

不负时光：把握任何调整带来的买入机会

8月国内经济数据全面剖析及 Q4 展望

核心结论

8月国内经济需求与投资皆疲弱，静待潜在驱动力持续增强提振Q4表现

一方面，国内总需求（进口+出口+社零）仍持续疲弱，但潜在驱动力逐步增强，四季度有望迎来改善。潜在驱动包括：一是实际新增就业逐步回暖；二是工业利润增速亦呈现边际改善；三是我国出口占全球主要国家及地区市场份额总体上修。考虑到中美贸易摩擦对消费者信心的冲击，预计“需求端”改善或有延迟，但总体仍向着“潜在驱动力指标”的趋势收敛。

另一方面，国内固定资产投资内生驱动亦出现增强信号，四季度筑底可期。主要基于：一是基建全年增速或达5.2%，Q4持续复苏可期；二是制造业产能利用率、用电量均有回暖迹象；叠加企业实际利差（ROE-实际融资利率）扩大，“赚钱效应”改善或促其Q4筑底回升。房地产投资Q4或继续承压，静待销售需求端回暖，或带动建安投资呈现“先降后升”态势。

A+H市场展望：建议把握期间任何调整带来的买入机会

A股市场：或继续消化疲弱的经济数据、中美贸易谈判遭遇挫折，以及降息预期“落空”等负面影响，其估值仍有向下调整空间。

H股市场：上周调整已基本充分，其PE估值重现9x附近，较为吸引。

投资建议：展望Q4，基于对国内经济基本面或趋于改善的研判；同时，考虑到11月5日的“降息窗口”或重新提升货币宽松预期，预计A+H市场均有望受益于“戴维斯双击”，故我们建议把握期间任何调整所带来的买入机会。

行业配置建议：一是继续“抱团”景气度可见的品种，包括：电子、计算机、通信和食品饮料。二是适度“左侧”配置汽车、家电、建材（玻璃）等周期性弹性品种。

A+H市场回顾：基本面+估值“双双”受压

本周上证综指收报3,006.5，下跌0.8%；恒指收报26,435.7，下挫3.4%。国内经济数据继续疲弱，市场担忧企业基本面恶化；叠加中、美货币政策逊于市场预期，导致我国权益市场，尤其港股市场的基本面+估值“双重”受压。

风险提示：国内经济增长内生动力再次减弱；贸易摩擦继续恶化；以及货币政策持续低预期。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张弛



13918023419



zhangchi@research.xbmail.com.cn

索引

内容目录

下周市场展望	4
国内经济需求与投资皆疲弱，静待潜在驱动力持续增强提振 Q4 表现	4
四季度我国需求端有望迎来改善	4
四季度我国投资端“筑底”可期	6
市场展望：建议把握期间任何调整带来的买入机会	7
本周市场回顾	8
市场走势分析：基本面+估值“双双”受压	8
经济数据及重要事件回顾	8
全球市场表现	9
A 股市场表现	10
港股市场表现	12
美股市场表现	13
经济数据及重要事件展望	15

图表目录

图 1：社零名义及实际增速均继续放慢	4
图 2：七大类零售行业累计环比增长趋弱	4
图 3：我国出口主要国家及地区累计同比增速总体放慢	5
图 4：美国进口中国主要原料及商品显著下滑	5
图 5：城镇实际新增就业人数增速回暖	5
图 6：我国出口占全球主要国家及地区市场份额总体上修	5
图 7：历史上，国内总需求增速整体向“潜在动力指标”收敛	5
图 8：居民中长期贷款对商品房销售有一定指引性	6
图 9：房地产销售传导至土地购置费存在较长“时滞”	6
图 10：房企现金流趋于紧张，主动“推盘”加快周转	7
图 11：产能利用率有回暖迹象	7
图 12：制造业用电量增速有企稳迹象	7
图 13：企业“赚钱效应”开始逐步改善	7
图 14：本周全球主要权益市场一览	9
图 15：本周全球主要汇率一览	9
图 16：本周全球主要大宗一览	10
图 17：A 股主要指数表现	10
图 18：本周 A 股行业表现	10

图 19: 上证指数估值区间变动	10
图 20: A 股行业估值区间一览	10
图 21: 近 30 日“陆股通”净流入情况	11
图 22: 行业“陆股通”净流入/流出 TOP5	11
图 23: A 股资金供给&股票供给情况	11
图 24: 上证 50 认沽/认购比率	11
图 25: 国债期限利差表现	11
图 26: 国债信用利差走势	11
图 27: 恒指及其近 30 日波动率表现	12
图 28: 港股行业表现	12
图 29: 恒生指数估值区间及变动	12
图 30: 港股行业估值区间	12
图 31: 近 30 日“港股通”买入、卖出及净流入情况	12
图 32: 行业“港股通”净流入/流出 TOP5	12
图 33: AH 行业溢价情况	13
图 34: 港股沽空比率	13
图 35: 恒指与美元兑港元远期升贴水关联走势	13
图 36: HIBOR vs.SHIBOR	13
图 37: 标普 500 与 VIX 关联表现	13
图 38: 美股行业表现	13
图 39: 标普 500 指数估值区间及变动	14
图 40: 美国国债收益率及期限利差	14
图 41: 全球主要 10 年期国债利差	14
表 1: 本周全球主要国家核心经济数据一览	8
表 2: 本周重点新闻一览	9
表 3: 下周全球主要国家核心经济数据一览	15
表 4: 下周重点新闻一览	15

下周市场展望

国内经济需求与投资皆疲弱，静待潜在驱动力持续增强提振Q4表现

四季度我国需求端有望迎来改善

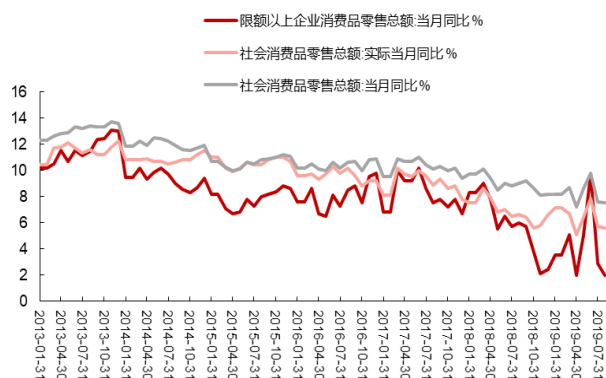
国内总需求仍持续疲弱。8月我们根据人民币口径统计国内社会总需求同比增长4.6%，为连续2个月放慢。一方面，8月进口增速为-5.6%，为连续4个月下滑；另一方面，社零整体增速继续放慢。8月社零同比增长7.5%，实际增长仅有5.6%，均为年内次低；限额以上企业零售增速2%，重回至2012年以来新低。

限额以上商品中70%的行业增速环比仍持续放慢。从细分行业来看，限额以上企业商品占贡献比重超80%的七大类行业中，仅有食品类零售增速呈现趋势上升（受益通胀上涨），纺织服装增速环比略有改善，但仍处于底部区域；其余包括：汽车、家电、石油制品、医药及日用品等增环比速均呈现不同程度放慢。

国内出口下行压力仍然较大。8月出口增速再次下滑至-1%，主要出口国家及地区：除了东盟增速环比上升0.2pct至9.4%以外；欧盟、美国、日本及中国香港均呈现下滑或环比放缓态势。其中，7月美国进口中国10大类（一级分类）原材料及商品总额同比下滑11.8%，为连续9个月负增长；近12个月滚动进口增速自2018年年初以来呈现出趋势性下行。

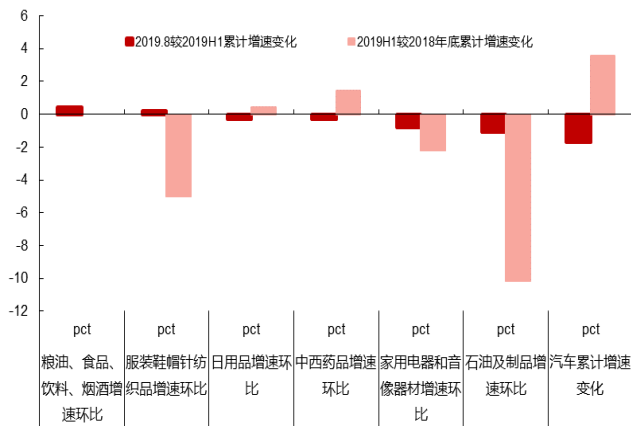
潜在动力增强，四季度整个“需求端”或迎来边际改善。核心潜在动力包括：一是实际新增就业逐步回暖；二是工业利润增速亦呈现边际改善；三是我国出口占全球主要国家及地区市场份额总体上修。考虑到中美贸易摩擦对消费者信心的冲击，预计“需求端”改善或有延迟，但总体仍向着“潜在驱动力指标”的趋势收敛。

图1：社零名义及实际增速均继续放慢



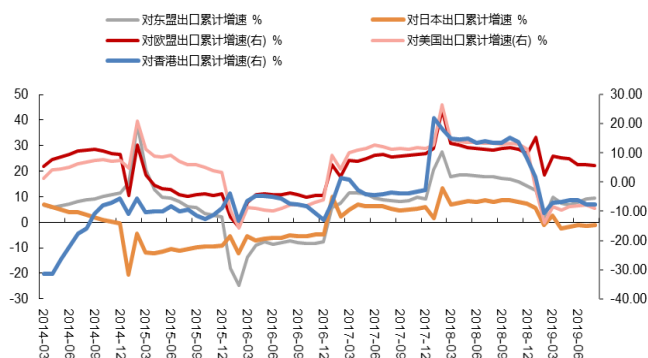
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图2：七大类零售行业累计环比增长趋弱



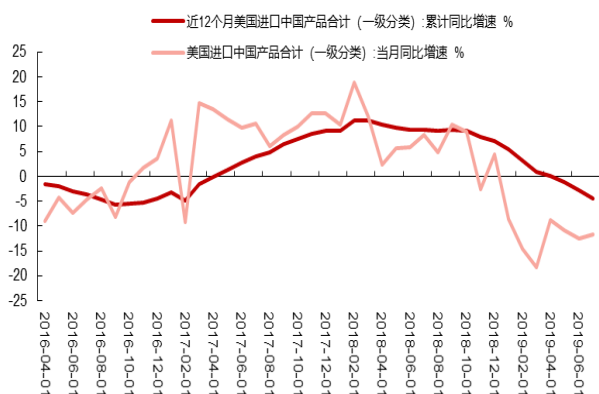
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 3：我国出口主要国家及地区累计同比增速总体放慢



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 4：美国进口中国主要原料及商品显著下滑



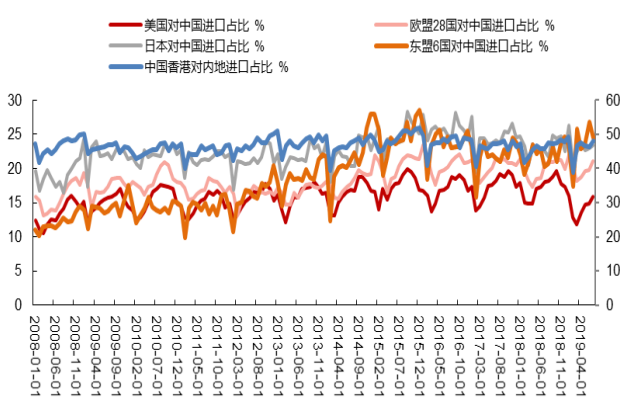
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 5：城镇实际新增就业人数增速回暖



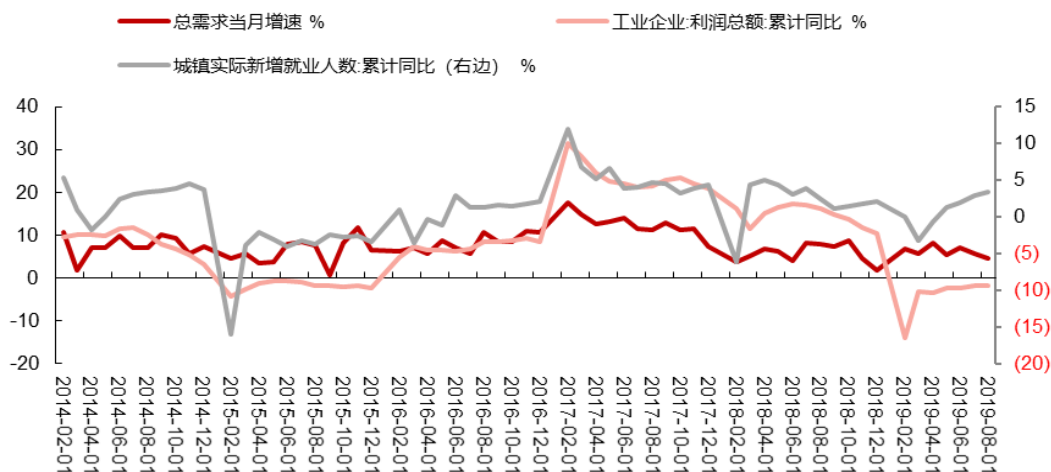
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 6：我国出口占全球主要国家及地区市场份额总体上修



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 7：历史上，国内总需求增速整体向“潜在动力指标”收敛



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

四季度我国投资端“筑底”可期

8月固定资产投资环比下降0.2pct至5.5%；其中，制造业与房地产投资增速双双放缓，基建投资“孤木难支”。具体分析如下：

全年基建增速或达5.2%，Q4持续复苏可期。8月基建投资累计增速为3.2%，我们预计其全年或同比增长5.2%至18.5万亿，意味着Q4基建投资增速仍有进一步提升空间。主要基于：**一是**财政收入/支出全年增速或分别达4.4%/9.6%，较目前3.2%/8.8%仍有一定发力空间；**全年预算资金或贡献约2.8万亿（9%，yoy）；二是**全年国内贷款或贡献3万亿（10%，yoy）；**三是**全年自筹资金总体增速或加快（23%，yoy）贡献约10万亿，其中，专项债（3.3万亿，35%）和城投债（1.1万亿，67%）发力；政府性基金支出增速放缓（2.6万亿，10%）；PPP贡献或同比下滑-5%至2.6万亿，将一定程度抑制全年基建投资的上涨空间。

Q4房地产投资或继续承压，静待销售需求端回暖。8月地产投资累计增速为10.5%，为连续5个月放慢，主要受到土地购置费增速“高位回落”拖累。展望Q4房地产投资增长或总体承压，主要基于：**一是商品房销售增长的驱动力不足，弱复苏的可持续性有待检验。**8月商品房销售面积累计降幅连续2个月收窄至-0.6%，主要受益于开发商主动“推盘”加快周转，以补充自筹资金及改善现金流。然而，商品房需求端指引性指标仍未见明显改善：**1）6月起首套房贷款利率“拐头”趋势上行；2）居民中长期贷款增速已连续3个月放慢。二是销售回暖传导至土地购置费回升，存在较长的“时滞性”。**销售--土地供应--土地成交--土地购置费的传导周期在一年以上，意味着即便销售呈现趋势性复苏，土地购置费增速再次加快也要等到明年下半年。**三是销售回暖传导至建安投资复苏也同样存在“时滞性”。**销售复苏前期，新开工面积存在“时滞”，而竣工面积则较快回暖，导致施工面积收窄，一定程度抑制建安投资。因此，往往销售复苏或伴随建安投资呈现“先降后升”态势。

制造业内生动力增强，Q4有望筑底回升。8月制造业名义/实际投资增速为2.6%和2.5%，两者差值因PPI回落已明显收敛。观察贡献占比高达80%以上的15类制造业细分行业发现：仅有计算机、通信和电子制造保持趋势性增长（11.1%，+0.6pct），以及金属制品环比改善（-3.5%，+1.7pct），其余13个行业增速环比均有不同程度回落，总体情况较为疲弱。

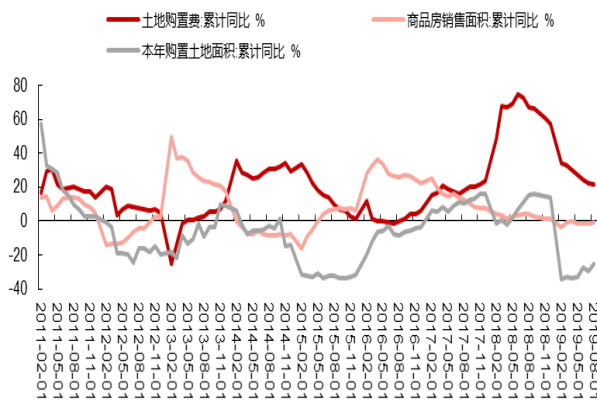
展望Q4制造业投资有望筑底，主要基于潜在驱动力出现增强信号：**一是产能利用率有回升迹象；二是8月制造业用电量增速环比回升0.2pct，有企稳迹象；三是企业实际利差，即赚钱效应开始逐步改善；未来静待实际利率下降，进一步拓宽企业实际利差（ROE-实际融资利率）。**

图8：居民中长期贷款对商品房销售有一定指引性



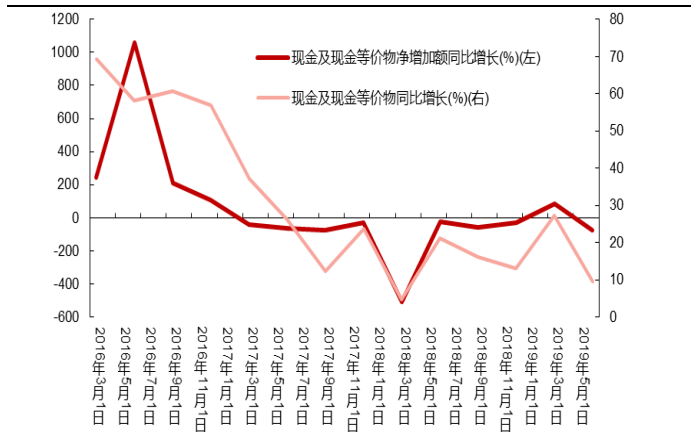
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图9：房地产销售传导至土地购置费存在较长“时滞”



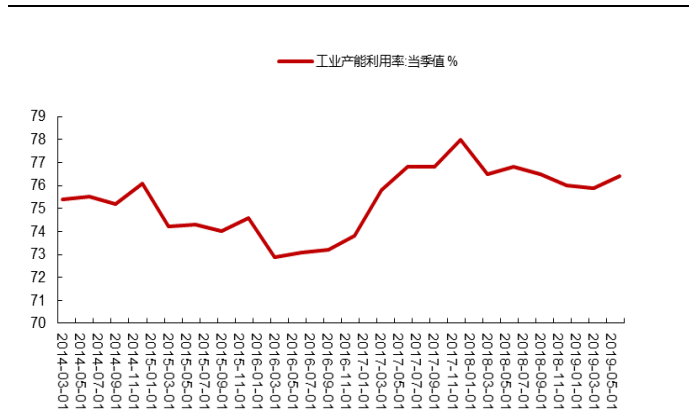
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 10：房企现金流趋于紧张，主动“推盘”加快周转



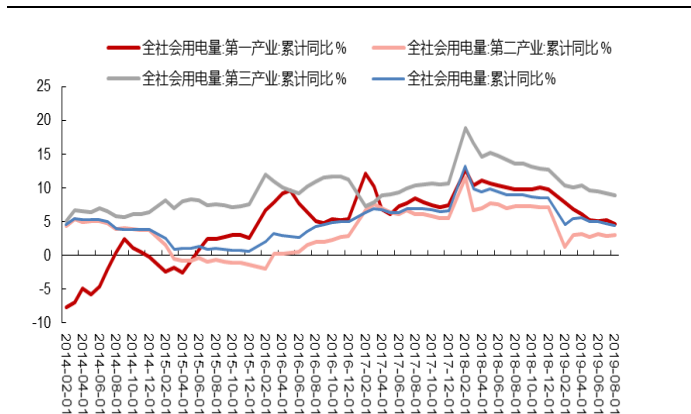
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 11：产能利用率有回暖迹象



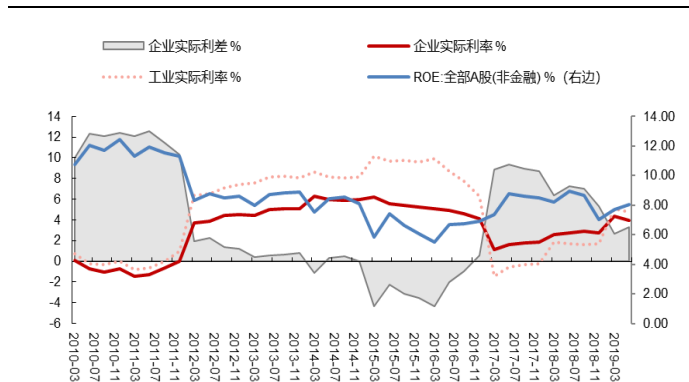
资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 12：制造业用电量增速有企稳迹象



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

图 13：企业“赚钱效应”开始逐步改善



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

市场展望：建议把握期间任何调整带来的买入机会

展望下周，国庆长假将至：A股市场或继续消化疲弱的经济数据、中美贸易谈判遭遇挫折，以及降息预期“落空”等负面影响，其估值仍有向下调整空间；H股市场上周调整已基本充分，其PE估值重现9x附近，较为吸引。展望Q4，基于前文对国内经济基本面或趋于改善的研判；同时，考虑到11月5日的“降息窗口”或重新提升货币宽松预期，预计A+H市场均有望受益于“戴维斯双击”，故我们建议把握期间任何调整所带来的买入机会。

行业配置建议：一是继续“抱团”景气度可见的品种，包括：电子、计算机、通信和食品饮料。二是适度“左侧”配置汽车、家电、建材（玻璃）等周期性弹性品种。

本周市场回顾

市场走势分析：基本面+估值“双双”受压

本周上证综指收报 3,006.5，跌 0.8%；恒指收报 26,435.7，下挫 3.4%。究其原因，主要是经济基本面持续疲弱，叠加中、美货币政策差于预期，导致股价基本面+估值“双重”受压；具体分析：一方面，8 月国内经济数据疲弱且远低于市场预期，叠加世界经合组织（OECD）下调 2019 年全球经济增速由 3.2%降至 2.9%，市场担忧企业基本面继续恶化。另一方面，市场给予较大预期国内降息短期内“落空”（9 月 17 日 MLF 续作利率不变），下一个降息时间窗口或在今年 11 月 5 日 MLF 到期续作时点；同时，美联储降息力度未超预期，加上议息纪要偏“鹰派”，导致此前“打上去”预期估值开始回吐。

经济数据及重要事件回顾

表 1：本周全球主要国家核心经济数据一览

区域	日期	指标	前值	预测值	真实值
中国	2019-09-16 星期一	中国 1-8 月城镇固定资产投资年率-YTD(%)	5.7	5.7	5.5
	2019-09-16 星期一	中国 8 月社会消费品零售总额年率(%)	7.6	7.9	7.5
	2019-09-16 星期一	中国 1-8 月社会消费品零售总额年率-YTD(%)	8.3	8.3	8.2
	2019-09-16 星期一	中国 8 月规模以上工业增加值年率(%)	4.8	5.2	4.4
	2019-09-16 星期一	中国 1-8 月规模以上工业增加值年率-YTD(%)	5.8	5.8	5.6
美国	2019-09-17 星期二	美国 8 月工业产出月率(%)	-0.1	0.2	0.6
	2019-09-18 星期三	美国截至 9 月 13 日当周 API 原油库存变动(万桶)	-723	-288.9	59.2
	2019-09-18 星期三	美国 8 月新屋开工年化月率(%)	-1.5	5.0	12.3
	2019-09-19 星期四	美国 9 月联邦基金利率目标上限(%)	2.25	2.00	2.00
	2019-09-19 星期四	美国 9 月联邦基金利率目标下限(%)	2.00	1.75	1.75
	2019-09-19 星期四	美国第二季度经常帐(亿美元)	-1362	-1274	-1282
	2019-09-19 星期四	美国截至 9 月 14 日当周初请失业金人数(万)	20.6	21.3	20.8
日本	2019-09-18 星期三	日本 8 月末季调商品贸易帐(亿日元)	-2507	-3654	-1363
	2019-09-20 星期五	日本 8 月全国 CPI 年率(%)	0.5	0.3	0.3
	2019-09-17 星期二	欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数	-43.6	-	-22.4
	2019-09-17 星期二	德国 9 月 ZEW 经济景气指数	-44.1	-38	-22.5

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_9961

