



9月和三季度经济数据点评

稳增长的压力依然大，四季度仍期待政策作为

9月工业增加值回升；社零依然较弱；房地产投资走稳，基建投资回升。

- 三季度GDP实际同比6%，前三个季度累计同比6.2%。
- 9月工业增加值同比增速5.8%，1-9月工业增加值同比增速5.6%。
- 1-9月社零累计同比增速为8.2%，9月社零同比增速7.8%。剔除汽车消费数据之后，1-9月社零增速同比增长9.1%。
- 1-9月固定资产投资增速为5.4%，民间固定资产投资增速4.7%；1-9月制造业投资累计同比增长2.5%，基建投资累计同比增长4.5%，地产投资累计同比增长10.5%。
- 2019年前三季度全国居民人均可支配收入22,882元，累计同比增长8.8%，居民收入中位数累计同比增速9%，前三季度居民人均消费支出15,464元，累计同比增速8.3%；2019年前三季度居民在教育文化娱乐方面的消费占比达到11.4%，较上半年大幅上升1.4个百分点。
- 投资仍是稳增长的重要手段。9月经济数据依然整体体现了经济增速平稳回落的趋势，其中工业增加值增速反弹、社零增速依然疲弱、投资增速相对平稳，细分来看，房地产投资和基建投资是托底9月乃至三季度经济增长的重要原因。从需求端来看，我们关注三季度体现出的两个变化：一是中游制造业的财务数据和工业增加值都表现出了疲弱的状态，二是居民消费加速向服务行业转向，除了居住消费占比仍处于高位且小幅上行，以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务型消费增速快速上升。
- 稳增长的目标要放长远。当前中国的外部环境出现了一定转机，为国内稳增长提供了较好的外部条件，特别是中美贸易问题若能达成协议，那么短期内国内可以加大推动对外开放和对内改革。我们认为从短期来看，国内的政策仍将处于货币政策难以收紧，且需要为稳增长营造较好的货币环境为主要任务，财政政策已经开始推进财税改革，但整体方向依然是减税降费，盘活实体经济活力。在此之外，稳增长的政策还需要考虑经济转型升级的问题，因此加快对外开放和对内改革，或许将是下一阶段政策的重点。
- 风险提示：全球经济数据低于预期；国内通胀持续超预期。

相关研究报告

《数据回撤，期待政策：4月经济数据解读》

2019.5.15

《要对困难有准备，但不要悲观：5月经济数据点评》2019.6.14

《数据虽然反弹，稳增长仍需努力：6月和二季度经济数据解读》2019.7.15

《风物长宜放眼量：7月经济数据点评》2019.8.14

《需求回落，政策积极：8月经济数据点评》2019.9.16

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

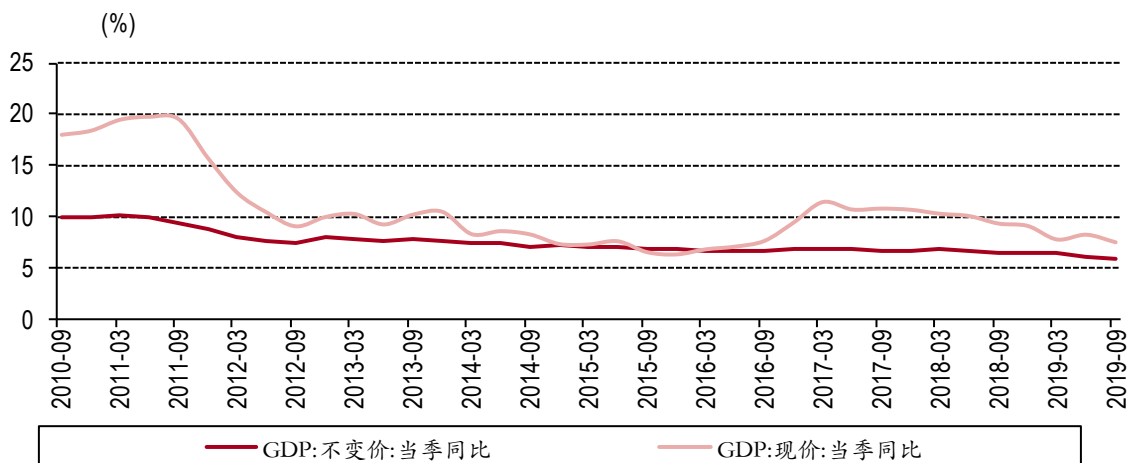
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

三季度 GDP 低于市场预期

三季度 GDP 实际同比 6%，前三个季度累计同比 6.2%。从 GDP 实际同比增速看，三季度 GDP 当季实际同比增速 6% 较二季度增速下行 0.2 个百分点，低于市场预期的 6.1%；从 GDP 当季名义同比增速来看，三季度增长 7.6%，较二季度增速下行 0.7 个百分点。三季度平减指数快速下滑至 0.4%，较二季度下行 1.2 个百分点，是导致名义 GDP 增速下行幅度更大的重要原因。整体来看，GDP 实际增速仍在平稳回落当中，为完成 GDP 明年翻番的目标，四季度 GDP 增速仍需努力保持在 6.2% 的水平。

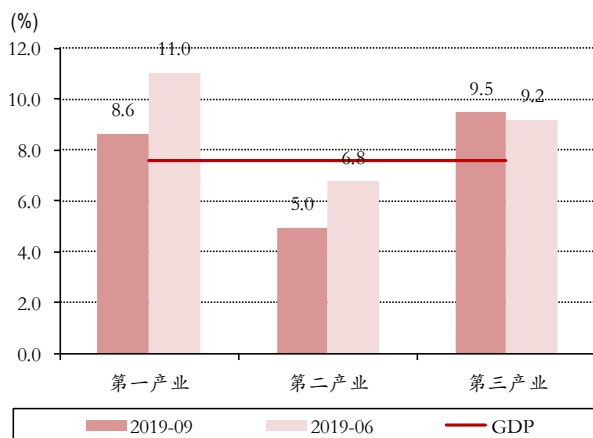
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

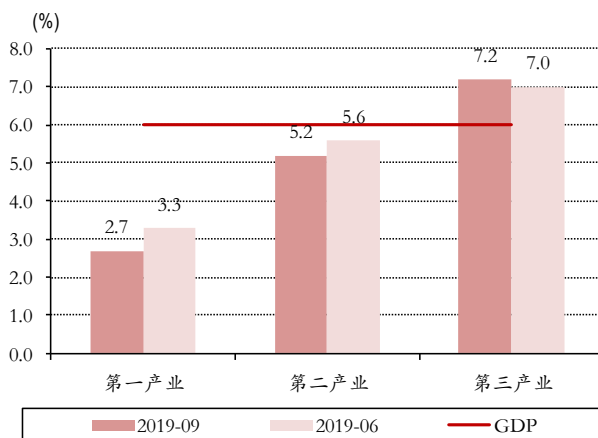
三产还是表现最好，一产二产都回落。从名义增速的角度看，三季度一产和二产的 GDP 同比增速都较二季度有所下降，剔除价格因素的影响，从实际增速的角度看，三季度二产增速下滑幅度更小，一产的增速下滑更为明显。在经济下行压力加大的情况下，三产仍是支撑 GDP 增长的重要支柱。

图表 2. 三季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银国际证券

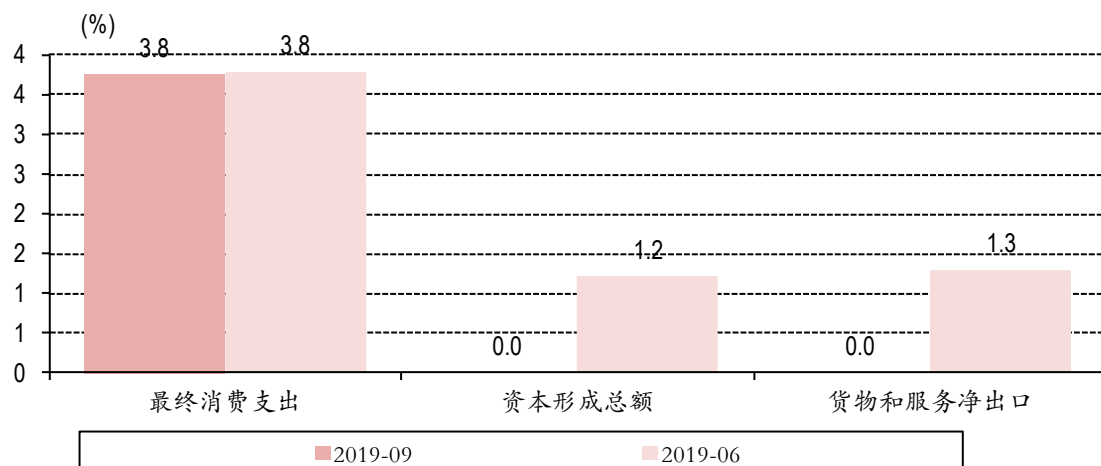
图表 3. 三季度 GDP 不变价分产业同比



资料来源：万得，中银国际证券

消费的支撑显著。从三驾马车的角度来看，消费的拉动是 3.8 个百分点，较二季度持平。从月度数据来看，预计投资对 GDP 的拉动较二季度有所上升，净出口的拉动则有所下滑。虽然从月度数据来看，社零的增速持续回落且目前处于较低水平，但如我们此前所说，当前社零对消费的代表性在减弱，从三季度居民消费结构变化来看，这一趋势更为明显。预计未来消费仍将対稳增长有重要意义，相对的，当前全球经济增速下滑的背景下，需求在哪里将成为制约增长的重要问题。

图表 4. GDP 累计同比增速中三驾马车的贡献

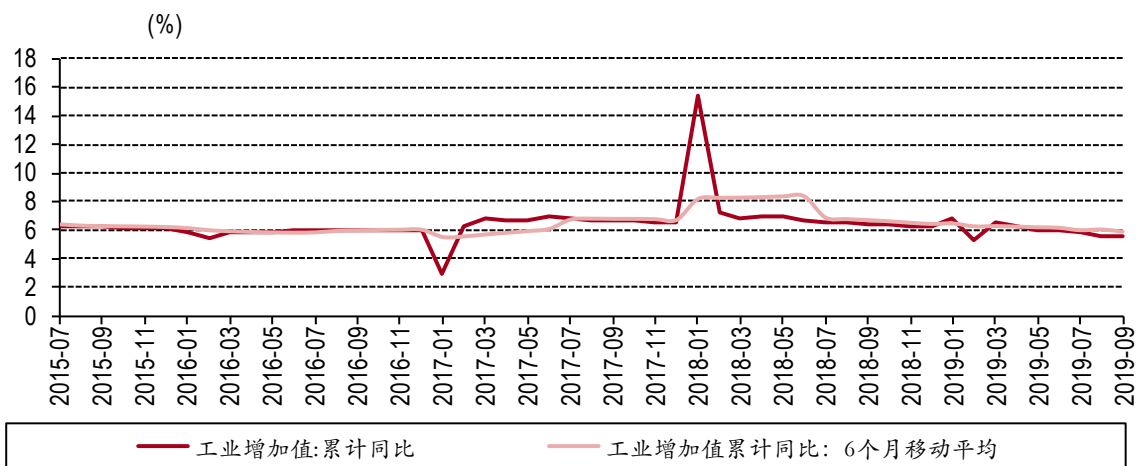


资料来源：万得，中银国际证券

工业增加值增速回升

9月工业增加值增速强劲。9月工业增加值同比增速 5.8%，较 8 月上升 1.4 个百分点，较去年同期持平；1-9 月工业增加值同比增速 5.6%，较 1-8 月持平，较去年同期下降 0.8 个百分点。9 月工业增加值增速回升，从分类来看表现一致回暖，特别是中游和制造业工业增加值增速较 8 月上升明显。

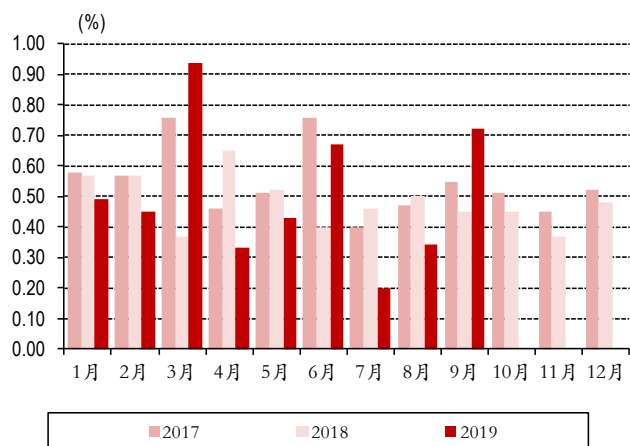
图表 5. 工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

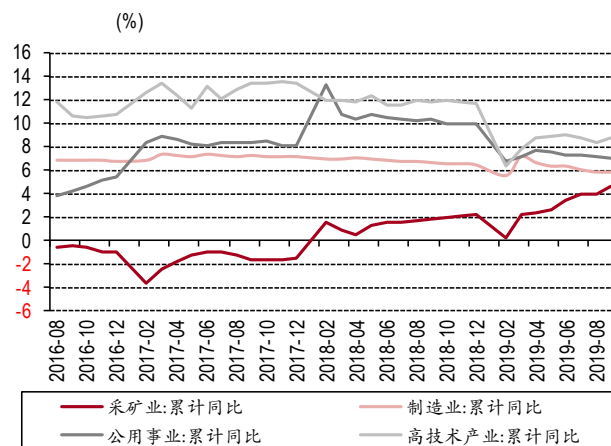
9月环比走强。从环比增速来看，9月工业增加值环比增长 0.72%，较 8 月的 0.32% 明显上升。从历史规律看，今年 9 月工业增加值环比也较为强劲，明显高于去年的 0.45%。2019 年工业增加值环比的季末效应比较明显。从行业分类来看，1-9 月采矿业工业增加值累计同比增速 4.6%，制造业累计同比增速 5.9%，公用事业累计同比增速 7%，高技术产业累计同比增速 8.7%；从当月增速来看，采矿业工业增加值同比增速较 8 月上升了 4.4 个百分点，制造业较 8 月上升了 1.3 个百分点，公共事业持平，高技术产业上升了 4.9 个百分点。从企业类型来看，9 月工业增加值的反弹是比较全面的反弹，国企、股份制、外企、私企的工业增加值分别较 8 月回升 0.8 个百分点、1.6 个百分点、1.6 个百分点和 0.7 个百分点。

图表 6. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银国际证券

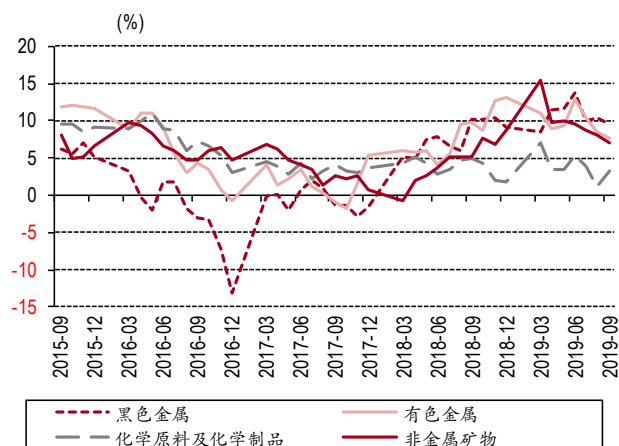
图表 7. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

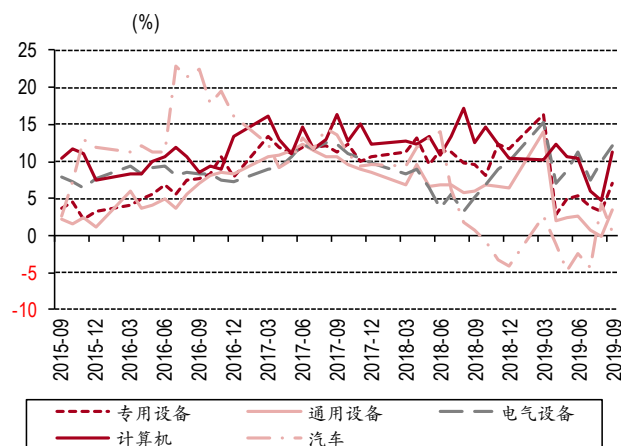
上游有所回落，中游在波动中反弹。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 4.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 9.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 10.1%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 9.9%，上游行业工业增加值在 9 月的反弹中依然出现了增速的下行，整体表现出回落的趋势。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 3.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长 7.1%，汽车制造业增加值累计同比增长-0.8%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 10%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 8.9%，9 月中游行业工业增加值增速较 8 月大多出现了反弹，只有汽车行业仍在下行。下游行业 9 月工业增加值增速有所分化，食品和医药行业增加值增速回落比较明显。

图表 8. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 装备制造业工业增加值当月同比增速

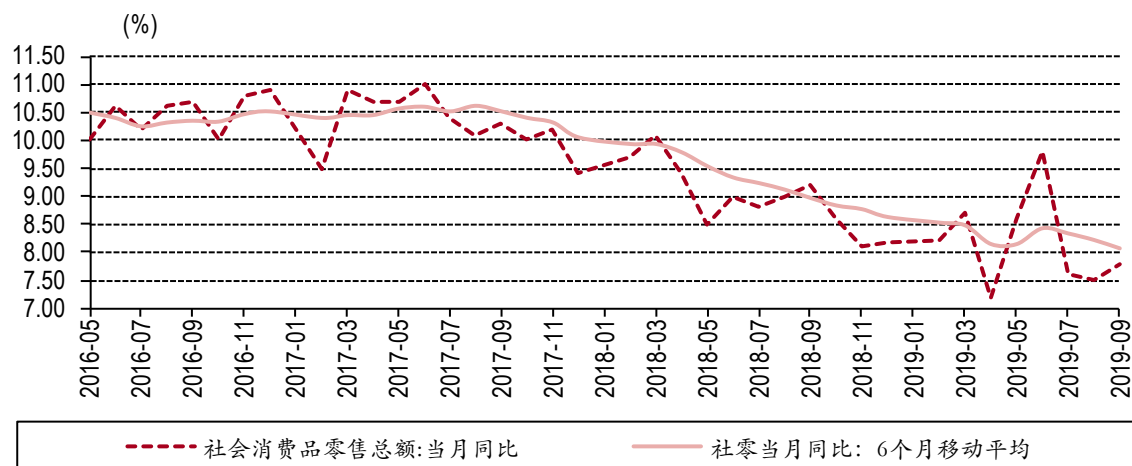


资料来源：万得，中银国际证券

社零依然很弱

从下个月开始，社零增速的个税减税基数效应就开始出现了。1-9 月社零累计同比增速为 8.2%，较 1-8 月持平，9 月社零同比增速 7.8%，较 8 月增速上行 0.3 个百分点。9 月社零增速依然在较低水平上保持了波动，值得关注的是，个税减税是从 2018 年十一之后开始实施的，因此 10 月之后，个税减税的基数效应将逐渐出现并影响社零的增速。

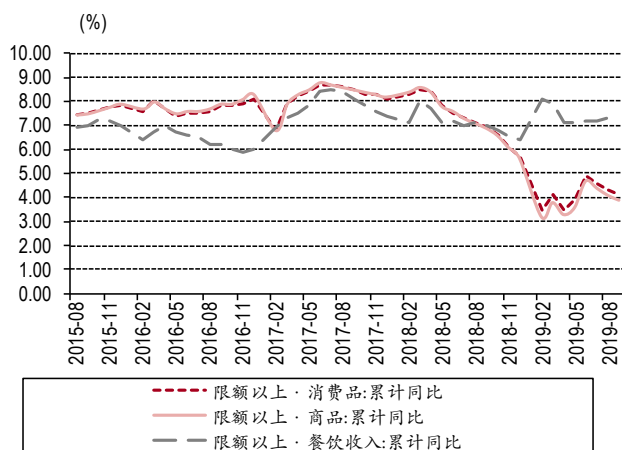
图表 10. 社零当月名义同比增速和 6 个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

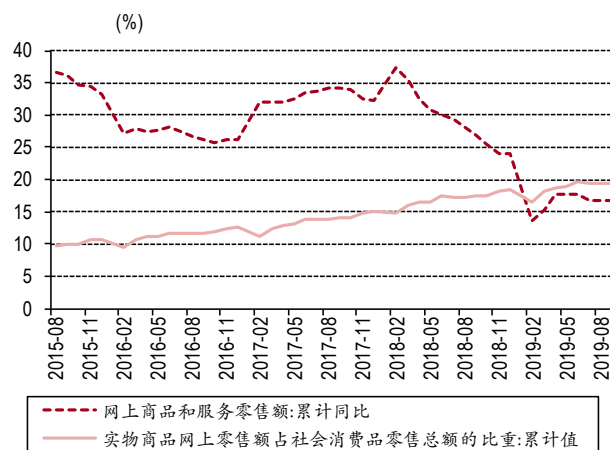
汽车消费依然是社零增速的拖累。1-9 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速 4.1%，较 1-8 月下行 0.2 个百分点，其中商品零售总额累计同比增速为 3.9%，较 1-8 月增速下行 0.2 个百分点，餐饮收入总额累计同比增速 7.3%，较 1-8 月持平。1-9 月网上零售额占比达到 24.7%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 16.8%，较 1-8 月持平。从城乡消费增速来看，1-9 月乡村的消费增速 9%，较 1-8 月持平，城镇消费同比增速 8%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点。1-9 月餐饮行业收入增速 9.4%，较 1-8 月持平，商品销售收入增速 8%，较 1-8 月下行 0.1 个百分点。整体看来，在汽车的拖累下，商品消费增速和城镇消费增速都明显下降，剔除汽车消费数据之后，1-9 月社零增速同比增长 9.1%，与之对应的是乡村消费和餐饮消费增速仍维持在较高水平。

图表 11. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

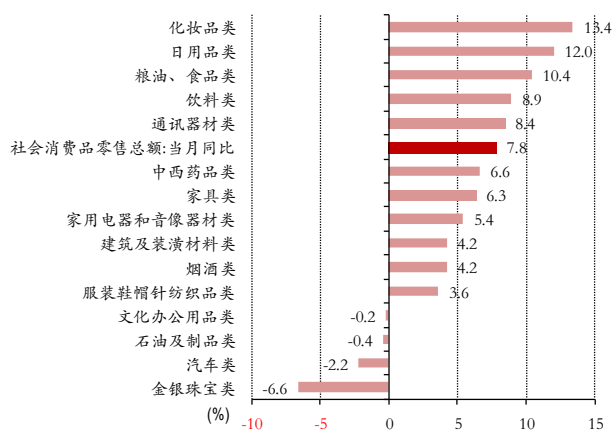
图表 12. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银国际证券

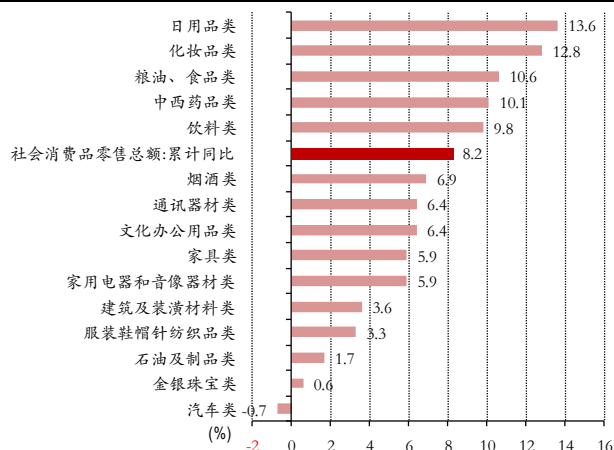
汽车消费持续拖累社零，但 9 月限额以上社零增速还是反弹了。从当月同比增速来看，9 月限额以上企业商品零售总额同比增速 3.1%，较 8 月上升 1.1 个百分点，增速较高的细分行业包括化妆品、日用品、粮油食品等，增速较低的则是金银珠宝、汽车、石油制品等。与 8 月相比消费增速明显上升的有汽车、通讯器材、家电音响等，增速下滑较快的则有文化办公用品、烟酒、粮油食品等。从 1-9 月累计增速与 1-8 月相比的变化来看，消费增速明显上行的包括通讯器材、化妆品、家具等，消费增速明显下滑的则包括文化办公用品、金银珠宝、中西药品等。

图表 13. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 各品类社零累计同比

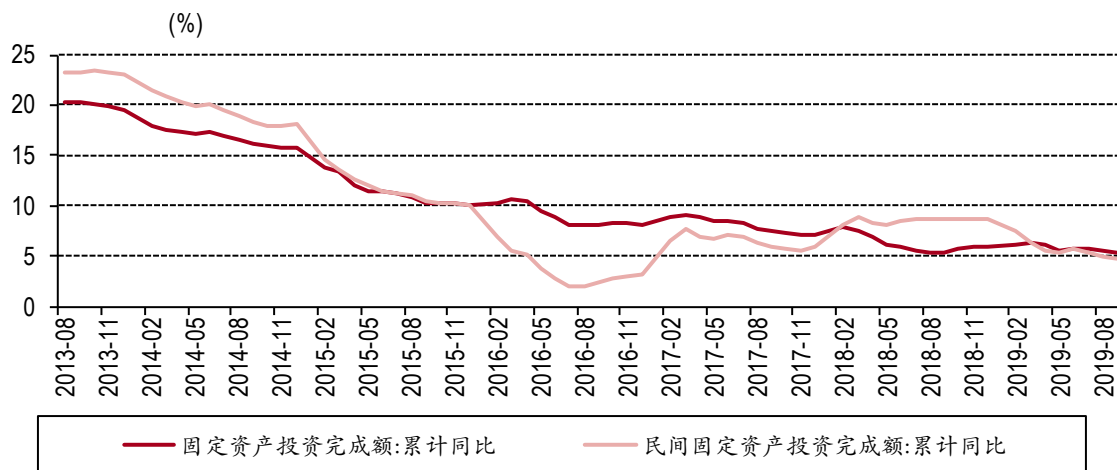


资料来源: 万得, 中银国际证券

房地产和基建稳住投资增速

投资整体平稳。1-9月固定资产投资增速为5.4%，较1-8月下降0.1个百分点，1-9月民间固定资产投资增速4.7%，较1-8月下降0.2个百分点。9月固定资产投资增速依然处于平稳下滑的趋势当中，从细分来看，房地产投资增速持平、基建投资增速上行，是支撑固定资产投资最重要的两个因素。

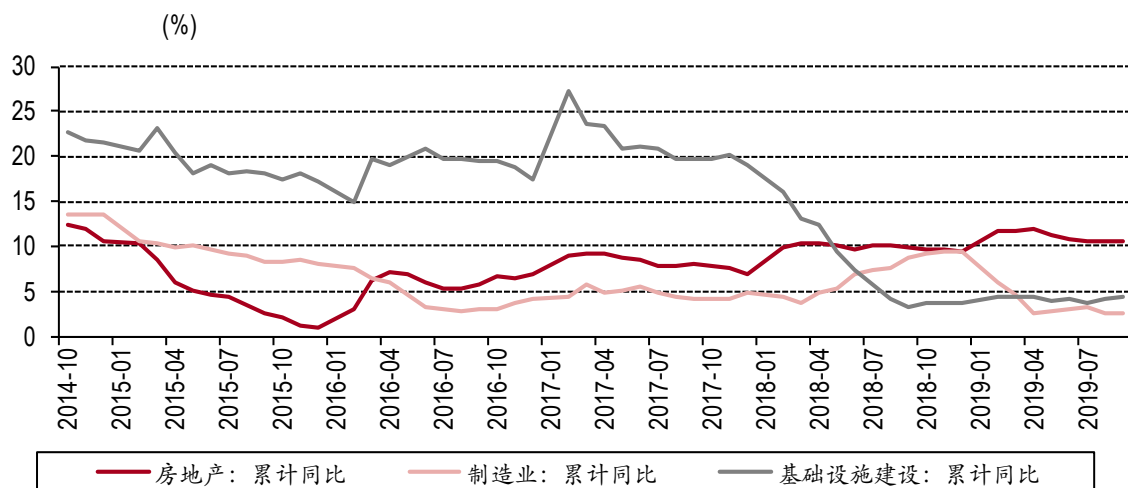
图表 15. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

基建重新稳步增长，房地产平稳，制造业投资增速回落。分类别看，制造业投资1-9月累计同比增长2.5%，较1-8月回落0.1个百分点；基建投资累计同比增长4.5%，较1-8月上行0.3个百分点；地产投资累计同比增长10.5%，较1-8月持平。整体来看，固定资产投资增速相对平稳，房地产投资增速再次较市场预期表现强劲，需要关注的是，民间固定资产投资在固定资产投资中的占比较1-8月下降1.7个百分点，较去年下降5个百分点，一定程度上表明民间固定资产投资的意愿不强。从细分数据来看，一产投资增速回升，二产和三产小幅下降；建筑安装工程和设备器具的投资增速较1-8月持平或小幅上行；东部和西部的投资增速都有回升。

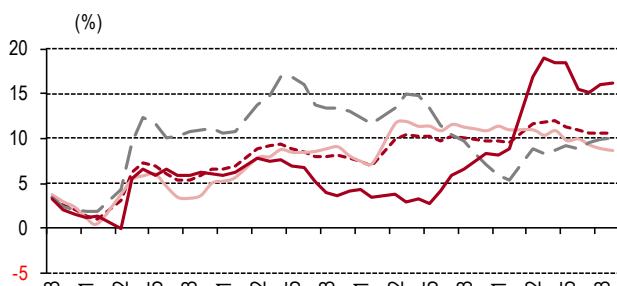
图表 16. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



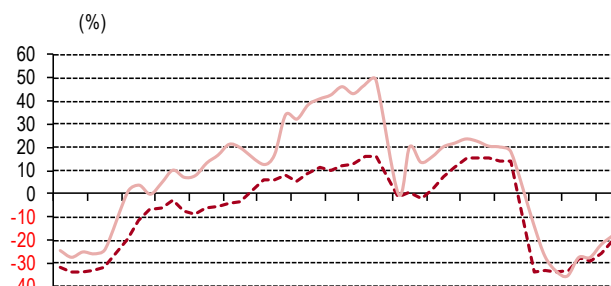
资料来源：万得，中银国际证券

房地产投资增速强劲持平。1-9月房地产投资增速10.5%，较1-8月持平，其中东部地区累计同比增长8.6%、中部地区累计同比增长10%、西部地区累计同比增长16.2%，分别较1-8月下降0.2个百分点、上升0.2个百分点和上升0.2个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速14.9%、办公楼投资增速0.8%、商业地产投资增速-8%，分别较1-8月持平、上升0.2个百分点和上升1.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9月累计同比增长20.2%和18.2%，较1-8月分别上升5.4个百分点和3.8个百分点。9月房地产投资继续超出市场预期，增速与1-8月持平，其中中西部地区房地产投资增速强劲，东部地区也依然维持了交通增长，从分类来看，住宅投资的持续高增长是支撑房地产投资增速的重要原因。我们维持此前观点，认为年底前房地产投资增速将依然保持强劲的趋势，但同时也关注资金来源和商品房销售的增速变动。

图表 17. 房地产开发投资完成额累计同比



图表 18. 土地购置面积和成交额累计同比



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_9561

