

内需“接力赛”，潜在的挑战？

事件：

10月24日，国家统计局公布数据显示，3季度GDP当季同比3.9%、前值0.4%，9月规模以上工业增加值同比6.3%、前值4.2%。

点评：

■ 三季度GDP略超市场预期，工业表现较强、服务业明显分化

GDP略超预期，工业较强、服务业分化。3季度，GDP同比3.9%、高于市场预期预期的3.7%和前值的0.4%，其中，第二和第三产业分别为5.2%和3.2%、分别较上季度提升4.3和3.6个百分点，而第一产业较上季度回落1个百分点至3.4%。分行业来看，制造业GDP同比4%、低于第二产业；第三产业中建筑业、信息技术、金融表现较强，而批发零售、交运仓储、住宿餐饮、地产偏弱。

工业增加值显著超预期，或缘于高温消退后的赶工和稳增长效果显现。9月，工业增加值同比6.3%、高于市场预期预期的4.8%和前值的4.2%；工业增加值回升，除低基数支撑，与前期高温消退后的赶工效应及稳增长落地有关。主要行业来看，工业增加值回升较明显的为黑色冶炼、化学原料、非金属等高耗能行业。

■ 伴随外需走弱，出口已开始趋势性回落；内需“接力”，投资是当前重要支撑

伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道。8月以来我们反复提示，出口拐点已出现、经济或转向内需驱动，9月经济数据组合透露类似信息。9月，出口同比5.7%、较上月回落1.4个百分点，其中，对美国、欧洲出口增速明显回落、同比分别为-11.6%和5.6%。海外景气指标、国内新出口订单，及集装箱量、价等高频指标，均指向后续出口继续回落（详情参见《出口加速走弱的微观信号》）。

内需“接力”，当前核心驱动来自稳增长对投资的支撑。9月，固定资产投资同比6.5%、略高于上月的6.4%，其中，基建和制造业投资继续保持两位数增长，而房地产投资依然低迷、同比-12.1%。消费需求也较为疲弱，9月社零同比2.5%、低于前值的5.4%，其中，汽车相关消费较好、汽车零售同比14.2%，剔除汽车后的社零同比只有1.2%、低于前值的4.3%，地产链、餐饮等拖累明显。

■ 投资需求分化，稳增长拉动基建和制造业投资，但地产投资和销售依然低迷

稳增长支持下，基建和制造业投资保持强劲。9月，基建和制造业投资同比分别为16.3%和10.7%、分别较上月回升0.9和0.1个百分点，其中，基建中电力、交通相关投资拉动显著；制造业主要行业中，计算机通信、专用设备、通用设备、金属制品等投资回升，电气机械、有色冶炼、化学原料等投资维持高位。

地产投资依然低迷，商品房销售降幅明显收窄、但持续性存疑。9月，地产投资同比-12.1%、前值-13.8%，新开工、施工同比降幅略有收窄、但降幅均在40%以上，竣工同比-6%、前值-2.5%，印证了高频反映的竣工放缓；商品房销售同比-16.2%、好于上月的-22.6%，但高频显示10月销售同比降幅可能再度扩大。

重申观点：出口趋势性回落、内需“接力”，稳增长或仍需继续托底。伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道，对经济支撑或趋于减弱；同时，稳增长措施加快落地，对经济拉动或持续显性。然而，疫情反复对线下活动的潜在扰动，以及出口阶段性的加速回落，可能成为经济再度承压的潜在挑战与风险。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、三季度 GDP 略超市场预期，工业表现较强、服务业明显分化3
- 2、伴随外需走弱，出口趋势性回落；内需“接力”，投资是当前重要支撑...4
- 3、居民收支有所改善、但消费意愿偏弱，社零表现仍较为疲弱.....5

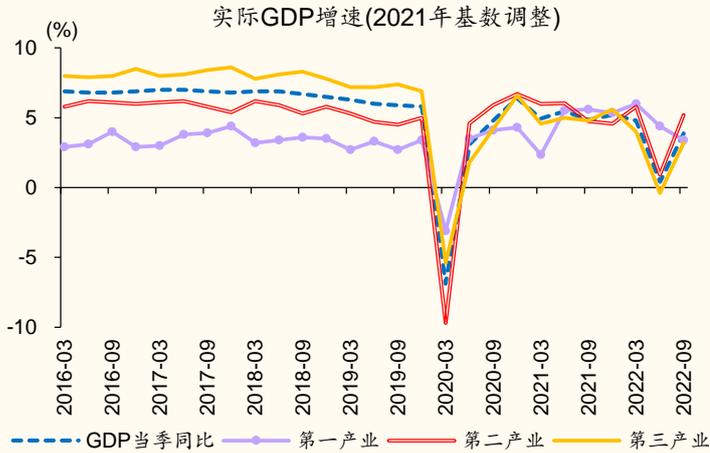
图表目录

- 图表 1: 三季度 GDP 回升，第二产业表现较强.....3
- 图表 2: 信息技术、建筑业等 GDP 增速居前3
- 图表 3: 9 月工业增加值回升3
- 图表 4: 化学原料、黑色冶炼等工业生产回升明显3
- 图表 5: 9 月服务业生产和活动预期均回落4
- 图表 6: 10 月中下旬地铁客流量超季节性回落.....4
- 图表 7: 9 月，出口继续回落，美国、欧盟回落明显4
- 图表 8: 近期 CCFI 加速回落4
- 图表 9: 9 月，基建和制造业投资回升5
- 图表 10: 9 月，计算机通信、专用设备投资回升.....5
- 图表 11: 9 月，地产投资与销售同比降幅均有收窄5
- 图表 12: 9 月，新开工和施工低迷，竣工修复放缓.....5
- 图表 13: 三季度，居民收支有所修复6
- 图表 14: 三季度居民消费意愿进一步下降6
- 图表 15: 9 月，失业率超季节性上升6
- 图表 16: 结构性就业压力依然较大.....6
- 图表 17: 9 月，社零明显回落6
- 图表 18: 9 月，地产链消费低迷.....6

1、三季度 GDP 略超市场预期，工业表现较强、服务业明显分化

GDP 略超预期，工业较强、服务业分化。3 季度，GDP 同比 3.9%、高于市场预期预期的 3.7%和前值的 0.4%，其中，第二和第三产业分别为 5.2%和 3.2%、分别较上季度提升 4.3 和 3.6 个百分点，而第一产业较上季度回落 1 个百分点至 3.4%。分行业来看，制造业 GDP 同比 4%、低于第二产业；第三产业中建筑业、信息技术、金融较强，批发零售、交运仓储、住宿餐饮、地产偏弱。

图表 1：三季度 GDP 回升，第二产业表现较强



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：信息技术、建筑业等 GDP 增速居前



来源：Wind、国金证券研究所

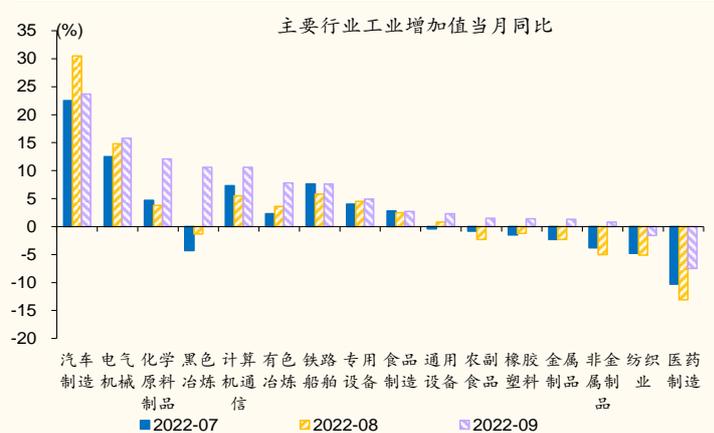
工业增加值显著超预期，或缘于高温消退后的赶工和稳增长效果显现。9 月，工业增加值同比 6.3%、高于市场预期预期的 4.8%和前值的 4.2%；工业增加值回升，除低基数支撑，与前期高温消退后的赶工效应及稳增长落地有关。主要行业来看，工业增加值回升较为明显的主要集中在黑色冶炼、化学原料、非金属等高耗能行业，而汽车制造业生产有所回落。

图表 3：9 月工业增加值回升



来源：Wind、国金证券研究所

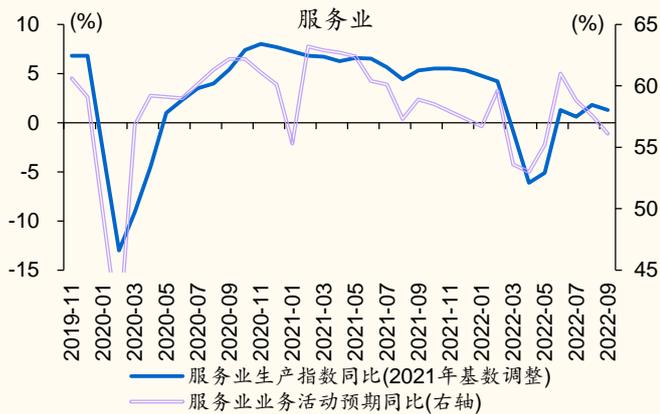
图表 4：化学原料、黑色冶炼等工业生产回升明显



来源：Wind、国金证券研究所

疫情反复下，服务业生产和活动预期均偏弱。9 月，服务业产出同比 1.3%、低于上月的 1.8%，服务业商务活动指数和预期指数均回落、同比分别较上月回落 3 和 1.5 个百分点，或指向疫情反复下经营活动预期偏弱。10 月高频指标也反映类似现象，地铁客流量、国内航班架次等均出现超季节性回落。

图表 5: 9月服务业生产和活动预期均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 10月中下旬地铁客流量超季节性回落

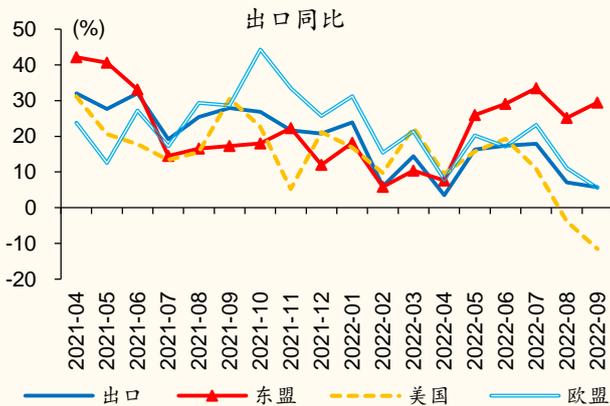


来源: Wind、国金证券研究所

2、伴随外需走弱，出口趋势性回落；内需“接力”，投资是当前重要支撑

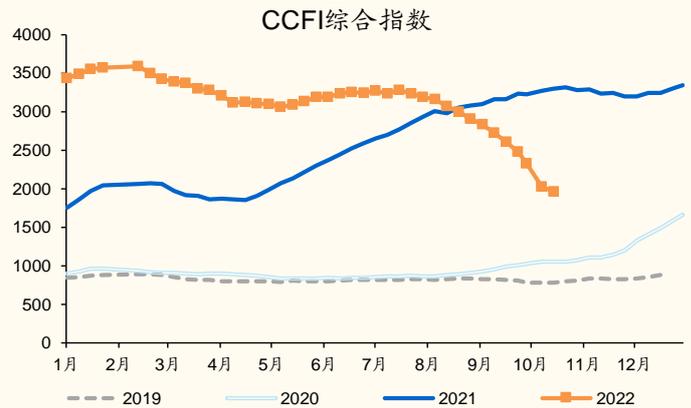
伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道。8月以来我们反复提示，出口拐点已出现、经济或转向内需驱动，9月经济数据组合透露类似信息。9月，出口同比5.7%、较上月回落1.4个百分点，其中，对美国、欧洲出口增速明显回落、同比分别为-11.6%和5.6%。海外景气指标、国内新出口订单，及集装箱量、价等高频指标，均指向后续出口继续回落（详情参见《出口加速走弱的微观信号》）。

图表 7: 9月，出口继续回落，美国、欧盟回落明显



来源: Wind、国金证券研究所

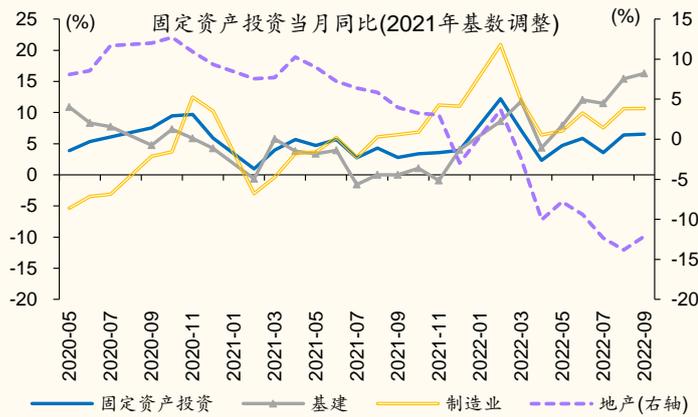
图表 8: 近期 CCFI 加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

内需“接力”，当前核心驱动来自稳增长对投资的支撑。9月，固定资产投资同比6.5%、略高于上月的6.4%，其中，基建和制造业投资同比分别为16.3%和10.7%、分别较上月回升0.9和0.1个百分点。基建中，电力、交通相关投资拉动显著；制造业主要行业中，计算机通信、专用设备、通用设备、金属制品等投资回升，电气机械、有色冶炼、化学原料等投资维持高位。

图表 9: 9月, 基建和制造业投资回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 9月, 计算机通信、专用设备投资回升



来源: Wind、国金证券研究所

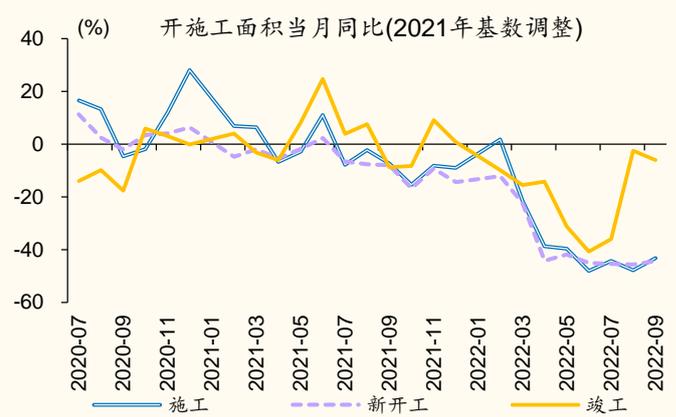
地产投资依然低迷, 商品房销售降幅明显收窄, 但持续性存疑。9月, 地产投资同比-12.1%、前值-13.8%, 新开工、施工同比降幅略有收窄, 但降幅均在40%以上, 竣工同比-6%、前值-2.5%, 印证了高频反映的竣工放缓; 商品房销售同比-16.2%、好于上月的-22.6%, 但高频显示, 30大中城商品房成交明显低于季节性, 指向全国商品房销售同比降幅可能再度扩大。

图表 11: 9月, 地产投资与销售同比降幅均有收窄



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 9月, 新开工和施工低迷, 竣工修复放缓



来源: Wind、国金证券研究所

3、居民收支有所改善, 但消费意愿偏弱, 社零表现仍较为疲弱

居民收支有所改善, 但消费意愿偏弱, 就业压力有所加大。三季度, 居民人均可支配收入和消费性支出同比分别为 6.5%和 5.5%, 均较二季度明显回升,

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_47790



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn