

2019年10月20日

宏观研究

研究所

证券分析师:

021-60338120

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

整体低于预期，但9月内需企稳有所显现

——三季度经济数据点评

相关报告

《9月贸易数据点评：进口增速弱于预期》——2019-10-14

《中美贸易谈判取得阶段性成果点评：略微缓解经济下行压力》——2019-10-13

《调整中央与地方收入划分改革推进方案点评：兼顾现实与长远》——2019-10-10

《9月PMI数据点评：数据反弹主要与季节性因素有关》——2019-10-06

《“不可靠实体清单”履行国内程序点评：“不可靠实体清单”有什么意义？”——2019-09-28

事件：

10月18日，国家统计局公布3季度主要经济指标，GDP增速进一步放缓到6.0%（前值6.2%）弱于市场预期。尽管就整体而言，3季度投资与消费都进一步放缓，但是9月份需求和生产端的数据都显示，内需阶段性企稳的迹象初步有所显现。

投资要点：

- **季度数据上看，投资与工业生产分别是需求与产出端GDP增速放缓的主要原因。**从需求端来看，三季度固定资产投资单季同比增速名义值从二季度约5.4%放缓到4.7%可能是总需求放缓的主要原因。消费需求的数据存在一定争议：虽然国家统计局住户调查的数据显示由于服务业消费增速反弹三季度居民人均消费增速有所反弹，但是我们倾向于认为数据质量更高的社零数据实际同比可能更好的代表了消费的状况——这个数据显示三季度的消费可能仍处于下滑趋势之中。与二季度相比，三季度出口增速整体基本平稳，对新兴市场经济体出口的反弹相当程度的对冲了对美出口显著下行的压力。

从生产端的数据来看，第二产业增加值主体部分的工业增加值单季同比从二季度的5.5%进一步放缓到4.8%是产出放缓的主要原因。第三产业增加值同比增速达到了7%，与上个季度基本持平。

- **9月份内部需求企稳的迹象开始显现。**虽然三季度投资和消费都有所放缓，但是9月份内需企稳的迹象有所显现。固定资产投资单月同比整体出现了反弹，其中制造业投资单月同比从前月的负增长转正，基建投资单月同比维持在5%左右，与8月经显著反弹之后的水平大体持平，房地产开发投资单月同比甚至略有反弹，达到10.5%，显示出较强的韧性。社会消费品零售名义和实际同比也都在9月份反弹0.3%和0.2%，达到7.8%和5.8%。其中，汽车零售增速负增长显著收窄，固然有基数方面的原因，也和我们此前评论贸易摩擦意外升级对8月份汽车销售的冲击可能是脉冲式的相一致。（《8月经济数据点评》9月17日）
- **9月份工业生产超出市场预期。**9月工业增加值增速显著反弹到5.8%（前值4.4%），显著高于市场一致预期。从主要工业产品产

量来看，除了受到限产影响的钢铁和存在去库存压力的汽车之外，包括发电量在内的大部分主要工业产品产量都出现了反弹，相关的工业增加值也有所上升，数据的质量比较可靠。工业生产的反弹与国内需求的反弹保持了一致。此外，出口交货值的短期反弹对于工业生产也起到了支撑作用。当然，在出口增速下滑的情况下，出口交货值的反弹可能意味着贸易部门存在一定的补库存的行为。

- **四季度经济阶段性企稳的可能性有所增加。**三季度经济的超预期下滑意味着四季度经济同比增长只要维持在6%就可以实现经济的阶段性企稳，目前看来这一情形发生的概率有所上升。虽然外部需求仍然有较大的不确定性——12月中国可能还面临一轮美国关税上升的冲击，发达国家经济体增速放缓仍是大概率事件，而新兴市场对中国出口产品的吸纳可持续性也难以预测，但是国内需求同比企稳的可能性不低。考虑货币政策持续调整和调控政策因城施策的情况下，房地产销售大概率维持在0%左右的增速甚至可能因为基数偏低而略有反弹，房地产投资韧性的韧性仍强；基建投资也有望在专项债的支撑下维持稳中有所反弹的态势，制造业投资减税降费和在企业盈利没有显著恶化的情况下大概率底部震荡，而中美贸易摩擦有所缓和和去年同期汽车零售的低基数的共同作用下，四季度社会消费品零售的增速可能也会略有回升。

- **然而，即使经济短期企稳，中期下行的压力仍然不容忽视。**首当其冲的是房地产投资。如果政府坚持对于地产的调控，房地产销售面积不再创出新高甚至有所回落——逐步回归其长期趋势，当前10%左右的房地产投资增速（和7%左右的建筑安装工程投资增速）可能也需要向0%左右的趋势值回归——从中期而言存货不可能无限上升特别是在地产商融资被严控的情况下，而投资与销售也不可能显著背离。

其次，地产的回落也会冲击地方政府的土地出让金并影响基建投资。实际上，100城土地成交面积在政府持续收紧地产企业融资之后已经在显著负增长。此外，2020年地方政府专项债发行规模是否进一步扩容尚不确定，如果因为提前使用导致后期资金不足，可能会进一步影响基建投资——当然，年底中央经济工作会议对财政政策的定调就极其重要。

最后，从IMF对全球经济的最新预测来看，美国经济在2020年可能会进一步放缓。虽然IMF认为新兴市场经济体的增速包括俄国、巴西、墨西哥、印度等增速可能上升并推动全球经济增速在2020年上升，历史数据显示中国出口增速受到美国经济的影响最大。目前看来外部需求的不确定性仍然比较大，需要进一步的研究。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_9541

