



宏观经济

谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2019-10-24）

	上证综指涨幅
近一周	-1.22%
近一月	-1.49%
近三月	0.60%

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
执业证书编号：S0070519050001
电话：010-83991712
邮箱：zhangzg@grzq.com

相关报告

《美欧进入降息周期，国内或以结构性宽信用政策为主》20190926
《7月控房延续经济下行，政策对冲预期升温》20190823
《A股结构性行情将常态化，逐步加大新核心资产配置》20190816
《经济渐稳波动将趋小，政策托底刺激或留待明年》20190816
《汇率破7、美股暴跌，A股市场不宜过度悲观，密切关注政策对冲》20190806

9月经济小幅改善，四季度基建加码或推动贷款平稳

——2019.10.25 宏观研究月报

投资要点

- 9月经济数据小幅改善，CPI持续上行掣肘货币宽松，四季度仍需财政加码支持。** 1) 三季度我国GDP增6.0%，创多年新低，逼近政府目标下限，但从全球比较看仍值得看好。2) 从经济需求端看，9月消费增速小幅回暖，投资稳步回落，出口负增长扩大。展望四季度，消费和投资有望平稳，出口受关税和外需下行的负面冲击，需求整体下行压力仍存。2) 工业增加值超预期，季末赶工现象越发明显，需求不足背景下生产回升难持续。3) 9月社融总量高于预期，企业中长期贷款增加，连续2个月改善。四季度地产受限，制造业信贷需求较弱，专项债扩容还需观察，后续社融扩张压力犹存，急需财政等措施加码。4) 9月猪价涨幅超预期，后续CPI上行压力加大，春节前或持续走高，年内货币政策或受掣肘。PPI短期仍处下行通道，好转或等待年底。5) 9月PMI小幅回升，制造业景气仍在低位徘徊，而全球主要经济体景气都已经处枯荣线以下。总的来看，四季度经济下行压力仍存，短期CPI掣肘货币再宽松，需要财政政策及专项债的加码支持。
- 信贷有初步企稳迹象，四季度基建加码有望推动贷款平稳。** 1) 9月贷款数据好于预期，扭转了3月之后的持续下降趋势，新增贷款增速回暖较为明显。2) 企业新增中长期贷款增速连续2个月回暖，融资环境有所改善，而居民新增贷款增速三季度放缓明显。3) 房地产仍然是信贷市场重要支柱，前三季度仍占据约33%的信贷增量资源，但政策正在加速推动信贷投放结构的调整优化，房地产新增贷款已经连续三个季度负增长，受政策影响较大的开发贷降幅较为明显。4) 小微企业贷款高速增长，民企贷款有所改善。5) 前三季度基建行业新增贷款平稳，回顾历史，企业新增中长期贷款的持续转暖预示着基建领域的配套贷款投放或发力。
- 风险提示：**国内政策收紧；经济下台阶超出预期；海外经济下行超预期；贸易战持续扩大。

目 录

1. 9 月经济小幅改善，但四季度仍需政策加码支持	4
1.1 三季度 GDP 逼近政府目标下限，经济下行压力仍大	4
1.2 消费回暖投资下行，整体需求尚处低位	4
1.3 生产端阶段性回暖，工业增加值的回升难以持续	8
1.4 社融数据全面好于预期，结构好转，宽信用仍待发力	9
1.5 CPI 仍有上行压力，PPI 预计继续缓慢下行	10
1.6 9 月 PMI 略升，经济景气仍在低位徘徊	13
1.7 重点行业：9 月地产、手机、空调销售回暖，汽车销售下行	14
2. 信贷有初步企稳迹象，四季度基建推动或促平稳	15
2.1 9 月信贷好于预期，扭转了持续下滑态势	15
2.2 企业信贷恢复是转暖主因，新增中长期信贷更明显	17
2.3 政策压制促开发贷明显放缓，新增地产贷款连续三个季度负增长	18
2.4 小微贷款高速增长，民企贷款略有改善	20
2.5 四季度基建加码或促贷款逐步企稳	21

插图目录

图 1 三季度 GDP 实际增长 6.0%，创 2016 年以来新低	4
图 2 9 月社零增速回升，符合预期	5
图 3 汽车、通讯、娱乐改善较多，必须消费品有所下滑	5
图 4 扣除汽车后的社零增速仍保持相对稳定	6
图 5 短期汽车销售数据反复，但后续同比数据有望好转	6
图 6 投资整体增速小幅放缓，制造业低迷，但基建回升，地产仍保持一定韧性	6
图 7 地产政策对新开工数据等的影响持续显现	7
图 8 9 月土地购置数据继续好转，但新开工连续回落	7
图 9 9 月进出口数据双双回落，低于市场预期（亿元、%）	8
图 10 9 月对美出口金额增速再下行，但降速放缓（%）	8
图 11 多行业生产环比回暖，但汽车制造业再次回落	9
图 12 10 月至今周耗煤数据同比增速 8 月降低，需求不旺	9
图 13 9 月社融、信贷、货币供应量全面超出预期（亿元、%）	10
图 14 9 月信贷和表外扩张带动社融总量增加（亿元）	10
图 15 9 月信贷结构改善，企业中长期投资信心加速恢复	10
图 16 专项债四季度或提前发放，有助于社融稳定	10
图 17 9 月食品仍然是拉动 CPI 上行主动力	11
图 18 9 月猪价飞涨超预期，10 月目前同比涨幅再创新高	11
图 19 能繁母猪和生猪存栏环比下降幅度再创新高，猪肉供给缺口仍较大	12
图 20 布油同比降幅扩大，CRB 工业稍有好转，经济下行背景下 PPI 仍面临下行压力	12
图 21 PMI 有所回暖，供需双双扩张，景气回升	13
图 22 全球主要经济体制造业景气全部处于枯荣线以下	14
图 23 9 月以来一线城市销售面积继续走软，而全国回暖	15
图 24 9 月汽车手机仍处低位，空调销售好转	15
图 25 9 月贷款暂稳扭转连续下降趋势，也助力社融稳定	15
图 26 9 月新增贷款回暖更为明显	15
图 27 今年 1-9 月新增贷款增速已低于过去 5 年	16
图 28 9 月金融机构各项贷款余额增速也出现了回暖	16
图 29 新增企业中长期贷款今年 Q1 高增，Q2 持续下滑，8-9 月企业中长期信贷连续回升	17
图 30 今年贷款需求指数一季度回升后二季度开始下行，三季度下行趋缓，整体仍然偏弱	18
图 31 BCI 指数显示民营中小企业在三季度经营状况和融资环境下行趋缓，9 月出现改善	18
图 32 房地产贷款存量 Q2 以来增速加速下行，个人房贷降幅较缓，开发贷降幅明显	19
图 33 房地产累计新增贷款已经连续三个季度负增长，增量占比正稳步下行	20
图 34 小微贷款余额增长快于整体贷款	21
图 35 新增贷款中小微贷款比重上升十分明显	21
图 36 企业新增中长期贷款连续 2 月高增长或预示着未来基建投资贷款将发力	22

1.9 月经济小幅改善，但四季度仍需政策加码支持

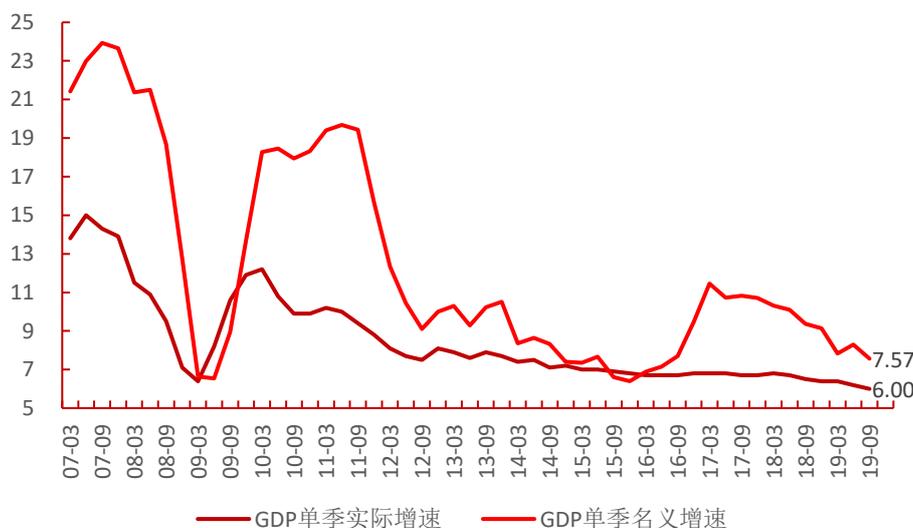
1.1 三季度 GDP 逼近政府目标下限，经济下行压力仍大

统计局披露，我国第三季度 GDP 实际增长 6.0%。

GDP 增速创下新低，也差于预期，Q3 增速较前值下降 0.2pct，而前三季度 GDP 累计实际增速 6.2%，已经愈发逼近年初两会制定的经济目标“6.0-6.5%”的区间下限。其中 7-8 两月的经济下行带来较大拖累，9 月经济数据有所好转。

三季度名义 GDP 增速为 7.57%，较前值下降 0.73pct，也创下 2016 年以来的新低。一方面 CPI 节节攀升并破 3，货币政策宽松受到制约，另一方面 GDP 平减指数不断下行，通缩压力加大，经济确实仍面临较大的下行压力。不过与全球主要经济体横向比较，三季度全球制造业 PMI 正加速下行，美国、日本、欧元区及中国都已经处于荣枯线之下，而中国景气已经高于平均水平且更为稳定，经济前景更值得看好。

图 1 三季度 GDP 实际增长 6.0%，创 2016 年以来新低



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

1.2 消费回暖投资下行，整体需求尚处低位

从经济需求的三驾马车来看，9 月消费增速有所好转，投资继续稳步放缓，出口下降幅度扩大。展望四季度，消费有汽车贡献增加的支持；投资整体有望平稳，制造业虽偏弱，但地产尚有韧性，基建有望在财政政策支持下加码；出口则仍面临全球经济下滑开始兑现的冲击，需求整体下行压力仍大。

1) 9 月消费增速好转，符合预期。

9月社零总额同比增长7.8%（较前值升0.3pct），社零实际增长5.79%（较前值升0.19pct），增速出现提升，符合预期。消费增速保持稳定，结合累计数据看，1-9月社零同比增速8.2%，与1-8月增速月际持平。

9月社零增速受汽车消费的拖累逐步减弱，扣除汽车以外的消费品零售额增长8.91%，比上月减慢0.32个百分点。8月社零中汽车类零售额3397亿元，环比增长11.30%，同比增长-2.2%，趋势向好，负增长主要系去年高基数影响。从中汽协行业数据上看，9月汽车产、销量分别环比增长10.98%和15.99%，且增速有所提升。在前期去库存逐步完成的情况下，9月份汽车行业销售有所好转，预计四季度汽车行业销售整体有望回暖，从而带动社零增长。其他细分项上，相较8月，9月通讯器材、体育娱乐等消费品类回暖较多，文化办公、烟酒增速下行较多，粮油食饮、书报杂志、建筑装潢、服装纺织等也有小幅放缓。

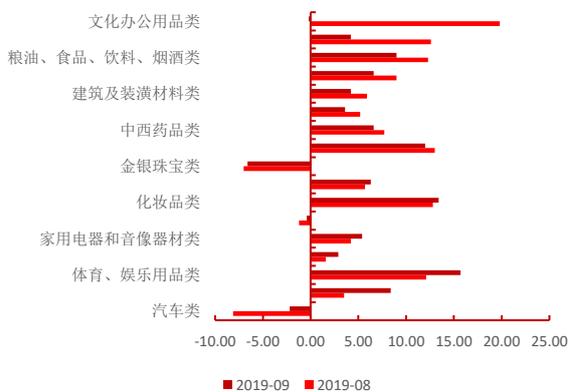
总体上看，9月份扣除汽车后，社零数据同比增速平稳。同时四季度汽车行业销售回暖概率加大，四季度社零数据有望提升。

图 2 9月社零增速回升，符合预期



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 3 汽车、通讯、娱乐改善较多，必须消费品有所下滑



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 扣除汽车后的社零增速仍保持相对稳定



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 5 短期汽车销售数据反复, 但后续同比数据有望好转



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

2) 整体投资数据小幅放缓, 基建提速, 地产仍保持韧性。

固投整体小幅放缓符合预期, 基建提速, 地产持平, 但制造业投资处低位并再度小幅回落。1-9 月固定资产投资增速 5.4%, 较前值下滑 0.1pct, 已经是连续 3 个月下降。其中, 制造业投资累计增 2.50%, 较前值下降 0.10pct; 基建投资累计增速 3.19%, 较前值回升 0.25pct; 房地产投资累计增速 10.5%, 与前值持平。占比超过 30%的制造业投资疲软拖累了整体投资增长。

经济下行, 企业扩产意愿不足, 制造业投资大幅回落。1-9 月制造业投资累计增速 2.50%, 较前值回落 0.10pct。同时民间投资增速 4.7%, 较前值回落 0.2pct。目前经济仍不景气, 工业企业利润仍处于负增长状态, 加上关税不断升级, 出口链条面对的不确定性仍大, 企业整体仍处于主动去库的状态中, 扩产意愿明显不足。后续制造业投资预计保持低位波动。

图 6 投资整体增速小幅放缓, 制造业低迷, 但基建回升, 地产仍保持一定韧性

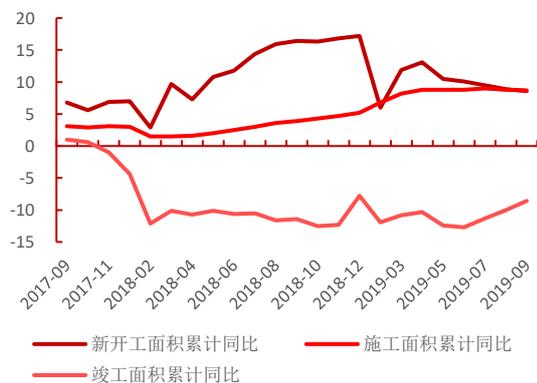


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

政策支持加码，基建投资有望加速回升。1-9月，基建投资累计增速狭义广义口径下分别为4.50%、3.44%，较1-8月分别回升0.30pct、0.25pct。基建投资增速好转与政策的扶持力度密切相关，四季度财政政策或发力，基建投资对冲力度有望加大。9月本年度地方债新增额度即将发行完毕，四季度或将提前发行明年专项债部分新增额度，后续还需关注具体发行规模和时点。

地产投资的韧性仍好于预期。8月份地产调控政策再度收紧，但地产投资仍保持了较强韧性，1-9月房地产开发投资增速10.5%，较前值持平；单9月增速10.5%，较前值上升0.62pct。在中央政策打压不断落实的背景下，地产商加速推盘回收现金的举措仍在加强。一方面地产销售数据连续三个月正增长，9月为2.94%，较前值略有回落，结构上一线城市加速冷冻而二线有所好转。另一方面地产新开工面积、施工面积连续下行，9月幅度有所放缓，而竣工加速好转，表明地产商高周转策略的加码。不过整体政策仍保持从紧态势，9月全国首套房贷平均利率5.51%，已经连续3个月上行。我们预计政策保持定力难有放缓，地产投资预计后续仍将呈现缓慢下行趋势。

图7 地产政策对新开工数据等的影响持续显现



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图8 9月土地购置数据继续好转, 但新开工连续回落



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

3) 全球需求疲软叠加关税升级, 出口数据由正转负

海关数据显示, 我国9月出口金额(按美元计)同比-3.2%, 前值-1.0%, 预期-3.0%; 进口同比-8.5%, 前值-5.6%, 预期-6.0%。出口增速继续回落, 降幅扩大超出市场预期。

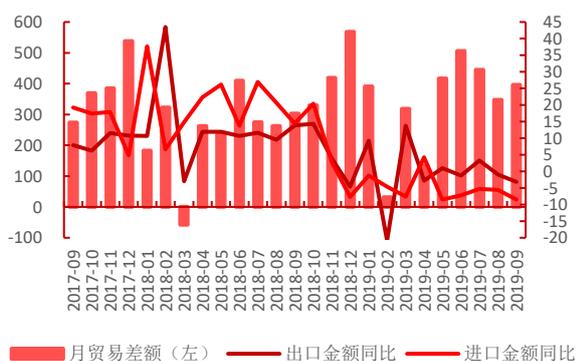
9月出口同比增速回落持续降幅扩大, 主因高基数叠加外需低迷。发达国家制造业、服务业PMI双双走弱, 欧美等主要经济体数据有再下台阶的可能, 全球经济短期难扭转下行趋势, 外需整体低迷仍为主要原因。9月对美国出口增速-21.9%, 跌幅扩大, 对日本和欧盟出口增速分别为-5.0%和0.1%均有放缓, 对新兴经济体出口增速也出现不同程度的回落。另一方面, 去年同期抢出口造成基数偏高, 且本月对美出口增速下滑表明本月抢出口力度较弱。同时, 近三

个月海外大宗商品价格有所下行，对贸易价格也产生一定负面影响。

进口同比增速延续回落，价格拖累较多。9月进口同比增速-8.5%，前值-5.6%，预期-6.0%，大幅低于市场预期。9月进口降幅较上月扩大2.9个pct，连续第5个月负增长。从数量来看，9月原油、铁矿砂、钢材、原木及锯材同比均回升的进口数量相对稳定，进口金额增速出现回落主要受价格拖累，与大宗商品价格明显低于去年同期有关。

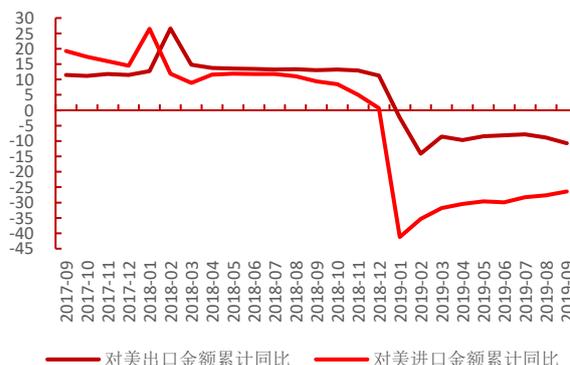
中美贸易谈判取得第一阶段进展，若未来关税撤销或者不确定性下降，则对美贸易有望企稳回升。中美第13轮经贸高级别磋商上周在华盛顿结束，取得阶段性的实质进展，美国暂停本定于今日（10月15日）2500亿美元的关税加征，作为交换条件，我国方面将增加美国农产品购买量，贸易摩擦改善有利于中美双边贸易，中美间贸易额有望企稳回升。

图 9 9月进出口数据双双回落，低于市场预期（亿元、%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 10 9月对美出口金额增速再下行，但降速放缓（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.3 生产端阶段性回暖，工业增加值的回升难以持续

工业增加值大幅回暖，但汽车生产再次反复。9月工业增加值增长5.8%（环比升1.4pct），大幅好于预期。年初以来，3月、6月、9月都出现生产端

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9436

