

当前宏观经济的三强三弱

——9月经济数据点评

宏观数据点评

2019年10月19日

报告摘要：**● 当月生产回暖难阻第二产业创新低**

生产超预期难弥补前两月低增长，第二产业同比创新低。9月工业增加值同比增长5.8%，较上月回升1.4个百分点，高于市场预期。但是，7月和8月的工业增加值同比增长仅为4.8%和4.4%，属于完整季度里难得一见的双低表现。尽管三季度建筑业同比回升表明建筑产业链有回暖，第二产业同比增速仍仅为5.2%，是1992年以来的历史新低。需求不足制约生产积极性，建筑业和服务业（房地产）是四季度GDP的关键所在。

● 当前宏观经济的三强三弱

房地产强，制造业弱。面对监管从严和融资收紧，房地产投资依然韧性十足。销售增速和竣工增速均较上月有所回升，显示房地产企业在加速库存出清和周转速度。房地产在当前高建安的支撑下仍将维持韧性。制造业结构改善无法掩饰整体疲软，不管从PPI走势和盈利表现还是从出口需求上看，制造业投资仍面临下行压力。

消费驱动强，投资驱动弱。汽车降幅收窄和房地产下游回升推动消费和社零上升。但是，9月固定资产投资累计同比为5.4%，较上月放缓0.1个百分点，较去年全年增速放缓0.5个百分点。消费和投资对经济增长的贡献，一为拉动一为拖累，显示中国经济正在砥砺前行中。

外生动能强，内生动能弱。基建投资回升，创年内新高，显示中央支持基建投资的政策初见成效。基建投资代表的是外生动能，代表内生动能的制造业投资和民间投资仍然疲弱。民间投资增速继续下行，占比创下2011年3月以来新低，显示微观主体自主投资信心不足。

● 继续加大逆周期调节力度仍有必要

尽管未来一段时间内猪肉可能推动整体CPI持续高企，但核心通胀仍然疲软，工业领域还面临通缩，总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。过去我们常说中国经济面临的是结构性问题，但在全球经济持续放缓背景下，当前周期性问题也不容忽视。中国有必要也有空间加大逆周期调节力度。我们判断，10月底政治局会议之后，货币政策、财政政策、结构性改革等一揽子措施有望开始加码乏力。

● 风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fufancong@mszq.com

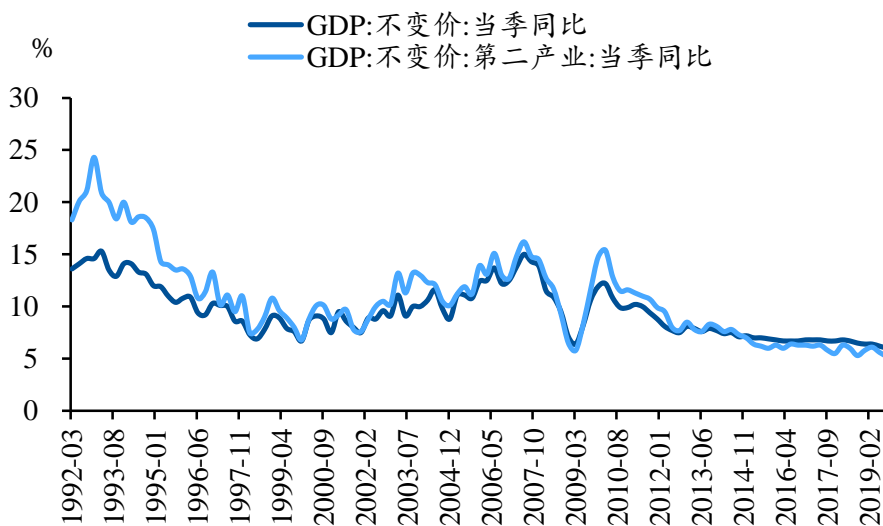
10月18日，国家统计局公布中国9月经济数据和三季度GDP：

- (1) 三季度GDP同比增长6.0%，预期6.1%，前值6.2%；
- (2) 规模以上工业增加值同比5.8%，预期5.2%，前值4.4%；
- (3) 社会消费品零售总额同比7.8%，预期7.8%，前值7.5%；
- (4) 固定资产投资累计同比5.4%，预期5.5%，前值5.5%；
- (5) 制造业投资累计同比2.5%，比上月回升0.1个百分点。
- (6) 房地产投资累计同比10.5%，与上月持平。

一、当月生产回暖难阻第二产业创新低

生产超预期难弥补前两月低增长，第二产业同比创新低。9月工业增加值同比为5.8%，较上月回升1.4个百分点，高于市场预期。分行业看，采矿业和制造业较8月分别回升4.4和1.3个百分点，电力等生产和供应业与8月持平。早前的PMI指数、9月发电耗煤等高频指数和季末效应均预示9月工业生产会有不错表现。但是，7月和8月的工业增加值同比仅为4.8和4.4，属于完整季度里难得一见的双低表现，导致9月工业生产唯有大幅超预期，方可稳定第二产业同比增速。尽管三季度建筑业同比回升表明建筑产业链有回暖，第二产业同比增速仍仅为5.2%，是1992年以来的历史新低（图1）。

图1：三季度第二产业同比创新低，与GDP增速差距逐渐拉大

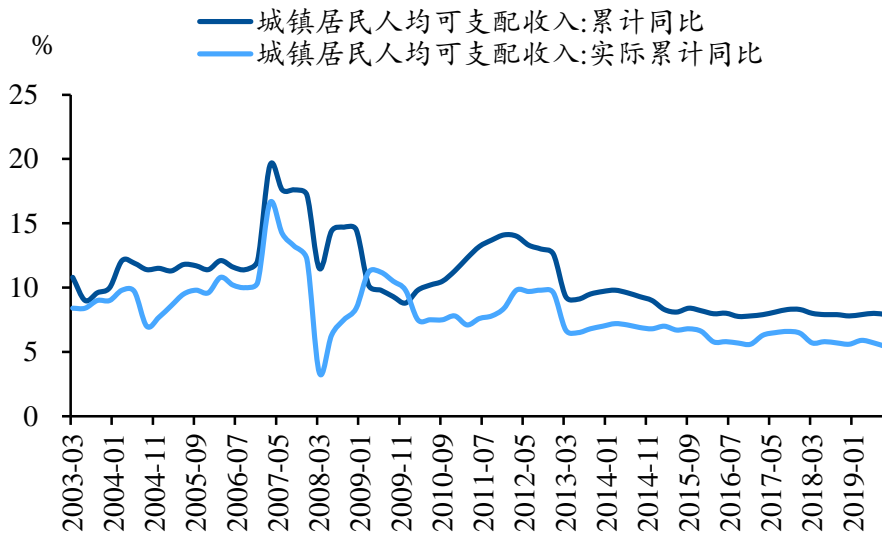


资料来源：Wind，民生证券研究院

需求不足制约生产积极性，建筑业和服务业（房地产）是四季度GDP的关键所在。外需方面，短期贸易缓和不代表长期贸易不确定性消失，只要关税威胁存在，出口依然承压；内需方面，房地产对居民消费挤出效应依然持续，加速消费刺激政策落实可改善内需；收入方面，城镇人均名义收入增速尚处高位，前三季度累计同比为7.9，高于名义GDP增速7.2；但受通胀上升影响，实际收入增速下滑快于实际GDP增速，比较令人担忧（图

2)。在工业动力不足的情况下，基建投资回升和房地产韧性对第二产业中的建筑业和第三产业有支撑作用。假如两者均不如意，四季度 GDP 难言乐观。

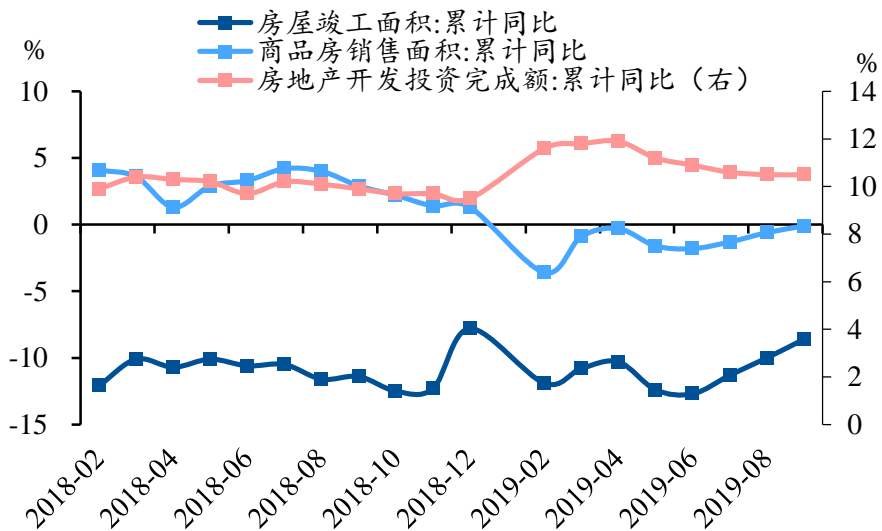
图 2：三季度人均实际收入增速受通胀上升影响继续下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、当前宏观经济的三强三弱

图 3：销售和竣工回升，房地产韧性超预期



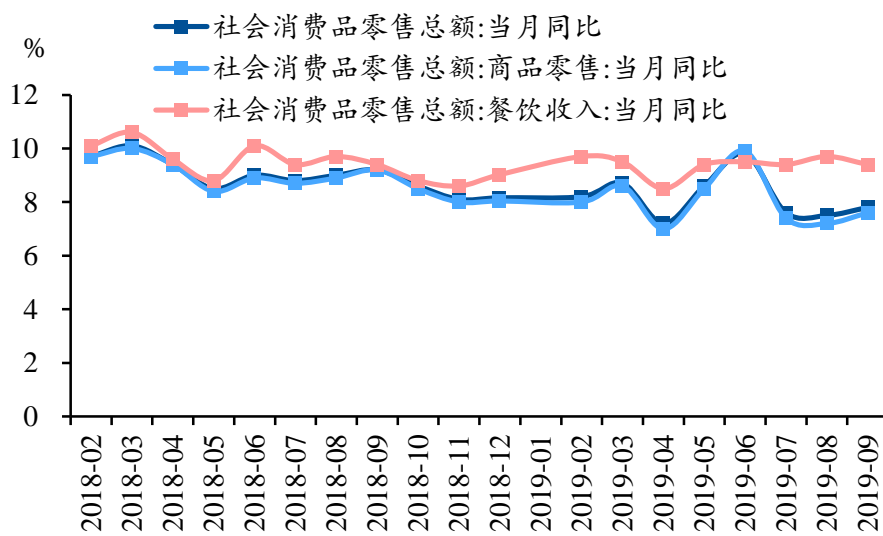
资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产强，制造业弱。面对监管从严和融资收紧，房地产投资依然韧性十足。9月房地产投资累计同比为 10.5%，与上月持平，高于市场预期。销售增速和竣工增速均较上月有所回升，显示房地产企业在加速库存出清和周转速度（图 3）。总体上看，房地产在当前高建安的支持下仍将维持韧性。制造业投资继续疲软，9月累计同比为 2.5%，较上月小幅下滑 0.1 个百分点。当前，不管从 PPI 走势和盈利表现还是从出口需求上看，制造业投资仍面临下行压力。结构上看，制造业投资更加注重质量改善，9月高新技术制造业同比

为 12.6%，较上月上升 0.6 个百分点，已经连续 5 个月上升。

消费驱动强，投资驱动弱。汽车降幅收窄和房地产下游回升推动消费上升。9 月社零当月同比为 7.8%，较上月回升 0.3 个百分点；除汽车以外社零同比为 9.0%，较上月回落 0.3 个百分点，可能是受餐饮收入下滑的影响。其中，商品零售同比为 7.6%，较上月回升 0.4 个百分点（图 4）。汽车零售改善对社零回升是一大贡献。另外，房地产竣工加速带动了家用电器和家具类等消费，两者 9 月同比增速较 8 月分别回升 1.2 和 0.6 个百分点。9 月固定资产投资累计同比为 5.4%，较上月放缓 0.1 个百分点，较去年全年增速放缓 0.5 个百分点。消费和投资对经济增长的贡献，一为拉动一为拖累，显示中国经济正在砥砺前行中。

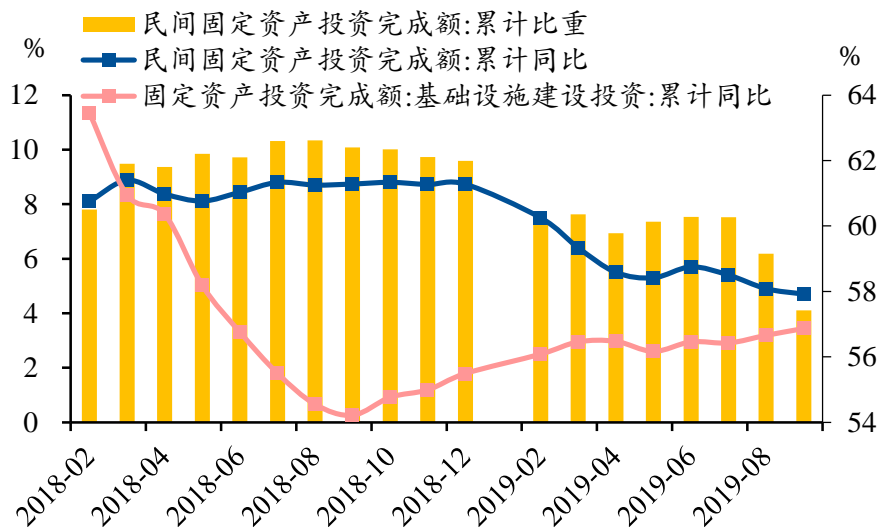
图 4：社零继续回暖，餐饮收入增速小幅下滑，但仍处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

外生动能强，内生动能弱。9 月基建投资（不含电力）累计增速较上月回升 0.3 个百分点至 4.5%，基建投资（含电力）较上月回升 0.2 个百分点至 3.4%，两者均系连续 2 个月回升，且均创年内新高，显示中央支持基建投资的政策初见成效。今年基建特征为发债融资前置，开工后置，后续基建投资可能将进入缓慢上行通道。主要原因是专项债中部分用于债务置换，剩余部分才用于投资，上升力度受最终可使用的投资资金的制约。基建投资代表的是外生动能，代表内生动能的制造业投资和民间投资仍然疲弱。9 月民间投资累计同比为 4.7%，较上月下滑 0.3 个百分点（图 5）。值得注意的是，民间投资在固定投资中的占比下滑至 57.42%，为 2011 年 3 月以来的最低值，显示微观主体自主投资信心不足。

图 5：基建投资回升，民间投资下降，占比新低反映信心不足



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、继续加大逆周期调节力度仍有必要

尽管未来一段时间内猪肉可能推动整体 CPI 持续高企，但核心通胀仍然疲软，工业领域还面临通缩，总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。过去我们常说中国经济面临的是结构性问题，但在全球经济持续放缓背景下，当前周期性问题也不容忽视。中国有必要也有空间加大逆周期调节力度。我们判断，10 月底政治局会议之后，货币政策、财政政策、结构性改革等一揽子措施有望开始加码发力。

风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

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_9557

