳定。9 月 23 日农业部表示，秋粮丰收已成定局，一方面来自于种植面积的增加，预计比上年增加 800 万亩，另一方面来自于，平均亩产的提高将近 2 公斤，产量有望高位增加，供给有力保障，粮食价格保持稳定。

非食品价格出现一定积极信号，非食品价格向疫情前水平收敛。一方面，国内疫情逐渐平息，局部小规模复发常态化成熟处理，叠加疫苗落地在即，教育文娱和生活服务消费场景限制逐渐减少，电影院、剧院、体育比赛等有序开放，线下消费修复速度加快。另一方面，临近双节，旅游需求快速增长，婚庆、年会等活动出现补偿性增长，飞机票和宾馆住宿价格都有所提振，助力非食品项逐步恢复。

4.2. 价格上涨趋缓，PPI 小幅修复

我们预计 9 月份 PPI 环比+0.3%，同比-1.8%，PPI 低斜率修复。

9 月原材料价格修复放缓，原油价格震荡走弱，铁矿石和有色金属价格冲高回落，疫情对于供给端的影响趋弱，全球进入疫情适应状态下的经济弱复苏，价格变动幅度预计将有所收窄。

展望四季度，供给收缩不可持续、需求侧没有超预期强劲政策刺激的前提下，PPI 将延续低斜率修复趋势，预计年底收复至-1.3%~-1.5%附近。一方面，我国本轮逆周期政策

定力十足，坚持“房住不炒”、不搞“大干快上”，主要是为了保就业和市场主体，投资的对冲力度不足将实体经济提振至供需过热的状态，一旦就业目标完成，货币政策首要目标可能前瞻性得切换到金融稳定，在6月18日的陆家嘴论坛中已出现类似论述。另一方面，海外国家仍未出现工业需求的重要引擎，美国新一轮的财政刺激政策难产，印度疫情屡创新高，欧洲疫情二次爆发，全球范围内大规模的基建计划短时间内难以落地。

5. 消费信心恢复，社零持续改善

预计9月份社会消费品零售总额同比增速+3.3%，消费持续向上改善。其一，国内大循环畅通之后，经济渐进修复、需求企稳向好，失业压力亦有所缓和，居民可支配收入随之稳步提升，消费能力和消费意愿逐步增强，从M0数据同比下行也可以看出居民持有预防性现金的意愿有所下降。其二，国内疫情已然平息，局部小规模复发后的处理方式也相对成熟，线下消费场景限制逐渐减少，电影院、剧院、体育比赛等有序开放，受制于“社交距离”的可选消费品开始复苏，包括餐饮、纺织服装等。其三，商务部牵头组织各地于9月9日到10月8日举办“消费促进月”活动，各地的消费刺激政策对于消费回暖亦有一定帮助。

进入“金九银十”传统旺季，汽车消费有望持续良好表现。乘用车方面，据中国汽车流通协会数据，目前车市消费刺激政策的省份覆盖率已超过50%，政策力度和经销商促销力度环比7-8月上升，推动乘用车需求释放；商用车方面，根据中汽协数据，9月上旬11家重点企业商用车销量同比增长16.8%，受益于政策红利与投资需求，商用车需求增长依然强劲。

6. 灵活就业助力，失业情况缓和

预计9月全国调查失业率5.5%，较8月再降0.1个百分点，同比去年高0.4个百分点。7-8月份毕业季调查失业率未出现明显上行，全年失业率压力最大的时点已平稳渡过，9月PMI从业人员指数环比改善，失业压力持续缓解，完成全年6.0%的目标难度较小。

图 6：预计 9 月全国城镇失业率 5.5%

图 7：工业企业利润修复，失业率中枢有望下行

—— 工业企业·利润总额·累计同比 %

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_2244

