民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

预期差之谜：为什么 9 月超预期，三季度却不及预期？

——点评 9 月经济数据

宏观事件点评 | 2020 年 10 月 20 日

报告摘要：

- **为什么 9 月超预期，三季度却不及预期？**9 月经济数据总体好于市场预期，但三季度 GDP 却不及市场预期。根据我们构建的月度 GDP 指数，7-9 月单月 GDP 增速分别为 4.0%、4.6%、5.9%，据此测算三季度 GDP 恰好为 4.9%，与官方公布结果完全一致。这表明，官方数据的勾稽关系是准确可信的，若承认 9 月数据超预期，就不应该认为三季度 GDP 不及预期。

- **基于生产法视角解读，近期工业和服务业修复速度双双加快，中国经济从政策驱动修复转为内生驱动修复。**从工业增加值加速度看，7 月之前工业增速不断回升，但加速度逐渐放缓，该阶段可称为政策驱动的修复；8 月以来，工业增速继续回升，且加速度重新加快，该阶段可称为内生驱动的修复。服务业也表现出类似特征。中国经济之所以出现这一积极变化，与 8 月中旬 31 个省市区实现本土零新增病例是密不可分的。

- **基于支出法视角解读，民间投资和消费继续加快回暖，经济复苏内生动能继续增强。**9 月民间投资隐含的当月增速为 5.9%，连续两个月保持正增长；社会消费品零售当月增速为 3.3%，同样连续两个月保持正增长，且环比增速持续加快。调查失业率连续 5 个月下降，就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。我们重申，中国经济需求端正在加速回暖，经济复苏持续性强。

- **预计四季度 GDP 将回到潜在增速，全年增速有望超过 2%。**易纲行长在 G30 研讨会上表示，预期今年中国经济增长约 2%。我们测算，四季度 GDP 增速只需要达到 5.3%，全年增速就可达到易行长提到的 2%。考虑到 9 月单月中国经济增速已达到 5.9%，只要中国经济继续复苏态势不变，四季度实现 6%的增长是完全有可能的，这样的话，全年增速有望达到 2.2%左右。

- **风险提示：**
  全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 9 月规模以上工业增加值同比 6.9%，预期 5.8%，前值 5.6%。

中国 9 月社会消费品零售总额同比 3.3%，预期 1.6%，前值 0.5%。

中国 1-9 月城镇固定资产投资同比增长 0.8%，预期 0.9%，前值-0.3%。

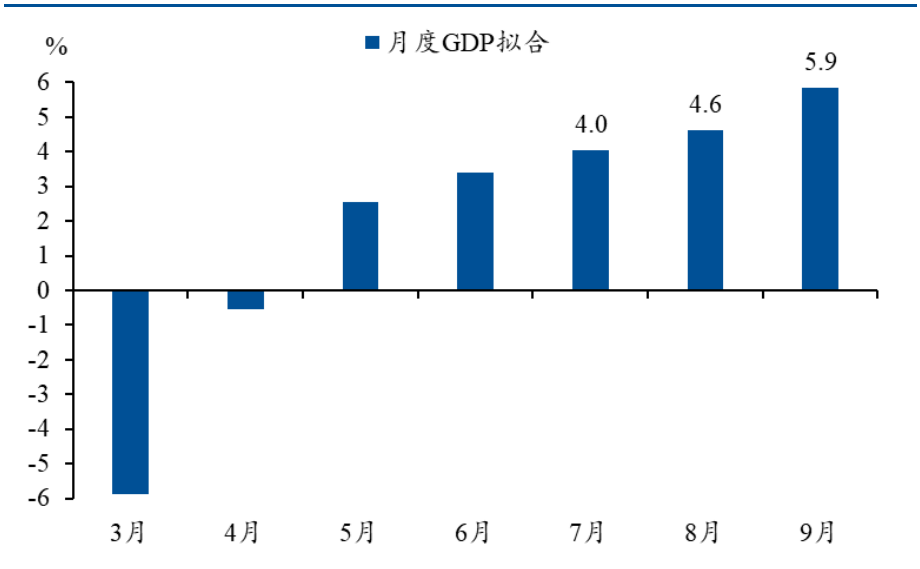
中国三季度 GDP 同比 4.9%，预期 5.2%，前值 3.2%。

一、预期差之谜：为什么 9 月超预期，三季度却不及预期？

到底是超预期还是不及预期？伴随 9 月和三季度数据的发布，一个略显诡异的现象引起了市场的广泛关注：单看 9 月数据，工业增加值和社会消费品零售总额增速大幅好于市场预期，固定资产投资增速与预期差异不大，应该说，9 月数据是总体好于市场预期的；再看三季度 GDP 增速，实际录得 4.9%，比市场预期的 5.2%却低了 0.3 个百分点。数据发布后，上证指数由红翻绿，国债期货纷纷上涨，市场似乎认定数据是不及预期的。为什么会出现这种情况？

根据我们构建的月度 GDP 指数，三季度 GDP 和 9 月份经济表现是一致的。我们此前报告多次介绍过月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 指数。结果显示，7-9 月单月 GDP 增速分别为 4.0%、4.6%、5.9%，9 月单月表现已经接近潜在增速水平（6%左右）（图 1）。合并 7-9 月得到三季度 GDP，与官方公布的 4.9%是完全一致的。这表明，官方数据的勾稽关系是准确可信的，若承认 9 月数据超预期，就不应该认为三季度 GDP 不及预期。

图 1：9 月单月 GDP 增速达到 5.9%

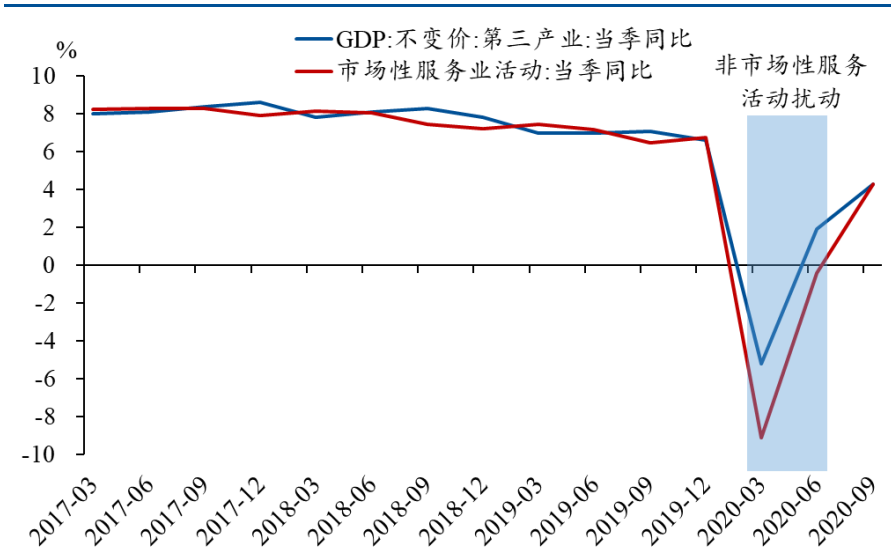


资料来源：Wind，民生证券研究院

此前出现过的二季度 GDP 预期差，应该被视作短暂的例外。市场之所以出现预期上的混乱，源于此前一、二季度数据的反差。例如，6 月和二季度数据发布时，出现过类似的预期差：单看 6 月数据，基本符合预期，但二季度 GDP 增速 3.2%，却大幅高于市场预期的 2.9%。受此影响，市场才对三季度 GDP 增速做出了过高的预期，并进一步引发了实际表现不及预期的一系列反应。我们此前曾经指出，上述预期差主要源于非市场性服务活动的贡献。结合本次数据，我们理解，一、二季度 GDP 预期差应该被视作

短暂的例外，随着经济逐步恢复正常，非市场性服务活动转为市场性服务活动，月度数据和季度 GDP 也就不会再出现明显的预期差（图 2）。

图 2：一、二季度 GDP 预期差主要源于非市场性服务活动的贡献

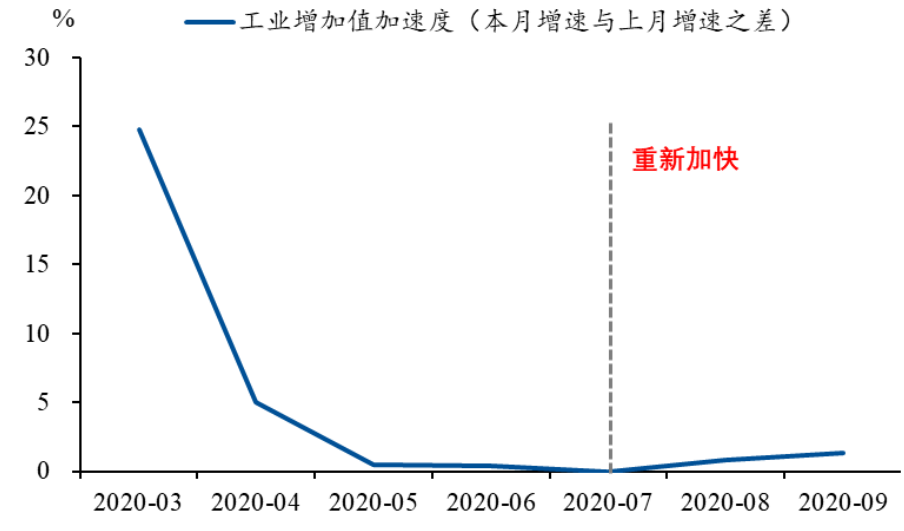


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、生产法视角：从政策驱动修复到内生驱动修复的转变

工业修复进入内生驱动阶段，增速已回到疫情前水平。9 月，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速比上月加快 1.3 个百分点，比市场预期高出 1.1 个百分点。从疫情初步控制住的 3 月到 9 月，工业增速连续 7 个月持续回升，目前增速已回到疫情前水平，与去年 12 月持平。进一步观察加速度的变化，可以看到：从 3 月到 7 月，工业增速不断回升，但加速度逐渐放缓，该阶段可称为政策驱动的修复；8 月以来，工业增速继续回升，且加速度重新加快，该阶段可称为内生驱动的修复（图 3）。

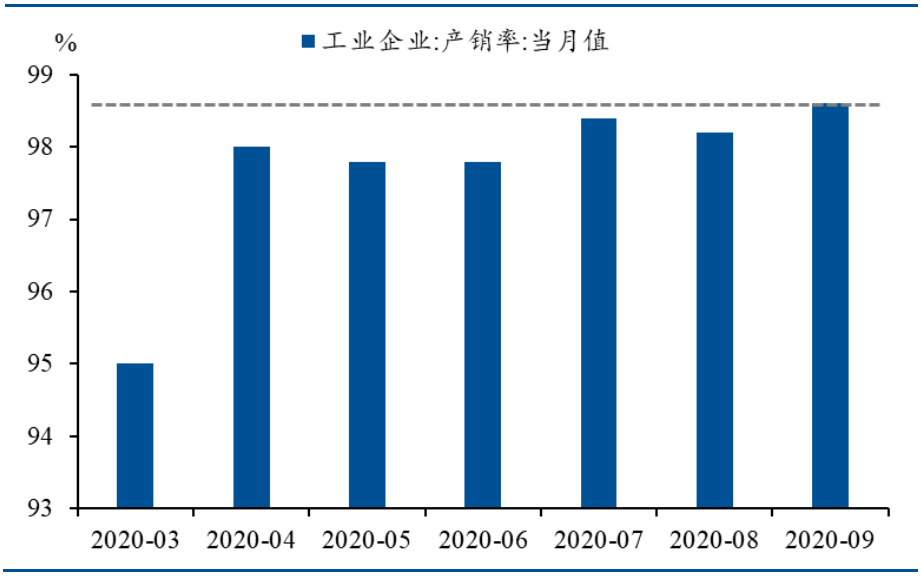
图 3：工业增加值修复速度重新加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

工业能够实现持续强修复，与需求向好的支撑是分不开的。可以明确的是，9 月工业增速超预期回升，并不是出于基数的原因。事实上，去年 9 月工业环比增速为 0.8%，处于历史同期偏高水平；今年 9 月环比为 1.18%，创有数据以来同期最高。在高基数基础上还能继续回升，是更加难得的。究其原因，无非是需求端持续向好提供了足够的支撑。9 月工业企业产销率为 98.6%，为年内最高水平，过去几个月总体上不断上升，企业的产品不愁销路，就是对生产最大的支撑（图 4）。正是在产销两旺的支持下，三季度工业产能利用率继续爬升至 76.7%，同比上升 0.3 个百分点。

图 4：工业企业产销率不断上升

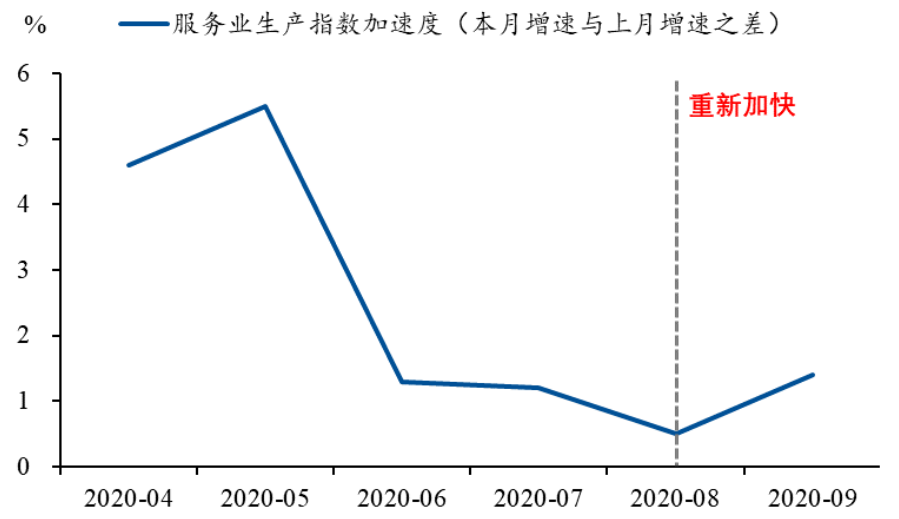


资料来源：Wind，民生证券研究院

从细分行业看，高内需依赖和高外需依赖行业都呈现好转。农副食品加工业增速由负转正，食品加工业增速上升 6 个百分点至 6.5%，虽然仍低于工业总体增速，但处于加速修复过程中；纺织业增速上升 2.3 个百分点至 5.6%，医药制造业增速上升 3.1 个百分点至 7.4%，包含了海外疫情反扑导致的订单增多的影响；通用设备、专用设备、电气机械及器材、汽车等制造业保持高景气增长，增速持续高于工业总体增速。

服务业加速回暖，也体现出内生驱动修复的特征。9 月，服务业生产指数同比增长 5.4%，比上月加快 1.4 个百分点。从加速度看，与工业类似，呈现出从政策驱动向内生驱动的转变：从 5 月到 8 月，服务业增速不断回升，但加速度逐渐放缓，体现出政策驱动修复的特征；9 月，服务业增速继续回升，且加速度明显加快，体现出内生驱动修复的特征（图 5）。**8-9 月，中国经济之所以实现了从政策驱动修复到内生驱动修复的转变，与 8 月中旬 31 个省市区实现本土零新增病例是密不可分的。**

图 5：服务业修复速度也重新加快

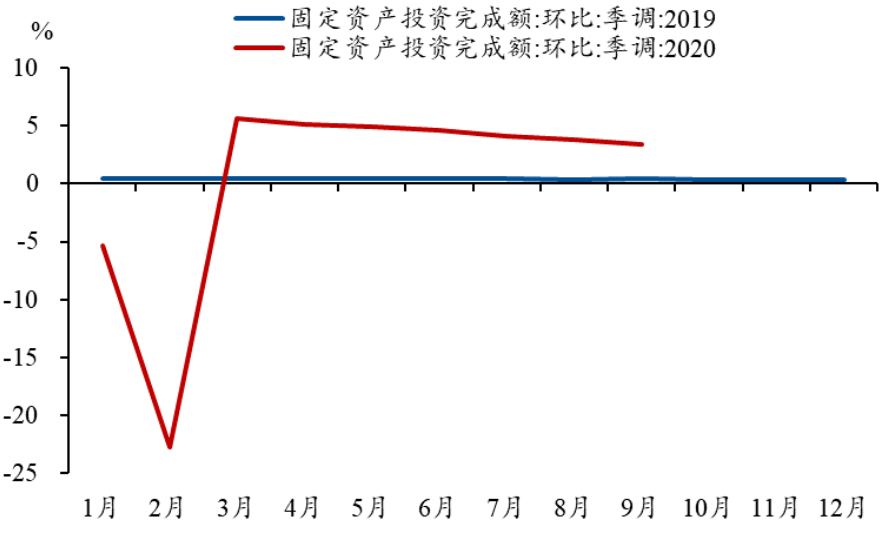


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、支出法视角：民间投资和消费继续拉动经济增长

固定资产投资累计增速由负转正。1-9 月，固定资产投资累计同比增长 0.8%，略低于市场预期的 0.9%，前值为下降 0.3%，这是疫情发生以来固定资产投资累计增速首次实现正增长。从环比看，9 月增速为 3.37%，仍远高于去年同期（0.42%）。显示投资仍处于不断修复过程中（图 6）。

图 6：固定资产投资环比增速持续高于去年同期

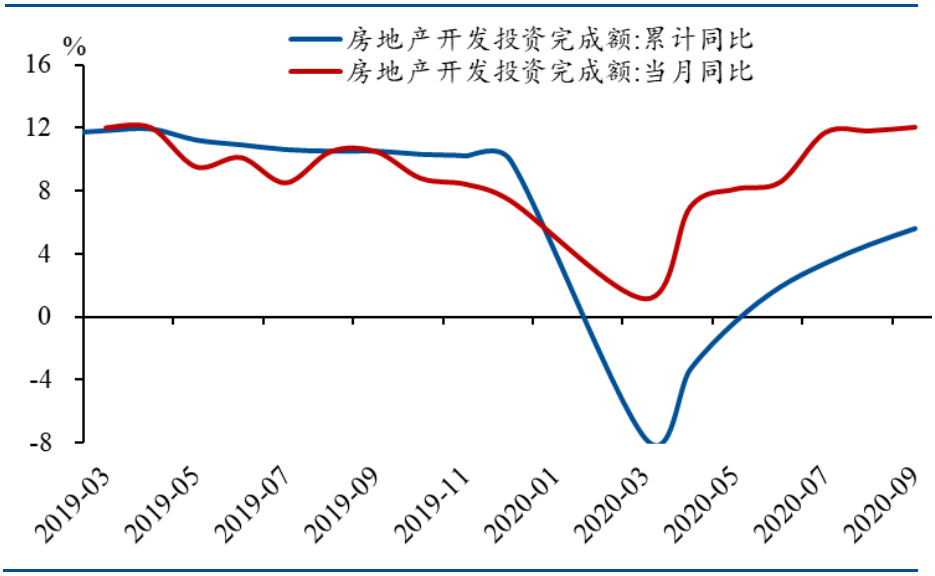


资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资增速再创新高，制造业投资出现加速回暖迹象，基建投资恢复仍然缓慢。分三大类投资看，1-9 月房地产投资累计增速达到 5.6%，较上月提高 1.0 个百分点，隐含的单月增速达到 12.0%，创年内新高，考虑到 9 月施工面积累计增速出现阶段性见顶回落，房地产投资单月增速可能已经到了顶部区间，但累计增速仍有上升空间（图 7）；

制造业投资累计增速为-6.5%，仍是投资端主要拖累，但比上月降幅收窄 1.6 个百分点，改善幅度是最明显的，显示出加速回暖迹象；基建投资（含电力）累计增速为 2.4%，较上月提高 0.4 个百分点，改善幅度低于投资总体表现，显示基建投资恢复仍然缓慢。

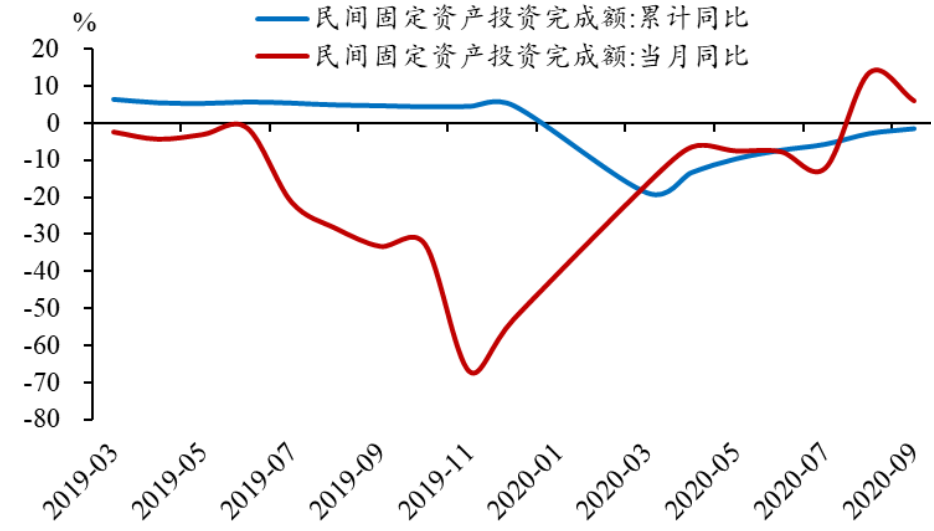
图 7：房地产投资累计增速仍有上升空间



资料来源：Wind，民生证券研究院

民间投资当月增速连续两个月为正，经济复苏内生动能继续增强。1-9 月民间投资累计同比-1.5%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，改善幅度高于投资总体表现。其中隐含的当月增速为 5.9%，连续两个月保持正增长。民间投资和制造业投资代表市场主体自发的投资，其改善幅度好于投资总体表现，反映经济复苏内生动能继续增强（图 8）。

图 8：民间投资当月增速连续两个月为正

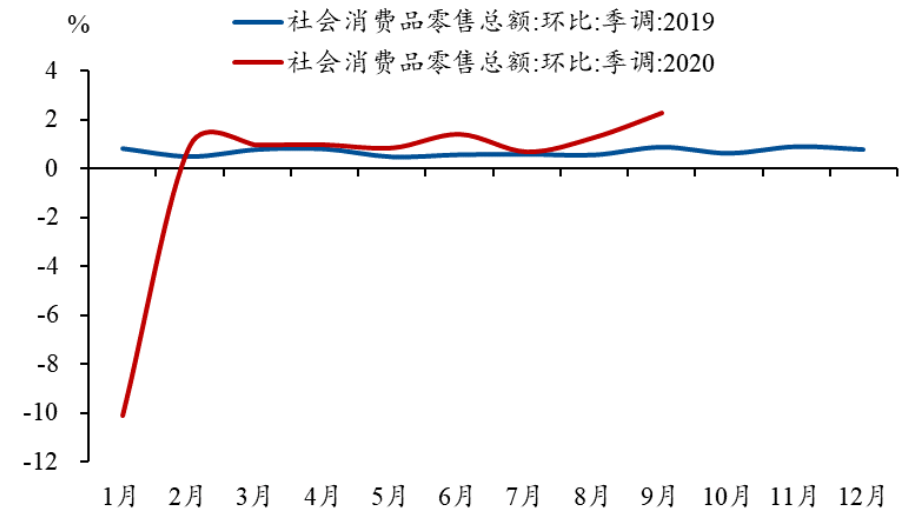


资料来源：Wind，民生证券研究院

消费复苏继续加快，就业向好继续提供支撑。9 月，社会消费品零售总额当月同比 3.3%，连续两个月正增长，好于市场预期的 1.6%，较上月加快 2.8 个百分点。从环比看，9 月增速为 2.25%，比上月加快 1.0 个百分点，比去年同期加快 1.36 个百分点（图 9）。我们多次强调，中国经济需求端正在加速回暖，这一表现为我们的判断增加了新的佐证。

从细分领域看，包括汽车消费、饮料烟酒、体育娱乐在内的多数领域景气度都不错，但房地产后周期消费景气度较低。9 月调查失业率较上月下降 0.2 个百分点至 5.4%，连续 5 个月下降，就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。

图 9：社会消费品零售总额环比增速继续加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、未来展望：全年 GDP 增速有望超过 2%

易纲行长预期今年中国经济增长约 2%。日前，中国人民银行行长易纲在线上 30 国集团(G30)国际银行研讨会上表示，因中国控制住新冠疫情，经济仍有韧性、有潜力，预期今年经济增长约 2%，表明对内需驱动的复苏前景有信心。中国财政和货币政策将侧重于帮助中小型企业渡过新冠危机带来的痛苦，同时确保内需在促进增长方面发挥更大作用。过去三个月，人民币兑美元汇率大幅升值，反映出两国之间的利率差异。易纲称货币政策应集中应对内需，国内通胀目标上，而汇率就由市场去决定。

我们预计，四季度 GDP 将回到潜在增速，全年增速有望超过 2%。此前，IMF 等国际组织预测，中国将是 2020 年唯一实现正增长的主要经济体。今年前三季度，中国经济同比增长 0.7%，提前锁定了正增长的目标。在前三季度的基础上，我们测算，四季度 GDP 增速只需要达到 5.3%，全年增速就可达到易行长提到的 2%。考虑到 9 月单月中国经济增速已达到 5.9%，只要中国经济继续复苏态势不变，四季度实现 6%的增长是完全有可能的，这样的话，全年增速有望达到 2.2%左右。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

插图目录

图 1：9 月单月 GDP 增速达到 5.9% 2
图 2：一、二季度 GDP 预期差主要源于非市场性服务活动的贡献 3
图 3：工业增加值修复速度重新加快 3
图 4：工业企业产销率不断上升 4
图 5：服务业修复速度也重新加快 5
图 6：固定资产投资环比增速持续高于去年同期 5
图 7：房地产投资累计增速仍有上升空间 6
图 8：民间投资当月增速连续两个月为正 6
图 9：社会消费品零售总额环比增速继续加快 7

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。