2020 年 10 月 19 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

当下投资分化的原因在哪里？

——9 月经济数据点评

摘要

- 面对新冠肺炎疫情巨大冲击和复杂严峻的国内外环境，三季度 GDP 同比增长 4.9%，呈稳定复苏态势。

  工业层面，复苏态势巩固，高新产业持续较快增长，预计四季度工业生产将保持平稳向好，但仍需注意国内外经济环境依然复杂，不稳定性、不确定性较多，同时秋冬季节仍存局部疫情反复的可能。

  投资层面，固定资产投资累计增速转正，行业出现分化，制造业信心向好，新动能带动作用增强；基建投资累计增速转正，年内增速可能不及预期；房地产投资反弹持续放缓，“三条红线”威力初显。

  消费层面，复苏进程进一步加快，前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，其中三季度增长 0.9%，季度增速年内首次转正，居民收入和消费支出状况均持续改善，10 月假日数据显示经济复苏继续向好，预计四季度社零总额将延续较快恢复势头。

  就业形势继续好转，劳动力市场总体平稳，9 月，全国城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率均较上月下降 0.2 个百分点，9 月新增就业人数同比增速年内首次转正，前三季度，全国城镇新增就业 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%，年内就业目标完成在即。

- **风险提示：**外需恢复和经济复苏不及预期，冬季防疫情况影响施工进度。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

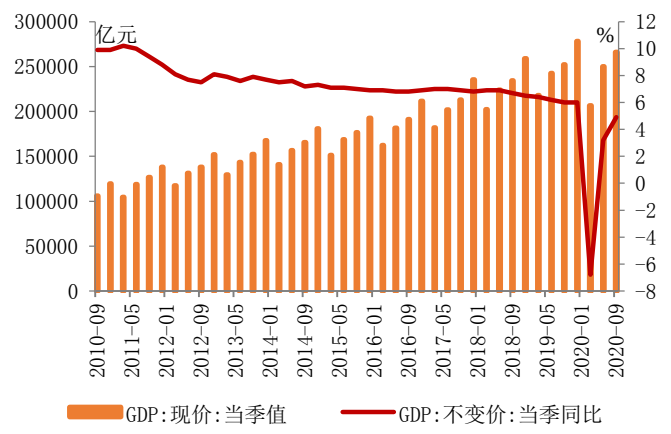
1. 多重礼包大派送，经济特区再出发 (2020-10-16)
2. “1 时代”会持续多久？——9 月通胀数据点评 (2020-10-15)
3. 金融“活水”流长，保实体经济是王道 (2020-10-15)
4. 进口大幅回升，宅经济热度不减 (2020-10-13)
5. 它来了，赚钱的机会可不止“红包雨”——数字货币系列研究（一） (2020-10-12)
6. 假日数据出炉，房产销售降温了 (2020-10-11)
7. 海内外分化加剧，这个国庆瓜很多 (2020-10-07)
8. 经济稳复苏，小企业扬眉吐气 (2020-09-30)
9. “双循环”持续推进，乡村振兴再获支持 (2020-09-25)
10. 坐看云起时——2020 年四季度宏观经济展望 (2020-09-22)

1 GDP：复苏略低预期，预计年内稳步上行

经济复苏稳定，内生动力较强。三季度 GDP 同比增长 4.9%，较二季度上升 1.7 个百分点，但略低于预期，前三季度经济增长由负转正同比增长 0.7%，三季度 GDP 环比增长 2.7%。三季度，国内疫情稳定，企业加速复工复产，生产生活秩序有力恢复，市场活力增强，消费和工业生产是接下来的主要看点。四季度，复苏趋势将延续，宏观调控政策将维持稳定性和连续性，进一步加大对关键领域和薄弱环节的政策支持力度，预计内需将持续修复，消费加速回升，经济增速稳步上行，全年有望实现 2-2.5%的增速目标。

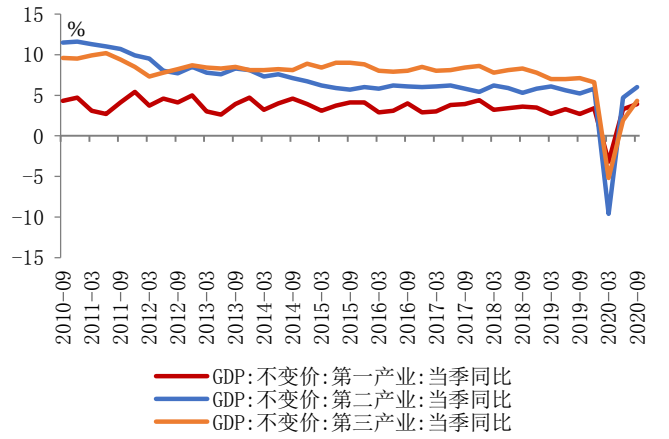
三次产业增速放缓，工业生产加快。分产业看，第一产业增加值 48123 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 274267 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 400397 亿元，增长 0.4%，增速分别较二季度下降 1.0、3.8 和 1.5 个百分点。从产业结构来看，与二季度相比，一产和三产占比分别上升 0.3 和 1.4 个百分点，二产占比下降。具体来看，农业生产形势较好，三季度同比增长 3.9%；工业生产加快，三季度同比增长 5.8%，比二季度加快 1.4 个百分点，高技术制造业和装备制造业较快增长；服务业增加值增长 4.3%，增速比二季度加快 2.4 个百分点。

图 1：三季度 GDP 增长稳定



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：三次产业增速放缓



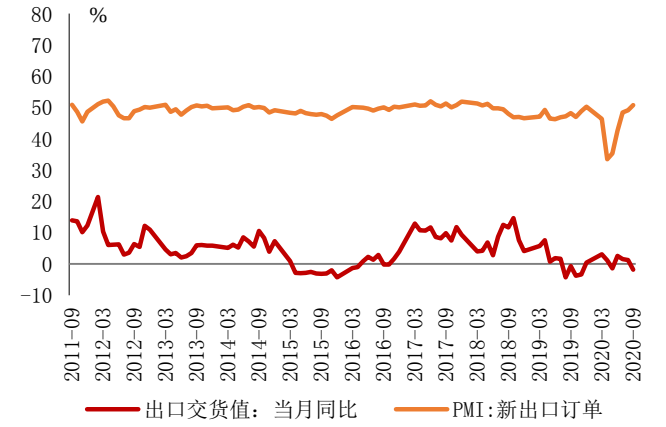
数据来源：wind、西南证券整理

2 工业增加值：复苏态势巩固，高新产业持续较快增长

前三季度，规模以上工业增加值同比增长 1.2%，上半年为下降 1.3%。其中，三季度同比增长 5.8%，比二季度加快 1.4 个百分点。9 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速比 8 月份加快 1.3 个百分点，连续 6 个月增长，环比增长 1.18%。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.6 个百分点；制造业增长 7.6%，加快 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%，回落 1.3 个百分点。分行业来看，9 月，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长，较 8 月增加了 6 个，汽车制造、电气机械和器材制造和金属制品业等行业保持较快增速，分别为 16.4%、15.9%和 12.6%。分产品来看，9 月钢材、水泥和十种有色金属产量继续保持较快增长，单月增速分别为 12.3%、6.4%和 7.3%，上游行业持续保持复苏态势。9 月份，工业企业产品销售率为 98.6%，较上年同月下降 0.4 个百分点，出口交货值 11376 亿元，同比名义下降 1.8%。目

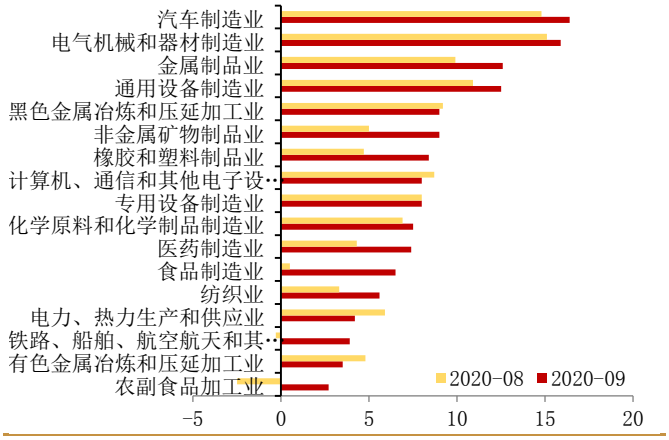
前企业复工复产加速，预计四季度工业生产将保持平稳向好，但仍需注意国内外经济环境仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较多，同时秋冬季节仍存局部疫情反复的可能。

图 3：出口交货值增速持续回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：规模以上工业增加值当月同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

3 投资：累计增速转正，行业出现分化

前三季度，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，同比增长 0.8%，增速年内首次由负转正，上半年为下降 3.1%。其中，民间投资同比下降 1.5%，降幅比上半年收窄 5.8 个百分点；国有控股投资同比增长 4.0%，较上半年加快 1.9 个百分点，民间投资加速恢复，但国有投资恢复情况好于民间投资。

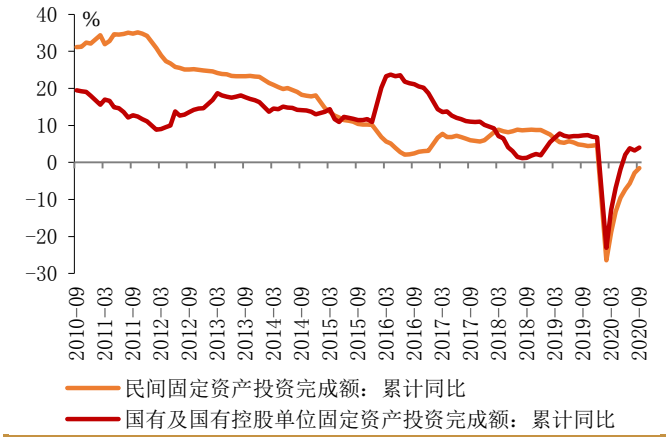
制造业信心向好，新动能带动作用增强。前三季度，制造业投资同比下降 6.5%，降幅较上半年收窄 5.2 个百分点。分行业来看，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资实现了较快的正增长，分别为 21.2%、11.7%，其余多数行业降幅都有所收窄。9 月制造业 PMI 较 8 月上升 0.5 个百分点至 51.5%，连续 7 个月位于临界点之上，其中，高技术制造业和装备制造业 PMI 为 54.5%和 53.0%，分别高于上月 1.7 和 0.3 个百分点，产业升级步伐加快，新动能带动作用有所增强。随着国内经济社会发展工作持续推进，四季度制造业投资或将有超预期表现。

基建投资累计增速转正，年内增速可能不及预期。前三季度，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.2%，增速年内首次由负转正，上半年为下降 2.7%。其中，铁路运输业和水利管理业投资分别增长 4.5%、0.9%，增速比 1-8 月份分别回落 1.9、0.3 个百分点；道路运输业投资增长 3.0%，增速提高 0.1 个百分点；公共设施管理业投资下降 3.3%，降幅收窄 0.6 个百分点。截至 9 月底，专项债券发行 33652 亿元，完成全年计划（37500 亿元）的 89.7%。在资金使用方面，一些地方政府对项目前期工作准备不充分不扎实，项目无法及时推进，导致了地方债资金闲置。从目前的投资增速来看，综合考虑基建投资的季节性因素及今年冬季的防疫形势，四季度基建投资增速可能不及此前市场预期，全年增速 3-4%左右，与去年基本持平。

房地产投资反弹持续放缓，“三条红线”威力初显。前三季度，全国房地产开发投资 103484 亿元，同比增长 5.6%，较上半年提高 3.7 个百分点。1-9 月份，房地产开发企业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；土地成交价款同比增长 13.8%，

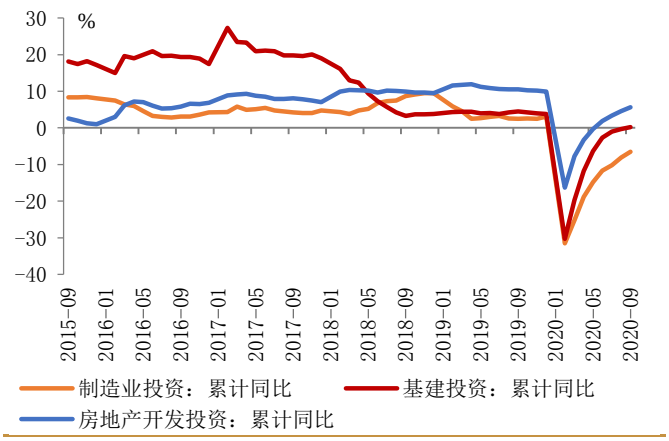
增速提高 2.6 个百分点；房屋新开工面积下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点。土地成交价款同比增速提升，房屋施工面积增速回落，新开工面积降幅收窄放缓，四季度房地产投资增速边际略有放缓。9 月份，房地产开发景气指数为 100.43，比 8 月份提高 0.11 点，连续三个月高于 100。需求方面，1-9 月份，商品房销售面积 117073 万平方米，同比下降 1.8%，降幅比 1-8 月份收窄 1.5 个百分点，收窄幅度有所减缓。1-9 月份，商品房销售额 115647 亿元，增长 3.7%，增速提高 2.1 个百分点。其中，住宅销售额增长 6.2%，办公楼销售额下降 15.7%，商业营业用房销售额下降 17.1%。政策面来看，随着针对房地产企业“三条红线”资金监管政策的不断落实，部分房企或将采取降价促销方式回笼资金。同时，考虑多地陆续出台调控政策，且秋冬仍存局部疫情反复的可能，预计四季度房地产市场投资将保持相对稳定。

图 5：民间投资加速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：制造业加速回升，房地产和基建投资增速边际放缓



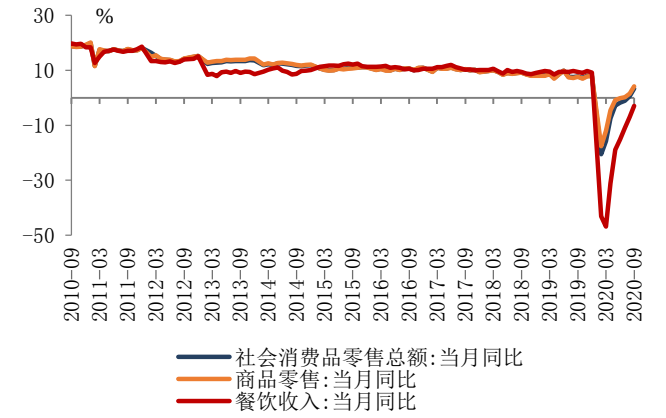
数据来源：wind、西南证券整理

4 消费：可支配收入增加，复苏进程再提速

社零总额季度增速转正，网上零售持续较快增长。前三季度，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点；其中三季度增长 0.9%，季度增速年内首次转正。分类来看，前三季度餐饮收入同比下降 23.9%，商品零售下降 5.1%，降幅较上半年分别收窄 8.9、3.6 个百分点；线上销售延续增长势头，前三季度全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，较上半年提高 2.4 个百分点。9 月单月来看，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%，增幅较上月扩大 2.8 个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额 31428 亿元，同比增长 2.4%，年内首次实现正增长。具体来看，9 月餐饮收入同比下降 2.9%，降幅较上月进一步收窄 4.1 个百分点；商品零售继续向好，同比增长 4.1%，增速比 8 月份提高 2.6 个百分点，其中限额以上单位商品零售增速达 5.6%，较上月进一步提升 0.5 个百分点，分类来看，基本生活类商品销售延续增长势头，9 月份，饮料类、粮油食品类、日用品类商品同比分别增长 22.0%、7.8%、10.7%。消费升级类商品销售整体仍然保持较快增长，但较上月增速普遍放缓，9 月份，化妆品类、金银珠宝类、汽车类商品分别增长 13.7%、13.1%、11.2%，通讯器材类则由上月增长 25.1%转为下降 4.6%。在“房住不炒”的政策基调下，房地产市场“金九银十”较往年热度偏低，地产后周期相关消费整体依旧低迷，仅建筑及装潢材料类消费同比略微回暖，上升 0.5%，家具类、家用电器和音像器材类消费分别下降 0.6%、0.5%。

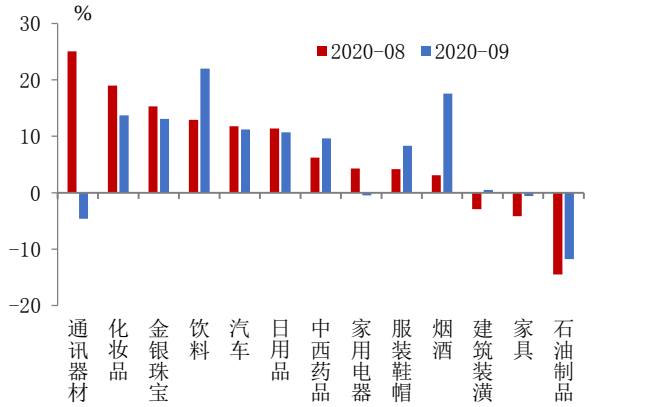
人均可支配收入提高，预计四季度消费复苏进程加快。前三季度，全国居民人均可支配收入 23781 元，比上年同期名义增长 3.9%，实际增长 0.6%；全国居民人均消费支出 14923 元，比上年同期名义下降 3.5%，实际下降 6.6%。尽管人均消费支出与可支配收入增速之间依然存在较大差距，但从趋势来看，前三季度居民可支配收入和消费支出增速较上半年已有一定幅度回升，10 月假日消费数据也已经预示了经济复苏进程继续向好，据商务部监测，10 月 1 日至 8 日全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年“十一”黄金周增长 4.9%。预计四季度社零总额将延续较快恢复势头。

图 7：消费增速继续向好



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：主要品类消费同比增速对比

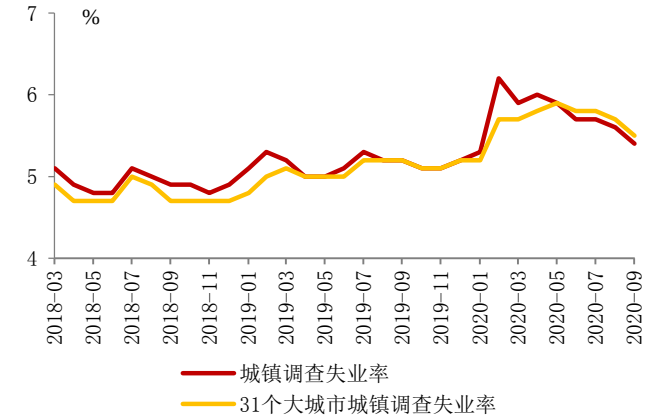


数据来源：wind、西南证券整理

5 就业：失业率继续下降，完成年内目标已无压力

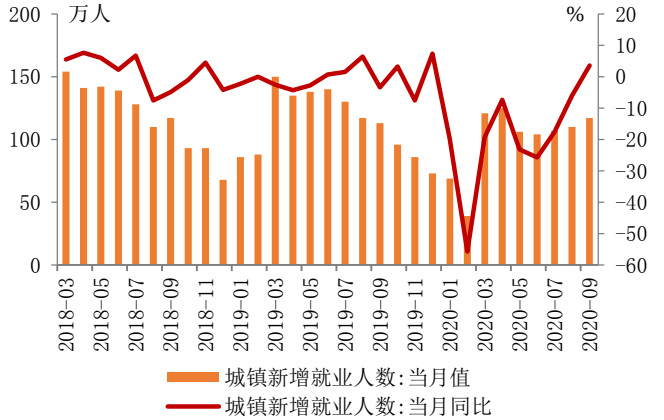
年内就业目标完成在即，当月新增就业人数同比增速转正。9 月，全国城镇调查失业率 5.4%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%，均较上月下降 0.2 个百分点。前三季度，全国城镇新增就业 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%，其中 9 月新增就业 117 万人，同比提高 3.54%，年内增速首次转正。9 月，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.8 小时，与 8 月份持平，劳动力市场整体平稳。三季度末，农村外出务工劳动力总量 17952 万人，比上年同期减少 384 万人，同比下降 2.1%，在提前完成年内就业目标之后就业依然有一定的提升空间。

图 9：我国城镇登记失业率持续下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：新增就业人数同比增速转正



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn