

名义 GDP 接近短期底部，关注政策对冲力度

数据：Q3 实际 GDP 同比 6.0%（前值 6.2%），累计同比 6.2%（前值 6.3%），Q3 名义 GDP 同比 7.6%（前值 8.3%）；9 月社会消费品零售总额当月同比 7.8%（前值 7.5%），累计同比 8.2%（前值 8.2%）；9 月固定资产投资累计同比 5.4%（前值 5.5%）；9 月工业增加值当月同比 5.8%（前值 4.4%），累计同比 5.6%（前值 5.6%）。

1、GDP：量价齐跌，名义与实际 GDP 同步放缓。名义 GDP 同比下滑 0.7 个百分点至 7.6%，预计接近短期底部。从支出角度来看，前三季度最终消费支出拉动实际 GDP 3.8 个百分点，与上半年持平，实际 GDP 下降主要源于资本形成与净出口的拖累。从生产角度看，工业，服务生产均有所走弱，带动实际 GDP 当季增速回落。往前看，在总需求依然偏弱的背景下，逆周期政策仍将持续发力，预计全年 GDP 增速 6.1%。

2、投资：基建投资增速回升，制造业投资增速当月同比由负转正但仍偏弱，房地产投资增速与上月持平，固定资产投资累计同比回落。具体来看：**（1）基建投资回升。**水电气增速与上月持平，交通运输增速下降，其中铁路运输增速放缓，道路运输增速加快，水利环保增速明显加快。预计在政策引导下基建投资回升仍有回升可能。**（2）制造业投资当月同比由负转正，但累计增速回落。**其中化学制品，医药，金属制品增速放缓，计算机通信，汽车，通用设备，专用设备小幅回升，铁路运输，电器机械降幅收窄。往前看，制造业企业盈利处于筑底阶段，不过总体需求依然偏弱，制造业投资回升幅度仍待观察。**（3）房地产投资增速保持稳定。**建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

3、消费：社零当月同比改善，累计同比稳定。社零当月同比改善，主因在于汽车消费跌幅收窄，且家电家具、通讯以及石油制品等消费边际改善。从累计同比上看，整体稳定，其中汽车消费小幅下行，地产类消费小幅回升，石油制品类消费下行，通讯类消费回升。

4、工业：9 月工业生产当月同比回升，表明生产有所改善。从结构来看，采矿业、制造业增速回升，公用事业增速持平前值。

5、整体：名义 GDP 底部迹象显现，关注政策对冲力度。今日公布的经济数据包含着四条线索：**第一，4 季度实际 GDP 会跌破 6% 吗？**概率并不高。从结构拆分来看，消费在 4 季度的贡献会进一步边际改善；地产建安投资支撑仍存，基建和制造业投资边际改善概率上升；净出口可能形成小幅拖累，但幅度不会太大。从政策来看，财政对基建的支撑仍在发力（专项债前移、PSL 等），货币边际也会更松而不是紧（肉价推升的 CPI 破 3% 不构成约束），产业政策更加注重消费支撑，逆周期政策力度会加大。**第二，3 季度是短期名义 GDP 的底部吗（短期指 4-6 个季度）？**概率较高。从量上看，4 季度和明年 1 季度大幅下滑的可能不高，明年 2 季度以后需要看消费和制造业投资能否对冲地产建安投资下滑。从价上看，平减指数 4 季度再度转升是大概率事件。从领先指标来看，信用供给领先名义 GDP 一年，而 2019 年信用供给明显回升，意味着 2020 年名义 GDP 也会回升。**第三，名义 GDP 和实际 GDP 会分化吗？**在未来的 1-2 个季度可能会出现小幅分化，但这与滞涨不同。从更长期看，很有可能名义 GDP 的回升带来的利润改善，能够带动实际 GDP 也在 6.0% 的增速附近企稳。**第四，对大类资产配置的含义是什么？**短期货币可能不会向大家想象的那么松（但边际还是趋松的），利润企稳的迹象变得更加明显，汇率存在升值支撑，权益类资产表现可能较好。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1：国金宏观 9 月经济数据点评

国金宏观9月经济数据点评：名义GDP接近短期底部，关注政策对冲力度					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	8月	9月	1-8月	1-9月	
GDP	-	6.0	-	6.2	量价齐跌，名义与实际GDP同步放缓。 名义GDP同比下滑0.7个百分点至7.6%，预计接近短期底部。从支出角度来看，前三季度最终消费支出拉动实际GDP3.8个百分点，与上半年持平，实际GDP下降主要源于资本形成与净出口的拖累。从生产角度看，工业，服务生产均有所走弱，带动实际GDP当季增速回落。往前看，在总需求依然偏弱的背景下，逆周期政策仍将持续发力，预计全年GDP增速6.1%
社零	7.5	7.8	8.2	8.2	社零当月同比改善，累计同比稳定。 社零当月同比改善，主因在于汽车消费跌幅收窄，且家电家具、通讯以及石油制品等消费边际改善。从累计同比上看，整体稳定，其中汽车消费小幅下行，地产类消费小幅回升，石油制品类消费下行，通讯类消费回升。
投资	4.3	4.8	5.5	5.4	基建投资增速回升，制造业投资增速当月同比由负转正但仍偏弱，房地产投资增速与上月持平，固定资产投资累计同比回落。 其中，基建投资回升，在政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资回落，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在建安支撑下仍有一定韧性。
民间投资	1.9	3.5	4.9	4.7	民间投资意愿边际改善。 同制造业投资变化相一致，当月同比小幅改善；但在总需求偏弱的背景下，民间投资累计同比小幅回落。从绝对量来看，民间投资增速依然偏低。
基建投资	4.9	5.0	3.2	3.4	基建投资回升。 水电气增速与上月持平，交通运输增速下降，其中铁路运输增速放缓，道路运输增速加快，水利环保增速明显加快。总体来看，在政策引导下基建投资回升仍有回升可能。
制造业投资	(1.6)	1.9	2.6	2.5	制造业投资当月同比由负转正，但累计增速回落。 其中化学制品，医药，金属制品增速放缓，计算机通信，汽车，通用设备，专用设备小幅回升，铁路运输，电器机械降幅收窄。往前看，制造业企业盈利处于筑底阶段，不过总体需求依然偏弱，制造业投资回升幅度仍待观察。
房地产投资	9.9	10.5	10.5	10.5	房地产投资增速保持稳定，建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。 此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。
新开工面积	4.9	6.7	8.9	8.6	商品房销售面积累计降幅虽收窄但仍偏低，新开工面积当月同比回升但累计同比回落。
资金来源	4.1	10.8	6.6	7.1	地产投资资金来源边际改善。定金、按揭贷款、自筹资金增速小幅回升，但国内贷款增速明显放缓，总体来看房地产资金来源增速预计仍将逐步放缓。
商品房销售面积	4.7	2.9	(0.6)	(0.1)	累计同比来看，商品房销售降幅收窄带动销售额增速回升，但力度仍相对有限；当月商品房销售面积下降带动销售额增速回落。政治局会议再度明确房地产严调控政策，叠加棚改货币化安置力度减弱，30大中城市商品房销售面积累计同比持续走弱，商品房销售仍难乐观
商品房销售额	10.1	9.4	6.7	7.1	
出口	(1.0)	(3.2)	0.3	(0.1)	衰退型顺差再现，未来不可持续。 9月出口当月同比跌幅扩大，主要原因在于全球经济下行以及美国主导的全球贸易摩擦升温对需求的负向冲击加大。9月进口当月同比跌幅再度扩大至-8.5%，持平年内低点。我们认为主要原因在于国内需求偏弱，边际上的拖累可能在于价格下降。
进口	(5.6)	(8.5)	(4.5)	(5.0)	
工业增加值	4.4	5.8	5.6	5.6	9月工业生产当月同比回升，表明生产有所改善。 从结构来看，采矿业、制造业增速回升，公用事业增速持平前值
出口交货值	(4.3)	(0.7)	2.9	2.4	出口交货值当月同比跌幅收窄，累计同比继续下行，可能预示着10月出口将继续下降。
发电量	1.7	4.7	2.8	3.0	发电量当月、累计同比均回升，表明生产有所改善。
粗钢产量	9.3	2.2	9.1	8.4	粗钢生产当月、累计同比均下降，原因在于钢铁库存偏高。
人民币汇率 (贬值为-)	(3.8)	0.1	(4.1)	(4.0)	9月人民币兑美元微升。 9月人民币微升，整体稳定，同时中美利差以及美元指数等波动不大。
M1	-	-	3.4	3.4	信贷季节性回升，逆周期政策持续发力。 信贷：总量上，信贷季节性回升，且幅度大于去年同期；结构上，居民中长期贷款相对稳定，企业短期贷款增幅强于季节性，中长期贷款同比多增，票据融资相对平稳。社融：信贷季节性回升，非标融资继续改善，企业债融资改善，地方专项债增幅放缓，社融存量增速持平上月。M2：居民存款季节性增加，企业存款季节性减少，财政资金投放强于季节性，M1持平上月，M2回升
M2	-	-	8.2	8.4	
信贷 (万亿)	1.2	1.7	11.9	13.6	
社融 (万亿)	2.0	2.3	16.5	18.7	
CPI	2.8	3.0	2.4	2.5	9月CPI升破3%，未来还有可能更高，四季度价格水平将会上扬拉动名义GDP同比。 9月CPI当月同比升至3.0%，主要原因在于猪肉价格上涨远超季节性。9月PPI当月同比跌幅扩大，主要原因有两点：需求下行导致的主要工业品价格下跌以及去年整体基数偏高。
PPI	-0.8	-1.2	0.1	0.0	
制造业PMI	49.5	49.8	-	-	制造业改善持续性待观察，逆周期政策仍需发力。 9月制造业PMI较上月小幅回升，依然位于收缩区间，生产、需求改善，价格环比回升，制造业景气度有所改善。9月非制造业商务活动下行，服务业景气度回升，建筑业景气度回落
非制造业PMI	53.8	53.7	-	-	
综合PMI	53.0	53.1	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、GDP：量价齐跌，名义与实际 GDP 同步放缓。名义 GDP 同比下滑 0.7 个百分点至 7.6%，预计接近短期底部。从支出角度来看，前三季度最终消费支出拉动实际 GDP3.8 个百分点，与上半年持平，实际 GDP 下降主要源于资本形成与净出口的拖累。从生产角度看，工业，服务生产均有所走弱，带动实际 GDP 当季增速回落。往前看，在总需求依然偏弱的背景下，逆周期政策仍将持续发力，预计全年 GDP 增速 6.1%。

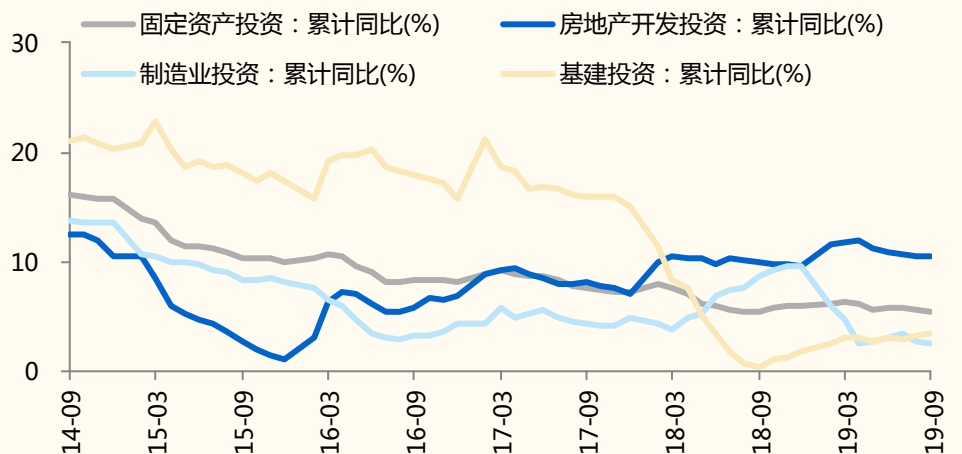
2、固定资产投资：基建投资增速回升，制造业投资增速当月同比由负转正但仍偏弱，房地产投资增速与上月持平，固定资产投资累计同比回落。其中，基建投资回升，在政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资回落，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在建安支撑下仍有一定韧性。

(1) 基建投资回升。水电气增速与上月持平，交通运输增速下降，其中铁路运输增速放缓，道路运输增速加快，水利环保增速明显加快。总体来看，在政策引导下基建投资回升仍有回升可能。具体来看：1) 交运行业累计同比降至 4.7% (前值 5.5%)，其中铁路运输业增速降至 9.8% (前值 11.0%)，道路运输业增速升至 7.9% (前值 7.7%)；2) 水利大环保行业累计同比涨幅升至 3.5% (前值 2.4%)，其中权重最大的公共设施管理业增速升至 0.9% (前值-0.3%)，水利管理业增速升至 1.9% (前值 0.7%)。

(2) 制造业投资当月同比由负转正，但累计增速回落。其中化学制品，医药，金属制品增速放缓，计算机通信，汽车，通用设备，专用设备小幅回升，铁路运输，电器机械降幅收窄。往前看，制造业企业盈利处于筑底阶段，不过总体需求依然偏弱，制造业投资回升幅度仍待观察。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比放缓至 7.0% (前值 7.4%)，计算机通信行业累计同比升至 11.6% (前值 11.1%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比升至 1.8% (前值 1.5%)，铁路船舶行业累计同比降幅收窄至-8.3% (前值-10.7%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比升至 1.6% (前值 1.2%)，专用设备累计同比升至 8.7% (前值 6.6%)；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比降至-10.8% (前值-9.4%)，食品制造累计同比降至-3.0% (前值-2.2%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比降幅收窄至-2.6% (前值-4.3%)。

(3) 房地产投资增速保持稳定。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

图表 2：固定资产投资累计同比回落-



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、9月工业生产当月同比回升，表明生产有所改善。9月当月出口交货值跌幅收窄，而发电量同比上升，但粗钢产量下行，主要是钢铁库存较高。从高频数据来看，9月高炉开工率同比下行，5大发电集团日均耗煤量上行。总结而言，企业对于用电、生产以及钢材的需求并不弱，粗钢产量下行只是由于库存偏高导致的，9月生产较8月有所改善。

(1) 从结构上看，采矿业、制造业增速上升，公用事业增速持平前值。采矿业当月同比涨幅升至 8.1% (前值 3.7%)，制造业当月同比上升至 5.6% (前值 4.3%)，公用事业部门当月同比持平至 5.9% (前值 5.9%)。

(2) 从制造业内部结构上看，受益于部分行业设备更新需求，通用专用设备制造业上行。

1) 新兴产业整体上行。其中医药制造业当月同比下行至 3.3% (前值 1.2%)，计算机、通信和电子行业当月同比上行至 11.4% (前值 4.7%)。

2) 装备制造业整体分化。其中汽车当月同比涨幅收窄至 0.5% (前值 4.3%)，金属制品业当月同比涨幅上升至 2.6 % (前值 0.9%)，运输设备业当月同比下降至 4.7 % (前值 7.8%)，电气机械器材业当月同比升至 12.1% (前值 10.0%)。

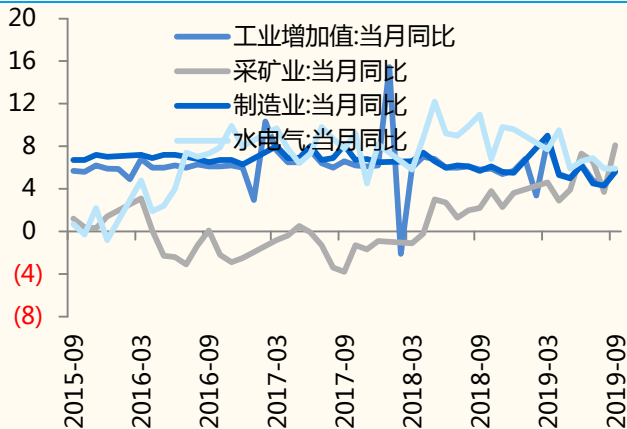
3) 通用专用设备制造业上行。其中通用设备制造业当月同比上升至 3.5% (前值 0.0%)，专用设备制造业当月同比下降至 7.0% (前值 3.3%)。

4) 轻工业整体下行。其中农副食品加工业当月同比下降至-1.2% (前值 0.0%)，食品制造当月同比下行至 4.2% (前值 5.0%)，纺织业工业当月同比上升至 0.6% (前值 0.1%)。

5) 传统制造业下行。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比降至 9.5% (前值 10.4%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比下降至 7.7% (前值 8.5%)，非金属矿物制品业当月同比下降至 7.0% (前值 8.1%)。

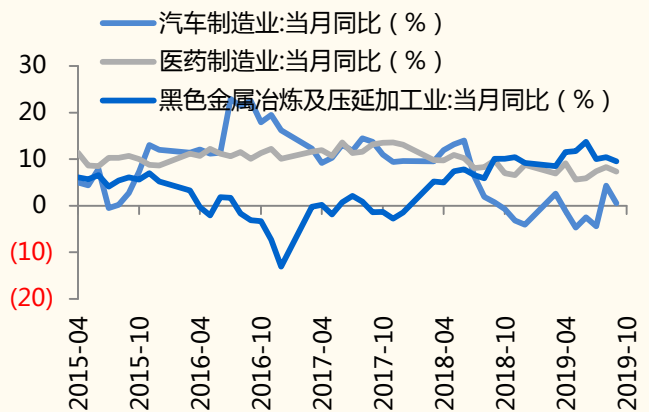
(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比跌幅收窄。规模以上出口交货值当月同比下降至-0.7% (前值-4.3%)。

图表 3：工业增加值当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：汽车和黑色金属当月同比回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

4、社零当月同比改善，累计同比稳定。社零当月同比改善，主因在于汽车消费跌幅收窄，且家电家具、通讯以及石油制品等消费边际改善。从累计同比上看，整体稳定，其中汽车消费小幅下行，地产类消费小幅回升，石油制品类消费下行，通讯类消费回升。

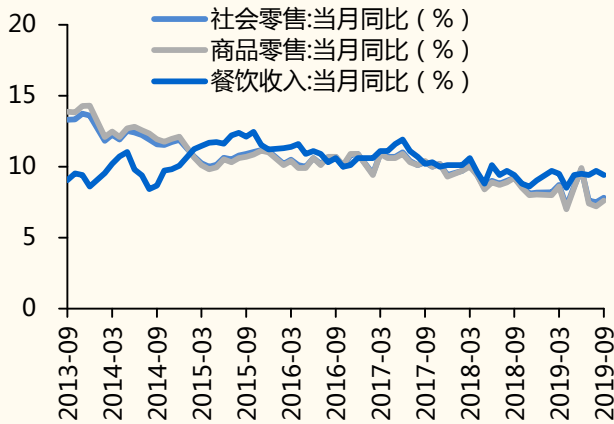
(1) 地产链条整体上行。建筑装潢材料当月同比下降至 4.2% (前值 5.9%)；家具当月同比上行至 6.3% (前值 5.7%)；家电当月同比上行至 5.4% (前值 4.2%)。

(2) 升级型消费整体分化。通讯类消费同比上升至 8.4% (前值 3.5%)；中西

药同比下行至 6.6% (前值 7.7%); 石油及制品类消费收窄至-0.4% (前值-1.2%)。

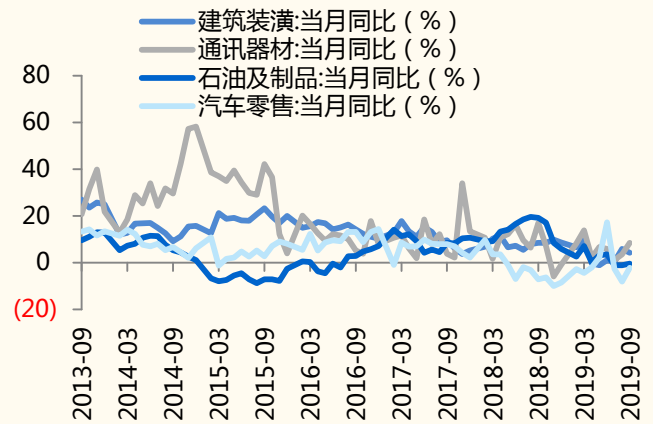
(3) 汽车消费跌幅收窄。汽车消费当月同比跌幅收窄至-2.2% (前值-8.1%)。

图表 5: 消费当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 汽车、地产类链条、升级型消费整体分化



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 美联储如果加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

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_9563



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn