



2022年10月24日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



经济结构延续“政策驱动强+内生动力弱”

内容提要

国家统计局发布9月经济数据：1) GDP 三季度当季同比3.9% (二季度0.4%)。2) 9月工业增加值同比6.3%，服务业生产指数同比1.3%；3) 9月固定资产投资累计同比5.9%，其中制造业投资累计同比10.1%，基建(含电力)投资累计同比11.2%，房地产投资累计同比-8%；4) 9月社会消费品零售总额同比2.5%；5) 9月全国城镇调查失业率5.5%，其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为17.9%、4.7%。

政策稳增长支撑三季度GDP同环比同步走高，同比增速较二季度提高3.3个百分点至3.9%，建筑业是主要上行拉动，基建偏强对冲地产投资下滑，同时制造业继续受到出口偏强和政策的支撑，疫情散点冲击下服务业仍是主要拖累。9月经济数据方面，生产端修复是主线，一方面，去年同期受到能耗双控和缺煤限电的影响，低基数效应显著；另一方面，前期高温天气逐渐消散，生产端环比也有所修复。除此之外，9月数据继续呈现“基建制造业支撑+地产消费拖累”的结构，经济受到政策稳增长叠加低基数效应的支撑，而出口逐渐显现高位回落的趋势。

总的来看，未来经济结构将继续延续“政策驱动强+内生动力弱”的特点，四季度国内宏观主线依然是“防疫仍是重心+地产去杠杆是内需下行主线+外需面临弱化压力”，稳增长发力效应叠加低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，四季度经济增速或将持平或略超过三季度，地产需求端对政策放松钝化下筑底时间拉长，投资弹性更弱，而外需仍是变数，地产下行矛盾和微观主题活力问题仍待扭转。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

一、事件

国家统计局发布 9 月经济数据：

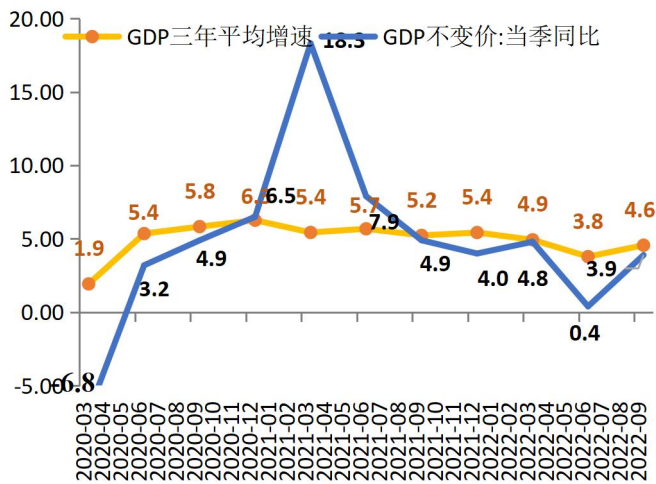
- 1) GDP 三季度当季同比 3.9% (二季度为 0.4%)。
- 2) 9 月工业增加值同比 6.3% (8 月为 4.2%)，服务业生产指数同比 1.3% (8 月为 1.8%)；
- 3) 9 月固定资产投资累计同比 5.9% (8 月为 5.8%)，其中制造业投资累计同比 10.1% (8 月为 10.0%)，基建(含电力)投资累计同比 11.2% (8 月为 10.4%)，房地产投资累计同比-8% (8 月-7.4%)；
- 4) 9 月社会消费品零售总额同比 2.5% (8 月为 5.4%)；
- 5) 9 月全国城镇调查失业率 5.5% (8 月为 5.3%)，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 17.9%、4.7% (8 月分别为 18.7%、4.3%)。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11
工业增加值		6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4
固定资产投资		6.7	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6
基建(不含电力)	当月同比% (2021为 两年平均)	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1
房地产		-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0
制造业		10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2
社消零售		2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4
出口金额		5.7	7.1	17.9	17.4	16.3	3.5	14.4	6.0	23.9	19.4	21.1
进口金额		0.3	0.3	2.2	0.8	3.9	0.1	18.3	15.3	24.7	13.5	17.2
CPI	当月同比%	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3
PPI	当月同比%	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9
M1	%	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0
M2	%	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5
社融	存量同比%	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1
失业率	城镇调查	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0
GDP	当季同比%	3.9			0.4			4.8			4.0	

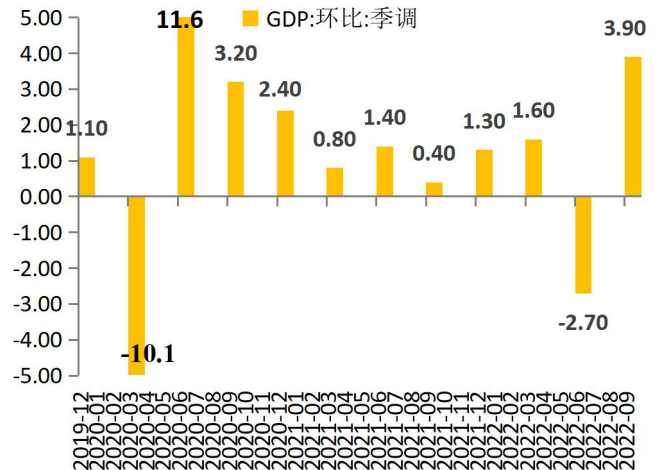
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：三季度 GDP 回升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：三季度 GDP 环比回升 (%)



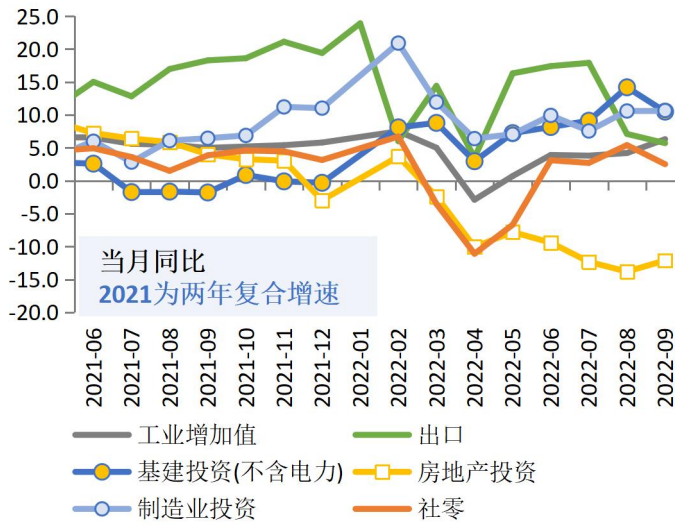
资料来源：Wind，优财研究院

二、经济结构分化加大，政策驱动强但内生动力弱

政策稳增长支撑三季度 GDP 同环比同步走高，同比增速较二季度提高 3.3 个百分点至 3.9%，建筑业是主要上行拉动，基建偏强对冲地产投资下滑，同时制造业继续受到出口偏强和政策的支撑，疫情散点冲击下服务业仍是主要拖累。9 月经济数据方面，生产端修复是主线，一方面，去年同期受到能耗双控和缺煤限电的影响，低基数效应显著；另一方面，前期高温天气逐渐消散，生产端环比也有所修复。除此之外，9 月数据继续呈现“基建制造业支撑+地产消费拖累”的结构，经济受到政策稳增长叠加低基数效应的支撑，而出口逐渐显现高位回落的趋势。

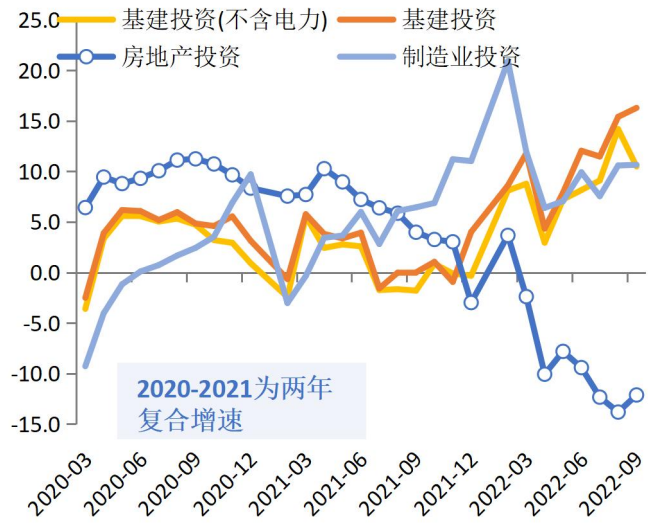
总的来看，未来经济结构将继续延续“政策驱动强+内生动力弱”的特点，四季度国内宏观主线依然是“防疫仍是重心+地产去杠杆是内需下行主线+外需面临弱化压力”，稳增长发力效应叠加低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，四季度经济增速或将持平或略超过三季度，地产需求端对政策放松钝化下筑底时间拉长，投资弹性更弱，而外需仍是变数，地产下行矛盾和微观主题活力问题仍待扭转。

图 4: 经济结构分化加大 (%)



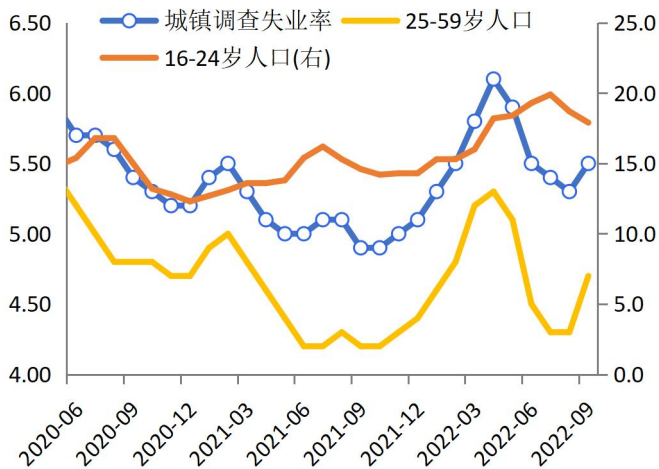
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 地产投资底部弱企稳 (%)



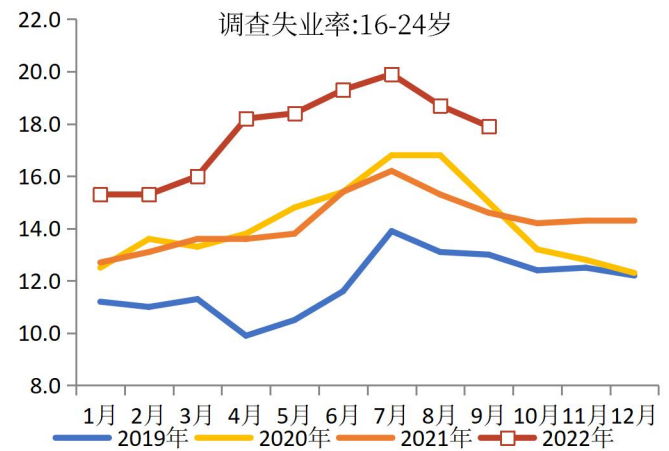
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 结构性失业压力仍然较大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 16-24 岁失业率回落但仍较高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

1. 政策放松加快叠加低基数支撑，地产投资低位企稳

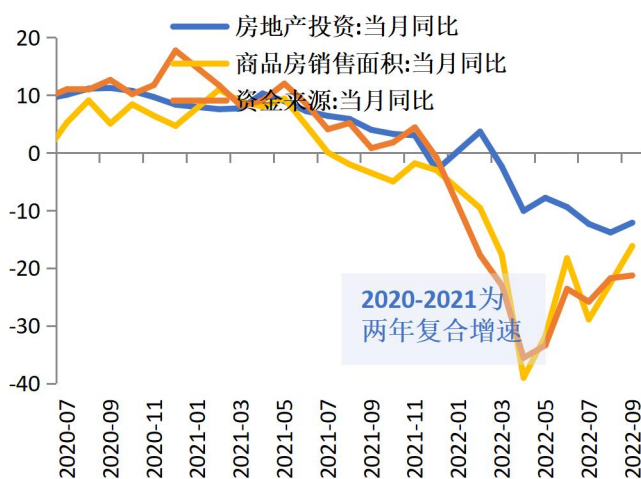
9月单月房地产投资增速低位企稳，降幅小幅收窄至-12.1%（8月-13.8%），地产需求端政策边际放松加快支撑商品房销售底部修复，但开工和施工面积延续深度负增长，同时土地购置面积降幅仍在扩大，显示房企未来主动投资意愿仍将延续偏弱，房企资金

链条压力仍在，投资弹性弱于销售。

9月销售同比降幅继续收窄，同比录得-14.2%，较8月回升5.7个百分点，定金和预收款降幅收窄支撑到位资金增速略有改善，主要受到金九银十以及去年基数走低的提振，但10月以来高频数据显示销售再度走弱，“银十”成色不佳。

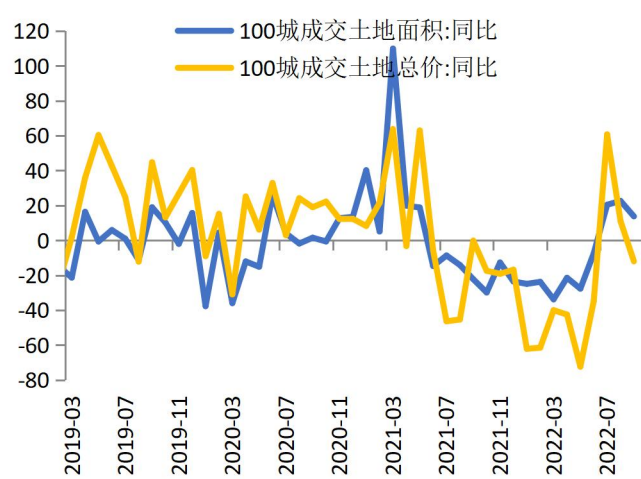
低基数叠加政策效应累积，年底地产销售有望企稳，但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间，地产投资预计短期仍难走出底部。往后看，这一轮房地产需求侧政策放松在不断加快，9月底地产政策三箭齐发，包括差别化房贷政策、住房置换个税退税优惠、首套房公积金贷款利率下调，10月初监管又指导银行加大房地产融资支持力度。预计政策放松效应累积下，年底地产销售有望企稳。但当前房价增速仍延续环比负增长，房价预期仍难扭转+就业压力下居民收入预期偏弱，本轮地产销售修复弹性或弱于以往，需求端对政策放松钝化下筑底时间或有所拉长。而对于房企来说，信心的重塑和资产负债表的修复仍需要时间，地产投资或呈现“竣工支撑+拿地开工拖累”的结构，主动投资意愿和能力均弱下地产投资修复斜率预计低于销售。

图 8：房地产投资低位企稳（%）



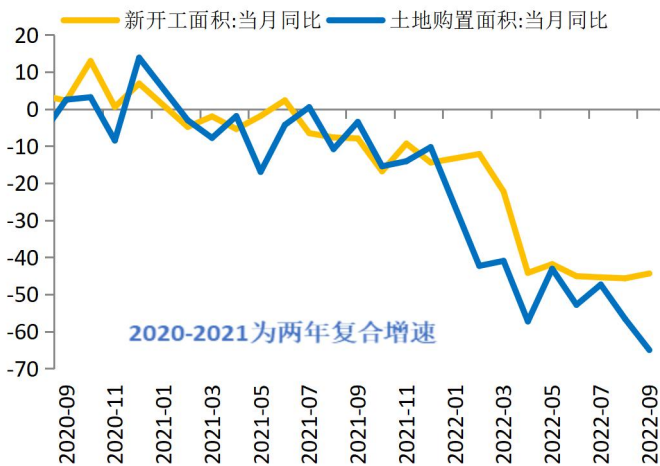
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：土地成交增速（%）



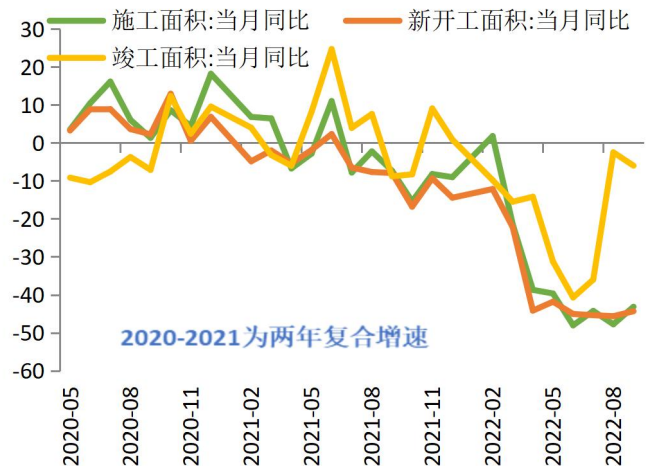
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：前端开工仍弱、拿地降幅继续扩大（%）



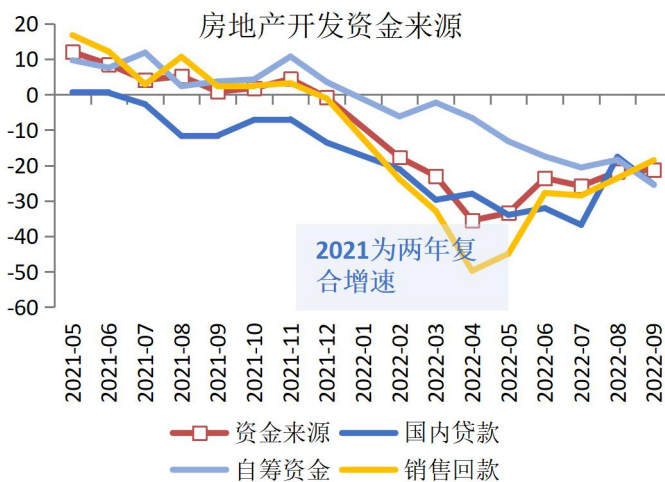
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：竣工支撑、拿地开工拖累（%）



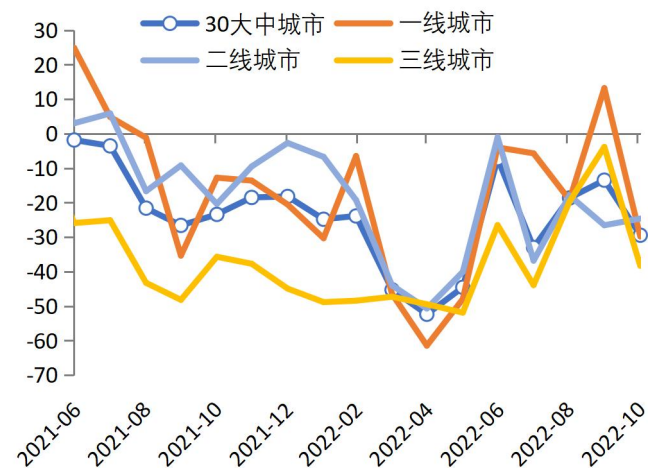
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：销售底部企稳下资金链条弱改善（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：10月地产销售“银十”成色不佳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 政策加码叠加施工旺季，基建投资高位提速

今年 9 月全口径基建投资同比 16.3%，较 8 月进一步走高 0.9 个百分点，不含电力同比也维持 10.5% 的较高增速。一方面，政策支撑仍在加强，政策性金融工具加码且投放加快形成资金支撑，第二批 3000 亿额度已全部落地；另一方面，高温天气消退后施工旺季来临，有助于支撑基建实物工作量的形成。

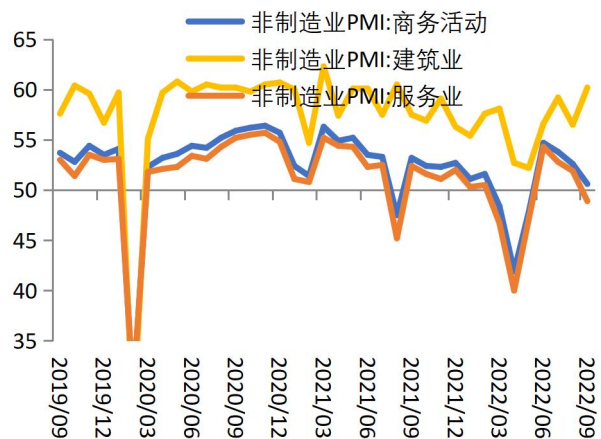
往后看，基建仍是稳增长的方向，预计至年底基建投资仍可保持两位数增速。政策性开发性金融工具落地超 6000 亿，可用于资本金的情况下理论上可带动总投资 6 万亿，同时 10 月底前将有 5000 亿专项债结存限额发行，资金端支撑仍在。而在十四五储备项目提前开工和明年基建项目提前申报下，基建项目仍有持续性，实物工作量形成仍是短期重点。

图 14: 基建投资高位提速 (%)



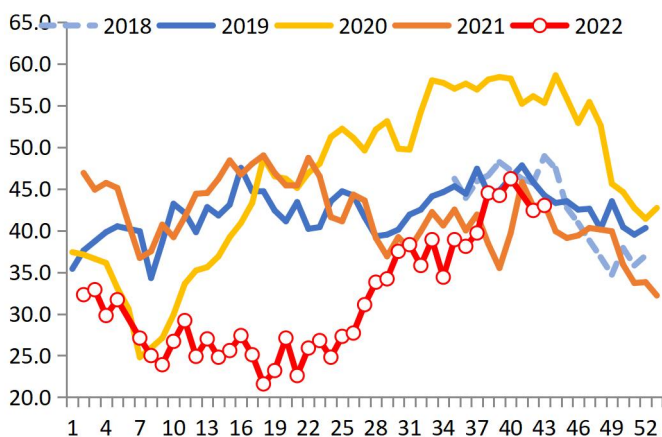
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 建筑业景气度一枝独秀 (%)



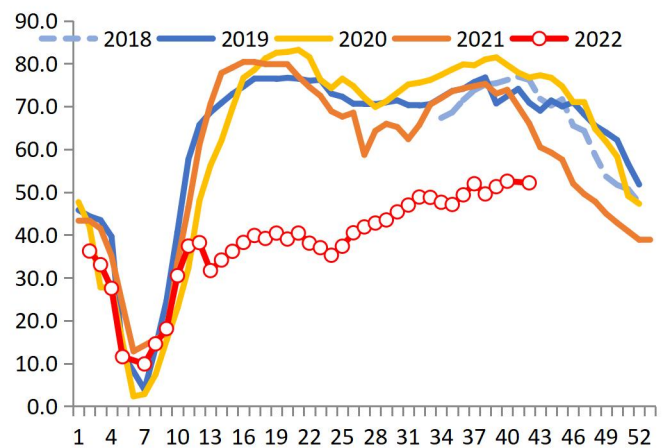
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 基数抬升叠加疫情影响，消费增速回落

基数抬升下9月社会消费零售增速回落，同比2.5%，较8月下降2.9个百分点，低于市场预期。疫情影响下社交经济消费明显偏弱，石油、服装、在外餐饮消费同比降幅居前，尤其是餐饮消费同比转负。除此之外，必选消费仍由于可选消费，食品、日用品、药品、饮料增速相对较高，而地产后周期消费增速持续负增。

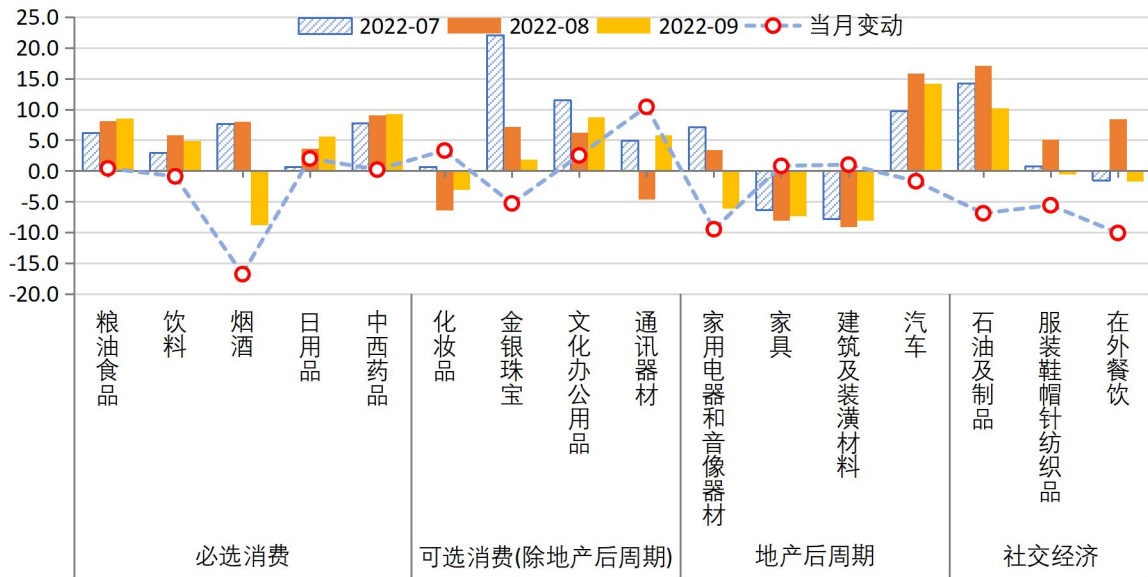
往后看，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，消费修复潜在空间较大，但疫情长尾效应下居民预防性储蓄和受消费场景影响的被动性储蓄均有攀升，疫情的阶段性改善有望支撑消费改善，但天花板效应下仍以弱修复为主。

图 18: 消费分项热力图

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济		
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽针纺织品	在外餐饮
2022-09	8.5	4.9	-8.8	5.6	9.3	-3.1	1.9	8.7	5.8	-6.1	-7.3	-8.1	14.2	10.2	-0.5	-1.7
2022-08	8.1	5.8	8.0	3.6	9.1	-6.4	7.2	6.2	-4.6	3.4	-8.1	-9.1	15.9	17.1	5.1	8.4
2022-07	6.2	3.0	7.7	0.7	7.8	0.7	22.1	11.5	4.9	7.1	-6.3	-7.8	9.7	14.2	0.8	-1.5
2022-06	9.0	1.9	5.1	4.3	11.9	8.1	8.1	8.9	6.6	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	-4.0
2022-05	12.3	7.7	3.8	-6.7	10.8	-11.0	-15.5	-3.3	-7.7	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-21.1
2022-04	10.0	6.0	-7.0	-10.2	7.9	-22.3	-26.7	-4.8	-21.8	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-22.7
2022-03	12.5	12.6	7.2	-0.8	11.9	-6.3	-17.9	9.8	3.1	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-16.4
2022-02	7.9	11.4	13.6	10.7	7.5	7.0	19.5	11.1	4.8	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	8.9
2021-12	9.7	14.8	13.7	13.3	10.7	5.7	5.5	8.5	10.2	2.2	-1.4	10.2	-0.7	5.9	0.7	-0.9
2021-11	11.2	18.5	12.3	8.3	11.0	19.6	14.9	14.6	20.0	5.8	1.9	10.5	0.9	5.9	2.0	-1.7
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	1.4
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	0.1
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-5.8
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	0.9
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	1.0
2021-05	11.0	17.8	13.0	15.1	7.3	13.7	12.4	7.4	10.1	3.7	7.7	10.7	4.9	1.7	5.7	1.3
2021-04	12.2	17.5	16.3	12.7	8.3	10.4	14.2	6.6	13.2	-1.5	7.3	11.0	7.7	0.8	3.4	0.4
2021-03	13.6	19.0	15.6	14.5	9.7	12.2	13.2	13.9	14.7	-1.2	5.1	11.3	10.4	1.3	5.0	1.0

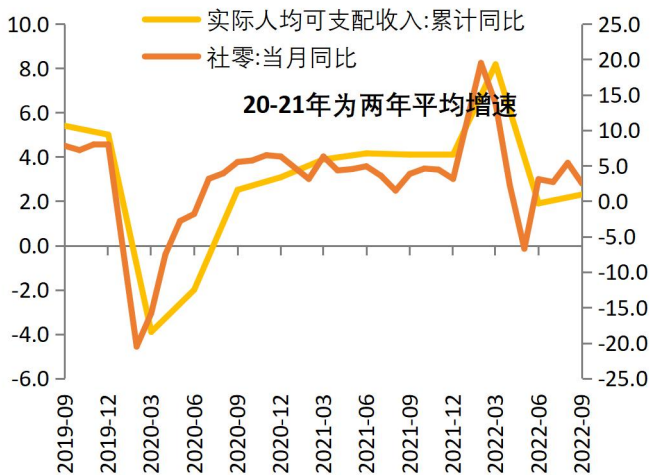
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19：消费分项当月同比 (%)



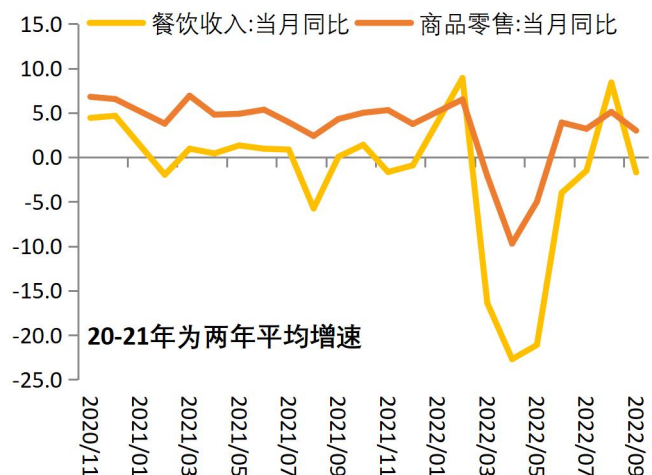
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：社零 VS 收入 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：疫情影响下社交经济消费明显偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者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任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>