宏观

报告原因：事件点评

恢复动力切换再确认

——2020 年 9 月经济数据点评

2020 年 10 月 19 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➢ 10 月 19 日，统计局发布 2020 年三季度和 9 月份经济数据。

点评

➢ **三季度实际 GDP 同比 4.9%，前值 3.2%。名义 GDP 增速 5.5%，前值 3.1%。**按照生产法看，三大产业中，第三产业实际同比上升幅度最大，由 1.9%上升至 4.3%，服务业此前受制于疫情防控，恢复缓慢。但三季度以来国内疫情趋于稳定，服务业恢复开始加速。第二产业亦有恢复，且对 GDP 同比贡献最大，实际同比由 4.7%上升至 6.0%，与 8 月和 9 月工业增加值走高相对应。

➢ **二季度平减指数当季同比上升至 2.78%，前值 2.04%。**三大产业平减指数当季同比均有上升，其中第一产业和第二产业平减指数同比上升较为明显。第一产业平减指数同比上升受到洪水影响，而第二产业价格同比则与三季度整体工业品价格抬升相对应。进入 9 月后，猪肉价格开始下降，叠加高基数，猪肉价格同比带动食品价格及总体价格同比回落。我们预计四季度第一产业价格和第二产业价格同比将出现背离，第一产业价格同比下降，而第二产业价格同比上升，整体平减指数或重新走低。

➢ **工业增加值当月同比大幅上升，生产端二次加速势头初步形成。**9 月工业增加值当月同比 6.9%，前值 5.6%，累计同比继续上升至 1.2%。7 月工业增加值同比与 6 月持平，但 8、9 月份工业增加值同比走高幅度重新增大。分大类行业看，9 月份制造业增加值同比表现较为突出，7.6%的增速在最近几年中也属于较高的水平。具体行业来看，下游制造业中的汽车、电汽、运输设备增加值同比仍保持高位，而部分低端制造业，如纺织、橡胶塑料等同比继续在 8 月基础上回升。这里面，下游制造对应国内消费和施工，低端制造对应外需，生产端二次加速逻辑来自于需求端的扩张

➢ **投资同比上升势头受阻，房地产投资或已接近顶点。**固定资产投资累计同比升至 0.8%，年内首度转正，隐含当月同比 8.67%，较上月略有下降。三大投资中，只有房地产投资同比继续回升，基建和制造业投资同比一定程度上受到高基数的拖累。房地产投资仍然强劲，隐含当月同比 12.0%，前值 11.8%，累计同比进一步上升至 5.6%，前值

4.6%。不过，除了投资数据本身，房地产其他数据表现较差。房地产新开工面积隐含当月同比转负，由 2.41%下降至-2%。房地产销售额同比虽然维持高位，但较 8 月也大幅回落，隐含当月同比降至 16%，前值 27.1%。销售面积当月同比 7.25%，前值 13.69%。房地产企业在监管明显趋严下采取了快周转的策略，8 月通过促销手段加速推盘，但 9 月份推盘红利开始消退。从高频数据来看，9 月份二线和三线城市的成交量已经明显下行。往后看，进入 10 月份后，一线城市成交量也开始大幅萎缩，预计后续房地产销售或进一步降低。此前几个月份，房地产投资主要支撑来自于施工段，但从上个月开始，在新开工大幅走低的影响下，施工面积同比也出现回落。土地成交表现相对亮眼，但也应该与快周转逻辑下，房地产企业加速拿地相关。9 月份房地产数据已经能看到前期政策对行业的影响，我们认为短期房地产投资或在土地的支撑下维持一定水平，但随着新开工、施工等数据开始走弱，房地产投资可能已接近高点。

- **基建投资继续表现疲弱。**基建投资隐含当月同比由上月 7.03%继续下降至 4.76%，累计同比上升至 2.42%，前值 2.02%，基建投资同比的下行有一定高基数的原因。从基建包含的三大行业中来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业对 9 月数据拖累明显，但水利、环境和公共设施管理业和交通运输、仓储和邮政业两个行业投资同比也明显放缓。后续，随着高基数效应消失，前期地方债资金得到运用，基建投资同比有望重新走高，但在项目储备有限，公共支出投向民生领域，棚改对资金使用分流等几个因素下，后续增幅或有限。
- **高基数压制制造业投资。**制造业投资隐含当月同比 2.96%，前值 5.03%，累计同比-6.5%，前值-8.1%。从行业看，制造业投资表现较好的行业基本与生产端工业增加值表现较好的行业相对应，与消费、施工、出口链条相关行业同样也是拉动制造业投资的逻辑，如汽车、运输设备、设备制造、食品加工、纺织、化纤等。
- **社零同比继续恢复，汽车类消费表现稳健。**9 月当月同比 3.3%，前值 0.5%。从分项来看，汽车依然是商品零售的主要支撑分项。另外，9 月消费中，食品和服装两大商品类别零售同比明显上升。食品类消费可能与中秋、国庆双节前集中采购有关。服装类连续两个月零售同比大幅走高，在疫情逐渐趋稳后，商场陆续开放，服装类出现了回补性需求。而服装类消费的快速回暖也能够解释最近两个月纺织行业生产和投资的走强。其他可选类消费中，石油及制品类同比修复，化妆品、金银珠宝类和日用品同比虽然处于高位，但较上月下降，这两类商品消费或延后至黄金周和双十一。后地产类商品中的家电、家具及装潢材料等表现较弱。社零中的餐饮收入继续稳步修复，当月同比-2.9%，前值-7.0%。在投资和商品消费同比增速向上势头逐渐乏力的情况下，

服务业恢复斜率保持稳定，成为当前经济恢复动力主要来源之一。

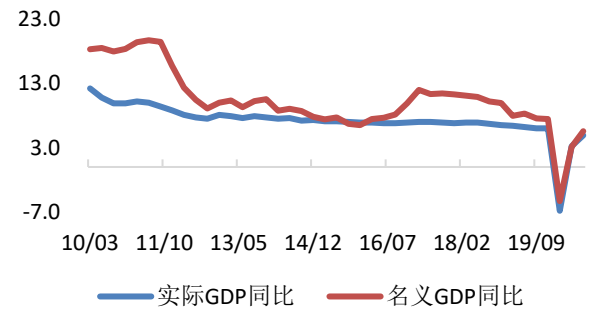
- **9 月份各项数据边际趋势出现分化。**9 月各项数据是对 8 月数据透露各种信息的再强化及再确认。投资向上势头放缓，而出口和消费接力投资，成为需求扩张的主要动力。对于投资来说，地产相关数据疲弱或说明地产投资已经接近顶点，前期地产企业靠推盘维持销售高增长或能支撑短期投资同比处于高位。基建投资单月受到高基数的压制，后续可能会重新上升，但年内单月高点或已在 5 月份出现。而制造业投资同样受到高基数压制，不过相比于基建和地产受政策影响较大，制造业后续在出口、消费需求拉动下，仍有机会进入新一轮补库周期。但另一方面，在前期施工、当前汽车消费、服务消费及出口带动下，与上述需求相关的行业均能保持较高增速或增速回升幅度较大。
- **四季度重点关注出口、汽车消费和服务消费。**我们认为，后续经济总量仍有望继续改善，需求端主要扩张动力来自出口、汽车消费和服务消费。从出口来说，主要经济体复工延续，全球需求恢复以及产业链替代两个逻辑有望在一段时期内支撑出口增速。我们也看到，近期与出口商品相对应的纺织服装、橡胶塑料等行业生产和投资增速较二季度恢复明显。对于汽车消费，我们在此前的报告中进行过分析，简而言之，在 M1 同比走高、政策支持、低基数等有利因素下，汽车消费同比高水平有望延续到明年。对于服务类消费，我们看到虽然三季度第三产业 GDP 实际同比上升幅度较大，但和疫情前相比仍有上升空间。虽然我们不认为在防控常态化下，服务业会很快恢复至疫情前水平，但短期服务业仍有不小的恢复空间。从黄金周的旅游、餐饮、娱乐等高频数据看，四季度服务业大概率仍延续稳健恢复态势。相对目前地产、基建、汽车消费已明显处于高位，服务消费应该是四季度为数不多能够确定为后续经济提供边际向上动力的重要逻辑线。
- **风险提示**

1、 秋冬季爆发二次疫情；

2、 房地产投资大幅回落；

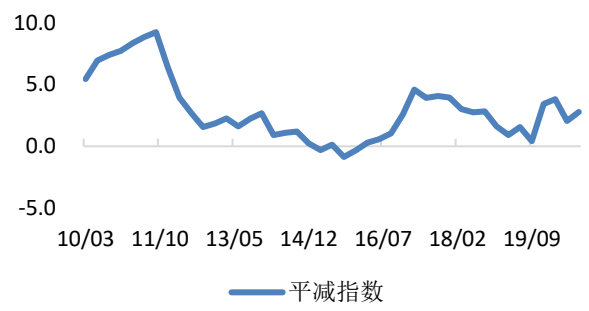
3、基建投资受到项目、资金等因素限制，水平低于预期。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



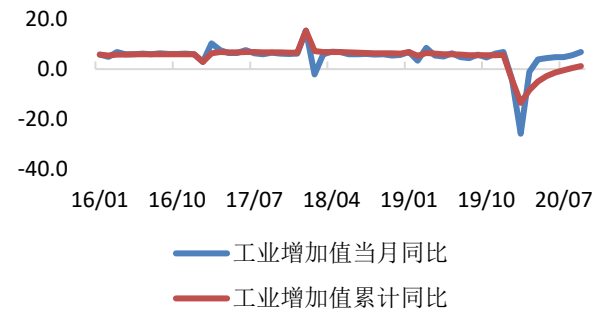
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数走势



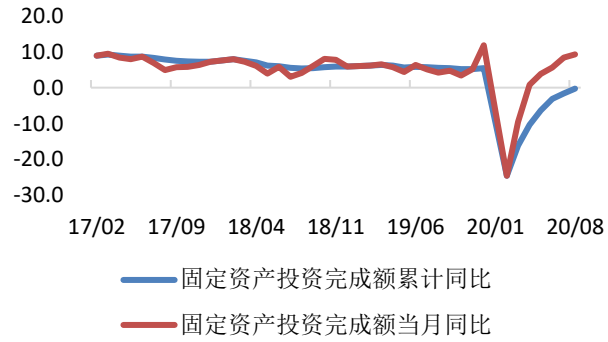
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：工业增加值同比走势



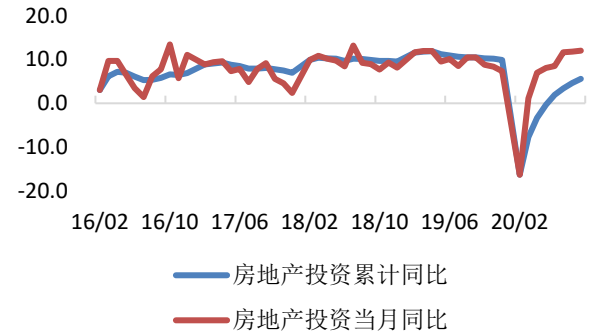
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：固定资产投资完成额累计同比走势



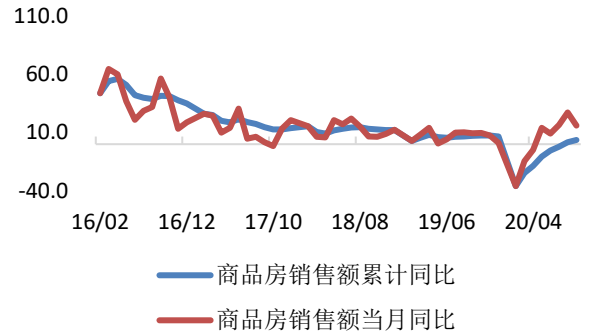
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：房地产投资同比走势



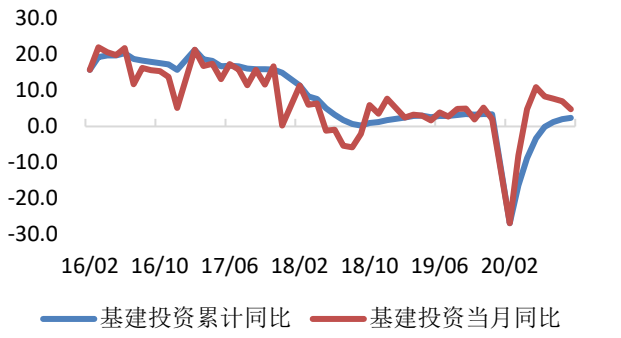
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：房地产销售同比走势



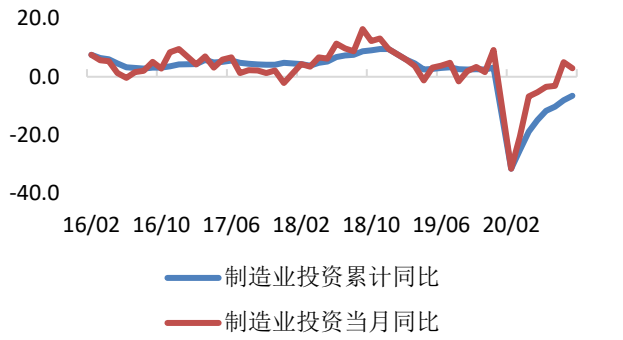
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：基建投资同比走势



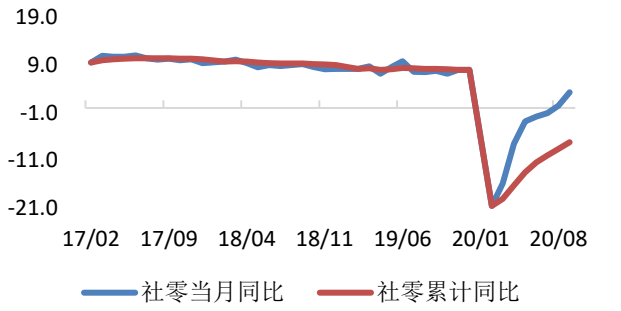
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：固定资产投资完成额累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336