日期：2020 年 10 月 19 日

生产火热 投资转正

——2020 年 1-9 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

生产火热，投资转正

9月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速加快1.3个百分点，工业生产进一步加快。三大产业除公共事业外均有保持回升，而制造业回升较多。从行业看，食品、纺织、医药、通用设备、汽车、运输设备等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。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%。本月固定投资终实现转正，基本符合市场预期，基建投资同步回正。制造业投资修复持续，但慢于其余投资。房地产投资转正后加速回升，调控升级后房企会加快施工推盘销售回款来保障资金需求，后续房地产投资也有望维持稳中偏升。9月份，社会消费品零售总额同比增长3.3%，连续两个月实现正增长，加快2.8个百分点。其中服装、建材以及中西药品的消费上升，汽车消费略有回落，但增速仍可观。值得关注的是通讯器材消费出现大幅下滑，由正转负，或主要由于季节性波动影响。整体来看，经济延续了改善的趋势，三季度GDP为4.9%，加快1.7个百分点。其中工业生产已经恢复至疫情前的较高水平，投资、消费也均回到正区间。9月份城镇调查失业率为5.4%，比上月下降0.2个百分点，保持稳中有降。

核心资产机会不变

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势!经济回升以及效益的改善奠定了基础。前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性，但中国货币环境“存量过多、增量不足”的局面不变，资本市场未来机会仍存在于核心资产。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳。

经济回升步伐温和提升

经济运行情况延续好转态势，工业回升再超预期,GDP增长也进一步加快。作为经济第一增长动力的投资，终于进入正增长状态。从经济增长动力看，外需对当期经济回升起了重要作用。我们在疫情之初就认为，中外疫情的不同发展态势，使得中国愈发成为全球生产中心，也表明逆全球化是违背潮流的现实。未来引致中国经济增长回升的外需和投资都将延续，消费的回升则仍会表现平稳，因此中国经济回升的势头仍未停止，四季度经济回升步伐仍将温和提升。货币政策已由疫情期间的临时性放松重新转向稳健中性，货币边际后撤不变，9月回升或受到季末影响，虽有延迟但趋势不变。结构性政策效力逐渐呈现，宽信用将成中国流动性环境新显著特征。相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

事件：1-9 月实体经济数据公布

1.工业生产加快

9月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），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%。

2.固定资产投资实现转正

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%。

3.消费加速回升

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%，以下均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额31428亿元，增长2.4%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	6.9	5.6	5.8
固定资产投资（不含农户）	0.8	-0.3	5.4
社会消费品零售（当月）	3.3	0.5	7.8

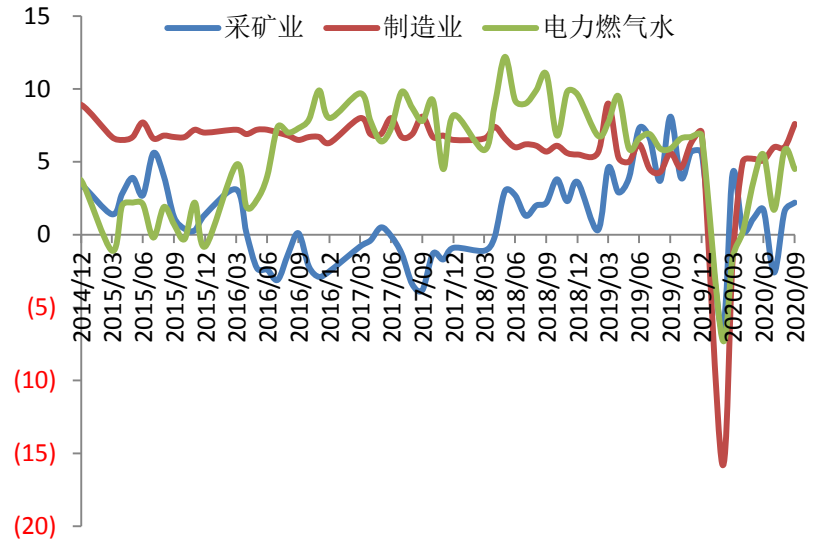
数据来源：上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.除公共事业外均保持回升

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，工业生产进一步加快。分三大产业看，采矿业增加值同比增长2.2%，增速较8月份加快0.6个百分点；制造业增长7.6%，加快1.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%，回落1.3个百分点。三大产业除公共事业外均有保持回升，而制造业回升较多。从产量来看，原油产量保持增长；而制造业中，钢材、有色、乙烯、汽车产量增长加快；公共事业中，发电量有所回落，是公共事业产值下滑的主要原因。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

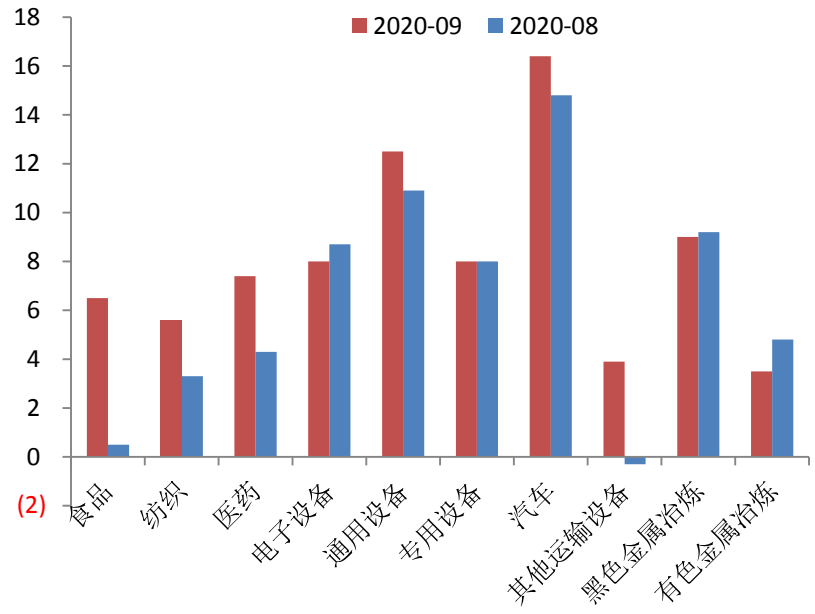


数据来源：wind，上海证券研究所

2.主要行业增长加快

分行业看，9月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长2.7%，纺织业增长5.6%，化学原料和化学制品制造业增长7.5%，非金属矿物制品业增长9.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.5%，通用设备制造业增长12.5%，专用设备制造业增长8.0%，汽车制造业增长16.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长3.9%，电气机械和器材制造业增长15.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长8.0%，电力、热力生产和供应业增长4.2%。与上月相比，食品、纺织、医药、通用设备、汽车、运输设备等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.固定投资转正

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%。

分产业看，第一产业投资 11653 亿元，同比增长 14.5%，增速比 1-8 月份提高 3.0 个百分点；第二产业投资 125084 亿元，下降 3.4%，降幅收窄 1.4 个百分点；第三产业投资 299793 亿元，增长 2.3%，增速提高 0.9 个百分点。

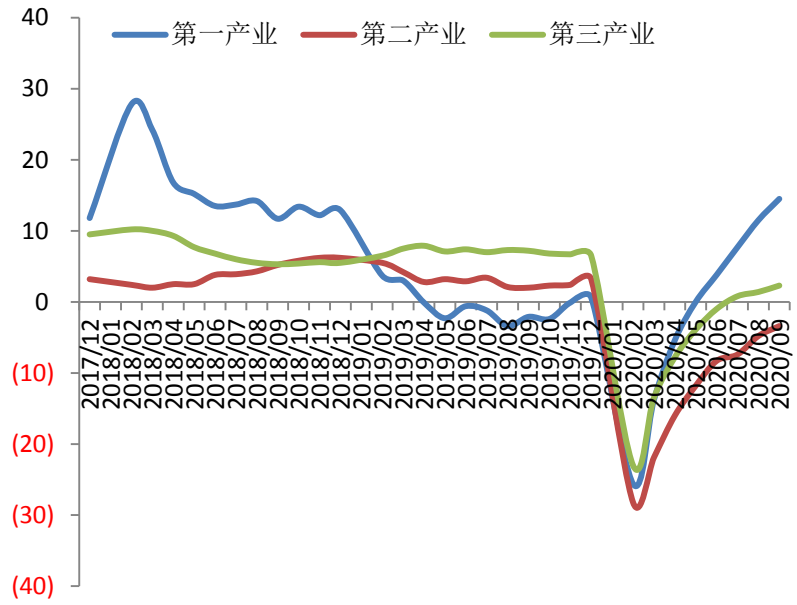
第二产业中，工业投资同比下降 3.3%，降幅比 1-8 月份收窄 1.2 个百分点。其中，采矿业投资下降 9.5%，与 1-8 月份持平；制造业投资下降 6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 17.5%，增速回落 0.9 个百分点。

第三产业中，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%，1-8 月份为下降 0.3%。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。

本月固定投资终实现转正，基本符合市场预期，基建投资同步回正。9 月专项债发行虽较 8 月有所回落，但仍远高于去年同期，且今年专项债资金集中投向了基建，在赶工带动下，基建维持回升态势并得以转正。制造业投资下降 6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点。货币结

构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资修复持续，但慢于其余投资。从区域来看，东部地区转正后进一步加快，中部地区降幅继续收窄，西部与东北部地区投资维持正增长。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资加速上升

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。

1-9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 859820 万平方米，同比增长 3.1%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 607031 万平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 160090 万平方米，下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点。其中，住宅新开工面积 117193 万平方米，下降 4.2%。房屋竣工面积 41338 万平方米，下降 11.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 29597 万平方米，下降 10.5%。

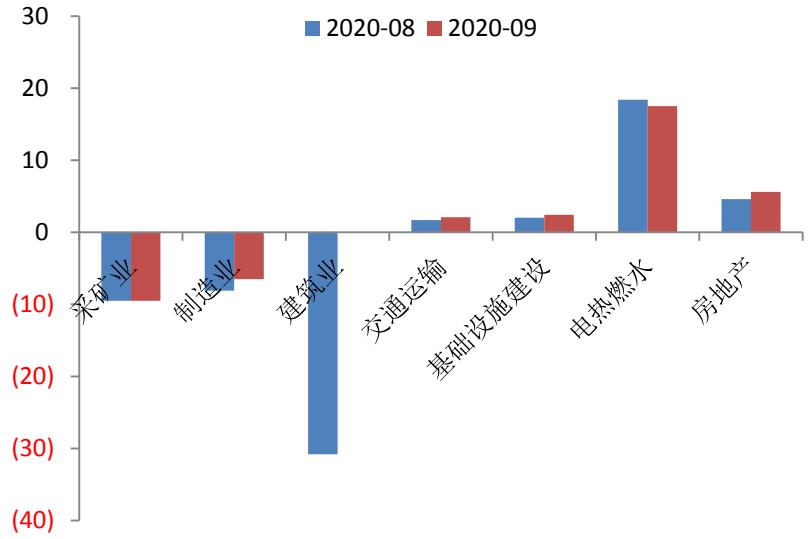
1-9 月份，房地产开发企业土地购置面积 15011 万平方米，同比下降 2.9%，降幅比 1-8 月份扩大 0.5 个百分点；土地成交价款 9316 亿元，增长 13.8%，增速提高 2.6 个百分点。

1-9 月份，商品房销售面积 117073 万平方米，同比下降 1.8%，降幅比 1-8 月份收窄 1.5 个百分点。其中，住宅销售面积下降 1.0%，办公楼销售面积下降 16.5%，商业营业用房销售面积下降 15.3%。商品房销售额 115647 亿元，增长 3.7%，增速提高 2.1 个百分点。其

中，住宅销售额增长 6.2%，办公楼销售额下降 15.7%，商业营业用房销售额下降 17.1%。

房地产投资转正后加速回升。疫情以来房地产投资表现持续领先于整体投资。其中新开工降幅是持续收窄，而施工略有回落。在疫情的冲击下，施工为正支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。而随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。值得关注的是，土地购置面积降幅扩大，也说明在调控的升级下，房企拿地放慢了节奏。由于楼市的火热，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，甚至超出。地区加强调控陆续出台，并且对房企融资也设立了三条红线的监管。我们认为房企会加快施工推盘销售回款来保障资金需求，后续房地产投资也有望维持稳中偏升。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

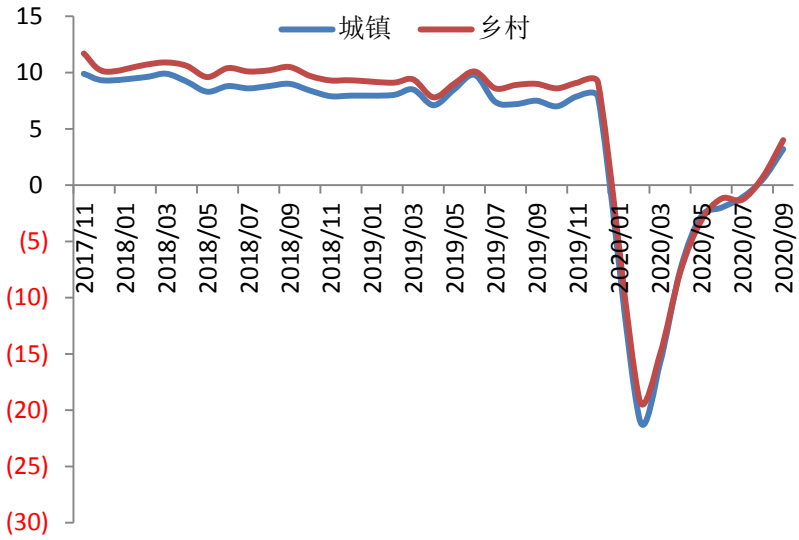
5. 汽车消费支撑转正，其余消费均有改善

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%，以下均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额 31428 亿元，增长 2.4%。1-9 月份，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 246588 亿元，下降 7.2%。

按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 30200 亿元，同比增长 3.2%；乡村消费品零售额 5095 亿元，增长 4.0%。1-9 月份，城镇消费品零售额 236843 亿元，同比下降 7.3%；乡村消费品零售额 36481 亿元，下降 6.7%。

按消费类型分，9 月份，商品零售 31579 亿元，同比增长 4.1%；餐饮收入 3715 亿元，同比下降 2.9%。1-9 月份，商品零售 248098 亿元，同比下降 5.1%；餐饮收入 25226 亿元，下降 23.9%。

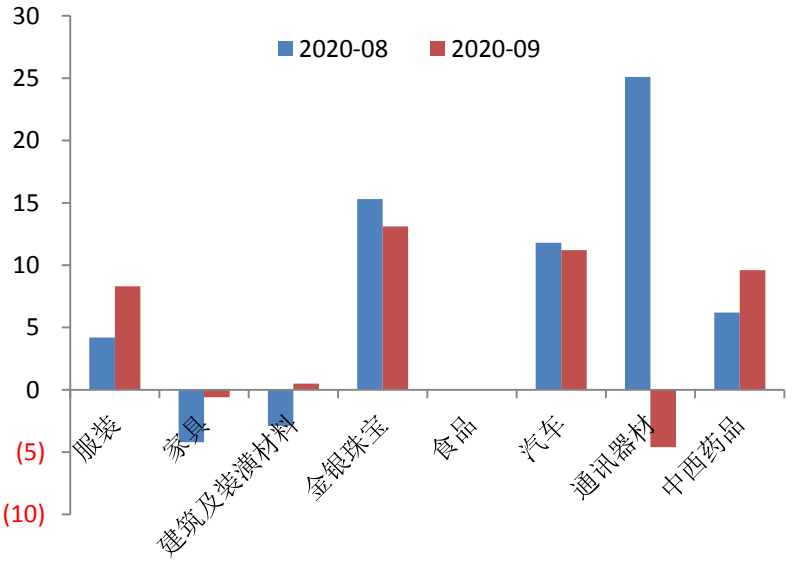
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

9月消费回升加快，其中服装、建材以及中西药品的消费上升，汽车消费略有回落，但增速仍可观。值得关注的是通讯器材消费出现大幅下滑，由正转负，或主要由于季节性波动影响。除了实物商品消费的恢复外，得益于疫情的有效控制，服务性消费也在稳步恢复。除汽车以外的消费品零售额增长2.4%，由负转正，说明除了汽车消费助力整体消费转正外，其余消费也出现明显改善。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

生产火热，投资转正

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，工业生产进一步加快。分三大产业看，采矿业增加值同比增长2.2%，增速较8月份加快0.6个百分点；制造业增长7.6%，加快1.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%，回落1.3个百分点。三大产业除公共事业外均有保持回升，而制造业回升较多。从产量来看，原油产量保持增长；而制造业中，钢材、有色、乙烯、汽车产量增长加快；公共事业中，发电量有所回落，是公共事业产值下滑的主要原因。从行业看，食品、纺织、医药、通用设备、汽车、运输设备等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。

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%。本月固定投资终实现转正，基本符合市场预期，基建投资同步回正。9 月专项债发行虽较 8 月有所回落，但仍远高于去年同期，且今年专项债资金集中投向了基建，在赶工带动下，基建维持回升态势并得以转正。制造业投资下降 6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资修复持续，但慢于其余投资。从区域来看，东部地区转正后进一步加快，中部地区降幅继续收窄，西部与东北部地区投资维持正增长。

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。房地产投资转正后加速回升。疫情以来房地产投资表现持续领先于整体投资。其中新开工降幅是持续收窄，而施工略有回落。在疫情的冲击下，施工为正支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。而随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。值得关注的是，土地购置面积降幅扩大，也说明在调控的升级下，房企拿地放慢了节奏。由于楼市的火热，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，甚至超出。地区加强调控陆续出台，并且对房企融资也设立了三条红线的监管。我们认为房企会加快施工推盘销售回款来保障资金需求，后续房地产投资也有望维持稳中偏升。

9 月份，社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 3.3%，连续两个月实现正增长，加快 2.8 个百分点。其中服装、建材以及中西药品的消费上升，汽车消费略有回落，但增速仍可观。值得关注的是通讯器材消费出现大幅下滑，由正转负，或主要由于季节性波动影响。除了实物商品消费的恢复外，得益于疫情的有效控制，服务性

消费也在稳步恢复。除汽车以外的消费品零售额增长 2.4%，由负转正，说明除了汽车消费助力整体消费转正外，其余消费也出现明显改善。

整体来看，经济延续了改善的趋势，三季度 GDP 为 4.9%，加快 1.7 个百分点。其中工业生产已经恢复至疫情前的较高水平，投资、消费也均回到正区间。9 月份城镇调查失业率为 5.4%，比上月下降 0.2 个百分点，保持稳中有降，就业压力有所改善。

核心资产机会不变

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善奠定了基础。前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性，但中国货币环境“存量过多、增量不足”的局面不变，资本市场未来机会仍存在于核心资产。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳。

事件预测：趋势判断

经济回升步伐温和提升

经济运行情况延续好转态势，工业回升再超预期，GDP 增长也进一步加快。作为经济第一增长动力的投资，终于进入正增长状态。从经济增长动力看，外需对当期经济回升起了重要作用。我们在疫情之初就认为，中外疫情的不同发展态势，使得中国愈发成为全球生产中心，也表明逆全球化是违背潮流的现实。未来引致中国经济增长回升的外需和投资都将延续，消费的回升则仍会表现平稳，因此中国经济回升的势头仍未停止，四季度经济回升步伐仍将温和提升。货币政策已由疫情期间的临时性放松重新转向稳健中性，货币边际后撤不变，9 月回升或受到季末影响，虽有延迟但趋势不变。结构性政策效力逐渐呈现，宽信用将成中国流动性环境新显著特征。相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。