

宏观观点评

Q3 经济有 7 大信号，Q4 和 2020 怎么走？

事件：中国三季度 GDP 同比增长 6.0%，预期 6.1%，前值 6.2%；前三季度 GDP 累计同比增长 6.2%，预期 6.3%，前值 6.3%；9 月规上工业增加值同比增长 5.8%（预期 5.2%，前值 4.4%）；9 月社会消费品零售总额同比 7.8%（预期 7.8%，前值 7.5%）；1-9 月固定资产投资同比 5.4%（预期 5.5%，前值 5.5%），其中：房地产投资累计同比 10.5%，前值 10.5%；制造业投资累计同比 2.5%，前值 2.6%；基建投资累计同比 4.5%，前值 4.2%。

核心结论：三季度 GDP 当季增速自 92 以来首度降至 6%，预计四季度 GDP 累计增速降至 6.1-6.2%，明年降至 5.8% 左右。维持此前判断，经济下行压力仍大，政策将保持定力、延续宽松、逆周期调节进一步加码，稳增长仍是硬要求，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期。短期提示几个事件节点：四中全会（10 月底之前）、可能的政治局会议（10 月底）；美联储利率会议（10 月 29-30 日）、APEC 峰会（11 月 14-16 日）。

信号 1：GDP 稳中缓降，产出缺口为负指向物价“名胀实缩”。前三季度 GDP 累计同比增长 6.2%，较前值下滑 0.1 个百分点。三产小幅回升，一产下滑幅度最大。三大需求中消费和投资贡献略有上升，净出口下滑 1.1 个百分点。三季度负产出缺口继续扩大，指向我国面临实际的“通缩”压力。与 CPI 相比，核心 CPI 更能反映实际物价水平，货币政策仍将维持宽松。

信号 2：工业生产明显回升，前三季度整体趋弱。9 月工业生产回升主因“季末上冲”的季节性特点、出口交货值回升和基数效应。大类行业中制造业、公用事业、高新技术产业增速悉数回升。合并看，1-9 月累计同比为 5.6%，低于二季度和历史同期，指向前三季度工业生产整体趋弱。

信号 3：房地产投资维持高位，后续韧性仍强，明年 Q2 压力可能凸显。预计年底房地产投资增速将回落至 7% 以上，2020 年为 4-5%。地产投资维持韧性既有短期因素，也有长期因素。短期看，8-9 月地产投资的强势表现与开发商加速推盘和居民提前贷款购房有关，预计 10 月开始回落速度将加快。长期看，房地产韧性存在四大支撑：库存低位、城市化推进和家庭规模小型化、房贷利率上行速度温和、土地供需紧平衡维稳地价和土地财政需要。

信号 4：基建投资续升，逆周期调节下将继续反弹。1-9 月狭义基建投资累计同比增长 4.5%，较前值回升 0.3 个百分点，主因低基数和逆周期调节加码支撑。往后看，融资端有企业中长贷和专项债支撑；需求端，基建补短板空间仍大，基建投资年底有望继续回升至 6%-8%。

信号 5：制造业投资微降，Q4 至明年 Q1 大概率磨底走稳。9 月制造业投资和民间投资微降，企业现金流小幅恶化，其中基建相关行业表现较好，外需相关行业表现较差。往后看，考虑到出口压力释放，去库存进程等因素，今年四季度到明年一季度制造业投资可能仍将持续磨底。

信号 6：消费小幅反弹，主因汽车降幅收窄。9 月社零增速小幅反弹主因汽车降幅收窄，非汽车消费增速小幅回落主因高基数效应。分类来看，必选消费小幅回落，可选消费小幅反弹。往后看，汽车消费下半年至明年大概率持续温和复苏，以及个税减税将持续提供支撑，预计消费仍将保持稳定。

信号 7：三季度就业形势总体平稳，未来 1-2 个季度恐将小幅恶化。9 月失业率保持 5.2%，PMI 从业人员指数在 47.0% 低位企稳，三季度就业情况较平稳。不过，18 年下半年以来，经济增速不断放缓，导致就业压力逐步加大。根据国盛宏观就业指标轮动框架，未来 1-2 个季度就业情况可能略有恶化。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《CPI 破 3% 将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评 9 月通胀》2019-10-15
- 2、《对中美贸易冲突超预期缓和的几点理解》2019-10-14
- 3、《国庆宏观 9 大看点，美国要衰退了么？》2019-10-07
- 4、《六问 8 月经济》2019-09-16
- 5、《正在起变化——解读金融委和财经委最新会议》2019-09-02
- 6、《8 月 PMI 的 5 个信号》2019-09-01
- 7、《盯住 LPR 了，房贷利率和银行贷款影响几何？》2019-08-26
- 8、《是什么拖累了 7 月经济？》2019-08-14



内容目录

信号 1: GDP 稳中缓降, 产出缺口为负指向物价“名胀实缩”	3
信号 2: 9月工业生产回暖, 但前三季度整体趋弱	4
信号 3: 房地产投资维持高位, 后续韧性仍强	5
信号 4: 基建投资续升, 逆周期调节下延续反弹可期	8
信号 5: 制造业投资微降, 仍将持续磨底	9
信号 6: 消费小幅反弹, 主因汽车降幅收窄	9
信号 7: 三季度就业总体平稳, 未来 1-2 个季度料小幅恶化	10
经济下、政策上, 更多政策组合拳可期	11
风险提示	12

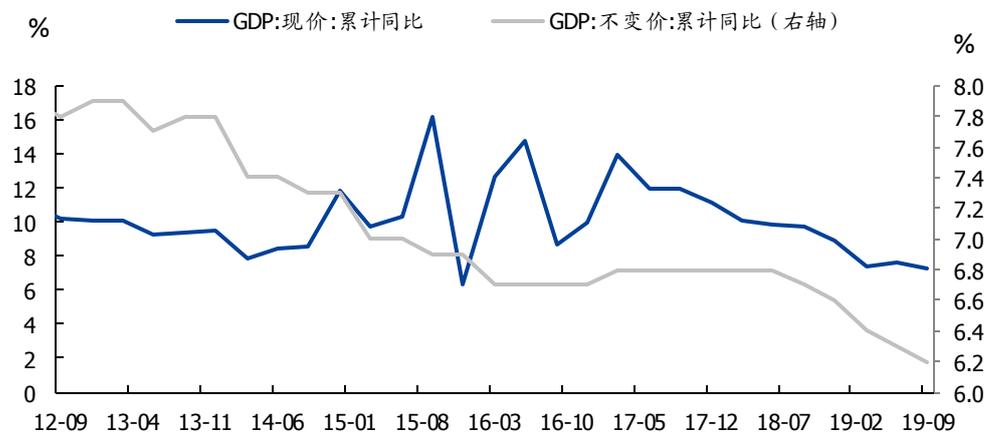
图表目录

图表 1: 三季度 GDP 增速继续下滑	3
图表 2: 三季度仅第三产业增速回升	3
图表 3: 三季度净出口贡献率下降	3
图表 4: 我国产出缺口持续为负	4
图表 5: 核心 CPI 更能反映我国当前实际物价水平	4
图表 6: 9月工业生产明显回升	5
图表 7: 9月出口交货值明显反弹	5
图表 8: 1-9月地产投资增速仍处高位	5
图表 9: 居民住房按揭贷款连续两个月增加	5
图表 10: 房地产去化周期处于近年来低位	6
图表 11: 房地产库存处于近年低位	6
图表 12: 中国城镇化率较美国仍有较大差距	6
图表 13: 中国家庭规模小型化特点逐渐凸显	6
图表 14: 一线城市采用 LPR 房贷新政报价情况	7
图表 15: 房地产融资增速仍较平稳	7
图表 16: 土地供应增速有所下降	7
图表 17: 地方政府尚离不开土地财政	8
图表 18: 土地购置面积增速降幅收窄	8
图表 19: 基建投资继续稳步回升	8
图表 20: 9月企业中长贷超季节性增长	8
图表 21: 制造业投资增速微降	9
图表 22: 盈利增速将继续制约制造业投资	9
图表 23: 非汽车消费小幅回落主因去年基数较高	10
图表 24: 汽车消费反弹是消费增速回升的主要贡献	10
图表 25: 9月城镇调查失业率整体持平前值	10
图表 26: 新增就业增速、PMI 从业人员持续为负	10
图表 27: 同向前瞻指标略有背离	11
图表 28: 反向前瞻指标指向就业形势有所恶化	11

信号 1: GDP 稳中缓降, 产出缺口为负指向物价“名胀实缩”

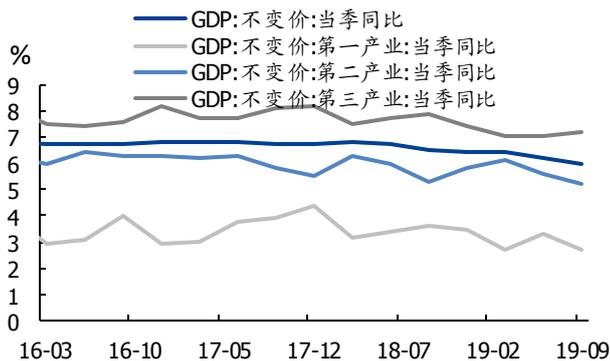
2019年三季度GDP同比增长6.0%，较前值下滑0.2个百分点；前三季度GDP累计同比增长6.2%，较前值下滑0.1个百分点。分产业看，三季度仅第三产业GDP同比较二季度小幅回升，一二产业增速均有不同程度的回落，其中第一产业GDP回落0.6个百分点至2.7%，下滑幅度最大。分需求看，三大需求贡献率变化较小，基本持平前值，其中消费和投资的贡献率略有上升；净出口贡献率下滑1.1个百分点。

图表 1: 三季度 GDP 增速继续下滑



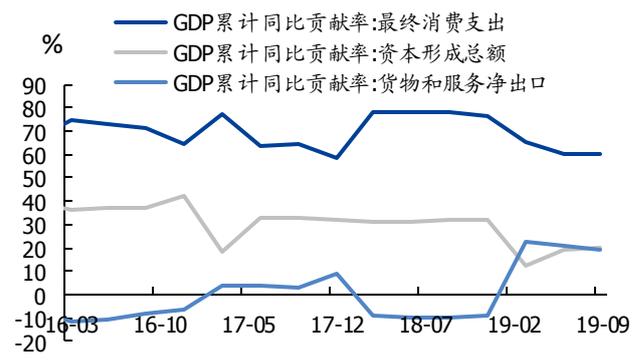
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 三季度仅第三产业增速回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 三季度净出口贡献率下降



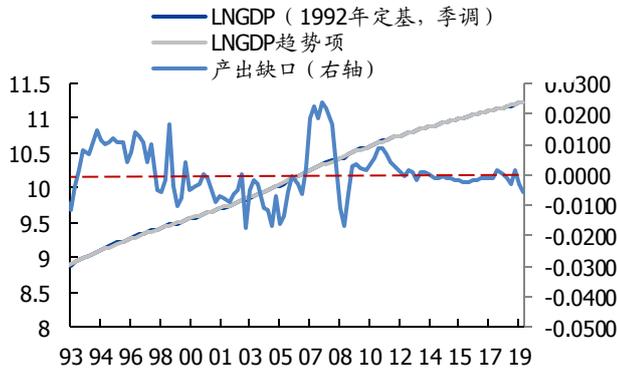
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年三季度我国负的产出缺口继续扩大, 指向面临实际的“通缩”环境, 稳增长是硬要求。以1992年定基GDP为基准, 通过H-P滤波法拆解我国GDP增长的趋势项和周期项得到产出缺口¹, 数据表明2018年三季度以来, 我国实际GDP增速基本低于潜在增速, 即产出缺口为负(最新修正后的数据显示2019年一季度产出缺口短暂为正, 但幅

¹ 产出缺口 $GAP = (1992 \text{ 年定基 } GDP - GDP \text{ 趋势项}) / GDP \text{ 趋势项}$, 这里用 $LNGDP - LNGDP \text{ 趋势项}$ 来近似得到。

度较小), 2019年三季度负缺口大幅扩大, 表明市场需求不足, 产能利用率较低。此外, 维持报告《CPI破3%将持续多久?“类滞胀”了吗?——兼评9月通胀》中的观点, 根据“产出-物价”菲利普斯曲线, 当现实经济增长率高于潜在经济增长率时, 物价存在上涨压力, 反之亦然。假设菲利普斯曲线于我国有效, 那么持续为负的产出缺口指向我国面临实际的“通缩”压力。对应到宏观通胀的各项指标, 与CPI相比, 核心CPI更能反映当前时期社会总供求缺口和物价水平。由此看, 我国财政政策和货币政策宽松空间也将被进一步打开。

图表 4: 我国产出缺口持续为负



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 核心CPI更能反映我国当前实际物价水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

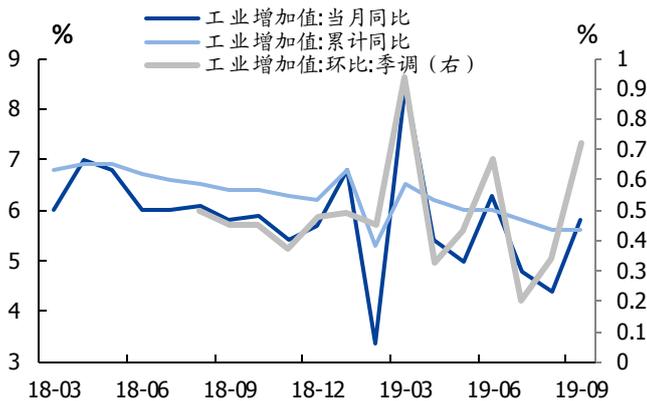
信号 2: 9月工业生产回暖, 但前三季度整体趋弱

9月工业增加值回升, 前三季度工业生产整体趋弱。9月工业增加值同比增长5.8%, 高于前值4.4%及市场预期的5.2%。环比增长0.72%, 延续了今年以来“季末反弹”的特点。合并看, 1-9月工业增加值累计同比为5.6%, 较1-6月增速回落0.4个百分点。历史同期看, 1-9月工业增加值累计增速为有历史数据以来的最低位。整体来看, 前三季度工业生产趋弱。

大类行业看, 9月当月采矿业、制造业、公用事业同比增速分别较前值回升4.4、1.3、0个百分点, 高新技术产业增速大幅回升4.9个百分点; 细分行业看, 9月当月电子设备、专用设备、通用设备制造业增速上涨较多, 同比增速较前值分别提升6.7、3.7、3.5个百分点; 汽车制造、运输设备、食品加工业增速下滑较多, 同比增速较前值分别回落3.8、3.1、1.2个百分点。

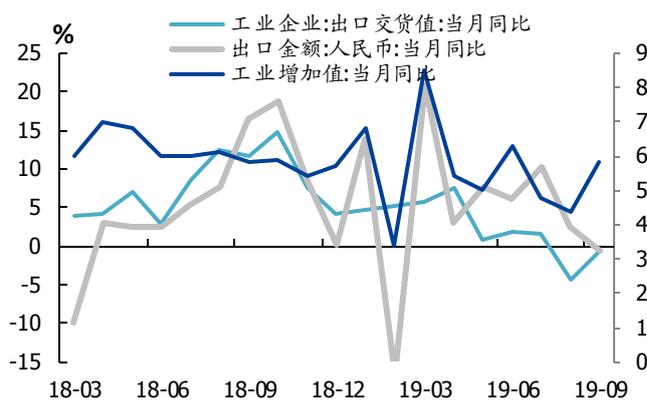
9月工业生产回升主因季节效应、出口交货值回升、基数效应。首先, 今年工业生产呈现“季末上冲”的季节性特点。17年以来工业生产季节性规律显著, 今年和17年均表现为“季初回落, 季末反弹”的特点, 而18年恰好相反, 背后原因可能是基数效应、政策节奏等。今年三季度9月工业增加值增速较7月上涨1.0个百分点, 幅度接近一、二季度回升均值的1.3个百分点; 其次, 本月出口交货值增速降幅意外收窄。9月出口交货值增速-0.7%, 较前值大幅回升3.6个百分点, 支撑本月工业增加值反弹。但要注意到本月出口交货值增速与出口金额增速走势发生背离, 可能与统计口径差异有关, 反弹的持续性存疑。在世界经济增长放缓、前期关税升级等因素影响下, 预计未来外需仍将构成压力。最后, 低基数效应也提供了支撑。18年9月工业增加值环比增速0.45%, 低于11-17年均值的0.69%。

图表 6: 9月工业生产明显回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 9月出口交货值明显反弹



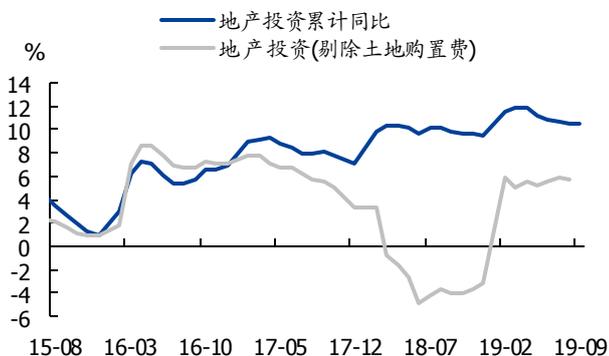
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号 3: 房地产投资维持高位, 后续韧性仍强

9月地产投资增速持平前值, 长短期因素共存。9月房地产投资累计同比增速为10.5%, 增速持平今年1-8月, 高于去年同期的9.9%, 处在2015年来同期最高水平。剔除土地购置费之后, 1-9月地产投资累计同比为5.8%, 基本持平1-7月, 地产投资对经济的拉动作用依然较强。

地产投资维持韧性既有短期因素, 也有长期因素。短期来看, 维持此前观点, 8-9月地产投资的强势表现与开发商加速推盘和居民提前贷款购房有关, 预计10月开始回落速度将加快。具体看, 7月以来对房企外债融资、房地产信托融资等限制文件陆续出台, 融资收紧预期下, 地产商加速推盘以回笼资金。此外, 8月17日央行拟将于10月8日起对新增房贷实施LPR加点的利率定价方式, 居民可能担心新政实施后房贷提高而在8-9月开始提前贷款买房, 表现为8-9月新增居民中长期贷款均季节性走高。往后看, 随着在建楼盘陆续竣工、房地产融资陆续收紧, 以及居民“抢贷款”的消退, 四季度地产投资回落速度将有所加快。

图表 8: 1-9月地产投资增速仍处高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 居民住房按揭贷款连续两个月增加



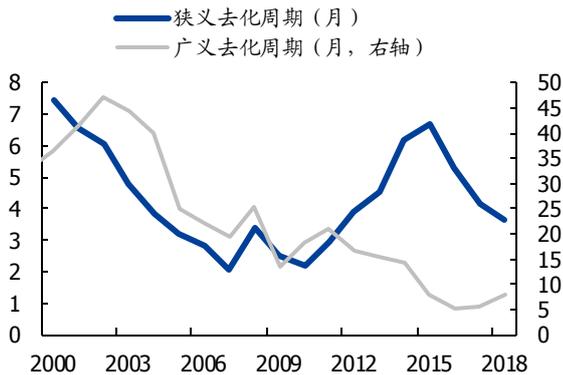
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

就长期来看, 房地产投资韧性仍强, 预计至年底仍将维持在7-8%甚至更高的增速, 2020年将缓慢降至4-5%。从宏观层面来看, 我国经济下行压力仍大, 中美贸易摩擦虽短期

有所缓和，但中长期仍存在不确定性。房地产确实不能作为短期刺激经济的工具，但是仍然是经济的重要支撑。往后看，房地产投资将稳中缓降，大概率不会断崖式下滑的局面。具体看，房地产韧性存在以下支撑：

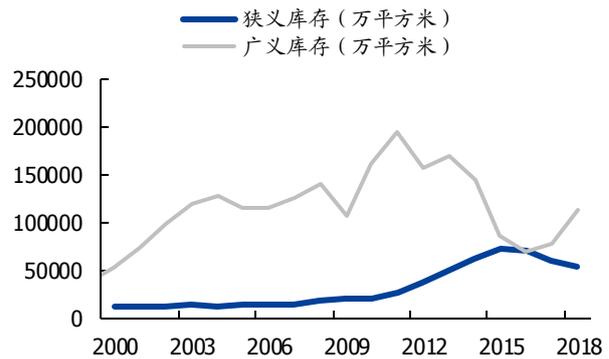
支撑一：从库存来看，房地产库存处于低位，房价不存在大幅下跌的基础，未来有望维持稳定，进而支撑房地产投资。根据国盛宏观测算，截至2018年，房地产狭义去化周期为3.66月，连续3年下降；狭义库存为5.2亿平方米，为2015年以来最低。库存下降使房价存在内部支撑，在当前“房住不炒，一城一策”的政策环境下房价短期难大涨，也难大跌。房价和房地产市场的稳定性使得房地产投资不会断崖式下跌。

图表 10: 房地产去化周期处于近年来低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

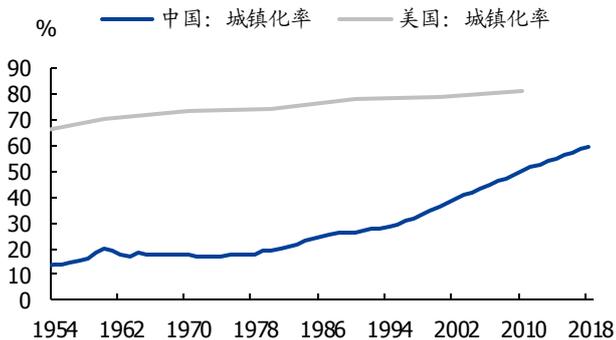
图表 11: 房地产库存处于近年来低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

支撑二：从需求端来看，稳定的城市化进程和家庭规模小型化支撑房地产内在需求。一方面，1996年以来，中国城镇化进程加快，截至2018年，中国城镇化率达到59.58%，但是较美国仍有很大差距。美国在2010年城镇化率已达80.73%。稳定的城镇化进程将抑平房地产投资降幅。另一方面，2000年以来，中国平均家庭户规模由3.46人/户降为3.0人/户，家庭规模小型化提升住房改善需求，也使房地产投资不至于大幅下滑。

图表 12: 中国城镇化率较美国仍有较大差距



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 中国家庭规模小型化特点逐渐凸显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

支撑三：从金融端来看，房贷利率整体小幅上行，中期维稳，不会对房地产市场造成过大打压。10月8日，以LPR为基准的房贷利率新政正式实施。央行将住房抵押贷款与LPR挂钩，以建立“隔离墙”防止贷款利率下降刺激房地产市场。根据融360大数据研究院统计，目前来看，各地采用LPR报价后，贷款利率相比之前略有上涨或持平。此外，8-9月LPR报价显示1年期LPR逐月下调，但5年期LPR相对稳定，指向LPR新政对房

贷利率的影响主要体现在维稳房地产市场，而不是短期内大幅上调房贷利率。

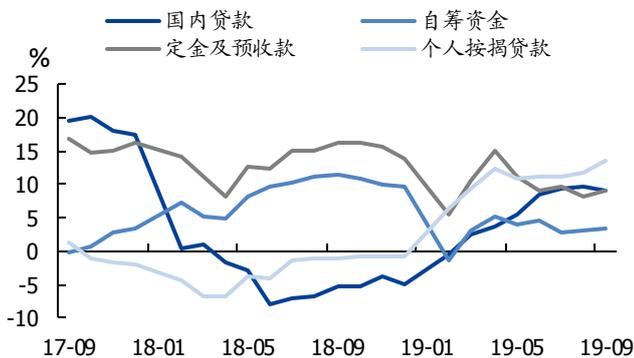
图表 14: 一线城市采用 LPR 房贷新政报价情况

城市	购房类型	LPR 新政 主流水平	LPR 新政 最低水平	LPR 加点 数	之前主流 水平	主流水平 变化
北京	首套房	5.40%	5.40%	55	5.39%	1
	二套房	5.90%	5.90%	105	5.88%	2
上海	首套房	4.85%	4.65%	-20	4.66%	19.5
	二套房	5.45%	5.45%	60	5.39%	6
深圳	首套房	5.15%	5.15%	30	5.15%	0.5
	二套房	5.45%	5.45%	60	5.39%	6
广州	首套房	5.40%	5.15%	30	5.39%	1
	二套房	5.64%	5.45%	60	5.64%	0.5

资料来源: 融 360 大数据研究院, 国盛证券研究所 注: 数据为截至 10 月 11 日情况

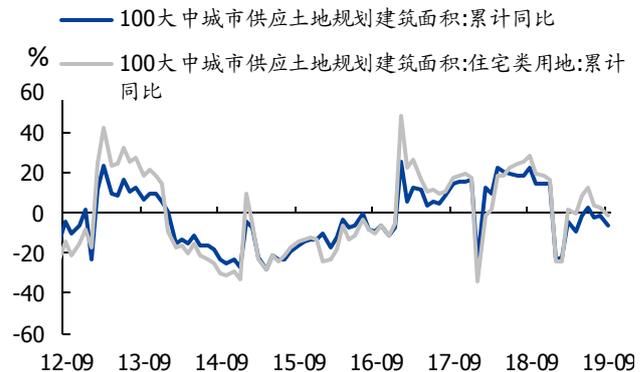
支撑四: 从供给端来看, 融资收紧和土地供应增速下降的紧平衡, 叠加地方政府尚离不开土地财政, 地价房价有望维持稳定, 支撑房地产投资稳中缓降。一方面, 房地产融资收紧短期可促进开放商加速推盘, 对房地产销售形成支撑; 长期可限制开放商拿地需求, 叠加土地供应增速同步下行的环境下, 地价将维持稳定。

图表 15: 房地产融资增速仍较平稳



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 土地供应增速有所下降



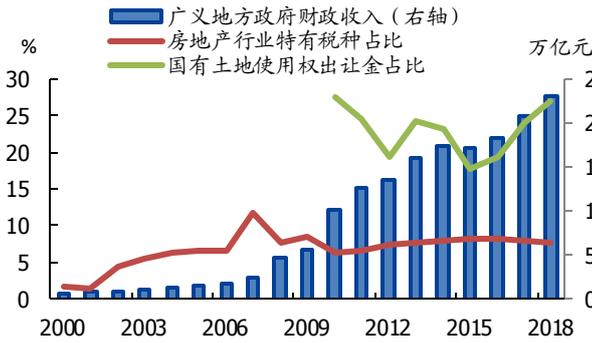
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

另一方面, 当前基本只有政府部门具有加杠杆空间, 地方平台债务融资受限后土地财政重要性更加凸显。截至 2018 年, 根据国盛宏观测算, 广义地方政府财政收入²为 23.2 万亿元, 其中房地产行业特有税种³占比为 7.75%, 土地使用权出让金占比达到 27.11%。土地财政的持续性需求将保证土地出让的稳定增长, 从而对房地产投资形成一定支撑。

² 此处定义广义地方政府财政收入=地方一般公共预算收入+中央对地方转移支付和税收返还+地方政府性基金收入。

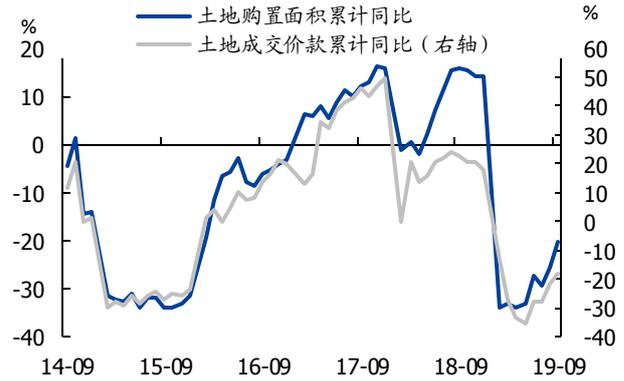
³ 房地产行业特有税种包括房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税、契税。

图表 17: 地方政府尚离不开土地财政



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

图表 18: 土地购置面积增速降幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号 4: 基建投资续升, 逆周期调节下延续反弹可期

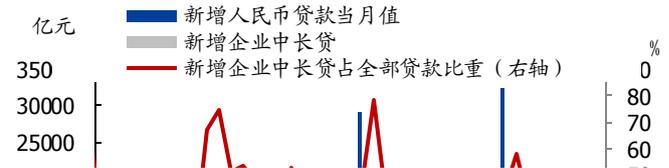
今年 1-9 月狭义基建投资累计同比增长 4.5%, 较 1-8 月小幅回升 0.3 个百分点; 广义基建累计同比增长 3.44%, 较前值回升 0.25 个百分点。9 月基建投资增速回升, 既有低基数支撑, 也有逆周期调节因素。

往后看, 随着基数的下降和逆周期调节加码, 四季度基建投资仍将继续企稳回升, 狭义基建投资年底有望升至 6%-8%。维持此前判断, 一方面, 融资端对基建的支撑有望加强。9 月新增企业中长贷 5637 亿元, 同比多增 1837 亿元。鉴于制造业投资需求仍弱, 房地产收紧, 企业贷款投放到基建的比例有望提升。此外, 国常会部署提前下发 2020 年专项债额度, 在专项债允许用作资本金且投向基建的占比有望大幅提升的助攻下, 专项债对基建的实际支撑作用有望延续甚至加强。另一方面, 需求端来看, 中国的基础设施建设仍有很大潜力, 基建补短板空间仍高。

图表 19: 基建投资继续稳步回升



图表 20: 9 月企业中长贷超季节性增长



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_9543



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn