

9月和三季度经济数据点评

GDP增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好

三季度 GDP 增速低于预期或受进口高增长影响；9 月工业增加值和社零增速超出市场预期；固定资产投资累计同比增速转正；居民收入增长明显恢复。

- 三季度 GDP 当季实际同比增速 4.9%，名义同比增速 5.5%，前三季度实际 GDP 累计同比增长 0.7%，年内首次转正。
- 9 月工业增加值同比增速 6.9%，1-9 月工业增加值同比增速 1.2%。采矿业累计同比-0.6%，制造业累计同比 1.7%，公用事业累计同比 0.8%，高技术产业累计同比 5.9%。
- 9 月社零同比增速 3.3%，限额以上企业商品零售总额同比增速 5.6%，乡村消费增速回升较快，餐饮消费加速修复，限额以上消费增速继续领跑。
- 1-9 月固定资产投资增速为 0.8%，为年内首次转正，民间固定资产投资增速-1.5%。制造业投资累计同比增长-6.5%，基建投资累计同比增长 0.2%，为年内首次转正，地产投资累计同比增长 5.6%。
- 住宅投资增速 6.1%、办公楼投资增速 0.5%、商业地产投资增速-2.5%。房地产政策的收紧一定程度上开始影响土地购置面积和施工面积增速。1-9 月商品房销售面积同比增长-1.8%，商品房销售额累计同比增长 3.7%。房地产投资资金来源中自筹资金占比和增速大幅上升。
- 前三季度全国居民人均可支配收入 2.38 万元，累计同比增长 3.9%。前三季度居民人均消费支出 1.49 万元，累计同比增速-6.6%，居民消费依然向食品烟酒和居住大幅集中，但较上半年服务性消费占比大幅提升。
- 三季度 GDP 低于预期，但经济数据继续向好。9 月工业增加值增速、社零增速均大幅好于市场预期，固定资产投资累计同比增速年内首次转正，但三季度 GDP 同比增速 4.9%，低于市场预期。从三季度月度经济数据整体情况来看，投资方面房地产投资维持高增长，基建投资累计同比增速 9 月转正，消费方面社零 8 月当月同比增速转正，9 月增速大幅超预期，此前发布的出口增速和金融数据也维持了较高增速，因此三季度 GDP 增速低于预期，或是受到进口增速超预期高增的影响，净出口对 GDP 的拉动较二季度有所下降。我们认为贸易的好转有利于经济双循环发展，国内经济复苏的趋势依然向好。
- 四季度货币政策易松难紧。四季度国内外经济基本面情况相对复杂：一是 10 月国内召开全会，市场同时关注十四五规划建议内容；二是 11 月美国大选结果公布，考虑到邮寄选票的影响，11 月上旬至中旬全球资本市场可能出现明显波动；三是 12 月跨年前后国内金融市场流动性可能出现波动。并且考虑到今年上半年为对冲经济增速下行的影响，央行向经济体注入了大量流动性，实体经济负债增速明显上升，从 12 月底到明年春节前后这部分流动性面临续做和重新定价。在上述因素影响下，预计货币政策易松难紧，不排除在海外资本市场波动加大对国内产生外溢性影响时，国内采取降准操作的可能。
- 风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

相关研究报告

《经济在波动中恢复：4 月经济数据点评》
2020.5.15

《经济数据边际修复的速度在下降：5 月经济数据点评》2020.6.15

《经济真的向好，问题也依然存在：6 月和二季度经济数据点评》2020.7.16

《经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始：7 月经济数据点评》2020.8.14

《需求超预期，关注持续性：8 月经济数据点评》
2020.9.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

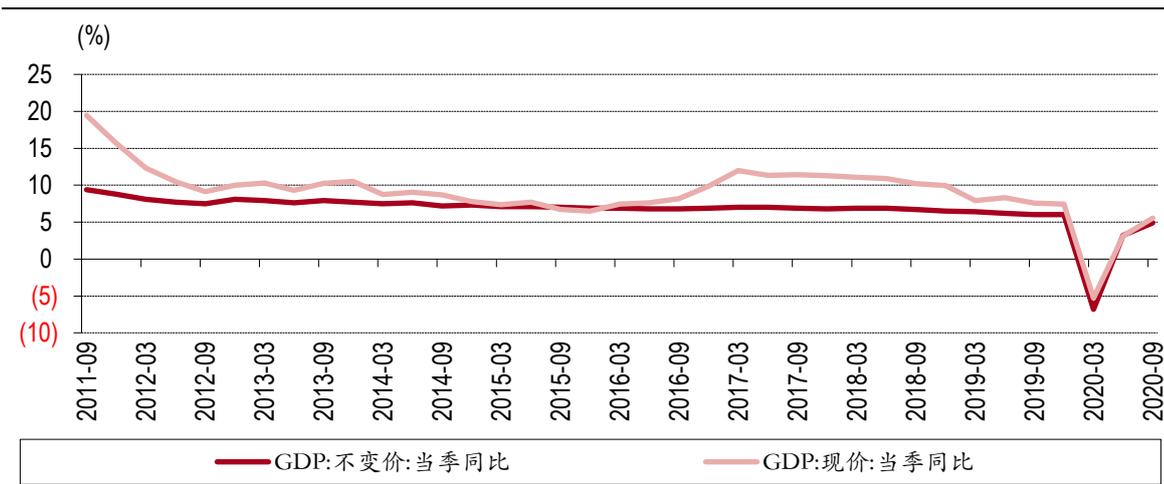
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

三季度 GDP 增长 4.9%

前三季度实际 GDP 累计同比 0.7%，名义 GDP 累计同比 1.4%。三季度 GDP 当季实际同比增速 4.9%，较二季度回升了 1.7 个百分点；三季度名义同比增速 5.5%，较二季度回升了 2.4 个百分点。前三季度实际 GDP 累计同比增长 0.7%，年内首次转正。三季度平减指数累计同比 0.7%，与二季度持平，三季度当中受汛期影响 CPI 同比增速波动较大，PPI 同比增速 9 月也出现小幅下行。三季度 GDP 实际同比增速虽然低于市场预期，但是从月度数据来看，国内经济复苏趋势依然向好，可能受到国际贸易波动的影响。

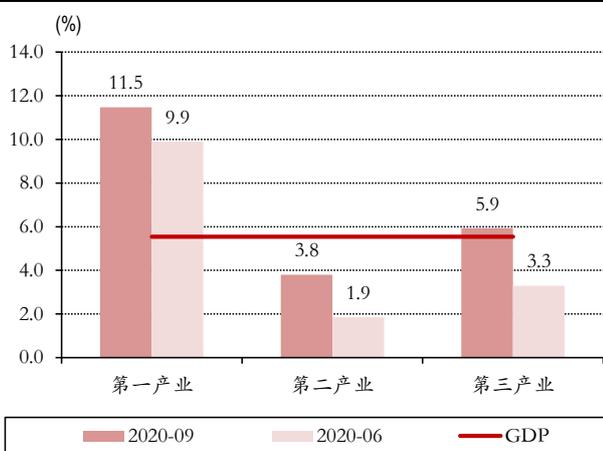
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

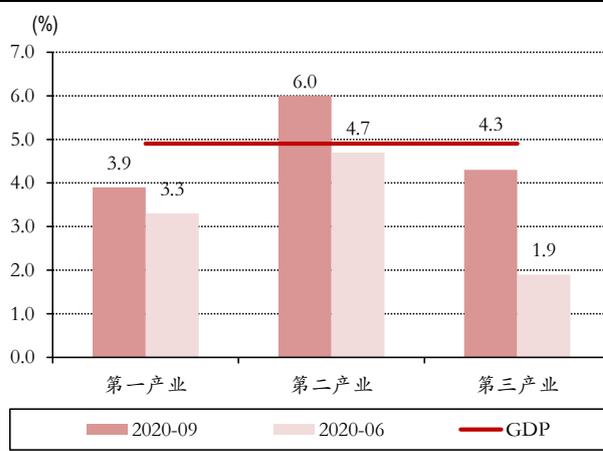
三大产业修复趋势无碍。三季度三大产业同比增速均较二季度继续回升，从名义增速的角度看，三季度一产同比增速 11.5%，远超过二产的 3.8%和三产的 5.9%；从实际增速的角度看，一产同比增长 3.9%，二产同比增长 6%，三产增长 4.3%，二产依然是拉动 GDP 实际同比增速上升的重要力量。从物价角度看，二产依然处于通缩状态下，但一产的平减指数当季达到 7.3%，较二季度继续上升 0.9 个点，或将表现在 CPI 的食品价格下降趋势放缓当中。三季度 GDP 实际同比增速虽然低于市场预期，但三产同比增速明显回升，表示经济结构内部加快调整。

图表 2. 三季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 三季度 GDP 不变价分产业同比

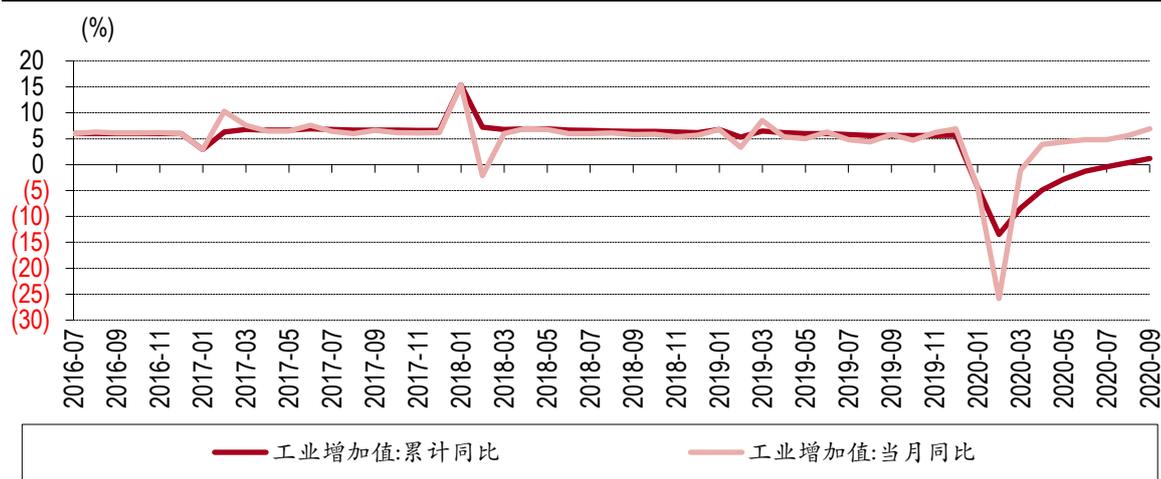


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速再超预期

9月工业增加值增速加速上行。9月工业增加值同比增长6.9%，较8月上升1.3个百分点，较去年同期上升1.1个百分点；1-9月工业增加值同比增长1.2%，较1-8月上升0.8个百分点，较去年同期下降4.4个百分点，降幅继续收窄。从数据表现看，9月工业增加值累计同比增速加速上升，表明受益于国内需求恢复，生产端的复苏基础加固，且由于海外疫情防控不利叠加二次上升，国内企业的海外订单出现上升趋势。

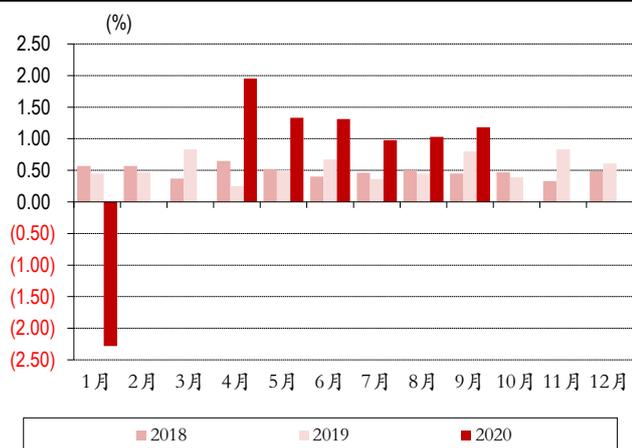
图表4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

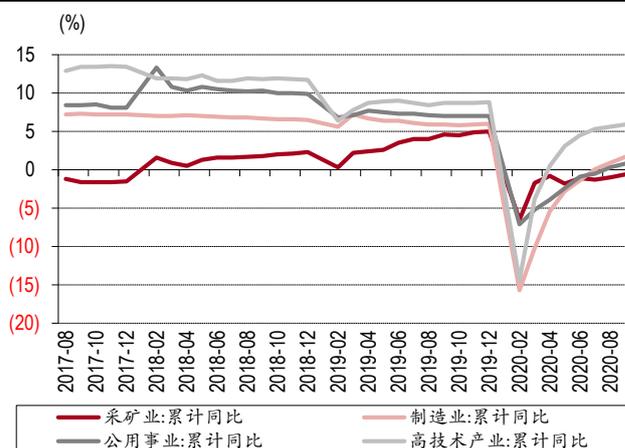
9月环比强劲上行。从环比增速来看，9月工业增加值环比增长1.18%，不仅显著高于2014年以来历史同时期水平，且相较7月和8月都有明显上升。从2019年季度工业增加值环比来看，季初环比增速将明显下降，但目前国内工业企业海外订单强劲，国内需求复苏趋势上行，需要关注10月工业增加值的环比表现。从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增长-0.6%，制造业累计同比增长1.7%，公用事业累计同比增长0.8%，高技术产业累计同比增长5.9%。9月各行业工业增加值累计同比增速都有显著回升，其中增长最明显的是制造业，较1-8月回升了0.8个百分点，从当月同比看，制造业9月工业增加值同比增长7.6%，较去年同期上升2个百分点，表明国内制造业回暖情况较好。从企业类型来看，9月企业工业增加值同比增长7.9%，较8月上升2.2个百分点，且同比增速最高，国企工业增加值同比增长6.5%最低，股份制企业同比增长6.8%，较8月上升幅度最小。分地区来看，东北地区工业增加值同比增长8.5%，增速最高且较8月回升幅度最大，东部地区同比增长8%，较8月增速回升1.2个百分点。

图表5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

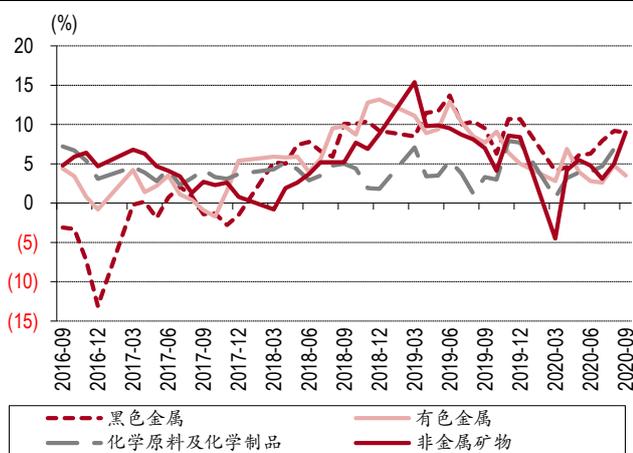
图表6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

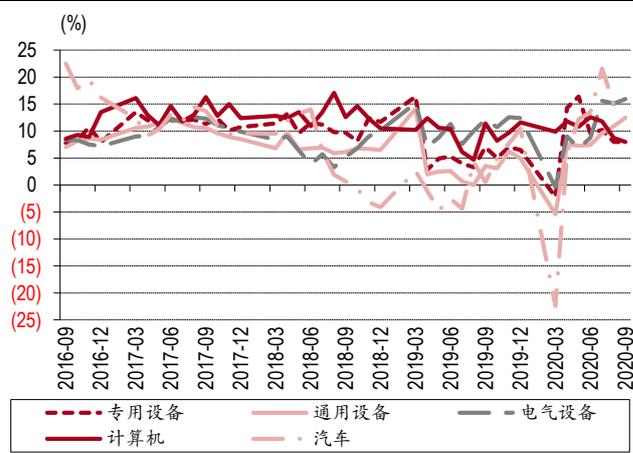
累计同比都有上升，下游9月工业增加值当月同比表现最强劲。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长1.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.3%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长1.9%，从当月工业增加值增速来看，化学原料和非金属矿物的增速有所上升，黑色金属和有色金属增速有所下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长5.1%，汽车制造业增加值累计同比增长4.4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长5.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长7.2%，9月中游行业工业增加值累计同比增速依然持续上升，其中通用设备、电气设备、汽车行业累计同比增速较1-8月均上行超过1个百分点，但当月同比增速中，计算机行业增速有所下降。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长0.8%，纺织业增加值累计同比增长-1.7%，医药制造业增加值累计同比增长3%，从当月同比增速来看，下游增速回升的幅度更大。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

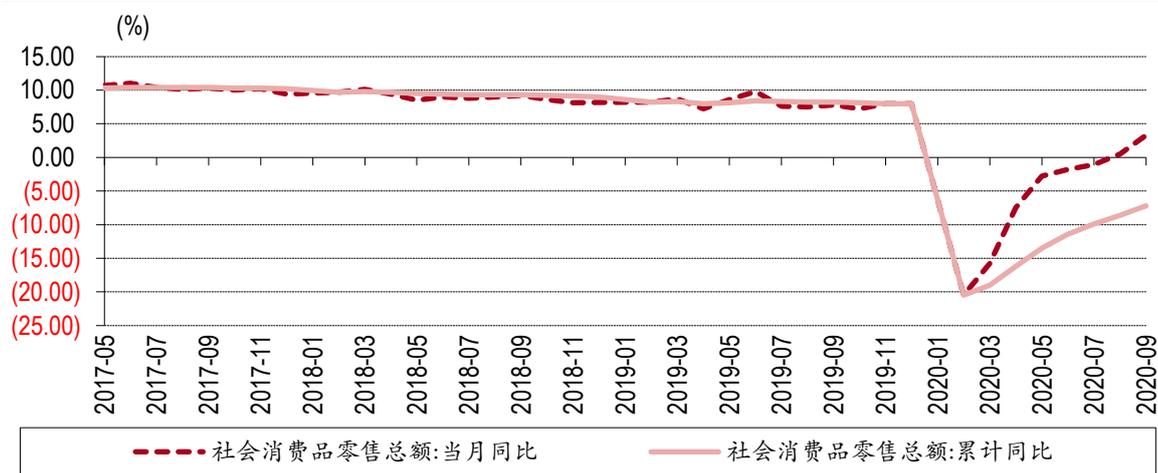


资料来源：万得，中银证券

社零大幅超预期

实际消费回升强劲。9月社零同比增速3.3%，较8月回升了2.8个百分点，1-9月社零累计同比增速为-7.2%，较1-8月回升1.4个百分点。9月社零实际同比增速2.4%，较8月上升3.5个百分点，1-9月累计实际同比增长-9.1%，较1-8月上升1.5个百分点。9月社零增速加速上升，且实际社零增速较名义增速上升幅度更大。

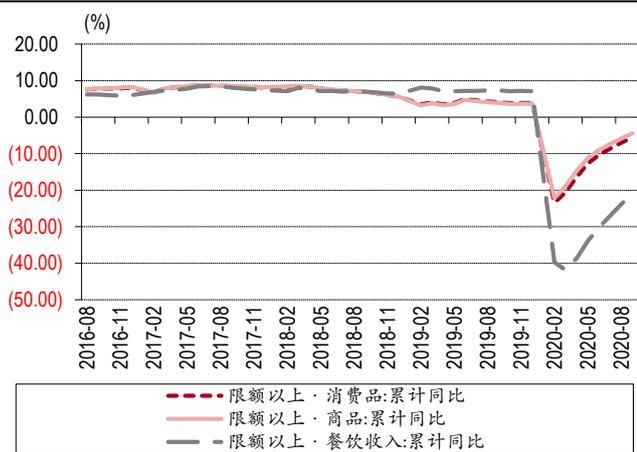
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

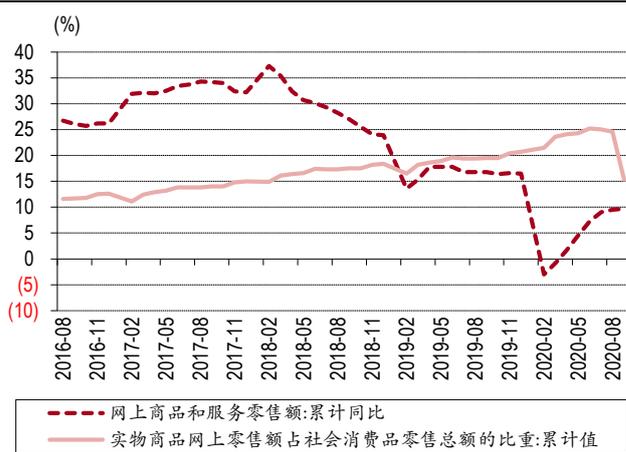
限额以上消费维持强劲增长。1-9月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-5.5%，较1-8月上升1.2个百分点，其中商品零售总额同比增速为-4.4%，较1-8月回升1.4个百分点，餐饮收入总额同比增速-20.8%，较1-8月上升3个百分点。1-9月网上零售额占比为29.3%，较1-8月下降0.3个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为9.7%，较1-8月上升0.2个百分点。从城乡消费增速来看，9月乡村的消费增速4%，较8月上升3.3个百分点，城镇消费同比增速3.2%，较8月上升2.7个百分点。9月餐饮行业收入增速-2.9%，较8月上升4.1个百分点，商品销售收入增速4.1%，较8月上升2.6个百分点。9月社零增速进一步加速上升，乡村消费增速回升较快，餐饮消费加速修复，限额以上消费增速继续领跑，9月网上消费占比有所下滑，我们认为受到紧邻节假日消费和未来电商促销的挤出。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

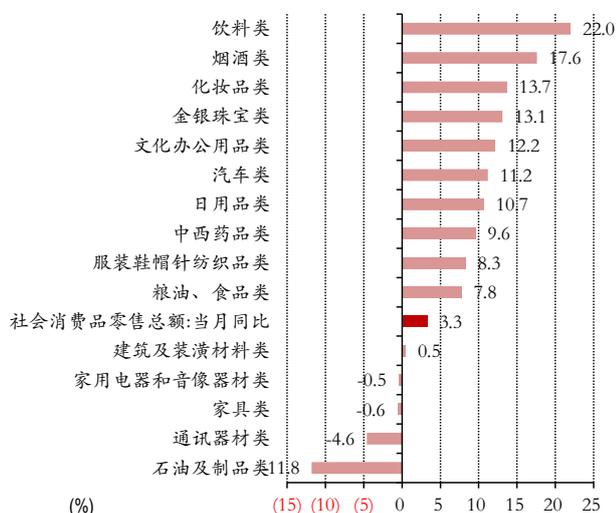
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

通讯器材消费延后。从同比增速来看，9月限额以上企业商品零售总额同比增速5.6%，较8月上升了0.5个百分点，同比增速较高的细分行业包括饮料、烟酒、化妆品等，增速最低的行业则包括石油制品、通讯器材、家具等。与8月相比大多数行业增速还是以上升为主，增幅显著的是烟酒、饮料和服装鞋帽，另一方面增速下降明显的是通讯器材、化妆品和家电，其中通讯器材的增速较8月大幅下降29.7个百分点，主要是受到接下来新机发行影响。从累计同比增速来看，1-9月销售增速大幅上升的是金银珠宝、服装鞋帽、汽车等，增速下滑的则是通讯器材、粮油食品、中西药品。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

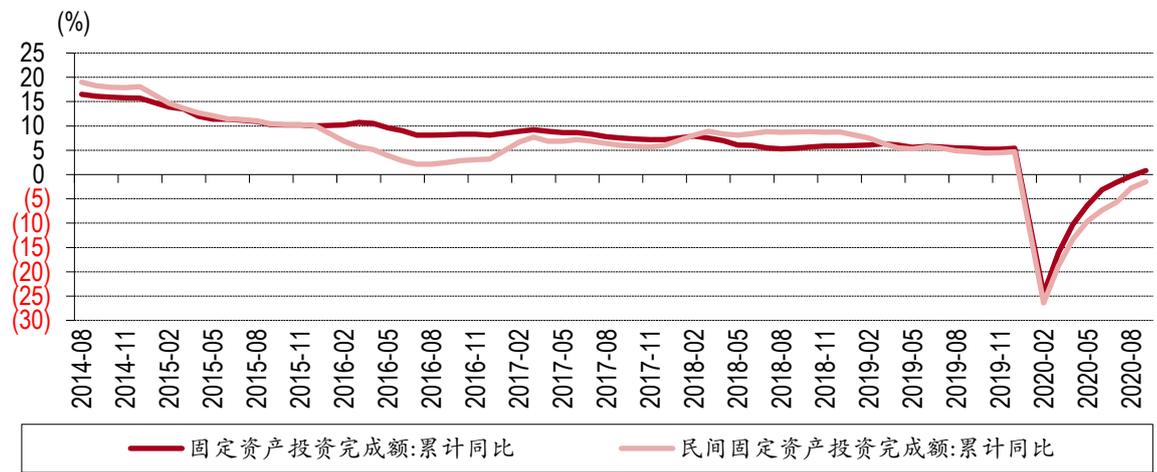


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速转正

民间固定资产投资增速回升幅度更大。1-9月固定资产投资增速为0.8%，较1-8月回升1.1个百分点，为年内首次转正，1-9月民间固定资产投资增速-1.5%，较1-8月回升1.3个百分点。9月固定资产投资增速年内首次转正，民间固定资产投资增速虽然尚未转正，但累计同比增速回升幅度更显著。

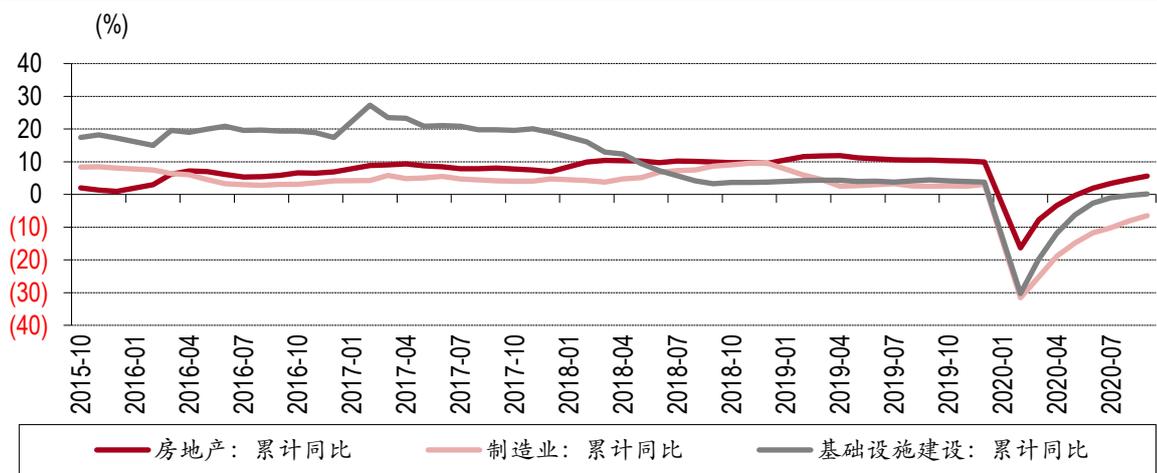
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

9月制造业投资增速继续强劲上升，基建投资增速年内首次转正。分类别看，制造业投资1-9月累计同比增长-6.5%，较1-8月回升1.6个百分点；基建投资累计同比增长0.2%，较1-8月回升0.5个百分点，为年内首次转正；地产投资累计同比增长5.6%，较1-8月回升1个百分点。1-9月固定资产投资中基建回升速度继续放缓但增速回正，房地产虽然受到政策约束但投资增速依然强劲，制造业投资增速回升幅度继续领跑。从制造业细分行业看，累计同比增速较8月明显上升的包括农副食品加工、医药、汽车、纺织、金属制品、交运设备、通用设备等行业。

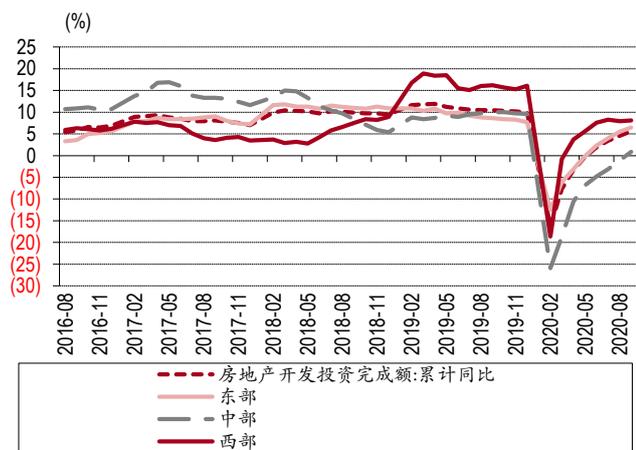
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

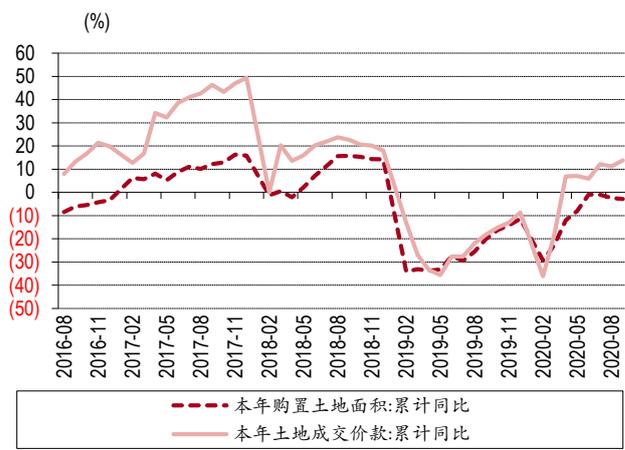
房地产投资增速上升幅度有所收窄。1-9月房地产投资增速5.6%，较1-8月回升了1个百分点，其中东部地区累计同比增长6.5%、中部地区累计同比增长0.9%、西部地区累计同比增长8.1%，分别较1-8月回升1个百分点、2个百分点和0.2个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速6.1%、办公楼投资增速0.5%、商业地产投资增速-2.5%，分别较1-8月回升0.8个百分点、1.5个百分点和0.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9月累计同比增长-2.9%和13.8%，较1-8月分别下降了0.5个百分点和上升了2.6个百分点。1-9月房地产新开工面积累计同比增长-3.4%，较1-8月上升0.2个百分点，施工面积同比增长3.1%，较1-8月下降0.2个百分点，竣工面积同比增长-11.6%，较1-8月下降0.8个百分点。整体来看，9月房地产土地市场有所回落，新开工面积增速虽然继续上行，但施工面积同比增速出现下行，房地产政策的收紧一定程度上开始影响土地购置面积和施工面积增速。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

房地产销售依然向好。1-9月商品房销售面积同比增长-1.8%，较1-8月回升1.5个百分点，商品房销售额累计同比增长3.7%，较1-8月回升2.1个百分点。从待售面积来看，1-9月商品房待售面积同比增速0.5%，较1-8月持平，其中住宅面积同比增速-0.4%，较1-8月下降0.6个百分点，办公楼累计同比2.6%，较1-8月下降0.5个百分点，商业地产累计同比-1.8%，较1-8月上升0.5个百分点。房地产销售依然强劲，在价格上行预期扰动下，销售金额同比增速继续快于销售面积的回升幅度。从房地产投资资金来源看，1-9月国内贷款占比15%，较1-8月下降0.4个百分点，定金和预付款的占比33.1%，则较1-8月下降0.1个百分点，个人按揭贷款占比下降0.2个百分点，占比上升的是自筹资金，大幅上升0.7个百分点。从增速看，1-9月房地产开发资金来源累计同比增速4.4%，较1-8月回升了1.4个百分点，其中国内贷款资金来源增速4%，定金和预付款增速2.9%，按揭贷款资金来源增速9.5%，增速明显上升的是自筹资金增速5.9%，较8月上升了2.3个百分点。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1974



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn