

宏观观点评

三季度 GDP 增速为何低于预期？

事件：2020年三季度 GDP 同比 4.9%（前值 3.2%，预期 5.2%），前三季度累计增长 0.7%（上半年-1.6%）；9月工业增加值同比 6.9%（前值 5.6%）；1-9月固定资产投资同比 0.8%（前值-0.3%），其中：房地产投资同比 5.6%（前值 4.6%），基建投资 2.4%（前值 2.0），制造业投资同比-6.5%（前值-8.1%）；9月社零同比 3.3%（前值 0.5%）。

核心观点：四季度 GDP 增速大概率继续回升，密切跟踪地产、消费、就业和“十四五”规划。

1、三季度经济继续回升，为何 GDP 增速略低于预期？ Q3 实际 GDP 当季增速 4.9%，略低于市场预期的 5.2%。一方面，三季度经济继续回升，主支撑有三：1）出口持续超预期；2）地产维持高景气；3）服务业加速修复。另一方面，三季度 GDP 增速略低于预期，原因可能也有三：1）服务业实际恢复程度可能略低于预期；2）建筑业增幅可能略低于预期；3）统计局 GDP 核算的生产法和基于需求端的支出法之间存在偏差。随着疫情影响减退，Q4 经济将保持回升态势；在基数效应影响下，2021 年 Q1 多数经济指标的同比增速将出现跳升，Q2 开始同比增速将逐渐降低，2021 年全年 GDP 增速将显著提升。

2、生产端：工业生产高位上行，服务业修复小幅加速。 三季度工业生产高位上行，需求回暖推动生产端突破前期瓶颈。9月工业增加值增速升至 6.9%，大幅好于预期，主因应是内外需求强劲，此外工作日同比增多、季末跳升等因素也可能发挥作用。其中制造业、内需相关行业升幅较大，汽车、电气设备制造维持高位。预计 Q4 生产端将维持高位，2021 年也将继续反弹。

3、消费端：复苏斜率提升，疫情压制减轻。 三季度消费端持续修复，9月消费增速高于预期，复苏斜率有所提升。其中汽车维持高增，必选消费、石油制品、家具建材回升较多；餐饮消费延续反弹，疫情压制明显减轻。在基数效应和经济复苏和支持下，预计 Q4 至 2021 年消费仍将保持回升态势，但考虑到疫情约束仍存，2021 年消费在去除基数效应后可能仍然偏弱。

4、就业端：持续好转，结构性压力仍大。 三季度调查失业率维持震荡回落态势，但大学生等重点群体的结构性就业压力仍大，9月全国 20-24 岁大专及以上学历人员（主要为新毕业大学生）调查失业率比 8 月下降了 2.4 个百分点，比去年同期仍高 4 个百分点。

5、投资端：地产景气出现回落迹象，制造业延续反弹，基建再度低于预期

>房地产销售高位回落，开发放缓，投资维持高位。 三季度地产销售、投资均较上半年大幅回升。但 9 月当月地产销售增速高位回落，开发环节全面放缓，新开工施工均转跌。地产投资增速维持高位，可能受到土地购置费上行的支撑。考虑到 7 月份以来地产政策和货币环境持续收紧，结合本月地产景气已出现放缓迹象，我们预计 Q4 及 2021 年地产景气度可能趋于回落。

>制造业投资延续反弹，有超预期上涨的可能。 三季度制造业投资延续修复，但累计跌幅仍大。9月制造业投资当月增速小幅回落至 3%，主因上月的低基数恢复正常。其中内需相关的食品加工、汽车制造和疫情相关的医药、纺织增速提升较多。预计制造业投资将随经济复苏延续修复态势，且在库存周期趋于回升，出口保持高增、疫情影响减退等支持下，有超预期上涨的可能。

>基建投资再度低于预期，受制于到位资金和地方政府积极性。 三季度基建投资当月增速一路下滑，9月基建投资当月同比跌至 4.8%，再度低于预期，除了 7 月南方洪水扰乱节奏，主因可能是棚改债、补充中小银行资本金等的分流效应，也应和地方政府积极性相关。随着经济继续回暖，Q4 至 2021 年基建投资发力的必要性可能会下降，新基建将继续成为主方向。

6、维持前期观点，四季度资产价格面临的宏观情形是：经济复苏向上但斜率受制约（利好盈利修复）+宽松未转向但流动性边际收紧（推动利率上行）+通缩但 PPI 触底上行（基建地产链的周期品价格）+改革提速但更注重资本市场健康运行（提振市场风险偏好）；受制于就业端结构性压力仍大、外部环境不确定性仍大等不确定因素，我们认为政策最宽松的时候已过、但并未实质转向，当前仍是“经济上、政策稳”，短期可跟踪 10 月底五中全会和“十四五”规划。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《CPI-PPI 剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15

2、《“正常的货币政策”不等于转向——兼评 9 月金融数据》2020-10-14

3、《年底前出口有望保持高位，明年呢？》2020-10-13

4、《向上修复的结构性特征——全面解读 8 月经济》2020-09-15

5、《二季度经济有喜有忧，后续怎么走？政策呢？》2020-07-17



目录

三季度 GDP 继续回升，为何略低于预期？	3
生产端：工业生产高位上行，服务业修复小幅加速	4
消费端：复苏斜率提升，疫情压制明显减轻	5
就业端：持续好转，结构性压力仍大	6
投资端：地产景气出现回落迹象，制造业延续反弹，基建再度低于预期	7
地产销售高位回落，开发全面放缓，投资维持高位	7
制造业投资延续反弹，有超预期上涨的可能	9
基建投资再度低于预期，受制于到位资金和地方政府积极性	9
风险提示	10

图表目录

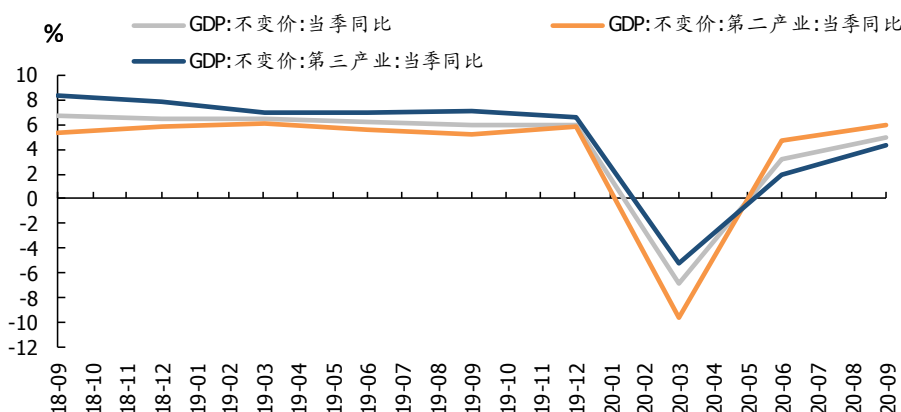
图表 1: GDP 增速继续回升，三产修复快于二产	3
图表 2: 出口增速持续抬升，进口增速仍在低位	4
图表 3: 房地产市场景气度已超去年水平	4
图表 4: 工业增加值增速超预期上行	5
图表 5: 服务业修复小幅加速	5
图表 6: 分行业工业增加值当月同比	5
图表 7: 消费复苏斜率提升	6
图表 8: 社零分项当月同比：汽车维持高增	6
图表 9: 餐饮消费延续反弹，疫情压制明显减轻	6
图表 10: 9月城镇调查失业率继续回落	7
图表 11: 9月城镇新增就业降幅继续收窄	7
图表 12: 商品房销售增速高位回落	7
图表 13: 土地成交面积增速回落	7
图表 14: 地产投资增速维持高位	8
图表 15: 开工、施工、竣工增速放缓	8
图表 16: 7月以来地产政策趋于收紧	8
图表 17: 制造业投资延续反弹	9
图表 18: 民营中小企业投资信心维持平均水平	9
图表 19: 9月分行业制造业投资增速：食品加工、汽车制造、医药、纺织业表现较好	9
图表 20: 基建投资增速持续放缓	10
图表 21: 8、9月专项债融资大幅回升	10

三季度 GDP 继续回升，为何略低于预期？

前三季度 GDP 累计增速转正，Q3 当季增速小幅低于市场预期。2020 年前三季度 GDP 实际累计增速 0.7%，较上半年的-1.6%回升了 2.3 个百分点，累计增速转正反映前期疫情冲击造成的生产损失已基本得到弥补。三季度 GDP 实际当季增速 4.9%，略低于市场预期的 5.2%，较 Q2 的 3.2%反弹 1.7 个百分点，但仍低于去年同期 6%的水平。

三大产业累计增速全部回正，三产修复快于二产。Q3 第二产业增加值当季增速从 Q2 的 4.7%回升 1.3 个百分点至 6.0%，累计增速反弹至 0.9%；第三产业增加值当季增速从 Q2 的 1.9%回升 2.4 个百分点至 4.3%，累计增速反弹至 0.4%。Q3 第三产业增速升幅最大，主因我国疫情持续受控，居民信心恢复，线下消费、服务消费加速回暖。

图表 1: GDP 增速继续回升，三产修复快于二产

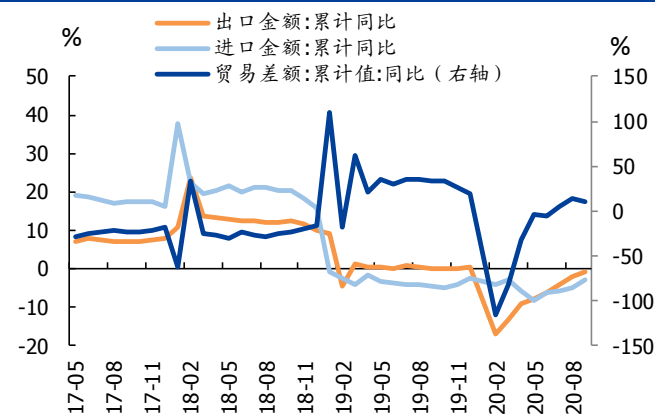


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三季度 GDP 增速继续回升，其主要支撑因素有三：

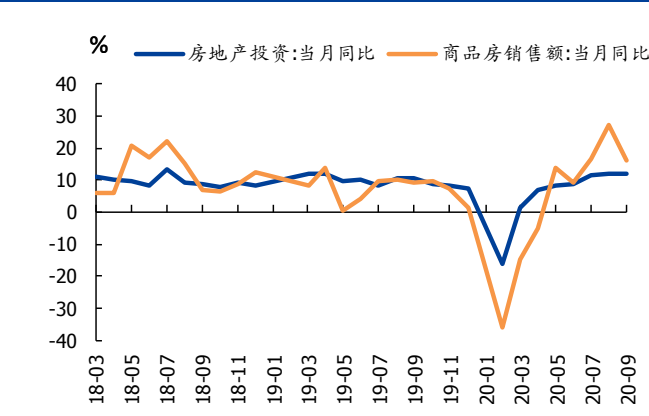
- **出口持续超预期。**Q2 以来我国出口连续 5 个月超预期，增速不断抬升，其前期主因防疫物资拉动，后期主因欧美迅速解封带来的外需回暖，以及我国工业生产迅速恢复形成的相对优势。同时由于大宗商品价格下跌，前期内需较弱等因素，进口增速持续低位徘徊。进出口两方面造成 Q2 以来净出口持续反弹，贸易差额累计增速由 Q1 的-81.9%回升至 9 月末的 10.8%，已经接近近年来平均水平。在全球经济复苏、欧美疫情再反弹和低基数的支持下，2021 年出口增速大概率进一步走高。（具体请参考前期报告《年底前出口有望保持高位，明年呢？》）
- **地产维持高景气。**疫情发生后我国货币政策转向宽松，多地出台地产支持政策，推动商品房销售 3 月后大幅反弹，地产投资也随之回升，Q3 货币政策和地产政策虽然均趋于收紧，但地产市场仍然维持较高景气。从当月增速看，8 月地产销售当月增速创 2017 年下半年以来新高，地产投资也已超去年水平。从累计增速看，地产销售和投资的绝对规模也已接近去年水平，疫情造成的冲击已经基本恢复。
- **服务业加速修复。**Q3 与上半年的最大不同在于线下消费、服务业开始加速修复，主因我国疫情持续受控，政府防疫措施有序放松，居民信心逐步恢复。由此带来需求端加速追赶供给，供需分化趋于收敛，释放经济增长动能。

图表 2: 出口增速持续抬升, 进口增速仍在低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 房地产市场景气度已超去年水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

为何三季度 GDP 略低于预期?

Q3 GDP 当季增速略低于此前市场一致预期的 5.2% 左右, 我们认为原因可能有三:

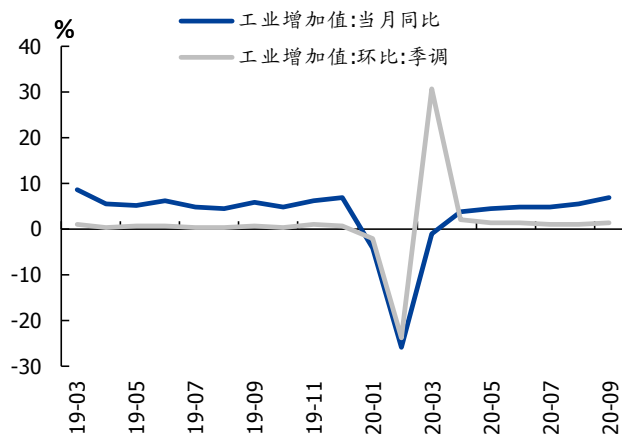
- **服务业实际恢复程度可能略低于预期。**首先, Q3 服务业虽然已经开始加速修复, 但疫情约束尚未完全解除, 较去年水平仍然偏低, **餐饮旅游等行业的实际收入恢复水平可能也低于直观的人流水平。**比如十一假期的旅游数据实际上只修复了七、八成, 与众多景区游客爆满、堵车的直观印象尚有差距。其次, 受 7 月份以来房地产政策收紧和 9 月股市调整的影响, **地产和金融行业的修复程度可能也略低于预期。**
- **建筑业增幅可能略低于预期。**受前期南方雨季拖累、棚改债分流等因素影响, Q3 基建投资增速持续下行, 且低于预期。同时受政策收紧等影响, 9 月地产施工增速也出现回落, 二者可能导致建筑业修复程度也偏低。
- **GDP 核算的生产法和日常预测的支出法之间存在统计误差。**国家统计局发布的季度 GDP 是以生产法为基础核算的结果, 而市场日常预测所用的消费、投资、进出口等需求端数据对应测算的是支出法 GDP, 二者之间会存在一定误差。

总体看, Q3 我国宏观经济继续修复, 就业压力较上半年已经得到明显缓解。往后看, 随着疫情影响减退, Q4 经济将保持回升态势; 在基数效应影响下, 2021 年 Q1 多数经济指标的同比增速将出现跳升, Q2 开始同比增速将逐渐降低, 2021 年全年 GDP 增速将显著提升。

生产端: 工业生产高位上行, 服务业修复小幅加速

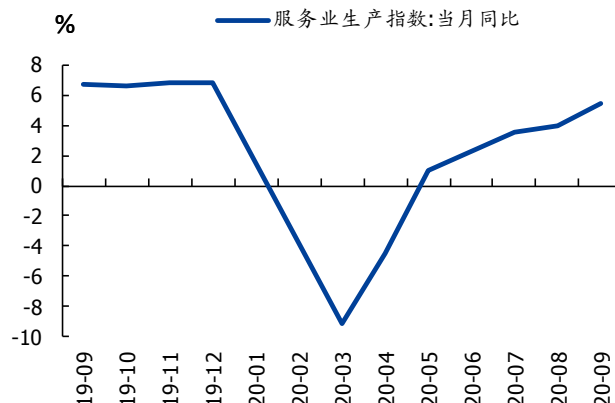
9 月工业生产高位上行, 增速大幅好于预期, 主因应是内外需求强劲, 工作日同比增多、季末跳升等因素也可能发挥作用。三季度全国规模以上工业增加值累计同比 1.2%, 较上半年回升 2.5 个百分点; 9 月当月同比 6.9%, 大幅高于市场预期的 5.8%。9 月工业增加值在基数较高 (2019 年 9 月工业增加值当月同比 5.8%) 的情况下增速继续抬升, 可能反映了出口高增叠加服务业加速修复带来的强劲需求, 另外可能也与 9 月工作日天数比去年同期多 2 天、季末跳升的统计特征有关。**服务业修复小幅加速**, 9 月服务业生产指数同比提升 1.4 个百分点至 5.4%, 回升斜率较上月抬升, 反映疫情对服务消费的约束进一步减退。

图表 4: 工业增加值增速超预期上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

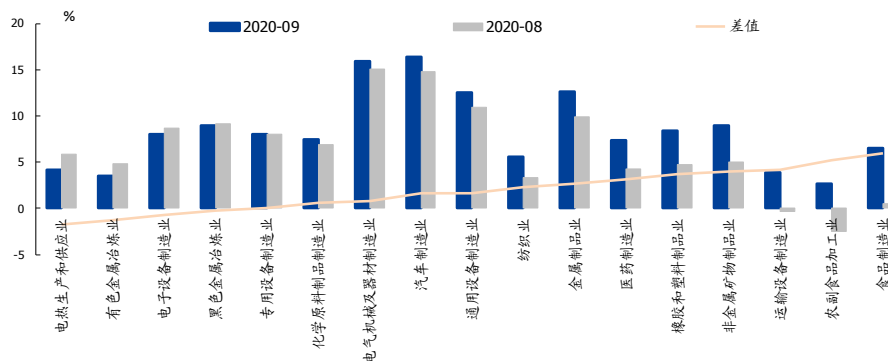
图表 5: 服务业修复小幅加速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业看,多数行业增速提升,制造业、内需相关行业升幅较大,汽车、电气设备制造维持高位。9月制造业回升幅度较大,采矿业温和修复,公用事业增速下跌。其中食品加工制造、运输设备、非金属矿物等行业增速回升较大,可能受到内需回暖带动;电热燃水、有色冶炼、电子设备制造业增速回落较多。

图表 6: 分行业工业增加值当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看,预计 Q4 生产端将维持高位, 2021 年工业增加值增速受到基数效应影响,各季度累计同比将逐渐降低,叠加经济复苏、需求回暖的带动,全年增速将继续反弹。

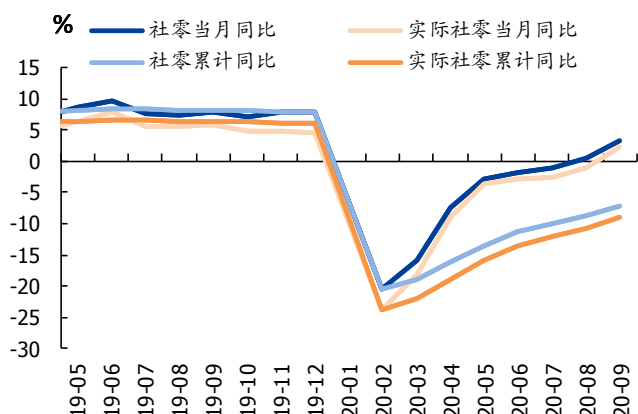
消费端: 复苏斜率提升, 疫情压制明显减轻

消费增速高于预期,复苏斜率提升。1-9月社会消费品零售总额累计同比-7.2%,较上半年回升 4.2 个百分点;9月社零当月同比 3.3%,较前值回升 2.8 个百分点,高于市场预期的 2.3%,复苏斜率明显提升,反映了随着国内疫情持续受控和经济持续复苏,居民消费信心和意愿开始加速恢复。

分项看,汽车维持高增,必选消费、石油制品、家具建材回升较多。9月限额以上社零中多数分项增速提升,其中必选消费中的烟酒饮料、服装、药品提升较多,反映居民外出、社交活动明显增加。可选消费中的石油制品、家具建材增速提升较多。汽车消费增

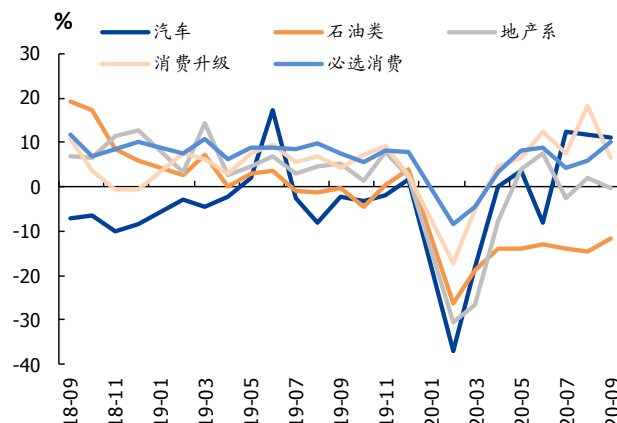
速微跌，但已经连续第3个月维持两位数增长，表现较为强劲，主要受经济回暖、出行习惯改变、消费信心改善等因素推动。

图表 7: 消费复苏斜率提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

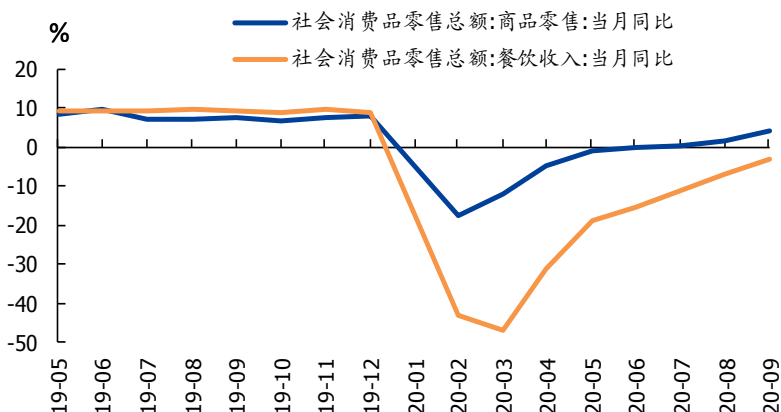
图表 8: 社零分项当月同比: 汽车维持高增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

餐饮消费延续反弹，疫情压制明显减轻。9月商品零售当月同比4.1%，餐饮收入同比下跌2.9%，降幅较上月收窄4.1个百分点，修复斜率均有所提升，与服务业生产修复加速相互验证，显示疫情对住宿餐饮业等接触性、聚集性消费的压制明显减轻。

图表 9: 餐饮消费延续反弹，疫情压制明显减轻



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，在基数效应和经济复苏和支持下，Q4至2021年消费预计仍将保持回升态势，但考虑到疫情约束仍存、前期疫情对居民收入、储蓄意愿的冲击等因素，预计2021年居民消费在去除基数效应后仍然偏弱。

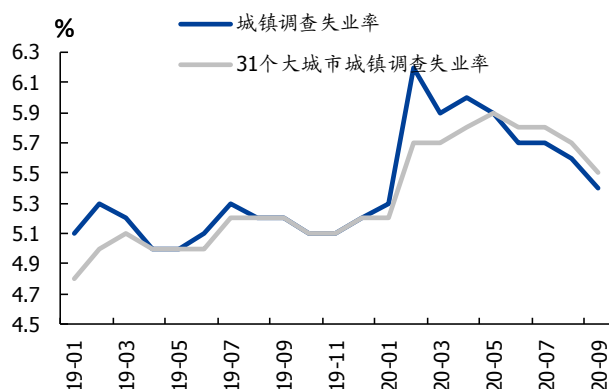
就业端：持续好转，结构性压力仍大

9月调查失业率小幅回落。9月城镇调查失业率5.4%，较8月继续回落0.2个百分点，延续了3月份以来的震荡回落态势。9月城镇新增就业人数累计同比下降18.2%，较前值继续回升，仍处于深度收缩区间。1-9月城镇新增就业898万人，较上年同期少增199万人，就业规模萎缩程度继续收窄。

大学生等重点群体的结构性就业压力仍大。统计局数据显示。9月全国20-24岁大专及

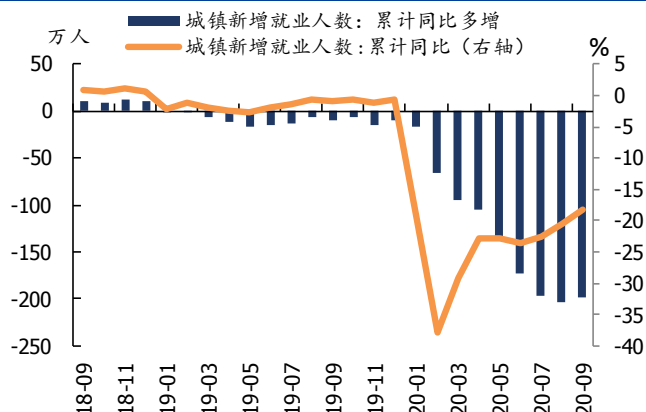
以上人员（主要为新毕业大学生）调查失业率比8月下降了2.4个点，比去年同期仍高4个百分点，反映随着就业季逐渐结束，高校毕业生就业压力有所减轻，但较去年压力仍大。

图表 10: 9月城镇调查失业率继续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 9月城镇新增就业降幅继续收窄



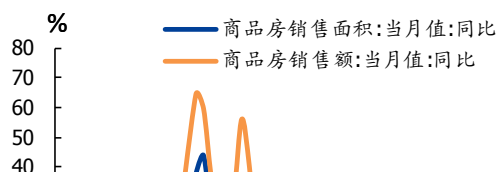
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资端：地产景气出现回落迹象，制造业延续反弹，基建再度低于预期

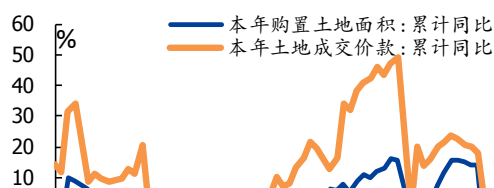
地产销售高位回落，开发全面放缓，投资维持高位

地产销售增速高位回落。1-9月商品房销售面积累计同比-1.7%，较上半年大幅回升6.7个百分点。9月当月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为7.3%、16.0%，较前值分别大幅回落6.4、11.1个百分点，但仍高于近年来平均水平。1-9月土地购置面积累计同比-2.9%，较前值回落0.5个百分点，而土地购置价款则延续震荡上行。

图表 12: 商品房销售增速高位回落



图表 13: 土地成交面积增速回落



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_1977

