

宏观研究/数据综述月报

2019年10月19日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：“六稳”是短期工作重点》2019.09
- 2《宏观：贸易摩擦或扰动工业生产预期》2019.08
- 3《宏观：Q2经济增速略超预期回落》2019.07

GDP 增速下行到 6.0%详解

2019年9月经济数据综述

三季度经济增速回落到+6%，四季度 GDP 仍有下滑可能

三季度 GDP 增速下行至+6.0%，较二季度下行 0.2 个百分点，低于我们预期和 Wind 一致预期 0.1 个百分点。工业生产数据反映设备制造、汽车制造业生产持续低迷，进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动，企业盈利虽在修复，但库存周期尚未切换到补库阶段。需求端消费仍有一定韧性，但传统制造业投资增速下行压力仍存。我们认为稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率。考虑全国经济普查可能会追溯调高今年 GDP 增速，四季度 GDP 仍然有下滑的可能，我们认为明年一季度的政策刺激变量可能会较强。

9月社零名义同比增速 7.8%，1-9月增速 8.2%，除汽车外消费有韧性

9月社零名义同比增速 7.8%，前值 7.5%，1-9月累计同比增速 8.2%。9月汽车、家具、家电和建筑装潢等限额以上零售同比增速分别为-2.2%、6.3%、5.4%和 4.2%。消费低迷的主因仍是汽车拖累，我们认为需求相对有限、基数渐高等因素影响，预计汽车消费增速依旧磨底震荡，随着二阶拐点逐步出现，对消费负向拖累有望逐步降低。9月及 1-9月的除汽车以外的消费品同比增速分别为 9.0%、9.1%，仍有韧性。各类消费刺激措施主要布局在挖掘消费潜力、优化消费结构、推动消费升级等方面，整体提振作用有限。我们预计，今年四季度消费数据将适当回升。

9月全国调查失业率 5.2%环比持平，就业形势总体稳定

9月全国城镇调查失业率 5.2%，环比持平，同比上行 0.3 个百分点。9月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，同比上行 0.5 个百分点。今年失业率中枢较去年明显提升，就业压力持续存在。后续随着经济增速下行压力加大，预计失业率将持续高于去年同期，民营小微企业融资问题及经营状况虽有逐步改善，但仍然面临较大困境，是就业市场最大的不确定性因素。预计失业率 5.5%左右仍将是今年重要的政策底线，随着经济回落，就业压力可能进一步增大，货币政策放松的核心考量之一就是托底就业形势。

9月工业增加值当月同比+5.8%，整体固定资产投资累计同比+5.4%

9月工业增加值当月同比+5.8%，重新回升到+5%以上。但三季度当季工业生产表现延续下行，2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%。根据统计局表述，前三季度高技术制造业增加值同比增长 8.7%（不变价），增速明显高于整体工业增加值，新产品新业态增长态势较为明确。制造业投资继续承压，基建投资年内难现大幅上行。1-9月制造业投资累计同比+2.5%维持低位；基建投资累计同比+4.5%，小幅上行；地产投资累计同比+10.5%，持平前值。1-9月整体固定资产投资累计同比+5.4%。

1-9月房地产开发投资同比+10.5%，增速与1-8月份持平

房地产开发投资自 4 月以来的高点（1-4 月累计同比+11.9%），5-9 月基本延续了总体回落的趋势，符合我们预期。然而房地产投资目前绝对数值仍处于两位数区间。目前来看，土地购置费的因素前一段时间不断减弱，但最近有回升的迹象。在建筑施工方面，竣工面积下降 8.6%，降幅收窄 1.4 个百分点。如果竣工面积降幅逐渐收窄甚至回升，带动明年地产投资增速可能仍然不低。1-9 月份，商品房销售面积同比下降 0.1%，降幅比 1-8 月份收窄 0.5 个百分点，我们认为，7 月底政治局会议提出绝不将房地产作为短期刺激经济的手段，预计未来房地产销售增速大幅反弹的可能性也较低。

风险提示：受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响，经济走势可能弱于预期。

三季度经济增速回落到+6%，四季度 GDP 仍有下滑可能

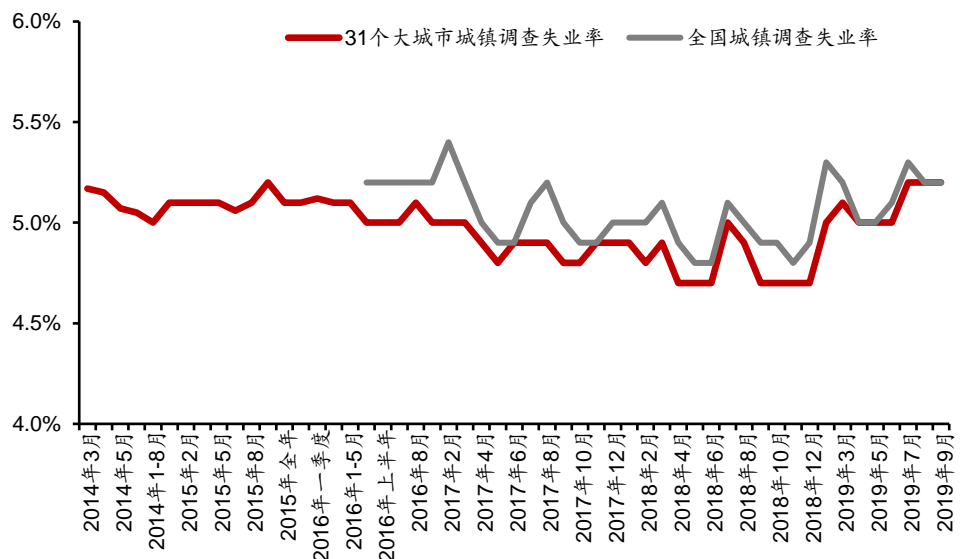
三季度 GDP 增速下行至+6.0%，较二季度下行 0.2 个百分点，低于我们预期和 Wind 一致预期 0.1 个百分点。工业生产数据反映设备制造、汽车制造业生产端持续低迷，我们认为进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动，企业盈利端虽在修复过程中，但库存周期尚未切换到补库阶段。需求端，消费仍有一定韧性，但传统制造业——食品烟酒、纺织家具等行业投资增速下行压力仍然存在。

9 月国常会部署加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，带动有效投资，尽快形成实物工作量。我们认为稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率。考虑全国经济普查可能会追溯调高今年 GDP 增速，四季度 GDP 仍然有下滑的可能，我们认为明年一季度的政策刺激变量可能会较强。

9 月全国调查失业率 5.2% 环比持平，就业形势总体稳定

9 月全国城镇调查失业率 5.2%，环比持平，同比上行 0.3 个百分点。9 月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，同比上行 0.5 个百分点。**2019 年，我国就业压力持续存在。**今年失业率中枢较去年明显提升，自今年 2 月至 8 月，全国调查失业率分别同比去年同期高 0.3、0.1、0.1、0.2、0.3、0.2 和 0.2 个百分点。后续随着经济增速下行压力加大，预计失业率将持续高于去年同期，我国民营和小微企业吸纳了全国约 80% 就业，民营小微企业融资问题及经营状况虽有逐步改善，但仍然面临较大困境，是就业市场最大的不确定性因素。我们预计失业率 5.5% 左右仍将是今年重要的政策底线，随着经济回落，就业压力可能进一步增大，货币政策放松的核心考量之一就是托底就业形势。

图表1：9 月全国城镇调查失业率 5.2% 环比持平

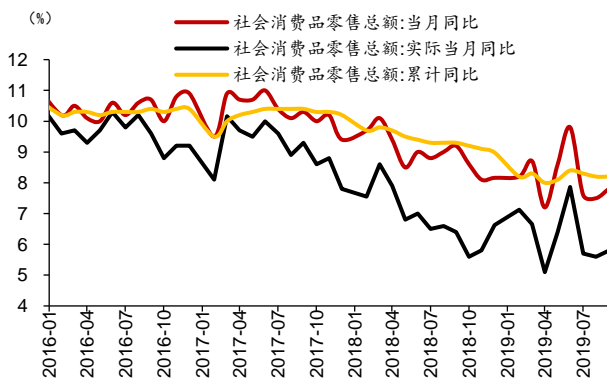


资料来源：Wind，华泰证券研究所

9月社零名义同比增速7.8%，除汽车外整体消费仍有韧性

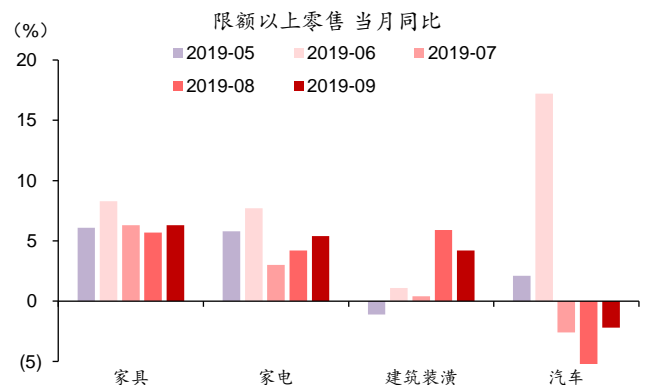
2019年9月，社会消费品零售总额名义同比增速7.8%，前值7.5%。1-9月社会消费品零售总额名义累计同比增速8.2%。社零数据结构分化，汽车与非汽车部分差异明显，9月数据分化主要为汽车销售拖累所致，但汽车消费拖累降低。9月除汽车以外的消费品零售额同比增长9.0%，1-9月除汽车以外的消费品零售额同比增长9.1%。9月限额以上企业商品零售同比增速为2.9%，其中9月汽车、家具、家电和建筑装饰等行业零售额同比增速分别为-2.2%、6.3%、5.4%和4.2%，较8月分别变动+5.9pct、+0.6pct、+1.2pct和-1.7pct。

图表2：9月社会消费品零售总额名义同比增速7.8%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

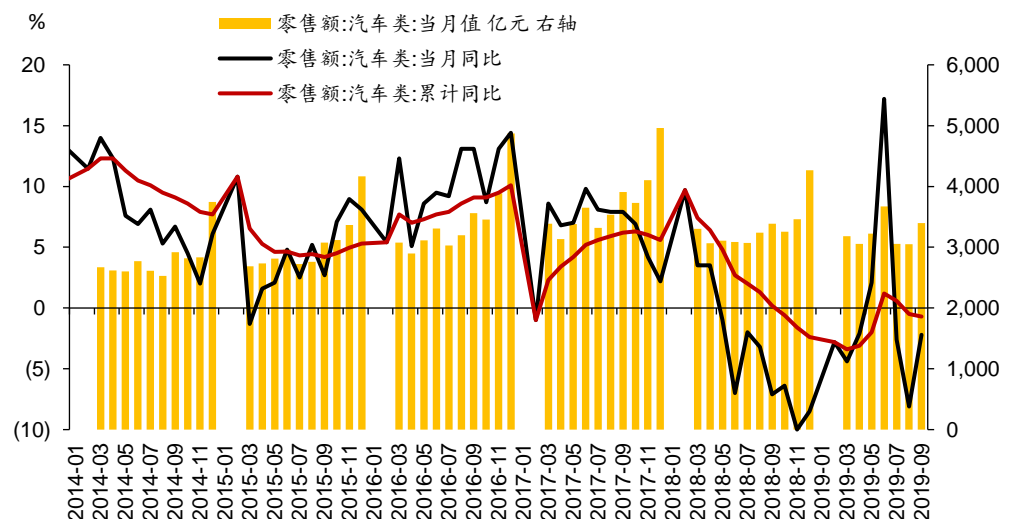
图表3：9月汽车、家电与家具同比增速回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费数据继续分化，汽车是主要拖累，整体消费有韧性不悲观。1-9月社会消费品零售总额累计同比8.2%，1-9月除汽车外部分总体增速维持在9.1%，成为消费韧性主要来源。而汽车是短期消费变动的重要拖累项，9月限额以上零售数据中汽车消费当月同比为-2.2%，较8月回升5.9个百分点，但依旧是拖累项，金九银十是汽车消费传统旺季，汽车消费阶段性回暖是意料之中，2020年春节较早，预计会导致部分需求前置，预计四季度汽车消费环比将有积极表现，同比增速仍处于磨底状态。同时，考虑2019年下半年汽车消费逐步增高，会对汽车消费增速带来一定负向扰动。综合来看，我们认为，随着汽车消费二阶拐点的出现，预计对经济的负向拖累会逐步下降，四季度汽车消费总体震荡磨底，未来将向0%以上增速的方向逐步修复。

图表4：汽车销售逐步出现二阶拐点，预计未来对消费负向拖累缓慢下降，但基数效应也有干扰



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2019年7月以来各地主要消费政策一览

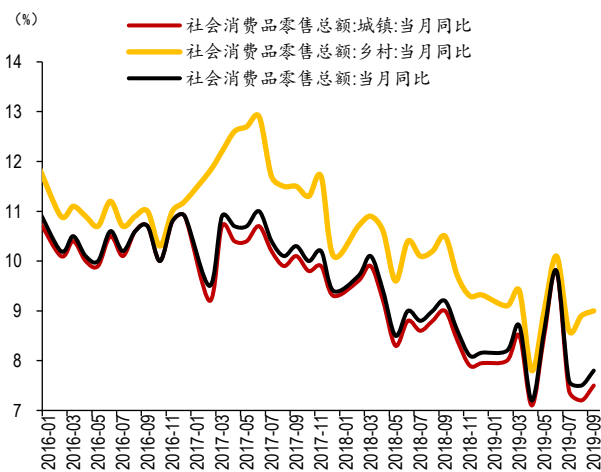
消费政策发文追踪			
日期	发文部门	发文字号	具体内容
7月15日	中华人民共和国国务院办公厅	国办函[2019]66号	国务院办公厅关于同意建立完善促进消费体制机制部际联席会议制度的函
7月31日	山东省人民政府	鲁政字[2019]143号	国务院办公厅关于同意建立完善促进消费体制机制部际联席会议制度的函
8月12日	中华人民共和国国务院办公厅	国办发[2019]41号	国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见(国办发[2019]41号)_政府信息公开专栏
8月16日	中华人民共和国国家发展和改革委员会	--	政策研究室副主任兼委新闻发言人孟玮答问之二：关于促消费政策
8月16日	中华人民共和国国务院办公厅	国办发[2019]42号	国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见(国办发[2019]42号)_政府信息公开专栏
8月24日	中华人民共和国中央人民政府	--	9措施激发文化和旅游消费潜力
8月24日	中华人民共和国中央人民政府	--	文旅消费迎来更多实惠
9月18日	中华人民共和国中央人民政府	--	破解体育产业发展的制度性和体制性难题——国家体育总局副局长李颖川解读《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》
9月19日	中华人民共和国中央人民政府	--	体育产业迎来重大利好——国家体育总局、国家发改委官员谈《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》
9月19日	中华人民共和国中央人民政府	--	促进全民健身 扩大体育消费
9月23日	中华人民共和国中央人民政府	--	民政部负责同志就《关于进一步扩大养老服务供给 促进养老服务消费的实施意见》回答记者提问

资料来源：Wind，华泰证券研究所

近期出台多项消费刺激政策，旨在挖掘消费潜力、优化消费结构、推动消费升级。二、三季度以来各类消费刺激政策频出，6月印发《推动重点消费品更新升级、畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》，7月完善促进消费体制机制设立联席会议制度，8月政策要求加快发展流通促进商业零售，7月以后各地方政府也积极配合出台配套措施。我们认为各项政策主要布局在挖掘消费潜力、优化消费结构和推动消费升级等方面，符合用供给侧改革解决总需求问题的思路，但对整体消费提振有限。部分消费升级类商品增速加快已有表现，限额以上单位化妆品类商品13.4%，增速比上月加快0.6个百分点。

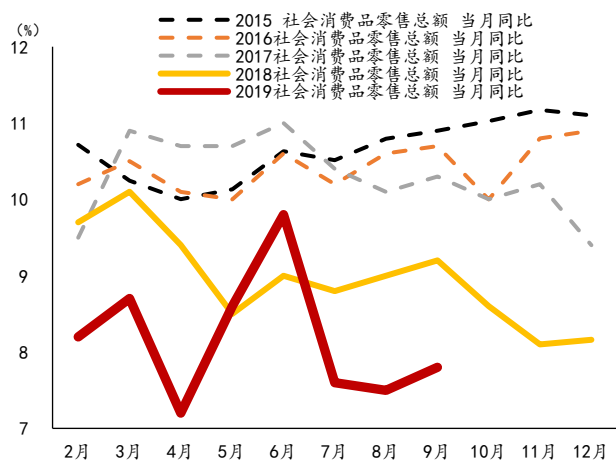
同时，2019年7月政治局会议强调“有效启动农村市场”，强调挖掘农村消费市场潜力；近年来乡村消费增速总体高于社零消费及城镇消费增速，9月乡村消费零售额同比增速9.0%，1-9月乡村消费累计同比9.0%。考虑乡村消费占整体消费比重较低，希望通过提升乡村消费带动整体消费超预期上行的可能性较低，但乡村消费的进一步扩大和发展也会对整体消费产生支撑。

图表6：乡村消费增速相对较快，但因份额较小影响有限



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2018年下半年低基数，预计对2019下半年社零有支撑



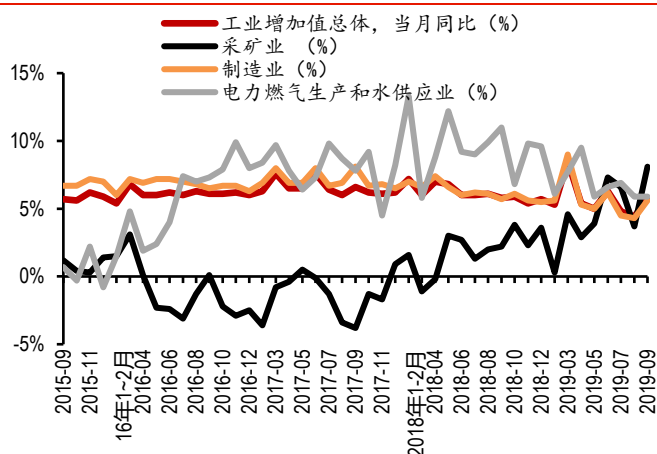
资料来源：Wind，华泰证券研究所

9月工业增加值当月同比+5.8%

9月份工业增加值当月同比+5.8%，重新回升到+5%以上。但三季度当季工业生产表现延续下行，2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%。9月份，采矿业增加值同比增长8.1%，增速较8月份上行4.4个百分点；制造业增长5.6%，较前值上行1.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.9%，持平前值。根据统计局表述，前三季度高技术制造业增加值同比增长8.7%（不变价），增速明显高于整体工业增加值，新产品新业态增长态势较为明确。

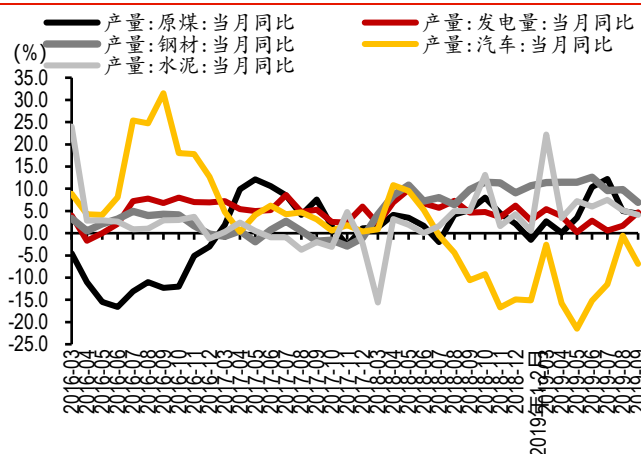
三季度工业生产数据回落幅度较大的是通用和专用设备制造业，汽车生产也持续低迷，可能受贸易摩擦预期影响。8月份的台风等异常天气、以及临近国庆的环保限产等因素，对三季度工业生产形成了一定负面影响，我们认为四季度工业生产数据可能小幅反弹；四季度末或是PPI同比的阶段性低点，PPI和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；库存周期一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年二季度转入主动补库阶段。

图表8：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：部分工业产品产量当月同比 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

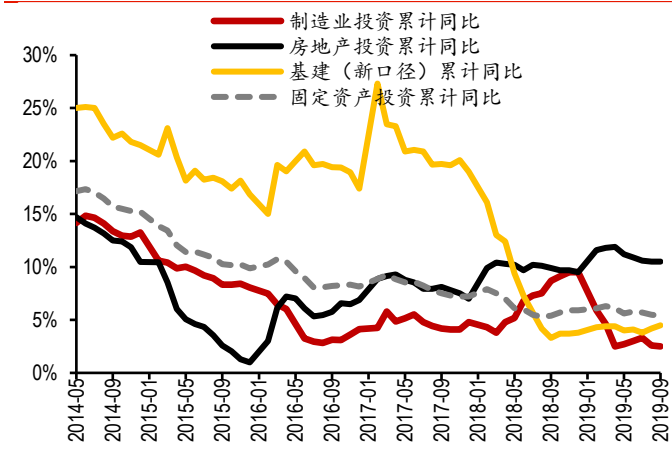
制造业投资继续承压，基建投资年内难现大幅上行

1-9月制造业投资累计同比+2.5%维持低位；基建投资累计同比+4.5%，小幅上行；地产投资累计同比+10.5%，持平前值。1-9月整体固定资产投资累计同比+5.4%。

贸易摩擦影响进出口产业链未来需求预期，企业资本开支意愿受限；中小企业融资情况未见根本性好转，对需求侧长期预期偏悲观，对制造业资本开支形成制约。去年10-12月基数维持较高，Q4制造业投资数据继续承压。但制造业投资仍然存在一些积极的结构因素，高技术制造业、技术改造投资增长均较快。1-9月高技术制造业投资增速+12.6%，较1-8月继续加速。随着工业企业价格-盈利改善，生产和资本开支端意愿也将逐渐修复，有望带动传统制造业投资增速企稳。

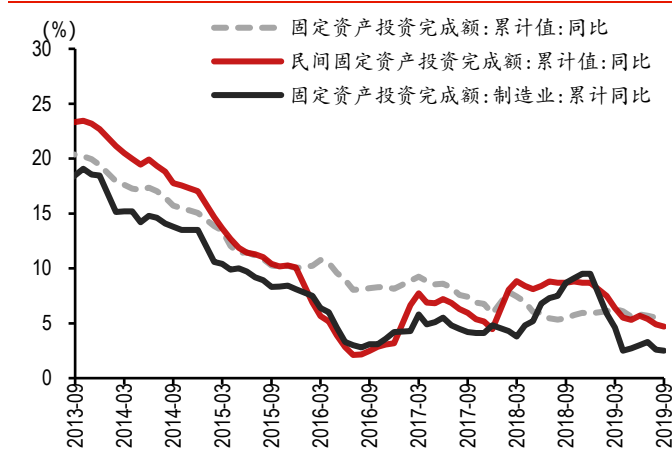
基建投资继续结构分化，专项债利好逻辑可能在明年一季度显现。地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-9月同比增速较前值小幅回升到+0.9%，但今年整体表现远低于预期，我们认为地方政府基建资金来源仍然受限。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，对基建投资或有一定正面意义，但年内呈现明显正面影响的可能性有限，更可能随着明年专项债新增额度发行、2020Q1开始看到政策效果。老旧小区改造等补短板概念或将是基建主要发力领域。

图表10：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



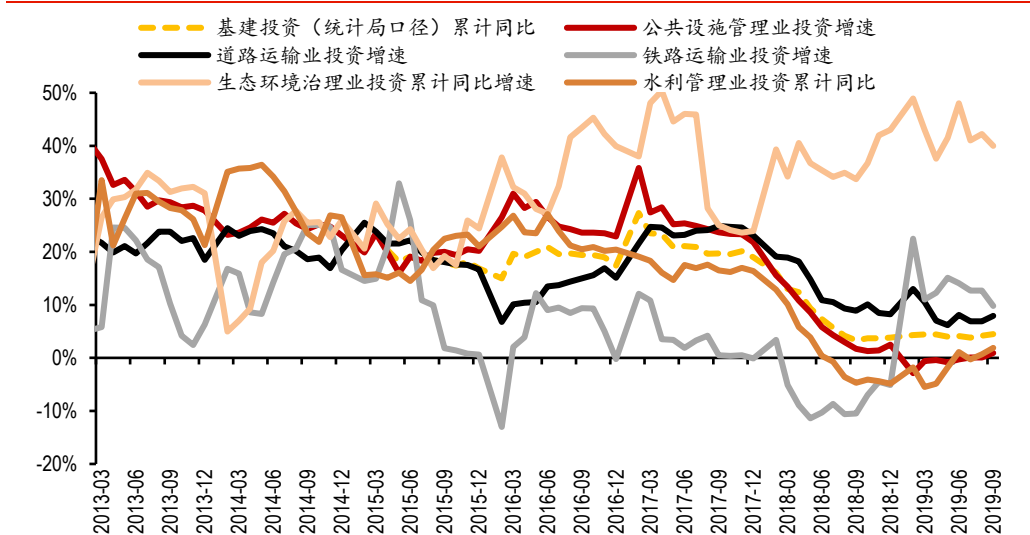
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：铁路投资和公共管理业投资持续分化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-9月房地产开发投资同比+10.5%，增速与1-8月份持平

房地产开发投资自4月以来的高点(1-4月累计同比+11.9%)，5-9月基本延续了总体回落的趋势，符合我们预期。然而房地产投资目前绝对数值仍处于两位数区间，我们认为，房

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_9523

