

季末反弹不改三季度经济整体偏弱

——三季度经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 季末反弹不改三季度经济整体偏弱

三季度 GDP 增速不及预期原因在于：从供给端看，虽然 9 月工业生产增速再度季末回升，但 7、8 月增速分别只有 4.8%、4.4%，导致三季度工业增加值同比增速从 5.6% 下滑至 5% 左右。从需求端来看，前三季度最终消费支出对 GDP 拉动率为 3.8%，与前值持平，消费整体平稳，但是，“出口-制造业”链条拖累较大，出口交货值增速转负，制造业投资增速从二季度末的 3% 回落至三季度末的 2.5%。另外，企业主动去库存也对经济产生拖累，8 月末工业企业产成品存货同比增速下降至 2.2%，9 月产销率为近年同期高点，显示 9 月可能继续去库存。四季度经济下行压力与支撑并存，整体有望阶段性企稳。

● 工业生产增速再现季末回升

9 月工业增加值同比增速从 4.4% 大幅回升至 5.8%，采矿业、制造业生产增速均有不同程度回升，工业增加值增速回升的主要原因在于：其一，低基数。其二，低基数不能完全解释工业生产增速回升，部分企业在季末有加快生产销售的计划安排，2019 年 9 月工业增加值季调环比增长 0.72%，增速显著高于近年同期。制造业拉动工业生产增速大约 1 个百分点，是工业生产增速回升最大贡献，9 月出口交货值增速回升。其三，2019 年 9 月工作日同比多增 1 天。

● 基建投资增速继续回升，地产韧性仍存

财政支出与企业中长期贷款助推基建投资增速继续回升。随着限制地产后的逆周期政策力度明显加大，基建投资增速有望继续回升，但年内基建投资增速上行幅度可能有限。虽然此前制造业投资增速持续小幅改善，但企业资本开支没有启动，去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑以及外需回落将滞后体现在未来制造业投资数据上，制造业投资增速下滑是大趋势，只不过在波段上可能会有起伏，随着滞后影响的体现，制造业投资增速重新回落。地产投资仍具韧性，当前施工增速的支撑在于低竣工、房企加快推盘导致销售增速没有明显回落，但施工增速可能临近顶部区域，地产融资收紧可能加速这一过程。

● 社零增速回升，可选消费好于必选消费

9 月社零增速回升，可选消费好于必选消费，汽车消费增速回升为最大支撑。2018 年 9 月社零季调环比增长 0.7%，是 2014-2018 年同期最低，2019 年 8 月社零季调环比增速为 0.7%，仅略高于 2018 年同期，低于 2014-2017 年同期，在超低基数的情况下，社零表现只能算中规中矩。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019 年 1-2 月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 季末反弹不改三季度经济整体偏弱.....	3
2、 工业生产增速再现季末回升.....	4
3、 基建投资增速继续回升，地产韧性仍存.....	5
4、 社零增速回升，可选消费好于必选消费.....	7

图表目录

图 1: GDP 增速下滑.....	3
图 2: 9 月产销率为近年同期高位 (%).....	4
图 3: 9 月工业增加值基数偏低.....	4
图 4: 出口交货值增速回升 (%).....	5
图 5: 各行业工业增加值增速变化 (%).....	5
图 6: 基建投资增速回升 (%).....	6
图 7: 基建投资相关财政支出增速回升 (%).....	6
图 8: 9 月社零面临低基数.....	7
图 9: 可选消费表现好于必选消费.....	8
图 10: 乘用车零售增速回升.....	8
图 11: 居民人均可支配收入实际增速下滑快于名义增速.....	8
图 12: 低基数助推居民消费支出增速回升.....	9

1、季末反弹不改三季度经济整体偏弱

三季度 GDP 增速不及预期原因在于：从供给端看，虽然 9 月工业生产增速再度季末回升，但 7、8 月增速分别只有 4.8%、4.4%，导致三季度工业增加值同比增速从 5.6% 下滑至 5% 左右。从需求端来看，前三季度最终消费支出对 GDP 拉动率为 3.8%，与前值持平，消费整体平稳，但是，“出口-制造业”链条拖累较大，出口交货值增速转负，制造业投资增速从二季度末的 3% 回落至三季度末的 2.5%。另外，企业主动去库存也对经济产生拖累，8 月末工业企业产成品存货同比增速下降至 2.2%，9 月产销率为近年同期高点，显示 9 月可能继续去库存。

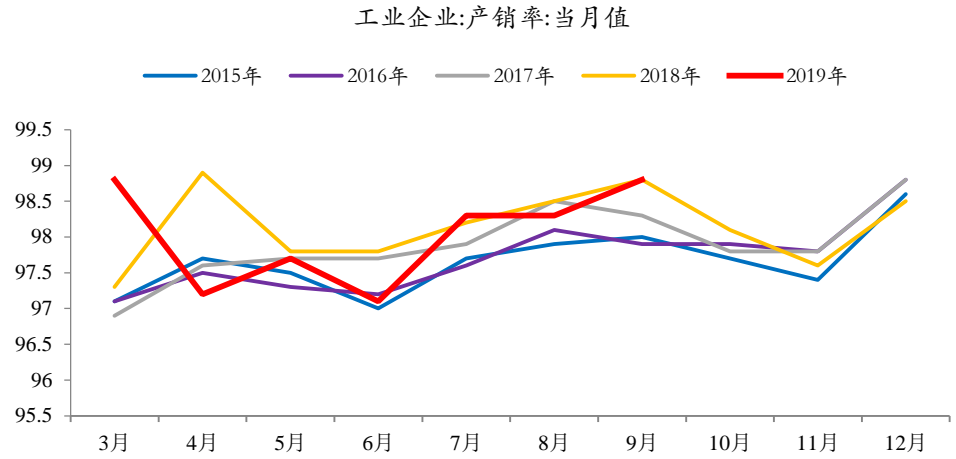
四季度经济下行压力与支撑并存，整体有望阶段性企稳。下行压力在于：第一，消费增速仍承压。9 月社零总额同比增速回升的主要原因是汽车消费拖累减弱。国六标准在 7 月 1 日正式实施，透支效应对 7-8 月汽车零售影响较大，对 9 月汽车零售影响减弱。9 月汽车消费同比下降 2.2%，降幅较上月的 8.1% 大幅收窄。受经济下行影响，9 月剔除汽车之外的消费同比增长 9%，增速较上月下降 0.3 个百分点。汽车这种耐用品，受收入影响较大，三季度经济增速 6.0%，前三季度全国实际人均可支配收入累计增长 6.1%，比上半年下降 0.4 个百分点，这会制约后期消费，况且，房地产政策继续调控，房地产相关消费也会受到负面影响。第二，PPI 仍然负增长，前 8 个月工业企业利润同比下降 1.7%，企业资本开支周期尚未向上启动，制造业投资增速仍可能继续下降。第三，房地产政策继续调控，房企融资受限，房地产投资增速可能处于向下拐点，至少上升的可能性不是很大。第四，统计局在新闻发布会上提到“下一阶段世界经济大概率还会延续放缓的趋势”，加上中美贸易谈判存在不确定性，出口形势严峻。

支撑力量在于：第一，三季度经济增速来到 6%，为了保证实现十八大提出的 2020 年两个翻一番的目标，后续逆周期政策力度或继续加大。第二，当前处于主动去库存尾期，去库存对经济增长的拖累或将逐渐减弱，一旦需求出现边际改善，企业将有动机补库存。

图1：GDP 增速下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 9月产销率为近年同期高位（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

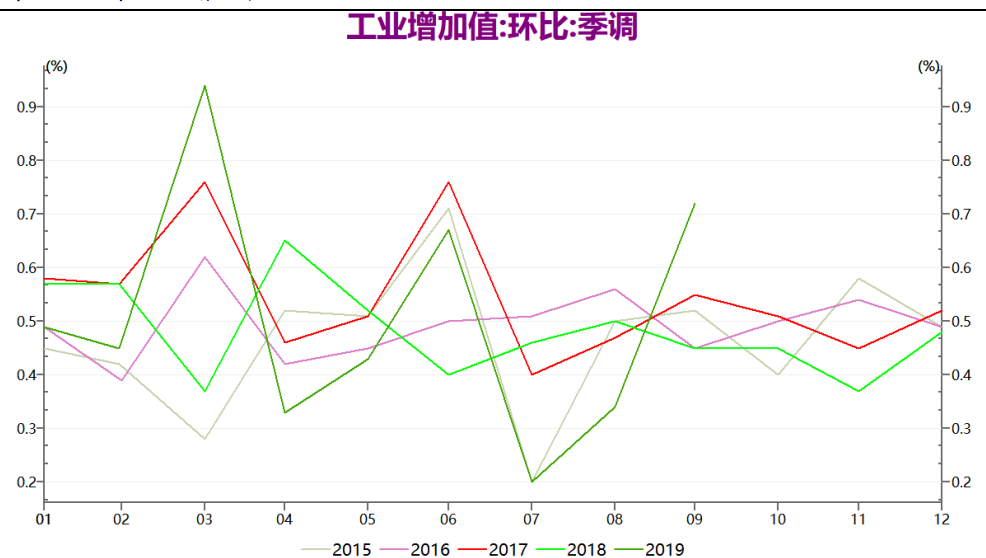
2、工业生产增速再现季末回升

9月工业增加值同比增速从4.4%大幅回升至5.8%，采矿业、制造业生产增速均有不同程度回升，工业增加值增速回升的主要原因在于：

其一，低基数。2018年9月工业增加值季调环比增长0.45%，为2011年以来同期最低，类比2017年9月（2016年9月工业增加值季调环比增长0.45%，2017年9月工业增加值同比增速回升0.6个百分点）。

其二，虽然出口增速回落，但出口交货值增速再次出现季末回升。低基数不能完全解释工业生产增速回升，部分企业在季末有加快生产销售的计划安排，2019年9月工业增加值季调环比增长0.72%，增速显著高于近年同期。制造业拉动工业生产增速大约1个百分点，是工业生产增速回升最大贡献，9月出口交货值同比减少0.7%，虽然连续2个月负增长但降幅较8月收窄，对出口敏感的计算机行业生产增速较8月回升6.7个百分点。

其三，2019年9月工作日同比多增1天。

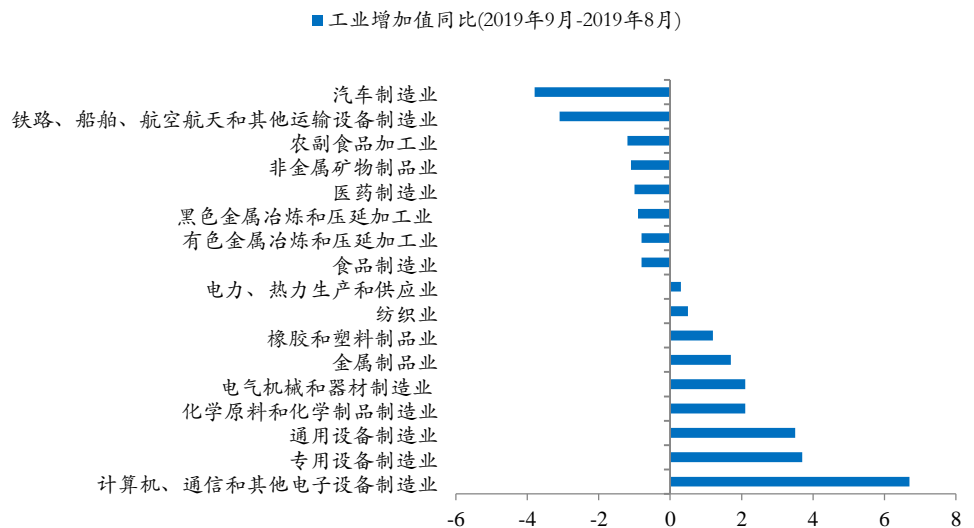
图3： 9月工业增加值基数偏低

数据来源：Wind

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 出口交货值增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 各行业工业增加值增速变化 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、基建投资增速继续回升，地产韧性仍存

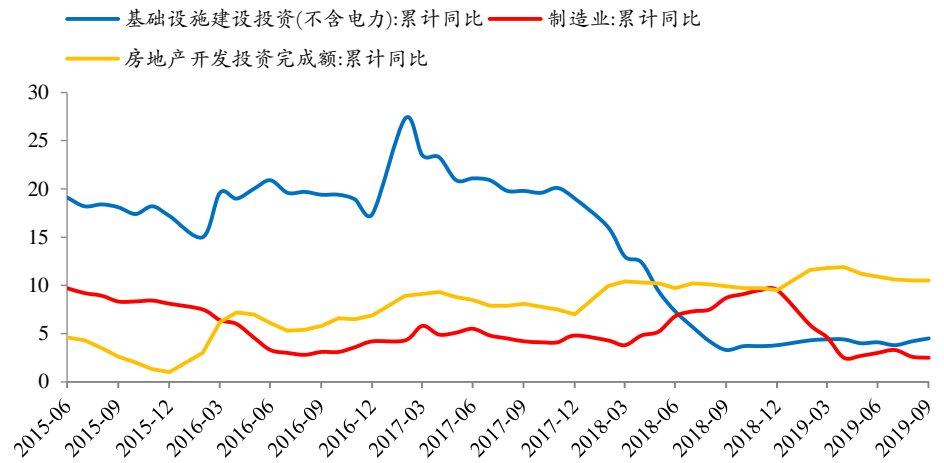
财政支出与企业中长期贷款助推基建投资增速继续回升。2019年1-9月基建投资增速继续回升至3.44%，一方面，9月基建投资相关支出增速加快，投向城乡社区事务、农林水事务财政支出增速分别回升至24.4%、9.8%；另一方面，企业部门9月企业中长期贷款增加5637亿元，同比多增1837亿元。随着限制地产后的逆周期政策力度明显加大，基建投资增速有望继续回升，但严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严，非标融资依然制约基建投资，年内基建投资增速上行幅度可能有限。

制造业投资增速继续下降。虽然此前制造业投资增速持续小幅改善，但企业资

本开支没有启动，去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑以及外需回落将滞后体现在未来制造业投资数据上，制造业投资增速下滑是大趋势，只不过在波段上可能会有起伏，随着滞后影响的体现，制造业投资增速重新回落。

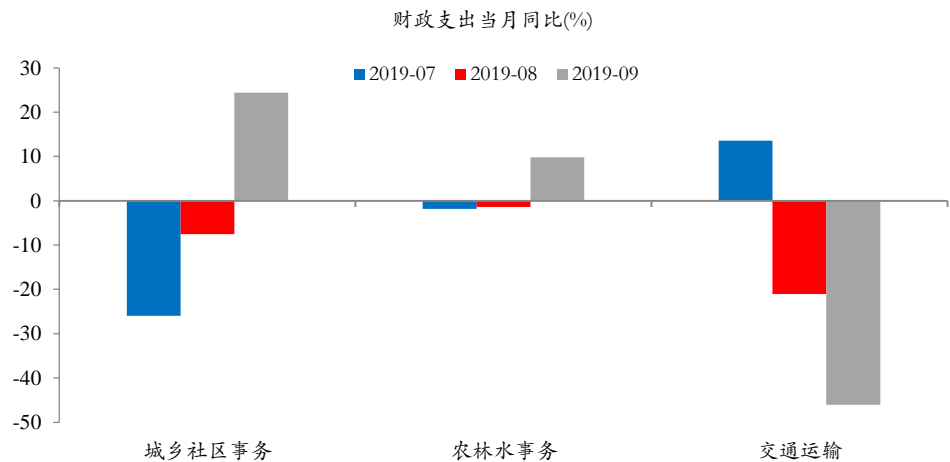
地产投资仍具韧性。9月房地产投资增速为10.5%，与8月基本持平，结构上，施工面积单月增速回升至7.6%，意味着建安投资增速或仍具韧性。当前施工增速的支撑在于低竣工、房企加快推盘导致销售增速没有明显回落，但由于房企拿地动力不足，加上地产融资渠道收紧，政治局会议提到“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这一提法彻底断绝房地产调控政策再度大幅放松的可能性，地产融资收紧可能限制竣工增速上升幅度。历史上，商品房销售增速由负转正往往需要看到房价同比增速触底回升，目前房价增速还处于下行期，因此本轮房贷利率下行的持续性和幅度均远不及前两轮周期，销售增速可能低位徘徊。综合来看，当前施工增速可能临近顶部区域，地产融资收紧可能加速这一过程。

图6：基建投资增速回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：基建投资相关财政支出增速回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、社零增速回升，可选消费好于必选消费

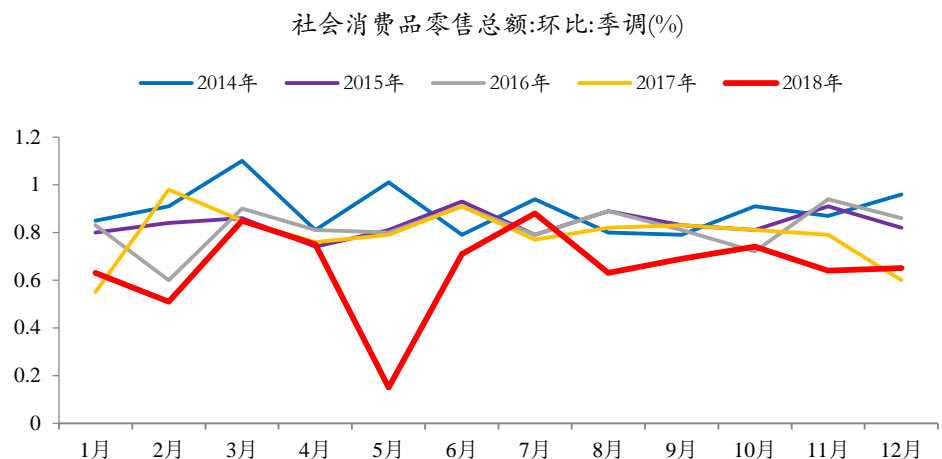
9月社零名义增速从7.5%回升至7.8%，实际增速从5.6%回升至5.79%，从结构上来看，此前表现较好的必选消费增速普遍回落，可选消费则普遍回升，其中，汽车消费增速从-8.1%回升至-2.2%。

汽车消费增速回升为最大支撑。9月汽车消费增速回升的原因在于，其一，低基数拉升同比增速；其二，各主机厂借势中秋节及70周年国庆热点的消费热情，加大厂家激励，推出各类促销政策手段，吸引到店客流。

低基数下，社零表现只能算中规中矩。2018年9月社零季调环比增长0.7%，是2014-2018年同期最低，2019年8月社零季调环比增速为0.7%，仅略高于2018年同期，低于2014-2017年同期，在超低基数的情况下，社零表现只能算中规中矩。

低基数助推居民消费支出增速回升。三季度全国居民人均可支配收入与中位数增速均小幅回落，实际增速可能回落得更多，而居民人均消费支出增速从二季度的7.77%回升至9.89%，实际消费累计增速从5.2%回升至8.3%，主要受低基数影响，2018年三季度居民人均消费支出环比增速为5%，是2014年以来同期最低，2019年三季度居民人均消费支出环比增速为7.4%，低于2014-2017年同期。随着四季度基数抬升，居民人均消费支出增速可能再度回落。

图8：9月社零面临低基数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_9559

