

新分歧：经济会企稳还是继续放缓

摘要

今日新公布的经济数据显示3季度经济继续下滑，6.0%的增速创下有季度数据以来新低。但月度数据显示供需均保持平稳，结合9、10月份高频数据来看，经济短期又呈现弱平稳状况。市场对未来经济走势也产生分歧，部分观点认为经济平稳是短期的，未来依然将继续下行；但部分观点认为8、9月信贷社融超预期，结合近期经济数据表现，未来或逐步企稳。在全球经济放缓环境下，国内经济能否短期平稳，关键取决于内需。而其中房地产和基建又是关键。

房地产市场继续强韧，背后是虽然房地产管控在强化，但无论是居民购房贷款，还是房地产企业从各个渠道获得的融资，收缩幅度都有限甚至并未收缩，因而房地产投资资金来源平稳甚至小幅回升，这将支撑房地产投资在4季度继续强韧。而前期地方债集中发行、财政发力以及信贷社融超预期支撑基建投资总体小幅回升，虽然未来地方债发行节奏将小幅放缓，财政发力程度也可能减弱，但考虑到6%的经济增速下，稳增长政策发力程度不会减弱，特别是地方债额度提前下发可能会带来配套融资先行，因而基建投资将继续小幅改善。无需对4季度经济过度悲观，我们预计4季度GDP将继续保持6.0%的增速，债市将延续震荡态势。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 负利率时代资产配置选择--欧日经验 (2019-10-16)
2. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)
3. 3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
4. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
5. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)
6. 联储扩表但并非QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
7. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
8. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)
9. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一） (2019-10-09)
10. “美元荒”的原因和机制 (2019-10-09)

1 季度数据经济放缓，月度数据经济弱平稳

3 季度数据显示经济放缓，但这基本在预期之中。今日统计局公布数据显示 3 季度经济增速如期放缓，当季同比增长 6.0%，增速较上月放缓 0.2 个百分点。虽然说这个增速创下历史新低，但考虑到 7、8 月份工业增加值大幅下滑，因而当时对经济增速下滑已经有预期，6.0% 的 GDP 增速符合我们之前的预期。3 季度名义 GDP 同比增长 7.6%，同样较 2 季度 8.3% 的水平下滑 0.7 个百分点。分行业看，二产 GDP 增速较上季度下滑 0.4 个百分点至 5.2%，是经济增速放缓的主要原因。

但月度数据显示供需平稳，生产面有所改善。虽然季度经济增速下滑，但 9 月数据显示经济平稳。9 月生产面工业增加值同比增速较上月回升 1.4 个百分点至 5.8%。工业增加值再度回升部分由于季末因素，近年在经济增速下行压力较大时期，季末工业增加值增速都会有明显回升，近年 3 月、6 月都有这种情况，9 月这种现象再度出现。另一方面，高频数据确实显示 9 月生产面有所改善。从结构上看，出口导向行业增加值回升明显，9 月出口交货值跌幅较上月收窄 3.6 个百分点至 -0.7%，而计算机、通信和其它电子设备制造业增加值同比增速更是较上月提升 6.7 个百分点至 11.4%。在全球经济放缓背景下，这种回升可能反应了中美贸易冲突缓和情况下企业出口生产速度的加快。

图 1：季度经济增速持续下行



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：出口相关产出增速回升是生产面改善因素之一



数据来源：Wind，西南证券整理

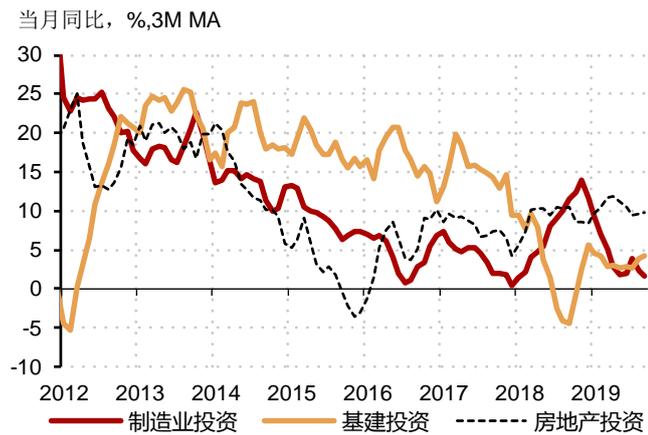
整体需求保持弱平稳，基建趋势性改善但幅度有限。9 月当月固定资产投资同比增长 4.7%，增速较上月提升 0.5 个百分点。其中基建投资（含电力）基本平稳，9 月当月同比增长 5.0%，增速较上月小幅提升 0.1 个百分点。考虑到去年同期基数效应较高，目前的基建增速能够保持平稳显示依然处于改善趋势中。前期地方债集中发行、财政发力以及 8、9 月份信贷社融超预期，是基建增速回升的原因。而企业盈利偏弱环境下，制造业投资继续保持弱势，9 月当月制造业投资同比增长 1.9%，增速较上月提升 3.5 个百分点，继续保持弱平稳状况。

房地产市场继续强韧。虽然近期房地产调控强化，但房地产市场依然强韧。9 月当月商品房销售面积同比增长 2.9%，增速较上月小幅回落 1.8 个百分点，继续保持强韧。销售稳健叠加低基数效应，带动房地产企业拿地和新开工面积甚至出现回升，9 月当月土地购置面积和房屋新开工面积同比增速分别较上月提升 16.4 和 11.6 个百分点至 10.4% 和 6.7%。而 9

月房地产投资继续保持 10.5% 的高位。从高频数据来看，10 月房地产销售依然保持平稳增长，显示房地产市场强韧的状况可能在短期持续。

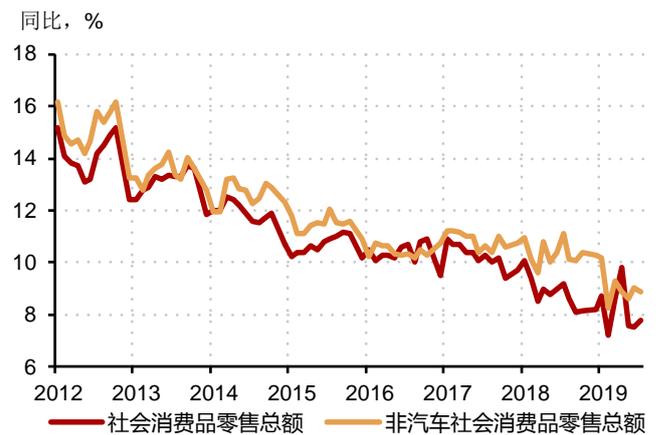
汽车销量跌幅收窄驱动社零增速小幅回升。9 月社零增速小幅回升，同比增速较上月回升 0.3 个百分点至 7.8%，主要受汽车销售跌幅收窄影响。9 月汽车零售同比下跌 2.2%，跌幅较上月收窄 5.9 个百分点，推高当月社零增速约 0.6 个百分点。在居民收入增速弱势情况下，整体消费依然保持弱平稳状况。

图 3：基建投资趋势回升，地产投资强韧，制造业投资弱势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：汽车销量跌幅收窄驱动社零增速小幅回升



数据来源：Wind，西南证券整理

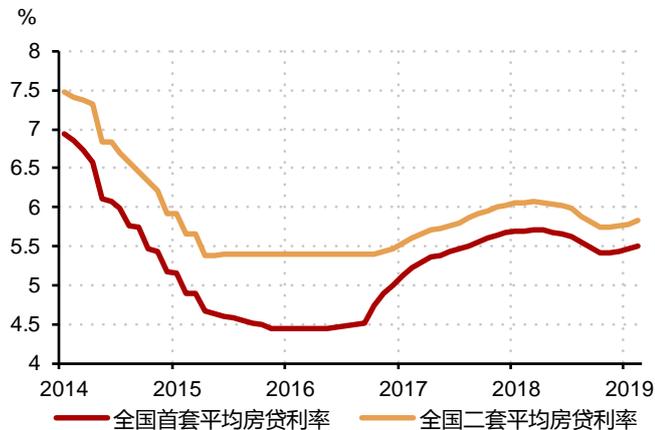
总体来看，经济短期保持弱平稳，但市场对未来经济走势出现分歧。总体来看，季度数据显示经济放缓，但月度数据显示短期经济保持弱平稳。而市场对未来经济走势产生分析。悲观观点认为月度数据的平稳是短期的，经济仍将延续过去两个季度的下行趋势，4 季度 GDP 同比增速可能跌破 6%。但另一种观点认为，随着稳增长政策发力，我们已经看到信贷社融持续超预期，因而经济可能逐步企稳。在外需总体下行环境下，判断经济能否平稳，核心在于判断内需走势，而基建与房地产走势则是决定内需走势的两大关键。因此，经济能否平稳取决于：未来房地产市场能否持续强韧；基建投资能否继续回升。

2 房地产市场强韧的原因及持续性

房地产市场调控强化，但市场持续强韧。随着 7 月末政治局会议再度强调房住不炒，并明确不降房地产作为刺激经济的手段，房地产调控的预期明显强化。随着央行等部门要求加大对方房地产融资的管控，大家普遍认为，房地产管控显著加强。但在这种环境下，我们却看到房地产销售并未明显下滑，这几个月基本上保持稳定。同时房地产投资持续保持高位，基本上在 10% 左右运行，并没有收到融资收紧预期的影响。那么，为何在房地产调控预期持续强化的情况下，房地产市场继续保持强韧呢？

房地产市场调控真的明显强化了吗？要解释这个，我们首先需要观察房地产调控到底在多大程度上强化了。房地产政策调控主要在两个方面，一个是控制地产商的融资，一个是限制购房者需求，特别是减少对购房者的贷款。然而实际上，居民中长期贷款继续平稳，同比继续保持增长态势，而从居民房贷利率来看，虽然较今年 5 月有所上升，但依然低于去年下半年水平，显示收紧幅度并不大。

图 5：全国房贷平均利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：投资房地产信托比例持续提升



数据来源：Wind，西南证券整理

房地产投资资金来源保持平稳，开发贷降幅有限，销售回款增加。房地产开发投资资金来源增速并未下降，甚至有所回升。9月房地产开发投资资金来源同比增长10.8%，增速较上月提升6.7个百分点，从趋势上看也并未下行。资金来源平稳甚至改善意味着企业资金面并未明显恶化，因而对房地产投资形成了支撑。虽然对房地产企业贷款增速出现下滑，但占房地产企业资金来源更大比例的其它资金缺明显回升，其中个人住房按揭贷款回升明显。9月房地产投资资金来源中国内贷款部分同比增速较上月下滑7.1个百分点至4.8%，但其它资金来源同比增速提升14.8个百分点至16.1%，其中个人按揭贷款同比增速较上月提升12.4个百分点至27.8%。显示销售平稳下回款增加支撑房地产企业资金面平稳。因而，虽然房地产调控预期明显上升，但实际对融资的管控并不强，甚至弱于去年下半年。因而在房地产相关融资并未明显收缩情况下，房地产市场或将继续保持强韧，短期出现明显下滑可能性有限。

图 7：领先于房地产投资的资金来源继续平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：个人按揭回升，国内贷款不差



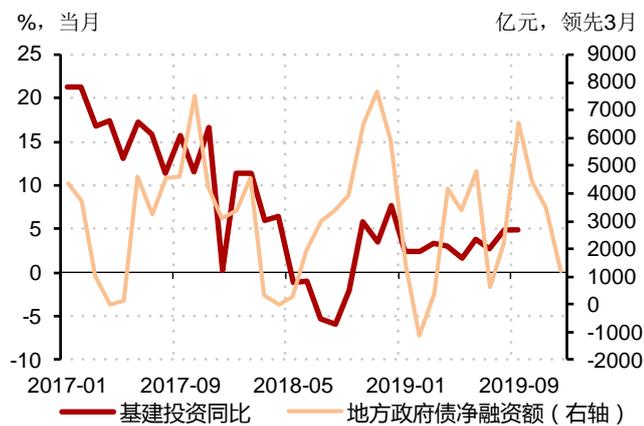
数据来源：Wind，西南证券整理

3 基建投资能否持续回升

基建投资是未来经济能否保持平稳的另一关键。面对外需下行的压力，国内目前唯一能够提升内需进行对冲的就是基建。房地产虽然强韧，但难以再度向上，而企业盈利疲弱环境下，制造业投资难以回升。因而基建是政策能够控制的稳增长抓手。事实上，过去几个月基建也呈现出小幅回升的态势，而基建能否继续回升将成为经济能否平稳的另一关键。

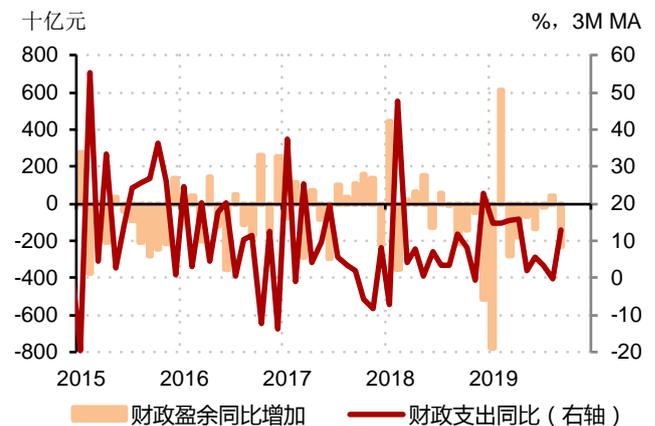
地方债集中发行、财政发力以及信贷社融超预期回升共同助力基建投资回升。前期地方债集中发行对后续基建投资形成支撑。今年6-8月，地方债集中发行，按过去经验，地方债发行往往会带动之后1-3个月基建投资增速回升。去年7-9月地方债发行放量，9-12月基建投资增速有一波回升。其次，财政政策再度发力，9月财政赤字同比多增2273亿元至1.19万亿元，财政支出同比增速较上月提升13.1个百分点至12.9%，财政发力对基建投资同样形成支撑。再次，8、9月份信贷社融持续超预期，部分资金投向基建相关部门，支撑基建投资资金来源改善。

图9：前期地方债集中发行支撑基建投资回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图10：9月财政明显发力，同样对基建形成支撑



数据来源：Wind，西南证券整理

未来几个月，虽然政策难以显著加码，但稳增长政策会持续，因而年底前基建投资将延续小幅回升态势。10月开始，地方债将进入一段空窗期，同时财政赤字大幅增加之后，未来继续发力空间有限，这意味着政策可能难以再度显著加码。但考虑到6%的经济增速压力之下，稳增长政策会持续，因而稳增长政策并不会改变。2020年地方债部分额度将在今年4季度提前下发，无论是否发行，相关的项目准备工作都将提前进行。因而信贷社融等配套融资可能随之推进，考虑到地方债可以做资本金，因而未来几个月信贷社融难以再度回落。在此情况下，基建投资资金来源将继续改善，基建投资将延续小幅回升态势。

4 经济短期将保持弱势平稳，无需过度悲观

经济短期内将继续保持弱平稳态势，无需过度悲观。虽然3季度经济增速再度下滑，但9月供需数据都保持平稳，同时8、9月信贷社融持续超预期，结合10月高频数据保持平稳来看，经济短期将继续呈现弱平稳态势。而面对6%的经济增速，稳增长政策额将持续发力，以避免经济跌破6%风险的加大，因而无需担忧政策调整风险。随着稳增长政策持续发力，年底之前信贷社融将保持弱平稳，经济也将保持弱平稳状况，无需过度悲观，我们预计4季度GDP同比增速也在6.0%左右。而基建等板块可能成为政策稳定经济增长的主要抓手。

弱平稳经济环境下债市或维持震荡。4季度经济可能延续弱平稳状况，而信贷社融平稳意味着资金向金融市场转移速度减缓，因而债券市场大幅上涨可能性下降。但另一方面，信贷社融难以再度出现如今年1季度那样的增长，因而债券市场利率也不会上升至当时水平。考虑到目前10年期国债利率3.2%的水平离当时3.4%的高点相去并不远，因而债券市场整体调整空间也不大。4季度债券市场可能维持整体震荡态势。

表 1：我国宏观经济指标预测

															西南预测	市场预测	
		2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-9F	2019-9F
CPI	同比%	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	2.9	2.8
PPI	同比%	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.1	-1.3
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	5.6	5.2
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.4	5.5
消费品零售名义增速	同比%	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.8	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	13000	14214
M2增速	同比%	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.0	8.2
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-5.0	-2.6
进口名义增速(美元计价)	同比%	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.0	-4.7
贸易顺差	亿美元	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	297.3	333.4
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.13	7.10
存款准备金率	%	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	

数据来源：CEIC, Wind, 西南证券。注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_9548

