

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

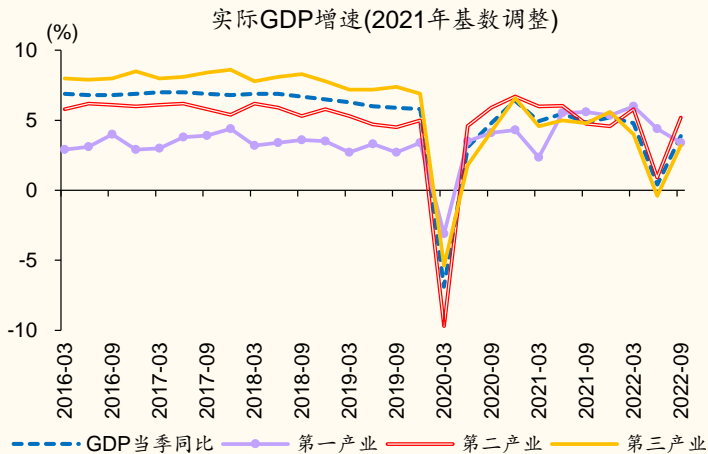
图表目录

- 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

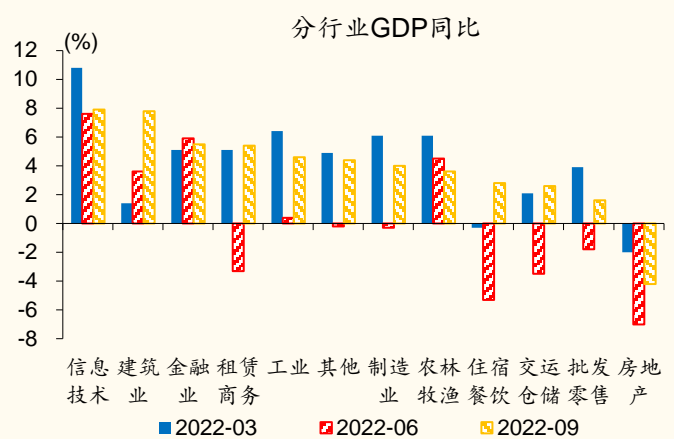
GDP 略超预期，工业较强、服务业分化。3 季度，GDP 同比 3.9%、高于市场预期 3.7%和前值的 0.4%，其中，第二和第三产业分别为 5.2%和 3.2%、分别较上季度提升 4.3 和 3.6 个百分点，而第一产业较上季度回落 1 个百分点至 3.4%。分行业来看，制造业 GDP 同比 4%、低于第二产业；第三产业中建筑业、信息技术、金融较强，批发零售、交运仓储、住宿餐饮、地产偏弱。

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

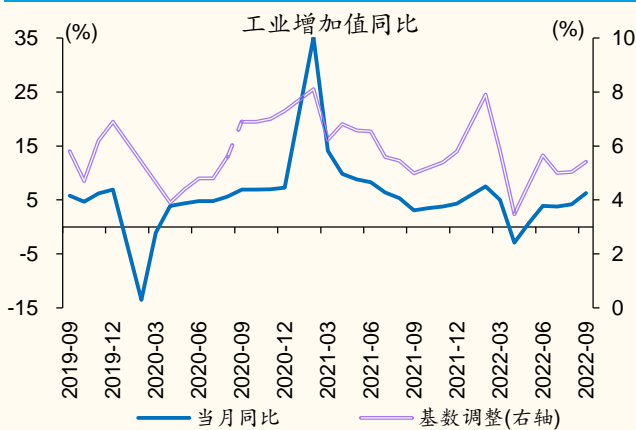
图表 2：信息技术、建筑业等 GDP 增速居前



来源：Wind、国金证券研究所

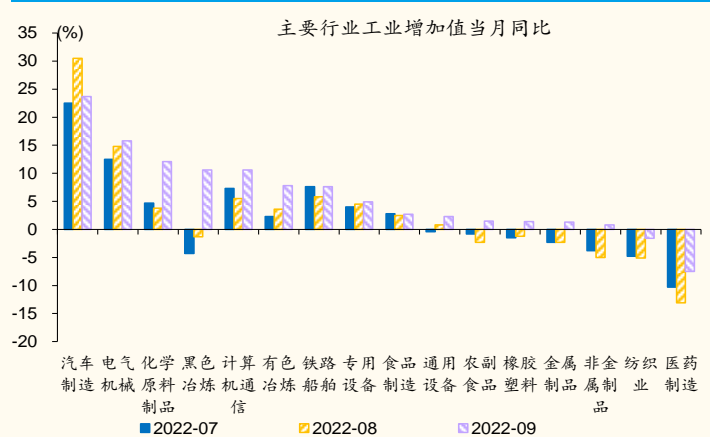
工业增加值显著超预期，或缘于高温消退后的赶工和稳增长效果显现。9 月，工业增加值同比 6.3%、高于市场预期 4.8%和前值的 4.2%；工业增加值回升，除低基数支撑，与前期高温消退后的赶工效应及稳增长落地有关。主要行业来看，工业增加值回升较为明显的主要集中在黑色冶炼、化学原料、非金属等高耗能行业，而汽车制造业生产有所回落。

图表 3：9 月工业增加值回升



来源：Wind、国金证券研究所

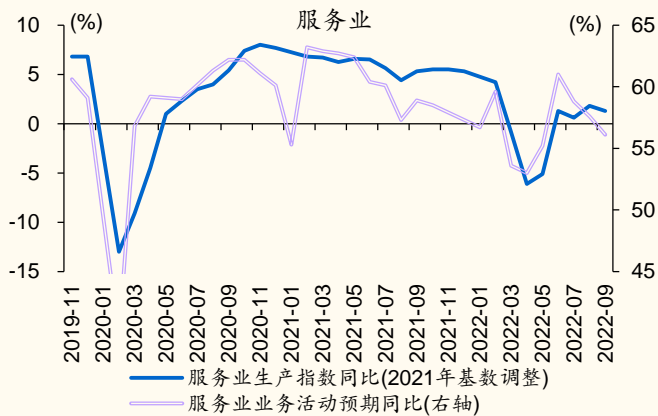
图表 4：化学原料、黑色冶炼等工业生产回升明显



来源：Wind、国金证券研究所

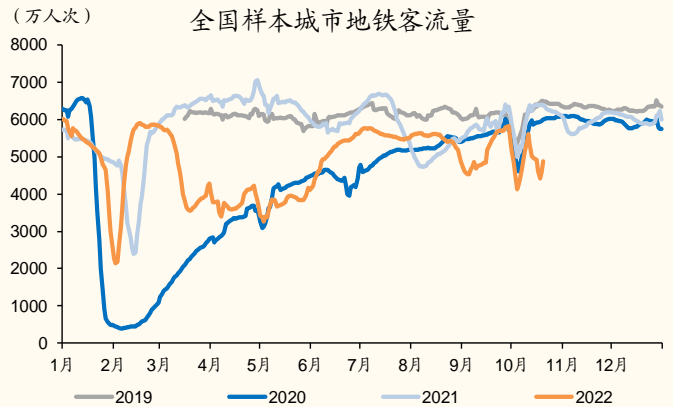
疫情反复下，服务业生产和活动预期均偏弱。9 月，服务业产出同比 1.3%、低于上月的 1.8%，服务业商务活动指数和预期指数均回落、同比分别较上月回落 3 和 1.5 个百分点，或指向疫情反复下经营活动预期偏弱。10 月高频指标也反映类似现象，地铁客流量、国内航班架次等均出现超季节性回落。

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

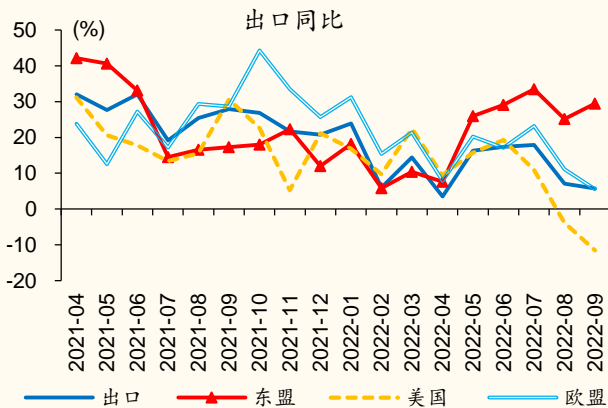


来源: Wind、国金证券研究所

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

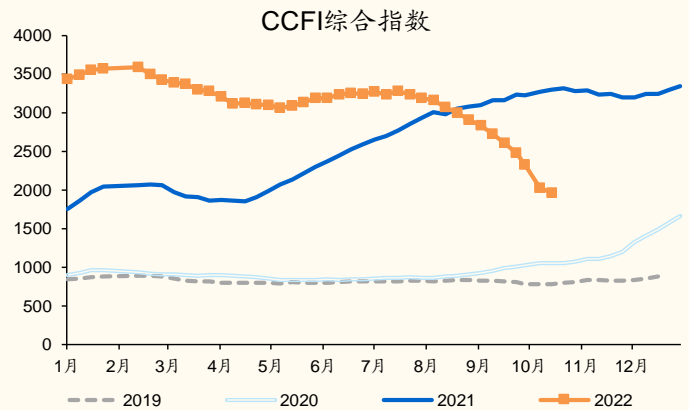
伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道。8月以来我们反复提示，出口拐点已出现、经济或转向内需驱动，9月经济数据组合透露类似信息。9月，出口同比5.7%、较上月回落1.4个百分点，其中，对美国、欧洲出口增速明显回落、同比分别为-11.6%和5.6%。海外景气指标、国内新出口订单，及集装箱量、价等高频指标，均指向后续出口继续回落（详情参见《出口加速走弱的微观信号》）。

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

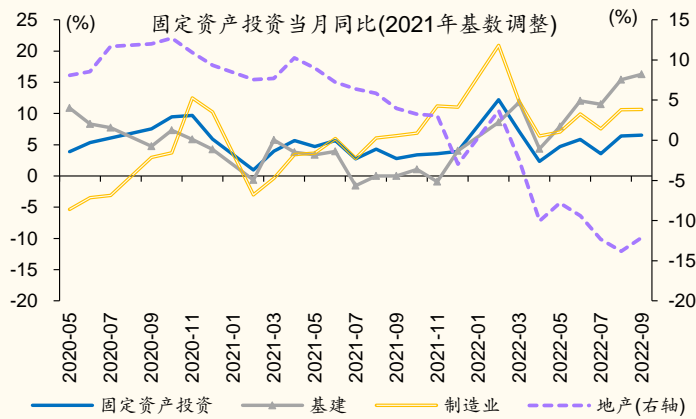
图表 8: 近期 CCFI 加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

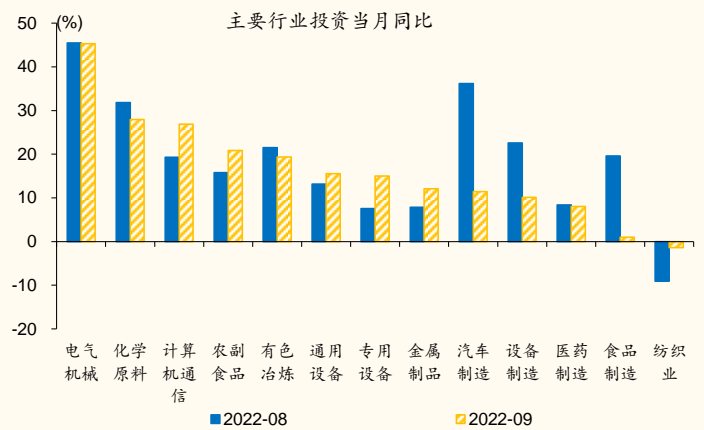
内需“接力”，当前核心驱动来自稳增长对投资的支撑。9月，固定资产投资同比6.5%、略高于上月的6.4%，其中，基建和制造业投资同比分别为16.3%和10.7%、分别较上月回升0.9和0.1个百分点。基建中，电力、交通相关投资拉动显著；制造业主要行业中，计算机通信、专用设备、通用设备、金属制品等投资回升，电气机械、有色冶炼、化学原料等投资维持高位。

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

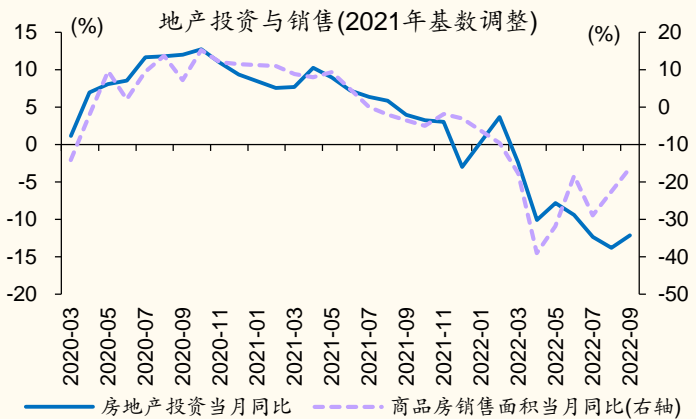
图表 10: 9月, 计算机通信、专用设备投资回升



来源: Wind、国金证券研究所

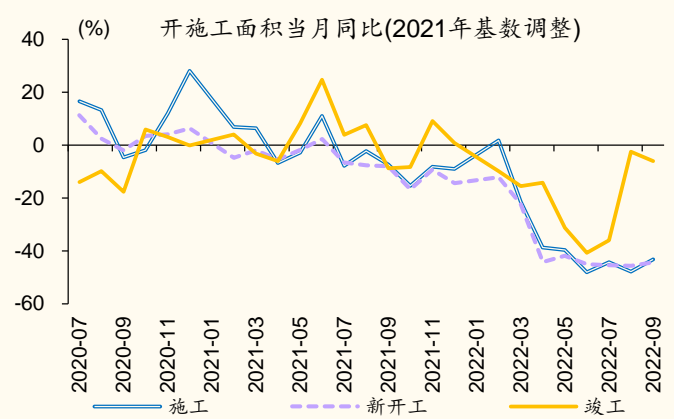
地产投资依然低迷, 商品房销售降幅明显收窄、但持续性存疑。9月, 地产投资同比-12.1%、前值-13.8%, 新开工、施工同比降幅略有收窄、但降幅均在40%以上, 竣工同比-6%、前值-2.5%, 印证了高频反映的竣工放缓; 商品房销售同比-16.2%、好于上月的-22.6%, 但高频显示, 30大中城商品房成交明显低于季节性, 指向全国商品房销售同比降幅可能再度扩大。

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

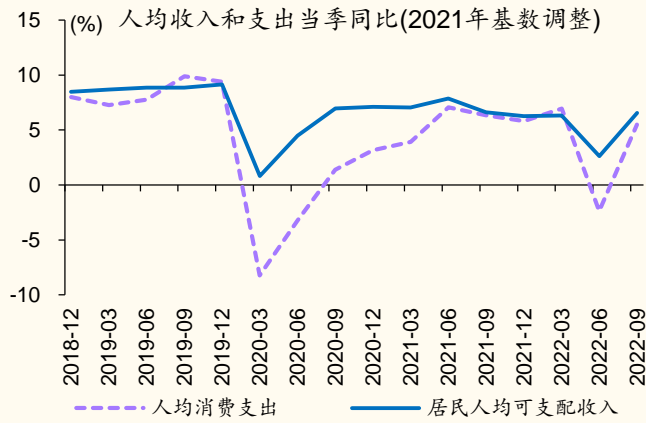


来源: Wind、国金证券研究所

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

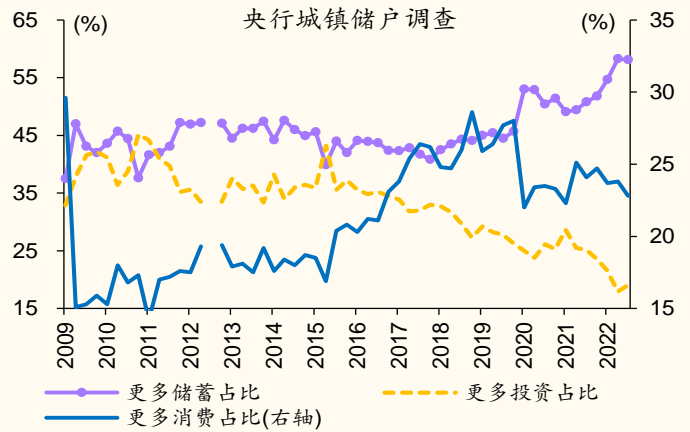
居民收支有所改善、但消费意愿偏弱, 就业压力有所加大。三季度, 居民人均可支配收入和消费性支出同比分别为6.5%和5.5%, 均较二季度明显回升, 但居民消费意愿偏弱, 央行调查显示, 居民消费意愿持续回落、三季度创疫后新低。城镇调查失业率超季节性上升, 9月城镇调查失业率5.5%、较上月回升0.2个百分点, 16-24岁失业率17.9%、创历史同期新高。

图表 13: 三季度, 居民收支有所修复



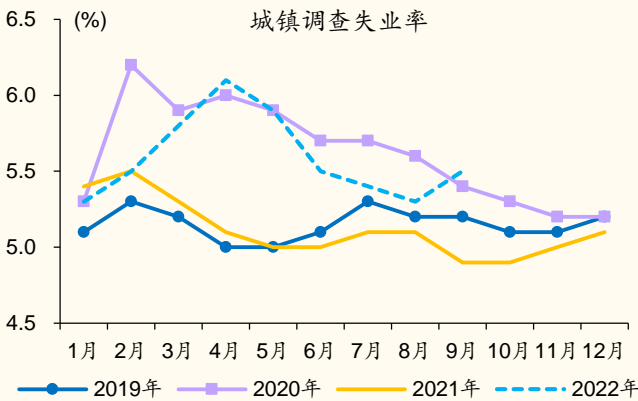
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 三季度居民消费意愿进一步下降



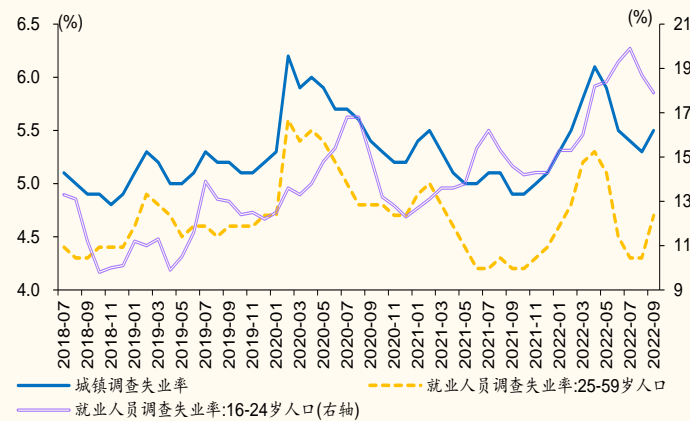
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 9月, 失业率超季节性上升



来源: Wind、国金证券研究所

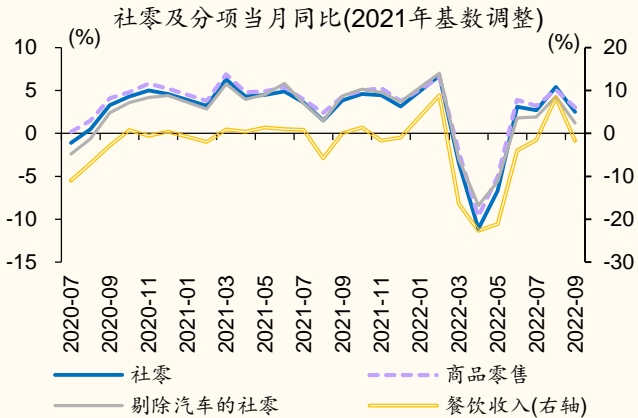
图表 16: 结构性就业压力依然较大



来源: Wind、国金证券研究所

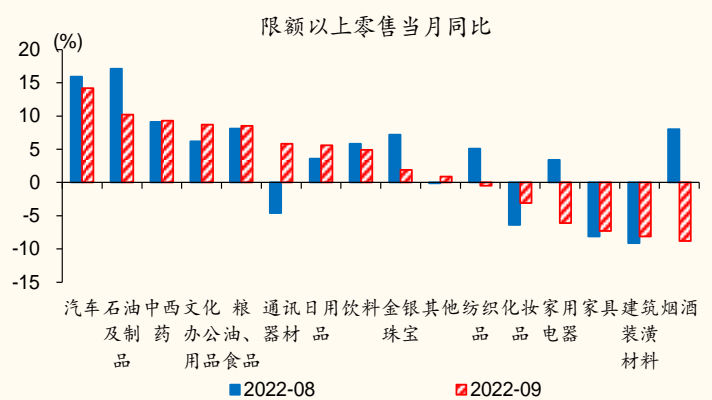
消费需求较为疲弱, 餐饮、地产链拖累明显。9月, 社零同比 2.5%、低于前值的 5.4%, 其中, 汽车相关消费较好、汽车零售同比 14.2%, 剔除汽车后的社零同比只有 1.2%、低于前值的 4.3%; 商品零售和餐饮收入同比分别为 3%和-1.7%、均低于前值, 限额以上商品社零中, 建筑装饰、家具、家用电器等地产链消费低迷, 化妆品、金银珠宝、纺织服装等消费增长放缓或下滑。

图表 17: 9月, 社零明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 9月, 地产链消费低迷



来源: Wind、国金证券研究所

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：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复的干扰。变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402