宏观点评 20201019

经济再提速：哪些顺风？哪些逆风？

2020 年 10 月 19 日

事件

■ 国家统计局公布 9 月经济数据，三季度 GDP 同比 4.9%，前值 3.2%；工业增加值同比 6.9%，前值 5.6%；固定资产投资累计同比 0.8%，前值-0.3%；社会消费品零售名义增速 3.3%，前值 0.5%。

观点

■ 关于 9 月经济数据，总量无过多亮点，但结构改善的特征较为明显：

（1）关于三季度 GDP4.9%的增速，虽略低于市场预期，与我们此前分行业预测模型的 5%左右基本相当，我们不认为存在 GDP 增速明显低于预期或低估的情况。

（2）9 月工业增加值 6.9%的高增不宜过度解读，其背后存在工作日天数同比多两天、工业生产季末跳升的临时性因素扰动，但结构改善更需关注，尤其是工业机器人增速创下 2018 年以来新高。

（3）经济内生动能改善，体现在制造业投资和消费复苏上，制造业投资单月增速自 5%回落至 3%，基数影响很大，若排除基数影响，9 月制造业投资是在改善的；9 月商品零售和餐饮收入的修复都在提速，且是在中秋假期从去年 9 月延后至今年 10 月的背景之下。

（4）前期驱动经济增长的地产和基建链条景气度都有所回落且存在继续走弱的风险。基建投资持续回落主因在疫后“赶工”在 6、7 月份已经完成；地产方面，虽然 9 月投资继续走强，但当月施工、新开工均进一步放缓，高频数据则显示 10 月以来的地产销售全线下滑。

■ **风险提示：**政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

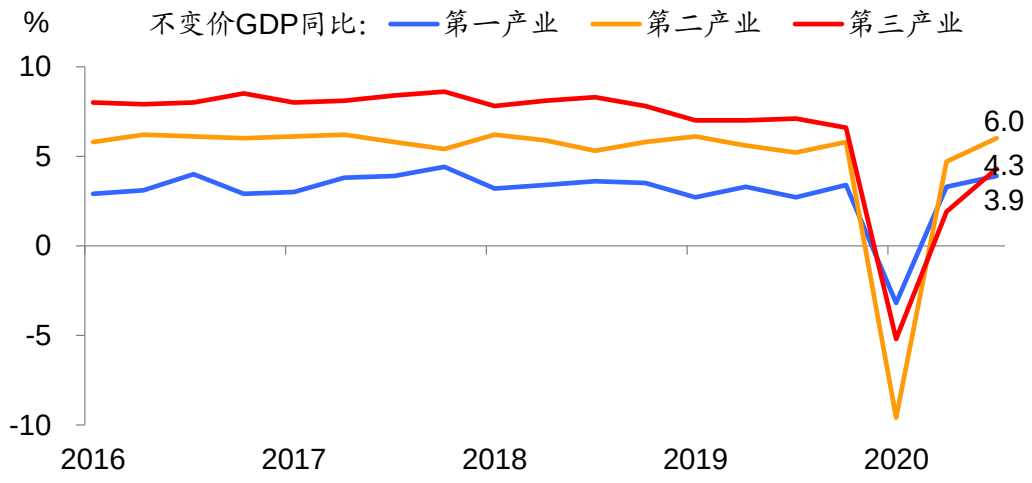
相关研究：

1、《宏观点评 20201018：三季度 GDP 增速有多少？--GDP 行业视角下的预测框架》2020-10-18
2、《宏观专题 20201014：“十四五”前瞻：哪些指标和目标？》2020-10-14
3、《宏观点评 20201013：出口的高增和进口的反弹可持续吗？》2020-10-13
4、《宏观点评 20200930：美国大选的“十月惊奇”和对市场的影响》2020-09-30
5、《宏观点评 20200929：水波微澜--9 月经济数据前瞻》2020-09-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

建筑业高景气度和服务业经济修复支撑三季度 GDP 回升至 4.9%。三季度经济继续快速修复，GDP 同比增长 4.9%，相较二季度的 3.2%回升 1.7 个百分点，与我们 GDP 行业视角框架的 5.0%左右的预测结果基本相当，略低于市场预期。第一产业同比增长 3.9%，已经超过疫情前 3%左右（2019 年全年）的增速水平；建筑业经济活动高景气度支撑下，二产当季同比增长 6%，较前值加快 1.3 个百分点；服务业经济活动修复加快是支撑三季度经济改善的关键，当季同比增速较二季度加快 2.4 个百分点至 4.3%。

图 1：建筑业支撑二产增速回升、三季度服务业活动修复提速

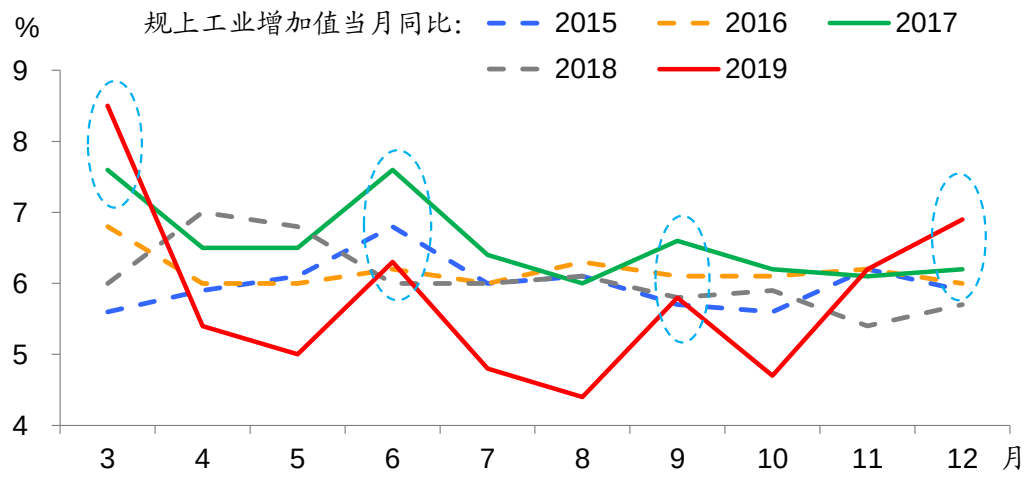


数据来源：Wind，东吴证券研究所

工业生产季末跳升重现？结构改善更值得关注。9 月规上工业增加值同比增长 6.9%，在 8 月 5.6%高增长的情况下进一步回升 1.3 个百分点，且大超市场预期。从临时性的扰动因素来看，由于中秋假期的错位，9 月工作日天数共 23 天，比去年同期多出 2 天，可能是导致 9 月工业生产高增的重要因素。同时，历史经验显示，工业生产存在明显的季末跳升、季初回落特征，尤其是 2017 年和 2019 年，9 月超预期工业生产背后是否也有季末跳升重现的原因？从主要工业品类来看，由于受 9 月低温影响，发电量增速小幅回落至 5.3%，前值 6.8%；而工业机器人、汽车、钢材产量增速继续回升，同比分别增长 51.4%（前值 32.5%，下同）、13.8%（7.6%）和 12.3%（11.3%）。

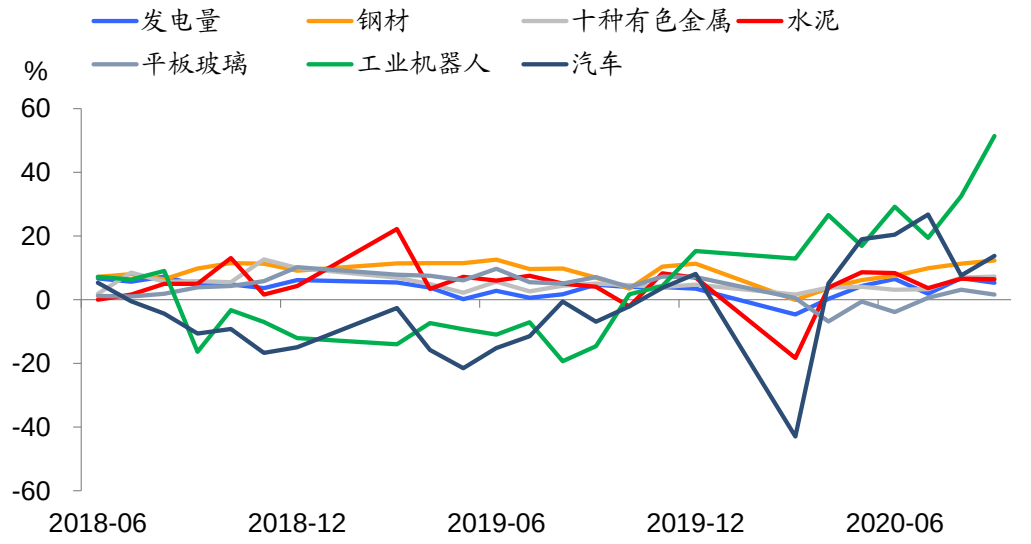
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：工业增加值增速在 2017 年和 2019 年具有明显的季末跳升特征



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：工业机器人、汽车、钢材产量在 9 月份大幅回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫后“赶工”完成，基建增速持续回落。基建增速持续走弱，9 月大、小口径基建当月同比增速分别回落至 3.2%（前值 4%，下同）和 4.8%（7%），这与我们此前提出下半年基建投资大概率低于市场预期一致，因为从我们此前统计的 23 个省市重大项目投资完成进度来看，大部分地区在 6 月或 7 月左右均完成了疫后“赶工”。但即便如此，基建增速的持续回落也是略低于我们此前预期的。分行业增速来看，交通运输行业（同比 2.1%，前值 1.7%）、公共设施投资（同比-2.1%，前值-2.9%）投资继续改善，而电热燃水投资增速（同比 17.5%，前值 18.4%）则开始回落。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：部分省市今年以来重点项目完成进度与时序进度相比

	广东省	广东佛山	广东汕头	广东深圳	广东梅州	广东茂名	广东东莞	广东云浮
1-2月				-7.22%			-8.67%	
1-3月	-7.01%	-6.17%	-4.90%	-4.53%	-11.28%		-7.64%	-9.71%
1-4月	-5.00%	-7.15%	0.28%	-10.00%	-12.87%	-3.83%	-7.50%	-10.20%
1-5月	-0.38%	-5.15%		-7.00%	-11.35%	-2.96%	-4.77%	-5.20%
1-6月	6.95%	3.94%	7.60%	-1.96%	-5.55%	-0.81%	-1.79%	1.51%
1-7月	10.88%	5.84%	9.34%	1.32%	-5.11%	0.80%	3.31%	3.21%

	广东珠海	山东泰安	河北石家庄	海南省	福建晋江	福建漳州	福建福清	河南驻马店
1-2月						-6.67%		
1-3月	-3.40%	-3.79%			-0.85%	-2.90%	2.65%	3.70%
1-4月	-5.67%	-12.94%				-0.43%	1.22%	
1-5月	-1.56%	-0.49%	12.93%	-9.67%		0.13%	14.49%	14.53%
1-6月	4.16%	4.57%	22.03%	-5.00%	7.03%	2.20%	17.08%	19.50%
1-7月	2.45%	7.10%	30.69%	-3.33%			14.83%	25.37%

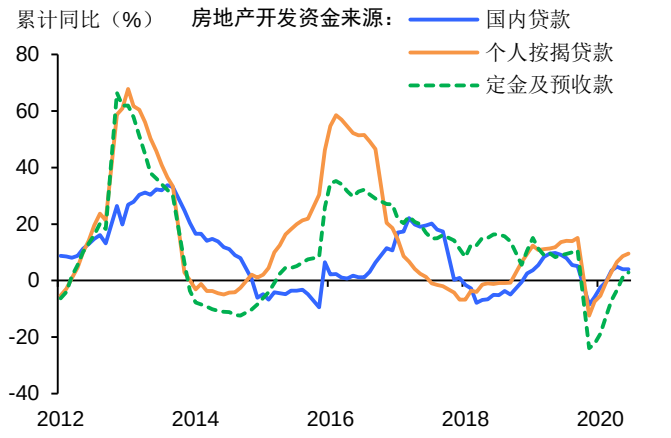
	安徽淮北	湖南郴州	江西南昌	江西赣州	江西抚州	新疆伊犁哈萨克	贵州遵义	
1-2月	-8.91%			-9.71%	-13.29%			
1-3月	-6.75%		-1.65%	-1.26%	-6.62%		-6.96%	
1-4月	-2.50%		1.64%	1.66%	-4.81%		-6.08%	
1-5月	-0.70%	-1.26%		4.60%	-2.75%	-0.28%	-5.29%	
1-6月	5.13%	10.15%	17.21%	12.57%	0.06%	7.38%	-3.94%	
1-7月		15.15%		15.00%	-0.56%		-1.98%	

数据来源：各省市政府网站，东吴证券研究所（时序进度的两种统计方法：如有公布数据按实际公布情况统计；如无公布则采用“进度与时间匹配”的方法计算，如 1-6 月完成全年进度的 50%。）

地产投资迎来拐点，“金九银十”失色。9 月当月地产投资同比达到了 12%，（前值 11.7%），三季度以来继续升至年内的高位。但当月施工面积同比-4.6%、新开工面积同比-2.0%均较上月进一步放缓（13.2%、2.4%），而土地购置面积同比-4.8%（前值-7.6%）已连续 3 个月负增长，可见支撑地产投资增速继续回升依然是价格因素，我们认为 9 月地产投资作为全年高点的拐点已现。在近期地产融资收紧的背景下，9 月房地产开放资金来源中的贷款增速继续放缓，但定金及预收款、个人按揭贷款增速则继续回升，这反映出当前房地产商正转向加大预售和促销的方式来获取融资；但高频数据则显示 10 月以来的地产销售全线下滑，“金九银十”并未显现，这也意味着四季度地产销售难有超预期表现。

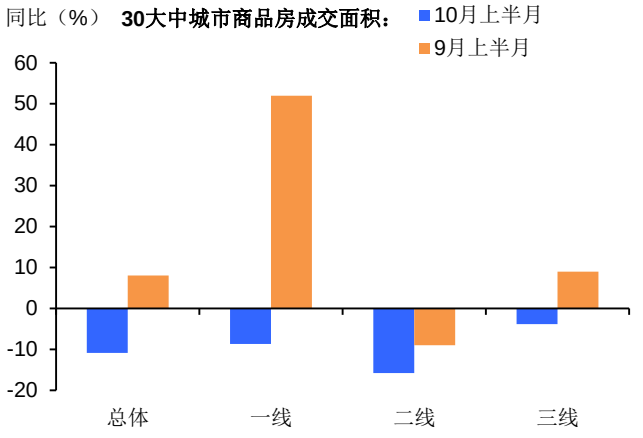
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：融资收紧下地产企业通过促销回笼资金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

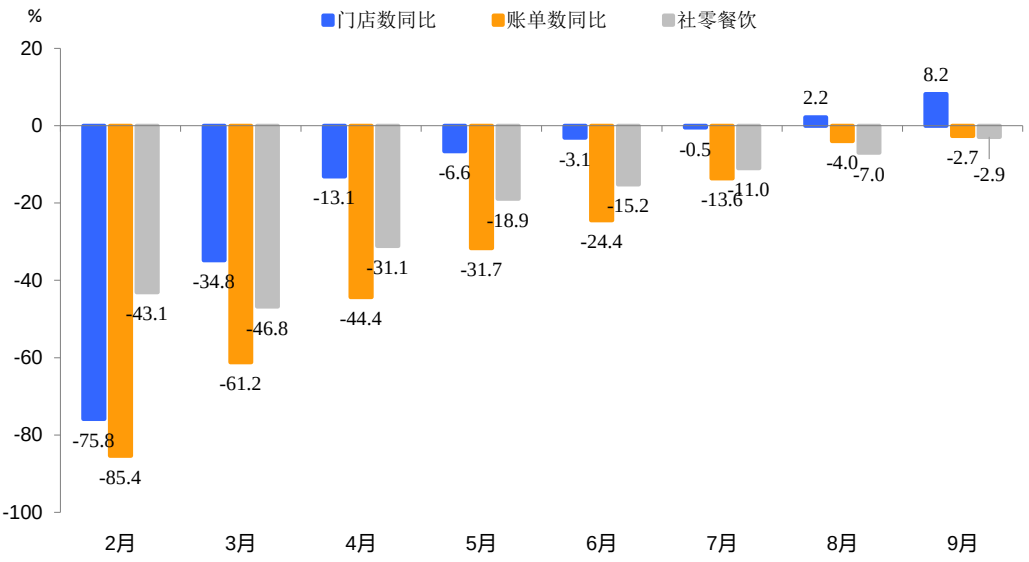
图 5：高频数据显示 10 月房地产销售将显著放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

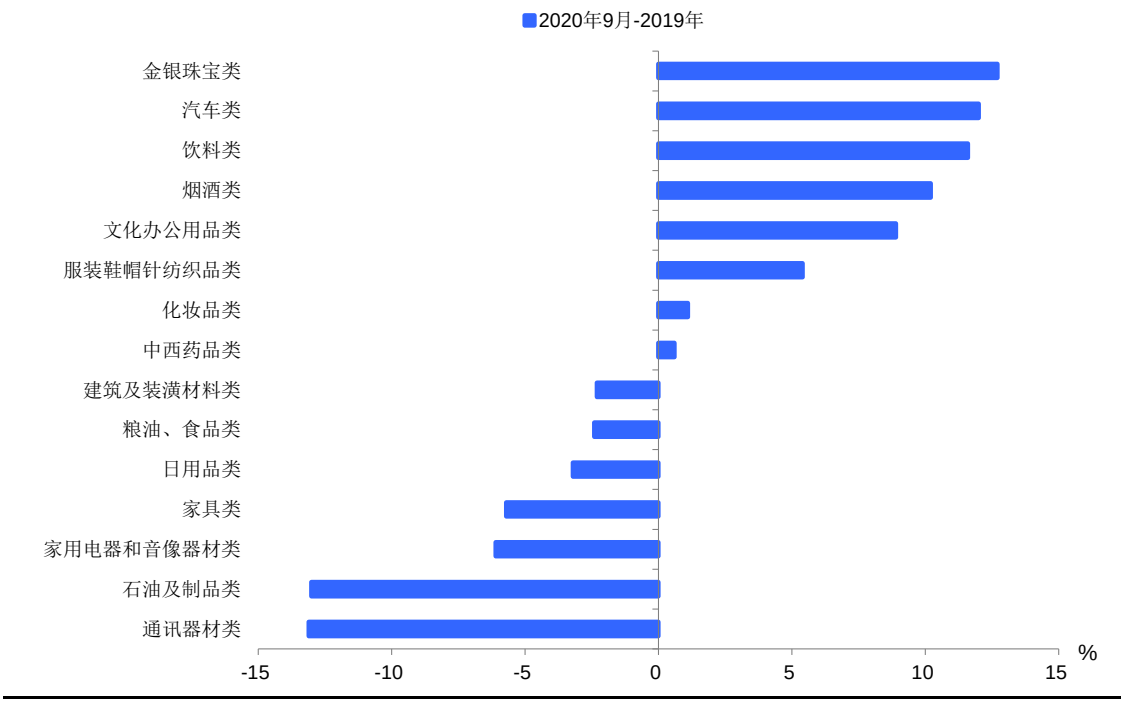
可选必选齐发力，消费改善环比加速。9 月社零名义和实际同比分别为 3.3%和 2.4%，实际增速今年以来首次转正。结构拆分来看，9 月商品零售同比加速改善至 4.1%（前值 1.5%），餐饮收入降幅收窄至-2.9%（前值-7%）。分产品看，必选品饮料/烟酒、可选品化妆品/珠宝/汽车均有 10%以上单月增速，其中汽车仍是社零增速最大拉动项（0.9%），剔除汽车销售后 9 月社零同比增速+2.4%。边际上，即便在今年中秋节后移至 10 月的情况下，9 月消费的改善仍环比加速，这是近期内需明显提振的一大信号，9 月进口大超预期对此亦形成了佐证。往后看，据中国银联数据显示，国庆黄金周银联网络日均交易金额同增 8.3%，说明在优惠促销政策刺激下居民消费潜力仍较大，预计年末双十一、双十二大促活动将带动社零继续上修。

图 6：社零餐饮增速与高频餐饮门店数及账单数增速比较



数据来源：Wind，哗啦啦，东吴证券研究所

图 7：社零中各品类 9 月当月同比相较于 2019 年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

风险提示：政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

