分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

经济修复继续，“宽信用+稳货币”格局或延续

——三季度经济和金融数据解析

主要观点：

经济基本面：经济增速继续走高，服务业较年前仍有差距。据统计局数据，2020 年 3 季度 GDP 同比增速 4.9%，较 2 季度增速继续回升，但还未恢复到 2019 年年末的水平。服务业中餐饮住宿、交运、批零、商务服务等项目前仍受疫情防控常态化约束，我们估计 2 四季度的实际 GDP 增速将较三季度继续改善，但仍会低于疫情前。**规模以上工业增加值增速逐月回升。** 9 月单月同比增速继续上行至 6.9%，其中制造业增加值同比增速显著反弹至 7.6%，印证全国制造业 PMI 生产指数创 18 年以来同期新高。**固定资产投资增速继续回升。**1-9 月固定资产投资累计增速为 0.8%，由负转正，其中房地产、制造业投资表现较强，基建增速不及预期或由于优质项目缺乏和棚改对资金分流的影响导致。**消费继续转好。**1-9 月社会消费品零售总额下滑 7.2%，跌幅较上月收窄 1.4 个点，9 月单月同比增长 3.3%，显示消费快速好转。值得注意的是汽车零售增速为 11.2%，连续三个月在 11%以上的高增长区间。**出口保持韧性，进口大幅回升。**9 月我国美元口径下出口总额同比增速 9.9%，较 7、8 月均有提升，其中防疫相关物资如纺织制品和医疗仪器及器械出口增速继续回落，但仍处较高水平，其他主要品类呈现改善态势。**CPI 如期下行，PPI 跌幅收窄。**整体来看，当前没有显著的通缩压力，PPI 和企业盈利仍在震荡修复的周期中；猪周期下行背景下国内也没有显著的通胀压力，因此通胀不是年内的敏感变量。

金融条件：社融连续超预期，企业中长贷和政府债券是主要贡献。居民中长贷和企业中长贷均显著多增，且强于季节性，指向地产销售景气度延续和企业投资活动加速回暖。**M1 同比继续提高，M2 同比重新回升。**三季度 M1 月度同比拾级而上，升至 8.1%，指向企业流动性持续向好。广义货币 M2 同比继 7、8 两个月回落后重新升至 10.9%，主要原因包括信贷的继续扩张以及财政的加速投放。根据全年政府债券发行计划，政府债将继续保持多增，而长期贷款利率下调也将刺激居民继续加杠杆，企业盈利尚未完全修复，企业融资需求仍将保持，预计社融和货币增速将保持上升态势。

展望四季度：经济继续修复是大概率事件。海外方面，尽管疫情出现二次反弹，但死亡率没有增高，疫情对经济复苏的影响有限，未来欧美发达国家经济复苏带来外需进一步改善将拉动我国出口增速走高。国内方面，服务业与疫情之前相比仍存在较大缺口，旅游、餐饮、电影等消费类项目较三季度仍有回补的动力。三季度投资端内生动力恢复强劲，和投资项目施工关联紧密的挖掘、重卡持续大卖，或意味着后续投资增速也不弱。**货币政策依然中性。**9 月 25 日召开的央行三季度例会继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。10 月 20 日公布的最新 LPR 与上月持平，已经连续 6 个月保持不变。加上 10 月 21 日央行行长易纲在金融街论坛上指出“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观

杠杆率波动，未来我国将尽可能长时间实施正常的货币政策”，货币边际转松的可能性继续下降。另一方面，央行表示 8-12 月金融部门还将继续为市场主体减负约 6000 多亿元，在经济尚未回到合理区间且通胀上行风险不显著的背景下，货币政策也未到收紧之时，大概率将继续保持中性，**由此来看，我国本轮信用扩张周期尚未结束。**

风险提示：宏观经济下滑、通胀压力加大、外部压力加大

目录

一、三季度经济继续修复.....5

二、三季度金融条件仍然宽松.....10

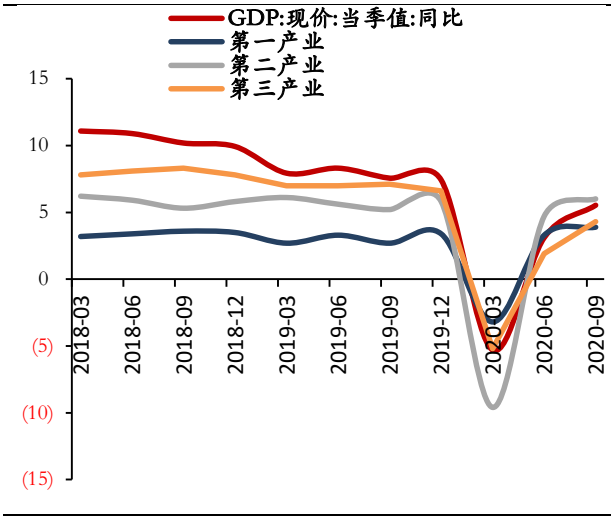
三、展望四季度：“宽信用+稳货币”格局延续.....11

图表 1 GDP 当季同比（%） 5
图表 2 GDP 当季同比：分行业（%） 5
图表 3 规模以上工业增加值：当月同比（%） 6
图表 4 行业增加值：当月同比（%） 6
图表 5 固定资产投资：累计同比（%） 7
图表 6 固定资产投资：累计同比：分行业（%） 7
图表 7 工程机械销量同比变动情况（%） 7
图表 8 社零总额：当月同比（%） 8
图表 9 零售额：当月同比（%） 8
图表 10 出口金额：当月同比（%） 8
图表 11 进口金额：当月同比（%） 8
图表 12 主要经济体 PMI（%） 8
图表 13 CPI：同比（%） 9
图表 14 CPI 食品项：分类环比（%） 9
图表 15 CPI 非食品项：分类环比（%） 10
图表 16 PPI：同比（%） 10
图表 17 PPI：环比（%） 10
图表 18 主要工业品指数 （美元/桶(右轴)） 10
图表 19 新增社融：同比多增（亿元） 11
图表 20 新增人民贷款：同比多增（亿元） 11
图表 21 财政资金下发情况（亿） 11

一、三季度经济继续修复

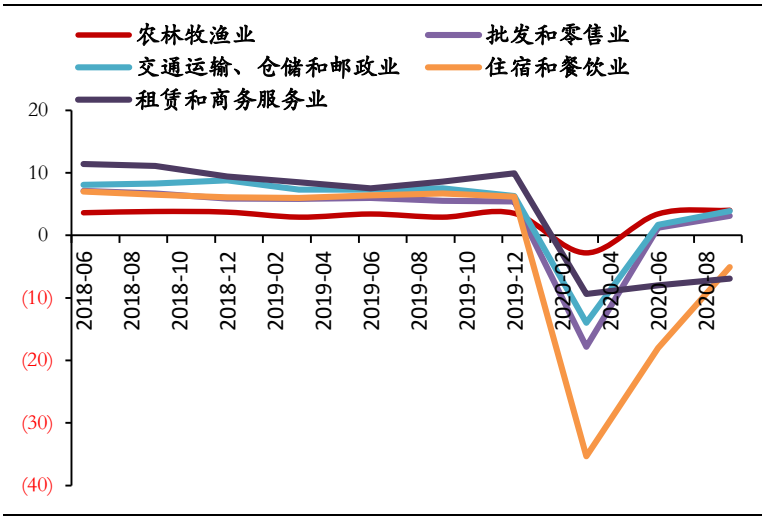
经济增速继续走高，服务业较年前仍有差距。据统计局数据，2020 年 3 季度 GDP 同比增速 4.9%，较 2 季度增速继续回升，但还未恢复到 2019 年年末的水平。从生产端看，三季度一、二、三产业增加值同比增长 3.9%、6%、4.3%，增速同步回升，其中第一、二产业增速已超过上年年末水平，第三产业增速明显改善，但与上年末仍有差距，服务业中餐饮住宿、交运、批零、商务服务等项目前仍受疫情防控常态化约束，实质性打开这一过程或将有待于疫苗正式上市。我们估计 2020 年四季度的实际 GDP 增速将较三季度继续改善，但仍会低于疫情前。

图表 1　GDP 当季同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

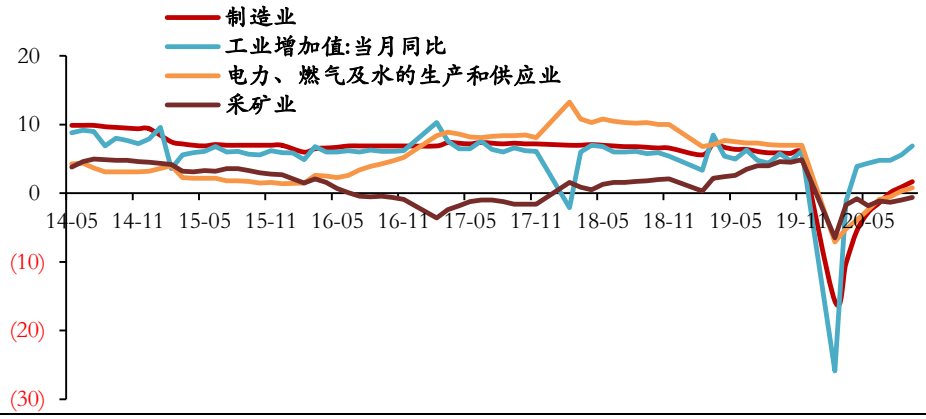
图表 2　GDP 当季同比：分行业（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

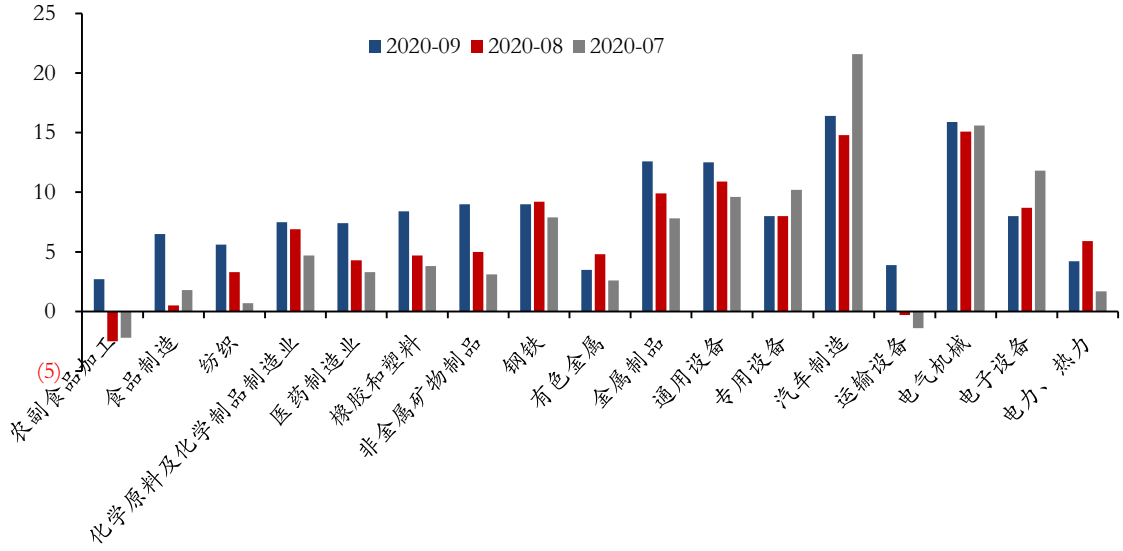
规模以上工业增加值增速逐月回升。 9 月单月同比增速继续上行至 6.9%，其中制造业增加值同比增速显著反弹至 7.6%，印证全国制造业 PMI 生产指数创 18 年以来同期新高。分行业看，下游消费品类行业增速恢复较快，食品制造、纺织、医药增加值增速均有回升，汽车增速也由降转升，中游装备加工类行业增速普遍上行；中游原材料类行业中，钢铁、有色高位略降，建材走高；上游采矿业增速小幅回升。

图表 3 规模以上工业增加值：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

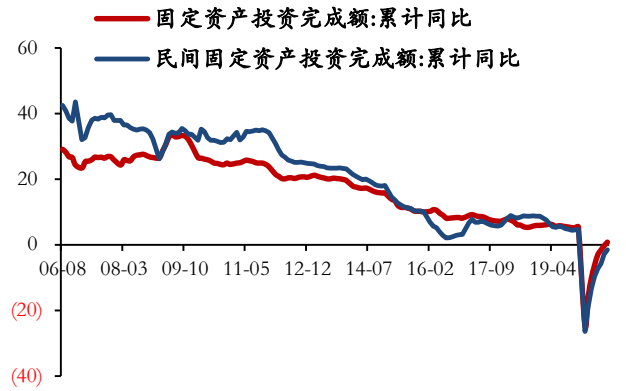
图表 4 行业增加值：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

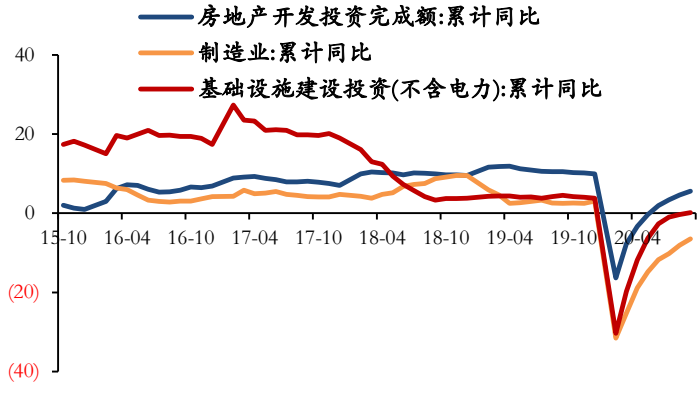
固定资产投资增速继续回升。1-9 月固定资产投资累计增速为 0.8%，由负转正，民间投资累计增速-1.5%，较二季度末大幅收窄 5.8 个点，指向内生投资动力复苏。分行业看，房地产、制造业投资表现较强，制造业投资累计增速为-6.5%，跌幅较上月收窄 1.6 个点；房地产投资累计增速为 5.6%，增速较上月提升 1.0 个点；基础设施投资（不含电力）累计增速为 0.2%，增速较上月提升仅 0.5 个点。基建增速不及预期或由于优质项目缺乏和棚改对资金分流的影响导致。7-8 月专项债中棚改占比快速升至 30%，9 月进一步提升至 36%，专项债投向棚改领域的提高对地产投资的正面拉动大于对基建的拉动。

图表 5 固定资产投资：累计同比（%）



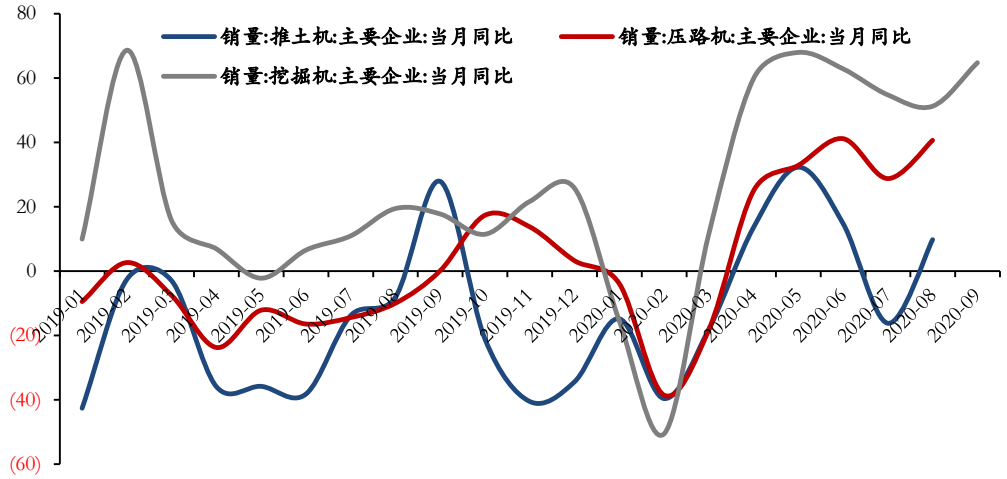
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 6 固定资产投资：累计同比：分行业（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

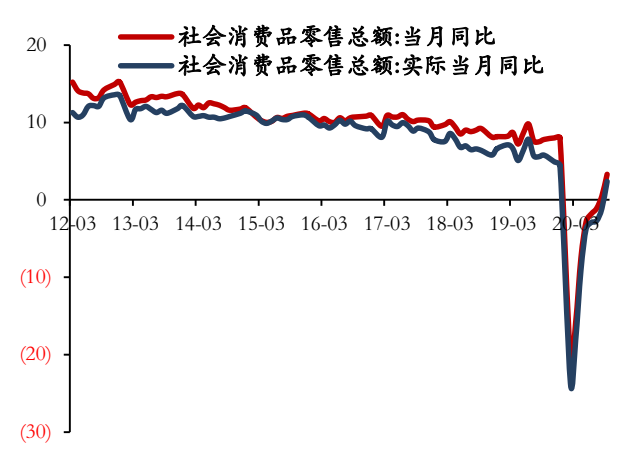
图表 7 工程机械销量同比变动情况（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

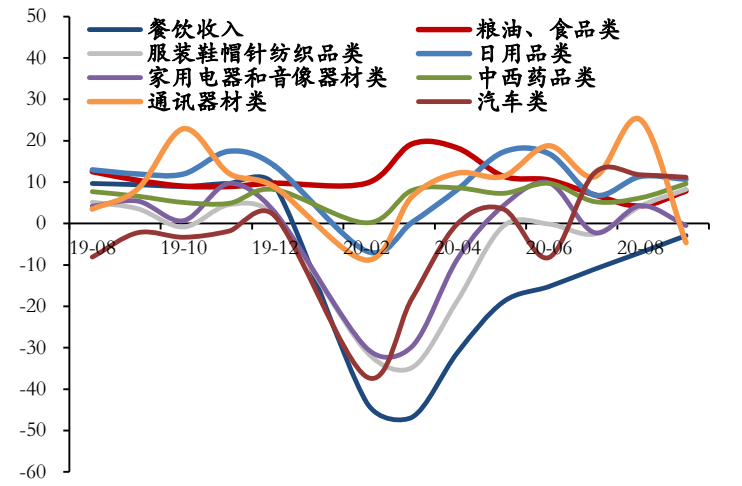
消费继续转好。1-9 月社会消费品零售总额下滑 7.2%，跌幅较上月收窄 1.4 个点，9 月单月同比增长 3.3%，显示消费快速好转。分品类看，食品类、药品类、日用品等必选消费保持韧性；服装鞋帽增速为 8.3%，大幅高于上月的 4.2%，亦高于疫情之前的趋势值。烟酒类同比增速为 17.6%，这里面可能包含低基数影响，但环比 37.5%亦明显强于季节性。餐饮继续回升，本月为-2.9%，高于上月的-7.0%，但仍未摆脱负增长区间。此外，值得注意的是汽车零售增速为 11.2%，连续三个月在 11%以上的高增长区间。

图表 8 社零总额：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

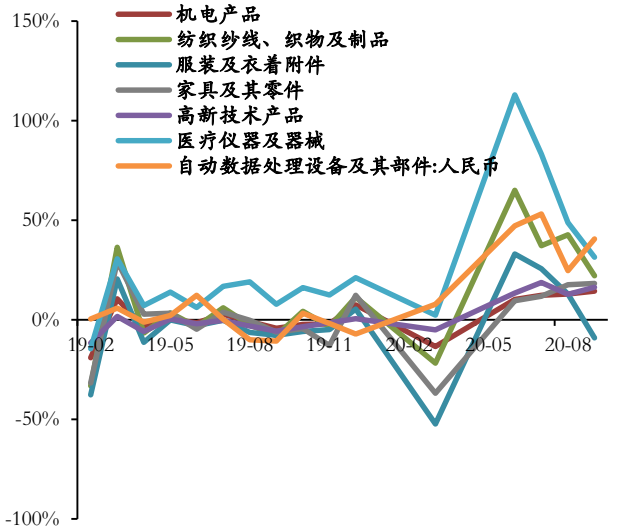
图表 9 零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

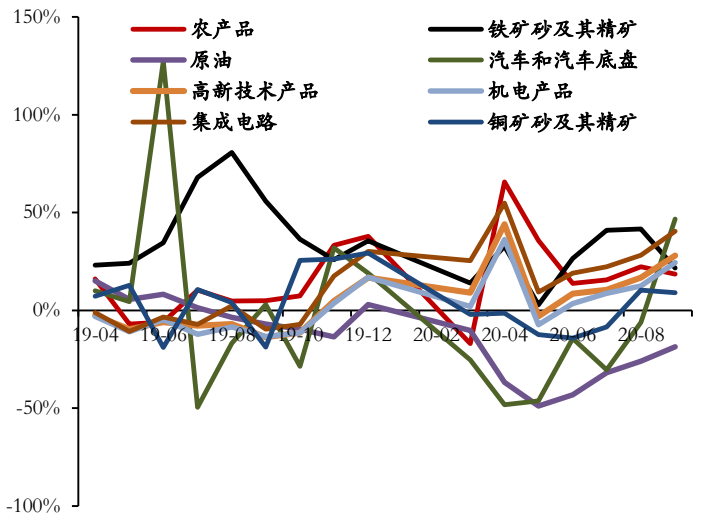
出口保持韧性，进口大幅回升。9 月我国美元口径下出口总额同比增速 9.9%，较 7、8 月均有提升，其中防疫相关物资如纺织制品和医疗仪器及器械出口增速继续回落，但仍处较高水平，其他主要品类呈现改善态势。尽管海外部分国家疫情出现“二次反弹”，本轮海外各国普遍采取较为温和的防控封锁措施，因而并未明显打断主要国家经济恢复的脚步，外需景气度继续向好，我国出口韧性有望继续保持。9 月进口同比增速回升至 13.2%，较前值大幅提升 15.3 个点。从品种看，进口农产品、铁矿石同比增速企稳，铜、汽车、集成电路同比明显回升，进口原油增速降幅明显收窄。预计随着国内经济持续修复，未来进口增速仍有望保持高位。

图表 10 出口金额：当月同比（%）



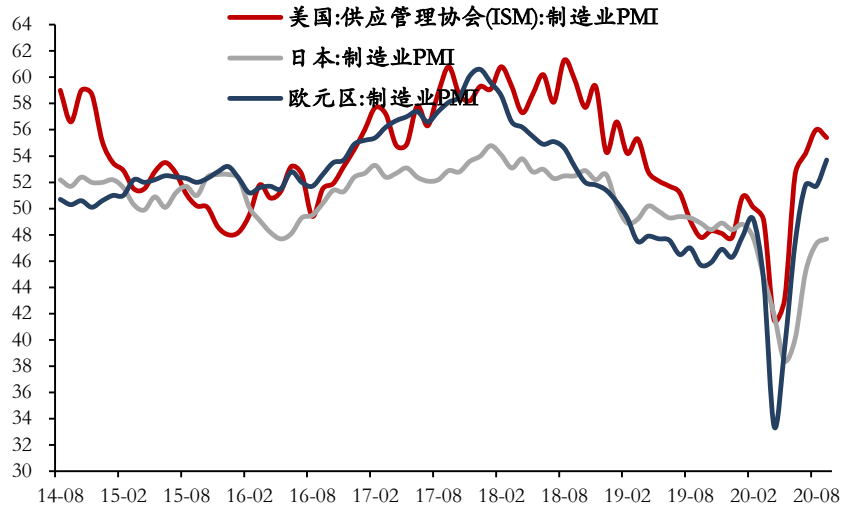
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 进口金额：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

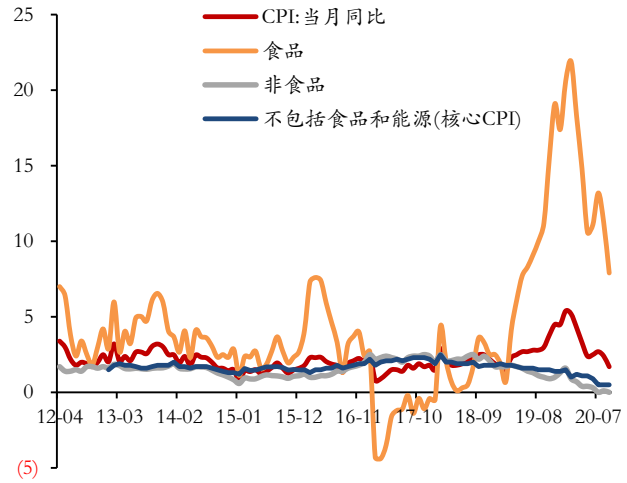
图表 12 主要经济体 PMI（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

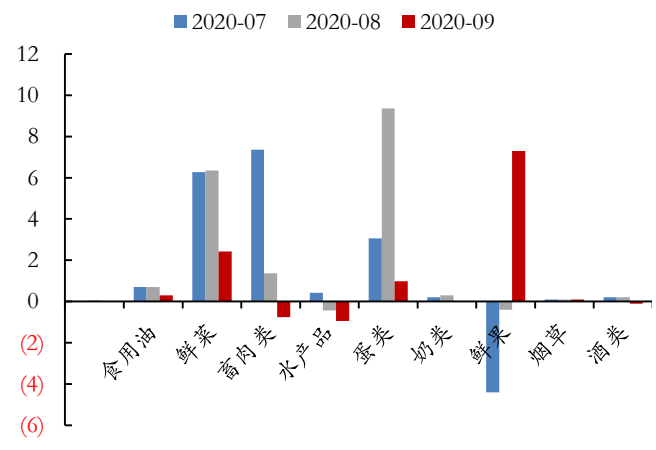
CPI 如期下行，PPI 跌幅收窄。9 月 CPI 同比上涨 1.7%，环比上升 0.2%，同比环比增速均连续两个月下滑。食品项同比增速显著回落，主要受生猪产能释放、供求格局开始切换影响，猪价或进入下行通道。鲜果鲜菜三季度涨幅较大，主要受洪涝台风等天气因素和双节拉动的需求增长影响，涨幅偏高强于季节性。非食品项方面，交通工具项受油价下跌影响环比转负，文教娱乐受益于经济复苏环比转正。 三季度 PPI 单月同比增速经历了跌幅收窄到扩大的波动，主要是由于美元指数的波动及欧美疫情反弹导致大宗商品价格波动。9 月 IPE 布油价格月均值由上月的环比上行 4.2%变为环比下行 6.7%。同比由 8 月的-23.7%大幅回落至-31.8%，但整体读数较二季度有所收窄。PPI 生活资料同比增速由正转负，或与下游企业为双节降价促销有关。整体来看，当前没有显著的通缩压力，PPI 和企业盈利仍在震荡修复的周期中；猪周期下行背景下国内也没有显著的通胀压力，因此通胀不是年内的敏感变量。

图表 13　CPI：同比（%）



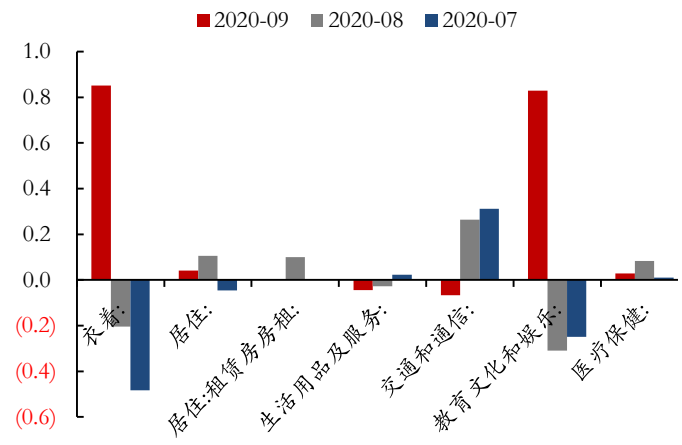
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14　CPI 食品项：分类环比（%）



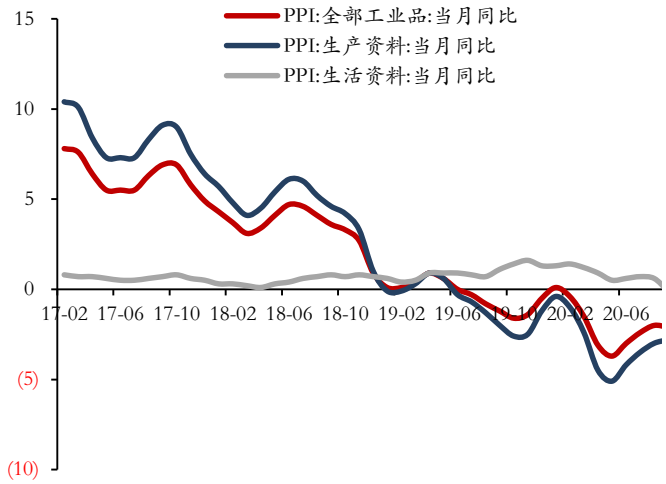
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 CPI 非食品项：分类环比（%）



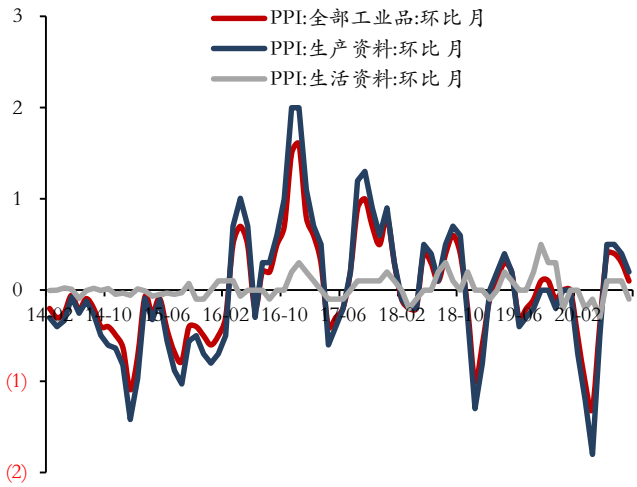
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 PPI：同比（%）



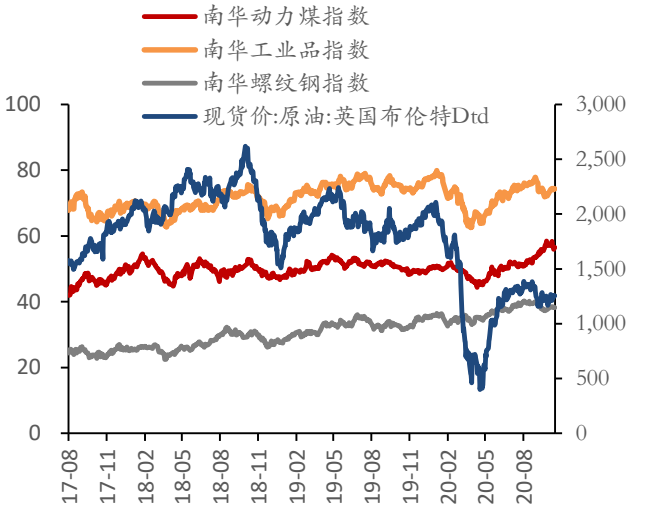
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 PPI（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 主要工业品指数 （右轴：美元/桶）

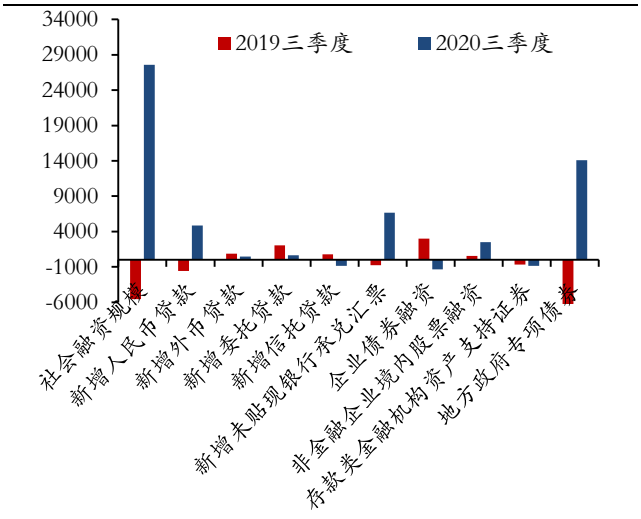


资料来源：Wind，万和证券研究所

二、三季度金融条件仍然宽松

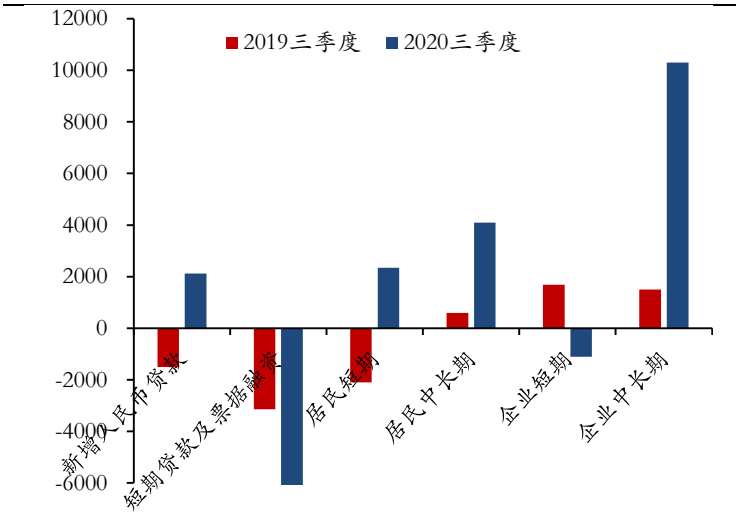
社融连续超预期，企业中长贷和政府债券是主要贡献。第三季度新增社融 8.76 万亿元，同比多增 2.76 万亿元。其中，新增人民币贷款 4.36 万亿元，同比多增 4800 亿元,居民中长贷和企业中长贷均显著多增,且强于季节性，指向地产销售景气度延续和企业投资活动加速回暖。新增政府债券 2.94 万亿元，同比多增 1.41 万亿。9 月社融存量增速继续回升至 13.5%，较 8 月回升 0.2 个百分点，创 18 年以来的新高。根据全年政府债券发行计划，政府债将继续保持多增，而长期贷款利率下调也将刺激居民继续加杠杆，企业盈利尚未完全修复，企业融资需求仍将保持，预计社融将保持回升态势。

图表 19 新增社融：同比多增（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

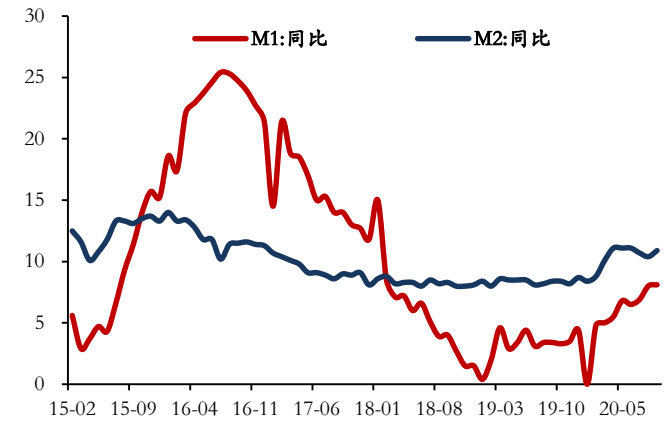
图表 20 新增人民贷款：同比多增（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

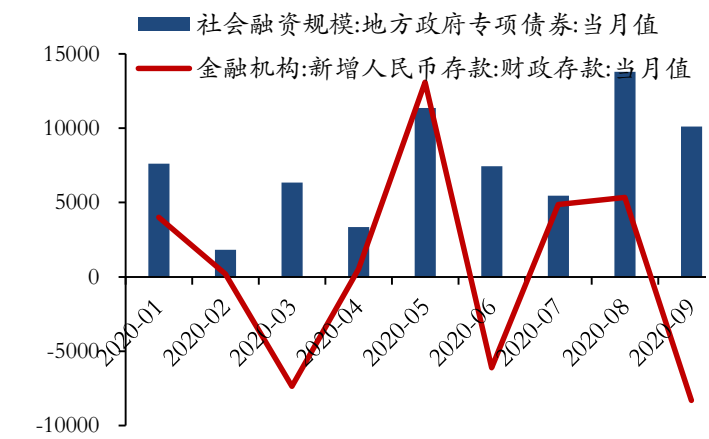
M1 同比继续提高，M2 同比重新回升。三季度 M1 月度同比拾级而上，升至 8.1%，指向企业流动性持续向好。广义货币 M2 同比继 7、8 两个月回落后重新升至 10.9%，主要原因包括信贷的继续扩张以及财政的加速投放。政府债融资对今年社融增速走高的拉动作用较大，8-9 月政府债净融资规模较高，但财政存款下发速度偏慢，导致部分财政资金难以及时转化为企业存款，拖累广义货币增速。预计随着企业部门经济活动进一步复苏及财政投加快，货币增速有望保持上行。

图表 21 货币供应量：同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 22 财政资金下发情况（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

三、展望四季度：“宽信用+稳货币”格局延续

四季度经济继续修复是大概率事件。海外方面，尽管疫情出现二次反弹，但死亡率没有增高，疫情对经济复苏的影响有限，未来欧美发达国家经济复苏

带来外需进一步改善将拉动我国出口增速走高。国内方面，服务业与疫情之前相比仍存在较大缺口，旅游、餐饮、电影等消费类项目较三季度仍有回补的动力。三季度投资端恢复强劲，特别是民间投资修复，或意味着后续投资增速也不弱。

货币政策依然中性。9 月 25 日召开的央行三季度例会继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。10 月 20 日公布的最新 LPR 与上月持平，已经连续 6 个月保持不变。加上 10 月 21 日央行行长易纲在金融街论坛上指出“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，未来我国将尽可能长时间实施正常的货币政策”，货币边际转松的可能性继续下降。另一方面，央行表示 8-12 月金融部门还将继续为市场主体减负约 6000 多亿元，在经济尚未回到合理区间且通胀上行风险不显著的背景下，货币政策也未到收紧之时，大概率将继续保持中性，由此来看我国本轮信用扩张周期尚未结束。

四、风险提示

宏观经济下滑、通胀压力加大、外部压力加大等

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn