制造业稳健修复，地产基建转向谨慎

一、三季度 GDP 略不及预期，经济稳健修复

10 月 19 日统计局公布 9 月及三季度经济数据，数据显示经济稳健修复。三季度中国 GDP 同比录得 4.90%，较前值增长 1.7 个百分点，但不及市场普遍预期的 5.2%；工业增加值大幅增长至 6.9%，较前值增加 1.3 个百分点；投资累计同比增速首次年内转正至 0.8%，较前值增加 1.1 个百分点，其中房地产与基建均有稳健修复；消费增速当月同比较前值增长 2.8 个百分点至 3.3%。

表 1：经济数据增速变化

经济数据增速月度变化一览(2020-10-19更新)

宏观指标	备注	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10
GDP	当季同比%	4.90			3.20			-6.80			6.00		
工业增加值	当月同比%	6.90	5.60	4.80	4.80	4.40	3.90	-1.10	-25.87	-4.31	6.90	6.20	4.70
固定资产投资	累计同比%	0.80	-0.30	-1.60	-3.10	-6.30	-10.30	-16.10	-24.50		5.40	5.20	5.20
民间投资	累计同比%	-1.50	-2.80	-5.70	-7.30	-9.60	-13.30	-18.80	-26.40		4.70	4.50	4.40
制造业投资	累计同比%	-6.50	-8.10	-10.20	-11.70	-14.80	-18.80	-25.20	-31.50		3.10	2.50	2.60
房地产投资	累计同比%	5.60	4.60	3.40	1.90	-0.30	-3.30	-7.70	-16.30		9.90	10.20	10.30
基建投资(不含电力	累计同比%	0.20	-0.30	-1.00	-2.70	-6.30	-11.80	-19.70	-30.30		3.80	4.00	4.20
社会消费品零售	当月同比%	3.30	0.50	-1.10	-1.80	-2.80	-7.50	-15.80	-20.50		8.00	8.00	7.20
出口	当月同比%	9.90	9.50	7.20	0.50	-3.20	3.40	-6.60	-17.10		8.05	-1.27	-0.83
进口	当月同比%	13.20	-2.10	-1.40	2.70	-16.60	-14.20	-1.10	-4.00		16.67	1.00	-6.11
贸易差额	亿美元	370.00	589.25	623.29	464.21	630.33	452.02	200.59	-69.15		472.48	371.76	423.08
CPI	当月同比%	1.70	2.40	2.70	2.50	2.40	3.30	4.30	5.20	5.40	4.50	4.50	3.80
PPI	当月同比%	-2.10	-2.00	-2.40	-3.00	-3.70	-3.10	-1.50	-0.40	0.10	-0.50	-1.40	-1.60
M2	当月同比%	10.90	10.40	10.70	11.10	11.10	11.10	10.10	8.80	8.40	8.70	8.20	8.40

数据来源：Wind，宏源期货研究所

资料来源：WIND,宏源期货研究所

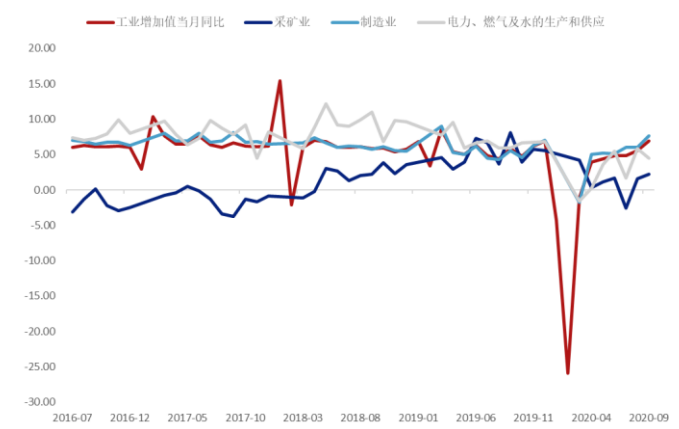
二、供给端稳健修复

9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月份加快 1.3 个百分点。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.18%。1—9 月份，规模以上工业增加值同比增长 1.2%。

工业增加值的回升主要依靠采矿业与制造业表现偏强：制造业中，中间制造业如橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、金属制品业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业增长较为迅速，食品制造业和农副食品加工业表现明显偏强，纺织业、医药制造业等中间制造业也在明显回升。

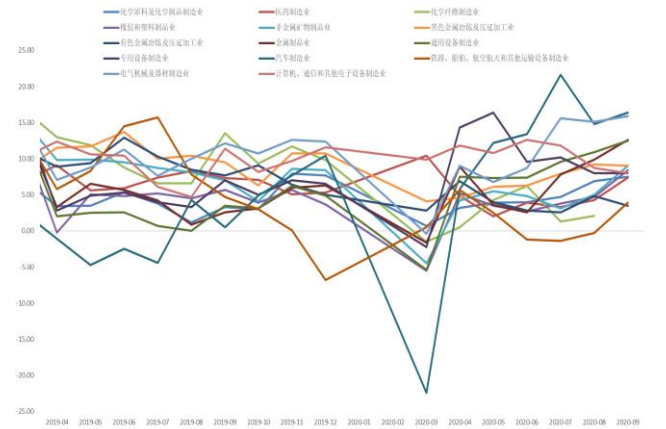
受到工业企业利润修复、营业成本下降的带动，工业增加值自二季度以来表现出较稳定的回升，工业企业每百元营业收入成本自 4 月份高点 84.91 元继续下降至 8 月份的 84.35 元，利润累计同比跌幅收窄至-4.70%，带动工业企业供给持续回升，同时此前担忧的终端消费需求的回升放缓在 9 月份有所改善，部分房地产下游行业需求回暖，带动供给端生产回升。

图 1：规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 2：制造业增加值分化



资料来源：WIND,宏源期货研究所

三、地产与基建回升放缓，制造业是主要支撑

1—9 月份，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，同比增长 0.8%， 1—8 月份为下降 0.3%。其中，民间固定资产投资 243998 亿元，下降 1.5%，降幅比 1—8 月份收窄 1.3 个百分点。从环比速度看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 3.37%。

（一）销售支撑地产投资，但回升预期放缓

1—9 月份，全国房地产开发投资 103484 亿元，同比增长 5.6%，增速比 1—8 月份提高 1.0 个百分点。其中，住宅投资 76562 亿元，增长 6.1%，增速提高 0.8 个百分点。

地产投资增速修复至 5.6%，较前值增长 1 个百分点，修复继续放缓；分项数据上看，商品房销售额与销售面积同比增速分别回升 2.5 和 2.1 个百分点至-1.8%和 3.7%；房屋施工面积与竣工面积再次走弱，两者累计同比增速分别较前值回落 0.2 和 0.8 个百分点至 3.1%和-11.6%，新开工面积累计同比较前值跌幅收窄 0.2 个百分点至-3.4%，回升速率明显放缓，土地购置面积累计同比跌幅较前值扩大 0.5 个百分点至-2.9%，表明地产企业对未来投资预期增长放缓。

9 月份地产投资增速的回升或主要受到土地购置费增长的带动，土地成交价款累计同比增速快速上行 2.6 个百分点至 13.8%，但土地购置面积跌幅继续扩大 0.5 个百分点至-2.9%，在基数没有明显扩大的背景下，实际土地购置意愿或并未明显增长。

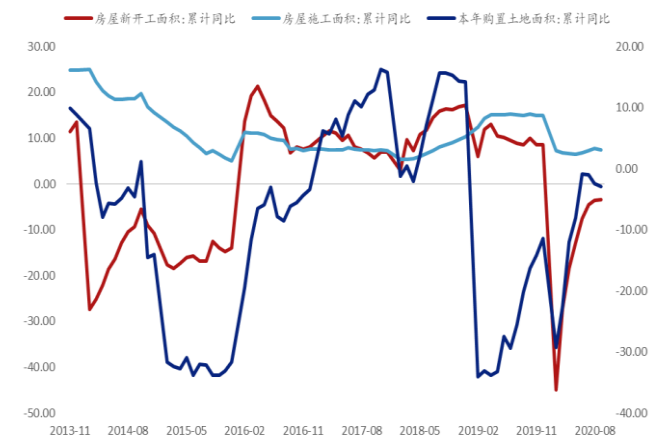
从资金来源来看，来自国内贷款（银行或非银金融机构）的资金规模自 7 月份的 4.9%快速下滑至 4.0%，并持续减缓增长。后市预计地产企业投资意愿仍有下降，土地购置面积明显下滑。对于后市，地产数据同样不宜过度乐观。

图 3：销售反弹放缓



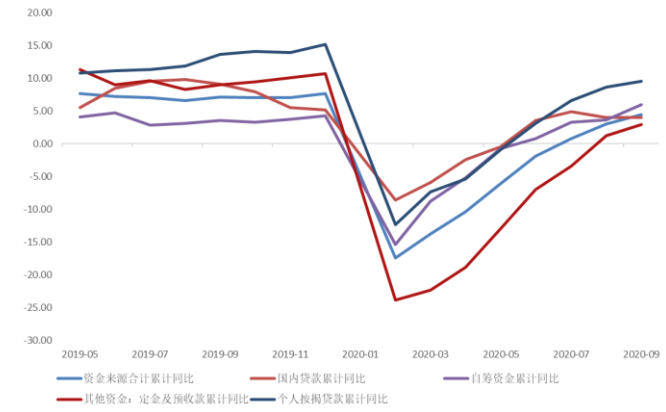
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 4：拿地仍然较谨慎



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 5：国内贷款增速明显下滑



资料来源：WIND,宏源期货研究所

（二）制造业投资稳健修复

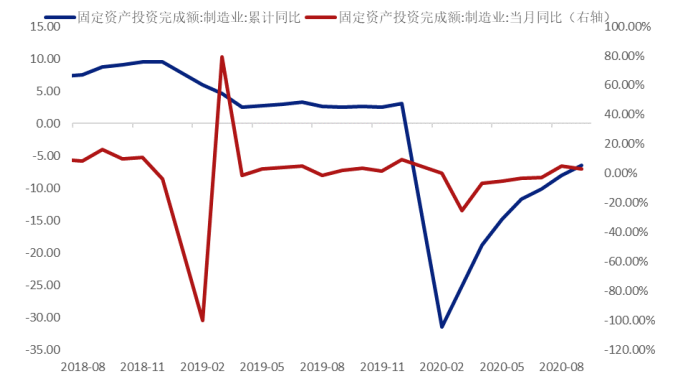
1-9 月工业投资同比下降 3.3%，降幅比 1—8 月份收窄 1.2 个百分点。其中，采矿业投资下降 9.5%，与 1—8 月份持平；制造业投资下降 6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 17.5%，增速回落 0.9 个百分点。

工业投资跌幅持续收窄，主要来自制造业的逐步回归。分行业看，医药制造业与计算机、通信和电子设备制造业增速自二季度以来持续表现偏强拉动制造业投资增长，其中医药制造业投资累计同比较前值增长 2.9 个百分点至 21.20%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资累计同比维持在 11.7%的高位增长；中间制造业多数呈现跌幅收窄，通用设备与专用设备制造业投资累计同比分别较前值跌幅收窄 2.1 和 1.4 个百分点至-12.3%和-8.5%，农副食品加工业跌幅收窄 3.6 个百分点至 6.3%。汽车制造业尽管同样跌幅收窄 2.6 个百分点，但同比-16.7%跌幅仍然较大。

制造业投资的增长持续表现稳健，符合市场预期。结合 9 月份 PMI 数据来看，9 月 PMI 环

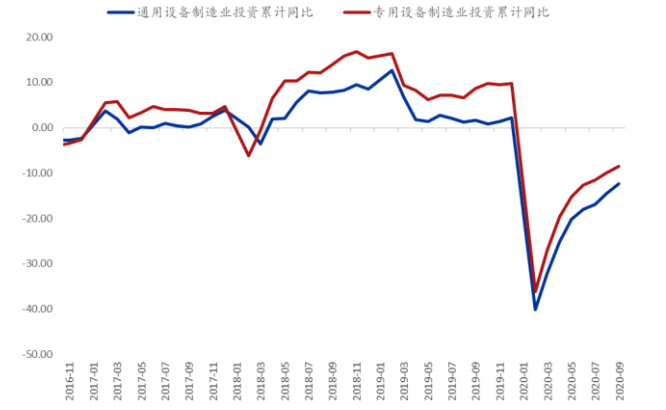
比增长 0.5 个百分点至 51.5%，供需分别增长 0.5 和 0.8 个百分点至 54.0%和 52.8%，同时采购量与主要原材料购进价格指数再度回升，原材料库存整体上行，制造业企业补库迹象延续，表明制造业当前需求旺盛的同时增长也在逐步修复。

图 7：制造业投资稳健修复



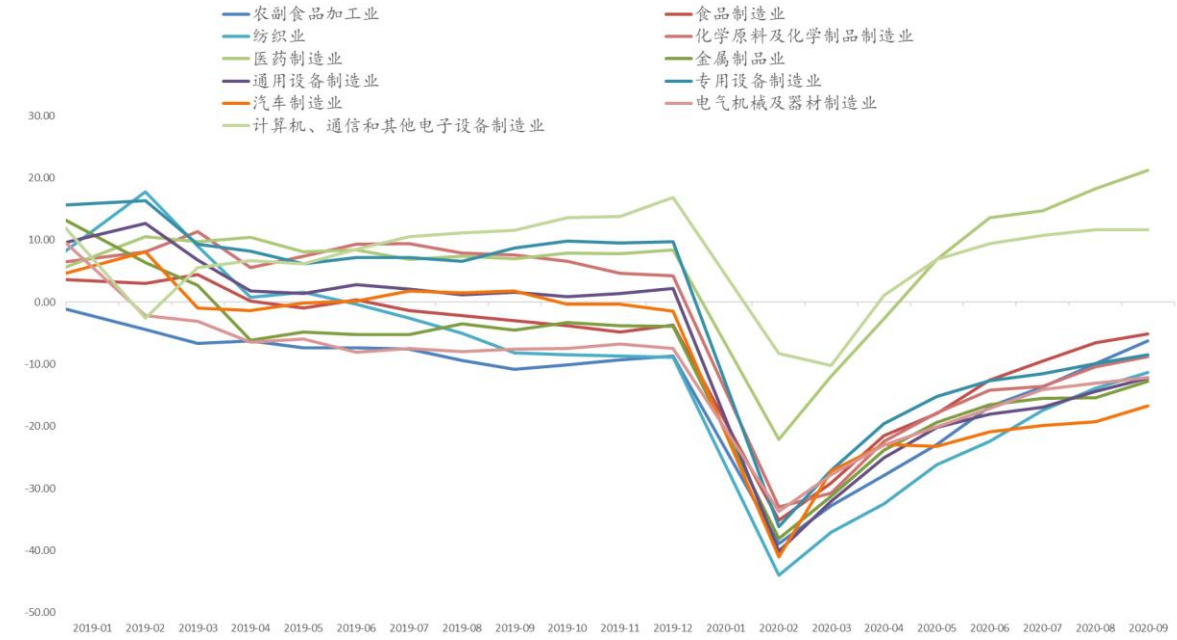
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 8：设备制造业投资跌幅收窄



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 9：医药、计算机通信和其他电子设备制造业仍是主要拉升



资料来源：WIND,宏源期货研究所

（三）对基建投资回升转向谨慎

1-9 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.2%，较前值回升 0.5 个百分点；其中，铁路运输业投资增长 4.5%，增速比 1—8 月份回落 1.9 个百分点；道路运输业投资增长 3.0%，增速提高 0.1 个百分点；水利管理业投资增长 0.9%，增速回落 0.3 个百分点；公共设施管理业投资下降 3.3%，降幅收窄 0.6 个百分点。

基建投资增速年内首次由负转正，但增速回升明显不及预期，主因或在于地方专项债结构

转移和项目储备下滑影响，9 月全国新增地方政府专项债 4683 亿元，较 8 月的 6307 亿元有小幅回落，同比 2019 年 9 月的 1240 亿元仍在高位；但从专项债投向上看，棚改对专项债的分流情况明显上升——地方政府项目收益专项债中，棚改专项债发行规模占比由 8 月份的 26.84%快速上升至 9 月份的 45.45%，对基建类投向或产生一定挤出影响。除此之外，地方优质项目储备下降或同样有一定影响，9 月份发改委审核批准固定资产投资项目 8 个，总投资仅 172 亿元，较 8 月份的 6 个项目总投资 882 亿元大幅下滑。

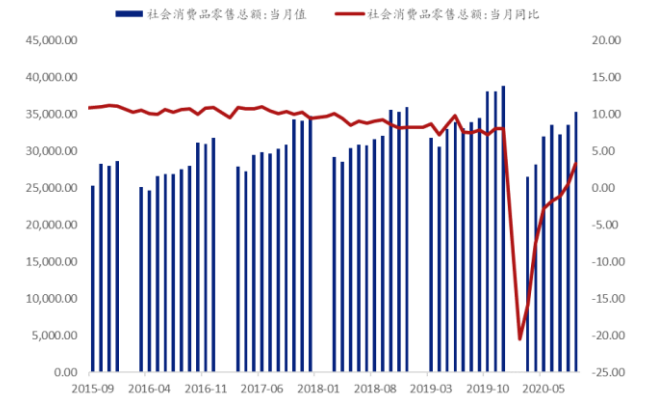
10 月份专项债发行规模仅剩下 3896 亿元，较 9 月份继续缩水，考虑到今年以来公共财政支出中社会保障支出增速较快，后市地方政府财政对基建类支出或有一定压力，因此对后市基建投资增速需转向谨慎。

四、消费修复仍有分化

9 月份，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%（扣除价格因素实际增长 2.4%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 31428 亿元，增长 2.4%。

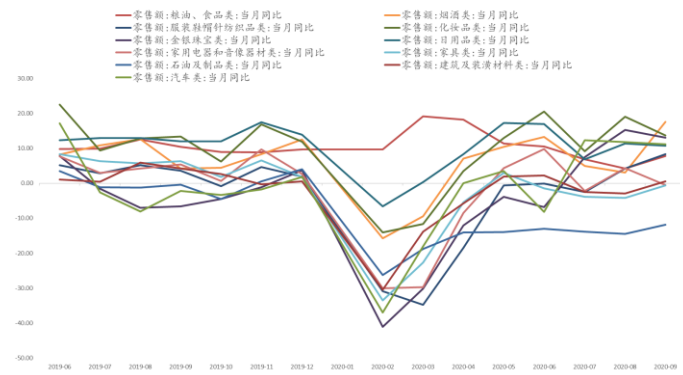
9 月份消费增速回升略超预期，但分化继续，从限额以上商品零售额增速来看，必需类消费品整体回升，但非必需类消费品增速下滑较为明显。化妆品类、金银珠宝类消费同比分别下行 5.3 和 2.2 个百分点至 13.7%和 13.1%；地产下游行业中，家用电器和音像器材类消费下滑较快，同比增速下行 4.8 个百分点至-0.5%，但家具消费同比跌幅大幅收窄 3.6 个百分点至-0.6%；汽车类消费则继续下滑 0.6 个百分点至 11.2%，终端需求消费仍有待回升。

图 11：消费数据修复



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 12：主要品类消费增速仍有分化



资料来源：WIND,宏源期货研究所

分析师简介：

曾德谦，（美国）东北大学金融学硕士，现任宏源期货研究所金融期货分析师。

宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究	金属研究
曾德谦 010-82292833 zengdeqian@swhysc.com	王淼 010-82292669 wanglian@swhysc.com
曹自力 010-82292665 caozili@swhysc.com	孙佳兴 010-82292663 sunjiaxing@swhysc.com
黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swhysc.com
能源化工研究	**农产品研究**
詹建平 010—82292685 zhanjianping@swhysc.com	肖锋波 010-82292680 xiaofengbo@swhysc.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swhysc.com	熊梓敬 0871—68072126 xiongzijing@swhysc.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhang@swhysc.com	黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com
田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swhysc.com	
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swhysc.com	

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。