



经济透视

分析员: 姚少华博士

电话: 852-2147 8863

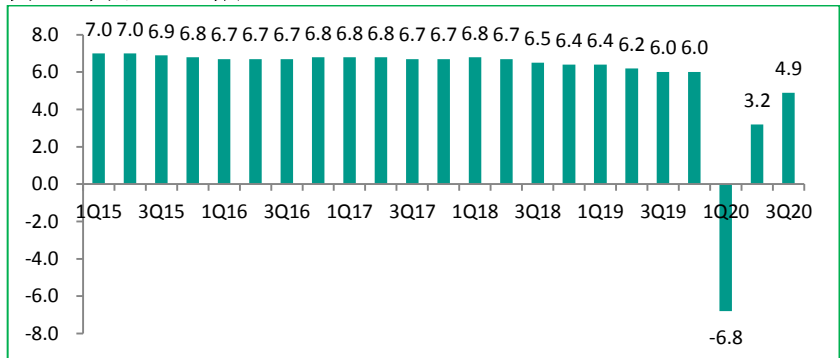
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 2020 年第 3 季 GDP 增长低于预期

- 受累于服务业复苏较疲弱，中国 2020 年第 3 季 GDP 同比增长 4.9%，低于市场预期的 5.5% 增速，但较第 2 季 3.2% 的增速为快
- 国内生产总值各个组成部分的分析显示，2020 年第 3 季内需仍是经济增长的主要推动力，为整体 4.9% 的经济增长贡献 4.3 个百分点，其中投资贡献 2.6 个百分点，而消费贡献 1.7 个百分点。2020 年第 3 季货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.6 个百分点
- 整体来说，9 月份大部分主要经济指标继续改善，显示中国经济增长的动力继续增强。但有见于第 3 季中国经济增速低于我们的预期，我们将 2020 年全年的 GDP 增速预测由之前估计的 2.5% 下调至 2.0%
- 在全国居民人均可支配收入实际增速转正下，消费料出现明显回升，我们相信第 4 季中国经济增速将延续反弹态势。然而，全球疫情仍处高位，外需或受到冲击，以及中美目前冲突加剧，所以中国经济面临的挑战亦不小
- 下一步，应继续做好“六稳”与“六保”，继续狠抓后几个月政策落实，扩大普惠金融覆盖面，释放消费潜力，拉动经济增长，挖掘有效投资新增长点

受累于服务业复苏较疲弱，中国 2020 年第 3 季 GDP 同比增长 4.9%¹，低于市场预期的 5.5% 增速，但较第 2 季 3.2% 的增速为快(图 1)。分产业看，第 3 季第二产业增速较快，同比增长 6.0%，而第三产业增速仍较慢，仅增长 4.3%。从按季增长看，2020 年第 3 季中国经济按季增长 2.7%，而第 2 季则按季增长 11.7%。今年前 3 季中国 GDP 同比增长 0.7%。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

国内生产总值各个组成部分的分析显示，2020 年第 3 季内需仍是经济增长的主要推动力，为整体 4.9% 的经济增长贡献 4.3 个百分点，其中投资贡献 2.6 个百分点，而消费贡献 1.7 个百分点(图 2)。2020 年第 3 季货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.6 个百分点，货物及服务净出口对经济增速的贡献主要来自于服务贸易的逆差减少以及货物贸易顺差扩大。

农银国际研究部

2020 年 10 月 19 日

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

**图 2：中国实质 GDP 增长各项目贡献百分点**

经济指标	1Q20	2Q20	3Q20	9M20
消费开支（家庭 + 政府）(A)	-4.3	-2.3	1.7	-2.5
投资（私人 + 公共）(B)	-1.5	5.0	2.6	3.1
货物及服务净出口(C)	-1.0	0.5	0.6	0.1
实质 GDP 增长 % (A+B+C)	-6.8	3.2	4.9	0.7

来源：国家统计局，农银国际证券

9 月份的大多数经济数据好于预期。从供给侧看，随着复工复产的继续推进，9 月份工业增加值增速从 8 月的 5.6% 大幅反弹至 6.9%。9 月集成电路产量增长 16.4%，高于 8 月 12.1% 的增幅。9 月汽车制造业增加值增长 16.4%，较 8 月加快 1.6 个百分点；汽车产量 246.1 万辆，增长 13.8%，增速较 8 月加快 6.2 个百分点。9 月的发电量增速有所放缓，由 8 月的 6.8% 回落至 5.3%，国家能源局公布 9 月份全社会用电量同比增长 7.2%，亦低于 8 月份 7.7% 的增幅。

从需求侧看，根据我部的测算，9 月单月整体投资增速由 8 月的 9.3% 小幅放缓至 8.7%。分行业看，受房地产企业融资的“三条红线”政策的不利影响，9 月单月的房地产投资增速从 8 月的 12.1% 小幅放缓至 11.9%。由于房地产价格上涨，房地产销售在 9 月明显回落，销售面积及金额增速分别由 8 月份的 13.7% 及 26.7% 回落至 7.0% 及 16.1%。9 月基建投资增速小幅回落，由 8 月的 4.0% 放缓至 3.2%。9 月制造业投资增速由 8 月的 5.0% 放缓至 3.0%，而 9 月单月私人投资增速亦由 8 月的 19.5% 回落至 9.1%。

受餐饮收入反弹带动，9 月消费品零售增长 3.3%，高于 8 月 0.5% 的增速。细分行业方面，9 月餐饮收入下降 2.9%，降幅比 8 月份收窄 4.1 个百分点。9 月必选消费保持较快增长。饮料类、粮油食品类、日用品类、烟酒类商品同比分别增长 22.0%、7.8%、10.7%、17.6%。在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，汽车消费保持较快增速，同比增长 11.2%。1-9 月份，全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，比 1-8 月份加快 0.2 个百分点。此外，9 月石油及制品类及通讯器材类商品消费增长较疲弱，分别下跌 11.8% 及 4.6%。

随着复工复产的推进，9 月份就业市场略有好转。9 月份全国城镇调查失业率为 5.4%，比 8 月份下降 0.2 个百分点。9 月份 31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%，亦比 8 月份下降 0.2 个百分点。前 3 季全国城镇新增就业人员 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%。

整体来说，9 月份大部分主要经济指标继续改善，显示中国经济增长的动力继续增强。但有见于第 3 季中国经济增速低于我们的预期，我们将 2020 年全年的 GDP 增速预测由之前估计的 2.5% 下调至 2.0%（图 3）。在全国居民人均可支配收入实际增速转正下，消费料出现明显回升，我们相信第 4 季中国经济增速将延续反弹态势。然而，全球疫情仍处高位，外需或受到冲击，以及中



美目前冲突加剧，所以中国经济面临的挑战亦不小。下一步，应继续做好“六稳”与“六保”，继续狠抓后几个月政策落实，扩大普惠金融覆盖面，释放消费特别是服务业潜力，拉动经济增长，挖掘有效投资新增长点。

图 3: 经济预测

经济指标	2018 年	2019 年	2020 年预测
实质 GDP 增长, %	6.6	6.1	2.0
固定资产投资增长, %	5.9	5.4	2.0
零售销售增长, %	9.0	8.0	-3.0
以美元计出口增长, %	9.9	0.5	2.0
以美元计进口增长, %	15.8	-2.8	-1.0
工业产出增长, %	6.2	5.7	2.7
消费物价通胀, %	2.1	2.9	3.0
生产物价通胀, %	3.5	-0.3	-2.0
M2 增长, %	8.1	8.7	11.0
社会融资规模增量, 十亿人民币	22,492	25,674	30,000
整体新增人民币贷款, 十亿人民币	16,844	16,816	20,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	6.9632	6.7000
1 年期 LPR, %	4.31	4.15	3.65
5 年期 LPR, %	NA	4.80	4.55

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183