

# 经济难言企稳，外需仍有下行风险

## 三季度 GDP 和 9 月经济数据点评

### 核心结论

**经济延续下行趋势。**2019年前3季度实际GDP累计同比增长6.2%，较上半年下滑0.1个百分点，三季度单季增速由6.2%跌至6.0%，其中消费增速稳定，投资和出口增速继续滑落。

**消费整体保持平稳增长，其中必需消费和房地产后周期消费是主要亮点。**由于房地产周期目前处于平稳发展的态势，叠加前期降税减费政策的逐渐见效，预期消费仍将保持目前的增长情况，更多的行业机会集中在结构性上。

**制造业投资表现疲软，投资中坚力量还将是房地产。**虽然短期贸易争端有所缓和，但人民币的贬值空间在四季度被大幅压缩，且结合去年下半年企业“抢出口”造成的高基数，预计四季度出口会继续向下形成对经济的拖累，叠加企业利润、PPI以及投资信心短期恐难以改善，制造业整体投资仍将承压。基建投资增速随着前期专项债的落实仍然会继续往上，但考虑到目前地方政府城投平台的乘数作用始终被抑制，整体基建发力的幅度有限，预计后期爬升至4%-5%。地产投资方面韧性会持续至明年上半年，主要是基于实体需求仍未企稳，市场资金流动性预计仍将不断流向地产行业，同时明年上半年是订单交付的高峰期两个原因。

**9月单月工业生产活动并未出现实质反弹。**发电量同比转正是由于主要用电需求地的气温反季节性上升，同时9月的粗钢产量和PPI的同比增速较8月是在放缓，背后实际代表需求增长乏力。

**经济见底信号并未出现，海外经济为主要风险。**从库存周期角度来说目前企业刚刚进入主动去库存阶段，信贷周期角度来说广义社融未实际反弹加速，意味着实体融资需求也未真正改善。综合而言，中国经济见底信号并未出现，且海外经济未来一年大概率将拖累中国，预计四季度GDP累计增速稳定在6%，但明年上半年GDP增速可能继续下行。

**风险提示：**中美贸易谈判结果出现反复，海外经济大幅下行。

### 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

宏观：《8月经济数据点评——投资和生产增速下滑，三季度增长承压》2019-9-16

宏观：《7月金融数据点评——供需两端表现不佳，经济增长放缓》2019-8-14

## 经济难言企稳，外需仍有下行风险

### 经济延续下行趋势

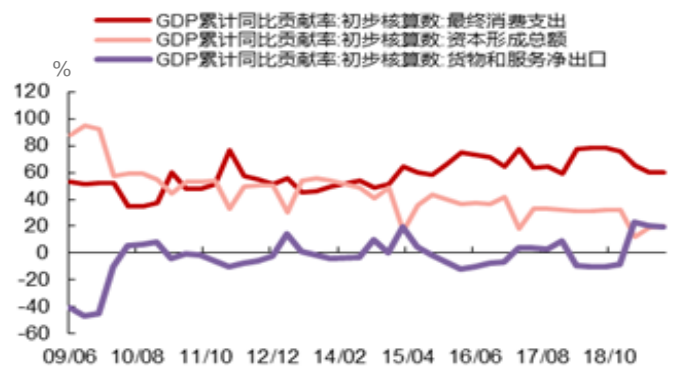
最新公布的2019年前3季度实际GDP累计同比增长6.2%，仍处于全年增长6.0%-6.5%的目标范围内。但分季度来看，一季度增长6.4%，二季度增长6.2%，三季度增长6.0%，年内经济增速仍然处于趋势性缓慢回落过程中，这表明整体经济下行压力仍未完全解除，宏观经济仍处于向下探底的过程中。分部门来看，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长分别贡献了60.5%、19.8%和19.6%。消费和投资贡献比重较上季度提升了0.4和0.6个百分点，而出口则下滑了1.1个百分点。

图1：3季度名义和实际GDP同时下探



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：消费是经济的主要支撑力



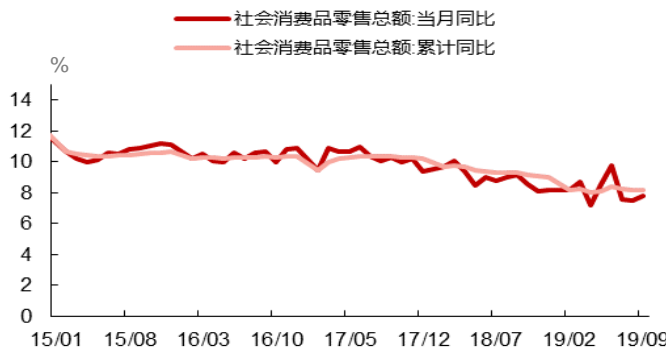
资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 消费整体保持平稳增长，其中必需消费和房地产后周期消费是主要亮点

消费作为经济的主要支撑项，目前整体保持平稳增长，19年前三季度名义社零累计增长8.2%，和1-8月份累计增速持平，实际社零累计增长6.4%。分结构来看，必需消费类是主要拉动，其中粮油食品1-9月累计同比10.6%，较前值持平，纺织服装1-9月同比增长3.3%，增速提升0.1个百分点。而可选消费类别整体仍然处于需求增速放缓的态势，其中汽车行业是主要拖累，仍处于行业蛋糕收缩的过程中，汽车零售额累计同比-0.7%，较前值下滑0.2个百分点，显示五月和六月的“国五转国六”的促销仍有一定的透支效应，汽车消费短期仍将承压。但从另外一个角度看，一旦“国五转国六”的透支效应完全消退后，汽车消费可能重拾升势，对消费形成助力，预计这个时间节点为明年上半年。而房地产行业链条相关，尤其是表征地产后周期的消费品年内维持了不错的景气度，包括家具和家电消费。我们认为，国内的消费需求中长期来看服从于经济总量的增长，尤其是劳动人口的贡献，将继续处于缓慢下行的过程。短期变化则更多取决于居民的收入增速，由于房地产周期目前处于平稳发展的态势，叠加前期降税减费政策的逐渐见效，居民收入增速虽难以看到大幅扩张，但失速的风险有限，预期消费在短期仍将保持目前的增长速度，更多的行业机会集中在结构性上。尤其是进入2020年，我们预计房企将面临15%以上的房屋交付订单完成量，而且高峰期集中在2020年上半年，随着房屋的交付完工，对应的整个地产的后周期行业需求或将持续性改善。

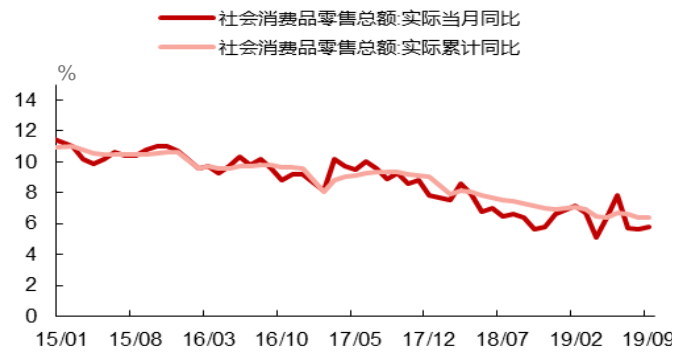
## 宏观点评报告

图 3：9 月名义社零累计同比持平，单月同比改善



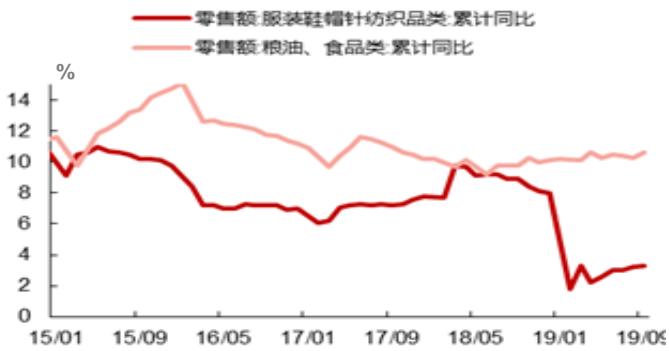
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：9 月实际社零累计同比和单月同比改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：必需消费需求增速不断反弹



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：可选消费中，地产后周期需求是主要亮点



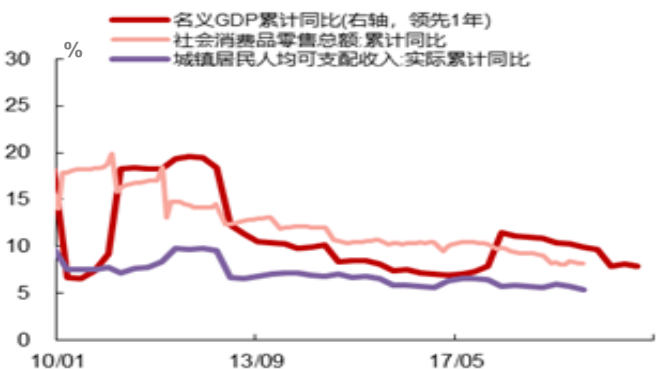
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：中国经济增速服从于劳动力人口变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：消费中长期看经济总量，短期看居民可支配收入



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 制造业投资表现疲软，投资中坚力量还将是房地产

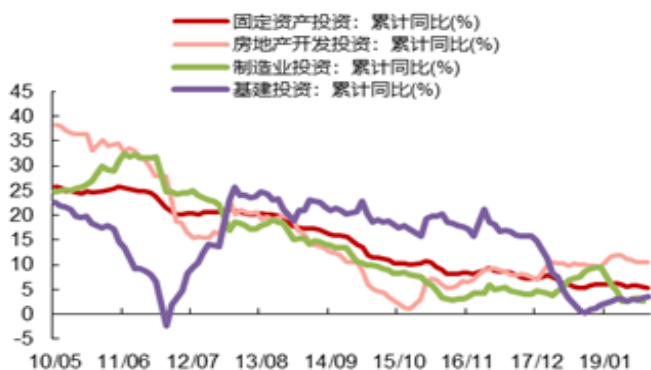
2019年1-9月份全国固定资产投资总额同比增速为5.4%，较前值小幅回落0.1个百分点，为连续第三个月回落。其中制造业投资和基建投资增速（大口径）分别同比增长2.5%和3.4%，与前8月分别有0.1个百分点的下滑和0.2个百分点的上升，但低于整体固定资产投资增速，属于拖累项。制造业投资表现疲软主要有两个原因，一是工业企业利润和PPI增速仍为负，显示工业企业景气度不佳，影响企业的投资能力。二是贸易争端始终有不确定性，叠加全球制造业衰退和外需下行，压制企业的投资意愿。虽然短期贸易争端有所缓和，但利润、PPI以及投资信心短期仍然处于继续探底的过程，制造业投资短期仍将承压。另外，基建增速有所反弹，累计增速录得15个月的最快速度，反映出近期对于基建投资力度的加大。而房地产开发投资同比增速为10.5%，增速明显高于总的固定资产投资增速，无疑是投资项的中坚力量。

单月数据来看，全国房地产投资9月同比增长10.5%，较8月改善了0.6个百分点，地产投资的韧性基于两个原因，一个是销售需求市场保持高位平稳，保证了企业的销售回款收入；一个是资金流入量改善的情况下存量订单交付期的临近导致的企业赶工期。从我们微观调研结果来看，由于实体需求仍未企稳，市场资金流动性预计仍将不断流向地产行业，同时明年上半年是订单交付的高峰期，我们预期地产的韧性还将持续至明年上半年。

在过去一段时间里，受制于中美的贸易摩擦以及全球制造业逐渐迈入衰退周期（美国、欧洲、日本和韩国），中国的外需受到了不小的打击，体现在今年1-9月出口金额累计同比-0.1%，远低于18年全年累计9.8%的增速，同时1-9月的出口交货值累计同比2.4%，同样今年以来一直处于趋势性下降的态势，这也拉低了整体工业品价格和企业盈利。近期的新一轮中美经贸高级别磋商取得了一些进展，但转化到企业投资仍需要一定的时间。另外，从最新的谈判情况来看，人民币的贬值空间在四季度被大幅压缩，结合去年下半年企业为了躲避新增关税出现的“抢出口”的高基数，预计今年四季度出口会继续向下形成对经济的拖累。而企业进行资本开支的意愿和能力更多取决于盈利预期和需求状态，然而两者均不具备改善的条件，因此我们认为制造业投资仍处于继续探底的阶段。

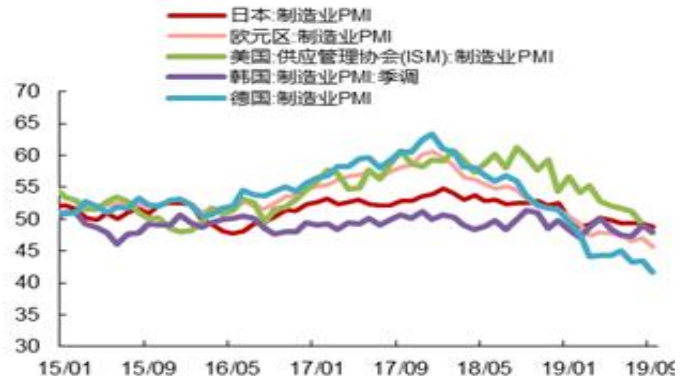
基建投资目前是唯—相对可控的经济支撑，1-9月不论是老口径的基建增速（3.4%）还是新口径的基建增速（4.5%）环比都出现了小幅的反弹，且年内始终呈现趋势上升的状态。由于上半年专项债的集中发行对于下半年的项目开始执行有一定的拉动作用，我们认为四季度基建投资增速仍有一定的上行空间，但考虑到目前地方政府的债务仍被严控，资金的乘数作用始终被抑制，整体基建发力的幅度难有明显提高，预计基建在四季度增速爬升至4%-5%。

图9：地产投资仍是固定资产投资中的中坚力量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

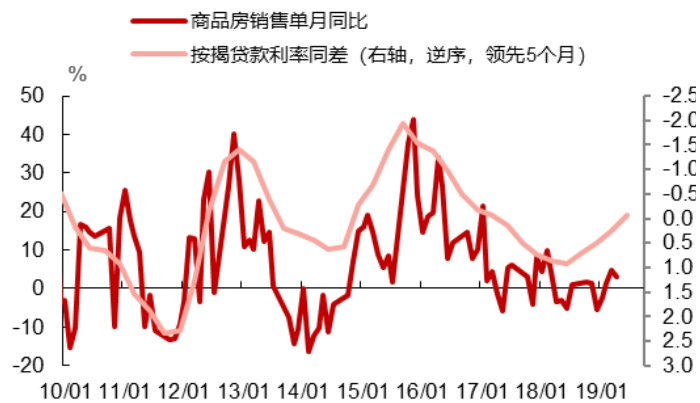
图10：主要经济体制造业PMI连续两个月位于荣枯线以下



资料来源：Wind，西部证券研发中心

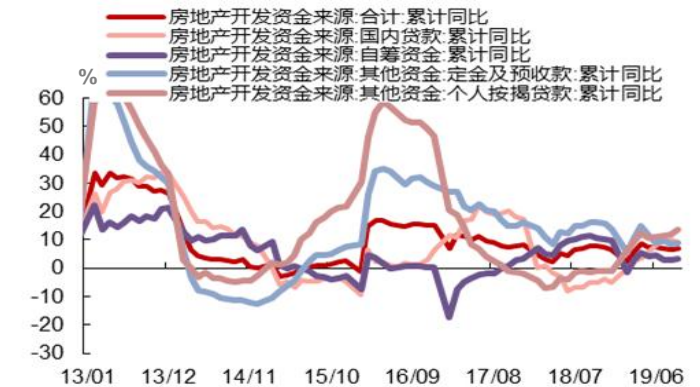


图 11: 流动性呵护下, 地产销售需求难有下滑



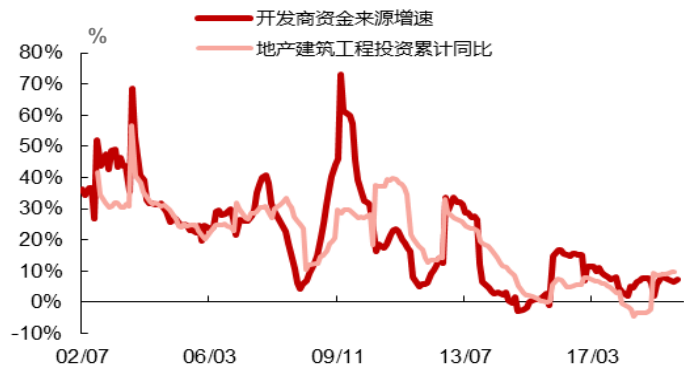
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 12: 房企到位资金改善, 主要贡献来自于销售回款



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13: 房企到位资金改善将驱动房企建筑过程加速



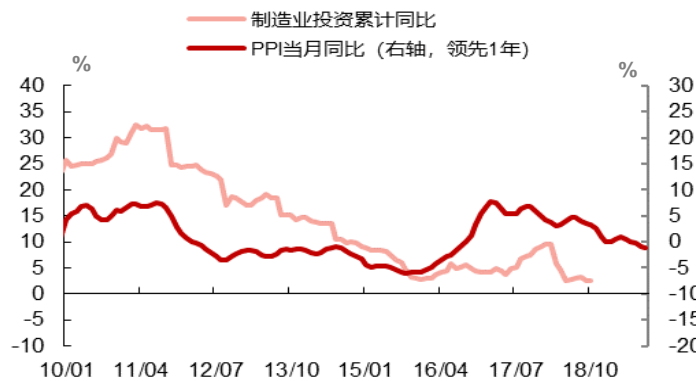
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 刚性订单交付量也处于加速累计过程, 企业对应需赶工期



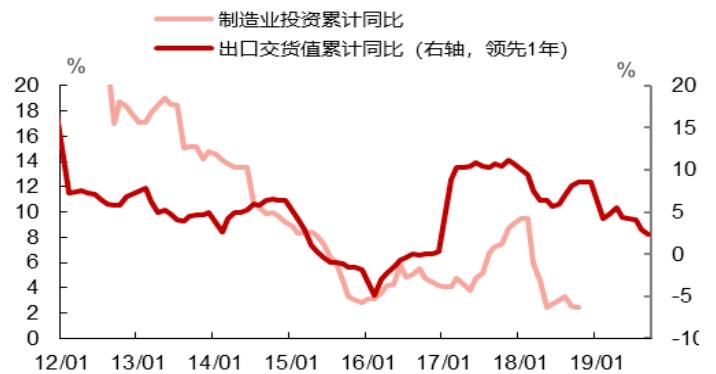
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 盈利预期制约企业投资行为



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 16: 外需放缓影响制造业企业投资

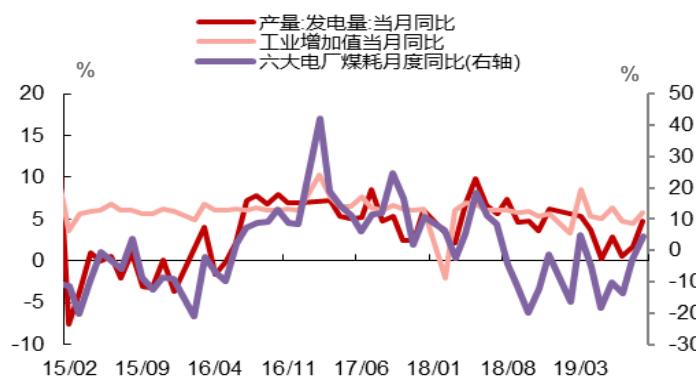


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

## 9月单月工业生产相关数据反弹并非实际生产活动反弹，实际需求仍然增长乏力

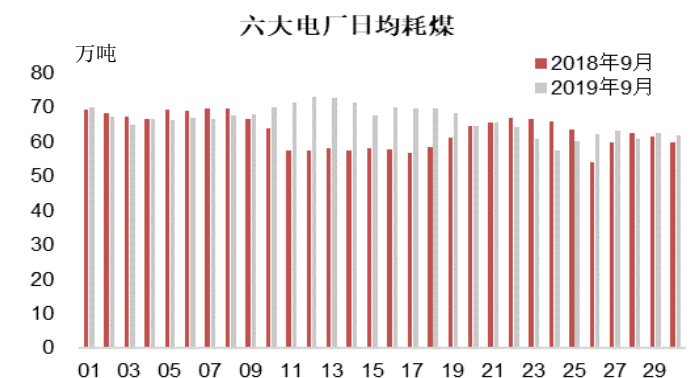
2019年9月表征工业生产活动的指标出现反弹，其中工业增加值单月增速为5.8%，较8月提高了1.4个百分点，同时全国发电量单月增速为4.7%，较前值增加3个百分点，对应的6大电厂耗煤量在9月也实现了年内首次同比增速转正，由8月的-2%变为5%。这个现象背后需要了解的是，究竟是不是生产活动实质性出现了反弹？我们的观点是，主要是天气原因驱动的。具体来看今年9月份的煤耗和去年9月份的煤耗，可以发现仅在9.10-9.20时间区间内出现了煤耗的显著差异，工业生产是个持续性的过程，很难出现如此大的波动，而如果对比看届时华东区域的气温（6大电厂的主要需求覆盖地）也是在那时出现了反季节的温度上升，另一个验证指标是9月的粗钢产量和PPI的同比增速较8月是在放缓的。因此我们判断，实际的生产活动仍未出现改善，这背后反应的是需求整体的增长乏力。

图 17：9 月单月表征工业生产指标出现明显反弹



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18：耗煤量的增加仅发生在 9.10-9.20



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：江浙区域 9.8-9.16 出现反季节高温



图 20：粗钢产量和工业品价格 9 月同比增速明显下降



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\\_9518](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9518)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>