

经济下行压力犹存 政策仍需加码

——2019年9月宏观数据的点评

宏观点评

投资要点:

- **工业增加值:** 1-9月规模以上工业增加值同比增长5.6%，增速与1-8月持平，其中9月增速较上月提高1.4个百分点，在逆周期调控加码与季末效应叠加影响下，本月工业生产与结构优化均提速。具体看：一是1-9月份制造业增加值增速为5.9%，与1-8月持平；且逆周期调控的重点领域，如与基建相关的电力、燃气及水的生产增加值增速维持7.0%的高位，采矿业增速亦较上月提高0.6个百分点；二是本月高技术制造业增加值与利润均获改善，如9月份，国内高技术制造业增加值增速为11%，较上月大幅提高4.9个百分点，其中主要源于计算机通信和其他电子设备制造业增速由上月提高4.7个百分点；三是9月份国有、外资、私营企业工业增加值增速均改善，分别较上月增加0.8、1.6和0.7个百分点，但其持续性或依赖后续逆周期调控的效果。
- **国内生产总值(GDP):** 三季度GDP同比增长6%，较二季度低0.2个百分点；预计2019年实际GDP增速将从2018年的6.6%降至6.2%左右，四季度增长6.0%。从实体经济层面看，房地产对消费的虹吸抑制效应或边际减弱，但外部不确定性加剧背景下，下半年收入和就业压力或将有所加大，消费仍有一定下行压力；投资需求将逐步趋稳，一是逆周期调控政策有望继续加码，边际宽松货币政策下基建投资资金来源将继续改善，基建投资增速有望回到6%左右，二是房地产市场库存去化进入尾声，但未来数月房企融资环境仍将整体偏紧，房地产投资增速将高位回落，三是受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局；进出口贸易方面，未来下行压力仍较大，一方面受全球经济尤其是发达经济体经济趋于放缓影响，整体需求回落，另一方面中美贸易摩擦对进出口的负面影响将逐渐显现。
- **消费:** 汽车消费降幅收窄助力本月社零回升，但受房地产调控升温、房地产销售面积下降影响，预计未来与房地产相关的消费或回落；同时居民收入与信贷增速稳中趋降，四季度消费下行压力犹存。9月份，国内社零增速较上月提高0.3个百分点至7.8%，主要源于汽车类、石油及制品类、家用电器类消费增速低位有所回升。9月国内汽车零售增速由上月的-8.1%收窄至-2.2%，这主要是因为季末车企加大打折力度、汽车排放标准国五转国六导致汽车消费前置的负面效应趋于弱化。若从累计数据看，前三季度国内社零同比增长8.2%，房地产相关下游消费疲软是拖累年内社零下降的主因，随着近期房地产调控趋严、房地产销售额增速持续走低，与地产相关的下游消费的负面影响或持续拖累社零。展望2019年四季度，预计消费下行压力犹存：一是外部不确定性将加大经济下行压力，居民收入增速大概率继续回落；二是高房价对居民财富的虹吸效应仍在，挤占消费支出，削弱消费增长的长期基础，但房企融资收紧后，下半年其对消费的挤占或迎边际改善；三是就业压力增加、居民收入增长预期边

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话: 010-68086480
邮箱: huwy21@126.com

李沐

宏观经济研究中心 高级研究员
电话: 010-68080380
邮箱: limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

际转差，居民储蓄意愿有所回升；四是已出台的减税降费对消费刺激效果整体偏温和。

- **投资：增速将稳中趋降。**1-9月固定资产投资增速回落0.1个百分点至5.4%。其中，民间投资增速下降0.2个百分点至4.7%，两者增速差距继续扩大。**分行业看**，预计制造业投资增速将继续低位震荡。1-9月份制造业投资增速下滑0.1个百分点至2.5%。其中高技术制造业投资增速有所加快，但下游制造业行业增速降幅继续扩大，是9月制造业投资增速回落的主因。虽然中美贸易局势缓和短期内有利于提振制造业投资，且未来民企帮扶政策力度有望加大，但企业盈利短期仍将延续下行趋势，叠加民企融资难融资贵问题仍未解决，预计制造业投资低位震荡格局仍将延续。**二是基建对冲作用加大，但年内提升空间有限。**1-9月份，基建投资增速和基建投资（不含电力）增速分别同比增长3.4%和4.5%，分别较上月提高0.3和0.3个百分点，连续两个月反弹。但1-9月地方政府新增专项债券发行金额已达预算的99.1%，后续发行空间有限；且PPP项目落地率虽然持续提高，但近期落地项目数增速明显放缓，其对基建的拉动仍有待观察。预计未来基建仍将发力托底经济，但年内提升空间有限。**三是房企融资环境趋紧，将致房地产投资高位趋缓。**宽金融环境下的低利率和充裕资金流动性，以及表外贷款和海外融资的增加，有利于房地产投资资金来源的稳定，但在防范金融风险的考量下，近期房企信托融资和海外发债融资收紧，同时房地产市场的系列限制性政策仍在延续，部分地方政府甚至进一步收紧政策，加上土地购置面积增速负增长，都将对后期房地产投资产生负面冲击，使投资增速在高位趋缓。
- **展望未来货币政策走向，预计四季度货币政策大概率仍将保持“定力”，“定向降准+利率市场化改革+定向降息”的边际宽松组合有望延续。**我们认为，国内经济下行压力较大、实际利率水平仍处高位以及全球新一轮“降息潮”已经来袭，均支持国内打开利率下行空间。具体的货币政策工具选择上：**量的方面**，预计将继续配合财政政策发力稳增长的需要，保持适度宽松，或推出定向降准举措；**价的方面**，预计央行将采取“利率市场化改革+定向降息”组合，降低实际利率水平，同时让利率市场化改革向前迈出一大步。

目 录

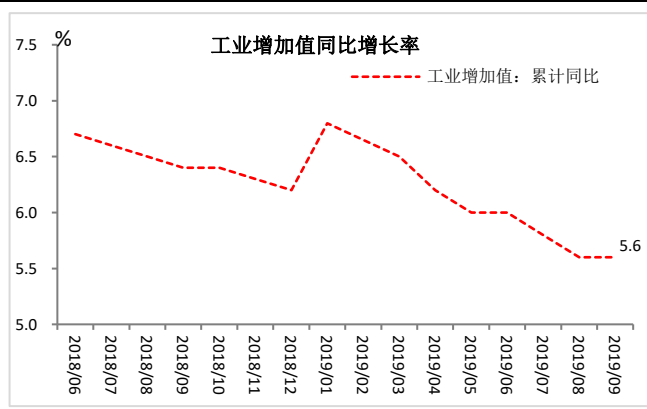
一、工业增加值：逆周期调控加码与季末效应叠加，工业生产与结构优化均提速.....	4
二、国内生产总值（GDP）：预计 2019 年四季度实际 GDP 增长 6.0%，全年增长 6.2%左右	6
三、消费：汽车消费降幅收窄助力社零回升，居民收入与信贷增速稳中趋降，四季度消费下行压力犹存	7
（一）汽车消费降幅收窄助力本月社零回升，预计未来数月房地产相关消费的负面影响或显现	7
（二）居民收入和信贷增速稳中趋缓，四季度消费下行压力犹存	8
四、投资：增速将稳中趋降	9
（一）制造业增速将继续低位震荡	10
（三）基建托底经济，但年内基建提升空间有限	11
（四）房地产投资增速将继续高位趋缓	11

正文：

一、工业增加值：逆周期调控加码与季末效应叠加，工业生产与结构优化均提速

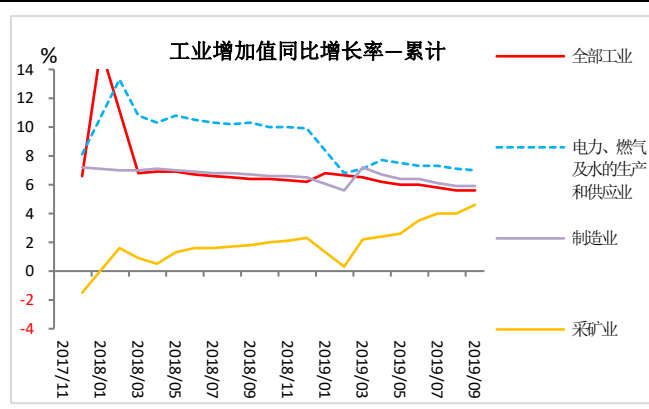
2019年1-9月，规模以上工业增加值同比增长5.6%，与1-8月持平，较去年同期降低0.8个百分点（见图1）；其中9月当月，国内规模以上工业增加值同比增长5.8%，较上月增加1.4个百分点。国内工业生产整体仍偏弱但边际有所回暖，这主要源于：一是去年同期工业生产基数较低；二是季末企业存在加快生产销售的安排；三是逆周期调控加码与贸易摩擦缓和，共同推动企业加大生产的意愿有所回升。

图1：工业增加值增速短期企稳



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：制造业生产有所回升是工业企稳主因

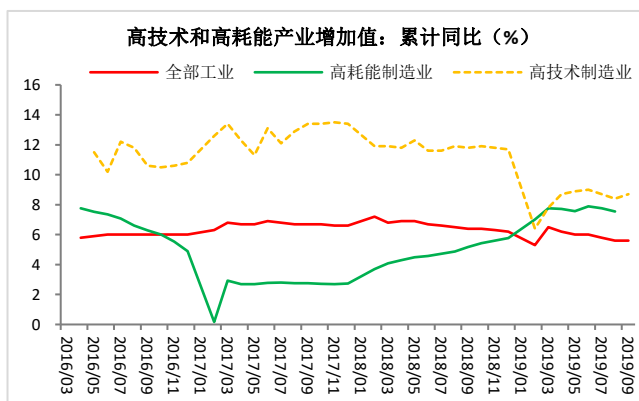


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

从三大门类看，营业收入占比达90%以上的制造业生产回暖是工业短期企稳的主因，国内逆周期调控力度明显增加。1-9月份，国内制造业增加值增速为5.9%，与1-8月持平；9月当月，制造业增加值增速较上月提高1.3个百分点至5.6%，一改上月疲态出现明显回升。另外，1-9月份，电力燃气及水的生产和供应业、采矿业增加值增速分别增长7.0%和4.6%，较1-8月降低0.1个百分点和提高0.6个百分点，前者增速仍高出工业整体增速1.4个百分点，后者增速9月出现大幅提升并整体延续年内改善态势（见图2）。经济下行压力加大背景下，国内逆周期调控明显加码，与基建投资密切相关的采矿业、电力燃气及水的生产和供应业受益明显，但制造业生产的持续回升还有待观察。

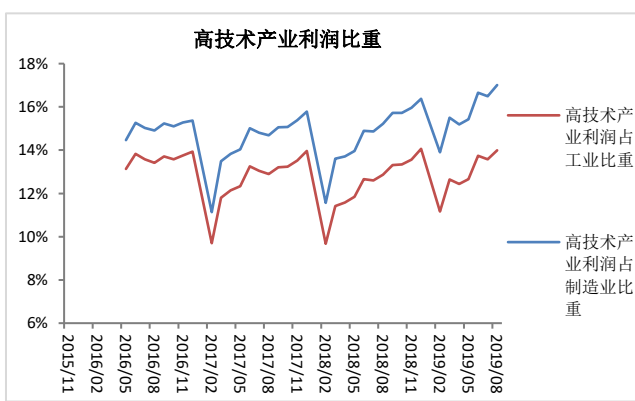
从产业结构变化来看，高技术制造业增加值与利润均获改善，新旧动能转换或重回加速轨道。2019年1-8月，国内高技术和高耗能制造业增加值增速分别为8.3%和7.6%，高于同期规模以上工业增加值增速2.7和2.0个百分点（见图3）；2019年9月份，国内高技术制造业增加值增速为11%，较上月大幅提高4.9个百分点，制造业结构明显有所优化。从利润占比来看，高技术产业仍偏低。2019年1-8月，高技术产业利润在工业和制造业中的比重较上月分别提高0.4和0.5个百分点，较2018年底分别降低0.1和增加0.6个百分点（见图4），但2018年高技术产业利润占制造业比重仅为16.4%，近五年累计提高2.7个百分点，国内高技术制造业利润占比整体偏低且提升速度亟待加快。

图 3：高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：高技术产业利润比重小幅回升

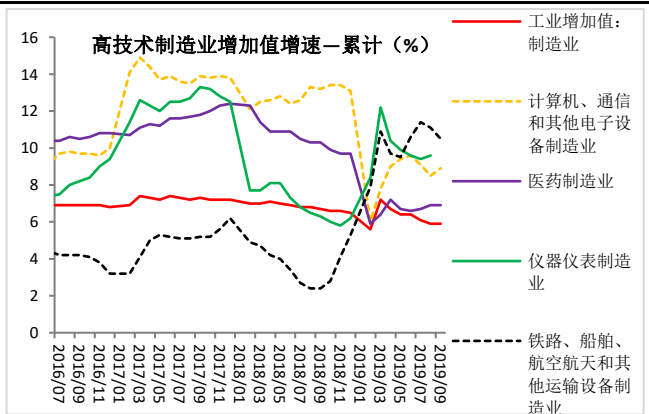


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

我们认为，前期国内产业结构升级放缓但9月出现边际改善的原因有三：一是年内高技术产业增加值增速明显放缓，但2019年9月出现边际改善。2018年下半年以来，受国内需求低迷、外部冲击波动加剧，高技术产业增加值增速明显回落。如2019年1-9月，高技术产业中占比较高的计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值分别增长8.9%、6.9%和10.5%，较2018年底分别变动-4.2、-2.8和5.2个百分点（见图5）。9月当月，计算机通信和其他电子设备制造业增速由8月的4.7%大幅升至11.4%，是推动本月高技术产业增速回升的最主要因素。二是2017年以来高耗能产业增加值增速提高较快，但2019年下半年有所放缓。在环保趋严、去产能政策推动上游行业产品价格回升、利润明显改善的背景下，高耗能制造业设备升级和再投资意愿有所回升，表现为1-9月黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业的增加值增速，分别快于同期规模以上工业增速4.5、4.3和4.0个百分点，但下半年以来上述各行业增加值增速均有所放缓（见图6）。三是高技术产业占制造业利润的绝对比重偏低。高技术产业对经济增长的拉动有限，传统产业仍左右着整个工业的发展变化，我国工业新旧动能转换的结构性矛盾仍较为突出。

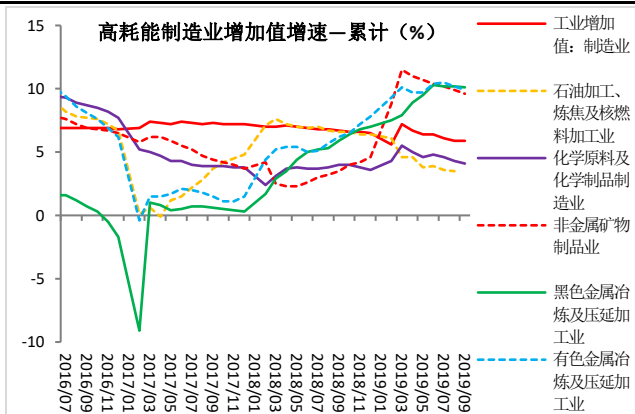
图 5：计算机通信和电子制造拖累高技术产业回落



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

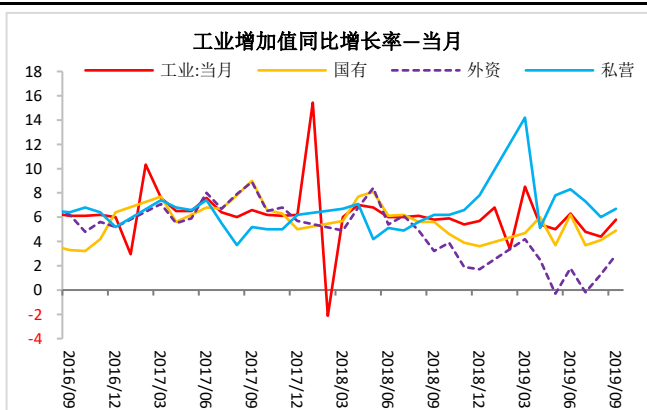
图 6：高耗能产业增加值增速有所回落



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

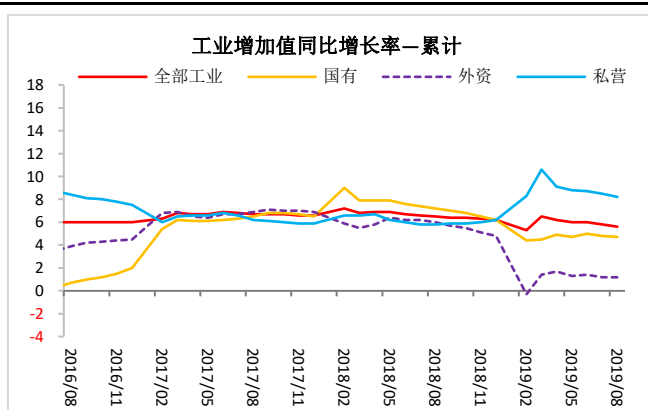
从企业登记注册类型看，9月国企、外资和私企工业生产均改善，但其持续性或依赖后续逆周期调控的效果。9月份，国有企业、外资企业、私营企业工业增加值增速，分别较上月变动0.8、1.6和0.7个百分点（见图7），均出现较为明显的改善；其中私营企业营收占规模以上工业企业营收比重约3成，其增速高位回升的是本月工业增速提高的重要原因。考虑到累计数据相对更为平滑、更能反映趋势，进一步从累计数据看，2019年1-9月份，国有企业、外资企业、私营企业工业增加值分别增长4.7%、1.4%、8.0%，较去年同期分别变动-2.3、-4.3、2.1个百分点（见图8）。上述情况表明：第一，国内加大对小微和民营企业融资支持、改善营商环境等逆周期调控效果有所显现，2019年1-9月私营企业工业生产维持高位，虽然7-8月私企工业增加值增速有所下降，但9月私企工业生产已再度改善；第二，年内国家推出的大量改革开放举措，一定程度上增强了海外投资者对中国经济的信心，外企工业生产连续两个月边际好转，但全球新一轮经济回落周期确立，贸易摩擦致资本跨境流动不确定性增加，预计外资企业生产短期难以大幅提升；第三，受益于高耗能行业设备升级和再投资需求、叠加逆周期调控下的基建投资回升、房地产投资的高位趋缓，预计国企增加值增速仍有支撑，但随着下半年PPI回落，其整体或仍趋于缓慢下行。

图7：国企、外资和私营企业当月增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图8：国有、外资和私营企业累计增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

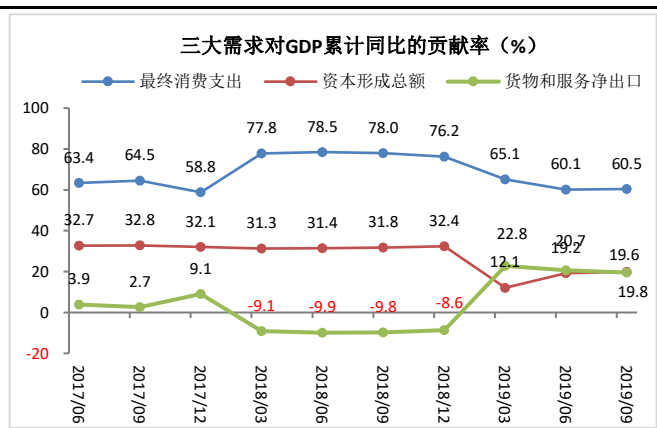
二、国内生产总值(GDP): 预计2019年四季度实际GDP增长6.0%， 全年增长6.2%左右

2019年三季度，国内GDP同比增长6.0%，较二季度继续降低0.2个百分点，低于市场预期。从三大需求的贡献率看，净出口贡献率较二季度继续回落1.1个百分点至19.6%，但仍较2018年大幅提升28.2个百分点；资本形成和最终消费支出贡献率较二季度均小幅回升，分别提高0.6和0.4个百分点，但较2018年均明显回落（见图9）。从三大需求的拉动作用看，最终消费、资本形成和净出口分别拉动GDP增长3.8、1.2和1.2个百分点，分别较2018年降低1.2、降低0.9和提升1.8个百分点（见图10）。这表明，2019年前三季度经济企稳的重要贡献力量仍为净出口，同时二季度以来，逆周期调控下资本形成对GDP的拉动作用持续提升。但值得警惕的是，2019年前三季度，国内净出口的增加主要源于国内进口需求较出口下降的更多，未来净出口对GDP

的拉动大概率将继续回落。

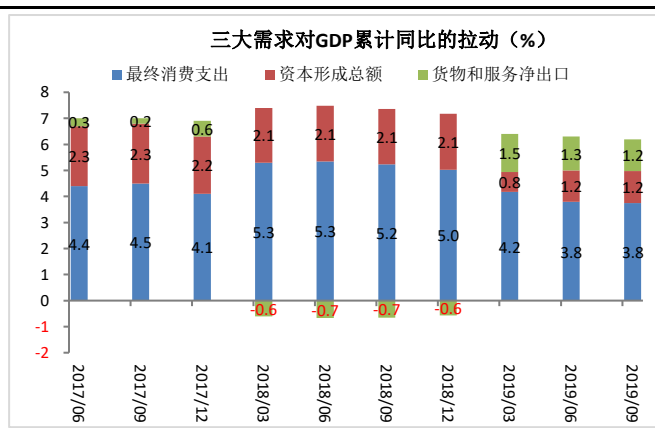
展望四季度，我们预计国内逆周期调控力度有望继续加码，增值税、个税等减免效果将逐渐显现，拉动实际 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，但国内需求仍存在较大下行压力：一是企业盈利回落叠加居民信贷放缓，预计四季度社零增速下行压力犹存，但服务消费增长向好对国内总消费形成支撑。二是预计投资需求将稳中趋降，其中四季度逆周期调控大概率继续加码，但年内专项债额度已基本用尽，预计基建投资增速将继续提高，但空间有限；未来数月房企融资趋于边际收紧，但随着库存去化进入尾声，货币环境整体友好，房地产投资增速或高位小幅回落；受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局。三是预计进出口贸易下行压力将有所加大，一方面受全球经济尤其是美欧等主要经济体趋于放缓影响，整体外需面临回落压力；另一方面已加征关税清单对进出口的负面影响仍未全面显现，对经济形成拖累。综上，我们预计 2019 年 GDP 增速将降至 6.2% 左右，各季度 GDP 增速呈前高后稳走势，其中四季度增长 6.0%。

图 9：三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：三大需求对 GDP 增长的拉动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、消费：汽车消费降幅收窄助力社零回升，居民收入与信贷增速稳中趋降，四季度消费下行压力犹存

(一) 汽车消费降幅收窄助力本月社零回升，预计未来数月房地产相关消费的负面影响或显现

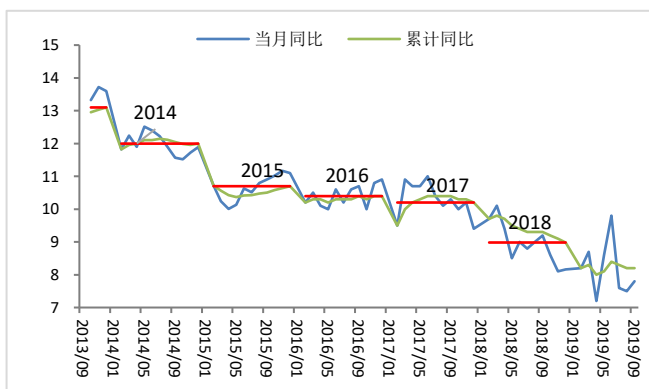
2019 年 1-9 月份，社会消费品零售总额为 296674 亿元，名义和实际同比增长 8.2% 和 6.4%，与 1-8 月均持平，较去年同期则分别降低 1.1 和 0.9 个百分点，9 月当月名义增速为 7.8%，较上月加快 0.3 个百分点（见图 11）。同时，截止 2019 年 9 月，国内服务消费占比为 50.6%，比上年同期提高 0.7 个百分点，2019 年前三季度服务消费增速超过 10%，如将服务消费和实物消费综合考虑，国内消费增速预计在 9% 以上。

从商品类别看，当月社零增速回升，主要源于汽车类、石油及制品类、家用电器类和家具类消费增速有所回升。9 月份，上述各品类消费增速分别为 -2.2%、-0.4%、4.2% 和 6.3%，分别较上月提高 5.9、0.8、1.2 和 0.6 个百分点（见图 12）。究其具体原因：一是进入“金九银十”，车企打折促销力度有所加大，叠加前期汽车排放标准国五转国六

导致汽车消费前置负面效应逐渐弱化,9月汽车消费降幅明显收窄,考虑到其在限额以上社会消费品零售总额中的占比达近三成(见图13),意味着这是本月消费回升的最重要原因。二是国内升级类商品销售增长较快,如前三季度限额以上单位智能家用电器和音像器材、可穿戴智能设备零售额同比分别增长41.6%、11.1%。

从累计数据来看,2019年1-9月份,石油及制品类、金银珠宝类、家具类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类消费增速,分别较去年同期降低12.7、8.1、4.2、4.2、2.3个百分点(见图14),表明房地产相关下游消费疲软是拖累年内社零下降的主因。相比之下,2019年1-9月份,中西药品类、化妆品类、粮油食品类、日用品类消费增速均维持在10%以上,且较去年同期分别提升1.0、0.8、0.3和0.2个百分点。整体上,年内工业生产放缓石油消费下降、二季度以来房地产相关消费回落,共同导致国内社零继续下台阶,预计未来上述品类的负面影响仍将持续,短期内国内汽车消费回暖亦具有不确定性,难以对消费形成强劲支撑。

图 11: 社会消费品零售总额增速



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 13: 汽车类和石油及制品类对消费影响大

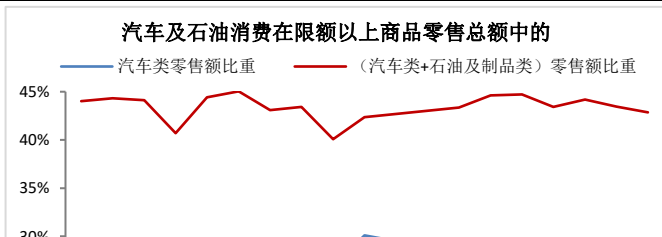
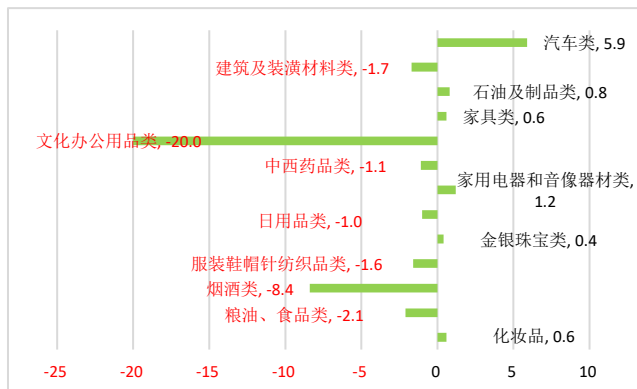
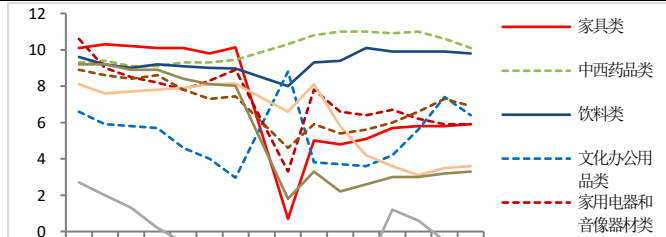


图 12: 9月消费品零售总额细项增速较上月变化



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 14: 社会消费品零售总额细项增速(累计)



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_9553

