中信期货 CITIC Futures

中信期货研究|宏观点评报告

2020-10-19

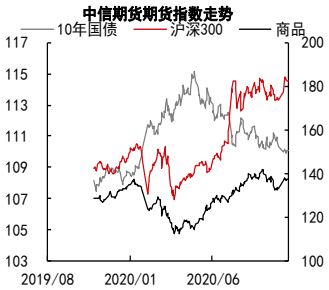
报复性消费推动经济加速改善

——9 月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

9 月份投资增速总体稳定，预计四季度房地产投资和基建投资总体稳定，而制造业投资和其他投资仍有修复动力。9 月份消费增速提高 2.8 个百分点，消费者信心增强及报复性消费是主要原因。报复性消费推动 9 月份工业生产加速改善，服务业生产亦加速修复。由于国内疫情控制较好，我国制造业投资、其它投资、消费、服务业生产有望继续修复，预计四季度 GDP 增长 5.5%，全年 GDP 增速达到 2.0%左右。



摘要：

事件：中国 9 月规模以上工业增加值当月同比增长 6.9%，预期 5.8%，前值 5.6%；社会消费品零售当月同比增长 3.3%，预期 2.3%，前值 0.5%；固定资产投资当月同比增长 8.1%，前值 8.5%。三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期 5.2%，前值 3.2%。

点评：

1、9 月份投资增速总体稳定，但未来仍有修复动力。9 月份固定资产投资当月同比增长 8.1%，前值 8.5%。房地产销售和投资表现稳定，但新开工和土地购置偏弱，不过后者传导至房地产投资可能还需一些时间，预计四季度房地产投资总体稳定。剔除掉基数效应，9 月份制造业投资增速仍趋于改善。在企业经济预期改善、近 2 个月工业企业盈利维持 19%以上的高速增长的背景下，预计制造业投资改善有望持续。9 月份其它投资增速继续改善。随着我国服务业和消费的进一步修复，四季度其他投资增速有望继续改善。综合来看，未来几个月固定资产投资仍有修复动力。

2、消费者信心增强及报复性消费推动消费加速修复。9 月份烟酒、饮料、纺织服装、粮油食品等的增速提高最为显著，可能源于中秋国庆双节来临背景下居民报复性消费。家具和装修材料的消费增速分别提高 3.6、3.4 个百分点，反映消费者信心开始显著增强。考虑到我国疫情得到持续的控制，消费有望继续修复。

3、报复性消费推动 9 月份工业生产加速改善。9 月份工业增速较 8 月份提高 1.3 个百分点，也显著好于预期，反映工业生产加速改善。食品制造业、农副食品加工业增速回升幅度最大，分别达到 6.0、5.2 个百分点，这说明工业增速的显著提高与报复性消费有一定关系。与投资相关的钢材、水平、有色金属等工业品产量增速相对稳定，印证 9 月份投资增速大体稳定。

4、服务业生产加速改善，未来仍有修复空间。9 月份服务业生产指数同比增长 5.4%，增速提高 1.4 个百分点，但仍低于去年 6.9%的增速，未来有望继续改善。

5、三季度 GDP 继续改善，预计四季度 GDP 增速提高 0.6 个百分点至 5.5%。四季度经济的修复将主要由第三产业拉动。我们预计全年 GDP 增速有望达到 2.0%左右。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、9 月份投资增速总体稳定，但未来仍有修复动力

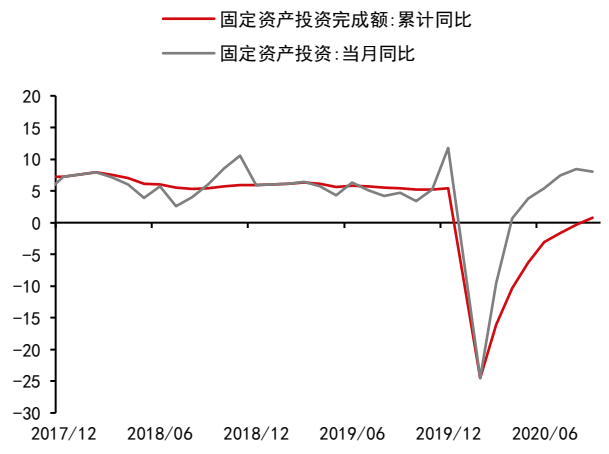
1-9 月份固定资产投资同比增长 0.8%，预期增 0.9%，前值降 0.3%。**9 月份固定资产投资当月同比增长 8.1%，与前值 8.5%大体持平**。分大类来看，9 月份房地产、基建、制造业投资当月同比增速分别为 12.0%、4.8%、3.0%，增速分别较 8 月份变化 0.2、-2.2、-2.0 个百分点。

9 月份制造业投资增速的回落与基数效应有关，去年 9 月基建投资增速提高 3.5 个百分点。**剔除掉基数效应，9 月份制造业投资增速仍趋于改善**。我国疫情得到持续的控制，工业生产已经恢复到正常水平，企业对经济的预期有望继续改善。再考虑到工业企业盈利连续两个月维持 19%左右的较高增速，企业现金流改善，我们预计四季度制造业投资增速有望继续改善。

9 月份基建投资增速明显回落，但这可能只是短期数据扰动。我国名义 GDP 的潜在增速在 8%左右，经济增长足以支撑基建投资增速维持在 8%左右，9 月份 4.8%的基建增速是偏低的。再考虑到**今年 8、9 月份政府债券发行规模仍然很高，我们预计四季度基建投资当月增速仍有望维持在 8%的水平**。

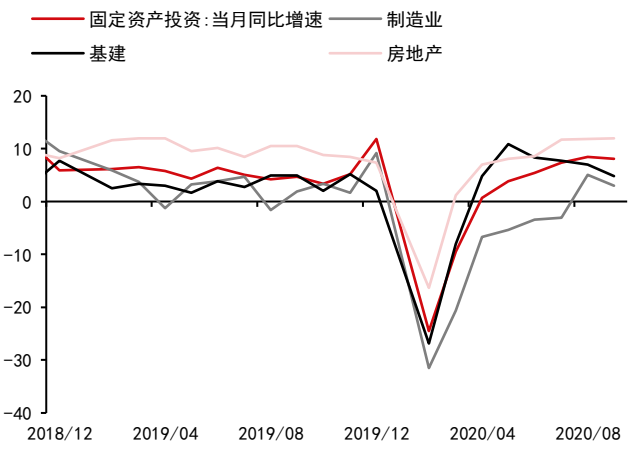
考虑到基建和制造业投资增速明显回落，而固定资产投资增速总体稳定，9 月份其它投资增速可能明显回升。**随着我国四季度服务业和消费的进一步修复，我们预计其他投资增速有望继续改善**。

图表1： 固定资产投资累计及当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 固定资产投资及其主要分项的当月增速



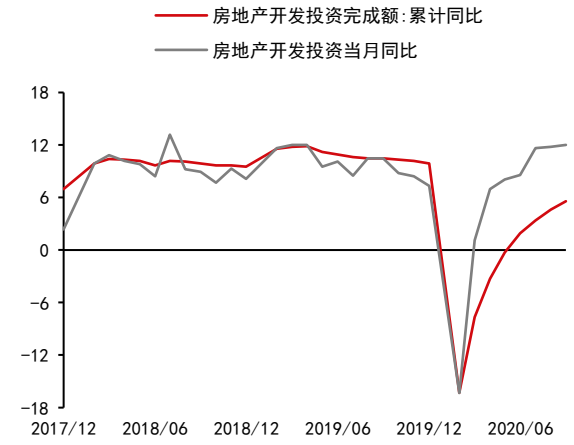
资料来源：Wind 中信期货研究部

具体看房地产方面，9 月份房地产投资表现稳定，但新开工和土地购置明显偏弱，预计未来几个月房地产投资总体稳定，新开工和土地购置的偏弱传导至房地产投资可能还需一些时间。9 月份商品房销售面积当月同比增长 7.3%，虽然较 8 月份增速回落，但仍处于较高水平。9 月份居民户中长期贷款仍然保持了 28.7%的较高增速，这从侧面印证目前商品房销售较好。虽然近期少数城市推出了一些为购房市场降温的政策，但大多数城市政策仍偏宽松。9 月份首套平均房贷利率

继续下降 1BP。我们预计四季度房地产销售有望保持稳定。9 月份房地产投资当月同比增速高达 12.0%，但新开工和土地购置面积分别同比减少 1.9%、4.8%，这两个指标已经连续两个月偏弱。这说明近期房企杠杆“三条红线”等监管政策已经对房地产开发的拿地、新开工等前端环节产生一定的抑制。我们认为土地购置和新开工的偏弱传导至房地产投资还需一些时间。四季度房屋销售有望维持高位，而当前住宅库存水平不高，开发商有动力维持相对偏快的施工节奏，可能主要通过适当减少拿地和新开工来降低杠杆率。我们预计四季度房地产投资总体稳定。

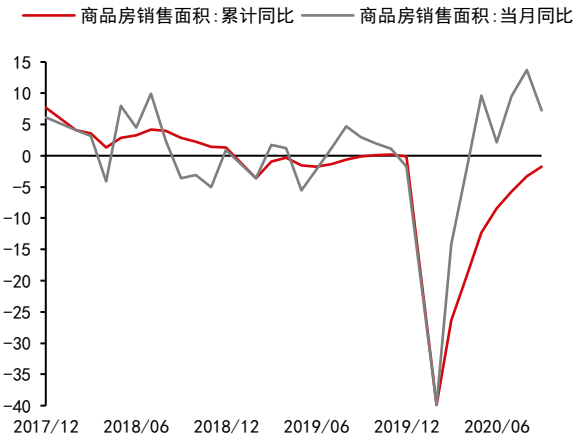
综上所述，我们预计四季度房地产投资和基建投资增速大体稳定，而制造业投资和其它投资增速有望继续改善。固定资产投资仍有修复的动力。

图表3： 房地产投资累计及当月同比增速



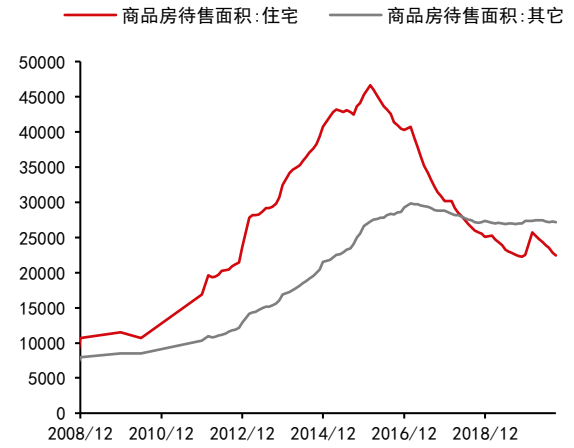
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 商品房销售累计及当月同比增速



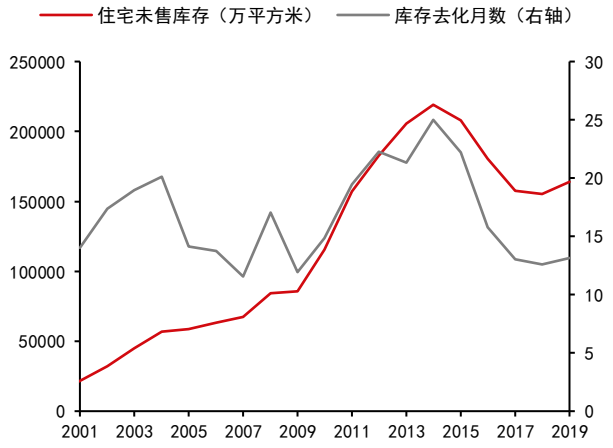
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 商品房待售面积



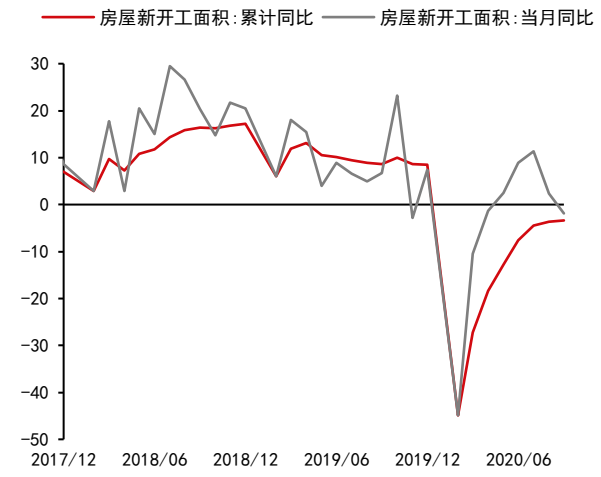
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 住宅未售库存及库存去化月数



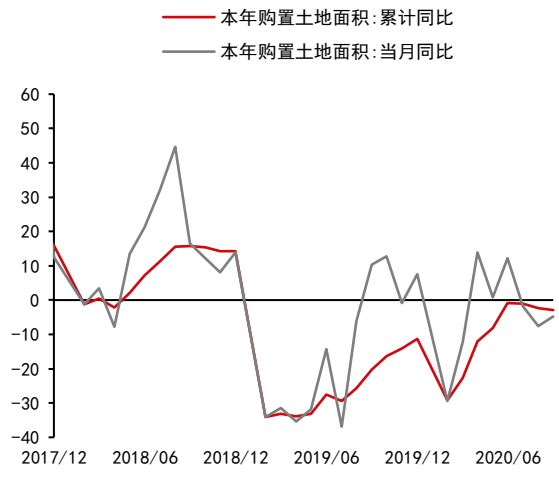
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 房屋新开工累计及当月同比增速



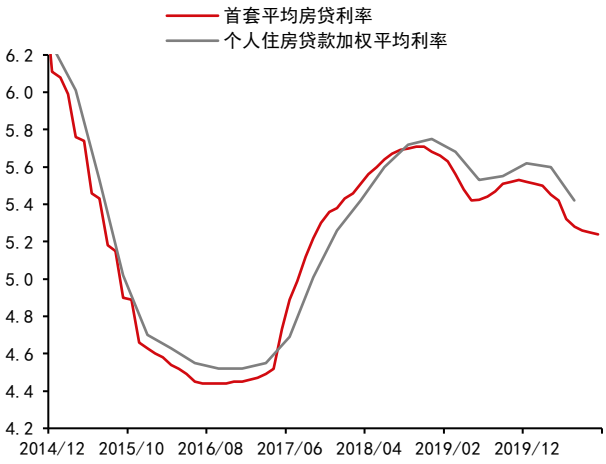
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 本年购置土地面积累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 百城住宅价格指数

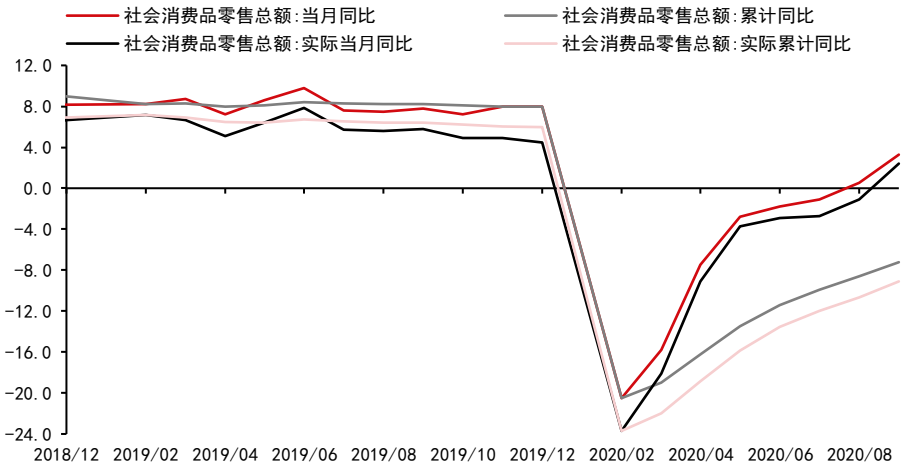


资料来源：Wind 中信期货研究部

二、消费者信心增强及报复性消费推动消费加速修复

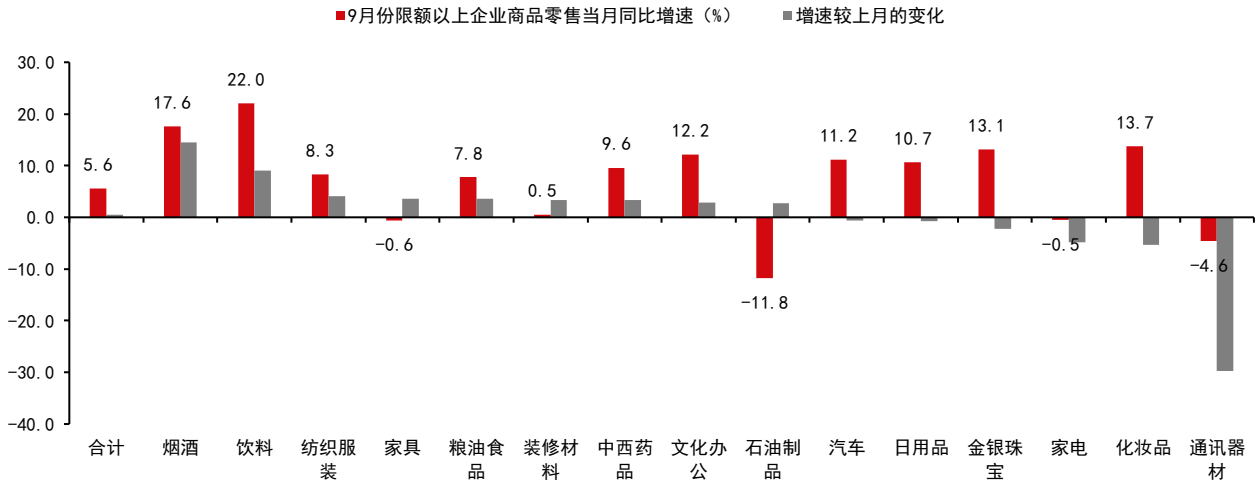
9 月份社会消费品零售同比增长 3.3%，预期增 2.3%，前值增 0.5%。9 月份消费增速提高 2.8 个百分点，明显快于 8 月份提高 1.6 个百分点，也显著好于市场预期。从限额以上企业的分类数据来看，烟酒、饮料、纺织服装、粮油食品等的增速提高最为显著。这可能源于中秋国庆双节来临背景下居民报复性消费。家具和装修材料的消费增速分别提高 3.6、3.4 个百分点，虽然增速仍较低，但改善较为显著。这反映随着经济的持续修复，消费者信心开始显著增强，在非必需消费上的支出也开始显著增加。9 月份消费实际当月同比增速为 2.4%，仍显著低于去年 6%的增速，修复空间仍然较大。**考虑到我国疫情得到持续的控制，预计未来几个月消费有望继续修复**。

图表11： 社会消费品零售总额当月及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 限额以上商品零售总额当月同比增速及其变化



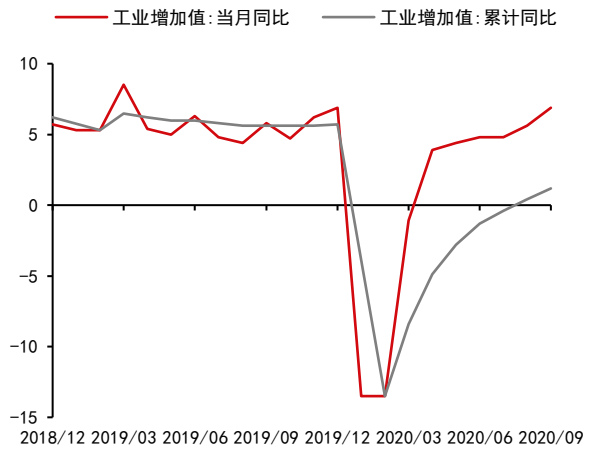
资料来源：Wind 中信期货研究部

三、报复性消费推动工业增速加速改善

9 月份规模以上工业增加值当月同比增长 6.9%，预期增 5.8%，前值增 5.6%。在去年 9 月工业增加值增速较高的背景下，今年 9 月份工业增速较 8 月份仍然提高了 1.3 个百分点，也显著好于预期，这反映 9 月份工业生产是相当强劲的。

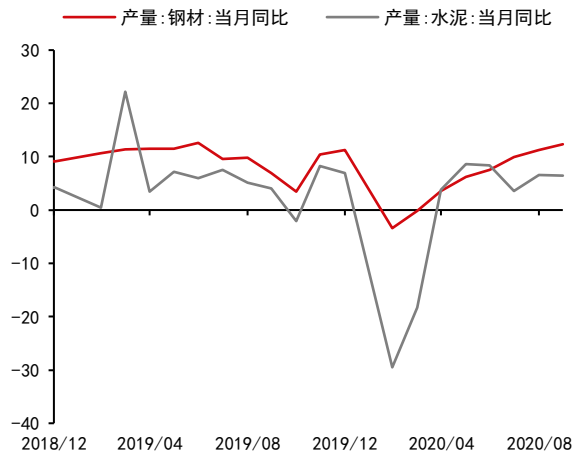
从主要产品产量来看，与投资相关的主要工业品产量增速相对稳定，印证 9 月份投资增速大体稳定。9 月份钢材、水泥、十种有色金属产量分别当月同比增长 12.3%、6.4%、7.3%，增速较前值分别变化 1.0、-0.2、0.4 个百分点，总体相对稳定。这些品种与投资的相关性较强，其增速稳定暗示投资增速总体稳定。9 月份汽车产量增速提高 6.2 个百分点至 13.8%，主要因为去年 9 月份增速降低 6.3 个百分点。剔除掉基数影响，9 月份汽车产量增速相对稳定。

图表13： 工业增加值当月及累计同比增速



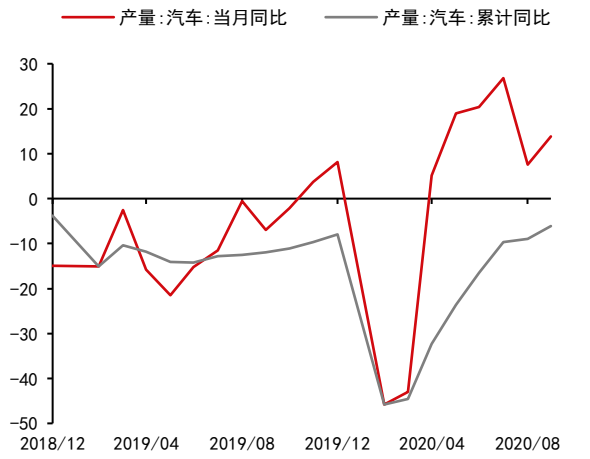
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 钢材及水泥产量当月同比增速



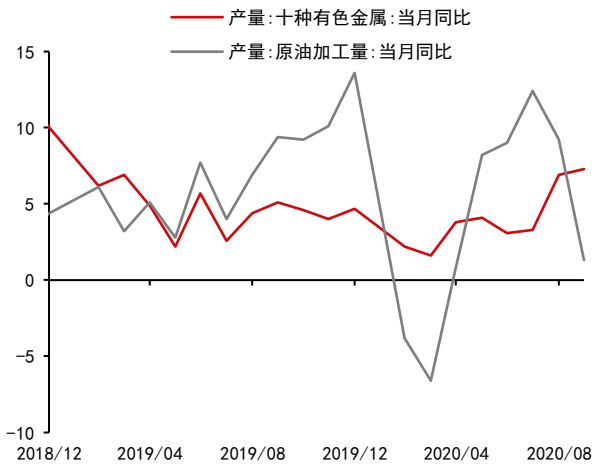
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 汽车产量当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

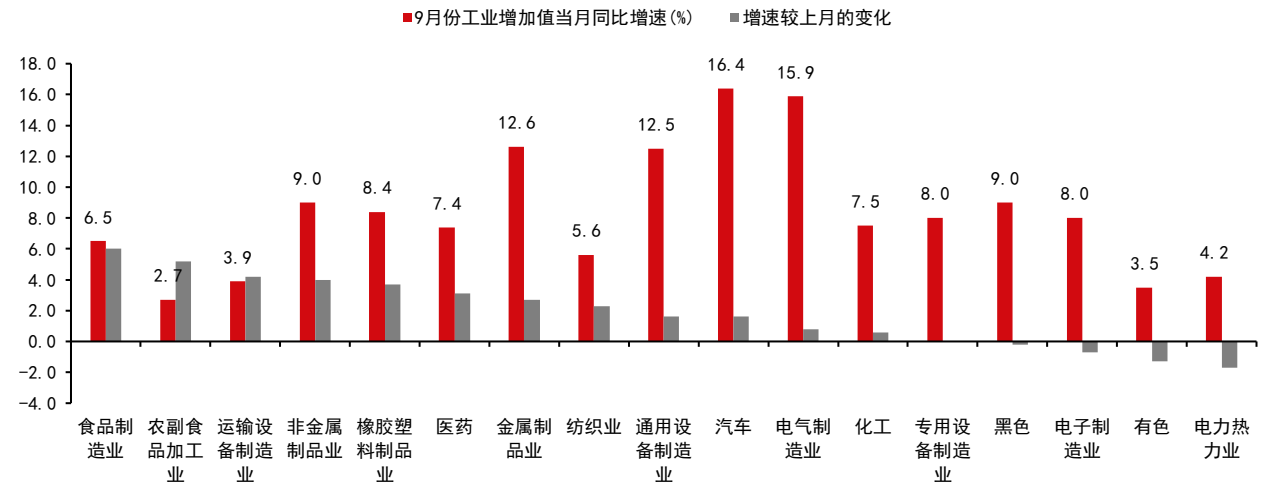
图表16： 有色金属产量及原油加工量当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

从主要行业来看，食品制造业、农副食品加工业增速回升幅度最大，分别达到 6.0、5.2 个百分点，这说明**工业增速的显著提高与报复性消费有一定关系**。出行需求的进一步恢复推高运输设备制造业增速提高 4.2 个百分点至 3.9%。与投资相关性较强的行业增速总体较为稳定，比如专用设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业增速分别变化 0.0、-0.2 个百分点，反映 9 月份投资增速总体稳定。

图表17： 主要行业工业增加值当月同比增速及其较上月的变化

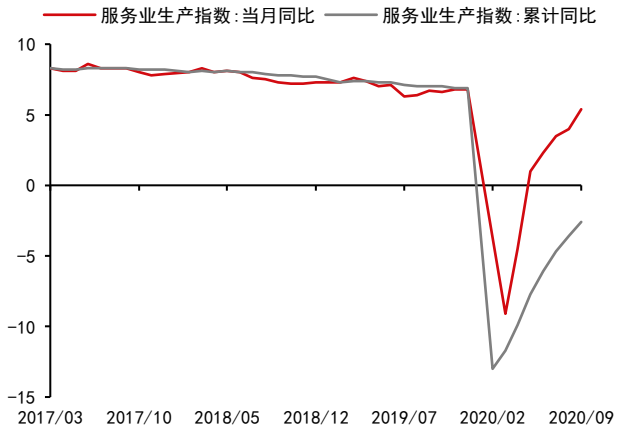


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、服务业生产加速改善，未来仍有修复空间

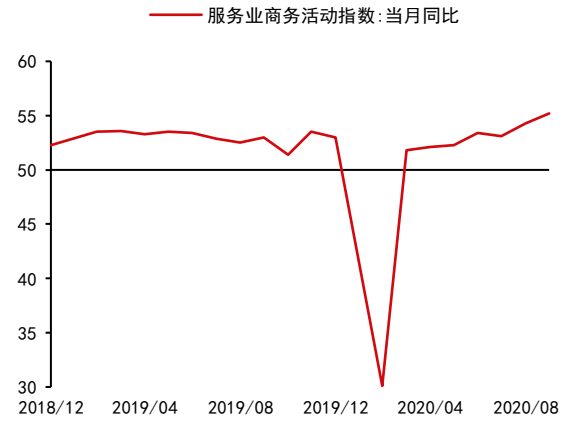
9 月份全国服务业生产指数同比增长 5.4%，较 8 月份上升 1.4 个百分点，而 8 月份服务业生产增速仅回升 0.5 个百分点，服务业生产加速改善。9 月份服务业商务活动指数为 55.2%，也进一步提高，并处于较高水平。当前服务业生产增速仍比正常水平低 1.5 个百分点左右。**由于国内疫情得到持续控制，居民外出意愿有望继续恢复，未来服务业需求和生产有望继续改善**。

图表18： 服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表19： 服务业商务活动指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

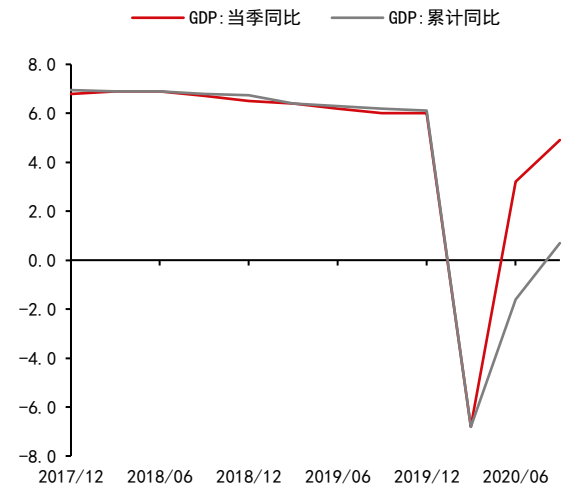
五、三季度 GDP 继续改善，前三季度 GDP 增速转正

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期 5.2%，前值 3.2%；前三季度 GDP 同比增长 0.7%，GDP 累计增速首次转正。分产业来看，第二产业、第三产业 GDP 增速分别

回升 1.3、2.4 个百分点至 6.0%、4.3%。第三产业增速修复幅度更大，但较去年 6.9%的增速仍低 2.6 个百分点；第二产业增速已经回归到正常水平。

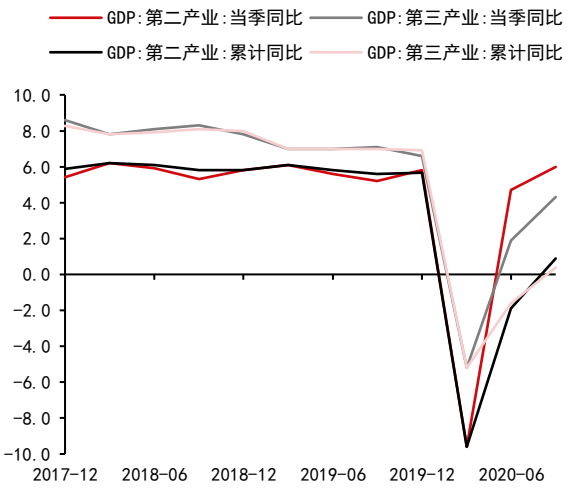
展望四季度，随着我国消费和服务业生产的继续修复，第三产业 GDP 增速有望继续改善。第二产业由于已经恢复到疫情前水平，继续改善空间不大。**四季度经济的修复将主要由第三产业拉动。我们预计全年 GDP 增速有望达到 2.0%左右**。

图表20： GDP 当季及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21： GDP 第二、第三产业的同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com