



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

9 月内需企稳回升势头较为明显

2019 年 10 月 19 日

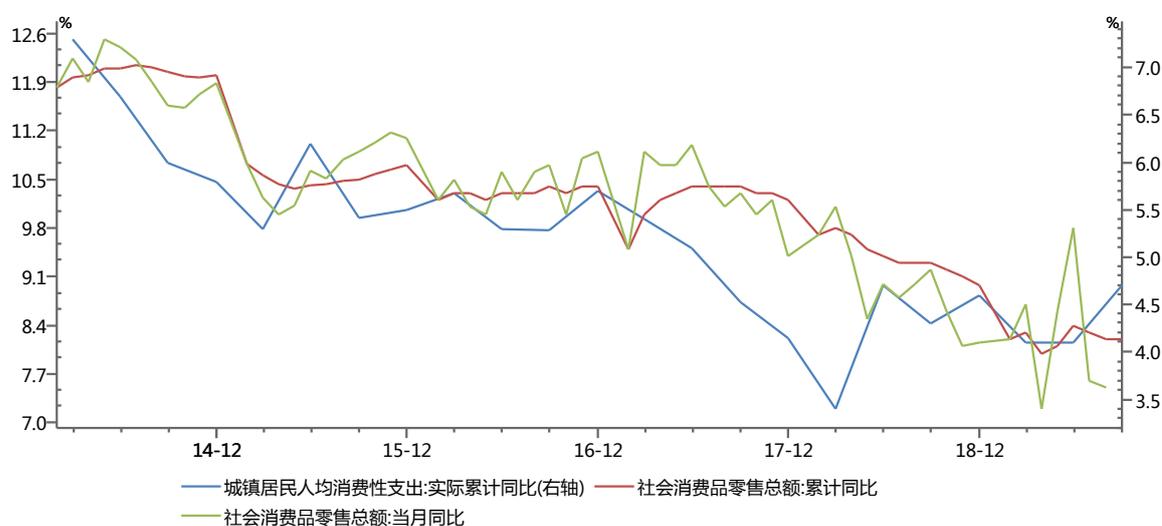
摘要:

- 9 月份, 社会消费品零售总额 34495 亿元, 同比增长 7.8%, 增速比 8 月份加快 0.3 个百分点。特别是前三季度, 全国居民人均消费支出 15464 元, 同比增长 8.3%, 比上半年回升 0.3 个百分点。其中, 人均服务性消费支出增长 10.2%, 增速快于居民人均消费支出 1.9 个百分点。
- 前三季度社会消费品零售总额增速下滑 0.2 个百分点, 并不代表消费不好, 主要有以下两个方面原因: 一是社会消费品零售总额既包括销售给企业、事业、行政单位的零售额, 而近年来公款消费现象得到了很大的限制, 公款消费不属于支出法中的消费范畴之中; 二是社会消费品零售总额不包括教育、医疗、住房、文化、艺术、娱乐等服务消费, 而三季度第三产业同比实际增速为 7.2%, 比二季度高 0.2 个百分点, 9 月份的服务业 PMI 指数与服务业生产指数, 均较 8 月明显好转, 分别提高 0.5 和 0.3 个百分点。
- 前三季度的固定资产投资增速比 1-8 月回落了 0.1 个百分点至 5.4%, 但由于是累计的名义增速, 如果考虑到 PPI 同比增速从今年 4 月的 0.9% 一直下滑到 9 月的 -1.2%, 由于与 PPI 高度正相关, 固定资产投资价格指数的下滑幅度也一定不会小, 考虑到 1-9 月的固定资产投资增速只比 1-5 月下滑 0.2 个百分点, 固定资产投资的实际增速自 5 月以来应该是上升的。
- 基础设施投资增速从 1-7 月的 2.9% 上升到前三季度的 3.4%, 回升了 0.5 个百分点。随着明年专项债的落实和各地大量基础设施项目的陆续开工, 基础设施投资增速的继续回升最为确定; 而从房地产投资增速看, 前三季度与 1-8 月持平, 考虑到前三季度较 1-8 月, 商品房销售额上升了 0.4 个百分点至 7.1%, 销售面积上升 0.5 个百分点至 -0.1%, 房地产开发企业到位资金增速上升 0.5 个百分点至 7.1%, 9 月房地产景气指数上升 0.2 个百分点到 101.1, 已经连续两个月上升; 再从表现最差的制造业投资看, 前三季度也仅比 1-8 月下滑 0.1 个百分点至 2.5%, 考虑到 9 月 PPI 同比下滑了 0.4 个百分点至 -1.2%, 在考虑价格因素后的 9 月制造业实际增速肯定是上升的, 而从企业利润增速看, 1-8 月为 -1.7%, 与 1-7 月持平, 比上半年回升 0.7 个百分点。企业利润的企稳为制造业投资回升创造了条件, 相信随着 PPI 同比在今年年底触底回升后, 制造业投资的回暖也是可以期待的。

一、9月个人消费支出的回暖势头较为明显

前三季度，社会消费品零售总额 296674 亿元，同比增长 8.2%，比上半年下滑 0.2 个百分点。但 9 月份，社会消费品零售总额 34495 亿元，同比增长 7.8%，增速比 8 月份加快 0.3 个百分点。特别是前三季度，全国居民人均消费支出 15464 元，同比增长 8.3%，比上半年回升 0.3 个百分点。其中，人均服务性消费支出增长 10.2%，增速快于居民人均消费支出 1.9 个百分点。个人消费支出同比与社会消费品零售总额同比的差异，是支出法口径下的消费与社会消费品零售总额的分化造成的（图 1 所示）。

图 1 三季度个人消费支出与社会消费品零售总额同比增速出现分化



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

究其原因，主要有以下两个方面：一是社会消费品零售总额既包括销售给农村和城镇居民住户的零售额，也包括销售给企业、事业、行政单位的零售额，后者不属于居民个人消费；二是社会消费品零售总额不包括教育、医疗、住房、文化、艺术、娱乐等服务，居民个人消费则包括对这些服务的消费。近年来，公款消费现象得到了很大的限制，这是社会消费品零售数据不佳的主要原因；而个人服务性消费的增长速度较好，社会消费品零售数据又没有统计进去。

从社会消费品零售数据看，由于今年前三季度的汽车类销售在限额类社会消费品零售总额中的占比高达 28.58%，汽车的销售好坏往往会对社会消费品零售总额增速起到决定性作用（图 2 所示），所幸国家统计局已经认识到这个问题，并从今年 7 月起开始公布扣除汽车后的社会消费品零售总额增速，均明显高于原有数据。由于去年汽车销售基数原因，10 月社会消费品零售总额增速应在 9 月基础上继续改善，而 11-12 月则要看往年的年底销售回暖的季度性效应能否出现（图 3 所示），因而仍具有不确定。

而从服务业的景气度看，三季度中国第三产业同比实际增速为 7.2%，比二季度高 0.2 个百分点，比三季度 GDP 实际增速高 1.2 个百分点。而 9 月份的服务业 PMI 指数与服务业生产指数，均较 8 月明显好转，分别提高 0.5 和 0.3 个百分点（图 4 所示）。

图2 汽车销售会对社会消费品零售总额增速的扰动较大

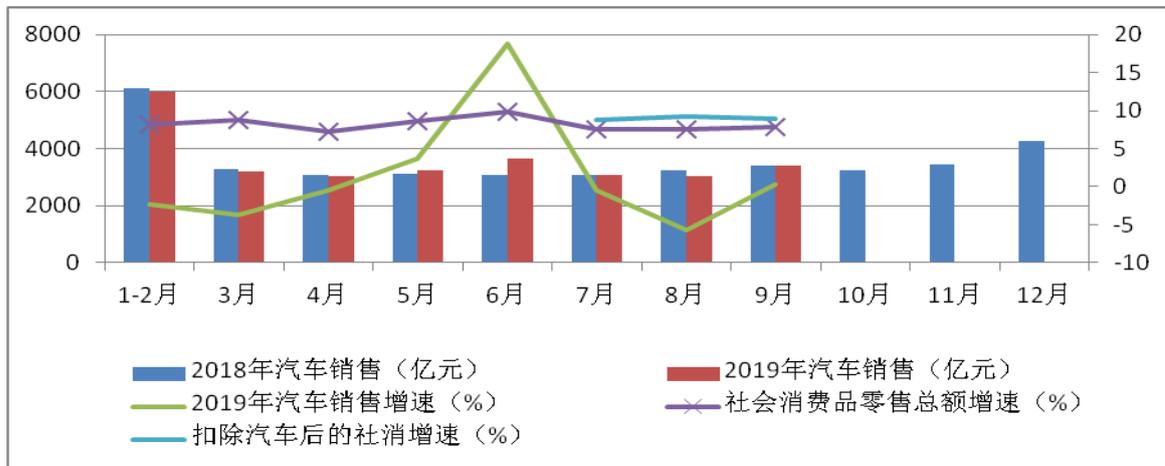


图3 中汽协数据表明中国汽车销售的年末效应比较明显

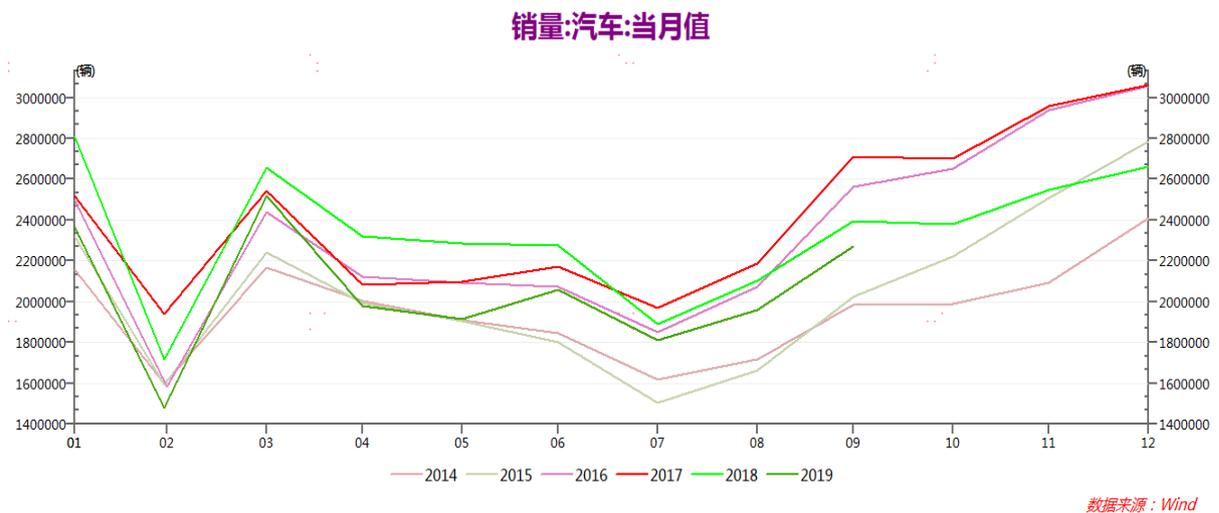
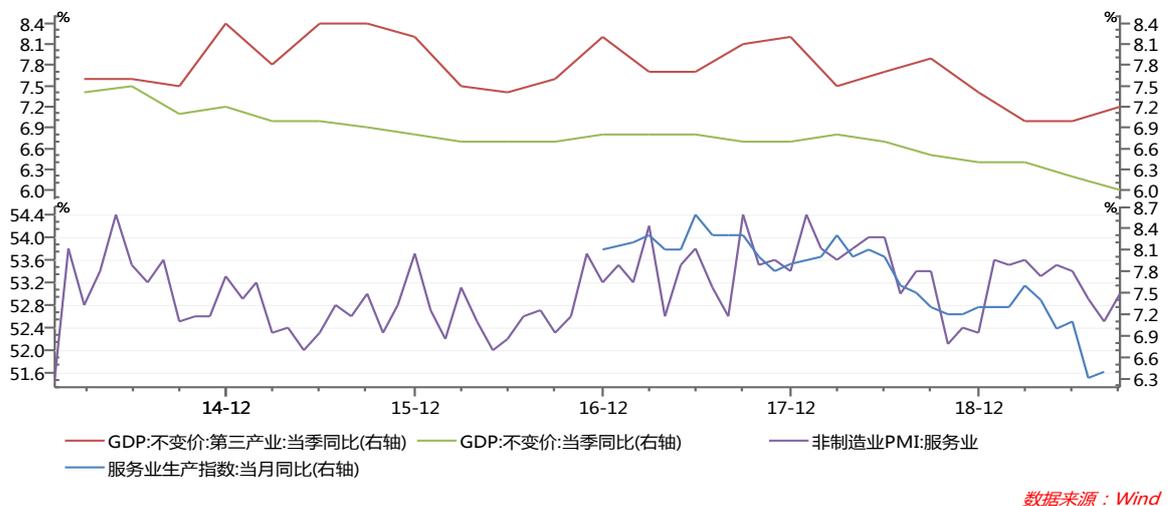


图4 第三季度中国服务业的景气度回升明显

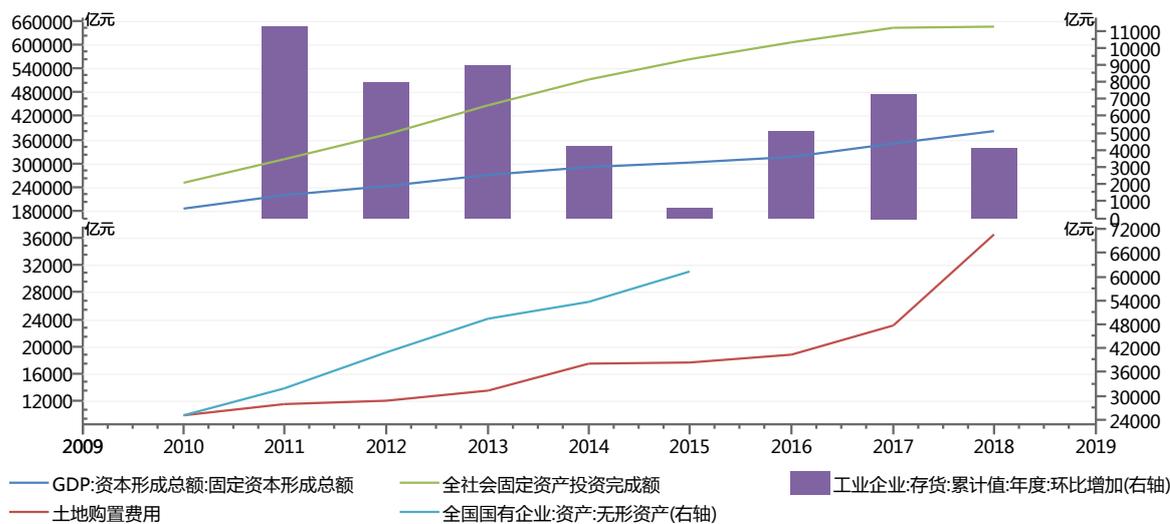


资料来源: WIND 第一创业整理

二、9月投资增速也有企稳回升的趋势

虽然前三季度的固定资产投资增速比1-8月回落了0.1个百分点至5.4%，但支出法GDP中的投资是指资本形成总额，资本形成总额包括固定资本形成总额和存货变动两部分，固定资产投资实际上是与其中的固定资本形成总额相对应的统计指标，但两者在内涵上仍然存在明显的区别（图5所示），主要表现在以下两个方面：一是全社会固定资产投资包括土地购置费，旧设备和旧建筑物购置费，而固定资本形成总额不包括这些费用。GDP是生产活动成果，不是生产活动成果不能计算到GDP中去。土地购置费是指通过划拨方式或出让方式取得土地使用权而支付的各项费用，这种土地使用权不是生产活动的成果，所以资本形成总额不包括土地购置费。旧设备和旧建筑物虽然是生产活动成果，但是它们已经包括在前期或者当期的固定资本形成总额中，不能重复计算。二是全社会固定资产投资不包括矿藏勘探、计算机软件等无形生产资产方面的支出，而固定资本形成总额包括这方面的支出。就计算机软件来说，它和计算机硬件一样，能够在生产过程中长期发挥作用，相应的支出应当作为固定资本形成处理。从图5中我们可以看出，自2010年以来固定资本形成总额与固定资产投资之间的差异越来越大，主要是因为土地购置费快速增加所致。而企业无形资产的增速和存货的变化也较为剧烈，因而支出法中的投资增速实际上是很难估算的。

图5 资本形成总额与固定资产投资的差异来源



数据来源: Wind

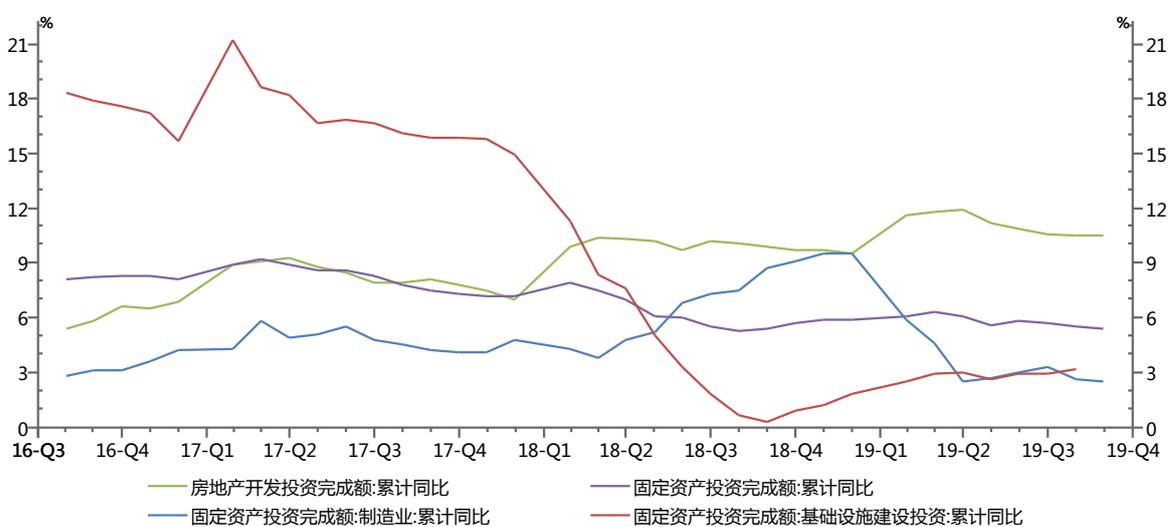
资料来源: WIND 第一创业整理

虽然前三季度的固定资产投资增速比1-8月回落了0.1个百分点至5.4%，但由于是累计的名义增速，如果考虑到PPI同比增速从今年4月的0.9%一直下滑到9月的-1.2%，而且下滑幅度越来越大，考虑到与PPI同比高度的正相关性，固定资产投资价格指数的下滑幅度也一定不会小，考虑到1-9月的固定资产投资增速只比1-5月下滑0.2个百分点，固定资产投资的实际增速自5月以来应该是上升的。

再从固定资产投资的三大组成看（图6所示），基础设施投资企稳回升的态势最为明显，从1-7月的2.9%上升到前三季度的3.4%，回升了0.5个百分点。随着明年专项债的落实和各地大量基础设施项目的陆续开工，基础设施投资增速的继续回升最为确定。而从房地产投资增速看，今年以来一直

保持着较好平稳的发展态势，前三季度与1-8月持平，考虑到全国商品房销售额在1-9月上升了0.4个百分点至7.1%，销售面积上升0.5个百分点至-0.1%，全国房地产开发企业本年到位资金增速上升0.5个百分点至7.1%。从以上数据看，前期对于房地产的调控应以稳为主，房地产业的景气度也并未出现走弱，9月房地产景气指数上升0.2个百分点到101.1，已经连续两个月上升。再从表现最差的制造业投资看，前三季度也仅比1-8月下滑0.1个百分点至2.5%，考虑到9月PPI同比下滑了0.4个百分点至1.2%，在考虑价格因素后的9月制造业实际增速肯定是上升的，而从企业利润增速看，1-8月为-1.7%，与1-7月持平，比上半年回升0.7个百分点。企业利润的企稳为制造业投资回升创造了条件，相信随着PPI同比在今年底触底回升后，制造业投资的回暖也是可以期待的。

图6 前三季度固定资产投资增速表现平稳



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

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_9527



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn