宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

工业生产继续向上 消费恢复强度为下阶段关注点

——9 月经济数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2020 年 10 月 19 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期 5.2%，前值 3.2%，略低于预期。9 月规模以上工业增加值同比 6.9%，预期 5.8%，前值 5.6%。9 月工业、消费超预期，投资端基建导致固定资产投资整体略低于预期。中国 9 月社会消费品零售总额同比 3.3%，预期 1.6%，前值 0.5%。中国 1-9 月城镇固定资产投资同比增长 0.8%，预期 0.9%，前值-0.3%。

1-9 月份固定资产投资同比增长 0.8%，1-8 月份为下降 0.3%。年内固定投资首次转正，整体略低于预期。

- **工业生产端，工业生产增长持续较旺，已修复甚至略高于疫情前相对较高水平。其中，制造业同比增长 7.6%，恢复至最近 3 年年内较高水平，很大程度上支持了工业增加值持续上修。**结构上，中上游周期行业增速略有回落，与基建增速不及预期互相印证。中游制造业，通用设备制造业、专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速持续上行。下游食品、医药制造业复苏明显，计算机、通信和其他电子设备继续高位回落。汽车行业高景气继续维系，汽车增加值增速高位小幅上行，汽车产量增长维持在年内较高水平。
- **基建投资增速继续回落。或与资金募集端专项债发行后移及部分专项债转向地产棚改收尾项目比例上升有关。**去年同期基数抬升以及转向地产棚改收尾项目比例上升制约了基建投资增速走高，当月基建增速不及预期与工业生产端中上游周期行业增速略有回落互相印证。随棚改收尾逐步完成，地产增速上行告一段落，预计基建投资增速抬升后续仍有空间。
- **房地产投资增速继续回升。但 9 月房地产销售高位回落，新开工、施工、竣工均有小幅回落，或传达地产高增速上行告一段落。**地产投资的强表现得益于需求后置、经济预期持续性改善及居民对保值增值需求的属性配置，融资端显示整体内生韧性较强。

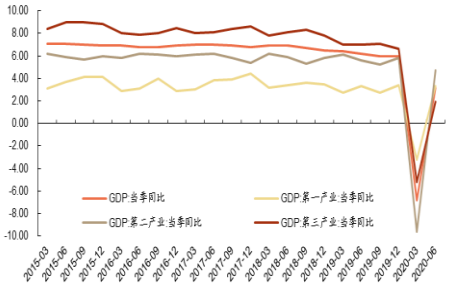
消费增长明显。9 月，社会消费品零售总额增长明显，其中食品饮料、服装鞋帽等品类贡献显著，汽车零售依然维持高增速，通讯及家电类有所下滑。社会消费品零售总额同比增长 3.3%（前值 0.5%），环比增长显著，增长幅度较上期也有所扩大，9 月改善 1.8%（8 月改善 1.6%），短期继续呈现加快迹象。

- **其中服装鞋帽、烟酒类、饮料类消费增长明显，贡献显著。**其中有低基数影响，“金九银十”需求拉动以及居民消费内生动力的逐步修复。汽车零售依然维持较高同比增长，行业景气继续维系。
- **通讯器材消费大幅下滑，由正转负，值得关注。**家电类小商品增速下滑明显，或与地产投资消费高位徘徊有一定关系。
- **随着经济恢复和疫情影响的减弱，居民收入和消费支出增速缺口将继续上修，但考虑到消费主要影响因素为居民收入及收入预期，内生需求恢复程度及幅度值得持续关注。**

投资策略：持续关注消费端内生需求恢复程度及幅度。地产销售、新开工数据会否继续回落等。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、外部环境变化、政策风险等

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

1、《经济结构化视角下的内循环机会：——双循环系列报告之一》2020-09-27

2、《工业增长略超预期 结构性分化或将延续：8 月经济数据点评》2020-09-16

3、《宏观专题：2020 年 4 季度经济展望与宏观策略》2020-09-15

4、《工业生产需求继续改善 关注基建链条机会：8 月实体经济数据观察》2020-09-04

5、《宏观点评：7 月工业企业利润数据点评》2020-08-31

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60
名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-2.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.20
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	6.85

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 三季度 GDP 同比增长 4.9% 略低于预期 4
1.1 工业继续向上 消费复苏明显 投资略低于预期 4
1.2 工业生产继续向上 4
1.3 固定资产投资 各分项继续回升 6
1.4 必选消费增长显著 8

图表目录

图 1： 黑色、有色金属冶炼工业增加值 5
图 2： 专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业 5
图 3： 食品、医药、计算机、通信和其他电子设备增加值 5
图 4： 汽车工业增加值与汽车产量 6
图 5： 固定资产投资 7
图 6： 消费端购房的按揭贷款持续反弹 7
图 7： 商品房销售面积 8
图 8： 新开工、施工与竣工 8
图 9： 服装鞋帽、烟酒类、饮料类当月同比 9
图 10： 通讯器材、家用电器与音响设备、汽车当月同比 9
图 11： 餐饮收入 9

1. 三季度 GDP 同比增长 4.9% 略低于预期

1.1 工业继续向上 消费复苏明显 投资略低于预期

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期 5.2%，前值 3.2%，略低于预期。9 月规模以上工业增加值同比 6.9%，预期 5.8%，前值 5.6%。9 月工业、消费超预期，投资端基建导致固定资产投资整体略低于预期。中国 9 月社会消费品零售总额同比 3.3%，预期 1.6%，前值 0.5%。中国 1-9 月城镇固定资产投资同比增长 0.8%，预期 0.9%，前值-0.3%。

- **固定资产投资,1-9 月份固定资产投资同比增长 0.8%,1-8 月份为下降 0.3%。年内固定投资首次转正，整体略低于预期。**
- **工业生产端，工业生产增长持续较旺，已修复甚至略高于疫情前相对较高水平。其中，制造业同比增长 7.6%，恢复至最近 3 年年内较高水平，很大程度上支持了工业增加值持续上修。**结构上，中上游周期行业增速略有回落，与基建增速不及预期互相印证。中游制造业，通用设备制造业、专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速持续上行。下游食品、医药制造业复苏明显，计算机、通信和其他电子设备继续高位回落。汽车行业高景气继续维系，汽车增加值增速高位小幅上行，汽车产量增长维持在年内较高水平。
- **基建投资增速继续回落，或与资金募集端专项债发行后移及部分专项债转向地产棚改收尾项目比例上升有关。**去年同期基数抬升以及转向地产棚改收尾项目比例上升制约了基建投资增速走高，当月基建增速不及预期与工业生产端中上游周期行业增速略有回落互相印证。随棚改收尾逐步完成，地产增速上行告一段落，预计基建投资增速抬升后续仍有空间。
- **房地产投资增速继续回升。但 9 月房地产销售高位回落，新开工、施工、竣工均有小幅回落，或传达地产高增速上行告一段落。**地产投资的强表现得益于需求后置、经济预期持续性改善及居民对保值增值需求的属性配置，融资端显示整体内生韧性较强。
- **消费增长明显。9 月，社会消费品零售总额增长明显，其中食品饮料、服装鞋帽等品类贡献显著，汽车零售依然维持高增速，通讯及家电类有所下滑。**社会消费品零售总额同比增长 3.3%（前值 0.5%），环比增长显著，增长幅度较上期也有所扩大，9 月改善 1.8%（8 月改善 1.6%），短期继续呈现加快迹象。其中服装鞋帽、烟酒类、饮料类消费增长明显，贡献显著。其中有低基数影响，“金九银十”需求拉动以及居民消费内生动力的逐步修复。汽车零售依然维持较高同比增长，行业景气继续维系。值得关注的是通讯器材消费出现大幅下滑，由正转负，家电类小商品增速下滑明显，或与地产投资消费高位徘徊有一定关系。

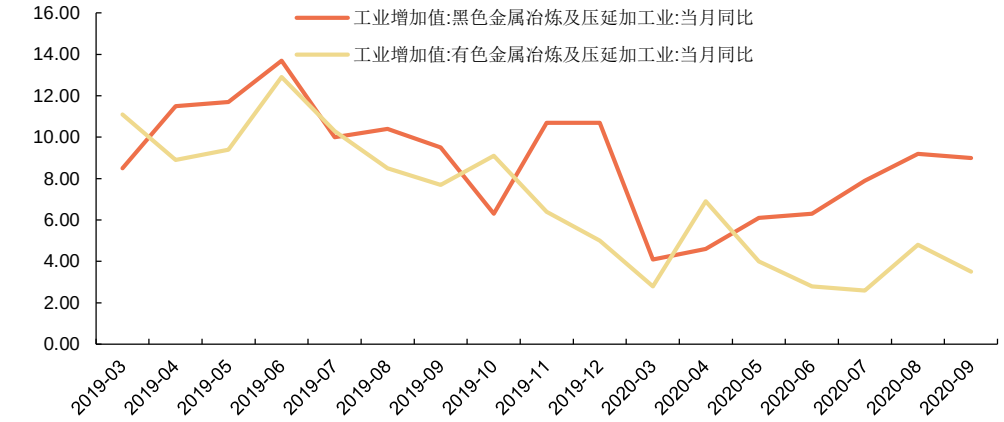
1.2 工业生产继续向上

9 月工业增加值同比增长 6.9%（前值 5.6%），工业生产增长持续较旺，略高于预期恢复至疫情前相对较高水平，至 9 月底，工业增加值累计同比达 1.2%。制造业同比增长 7.6%（前值 6.0%），恢复至最近 3 年年内较高水平，很大程度上支持了工业增加值持续上修，采矿业同比增长 2.2%（前值 1.6%），继续小幅修复。

- **结构上，中上游周期行业增速略有回落，与基建增速不及预期互相印证。**黑色金

属冶炼和压延加工业增长 9.0%（前值 9.2%），有色金属冶炼和压延加工业增长 3.5%（前值 4.8%），或与当月基建增速不及预期互相印证。

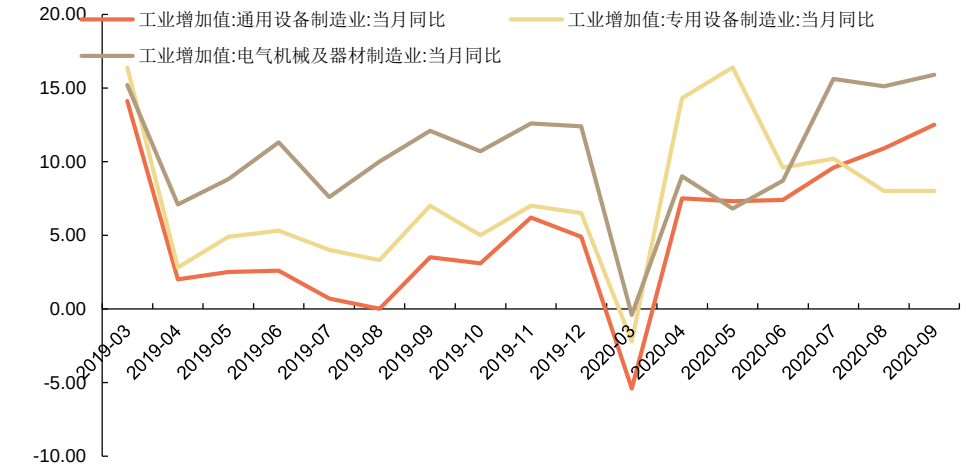
图1：黑色、有色金属冶炼工业增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **中游制造业，通用设备制造业、专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速持续上行。**9 月，专用设备制造业增长 8.0%（前值 8.0%），通用设备制造业增长 12.5%（前值 10.9%），电气机械和器材制造业增长 15.9%（前值 15.1%），反映了核心的制造业行业高景气维系。

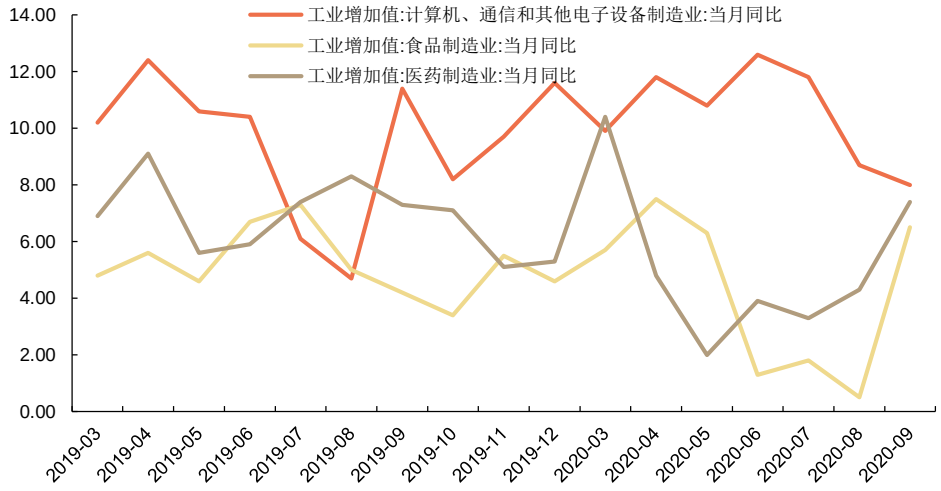
图2：专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **下游食品、医药制造业复苏明显，计算机、通信和其他电子设备继续高位回落。**9 月，食品制造业增长 6.5%（前值 0.5%），医药制造业增长 7.4%（前值 4.3%），传统消费旺季带动下游需求带动复苏明显。而计算机及电子设备增速持续回落或与出口需求不及预期以及前期高基数回落有关。

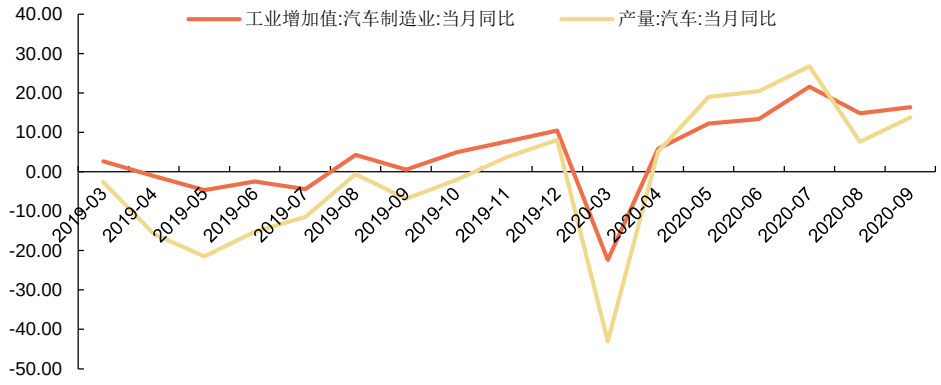
图3：食品、医药、计算机、通信和其他电子设备增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **下游汽车行业高景气继续维系，汽车增加值增速高位小幅上行，汽车产量增长维持在年内较高水平。**9 月，汽车制造业增长 16.4%（前值 14.8%），汽车产量同比增长 13.8%（前值 7.6%）。

图4：汽车工业增加值与汽车产量



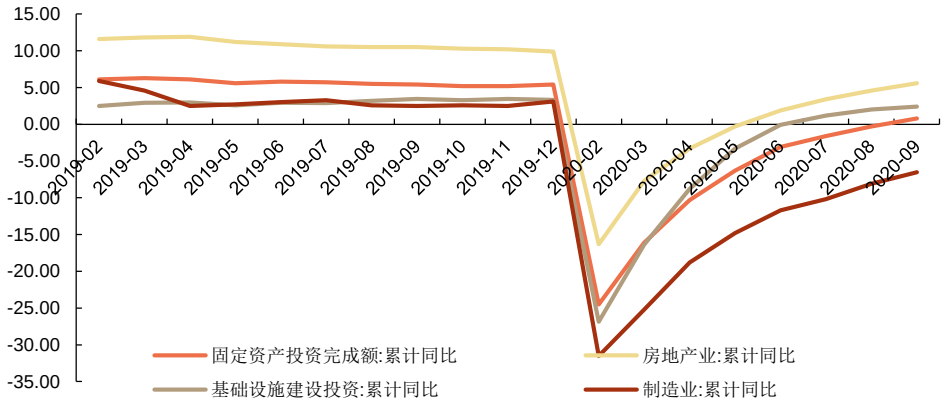
资料来源：Wind，申港证券研究所

- **各行业产能利用率较前期也有显著提升，制造业最为明显。**各行业产能利用率较前期也有显著提升，其中制造业三季度产能利用率升至77.2%（二季度为74.8%），大体恢复至疫情前水平。

1.3 固定资产投资 各分项继续回升

固定资产投资累计同比继续回升，年内首次转正，整体略低于预期。其中当月基建投资增速继续放缓，或与资金募集端专项债发行后移及部分专项债转向地产棚改收尾项目比例上升有关，地产投资继续高位小幅上行，制造业降幅环比持续收窄，但三大项来看依然偏弱。9 月固定资产投资累计同比 0.8%（前值-0.3%），其中制造业投资累计同比-6.5%（前值-8.1%），房地产投资累计同比 5.6%（前值 4.6%），基建投资累计同比 2.42%（前值 2.02%）。

图5：固定资产投资

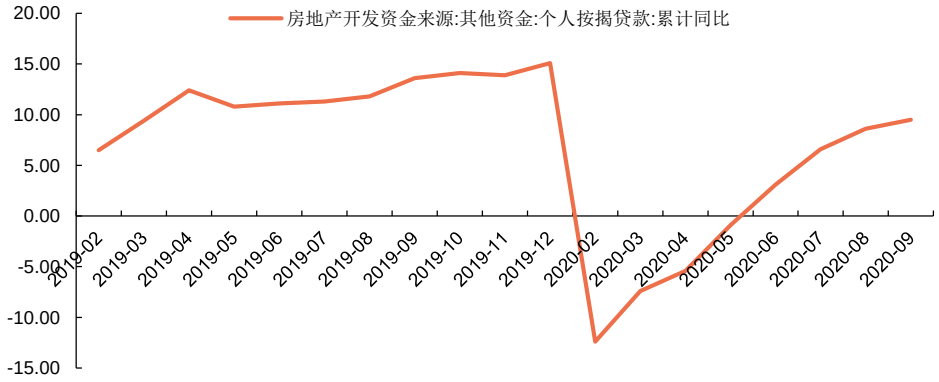


资料来源：Wind，申港证券研究所

9 月房地产销售高位回落，新开工、施工、竣工均有小幅回落，或传达地产高增速上行告一段落。地产投资的强表现得益于需求后置、经济预期持续性改善及居民对保值增值需求的属性配置，融资端显示整体内生韧性较强。

- **融资端，地产相关信贷持续获得支撑。**尽管地产政策“房住不炒，严格控制”，但地产依然获得了银行端主要的信贷支持。数据来看购房的按揭贷款增速也持续反弹，显示需求端仍有一定支撑。

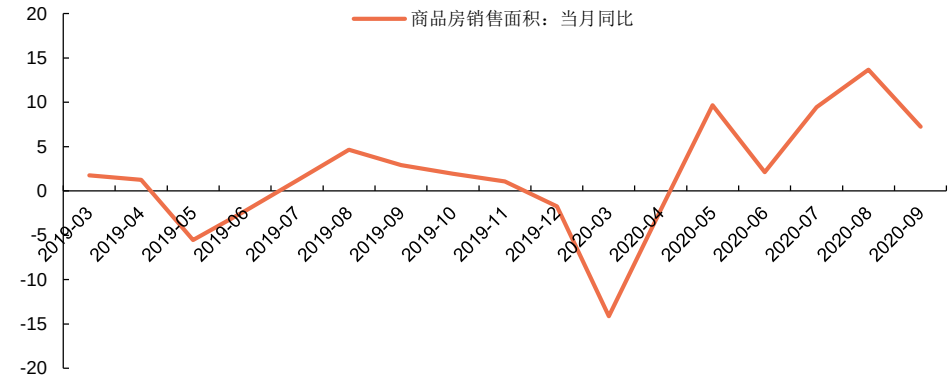
图6：消费端购房的按揭贷款持续反弹



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **销售端，9 月，商品房销售面积同比增长较 8 月回落明显。**9 月值为 7.25%（前值 13.69%）。3 月以来，地产销量连续 5 个月快速回升，在多行业中率先发力，逐步回归正常，截至 9 月底，商品房销售额累计同比为-1.8%。在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示疫情对地产需求的冲击是暂时性的，甚至低利率资产荒的背景下，居民有主动转向房地产投资以追去收益庇佑的倾向。但政策端“稳”基调明显，在地产端逐步修复恢复常态的过程中，行业大概率维持在常态增速上。

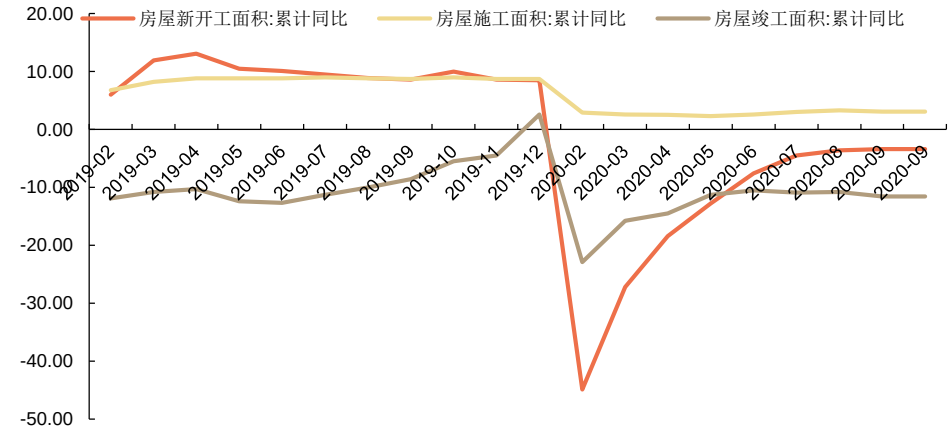
图7：商品房销售面积



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **新开工、施工、竣工增速均有回落，或反应政策预期下地产商投资建工意愿徘徊。**截至 9 月，新开工、施工、竣工累计同比增速分别-3.4%（前值-3.6%），3.1%（前值 3.1%），-11.6%（前值-10.8%）为较上月有一定幅度回落，这也是疫情后地产强劲复苏后较为明显的增速停滞甚至回落。或受基数影响，也或与政策端控与稳基调及预期管理下，地产商的投资建工意愿相关。

图8：新开工、施工与竣工



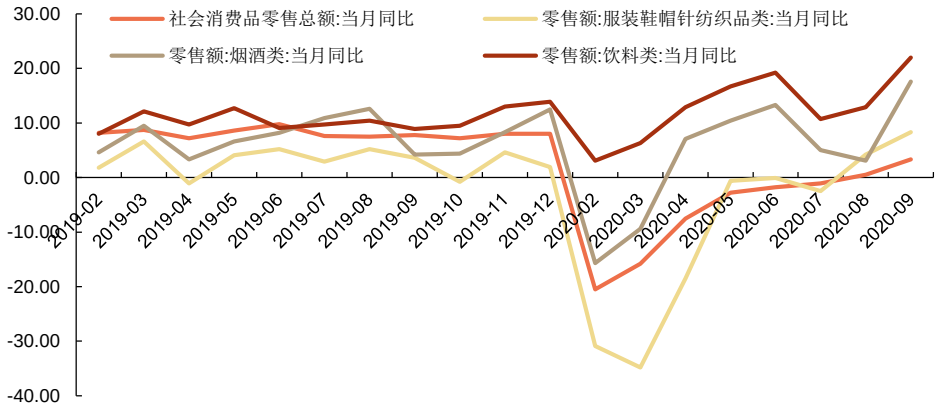
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 必选消费增长显著

9 月，社会消费品零售总额同比增长 3.3%（前值 0.5%），环比增长显著，增长幅度较上期也有所扩大，9 月改善 1.8%（8 月改善 1.6%），短期继续呈现加快迹象。

- **9 月除汽车外的社会消费品零售同比增速为 2.4%（前值-0.6%），其中服装鞋帽、烟酒类、饮料类增长明显。**9 月服装鞋帽同比增速为 8.3%（前值 4.2%），烟酒类零售同比增速为 17.6%(前值 3.1%),饮料类零售同比增速为 22%(前值 12.9%)，贡献显著。其中有低基数影响，“金九银十”需求拉动以及居民消费内生动力也正逐步修复。

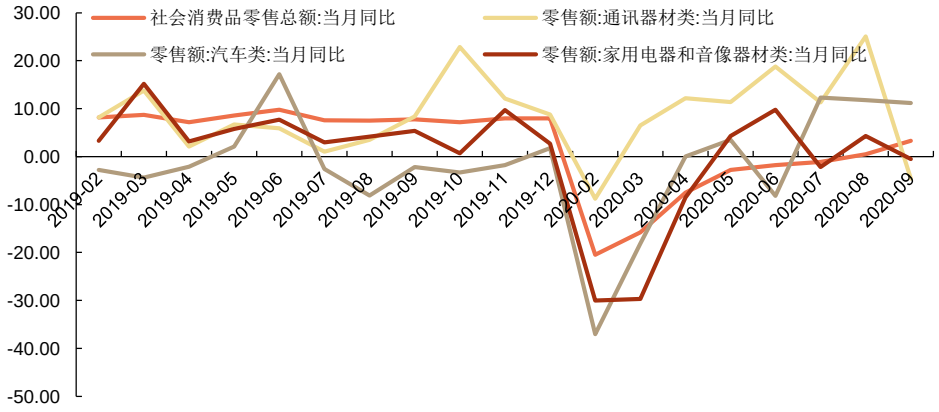
图9：服装鞋帽、烟酒类、饮料类当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **汽车零售依然维持较高同比增长，通讯器材及家电均有一定回落。**9 月通讯器材零售同比增速为-4.6%（前值 25.1%），家用电器与音响设备零售同比增速为-0.5%（前值 4.3%），汽车消费复苏维持高景气度，9 月汽车单月销售额同比增长 11.2%（前值 11.8%）。

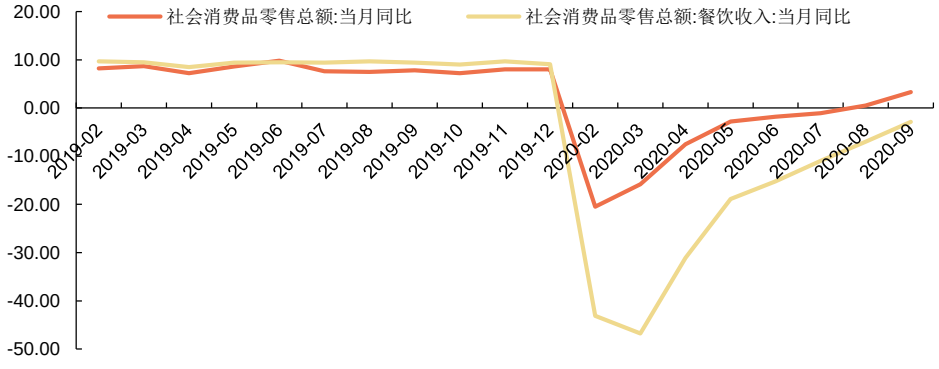
图10：通讯器材、家用电器与音响设备、汽车当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **9 月，餐饮等线下消费在低基数上大幅改善，但仍为最大拖累项。**9 月餐饮收入同比增长-2.9%（前值-7%），降幅继续收窄，大幅改善，但仍为最大拖累项。

图11：餐饮收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **随着经济恢复和疫情影响逐步减弱，居民收入和消费支出增速缺口将继续上修，但考虑到消费主要影响因素为居民收入及收入预期，内生需求恢复程度及幅度值得持续关注。**往后看，一方面，餐饮等线下消费趋势上带动消费整体继续边际向上，疫情后首个“金九银十”，弱需求低基数的背景下，消费需求反弹的表现亮眼，十一黄金周消费数据也反映了服务消费支出的强反弹。但另一方面住宿餐饮业从业人员是疫情引发的经济冲击中的主要受损群体，在居民收入基本恢复常态前，消费倾向显著回暖值得持续关注。（见《可选消费难回暖 基建链条有支撑——2020 年 4 季度经济展望与宏观策略》）。汽车生产销售均维持高景气度，政策补贴及新能源汽车充电桩推广及地产趋严减弱挤出效应，预计汽车消费有望持续释放。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上