

9月中国宏观数据点评—— 非对称的“V型”复苏

率先控制住疫情的中国经济延续了复苏态势，GDP同比增速由二季度的3.2%增至三季度的4.9%，但仍低于市场预期的5.5%。

7、8月份的长江流域洪水和部分地区的疫情反弹对经济复苏造成了一定的负面影响，这也导致经济复苏呈现了非对称的“V型”。虽然中国经济的复苏速度较二季度有所放缓，但复苏的结构有所改善：第三季度的经济复苏开始由代表生产端的第二产业和代表需求端的第三产业共同推动。

根据历史数据和对收入与支出的分析，我们预计需求端对经济复苏的影响在四季度将更为重要，第三产业GDP的增速也将回归至正常水平，消费对于经济的拉动作用在“十一”黄金周和“双十一”电商促销活动下被放大，预计第四季度GDP增速将升至6%的水平。

工业生产势头向好。9月规模以上工业增加值同比增长6.9%，好于预期（5.8%），较前期增加1.3个百分点，实现连续6个月的正增长。制造业持续带动工业复苏，9月同比增长7.6%，较前期增加1.6个百分点。采矿业延续增长势头，9月同比增长2.2%；公共事业增速放缓，9月同比增长4.5%。

固定资产和房地产投资增速加快。9月固定资产投资（非农户）同比增长9.6%，较前期增加0.8个百分点。制造业投资增速仍处于较高水平，达到6.3%。房地产开发投资的同比增速由8月的13.0%增至9月的13.6%。

消费连续2个月实现正增长。9月社会消费品零售总额同比增长3.3%，显著好于预期（1.6%），较前期增长2.8个百分点。其中，餐饮消费同比增速由8月的-7.0%回升至9月的-2.9%；商品零售同比增速由8月的1.5%回升至9月的4.1%。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2020年10月19日

主要数据 (同比, %)	9月	8月	2Q20
GDP ¹	4.9		3.2
第一产业	3.9		3.3
第二产业	6.0		4.7
第三产业	4.3		1.9
人均可支配收入*1	6.9		4.5
人均消费支出*1	1.4		-3.3
工业增加值	6.9	5.6	4.4
固定资产投资(非农户)*	9.6	8.8	9.9
房地产开发投资*	13.6	13.0	11.5
社会消费品零售总额	3.3	0.5	4.0
城镇调查失业率(%)	5.4	5.6	5.7

注：¹为季度数据；*浦银国际计算
资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

[《9月中国宏观数据点评——货币维持中性，社融保持增长》](#) (2020-10-15)

[《9月中国宏观数据点评——进出口均衡复苏》](#) (2020-10-13)

[《9月中国宏观数据点评——制造业与非制造业同步回暖》](#) (2020-09-30)

复苏开始由生产端和需求端共同推动

整体上，中国经济在第三季度延续了复苏态势。GDP 同比增长 4.9%，低于预期（5.5%），较前期增长 1.7 个百分点。第二、三季度经济的良好表现一定程度上抵消了疫情早期对中国经济的冲击，正因为如此，前三季度 GDP 累计同比增速由负转正，较 2019 年前三季度增长 0.7%，符合预期。

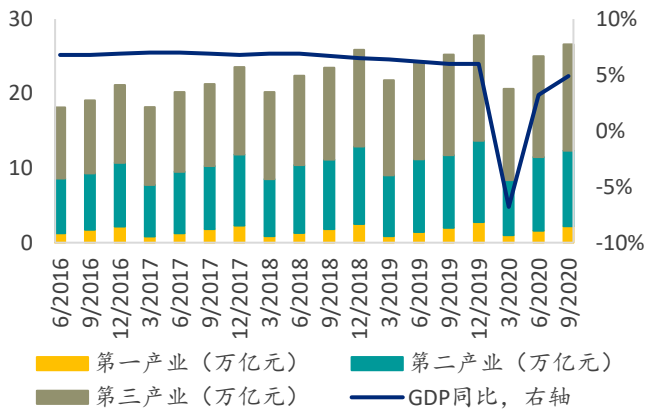
相较于其他经济体，中国经济的韧性较强，疫情后复工复产的措施较为得当，GDP 连续两个季度同比实现正增长在全球尚属特例。不过，7、8 月份的长江流域洪水和部分地区的疫情反弹对经济复苏造成了一定的负面影响。第三季度季调后的 GDP 环比增速放缓，由二季度的 11.5% 降至 2.7%，直接导致中国经济的复苏呈现了非对称的“V 型”。

与之前第二产业带动 GDP 增长不同，第三季度的经济复苏开始由生产端和需求端共同推动。在三季度，第一产业 GDP 同比增长 3.9%，较前期微升 0.6 个百分点；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为 6.0%，较前期增长 1.3 个百分点；代表服务业的第三产业同比增速为 4.3%，较前期增长 2.4 个百分点。生产端第二产业延续增长势头，需求端第三产业恢复速度加快，成为第三季度中国经济复苏的两个特点。

展望未来，需求端对经济复苏的推动作用将加大，第三产业 GDP 增速将在第四季度恢复至正常水平。根据 2016-2019 年的历史数据，第一产业的平均同比增速为 3.4%，第二产业为 5.8%，第三产业为 7.8%。由此可见，第三产业的增速虽然在三季度有较大幅度的恢复，但距离 7.8% 的历史平均水平还有一定距离。疫情对居民财富和消费信心的负面影响较大，因此代表服务业的第三产业在经济复苏过程中需要更多时间恢复。

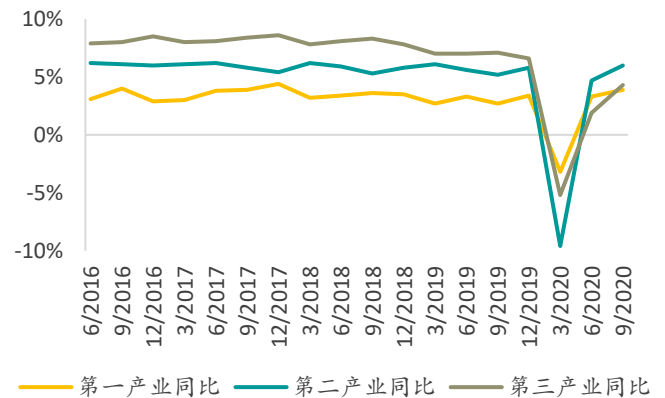
从人均可支配收入和人均消费支出的角度看，消费拉动 GDP 增长的空间仍存在。第三季度的数据显示，人均可支配收入的同比增速为 6.9%，较前期增加 2.4 个百分点。其中，经营净收入的同比增速由负转正，从二季度的 -1.6% 反弹至第三季度的 3.8%，但增速仍远低于 2019 年同期的 10.1%。此外，人均消费支出的同比增速从二季度的 -3.3% 回升至 1.4%，显示消费复苏开始加速，但增速仍显著低于 2019 年同期的 9.9%，说明增长空间仍在。此外，疫情期间推高的新增居民存款在 9 月出现同比增速下降，对消费回暖将起到推动作用（请见 [《9 月中国宏观数据点评——货币维持中性，社融保持增长》](#)）。考虑到“十一”黄金周和“双十一”电商促销活动对消费的拉动作用，我们预计第四季度的需求端将延续高速恢复，并带动整体 GDP 增速回到 6% 的水平。

图表 1: 实际 GDP 同比涨跌幅



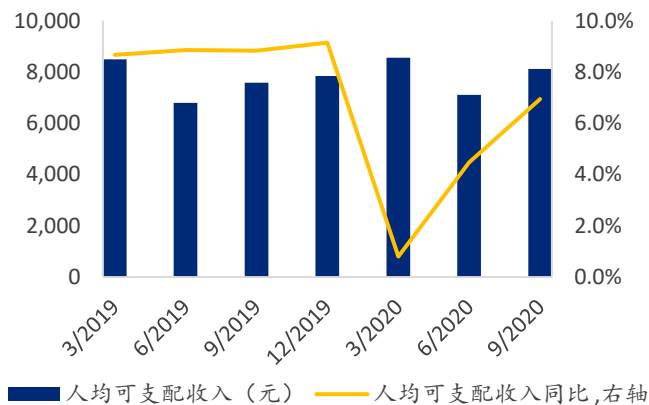
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: GDP 分产业同比涨跌幅



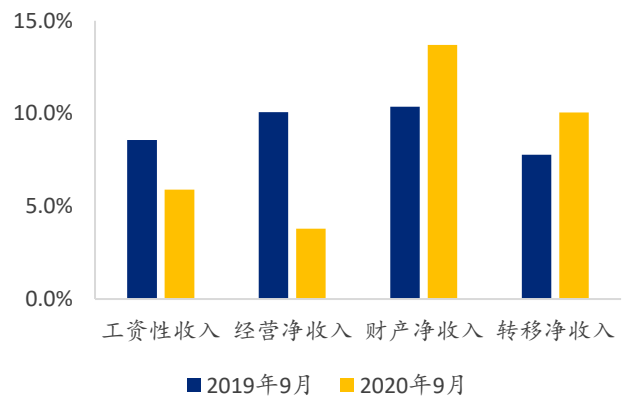
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 人均可支配收入的恢复仍未见顶



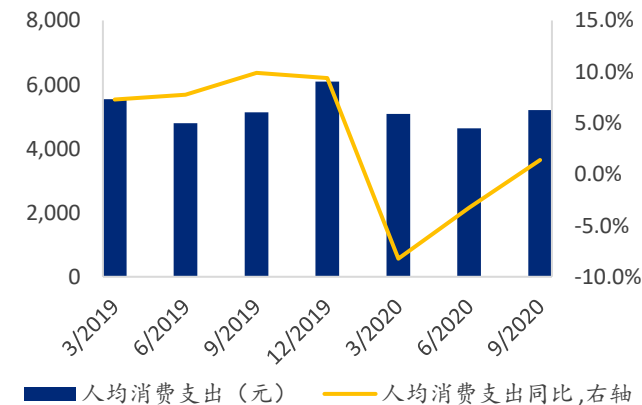
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 人均可支配收入各项目同比增速低于去年



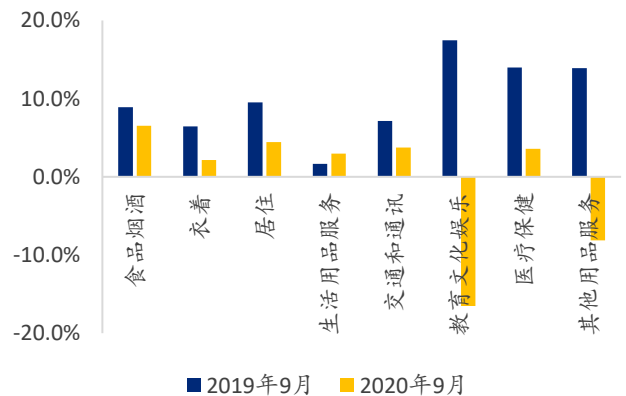
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 人均消费支出仍有上升空间



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 人均消费支出各项目同比增速低于去年



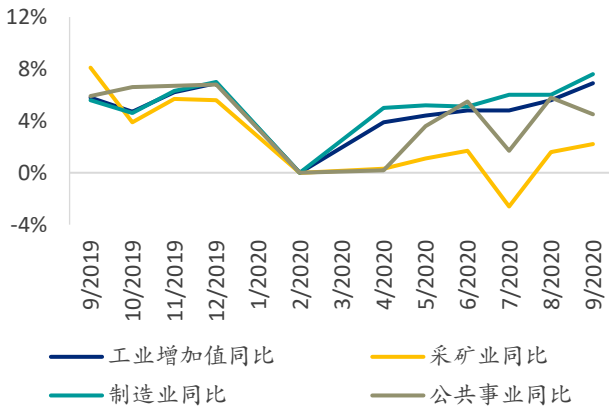
资料来源: CEIC, 浦银国际

工业生产、投资、消费的全面回暖

工业生产势头向好，工业增加值同比增速持续回升。9月规模以上工业增加值的同比增速为6.9%，好于预期（5.8%），较前期增加1.3个百分点，实现了连续6个月的正增长。

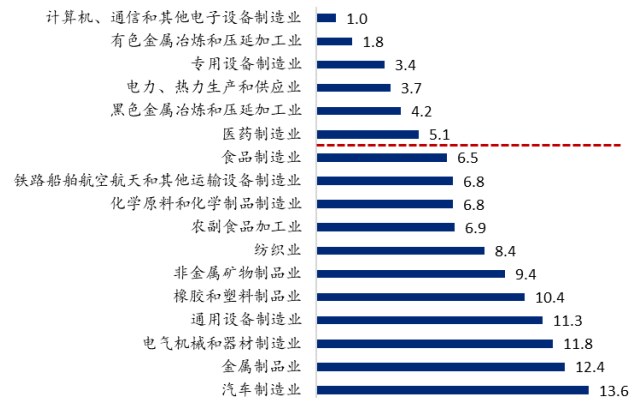
制造业持续带动工业复苏。9月制造业增加值的同比增速为7.6%，较前期增加1.6个百分点。其中，高技术制造业的工业增加值仍保持较高增速，9月同比增长7.8%。高技术制造业的强劲复苏对相关高科技产品的出口起到了持续的推动作用（请见《9月中国宏观数据点评——进出口均衡复苏》）。主要行业中，装备制造业的生产复苏较快。汽车制造业维持了稳定增长，9月的同比增速为16.4%，较1-8月恢复了13.6个百分点。此外，电气机械和器材制造业以及通用设备制造业也延续了强劲的复苏势头，9月的同比增速分别为15.9%和12.5%，较1-8月分别恢复了11.8和11.3个百分点。采矿业延续增长，公共事业增速放缓。采矿业增加值的同比增速由8月的1.6%回升至9月的2.2%，公共事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业）的恢复势头有所下降，同比增速由8月的5.8%回落至9月的4.5%。

图表 7：制造业持续带动工业增加值的回升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 8：9月各行业工业增加值同比增速相比1-8月数据恢复百分点情况



注：红色虚线以上为低于平均恢复百分点行业，以下为高于平均恢复百分点行业
资料来源：国家统计局，浦银国际

固定资产投资和房地产开发投资同比增速加快。9月固定资产投资（非农户）的同比增速为9.6%，较前期增加0.8个百分点。其中，9月制造业投资的增速仍处于较高水平，达到6.3%，较前微降0.3个百分点。教育投资的增速实现较大幅度反弹，由8月的-0.1%增至19.9%。此外，房地产开发投资的同比增速由8月的13.0%增至9月的13.6%。投资增速加快将持续带动中下游相关行业的复苏。

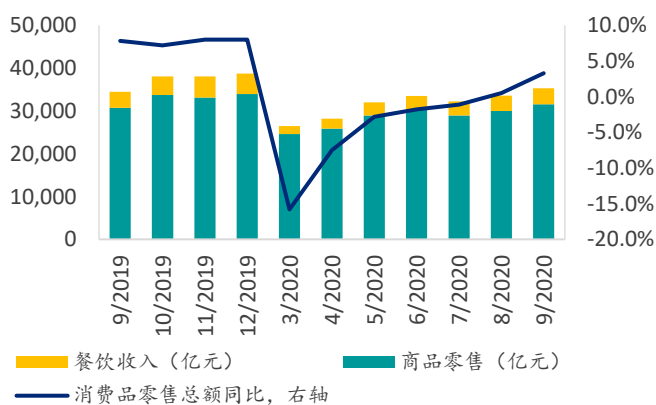
图表 9：投资项目同比增长 (%)

	9月	8月	2Q20
固定资产投资	9.6	8.8	9.9
其中：制造业	6.3	6.6	1.8
公共事业	10.3	21.2	34.4
基础设施（不含公共事业）	4.2	4.6	14.3
教育	19.9	-0.1	25.6
文化、体育和娱乐业	1.6	3.6	5.9
房地产开发投资	13.6	13.0	11.5

资料来源：CEIC，浦银国际

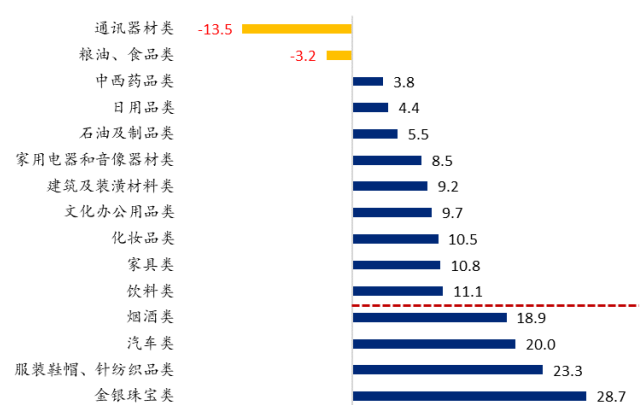
社会消费品零售总额连续 2 个月实现正增长，餐饮消费的降幅持续收窄，商品零售的增速持续加快。9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，显著好于预期（1.6%），较前期增长 2.8 个百分点。餐饮复苏逐步开始，同比增速由 8 月的-7.0%回升至 9 月的-2.9%，降幅收窄 4.1 个百分点。9 月商品零售同比增长 4.1%，较前期增加 2.6 个百分点，增速持续加快。其中，饮料类和烟酒类的零售总额在 9 月实现了较高的增长，同比增速分别为 22.0% 和 17.6%，较 1-8 月分别恢复了 11.1 和 18.9 个百分点。此外，化妆品类和金银珠宝类的零售总额也有显著增长，同比增速分别为 13.7%和 13.1%，较 1-8 月分别恢复了 10.5 和 28.7 个百分点。考虑到制造业与非制造业经济活动的持续复苏（请见《9 月中国宏观数据点评——制造业与非制造业同步回暖》），叠加“十一”黄金周的拉动作用，预计包括餐饮消费和商品零售在内的社会消费品零售将在 10 月继续增长。

图表 10：消费品零售总额同比增速持续回升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：9 月各行业消费品零售总额（除餐饮）同比增速相比 1-8 月数据恢复百分点情况



注：红色虚线以上为低于平均恢复百分点行业，以下为高于平均恢复百分点行业
资料来源：国家统计局，浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼