

2019 年 10 月 20 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
联系人: 吕剑宇 S0350119010018
021-60338175 lvjy@ghzq.com.cn

经济考验不减，基建逆风发力

——2019 年 9 月经济数据点评

投资要点:

相关报告

《9 月金融数据点评：超预期的信贷投放，能转化为有效投资吗？》——2019-10-16

《9 月 CPI、PPI 数据点评：渐行渐远的食品与非食品价格》——2019-10-16

《2019 年 9 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 整体小幅回升，供需边际改善》——2019-09-30

《取消 QFII 和 RQFII 限制点评：资本市场改革进行中，权益市场长牛可期》——2019-09-22

《2019 年 8 月经济数据点评：基建蓄力，地产趋弱》——2019-09-17

- **事件** 三季度我国实际 GDP 当季同比增长 6.0%，较二季度下行 0.2%。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.8%，前值为 4.4%；1-9 月，全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 5.4%，前值为 5.5%。8 月社会消费品零售总额同比名义增长 7.8%，前值为 7.5%，扣除价格因素后实际同比增长 5.79%。
- 三季度我国经济面临诸多挑战。在国内，经济改革工作围绕稳杠杆、防风险有序展开，产业结构面临调整。在国外，国际经济环境持续恶化，主要发达国家制造业 PMI 降至荣枯线以下，叠加中美贸易谈判时有反复。多重挑战下，三季度实际 GDP 增速有所下降，但基本实现了较为稳健的增长。
- 四季度我国经济所面临的内、外部环境依然不乐观，实际 GDP 增速有破 6% 的可能。在此情况下，政府托底经济、实施逆周期调节政策的紧迫性上升。预计未来更加积极的财政政策和偏宽松的货币政策相互配合，以实现对宏观经济风险的有效对冲。
- 消费方面，汽车零售额数据同比上行，带动消费数据出现反弹，后续汽车销售的回暖仍待观察。投资方面，受贸易战的干扰，制造业投资仍在筑底过程中。建安后期开支支撑起了本月地产投资，缺乏新开工项目，未来地产投资高增速的现状或难以持续。基建投资成为亮点，财政支出节奏明显加快。工业生产方面，出口数据暂时好转提振了制造业生产，冬季环保预期以及基建企业补库存，带动采矿业生产数据大幅提升。
- **风险提示：**贸易战风险，政策支持力度不及预期。

1、点评

三季度我国经济面临诸多挑战。在国内，经济改革工作围绕稳杠杆、防风险有序展开，产业结构面临调整。在国外，国际经济环境持续恶化，主要发达国家 PMI 降至荣枯线以下，中美贸易谈判时有反复。多重挑战下，三季度实际 GDP 增速有所下降，但基本实现了较为稳健的增长。

四季度我国经济所面临的内、外部环境依然不乐观，实际 GDP 增速有破 6% 的可能。在此情况下，政府托底经济、实施逆周期调节政策的紧迫性上升。预计未来将有积极的财政政策和偏宽松的货币政策相互配合，以实现对宏观经济风险的有效对冲。

1.1、社会消费品零售总额

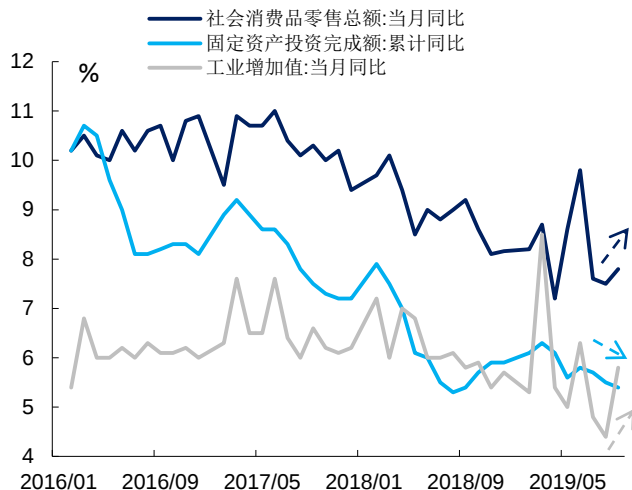
社会消费品零售总额(以下简称“社消”)方面。9 月汽车零售额同比下降 2.2%，同比增速较上个月大幅上行 5.9%，成为 9 月社消反弹的主要因素。二季度末“国五”汽车促销所产生的透支效应逐渐消退，叠加去年同期低基数，共同推动汽车销售同比数据反弹。年末低基数效应可能继续带领同比数据小幅改善，但汽车销售情况是否能出现显著好转，仍有待观察。

剔除汽车销售额之后，剩余社消部分本月同比增长 9.0%，较上个月回落 0.3%，表现仍有韧性。其中烟酒类、文化办公用品类同比增速下跌较多。今年中秋节较去年提前 10 天左右，使得部分假日烟酒消费提前至 8 月，9 月烟酒类零售额同比增长 4.2%，较上个月下跌 8.4%。开学季已过，教材图书消费量出现下滑，9 月文化办公用品类销售额同比下跌 0.2%，同比增速较上个月大幅下行 20.0%。

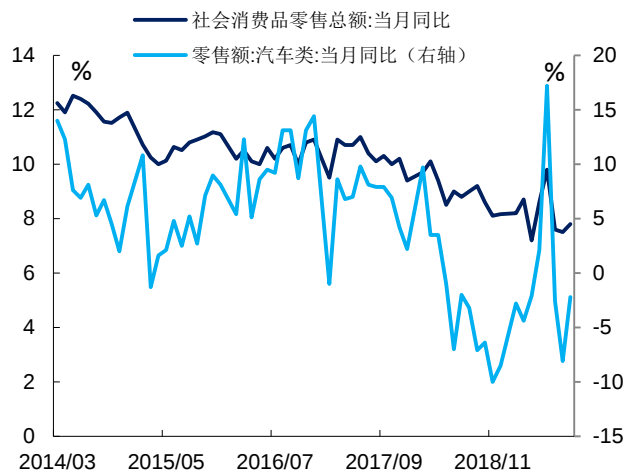
本月仍有部分商品销售数据表现较好。近期地产销售相对坚挺，部分地产相关消费增速提升。例如家具类销售额同比增长 6.3%，较上月上行 0.6%；家用电器和音响器材类销售额同比增长 5.4%，较上月提升 1.2%。9 月多家手机厂商相继推出具有竞争力的新款手机，使得通讯器材销售一度回暖，销售额同比增长 8.4%，较上月大幅提升 4.9%。

图 1：9 月经济数据概况

图 2：9 月汽车销售与社会零售数据同比



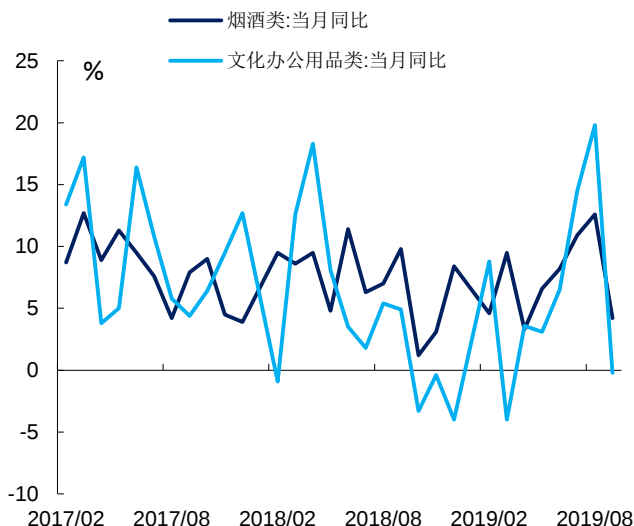
资料来源: WIND、国海证券研究所



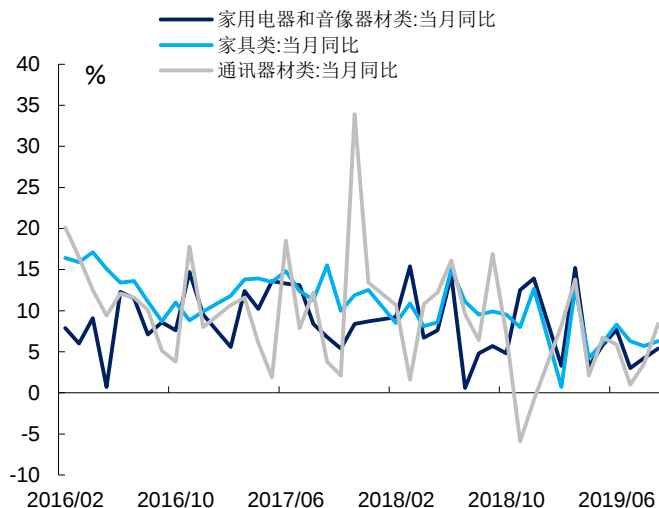
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 3: 9月烟酒类、文化办公用品类零售数据较差

图 4: 9月家用电器、家具、通讯器材类零售数据向好



资料来源: WIND、国海证券研究所



资料来源: WIND、国海证券研究所

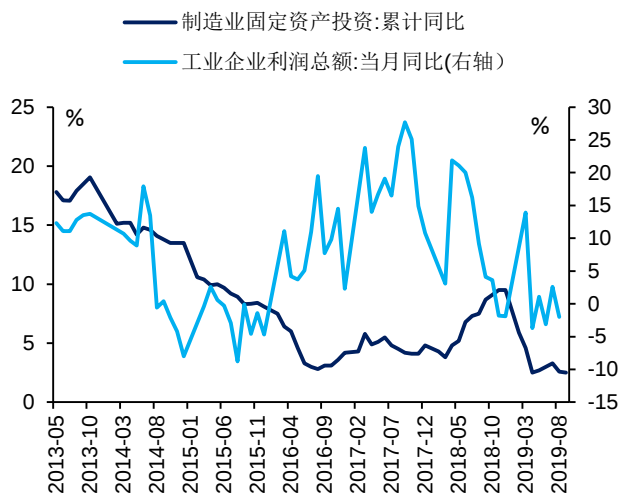
1.2、固定资产投资

投资方面,受贸易战的负面影响,制造业投资仍在筑底过程中。1-9月制造业投资累计同比增长2.5%,较上个月下滑0.1%。近期美国对华贸易战再度升级,9月份3000亿中国输美商品被征收15%关税,同时美方威胁于10月再度提高另外2500亿美元商品关税。贸易战对制造业利润和投资信心形成一定扰动,8月工业企业利润再度转负,9月制造业投资小幅下滑。但近期中美贸易谈判出现转机,双方接近于达成第一阶段的贸易协议,将会一定程度上稳定制造业投资信心。

分行业来看,出口导向型产业更易受外部环境恶化的影响。例如纺织业累计投资同比萎缩8.2%,较上月下行3.2%;金属制品业累计投资同比下滑4.5%,较上

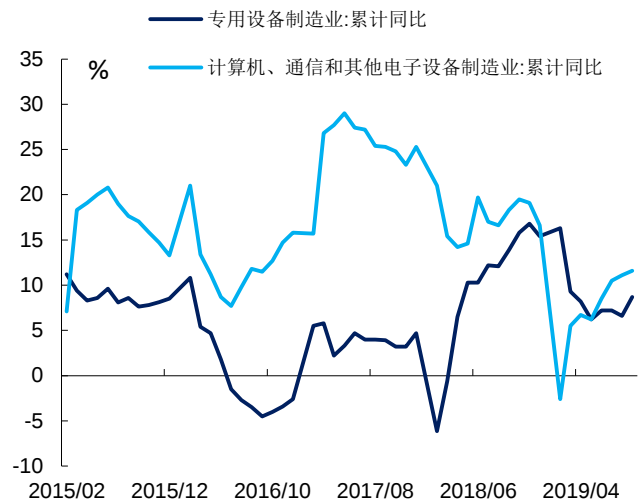
月下行 1.0%。先进制造业持续发力，计算机、通信和其他电子设备制造业累计投资同比增长 11.6%，较上月上行 0.5%。受基建加码消息推动，基建上游专用设备制造业投资显著好转，累计投资同比增长 8.7%，较上月增长 2.1%。

图 5：制造业利润与累计投资增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6：专用设备、计算机通信产业投资走高



资料来源：WIND、国海证券研究所

基建投资成为亮点，财政支出节奏明显加快。1-9 月基建投资（不含电力）累计同比增长 4.5%，较上个月反弹 0.3%。三季度我国经济下行压力加大，中央将“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）议题重新置于中心位置，其中基建投资是达成“六稳”的重要抓手。因此 9 月政府开支节奏明显加快，公共财政支出同比增长 12.9%，带动基建投资反弹。国庆后，政府经济工作仍以“稳”字当头，基建托底需求上升，但基建投资仍将受到预算约束。若明年专项债额度不能提前至四季度，年末基建投资仍可能有所回落，直至明年一季度财政再度发力。

图 7：基建与相关行业投资增速

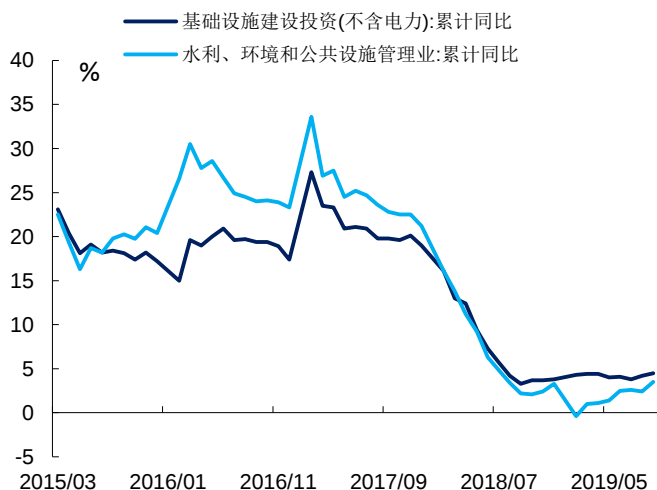
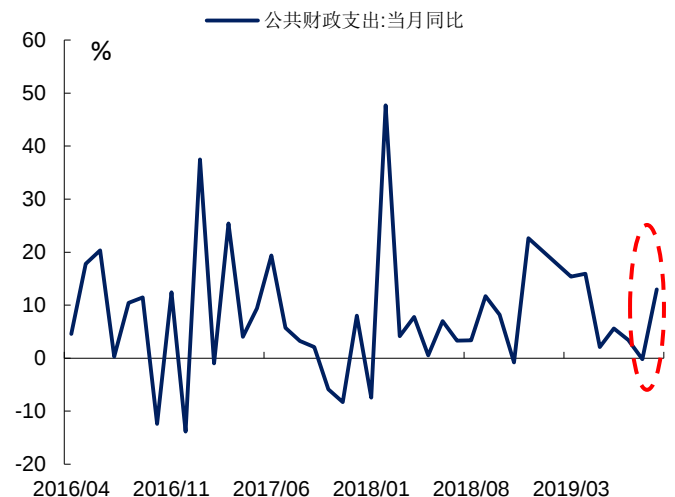


图 8：9 月公共财政支出明显加快



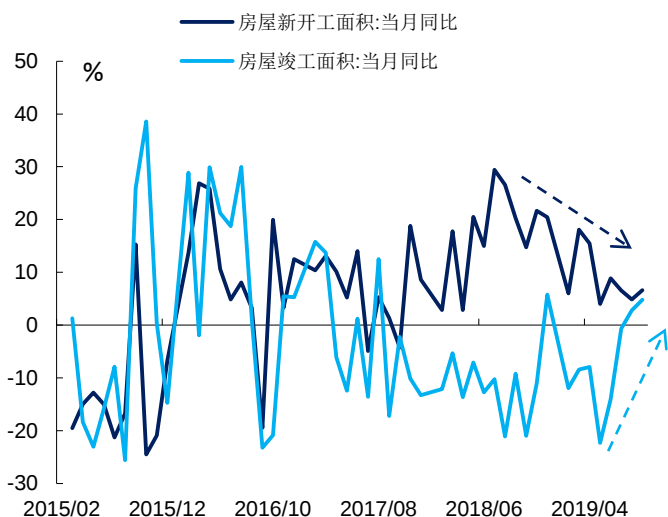
资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

建安后期开支支撑9月地产投资增速。9月房地产投资单月同比增长10.5%，与上月基本持平。自二季度房地产融资政策收紧以来，主要房企均加快去库存和销售回款，房屋竣工提速。9月当月房屋竣工面积同比增长4.8%，较上月增长2.0%，支撑了本月地产投资。在房企的大力度促销下，本月房屋销售情况较好，销售面积同比增长2.9%，为年内次高。分区域来看，30大中城市中一线城市房屋销售遇冷，三线城市则销售情况较好。

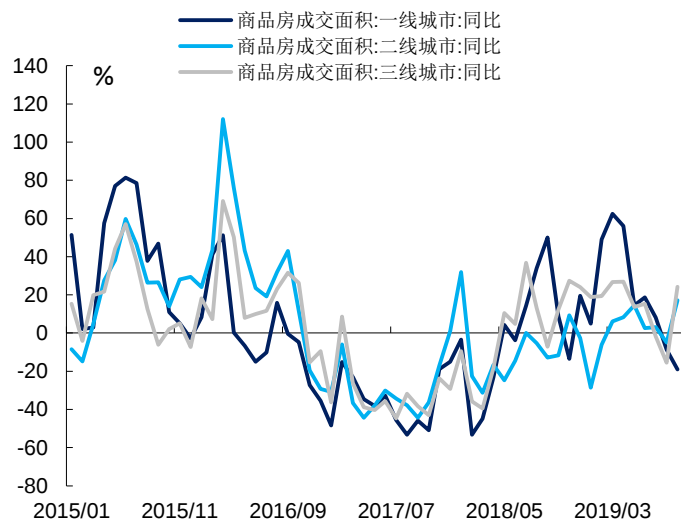
在“房住不炒”的大基调下，未来地产调控政策依然趋紧，地产公司战略收缩，总体投资仍处在下行通道当中。根据我们近期的调研，大中型地产公司正在逐渐从三四线城市撤离，整体处于去库存、回笼现金的阶段当中。缺乏新开工的支持，目前地产投资的高增速不太可能持续。

图9：房屋新开工与竣工增速走势的背离



资料来源：WIND、国海证券研究所

图10：一、二、三线城市商品房成交情况



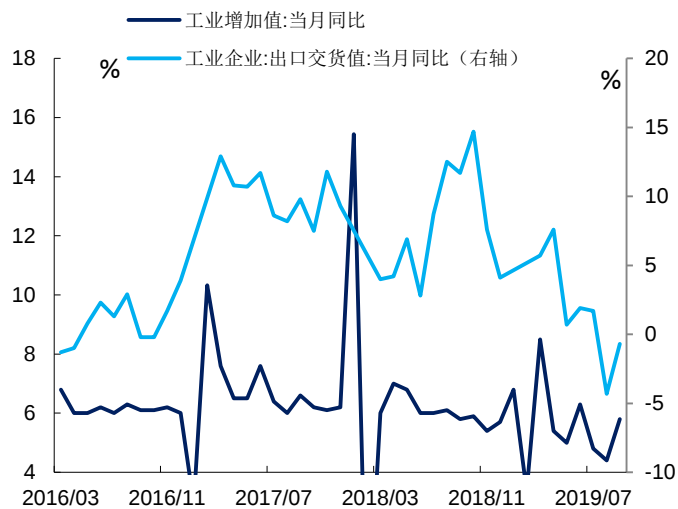
资料来源：WIND、国海证券研究所

1.3、工业增加值

9月工业生产数据反弹。9月工业增加值当月同比较上月反弹1.4%。其中采矿业工业增加值数据较上月大幅好转4.4%，可能是受冬季环保预期的影响，相关企业提前生产。出口交货值同比增速较上月回升3.6%，带动制造业增加值增速上行。在主要工业品产量方面，9月汽车销售相对疲软，拖累汽车产量再度下跌；国庆环保限产也使得钢铁、水泥、焦炭等主要商品产量下滑较为明显。

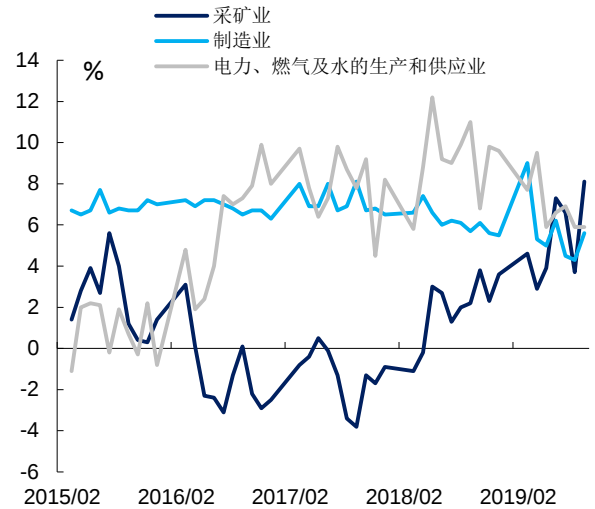
生产数据回暖的可持续性仍待观察。目前中美贸易争端虽有缓和迹象，但主要发达国家经济增长动力减弱，外部经济环境仍不乐观。近期核心CPI、PPI延续下行趋势，也反映出国内总需求没有得到根本性好转。因此9月份生产数据的暂时性回暖，其可持续性仍待观察。

图 11: 工业增加值与出口交货值同比数据



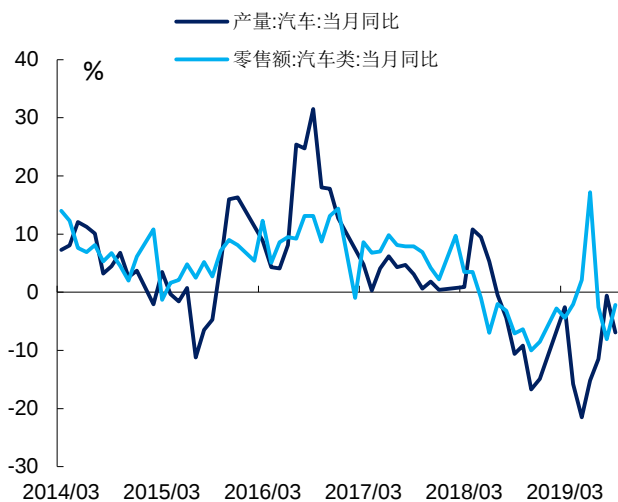
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 12: 三大产业工业增加值同比增速



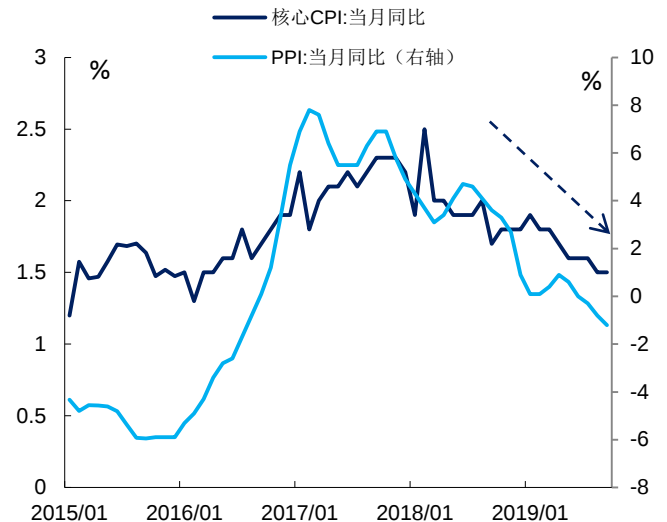
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 13: 汽车产量、销售额数据同比



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 14: 核心 CPI、PPI 走势向下



资料来源: WIND、国海证券研究所

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_9539

