

GDP 底部已现，4 季度可能略有回升

9 月经济数据点评

核心内容：

1、GDP 底部已现，4 季度可能略有回升

3 季度 GDP 回落至 6.0%，主要是制造业的疲软拉低了经济。从三大需求来看，净出口和最终消费拖累了 GDP，同时 18 年 3 季度基数较高，压制了本年度的增速。稳增长政策会加快推出，尤其是基础设施投资增速会加速上行。同时制造业投资已经在底部运行，进一步下行的空间较小，加之中美之间关系有所缓和，生产预计 4 季度得以修复。汽车消费已经大幅下滑，4 季度预计消费增速平稳。预计 4 季度 GDP 增速略有回升。

2、出口产业生产上行，订单支撑生产恢复

9 月份工业生产反弹，中美稍有缓和，与出口相关度较高产业生产恢复较快，同时 7、8 月低迷的生产使得订单受到一定积压，带来了 9 月份生产的反弹。各种类型企业 9 月份生产均有所恢复，上中游产业恢复速度最快。先行指标有所回升，未来外围变化决定了生产的变化，如中美关系稍稳定，4 季度生产可能好于 3 季度。3 季度可能是本年度生产的底部。工业生产年内可能保持低位运行，预计在 5.5% 左右。

3、汽车回暖带动消费上行

9 月份消费增速小幅上行，汽车消费稍有回暖，受价格影响石油消费上行，家电和家具消费也同样回升，可能由于节日期间促销。汽车消费如有刺激政策，可能会带动整体消费上行。消费 3 季度下滑，预计 4 季度受到汽车消费稳定的影响，比 3 季度消费略有上升，预计全年消费在 8.0% 左右震荡。

4、基建房地产托底，投资有望平稳

固定资产投资小幅回落，工业稍显平稳，制造业小幅回落，但回落速度减缓，制造业再次下滑的空间有限。基建投资上行，房地产投资平稳，今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年出现大幅上行的可能性较低。房地产投资由于土地购置并不热情，房地产仍然面临下行。制造业较为疲软，但继续下探的空间有限。预计固定资产投资本年度回落至 4%~5% 左右。

制造业投资已经在低位运行，下滑空间较小，制造业中游产业回升。从结构上来看，1~9 月份，二、三产投资均有小幅回落。二产投资增速回落 0.1 个百分点至 2.0%，采矿业本月增速平稳，制造业投资小幅下滑，制造业投资回落 0.1 个百分点至 2.5%，制造业回落速度减缓。制造业投资虽然已经在低位运行，再次大幅下滑的可能性较小。

三产投资本月小幅回落，基建投资继续回升，房地产平稳，其他投资仍然快速下滑。基建行业投资上行，稳增长已经发力。7 月 30 日政治局会议定调稳增长后，基建处于持续发力的状态，3 季度地方政府专项债发行结束，可能会出台新一年的债务发行规划，也可能增加债务发行量。基建行业投资增速预计年内升至 6% 左右。

房地产较为平稳，但现行指标继续下滑，未来有下降趋势。房地产行业投资增速本月平稳，100 城出售土地面积已经回落，领先房地产投资约 9 个月的时间，房地产投资未来面对下行，这种缓慢下行可能要延续到 2020 年 2 季度。同时商品房销售面积和销售额对比上月继续回升。从房地产总体来看，市场销售较为稳定，房企拿地面积稍有回落但幅度较小，前期拿地面积回落促使现有房地产开工回落，同时政策对房地产仍然不够友好，房地产投资增速未来仍有压力，明年下半年可能平稳。

基建的投资今年可能起到稳定器的作用，大幅增长的可能性仍然较低，年内预计基建增速保持在 6% 左右。房地产先行指标已经走低，4 季度预计房地产增速下滑，可能在 9%-10% 运行。制造业投资增速再次回落，但下滑空间收窄。其他行业继续处于衰退，需要政策给予支持。全年预计固定资产投资下滑至 5% 左右

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

一、GDP 底部已现，4 季度可能略有回升

3 季度 GDP 回落至 6.0%，主要是制造业的疲软拉低了经济。从三大需求来看，净出口和最终消费拖累了 GDP，同时 18 年 3 季度基数较高，压制了本年度的增速。稳增长政策会加快推出，尤其是基础设施投资增速会加速上行。同时制造业投资已经在底部运行，进一步下行的空间较小，加之中美之间关系有所缓和，生产预计 4 季度得以修复。汽车消费已经大幅下滑，4 季度预计消费增速平稳。预计 4 季度 GDP 增速略有回升。

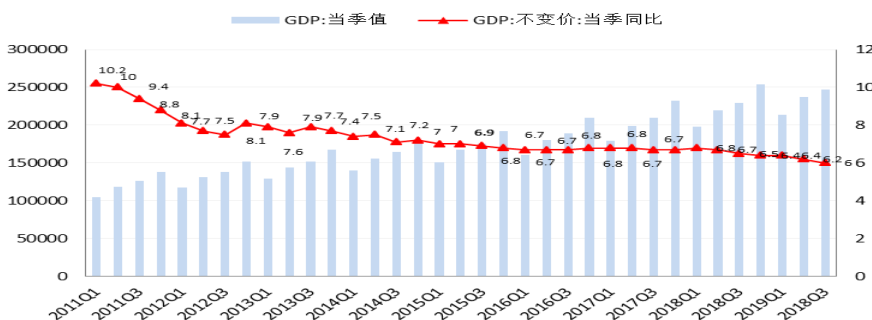
2019 年 3 季度 GDP 当季值 246,865 亿元人民币，GDP 名义当季同比增长 6.0%，比上一个季度回落 0.2 个百分点。2019 年前 3 个季度 GDP 增速 6.2%。

3 季度第一、二、三产中，三产增速上行，二产增速下滑 0.4 个百分点至 5.2%。3 季度 GDP 下滑的主要原因仍然是制造业的下滑带来的，这与 2 季度相似，制造业的下滑是 2019 年 GDP 下滑的主要原因，而制造业下滑与出口受阻，企业信心受挫致使生产下滑有关。

从三大需求来看，净出口 3 季度对 GDP 的贡献度为 19.6%，比上个季度减少 1.1 个百分点。3 季度出口增速-0.3%，比 2 季度出口回升，但由于人民币贬值，致使以人民币计价出口增速下滑。3 季度最终消费对 GDP 的拉动为 3.75%，比 2 季度回落 0.04 个百分点，社会消费品零售总额 3 季度比 2 季度回落 0.9 个百分点。资本形成对 GDP 累计同比的回升，但仍然处于较低水平。

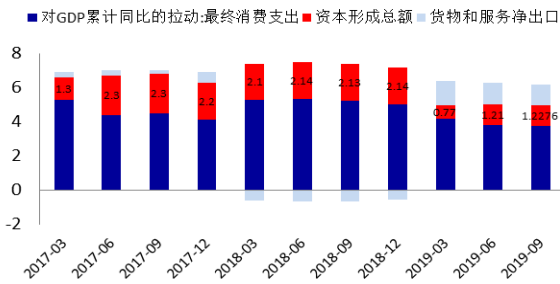
净出口和消费的下滑带来了 GDP 的回落，同时去年 3 季度是相对高点，基数效应较为明显。最终消费拉动 GDP 下行，社会消费品零售总额 3 季度回落，对汽车消费大幅下滑，同时政府消费同样不振。不断上行的基础设施投资和坚挺的房地产投资对冲了制造业投资的下滑，稳定了 GDP 增速。预计 3 季度 GDP 是本年度的底部，稳增长政策会加快推出，尤其是基础设施投资增速会加速上行。同时制造业投资已经在底部运行，进一步下行的空间较小，加之中美之间关系有所缓和，生产预计 4 季度得以修复。汽车消费已经大幅下滑，4 季度预计消费增速平稳。加之 2018 年 4 季度基数较低，预计本年度 4 季度 GDP 小幅回升。

图 1：GDP 当季值和当季同比（%）



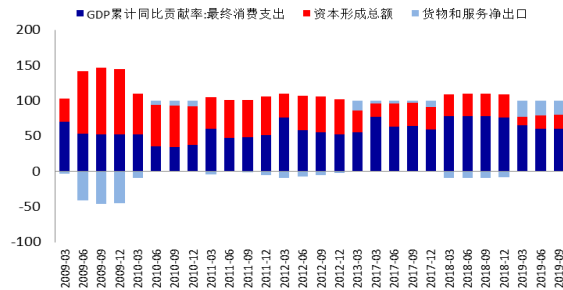
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：三大需求对 GDP 累计同比拉动（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：三大需求累计同比贡献率（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、出口产业生产上行，订单支撑生产恢复

9 月份工业生产反弹，中美稍有缓和，与出口相关度较高产业生产恢复较快，同时 7、8 月低迷的生产使得订单受到一定积压，带来了 9 月份生产的反弹。各种类型企业 9 月份生产均有所恢复，上中游产业恢复速度最快。先行指标有所回升，未来外围变化决定了生产的变化，如中美关系稍稳定，4 季度生产可能好于 3 季度,3 季度可能是本年度生产的底部。工业生产年内可能保持低位运行，预计在 5.5%左右。

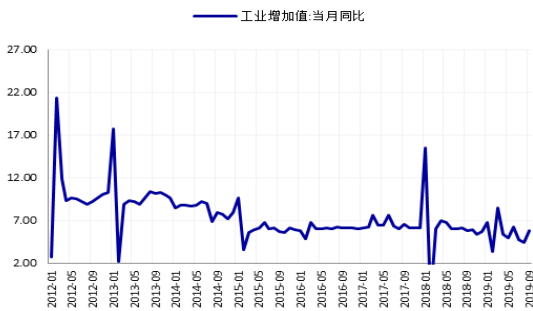
1-9 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速与上月持平。9 月份，工业增加值回升，同比增长 5.8%，比 8 月份回升 1.4 个百分点。9 月份工业增加值环比增速只有 0.72%，比上个月回升了 0.4 个百分点，工业生产反弹。9 月份制造业 PMI 有小幅回升，生产有一定企稳，制造业生产仍然在底部运行。9 月份生产是由于订单积压，经过 7、8 两个月的低生产后，生产自然回升。中美贸易仍然充满不确定性，企业家信心恢复仍然需要时间。本月各类型企业生产均有复苏，加之 11 月份圣诞季来临，为圣诞赶工也促使了生产的回升。

单月来看，汽车、铁路运输设备制造、农副食品加工、非金属矿物制品、医药、黑色有色延压业和食品制造业跌幅居于前位。8 月份有所好转的汽车制造业 9 月份重新下跌，汽车进入存量博弈阶段，汽

车生产未来仍然会有下降。设备类产品和出口相关度较大的计算机电子设备等生产回升，这可能与中美之间暂时缓和有关。

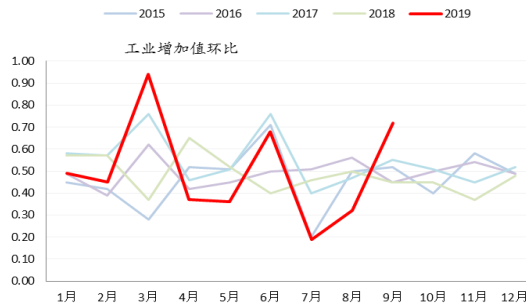
9月份的生产回升，生产受到外围环境影响较大，9月份是受到前两个月订单积压以及12月圣诞生产影响有所恢复，而中美之间暂时有缓和迹象，出口相关度较大的行业生产恢复较快。但中美之间仍有不确定性，企业信心仍然不足，生产需要时间磨底。10月份圣诞生产继续，预计生产与9月持平。3季度生产处于底部，如4季度中美关系稍有缓和，预计生产会有所回升。

图4：工业增加值同比上行（%）



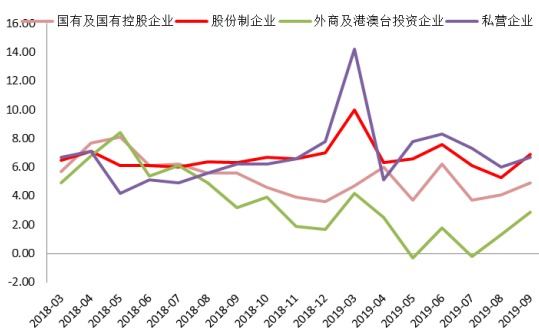
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图5：工业增加值环比上行（%）



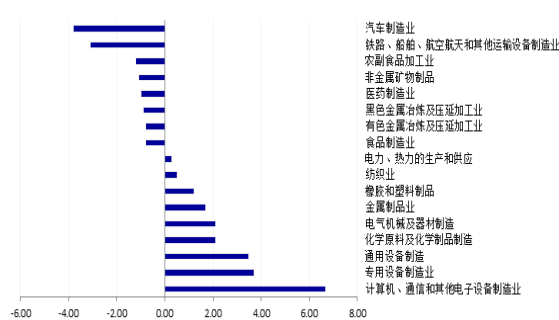
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图6：股份制和私营企业生产下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图7：9月份比8月份回落幅度（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表1：各年度工业增加值比较

累计同比%	9月	2018年	2017年	2016年	2015年
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	10.50	5.30	6.20	3.20	6.80
黑色金属冶炼及压延加工业	10.10	7.00	0.30	-1.70	5.40
电气机械及器材制造	10.00	7.30	10.60	8.50	7.30
有色金属冶炼及压延加工业	9.90	7.80	1.50	6.20	11.30
非金属矿物制品	9.60	4.60	3.70	6.50	6.50
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.90	13.10	13.80	10.00	10.50
专用设备制造业	7.10	10.90	11.80	6.70	3.40
医药制造业	6.90	9.70	12.40	10.80	9.90
电力、热力的生产和供应	6.30	9.60	7.80	4.80	0.50
金属制品业	6.00	3.80	6.60	8.20	7.40
食品制造业	5.60	6.70	9.10	8.80	7.50
橡胶和塑料制品	4.90	3.20	6.30	7.60	7.90
化学原料及化学制品制造	4.10	3.60	3.80	7.70	9.50
通用设备制造	3.90	7.20	10.50	5.90	2.90
农副食品加工业	3.00	5.90	6.80	6.10	5.50
纺织业	1.50	1.00	4.00	5.50	7.00
汽车制造业	-0.80	4.90	12.20	15.50	6.70

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、汽车回暖带动消费上行

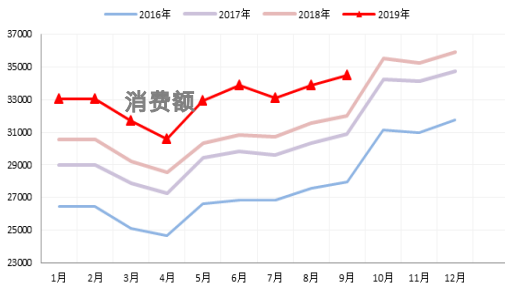
9月份消费增速小幅上行，汽车消费稍有回暖，受价格影响石油消费上行，家电和家具消费也同样回升，可能由于节日期间促销。汽车消费如有刺激政策，可能会带动整体消费上行。消费3季度下滑，预计4季度受到汽车消费稳定的影响，比3季度消费略有上升，预计全年消费在8.0%左右震荡。

2019年9月份社会消费总额34,495亿元，同比增长7.8%，比上月回升0.3个百分点。1~9月份社会消费品零售总额296,674亿元，同比增长8.2%。消费增速9月份对比上月小幅回升，居民消费稍有恢复。从实际消费来看，9月RPI同比从3.8%上行至4.8%，物价上行，实际消费增速5.79%，回升0.19个百分点。名义消费和实际消费增速自4月起低位回升，6月份出现大幅上行，3季度消费增速回落。

从结构上来看，9月份我国社会消费品零售有小幅变化：（1）第一大消费品行业汽车消费下滑幅度收窄，汽车消费9月份3397亿元，汽车消费额上行，汽车9月份消费增速回升至-2.2%。汽车消费在我国已经度过高速期，汽车企业进入存量博弈阶段，汽车消费以后会保持低增速。（2）石油消费增速低位回升，价格是石油消费起落的关键。（3）房地产相关消费回升，家具和家用电器消费上行，不排除节日期间促销活动。（4）居民生活消费回落，食品、服装产品消费小幅回落，金银珠宝同样下行。

1~9月份，消费增速达到8.2%，消费增长仍然较为平稳，但3季度消费下行明显，主要是汽车消费下滑带来的。我国主要消费品均进入了平稳期，4季度消费主要看汽车消的变化，预计2019年全年消费水平在8.0%左右。

图8：各年度全社会消费额和消费增速变化（单位：亿元，%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 9：社会消费品零售总额名义和实际增速走势（%）

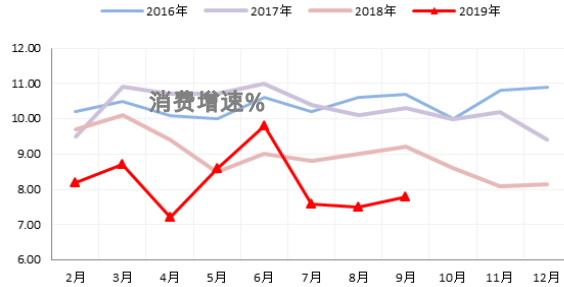
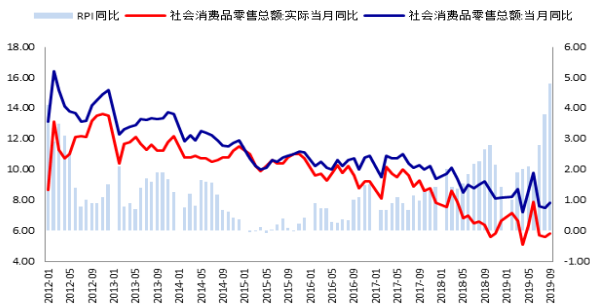
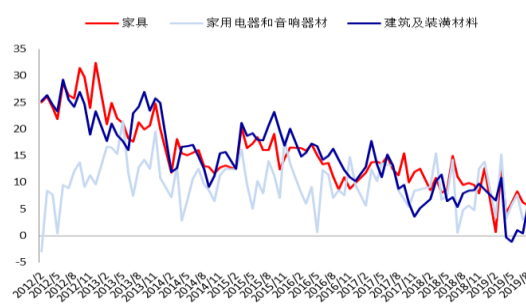


图 10：房地产相关消费略有回升（%）



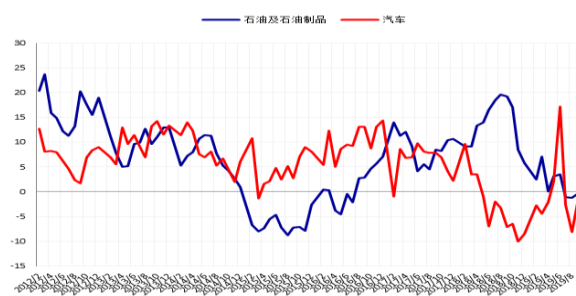
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 11：汽车消费下行（%）

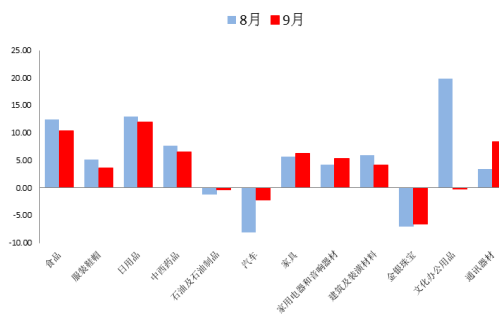


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：8 月份各行业消费（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

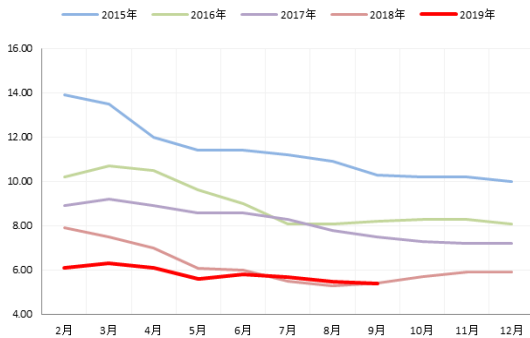
四、基建房地产托底，投资缓慢见底

固定资产投资小幅回落，工业稍显平稳，制造业小幅回落，但回落速度减缓，制造业再次下滑的空间有限。基建投资上行，房地产投资平稳，今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带

动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年出现大幅上行的可能性较低。房地产投资由于土地购置并不热情，房地产仍然面临下行。制造业较为疲软，但继续下探的空间有限。预计固定资产投资本年度回落至 4%~5% 左右。

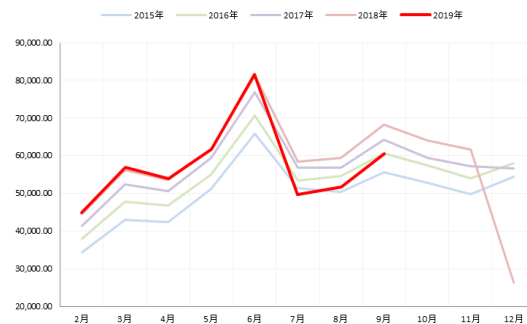
2019 年 1~9 月份，固定资产投资增速 5.4%，比 1~8 月份回落 0.1 个百分点。从历史数据可看到，固定资产投资额是有季节特征，但固定资产投资增速并无季节变化，自 2015 年起，固定资产投资增速均处于前高后低的走势。制造业小幅回落，房地产投资保持平稳，基建投资回升。9 月份单月投资额 60,576 亿元，单月投资额季末回升。

图 13：固定资产投资增速小幅回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 14：月度固定资产投资额季末上行（亿）

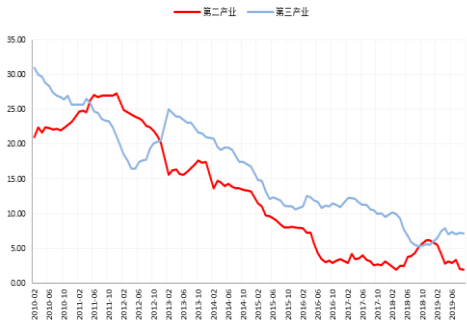


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

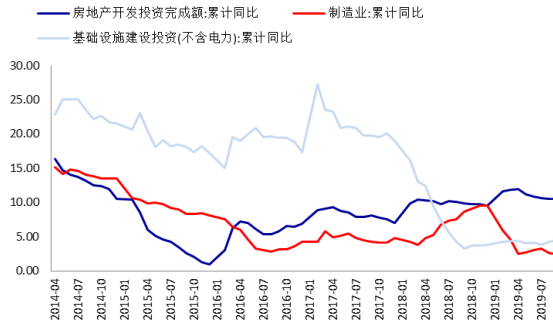
制造业投资已经在低位运行，下滑空间较小，制造业中游产业回升。从结构上来看，1~9 月份，二、三产投资均有小幅回落。二产投资增速回落 0.1 个百分点至 2.0%，采矿业本月增速平稳，制造业投资小幅下滑，制造业投资回落 0.1 个百分点至 2.5%，制造业回落速度减缓。制造业投资虽然已经在低位运行，再次大幅下滑的可能性较小。制造业单月投资额本月 1.9%，比上月回升 3.4 个百分点，可能出现小幅反弹。

图 15：第三产业增速下行（%）

图 16：基建投资加速，制造业回落（%）



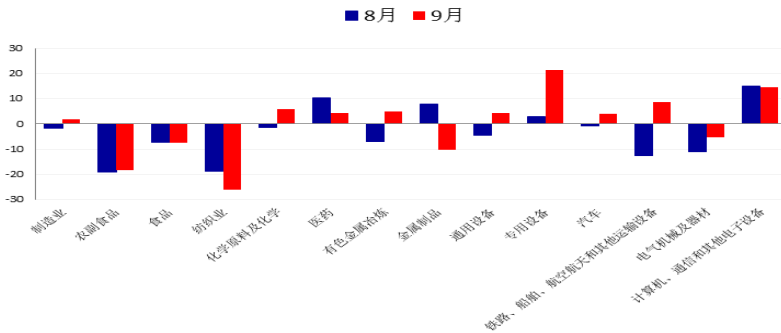
数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业来看，本月有所变化，化学原料、有色金属、通用设备、专用设备、汽车和铁路等运输设备制造业回升速度较快。医药制造本月有所下滑，纺织业仍然回落，计算机通信行业生产基本平稳。外需走弱影响着制造业，但制造业在现有订单支撑下再次走弱的空间已经不大。

图 17：制造业各行业单月同比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三产投资本月小幅回落，基建投资继续回升，房地产平稳，其他投资仍然快速下滑：(1) 8、9月份

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_9466

