复苏趋势延续，关注结构变化

——9 月与三季度经济数据点评

报告要点：

三季度我国 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%；9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，1-9 月全国固定资产投资同比上升 0.8%，1-9 月房地产开发投资完成额累计同比增长 5.6%，1-9 月基建投资同比上升 0.2%，1-9 月制造业投资同比下滑 6.5%。

- **GDP 累计同比转正，三大产业继续修复**

三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。三大产业继续修复，第一产业同比已经回升至疫情前水平；三季度第三产业改善较快，经济结构内部调整加快。

- **工业增加值加速回升**

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%；1-9 月工业增加值累计同比增长 1.2%。工业增加值增速再次超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业加速回暖，采矿业和公用事业小幅波动。汽车制造业继续维持高增。投资维持高位带动非金属矿物、橡胶塑料、金属制品回升较快。

- **必选消费回升，可选继续景气**

9 月社零加速回升，同比增速为 3.3%，较上月回升了 2.8 个百分点，高于市场预期。必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，粮油食品，日用品维持高增；可选品消费维持稳定增长，汽车消费景气度持续，服装鞋帽、家具增速不同程度改善。餐饮服务持续稳步改善，同比再度上行 4.1 个百分点至-2.9%。

- **投资年内首次转正，房地产投资仍然强劲**

制造业投资平稳恢复。9 月医药、计算机设备维持高增，汽车，专用设备回暖。伴随工业企业利润的持续修复、制造业中长期贷款增速的持续向好，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。

房地产投资仍然强劲，但地产销售放缓。1-9 月房地产开发投资同比增长 5.6%，但 9 月地产销售面积和销售额同比增速分别较 8 月放缓了 6.4 和 11 个百分点。高频数据显示 10 月以来 30 大中城市商品房销售同比也开始回落。房地产整体恢复动能转弱，预计后续投资中枢可能下移。

基建回升速度低于预期。1-9 月基建投资同比增长 0.2%，增速较 1-8 月回升了 0.5 个百分点，整体低于市场预期。9 月雨水天气较多或影响了开工进度；同时财政支出进一步落地转化为实际投资也或有 1 个月左右的滞后期，后续的财政支出仍有望延续 9 月较高的增速，预计能够支撑四季度的基建投资保持平稳增长，基建投资增速在四季度或有进一步提升空间。

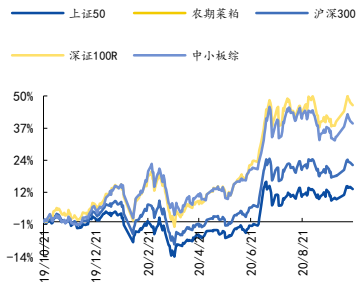
整体看，三季度经济继续走高，9 月经济数据略弱于市场预期，预计四季度我国经济整体维持复苏趋势，但后期仍需关注结构变化。房地产边际转弱，后期重点关注基建投资增速以及消费复苏的持续情况。

风险提示：政策调控超预期，海外疫情超预期

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13421.19
沪深 300：	4755.49
中小盘指：	4387.90
创业板指：	2689.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-CPI 加速回落，PPI 修复波动放缓-9 月通胀数据点评》2020.10.16

《国元宏观-社融表现亮眼，信贷结构边际改善-9 月金融数据点评》2020.10.15

报告作者

分析师 徐颖

执业证书编号 S0020520070001

邮箱 xuying@gyzq.com.cn

电话 021-68880637-2174

内容目录

1. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复 3
2. 9 月工业增加值加速回升 4
3. 可选持续景气，必选消费回升 5
4.投资年内首次转正，房地产投资仍景气 5
风险提示 7

图表目录

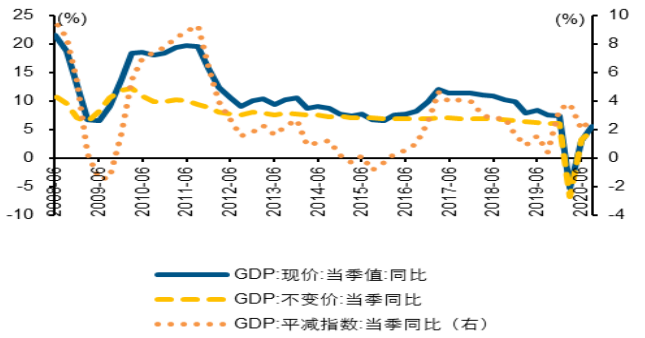
图 1：三季度 GDP 增速略低于市场预期 3
图 2：三大产业继续修复 3
图 3：第二产业成为主要拉动项 3
图 4：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升 3
图 5：9 月工业增加值加速回升 4
图 6：四大产业工业增加值同比 4
图 7：上游行业继续回升 4
图 8：主要工业品产量维持高增 4
图 9：9 月社零继续修复 5
图 10：必选消费回升 5
图 11：汽车仍是社零增长的拉动项 5
图 12：固定资产投资完成额累计同比年内转正 6
图 13： 基建投资回升速度放缓 6
图 14：制造业投资平稳回升 6
图 15：房地产投资额维持高增 6
图 16： 住宅投资回升较快 7
图 17：商品房销售面积开始放缓 7

1. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复

前三季度 GDP 累计增速转正，当季增速小幅低于市场预期。三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。分产业看，第一产业同比增长 3.9%、较二季度改善 0.6 个百分点，已经回升至疫情前水平；第二产业同比增长 6.0%，较二季度改善 1.3 个百分点；第三产业同比增长 4.3%，较二季度改善 2.4 个百分点。三季度第三产业改善较快，主要因为我国疫情控制良好，线下消费、服务消费加速回暖。

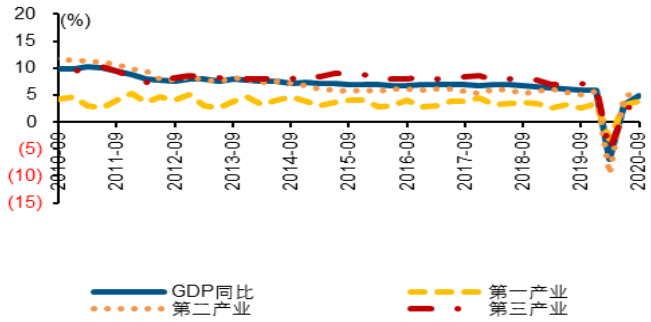
三季度 GDP 回升，主要有以下三点因素。一是出口持续超预期。今年二季度以来我国出口持续高景气，主要因为防疫物资拉动，外需回暖，以及我国工业生产迅速恢复形成的相对优势的影响。其次地产投资三季度维持高增。3 月份以来商品房销售大幅反弹，地产投资也随之回升，8 月地产销售当月增速创 2017 年下半年以来新高，地产投资也已超去年水平。最后是消费加速修复。三季度线下消费、服务业开始加速修复，同时叠加部分可选消费品种持续高景气，需求不断修复。

图 1：三季度 GDP 增速略低于市场预期



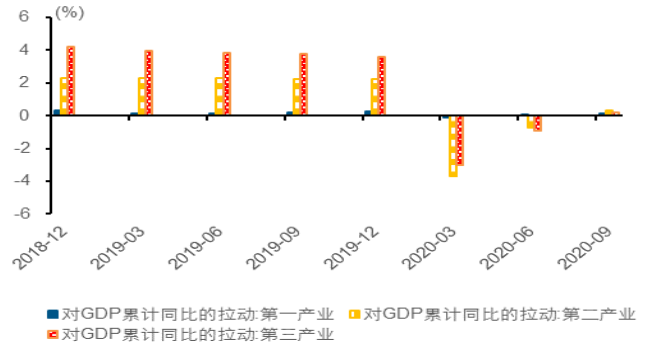
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：三大产业继续修复



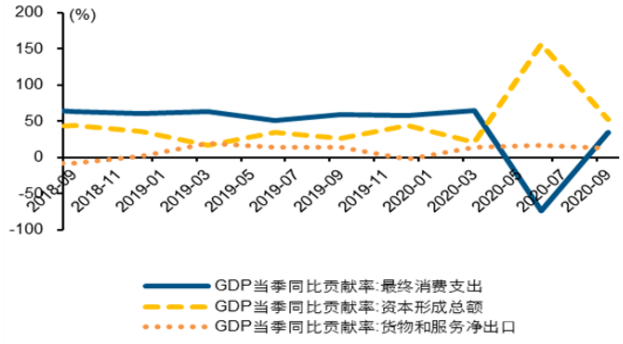
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：第二产业成为主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

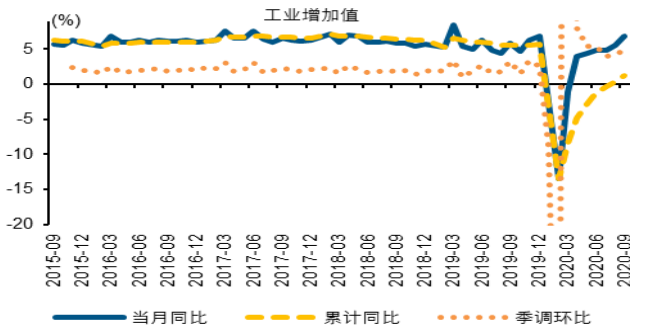
2. 9 月工业增加值加速回升

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，较上月上升 1.3 个百分点，较去年同期上升 1.1 个百分点;1-9 月工业增加值累计同比增长 1.2%,较上期回升 0.8 个百分点。工业增加值增速再次超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业加速回暖，9 月同比增 7.6%，较上月回升 1.6 个百分点。采矿业和公用事业小幅波动。子行业看，必选消费反弹，食品制造（6.5%）、农副食品加工（2.7%）较上月分别回升 6.0、5.2 个百分点。出口高景气，医药制造（7.4%）纺织（5.6%）较上月分别回升 3.1、2.3 个百分点。汽车制造业（16.4%）维持高增。投资维持高位带动非金属矿物（9.0%）、橡胶塑料（8.4%）、金属制品（12.6%）较上月分别回升 4.0、3.1、2.7 个百分点。

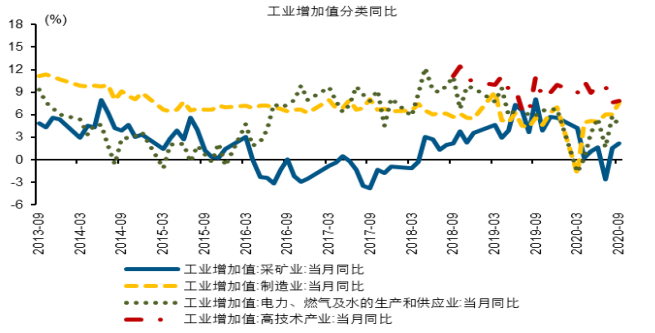
从主要工业品看，9 月发电量同比上升 5.3%，增速较上月小幅回落 1.5 个百分点；钢材产量当月同比上升 12.3%，增速较上月回升 1 个百分点；水泥产量当月同比上升 6.4%，增速较上月小幅回落 0.2 个百分点；而汽车产量当月同比上升 13.8%，增速较 8 月大幅回升 6.2 个百分点。

图 5：9 月工业增加值加速回升



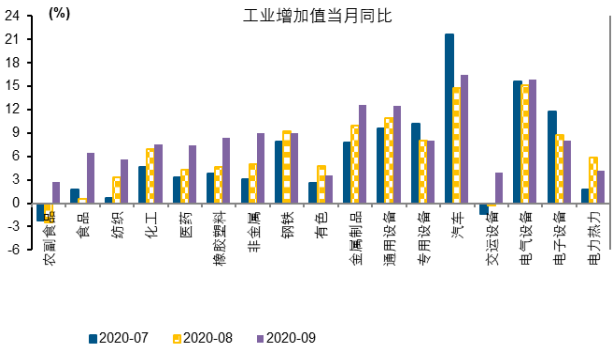
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：四大产业工业增加值同比



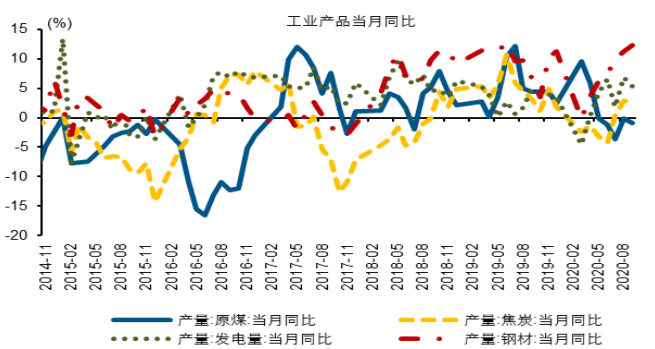
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：上游行业继续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：主要工业品产量维持高增



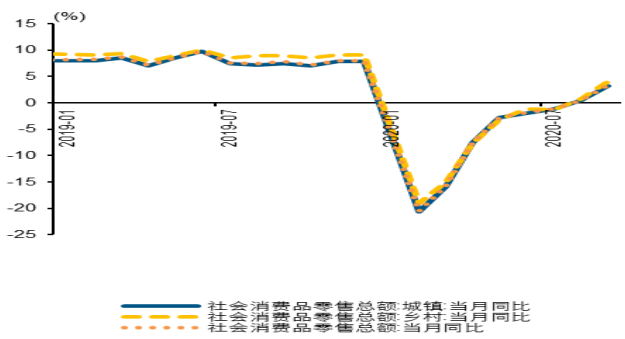
资料来源：Wind，国元证券研究中心

3. 可选持续景气，必选消费回升

9 月社零同比增速为 3.3%，较上月回升了 2.8 个百分点，高于市场预期。1-9 月社零累计同比增速为 7.2%，较 1-8 月回升了 1.4 个百分点。9 月社零加速回升。

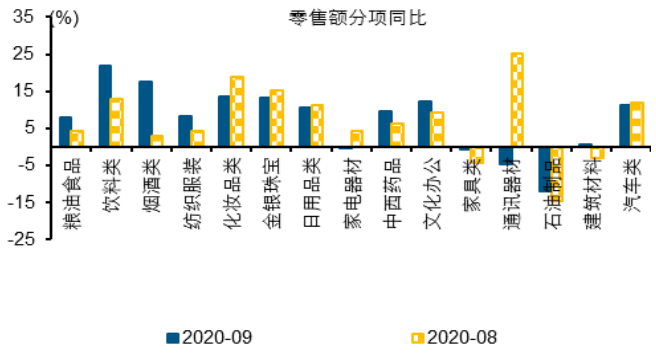
必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，可选品消费维持稳定增长。必选品中限额以上粮油食品（7.8%）、中西药品（9.6%）增速改善均超过 3 个百分点，日用品（10.7%）保持高增；可选品中汽车（11.2%）消费景气度持续，连续 5 个月高增长。服装鞋帽（8.3%）、家具（-0.6%）增速不同程度改善。餐饮服务持续稳步改善，同比再度上行 4.1 个百分点至-2.9%。

图 9：9 月社零继续修复



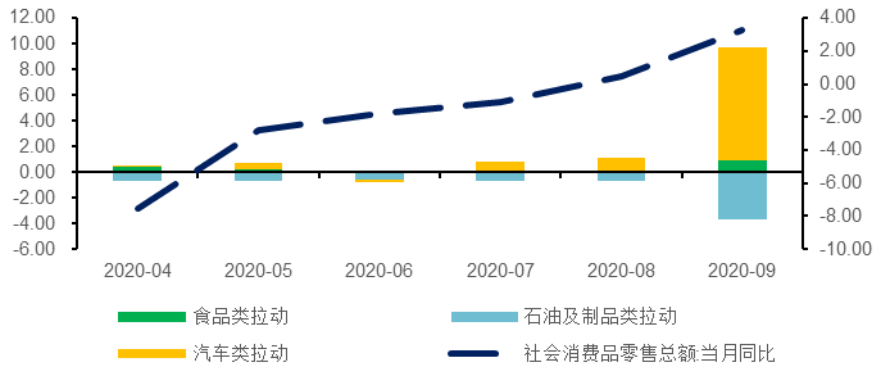
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：必选消费回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：汽车仍是社零增长的拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.投资年内首次转正，房地产投资仍景气

1-9 月全国固定资产投资同比增长 0.8%，较 1-8 月回升了 1.1 个百分点，年内首次

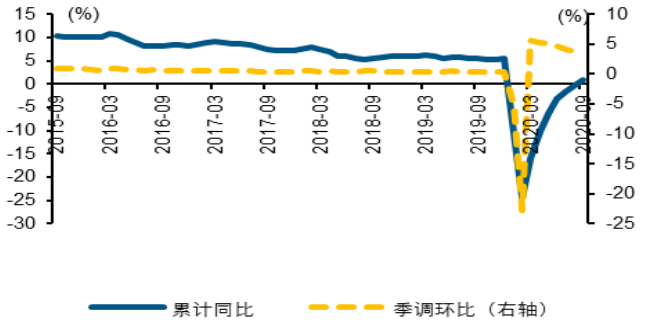
转正。

制造业投资平稳恢复。1-9 月，制造业投资累计增速回升至-6.5%，较 1-8 月收窄 1.6 个百分点。1-9 月高新技术制造业投资同比增长 9.3%，较 1-8 月份提高 0.5 个百分点，连续 5 个月正增长。细分行业看，9 月医药、计算机设备维持高增，汽车，专用设备回暖。伴随工业企业利润的持续修复、制造业中长期贷款增速的持续向好，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。

房地产投资仍然强劲，但需求放缓。1-9 月房地产开发投资同比增长 5.6%，较 1-8 月回升了 1 个百分点，按测算 9 月房地产投资同比仍增 12%，仍处于年内高位区间。分类看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 6.1%、0.5%、下降 2.5%，分别较 1-8 月回升 0.8、1.5 和 0.4 个百分点。但是从需求看，房地产需求端逐步放缓。1-9 月商品房销售面积同比增长-1.8%，较 1-8 月回升了 1.5 个百分点。但从单月看，9 月地产销售面积和销售额分别增长 7.3%和 16.0%，较 8 月分别放缓了 6.4 和 11 个百分点。同时高频数据显示 10 月以来 30 大中城市商品房销售同比也开始回落。其他指标看，1-9 月房屋施工面积同比增长 3.1%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点；房屋竣工面积下降 11.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。整体恢复动能转弱，预计后续投资中枢可能下移。

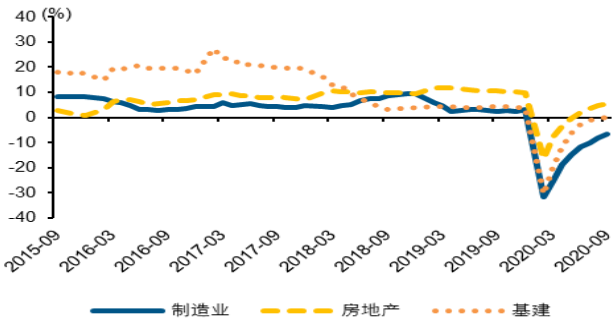
基建回升速度低于预期。1-9 月基建投资同比增长 0.2%，增速较 1-8 月回升了 0.5 个百分点，9 月单月同比增 4.9%，较上月回落了 2.7 个百分点，整体低于市场预期。9 月西南与西北地区雨水天气较多，或一定程度影响了开工进度；同时财政支出进一步落地转化为实际投资也或有 1 个月左右的滞后期，后续的财政支出仍有望延续 9 月较高的增速，预计能够支撑四季度的基建投资保持平稳增长，基建投资增速在四季度或有进一步提升空间。

图 12：固定资产投资完成额累计同比年内转正



资料来源：Wind，国元证券研究中心

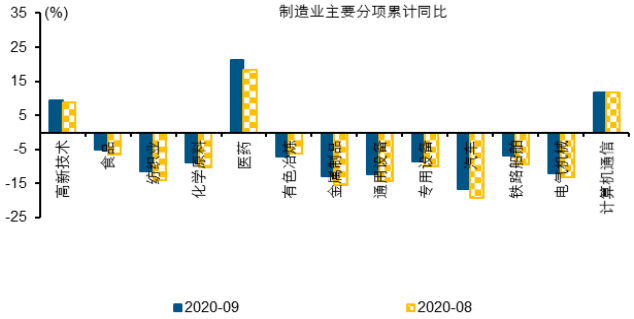
图 13：基建投资回升速度放缓



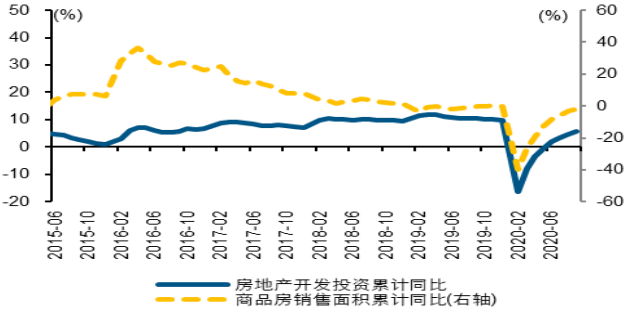
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：制造业投资平稳回升

图 15：房地产投资额维持高增

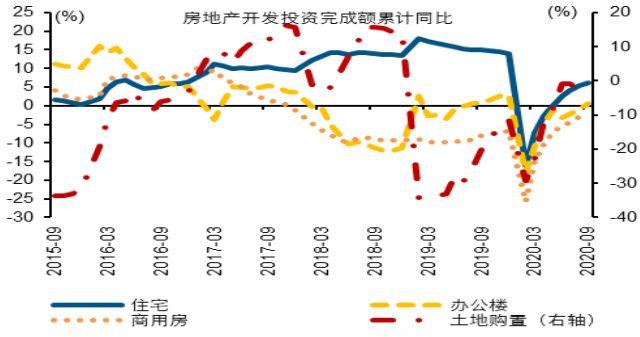


资料来源：Wind，国元证券研究中心



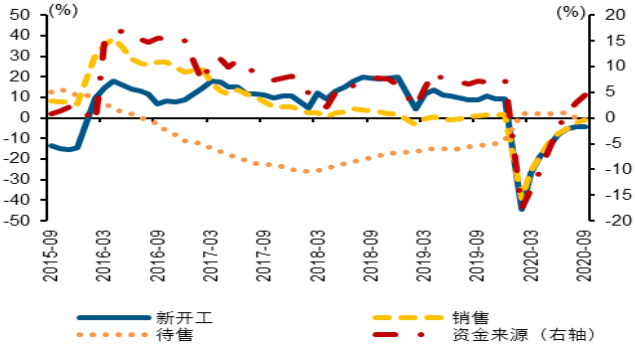
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 16：住宅投资回升较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 17：商品房销售面积开始放缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体看，9 月经济数据略弱于市场预期，预计四季度我国经济整体维持复苏趋势，但后期仍需关注结构变化。房地产边际转弱，后期仍需关注基建投资增速以及消费复苏的持续情况。

风险提示

政策调控超预期，海外疫情超预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188