

## GDP 承压回落至 6.5% 投资企稳支撑商品

## 核心观点及内容摘要

肖利娜  
宏观经济分析师  
期货从业资格号：  
F3019331  
投资咨询从业证书号：  
Z0013350

宏观战略研究中心  
一德期货研究院  
邮箱：xiaolinal132@163.com  
电话：（022）59182509  
网址：www.ydqh.com.cn  
地址：天津市和平区解放北路  
188号信达广场16层  
邮编：300042

- 9月，规模以上工业增加值当月同比5.8%，不及预期的6%，较上月回落0.3个百分点。受2018年汽车购置税减免取消，在去年高基数影响下，汽车产销量同比大幅下滑，汽车制造业增速创新低拖累制造业工业增加值整体增速。四季度在采暖季限产政策及汽车零售无政策刺激影响下，工业产出增速放缓态势仍会延续，国内供给的收缩仍是四季度经济增长的主要压力。
- 1-9月，固定资产投资累计同比5.4%，小幅回升0.1个百分点。三大投资中，制造业投资增速8.7%，高于上月1.2个百分点，是拉动固定资产投资回升的主要因素。伴随我国经济进入底部调整，制造业投资底部企稳的局面已确定。随着维稳政策不断落地，基建重大项目加快推进及资金来源改善，四季度保持基建投资会趋稳回升的看法。预计四季度房地产投资增长在土地购置及资金来源支撑减弱影响下会延续回调。
- 9月，社会消费品零售总额当月同比9.2%，好于预期，高于上月0.2个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额当月同比增长5.7，反降0.3个百分点，这与社消零售总额实际当月同比增长6.4%，较上月回落0.2个百分点相一致。受汽车产销低迷影响，汽车类和石油类消费下滑是拖累9月消费品零售总额实际增速回落的主因。四季度在供给扩张放缓、外贸压力的影响下，经济增长压力依然较大，后期消费增速受促内需政策推动保持平稳增长，难以有较大升幅。
- 三季度经济增速回落至十年新低6.5%，在外需对国内需求影响加大的同时，随着出口增长的显著下降及国内生产放缓供给收缩，经济产出扩张放缓增速承压调整。供给收缩、外贸影响仍是四季度经济的关键因素，但随着国内减税降费、基建回暖、促消费等一系列政策措施逐步落地，四季度经济增长不会再比三季度差。随着地方政府专项债发行加速，基建投资资金来源的显著改善，基建投资增长预期若如期企稳将对经济需求形成支撑，同时，随着秋冬限产高峰的到来，工业品供给端承压，大宗商品价格年内上涨概率大。对金融资产而言，在全球经济承压调整下，市场情绪偏空，而国内实体经济信贷增长没有明显改善，市场流动性难以有效改善，预计短期金融资产投资风险依然较大。

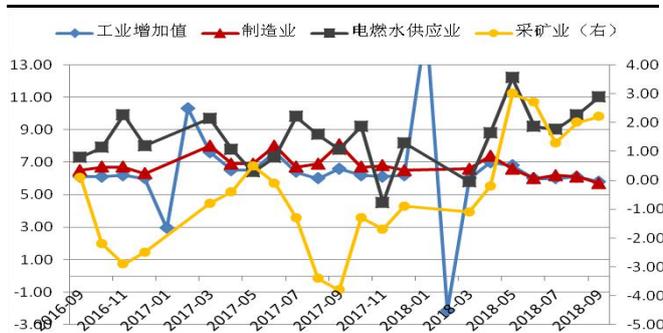
## 1. 工业产出供给收缩 投资消费略有回升

### (1) 工业生产明显放缓

9月，规模以上工业增加值当月同比5.8%，不及预期的6%，较上月回落0.3个百分点；1-9月累计同比增长6.4%，较1-6月和去年同期均回落0.3个百分点，显示今年三季度工业产出增速放缓、供给处于收缩态势。分行业来看，9月，制造业同比增速5.7%，较上月回落0.4个百分点，是影响工业产出增速回落的主因；而9月电燃水生产和供应业增速11%、采矿业增速2.2%，较上月分别回升1.1和0.2个百分点（见图1）。制造业行业细分来看，汽车制造业当月同比增速0.7%，较8月回落1.2个百分点，处于2015年9月以来新低，受2018年汽车购置税减免取消，在去年高基数影响下，汽车产销量同比大幅下滑，汽车制造业增速创新低拖累制造业工业增加值整体增速。

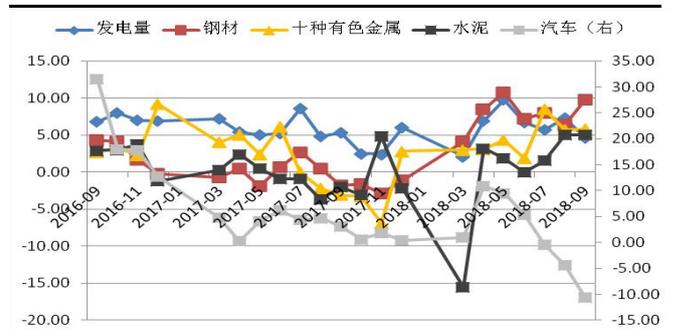
主要工业品产量中，9月发电量当月同比4.6%，较8月回落2.7个百分点，在环保限产背景下，工业生产未能持续8月的小幅反弹而开始放缓；同时，汽车产量同比下降10.6%，较8月降幅扩大6.2个百分点，受汽车购置税优惠取消及有地方汽车限购影响抑制了需求影响，汽车产销量低迷。其他工业品产量增长相对稳定，其中，受促进基建投资政策及9月房地产新开工增速回升影响，钢材产量同比增长9.8%，较上月回升3.4个百分点，水泥产量同比增长5.0%，持平上月（见图2）。截至10月19日，6大发电集团日均耗煤量仅52万吨，不及9月的63万吨，四季度在采暖季限产政策及汽车零售无政策刺激影响下，工业产出增速放缓态势仍会延续，国内供给的收缩仍是四季度经济增长的主要压力。

图1：工业增加值当月同比（%）



资料来源：wind

图2：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：wind

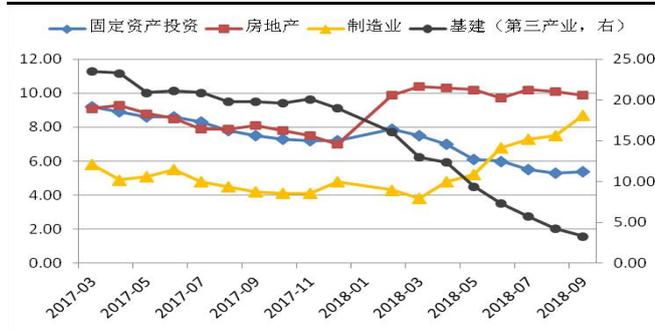
### (2) 制造业拉动固定投资小幅回升

1-9月，固定资产投资累计同比5.4%，小幅回升0.1个百分点。三大投资中，制造业投资增速8.7%，高于上月1.2个百分点，连续6个月上涨，是拉动固定资产投资回升的主要因素；而基建投资增速回落0.9%至3.3%，已是连续8个月持续下滑，在政策推动下虽还未有好转，但回落幅度已经在逐步收窄，随着维稳政策不断落地，基建重大项目加快推进及资金来源改善，四季度保持基建投资会趋稳回升的看法；9月房地产投资增速9.9%，回落0.2个百分点，符合我们前期的判断（见图3）。

1-9月，制造业主要行业中，传统制造业中有色冶炼和化学原料及制品制造业投资同比增速自二季度以

来保持企稳回升态势，9月同比增速分别上涨5.4和1.8个百分点；除汽车外的高新技术制造业投资保持较高增速，其中，计算机通信同比增长18.3%、通用设备7.9%，分别回升1.7和0.2个百分点，医药制造业增速结束12个月的连续负增长升至1.5%（见图4）。伴随我国经济进入底部调整，制造业投资底部企稳的局面已确定。

图3：固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

房地产开发方面，1-9月商品房销售面积累计同比增速2.9%，较上月回落1.1个百分点；而房屋新开工面积增速16.4%，本年土地购置面积增速15.7%，较上月分别回升0.5和0.1个百分点（见图5）。9月开始，多地公积金政策调整，加大了对商品房销售增长的抑制。土地购置面积和房屋新开工面积4月以来同比增速的持续上涨，反映的是政府调控下对住宅用地供给的加大，在房地产市场的供需调整平衡下，土地购置费用的滞后回落会使房地产开发投资在四季度持续当前的放缓态势。

图5：房屋新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）

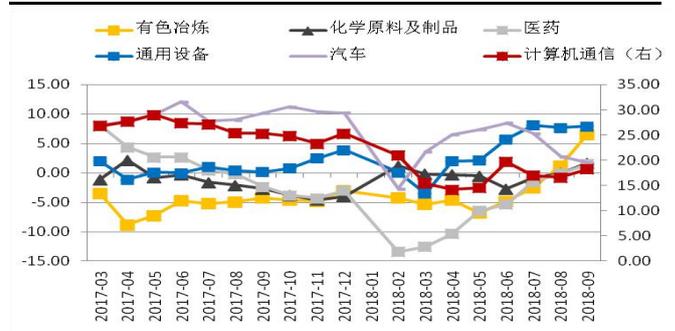


资料来源：wind

从房地产开发资金来源看，9月，房地产开发资金来源合计累计同比7.8%，较上月回升0.9个百分点，其中，自筹资金增速11.4%，定金及预收款增速16.3%，较上月分别回升0.2和1.2个百分点，是拉动房地产开发资金来源增速上涨的主因；而国内贷款和个人按揭仍处于负增长（见图6）。自筹资金增速虽持续上涨但幅度明显收窄，显示房地产商资金来源趋紧。同时，受销售放缓影响，定金及预收款、个人按揭贷款等销售回款融资对房地产开发资金来源增速的支撑也将减弱，进而对房地产开发投资增速也会形成抑制，预计四季度房地产投资增长在土地购置及资金来源支撑减弱影响下会延续回调。

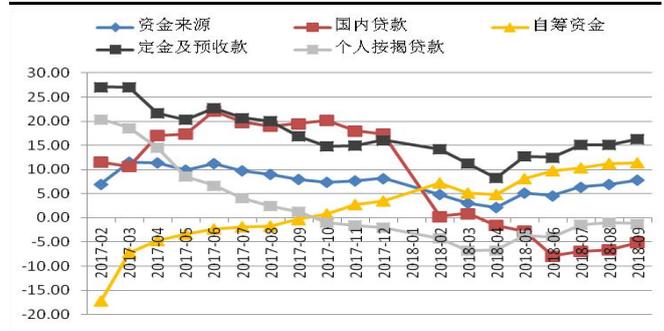
### （3）社会消费品零售明升实降

图4：分行业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

图6：房地产开发资金来源累计同比（%）

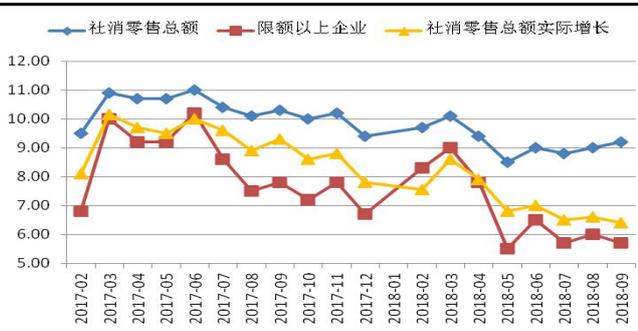


资料来源：wind

9月，社会消费品零售总额当月同比9.2%，好于预期，高于上月0.2个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额当月同比增长5.7，反降0.3个百分点，这与社消零售总额实际当月同比增长6.4%，较上月回落0.2个百分点相一致（见图7）。全社会消费的回升和限额以上增速的回落持续两个月出现了背离，主要原因是两者的结构差异。由于食品类在全社会消费品零售总额中的占比较高，9月CPI食品价格的上涨，拉动食品类是拉动全社会消费增速较上月回升的主因；而限额以上商品零售总额构成中可选消费占了较大比例，汽车类消费的大幅回落是造成限额以上企业消费增速回落的主要拖累。

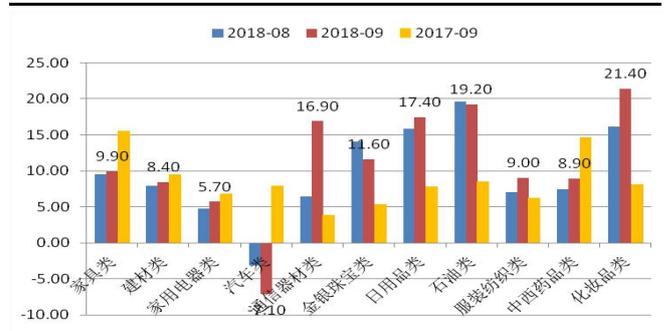
9月，限额以上批发和零售业中，汽车类、金银珠宝类和石油类消费增速回落，同比增速较上月分别回落3.9、2.5和0.4个百分点（见图8），受汽车产销低迷影响，汽车类和石油类消费下滑是拖累9月消费品零售总额实际增速回落的主因。四季度在供给扩张放缓、外贸压力的影响下，经济增长压力依然较大，后期消费增速受促内需政策推动保持平稳增长，难以有较大升幅。

图7：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

图8：限额以上企业消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

## 2. GDP 承压回落至 6.5% 投资企稳支撑商品

三季度经济增速回落至十年新低 6.5%，在外需对国内需求影响加大的同时，随着出口增长的显著下降及国内生产放缓供给收缩，经济产出扩张放缓增速承压调整。供给收缩、外贸影响仍是四季度经济的关键因素，但随着国内减税降费、基建回暖、促消费等一系列政策措施逐步落地，四季度经济增长不会再比三季度差。随着地方政府专项债发行加速，基建投资资金来源的显著改善，基建投资增长预期若如期企稳将对经济需求形成支撑，同时，随着秋冬限产高峰的到来，工业品供给端承压，大宗商品价格年内上涨概率大。对金融资产而言，在全球经济承压调整下，市场情绪偏空，而国内实体经济信贷增长没有明显改善，市场流动性难以有效改善，预计短期金融资产投资风险依然较大。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室  
Tel：021-6257 3180  
一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206  
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、  
807房间  
Tel：0533-3586 709  
一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-5785 511  
一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室  
Tel：0535-2163353/2169678