

旬度经济观察

——悲观预期修复，经济依旧承压

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 10 月 20 日

内容提要

受制造业投资拖累和消费继续走低的影响，三季度经济数据总体偏弱。基建投资出现回升，但考虑到地方政府加杠杆意愿普遍偏弱，以及四季度面临的高基数，其趋势恐难延续。地产存货重建仍在继续，地产投资或将仍是支撑经济的主要力量，但随着明年这一力量的衰减，叠加海外经济的趋势回落，未来国内经济下行的压力仍然较大。

近期中美达成阶段性协议，权益市场反弹，债券收益率上行，美国 3m10y 收益率曲线结束倒挂，显示市场参与者对全球经济衰退的担忧缓解，但全球经济的企稳复苏可能仍需等待。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

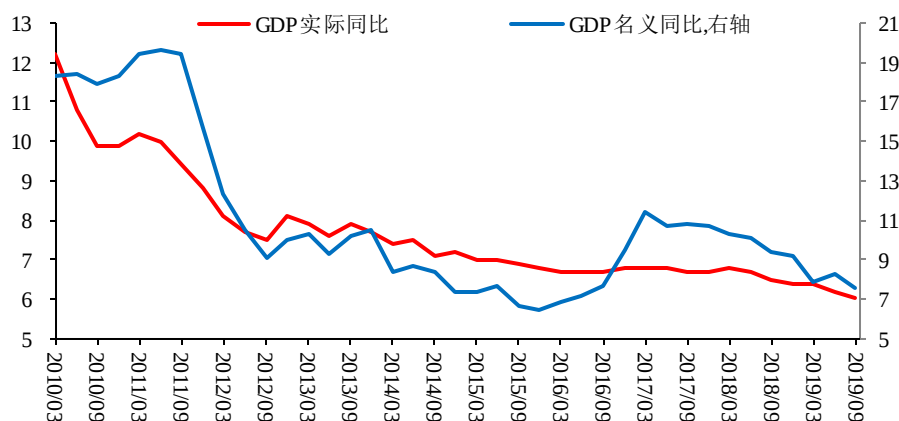
2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济动能持续走弱

今年3季度，国内GDP实际同比6.0%，较2季度回落0.2个百分点；名义同比7.6%，较2季度回落0.7个百分点。

GDP下行的主要拖累因素来自工业和金融业。工业增速的走弱源于国内外需求的持续疲软。而金融业增加值增速回落更多受到社融、信贷增速回落的影响。

图1：GDP实际同比和名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

1、3季度工业生产大幅放缓

3季度规模以上企业工业增加值同比5.0%，较2季度回落0.6个百分点。9月工业增加值5.8%，较上月大幅回升1.4个百分点。由于7、8月工业增速一度回落到5%以下，9月生产的回暖对季度生产数据形成支撑。

从已经公布的行业数据看，9月计算机、通信和其他电子设备制造业，专用设备，通用设备，化学原料及化学制品等涨幅居前，而供改相关的黑色、有色、非金属制品等行业均有不同程度回落。

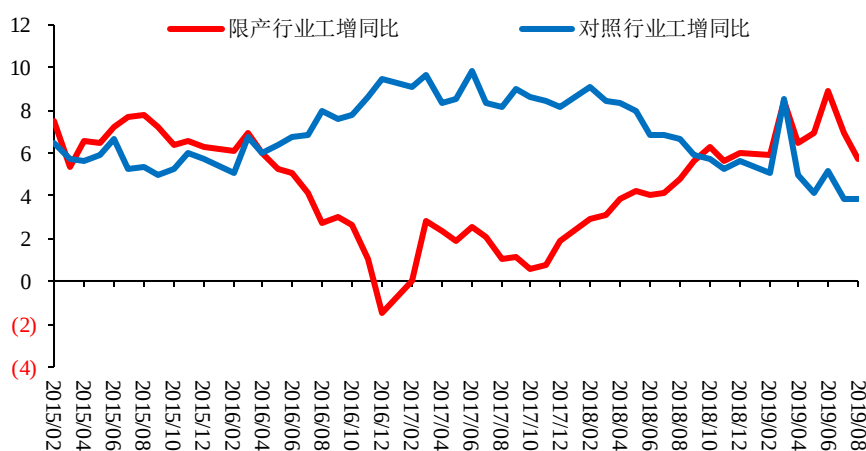
与此同时，PPI环比增速明显回升，化学纤维制造，计算机、通信和其他电子

设备制造业, 有色金属冶炼及压延加工业, 非金属矿物制品业环比回升幅度居前, 供改组和非供改组价格的回升共同推动 PPI 环比反弹。

9 月份量价齐升的数据组合或许表明, 经济的需求端经历了连续两个月的大幅回落后开始出现阶段性回暖, 投资的小幅回升叠加企业存货的回补共同推动生产走强, 这也与同期较强的信贷数据形成印证。

总体而言, 三季度工业生产的大幅走弱主要源于制造业投资和消费的减速。往后看, 国内信贷环境的持续修复有助于缓解市场主体的融资压力, 但考虑到地产政策的收紧、地方政府隐性债务的控制以及海外经济的趋势性走弱, 我国今年四季度以及明年的经济仍面临下行的压力。

图2: 限产行业和对照行业工业增加值增速, %



数据来源: Wind, 安信证券

数据截至 2019 年 8 月

2、地产仍是支撑投资的主要力量

3 季度固定资产投资同比 4.7%, 较 2 季度回落 0.8 个百分点。制造业投资显著走弱, 地产投资轻微回落, 基建投资的回升对整体投资形成支撑。

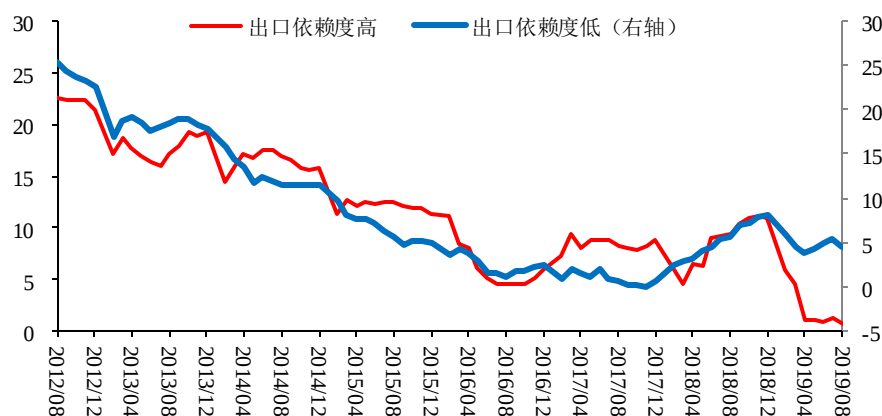
9月固定资产投资同比4.7%，较8月回升0.5个百分点。9月固定资产投资的单月回升主要源于房地产和制造业投资的走强，同时基建投资也维持在年内高位。

三季度以来，专项债可用作资本金等基建相关政策持续发力，同时考虑到去年同期的低基数，近期基建投资出现小幅回升。往后看，尽管明年的地方政府专项债可能前移至今年四季度发行，但由于中央对地方政府隐性债务的控制持续偏严，而且今年四季度面临较高的基数，我们倾向于认为基建投资未来三个月可能维持个位数增长，基建或许难以成为对冲经济下行的主要抓手。

制造业投资3季度同比1.7%，较2季度回落2.2个百分点，其中9月当月同比1.9%，较上月大幅回升3.5个百分点。分项看，铁路船舶、专用设备、通用设备和有色单月涨幅居前，制造业投资的短期回升可能主要受到悲观预期修复的影响，当然信贷利率的下降以及社融增速的企稳也有助于私人投资的复苏。

当前中美贸易摩擦出现边际缓和，全球主要央行货币政策逐步转向宽松，这使得全球经济进入衰退的风险进一步降低，但海外经济和贸易未来持续回落的概率仍然较高，市场主体对经济增长的预期持续悲观，因此信贷的回暖能在多大程度上提振私人投资存在较大不确定性。

图3：制造业投资：出口依赖度高 v.s. 低，%

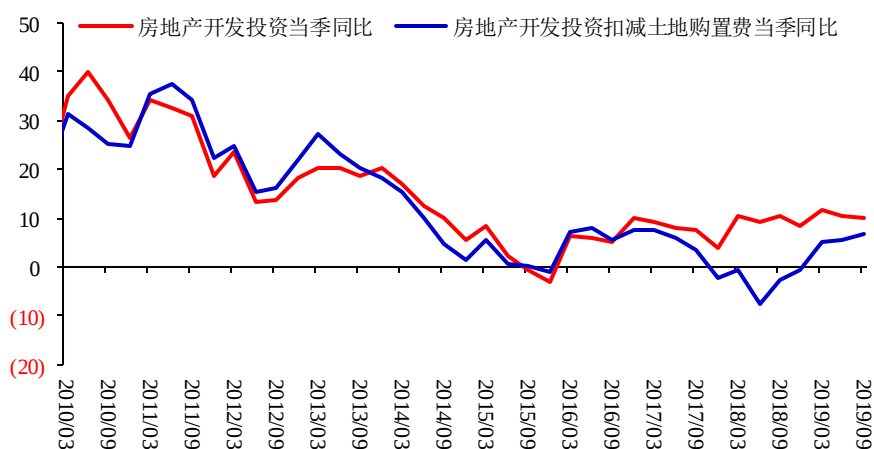


数据来源：Wind，安信证券

3 季度房地产投资同比 9.8%，较 2 季度小幅回落 0.5 个百分点。9 月房地产投资同比 10.5%，较上月回升 0.6 个百分点。房地产仍是支撑投资的主要力量。9 月商品房销售小幅回落，新开工轻微抬升。

今年以来，地产“因城施策”的政策成效显著，全国层面商品房价格波动显著减弱，销售面积同比数据在零左右波动，一线城市的地产政策普遍收紧，而部分二线城市政策出现松动。当前全国范围内的补存货行为仍在延续，这对地产投资持续形成支撑，我们预期这一力量在今年四季度仍会延续，并持续对冲地产融资政策收紧带来的冲击。

图4：房地产开发投资增速，%



数据来源：Wind，安信证券

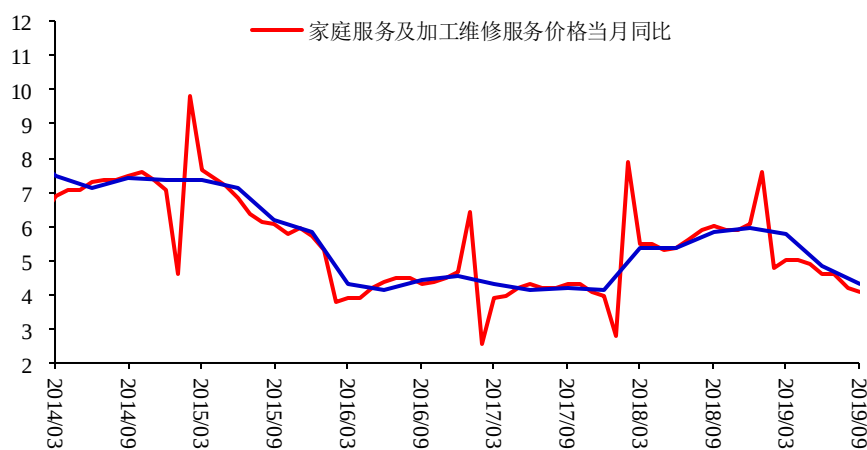
3、汽车反弹推动消费短期回暖

3 季度，社会消费品零售名义同比增长 7.6%，较 2 季度回落 0.9 个百分点。9 月社会消费品零售名义同比增长 7.8%，较上月回升 0.3 个百分点。社会消费品零售的单月回升主要源于汽车销售的回升。

汽车销售经历两年左右的持续回落后，目前看起来有企稳回升的迹象，与此同时最近两个月汽车的生产和投资也出现比较明显的回暖，汽车行业是否开始进入新一轮的复苏值得密切留意。除汽车以外，通讯器材和家电也出现不同程度的回升，但建筑及装潢、服装、饮料等普遍处于回落之中。

今年以来社会消费品零售回落幅度趋缓，显示去杠杆政策对消费的冲击趋于消退，但当前劳动力市场持续偏弱或许会对消费形成持续压制。无论从农民工月均收入增速还是家庭服务价格指数看，中低端劳动工资仍处于减速之中，叠加居民户对未来收入预期的担忧，居民消费恐怕短期难有显著改观。当前中央和地方政府的税收制度出现调整，消费税法的修改逐步推进，政策的出台及落地对消费的影响几何仍需密切留意。

图5：CPI 中家庭服务及加工维修服务价格同比，%



数据来源：Wind，安信证券

综合来看，3季度经济数据偏弱，房地产投资维持韧性、基建投资轻微上行，但两者难以完全抵消制造业投资的拖累，出口和消费也维持弱势。今年以来房地产投资对经济的支撑作用显著，明年随着地产存货重建过程的结束，国内经济下行的幅度可能更多取决于私人投资和消费的对冲情况。

二、信贷持续修复，债券市场调整

八月、九月的社融和信贷数据持续超预期修复引发债券市场的调整。与此同时，三季度以来银行理财子公司开始营业，非标相关业务得到进一步开展，这或许意味着从去年以来的影子银行体系的清理开始出现修复。

随着理财子公司业务的推进，市场主体的融资压力边际改善，企业意愿存货水平上升并开始存货回补，这一过程在宏观层面反映为工业增加值的短期回升以及工业品价格的回暖，同时信贷供应的修复对债市形成分流，利率债出现持续调整。

除信贷市场的修复外，当前债券市场可能还面临通胀的扰动。尽管当前工业品价格通缩，核心 CPI 持续回落，但猪价对 CPI 的影响不容忽视。新近公布的 CPI 数据显示，猪价的上行仍在加速，并带动牛羊肉、水产价格大幅上涨。考虑到母猪存栏降幅超过 30%，未来猪价仍有上涨的空间，明年一季度 CPI 破“4”的概率进一步上升，这对未来两个季度的利率市场可能形成持续扰动，但经济的持续走弱使得利率的调整可能偏温和。

考虑到明年 CPI 呈现前高后低的走势以及经济的趋势走弱，明年下半年债券

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_9509

