换挡提速

——2020 年三季度及 9 月经济数据点评

一、三季度 GDP：增速上行，但幅度略逊预期

GDP 单季同比增速持续上行，但低于市场预期（5.2%），第三产业恢复偏慢是拖累 GDP 增长的主要原因。2020 年三季度，我国 GDP 增速保持上行，以不变价计，GDP 初步核算数为 26.6 万亿元，同比增长 4.9%，较二季度提升 1.7pct。分产业看，三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一、二产业已基本恢复至疫前水平，但第三产业仍受较大影响，4.3%的当季同比增速显著低于往年水平（去年同期 7.1%）。

9 月经济数据回暖趋势持续，修复斜率边际上行，动能转换趋势显现，基建和房地产投资作为前期经济恢复的主要支撑点，增长遭遇瓶颈，消费和制造业投资修复速度则显著提升。9 月规模以上工业增加值当月同比 6.9%（前值 5.6%，市场预期 5.8%）；社会消费品零售总额当月同比 3.3%（前值 0.5%，市场预期 2.3%）；城镇固定资产投资额累计同比 0.8%（前值-0.3%，市场预期 0.9%），其中基建投资同比 2.4%（前值 2.0%），房地产投资同比 5.6%（前值 4.6%），制造业投资同比-6.5%（前值-8.1%）。

二、工业生产：活跃度进一步提升

工业生产活跃度超预期提升，制造业部门贡献最大。尽管去年同期基数较高，但 9 月规模以上工业增加值增速仍大幅提升至 6.9%，环比增加 1.3pct。**制造业增长加速是推动工业生产上行的主要动力**（9 月同比 7.6%，前值 6%）。其他方面，采矿业增加值同比小幅上涨（9 月同比 2.2%，前值 1.6%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落（9 月同比 4.5%，前值 5.8%）。

内外需求双双回升，带动企业生产加速，部分行业进入补库存阶段。内需方面：一是基建、地产相关行业持续保持景气，钢铁、水泥、专用设备等行业回升显著；二是汽车产业链增长延续，带动汽车制造、通用设备、电气设备等行业持续修复；三是国内消费需求修复提速，下游消费品生产回暖。外需方面，出口保持高增长，防疫物资和“宅经济”产品

增速有所回落，但仍处于高位，传统出口商品加速回升，带动相关行业生产增长。

前瞻地看，考虑到内外需求回升趋势短期内不会发生改变，部分行业已经开始主动补库存，再加上制造业投资加速，工业生产有望保持高增速。

三、固定资产投资：保持景气

1-9 月，全国城镇固定资产投资同比增速为 0.8%，较前值回升 1.1pct，9 月固定资产投资单月同比 7.5%，较前值下降 0.1pct。

（1）房地产：韧性十足

尽管调控政策不断加码，但房地产投资和销售仍然保持较高增速，显示出较强的韧性。1-9 月房地产投资同比增速较前值提升 1 pct 至 5.6%，9 月房地产投资当月同比增长 12%，较前值提升 0.2pct。

房地产销售面积和金额累计同比增速保持上行，但增幅有所放缓，开发商资金情况持续好转。1-9 月商品房销售面积同比-1.8%，较前值提升 1.5pct；销售金额同比 3.7%，较前值提升 2.1pct；开发商资金来源同比增长 4.4%，较前值提升 1.4pct。

房企拿地缩量加价，施工面积增速小幅下滑，新开工同比降幅有所收窄，竣工面积降幅扩大。土地购置面积同比-2.9%，跌幅较前值扩大 0.5pct；土地成交价款累计同比 13.8%，较前值增长 2.6pct；房屋施工面积累计同比增长 3.1%，增速较前值下降 0.2pct；新开工面积累计同比-3.4%，较前值提升 0.2pct；竣工面积累计同比-11.6%，较前值下降 0.8pct。

整体来看，受房地产市场景气度延续带动，9 月房地产投资仍具韧性，年内有望继续保持较高增速。不过由于“房住不炒”的总基调未发生变化，调控政策不断加码，将对房地产投资增速进一步上行构成制约。我们仍然维持房地产“上有顶，下有底”的判断。

（2）基建：持续下行

9 月基建投资恢复速度进一步放缓，增速未达预期。1-9 月基建投

资同比增速为 2.4%，较前值提升 0.4pct，从单月投资增速来看，6 月以来单月同比增速连续下滑，8 月增速回落至 4.8%，较前值下滑 2.2pct。

多方面原因导致基建投资增速不及预期：一是财政资金投放速度偏慢，导致基建资金从源头上受到制约；二是专项债资金可能出现淤积，或未用作基建投资；三是社会配套资金相对有限，虽然城投债和中长期贷款增速较高，但其与基建投资的相关性有所减弱，表明资金并未流入项目建设中去；四是项目落地和施工落后于年初的规划。

前瞻地看，考虑到上述问题在四季度出现大幅改善的可能性不大，再加上进入冬季后北方地区停止施工，未来几个月基建投资或维持弱增长。

（3）制造业：连续改善

制造业投资增速上行的拐点已经确立。9 月制造业累计同比增速较前值提升 1.6pct 至-6.5%，当月投资增速虽环比小幅回落，仍达到 3%，远超前两个季度的平均水平。医药、黑色、电子设备等行业仍然是投资增长的主要来源。

需求上行推动企业利润修复是制造业投资改善的主要动力。随着国内国际需求的回暖，规模以上工业企业利润已实现连续 4 个月正增长，8 月当月增速达到 19.1%，为制造业投资提供重要支撑。**融资环境改善也是制造业投资回升的重要原因，**随着前期金融支持实体经济政策的不断落地，企业融资成本大幅降低，受此激励，企业中长期贷款占比显著提升。

未来受需求回暖、企业利润上升和低利率宽信用的推动，制造业投资有望持续改善，制造业投资向上修复的大方向不变，且修复速度将有所提升。

四、消费：加速回升

9 月社会消费品零售总额单月同比增速达到 3.3%，高于市场预期，且增速扩张幅度持续增加，受此影响，1-9 月社零累计同比跌幅加速收

窄，至-7.2%。

前期制约消费增长的因素正逐渐消解：首先，企业生产和经营状况持续好转，带动居民收入回升，前三季度居民实际人均可支配收入增长0.6%，增速实现由负转正，收入增加推动居民消费增长；其次，线下消费场景受疫情影响程度逐渐减弱，进入三季度，随着常态化防疫措施的不断完善，疫情对旅游、出行、电影、餐饮等消费的约束降低，部分服务业消费快速回升。

前瞻地看，四季度消费将继续复苏。一方面，疫情对消费的制约已大幅缓释，未来绝大部分消费场景都将陆续恢复。另一方面，随着居民收入逐步修复，居民消费支出的能力和意愿都有所增长，在低基数等背景下，消费增长仍将继续改善。

五、结论：修复加速，动能转换

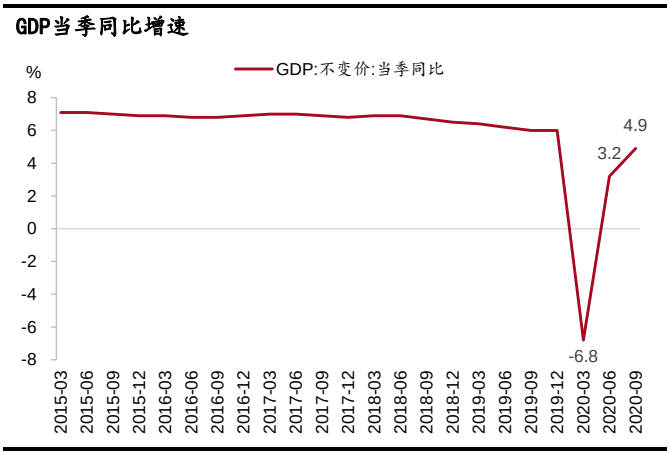
虽然三季度 GDP 增速稍低于预期，但从其内部结构来看，大多数经济数据逐月好转，修复斜率重新上行趋势明显。9 月经济修复情况好于预期，工业生产同比超预期增长，生产端已基本恢复至疫前水平；固定资产投资仍然是经济修复的重要支撑，房地产投资增速保持稳定，基建投资增速持续放缓，制造业投资延续了上个月开始的高增长；消费增长高于预期，并逐渐加速。

未来经济将进一步向潜在增长趋势回归，随着经济政策常态化，基建和房地产投资在修复中的作用将逐渐弱化，而主要由市场力量驱动的制造业投资和居民消费将加速上行，成为经济进一步复苏的主要动力。

（评论员：谭卓 步泽晨 黄翰庭）

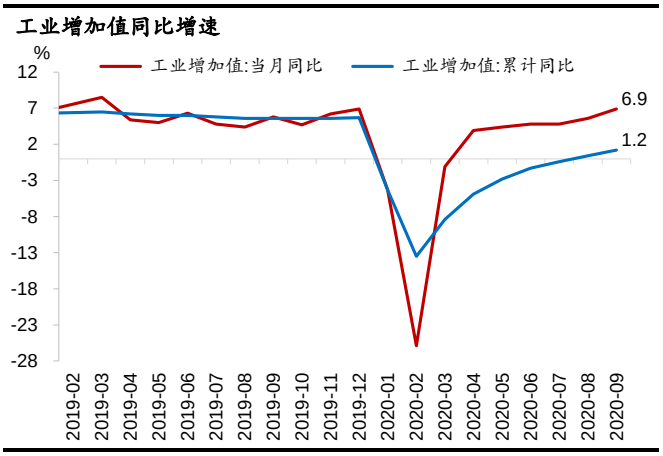
附录：

图 1：疫后 GDP 增速持续回升



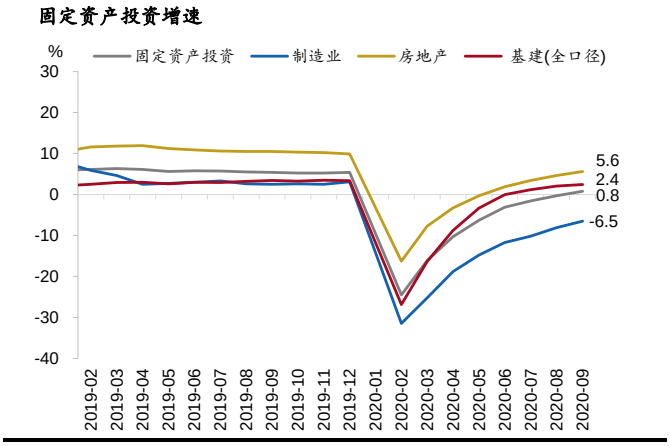
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：工业生产超预期增长



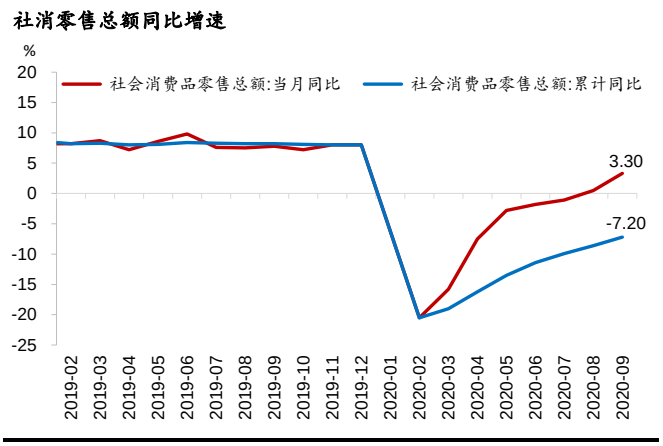
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：固定资产投资增速保持高位



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：消费加速回升



资料来源：WIND、招商银行研究院