2020 年 10 月 19 日

经济动能的“错位”和“收敛”

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

重申观点：疫情背景下，经济的修复不可能一蹴而就；不同经济部门的修复，皆是从“错位”到“收敛”的过程。未来一段时间，三条逻辑链值得关注：（1）外需持续改善，对外贸链相关行业的拉动；（2）后疫情时代，居民线下服务消费的逐步修复；（3）基建、地产投资的高点或已出现，未来韧性仍在、弹性有限。

● **经济增长：3 季度经济增速继续回升，消费和净出口对经济增长的拉动增强**

3 季度 GDP 当季继续回升，第二、三产业齐齐发力。3 季度 GDP 同比增长 4.9%，较前值继续修复 1.7 个百分点。三次产业中，第二产业 GDP 同比增长 6%、较 2 季度抬升 1.3 个百分点，已恢复至疫前水平（2019 年 4 季度 GDP 增速 5.8%），工业和建筑业均有明显拉动；第三产业增速 4.3%、较 2 季度上升 2.4 个百分点。

终端需求来看，消费、净出口对经济增长的拉动增强，资本形成的拉动边际减弱。7 月以来，居民消费加快修复、出口链景气明显回暖、成为经济增长的重要驱动。3 季度，最终消费拉动经济增长 1.7 个百分点（2 季度拖累 2.3 个百分点）、净出口拉动 0.6 个百分点，资本形成拉动 2.6 个百分点、较 2 季度下降 2.4 个百分点。

● **工业生产：设备制造、消费制造类行业产出增长加快，外贸链逻辑继续体现**

9 月工业生产加快，中、下游多数制造业生产活跃度提升。9 月，工业增加值当月同比 6.9%、较前值抬升 1.3 个百分点；其中，制造业产出增长 7.6%、抬升 1.6 个百分点。细分制造业中，中游设备制造、下游消费制造类多数行业产出增长加快，以食品制造、铁路船舶运输设备、纺织等最为显著；相较之下，黑色和有色金属压延等上游原料增长放缓，仅非金属矿物制品生产加快、或与竣工等有关。

主要工业品产量来看，机电和纺织品产量增长明显加快，外贸改善逻辑继续体现。9 月，工业机器人、金属切削机床、集成电路等产量加快增长，以布为代表的纺织品产量跌幅进一步收窄，或受到近期外贸链相关行业出口改善提振。粗钢、有色、水泥等建筑材料，9 月产量增速虽有抬升，但边际改善幅度已较前期放缓。

● **终端需求：基建、地产投资动能高点或已出现；居民线下服务消费加快改善**

9 月投资增速小幅回落，基建、地产动能让位制造业投资修复。1-9 月投资累计同比 0.8%，估算当月同比 7.5%（8 月 7.6%）。主要分项中，基建投资当月同比增速回落 2.2 个百分点至 4.8%、地产投资同比增速年内首次下滑 0.2 个百分点至 11.9%；制造业投资同比增长 3%，连续第二个月实现正增长，其中汽车制造业投资增速止跌回升、医药和农副食品投资维持两位数增速。**伴随交付逻辑对地产投资的支持逐步兑现等，基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性或有限。**

居民消费加快修复，竣工链可选实物、线下服务消费等值得持续关注。9 月社零同比增长 3.3%，较前值抬升 2.8 个百分点。大类分项中，商品零售增长 4.1%、较前值抬升 2.6 个百分点，其中烟酒饮料服装等可选消费、家具建材等竣工相关商品，增速抬升幅度较大；9 月餐饮收入-2.9%、跌幅进一步收窄 4.1 个百分点。地产交付逻辑对后地产链的提振、居民线下服务消费改善的逻辑，正逐步显现。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“用工荒”再现，还原就业市场真实图景》-2020.10.18

《宏观经济专题-全球疫情“二次”大爆发风险评估》-2020.10.18

《宏观经济点评-物价不是核心矛盾》-2020.10.15

目　录

1、 经济增长：经济继续修复，消费和净出口贡献明显上升 3
2、 工业生产：中、下游多数制造业生产活跃度提升 4
3、 终端需求：居民线下服务消费加快改善 5
4、 风险提示 6

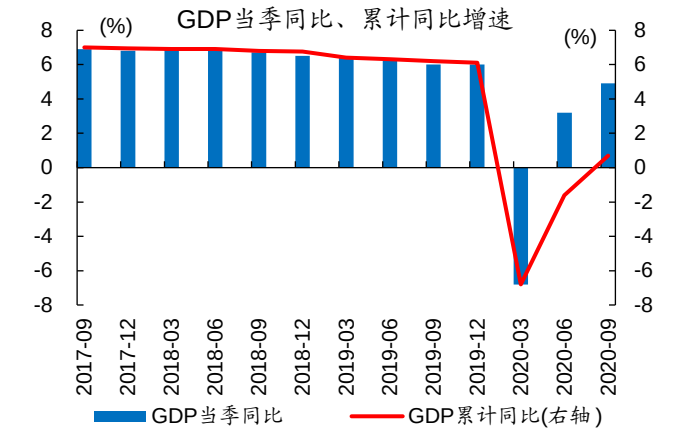
图表目录

图 1: 3 季度，GDP 增速继续回升 3
图 2: 3 季度二三产业增速明显提升 3
图 3: 3 季度，居民消费和出口加快改善 3
图 4: 3 季度，消费和净出口对经济增长贡献明显上升 3
图 5: 9 月，工业生产加快恢复 4
图 6: 9 月，中、下游多数制造业产出增速抬升 4
图 7: 9 月，新能源汽车、机电和纺织品产量增长明显加快 4
图 8: 9 月，基建、地产投资增速回落 5
图 9: 9 月，农副食品、医药和金属制品投资增速上升 5
图 10: 9 月，社零增速抬升 5
图 11: 烟酒饮料等必需消费品零售额增速抬升 5
图 12: 9 月，家具和建筑装潢零售额增速抬升 6
图 13: 3 季度，居民就业和收入继续改善 6

1、 经济增长：经济继续修复，消费和净出口贡献明显上升

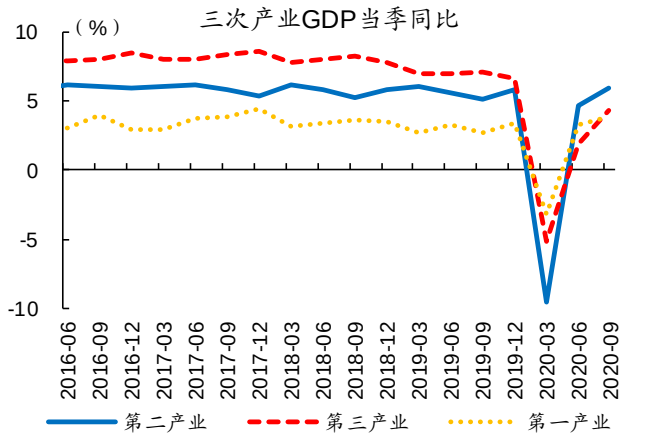
3 季度 GDP 当季继续回升，第二、三产业齐齐发力。3 季度 GDP 同比增长 4.9%，较前值继续修复 1.7 个百分点。三次产业中，第二产业 GDP 同比增长 6%、较 2 季度抬升 1.3 个百分点，已恢复至疫前水平（2019 年 4 季度 GDP 增速 5.8%），其中工业部门 3 季度同比增长 5.8%、较 2 季度加快 1.4 个百分点；第三产业 GDP 同比增速 4.3%、较 2 季度上升 2.4 个百分点。秋粮播种面积稳中有增、秋粮作物总体长势较好之下，3 季度第一产业 GDP 增速也上升至 3.9%、为 2018 年以来单季最高。

图1：3 季度，GDP 增速继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

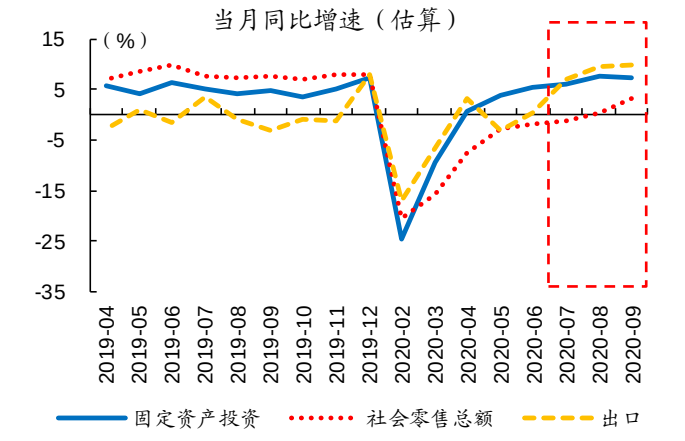
图2：3 季度，第二、三产业 GDP 增速明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

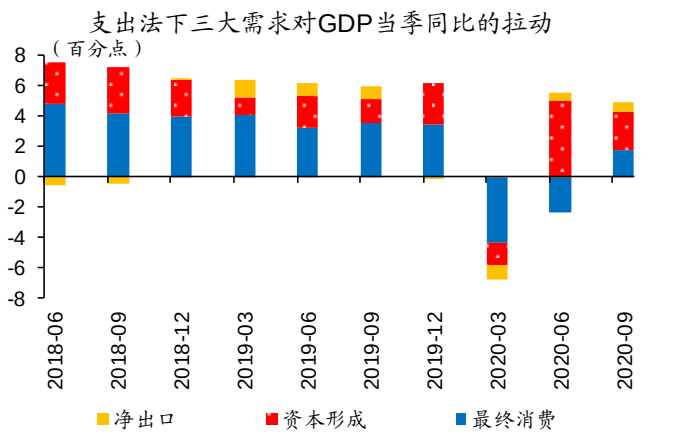
终端需求来看，消费、净出口对经济增增长的拉动增强，资本形成的拉动边际减弱。7 月以来，居民消费加快修复、外贸链景气明显回暖、成为经济增长的重要驱动。3 季度，最终消费拉动经济增长 1.7 个百分点（2 季度拖累 2.3 个百分点）、净出口拉动 0.6 个百分点，资本形成拉动 2.6 个百分点、较 2 季度下降 2.4 个百分点。

图3：3 季度，居民消费和出口加快改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 季度，消费和净出口对经济增长贡献明显上升

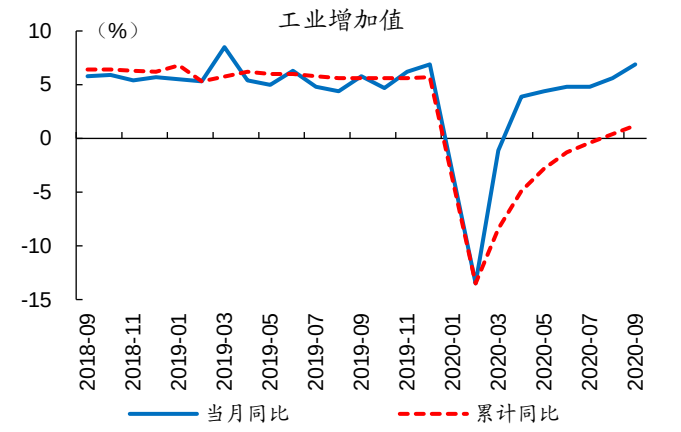


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

2、 工业生产：中、下游多数制造业生产活跃度提升

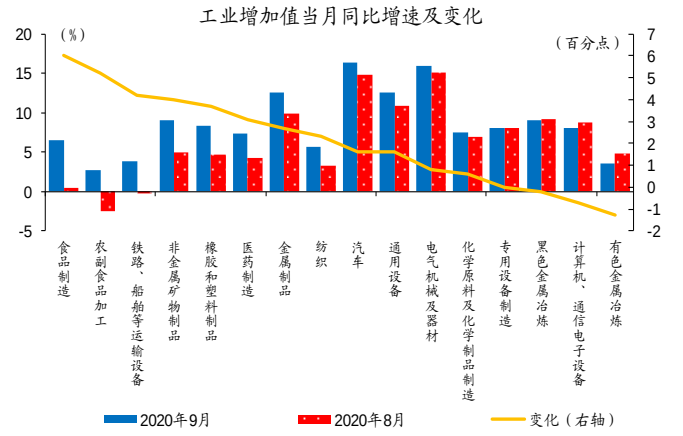
9 月工业生产加快，中、下游多数制造业生产活跃度提升。9 月，工业增加值当月同比 6.9%、较前值抬升 1.3 个百分点；其中，制造业产出增长 7.6%、抬升 1.6 个百分点。细分制造业中，中游设备制造、下游消费制造类多数行业产出增长加快，以食品制造、铁路船舶运输设备、纺织等最为显著；相较之下，黑色和有色金属压延等上游原料增长放缓，仅非金属矿物制品生产加快、或与竣工等有关。

图5：9 月，工业生产加快恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

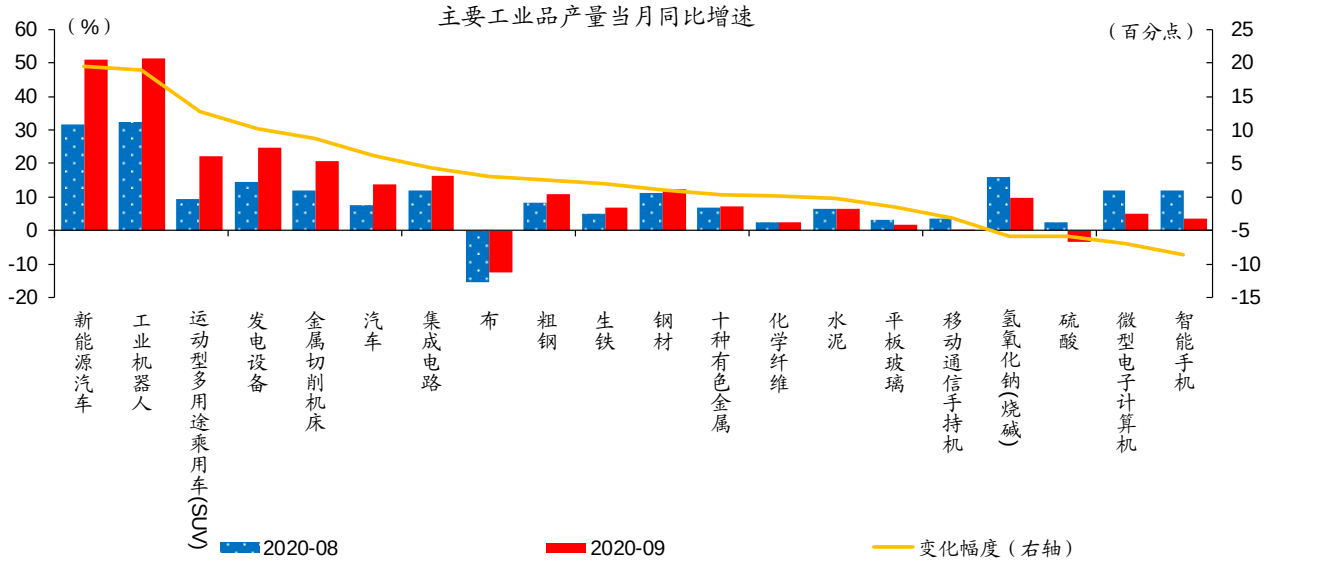
图6：9 月，中、下游多数制造业产出增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

主要产品产量来看，外贸链上机电和纺织品产量增长明显加快。9 月，工业机器人、金属切削机床、集成电路等产量加快增长，以布为代表的纺织品产量跌幅进一步收窄，或受到近期外贸链相关行业出口改善提振；相较之下，前期高增的电脑和手机产量增速明显回落。上游粗钢、有色、水泥等建材产量增速虽有抬升，但边际改善幅度已较前期放缓。

图7：9 月，新能源汽车、机电和纺织品产量增长明显加快

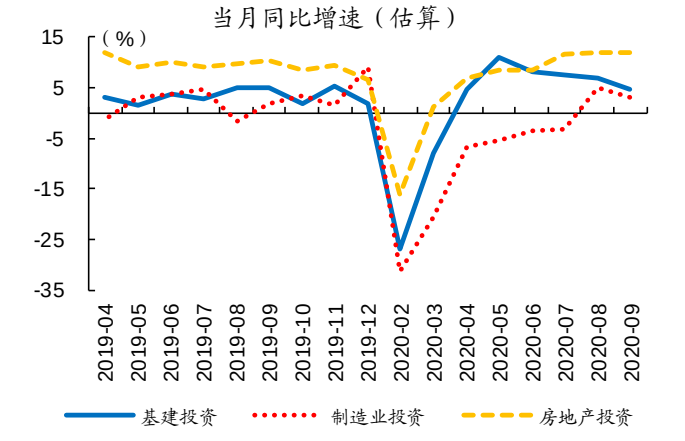


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 终端需求：居民线下服务消费加快改善

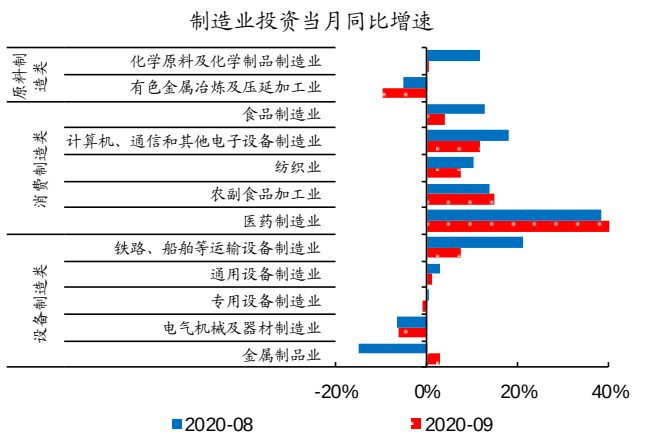
9 月投资增速小幅回落，基建、地产动能让位制造业投资修复。1-9 月投资累计同比 0.8%，估算当月同比 7.5%（8 月 7.6%）。主要分项中，基建投资当月同比增速回落 2.2 个百分点至 4.8%、地产投资同比增速年内首次下滑 0.2 个百分点至 11.9%；制造业投资同比增长 3%，连续第二个月实现正增长，其中汽车制造业投资增速止跌回升、医药和农副食品投资维持两位数增速。**基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性或有限；制造业投资仍处于修复通道，但弹性仍需跟踪。**

图8：9 月，基建、地产投资增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

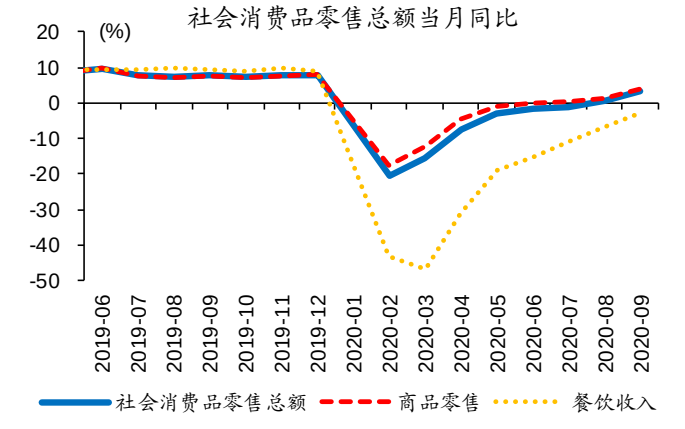
图9： 9 月，农副食品、医药和金属制品投资增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

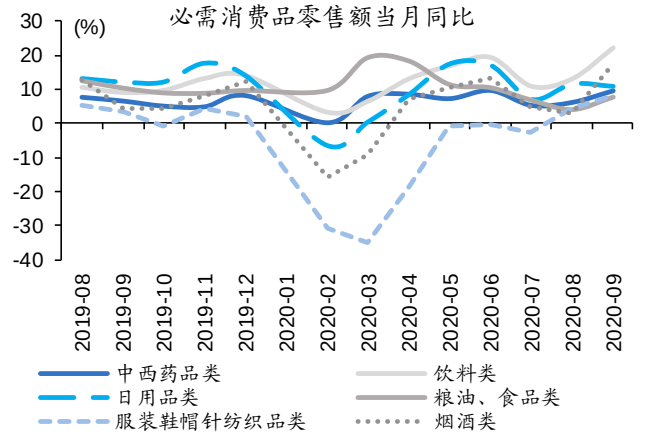
居民消费加快修复，竣工链可选实物、线下服务消费等值得持续关注。9 月社零同比增长 3.3%，较前值抬升 2.8 个百分点。大类分项中，商品零售增长 4.1%、较前值抬升 2.6 个百分点，其中烟酒饮料服装等可选消费、家具建材等竣工相关商品，增速抬升幅度较大；9 月餐饮收入-2.9%、跌幅进一步收窄 4.1 个百分点。地产交付逻辑对后地产链的提振、居民线下服务消费改善的逻辑，正逐步显现。**伴随居民收入和就业继续修复，居民消费（尤其是线下服务消费）的修复值得持续关注。**

图10：9 月，社零增速抬升



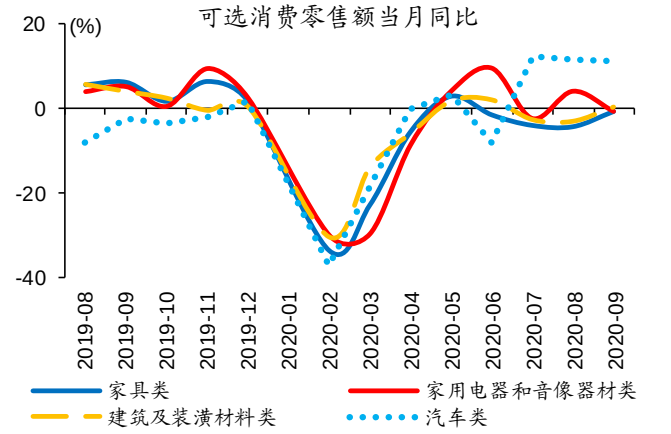
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：烟酒饮料等必需消费品零售额增速抬升



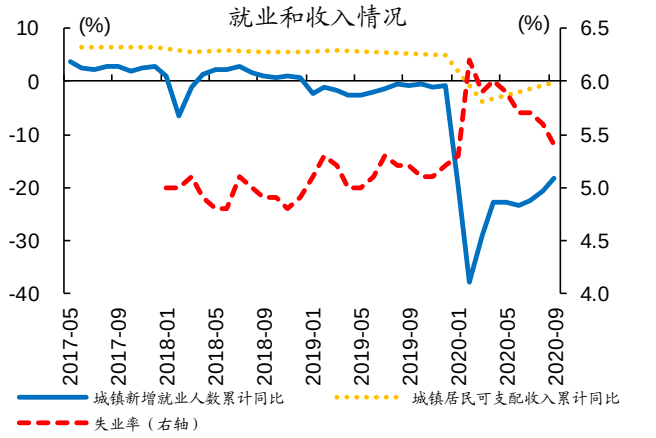
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：9月，家具和建筑装潢零售额增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：3季度，居民就业和收入继续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn