

固定收益研究/动态点评

2019年10月18日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1 《固定收益研究:量价摆布的新思考》
2019.10

2 《固定收益研究:金融数据超预期的背后原因更值得关注》2019.10

3 《固定收益研究:刚需与食品“冰火两重天”》2019.10

增长触“底线”,逆周期方式是关键

2019年9月经济数据点评

单月好转不改走弱趋势,关注政策基调

9月经济如期反弹,尤其体现在生产和消费领域的改善。但经济的单月修复不能改变三季度经济的整体颓势。综合7-9月数据,投资稳步下行符合预期,而生产端的降温显著,总需求的低迷已经传导至总供给的疲软,工业通缩的程度和持续性值得关注。根据目前GDP下行的惯性,以及四季度尚未提出明确的经济调控措施,四季度经济破6%的可能性提高,给企业和政府部门都带来了不小的压力。据金稳会第八次会议的定调“金融风险趋于收敛,加大逆周期调节力度”,我们认为四季度政策会再次向“稳增长”领域倾斜,10月底的政治局会议值得关注。

稳基建是抓手,依靠财政与货币金融组合拳

1-9月基建投资累计同比4.5%,回升0.3个百分点。8月贸易摩擦升级,经济数据全面下滑不及预期,宏观逆周期调节的压力有所加大。央行全面降准助力专项债发行、财政季末月份发力稳增长,同时专项债配套融资效果有所体现,财政与金融配合维持了基建较好表现。财政与货币金融政策结合、发挥政策性金融机构的逆周期调节作用是当下政策思路。今年9月PSL出现6个月以来的首次净投放,预计央行后续仍将加大PSL投放力度,政策性银行加大对专项债项目的配套融资,撬动专项债资金杠杆。

销售稳健是地产投资韧性之源,考验或在明年

1-9月房地产开发投资累计同比10.5%,持平于前值。施工的稳健与竣工增速的显著回升,继续带动建筑与安装工程投资。房企融资渠道收紧的环境中,“以价换量”消化库存成为主要回款策略,稳健的销售回款是维持地产投资强度之源。开工走低、竣工回升的趋势或演进,施工重心整体后移,短期投资韧性还能够维持。但当竣工高增长、而前端开工项目不足以续接时,施工增速面临大幅度回调风险,房地产投资回落的节奏也可能加快。

制造业内生投资意愿不足,政策引导加大高技术制造业投资

1-9月制造业投资累计同比2.5%,回落0.1个百分点。高技术制造业投资累计同比12.6%,回升0.6个百分点。9月PPI继续探底,出口下滑、内需不足,工业品通缩与企业盈利负增长的状况还未好转。外生性需求的底部拐点或领先于投资增速企稳,而前者还未出现。在制造业投资自发性意愿不足的情况下,政府通过财政与货币金融支持,引导民间资本加大高端制造业领域投资,仍会是政策对冲制造业下行的主要方向。

汽车消费降幅收窄,地产后周期品需求有待释放

9月社零名义值同比7.8%,回升0.3个百分点。9月汽车零售同比降幅收窄5.9个百分点,是消费回暖的主要贡献。商品房住宅销售自7月以来稳健修复,由于“购房略领先于购车”的经验表现,汽车消费无须过度悲观,随着需求透支消化仍有稳步复苏动力。近期地产竣工持续提速,地产后周期消费品的需求可能逐步积累。经济下行、就业市场不稳仍是目前阻碍消费复苏的主因。9月城镇调查失业率同比走高,耐用品支出意愿仍有抑制。

市场启示

后续需关注:1、经济触及底线后的政策基调变化,金融数据好转、基建项目审批加速,加上专项债提前发行可能,市场难以形成持续下行预期;2、近期经济下、通胀上,预计仍以结构性政策为主;3、预计明年房地产投资下行,基建和库存周期向上,两种力量交织;4、债市对增长数据低于预期麻木。经济继续下行空间有限,而政策加码可能体现在宽信用,而非简单的货币放松。经济下、通胀上,经济增速触及下限反而降低了继续下行的想象空间,这些决定了债市短期仍将震荡为主,关注安全边际能否出现。

风险提示:四季度房地产投资超预期回落、中美贸易谈判出现反复。

事件：

10月18日，国家统计局公布三季度经济数据：

第三季度实际GDP同比增长6%，市场预期6.1%，前值6.2%。

1-9月城镇固定资产投资同比增长5.4%，市场预期5.5%，前值5.5%。

1-9月房地产开发投资同比增长10.5%，前值10.5%。

9月工业增加值同比增长5.8%，市场预期5.2%，前值4.4%。

9月社会消费品零售总额同比增长7.8%，市场预期7.8%，前值7.5%。

图表1：9月经济数据概览

宏观指标	市场预期	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12	18-11	18-10	18-09	18-08	18-07
GDP	单季 %	6.1	6.0		6.2			6.4			6.4			6.5		
工业增加值	单月 %	5.2	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3	5.7	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0
城镇调查失业率	单月 %	-	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3	4.9	4.8	4.9	4.9	5.0	5.1
投资	累计 %	5.5	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	5.9	5.9	5.7	5.4	5.3	5.5
制造业	累计 %	-	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9	9.5	9.5	9.1	8.7	7.5	7.3
基建	累计 %	-	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3	3.8	3.7	3.7	3.3	4.2	5.7
地产	累计 %	-	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6	9.5	9.7	9.7	9.9	10.1	10.2
社零	单月 %	7.8	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	8.2	8.1	8.6	9.2	9.0	8.8
出口	单月 %	-2.6	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57	3.9	14.3	13.9	9.6
进口	单月 %	-4.7	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63	2.9	20.3	14.4	20.7
贸易差额	亿美元	333.4	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.4	418.5	330.8	303.2	262.0
CPI	%	2.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	2.5	2.1
PPI	%	-1.3	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3	3.6	4.1
信贷	亿元	14200	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800	12500	6970	13800	12800
社融	亿元	18000	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898	15239	7420	21691	19391
M2	%	8.2	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1	8.0	8.0	8.3	8.2
M1	%	-	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7	4.0	3.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

单月好转不改走弱趋势，关注政策基调

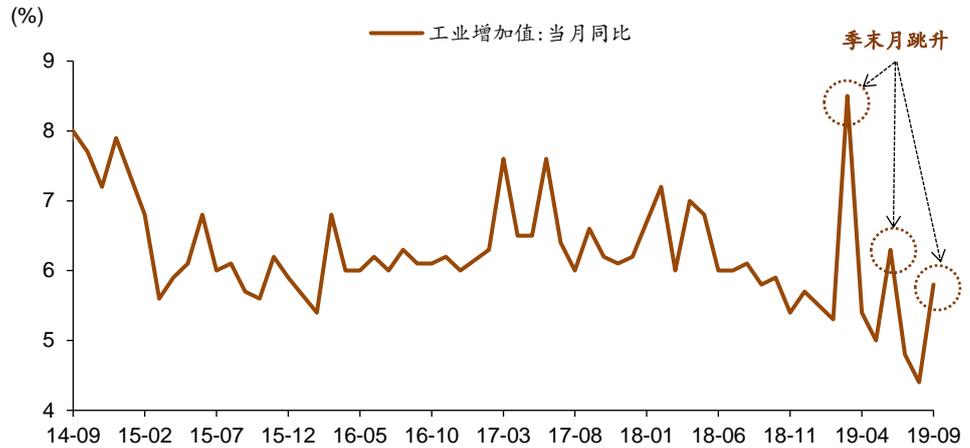
总体来看，9月经济如期反弹，尤其体现在生产和消费领域的改善。一方面由于出口交货值改善，另一方面和今年经济数据“季末反弹”的特征有一定关系。但是9月经济的单月修复，不能改变三季度经济的整体颓势。综合7-9月数据，投资稳步下行符合预期，而生产端的降温较为剧烈，说明总需求的低迷已经传导总供给的疲软，结合PPI数据，工业通缩的程度和持续性值得关注。

从经济增速的角度看，三季度GDP同比6%，1-3季度累计同比6.2%，虽然今年整体增速目标实现基本可以确保，但单季度GDP触碰容忍下限，也值得引起关注。根据目前GDP下行的惯性，以及四季度尚未提出明确的经济调控措施（专项债提前发行与否尚未确定），四季度经济破6%的可能性在显著提高，给企业和政府部门都带来了不小的压力。根据9月29日，金稳会第八次会议的定调“金融风险趋于收敛，加大逆周期调节力度”，我们认为四季度政策再次会向“稳增长”领域倾斜，10月底的政治局会议值得关注。

生产显著改善，但复苏持续性存疑

9月规模以上工业增加值同比增长5.8%，回升1.4个百分点，显著好于市场预期。但平均来看，三季度平均5.0%，相比二季度下滑0.6个百分点。分三大门类看，9月采矿业增加值同比增长8.1%，加快4.4个百分点；制造业增长5.6%，加快1.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.9%，与上月持平。

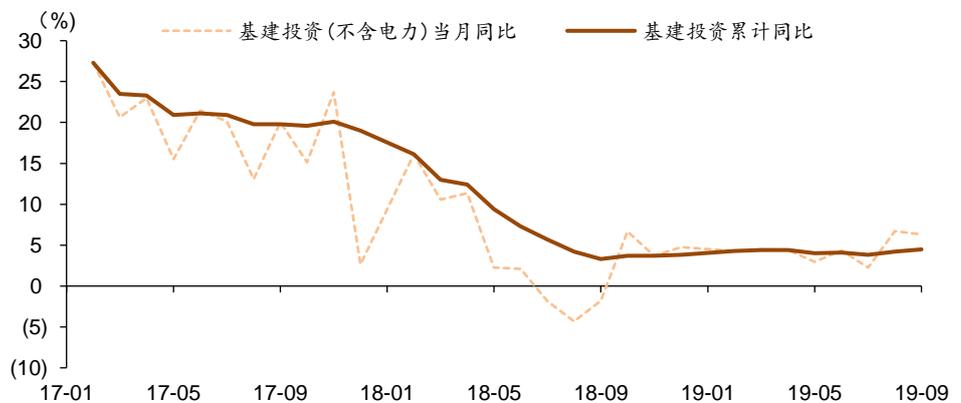
采矿业增速达到该指标公布以来的最高水平，但是随着冬季环保因素的影响，采矿业生产可能也难以保持快速增长的态势。制造业增长则和出口生产改善有关，9月出口交货值同比下降0.7%，比8月降幅收窄3.6个百分点。但是由于贸易摩擦的反复性和不确定性，我们对出口拉动制造业修复的持续性存疑。综合而言，目前受制于总需求的压制，工业生产仍处于主动去库存的低点阶段，生产端难以在短期内提高景气度，低PPI水平对利润的抑制也会影响生产的积极性。所以9月的工业增加值修复的持续性，需要进一步观察。

图表2：工业增加值反弹


资料来源：Wind，华泰证券研究所

稳基建是抓手，依靠财政与货币金融的组合拳

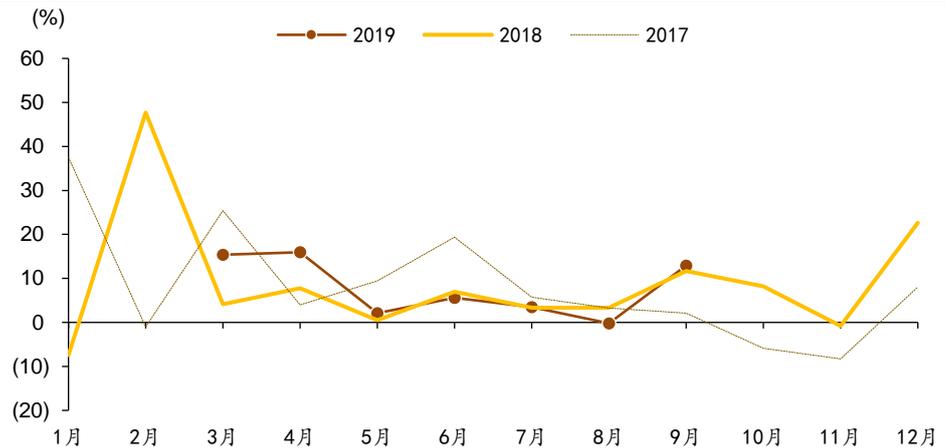
1-9月基建（不含电力）投资累计同比4.5%，回升0.3个百分点；单月同比6.3%，回落0.4个百分点。政府主导投资继续发力。8月贸易摩擦升级，经济数据全面下滑并不及预期，宏观逆周期调节的压力有所加大。9月国常会部署“六稳”工作、金稳委两次召开会议强调加大逆周期调节力度。于是，央行全面降准助力专项债发行、财政季末月份发力稳增长。9月一般公共预算支出增速12.9%，在基数走高的前提下，仍大幅提速13.1个百分点。尤其基建相关的节能环保、城乡社区与农林水事务支出增速较高。同时专项债配套融资效果有所体现，9月基础设施行业的中长期贷款余额同比增长8.9%，达年内高点。财政与金融配合维持了基建较好表现。

图表3：基建投资继续发力


资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然9月份生产数据边际向好，但可能如今年3、6月份，只是季末月的“昙花一现”，而三季度6.0%的GDP增速已触及政府目标底线，因此宏观逆周期加码的紧迫度进一步加大。财政与货币金融政策结合、发挥政策性金融机构的逆周期调节作用是当下政策思路。今年9月PSL出现6个月以来的首次净投放，预计央行后续仍将加大PSL投放力度，政策性银行加大对专项债项目的配套融资，撬动专项债资金杠杆。另一面，国常会部署后，地方已积极上报基建项目。据全国投资项目在线审批监管平台，9月份上报的基建投资项目达到6.2万亿，环比增119%，是近年来的新高。四季度基建投资仍有望稳中提速。而当年专项债额度已发行完毕，经济触底线或令提前发债的预期又有所升温。

图表4：一般公共预算支出增速高基数下反弹

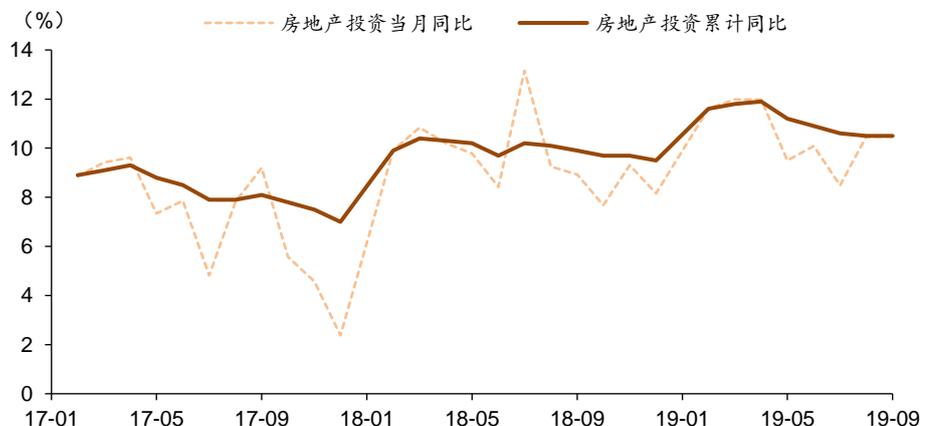


资料来源：Wind，华泰证券研究所

销售稳健是地产投资韧性之源，考验或在明年

1-9月房地产开发投资累计同比10.5%，持平于前值。投资的高韧性仍在维持，主要受益于施工的稳健与竣工增速的显著回升（分别降速0.1、提速1.4个百分点），继续带动建筑与安装工程投资。商品房销售额维持了稳健回升的态势，继续提速0.4个百分点。据统计局数据测算，当月全国销售均价环比降0.5%，房企融资渠道收紧的环境中，“以价换量”消化库存成为主要的回款策略。资金来源中预收款与个人按揭增速双双走高与销售表现吻合，而国内贷款显著降速，开发贷与信托资金受政策约束明显收紧。目前稳健的销售回款是维持地产投资强度之源。

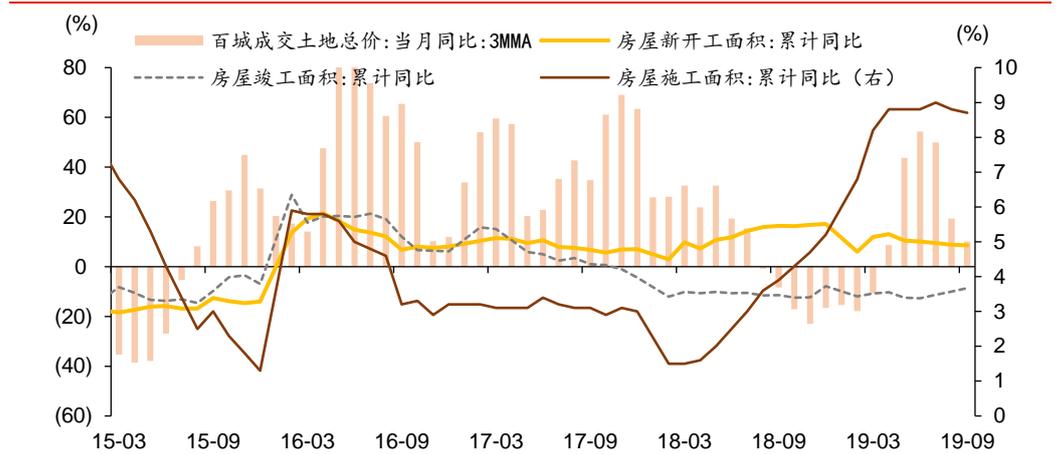
图表5：地产投资保持韧性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

房企拿地可能偏谨慎，开工走低、竣工回升的趋势或继续演进，施工重心整体后移。3、4月份土地市场走热是监管收紧的诱因，规范前端拿地融资目前仍是高压状态，而推进施工的过程又施压房企资金链，因此短期内拿地可能还较为谨慎。意味着投资分项的土地购置费面临回落压力，尤其在融资条件紧张的环境下，土地价款支付进度可能有所放缓。拿地往往决定新开工节奏，意味着新开工面积增速或继续回落。施工进度向后端转移的过程中，建筑工程投资的韧性还能够维持，安装工程投资将伴随竣工逐步走高。但当竣工高速增长、而前端开工项目不足以续接时，施工增速面临着较大幅度回调的风险，房地产投资回落的节奏也可能进一步加快。我们预计年底增速可能会降至9%左右。

图表6：开工增速走低、竣工增速回升

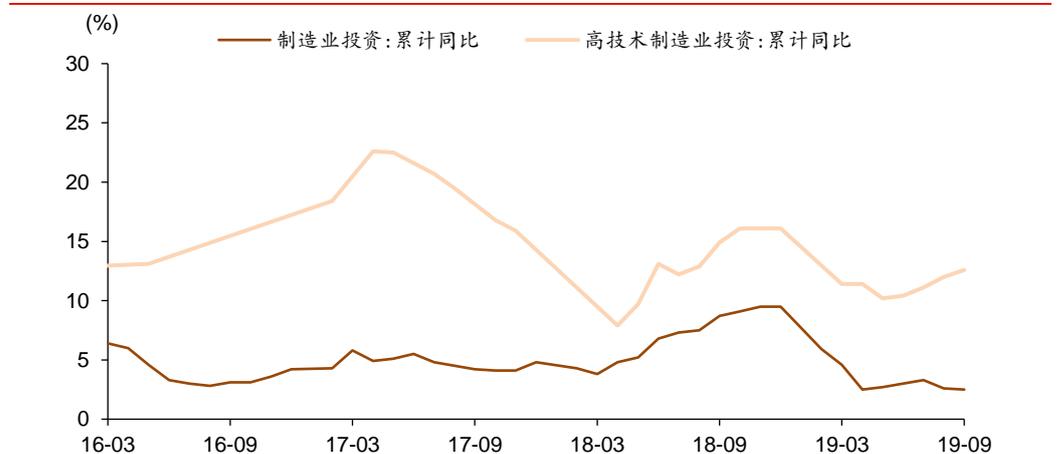


资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业内生投资意愿不足，政策引导加大高技术制造业投资

1-9月制造业投资累计同比2.5%，回落0.1个百分点。单月同比1.9%，回升3.5个百分点。高技术制造业投资累计同比12.6%，回升0.6个百分点。9月PPI继续探底，出口下滑、内需不足、工业品通缩与企业盈利负增长的状况还未明显好转。当月工业生产显著回升，但投资品“量价齐跌”环境中持续性存疑。我们认为，由于前一轮技改周期高潮已退，外生性需求的底部拐点或领先于投资增速企稳，而前者还未出现。在制造业投资自发性意愿不足的情况下，政府通过财政（补贴）与货币（完善LPR报价，引导贷款利率下行）金融（指导信贷投向）支持，引导民间资本加大高端制造业领域投资，仍会是政策对冲制造业下行的主要方向。

图表7：高技术制造业投资增速走高

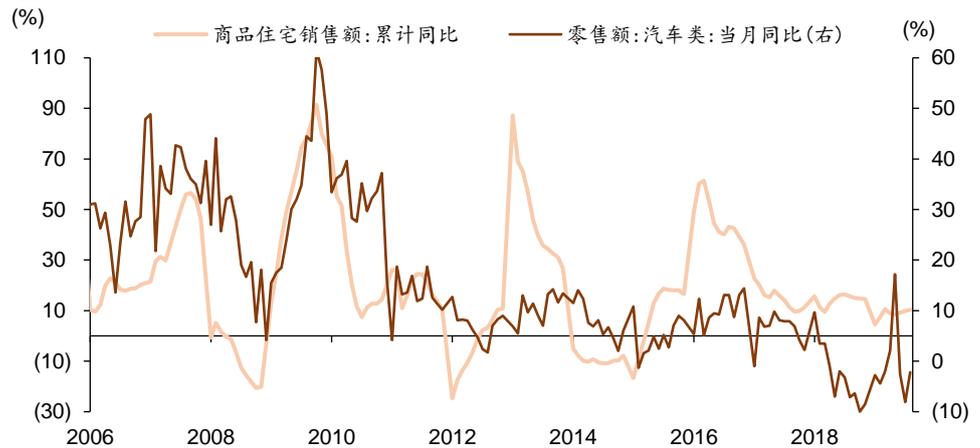


资料来源：Wind，华泰证券研究所

汽车消费降幅收窄，地产后周期品需求有待释放

9月社会消费品零售总额名义值同比7.8%，回升0.3个百分点。剔除汽车外的消费品零售额名义值同比9%，回落0.3个百分点。7、8月汽车需求透支拖累了整体消费表现，9月汽车零售同比降幅大幅收窄5.9个百分点，是消费回暖的主要贡献。商品房住宅销售自7月以来稳健修复，由于“购房略领先于购车”的经验表现，汽车消费无须过度悲观，随着需求透支消化仍有稳步复苏动力。尤其近期楼市回暖主要发生在三四线，汽车保有量相对低。此外，近期地产竣工持续提速，地产后周期消费品的需求可能逐步积累。经济下行、就业市场不稳仍是目前阻碍消费复苏的主因。9月城镇调查失业率5.2%，持平于上月但同比走高0.1个百分点，大额耐用品支出意愿仍存在抑制。

图表8：住宅销售略领先于汽车销售增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

10月9日，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，并将作为地方收入。若税率不变，从价征收的品目由于产运环节的价值累加，后移征收环节可能提高终端价格。《方案》提出高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等品目先行改革，但烟、酒、车、油四类商品占国内消费税大头，考虑到明年对财政发力诉求仍较高，消费税改的推进步伐或较快，促使高价可选消费品有需求前置的可能。不过，税率或计税方式可能相应调整、居民对间接税政策的敏感度较低，因此新税法主要在于改变央地收入分配、缓解地方财政平衡压力，对消费的整体影响有限。

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_9536



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>