

四季度经济增速能否企稳？

主要结论：

- 上半年国内实际需求下滑，衰退型顺差对 GDP 有所支撑，消费和投资是主要拖累。1Q2019 实际 GDP 为 6.4%，持平 4Q2018，主要支撑项在于房地产投资和净出口，叠加社融大幅改善，信用收缩明显缓解，我国经济基本度过快速下降期，但下行趋势仍未改变。2Q2019 实际 GDP 为 6.2%，较 1Q2019 下降，主要拖累项在于固定资产投资，核心原因依然是资本回报率低迷；具体分项中，利润偏弱导致制造业投资下滑，政策对房地产投资抑制作用上升，基建投资配套资金落实较慢，整体回升力度偏弱。值得注意的是，中美贸易摩擦的负向影响虽有所显现，但从数据上看，仍未对我国经济产生大的影响，未来看净出口的负向影响不容忽视。回顾上半年经济走势与政策步调基本一致，12 月政治局会议稳增长，一季度经济企稳；随后政治局会议强调结构、去杠杆叠加外部需求下滑，二季度经济增速下行压力加大。
- 三季度经济增速依然承压。从需求端的月度数据来看，三季度经济数据较二季度仍有所下滑。社零累计同比由 6 月 8.4% 降至 8 月 8.2%；制造业投资累计同比由 6 月 3.0% 降至 8 月 2.6%，去年以来一直处于下行趋势当中；基建投资累计同比增速整体回升力度有限，由 6 月的 3.0% 上升至 8 月 3.2%；政策对房地产抑制叠加销售低迷，房地产投资累计同比由 6 月 10.9% 降至 8 月 10.5%，4 月以来持续下跌。此外，三季度出口下行明显加速，随着中美贸易摩擦影响逐渐显现，净出口对 GDP 贡献将下降。三季度经济依然承压，但从更高频的周度数据以及 9 月 PMI 数据观察，边际上有一定好转趋势。
- 四季度经济能否企稳的关键在于消费和基建的支撑能否对冲净出口和地产的下滑，我们认为四季度经济企稳的难度依然较大。随着四季度逆周期政策发力，名义 GDP 上行以及汽车消费拖累减轻将带动社零增速回升。固定资产投资当中，制造业同样处于历史低位，未来盈利改善将带动制造业趋稳，地产投资将受到土地购置费的拖累进一步下滑，而基建投资在房地产融资进一步收紧的情况下，配套资金加快落实将成为“稳增长”的主力军。但是，贸易摩擦对 GDP 的负向影响将在四季度的出口数据上得到体现（具体仍需关注第 13 轮中美磋商），并且随着地产政策收紧以及销售低迷，房地产投资的下滑也将更加严重。所以我们认为，净出口和房地产对 GDP 的负向影响可能更大，因此四季度经济企稳的难度较大。值得注意的是，房地产投资中只有建安投资计入 GDP，土地购置费并不计入 GDP，而现阶段拖累房地产投资的主要是土地购置费的下滑，因此从 GDP 的角度看，四季度若竣工面积上升拉动建安，房地产对 GDP 的贡献可能稳定。
- 中观层面，9 月生产整体偏弱。从需求来看，10 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比转负；9 月以来 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅缩小；9 月乘用车汽车零售同比跌幅缩小。从生产来看，9 月以来六大发电集团日均煤耗同比由跌转涨；全国高炉开工率均值同比由涨转跌。从价格来看，9 月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升，钢铁和煤炭价格均值下降，预计 9 月 PPI 环比为负，PPI 同比跌幅扩大；9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计 CPI 环比依然为正，CPI 当月同比维持高位。
- 金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，工业品价格整体上涨。货币市场方面，上周央行净回笼资金 1500 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差、信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下行，人民币即期交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市下跌，黄金价格上涨，原油价格大跌，国内工业品价格整体上涨。

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

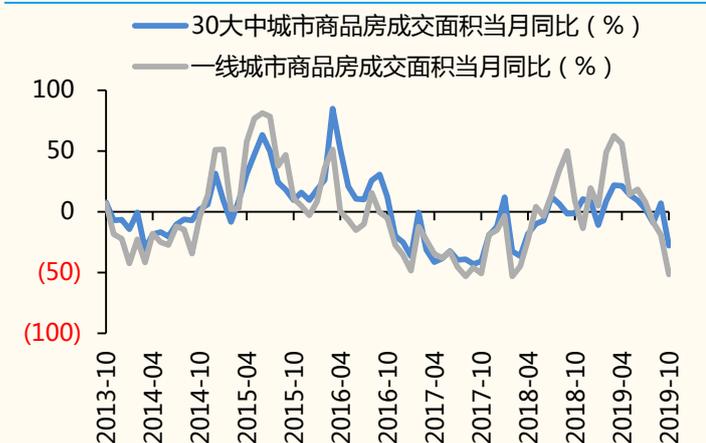
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，9月生产仍然偏弱

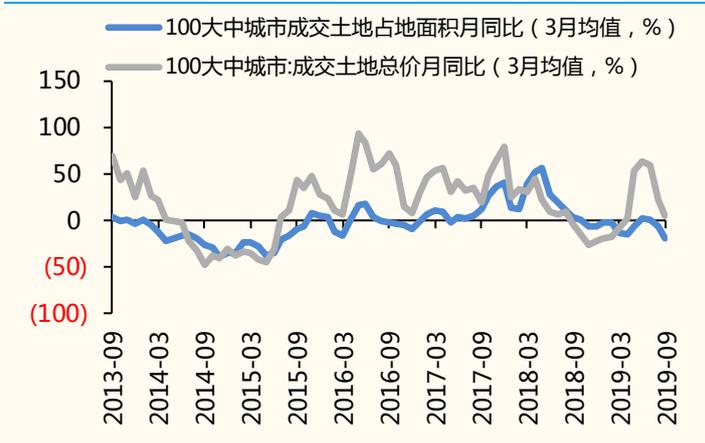
- 10月以来30大中城市商品房日均销售面积同比转负。内部结构上，一线城市跌幅扩大，二、三城市同比均由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-27.8%（前值7.17%）。一线城市同比-51.6%（前值-19.1%）、二线城市同比-12.5%（前值15.5%），三线城市同比-44.2%（前值14.34%）。北京、广州商品房销售面积同比跌幅扩大。
- 9月土地成交面积同比跌幅扩大，而土地成交总价同比涨幅缩小；商品房用地成交面积同比跌幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-40.34%（前值-12.3%），土地成交总价同比为3.4%（前值为8.6%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-34.5%（前值-7.5%），工业用地成交面积同比为-50.2%（前值为-18.1%）。
- 9月汽车零售同比跌幅缩小。具体来看，截止9月22日，乘联会车市零售同比为-17.0%（前值-21.0%），乘联会车市批发同比为-19.0%（前值-19.0%）。

图表1：10月以来商品房日均销售面积同比大幅转负



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：9月土地成交面积同比跌幅扩大



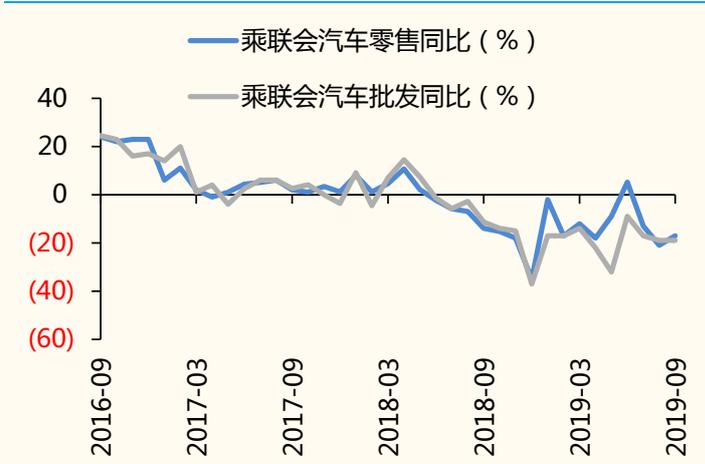
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：9月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

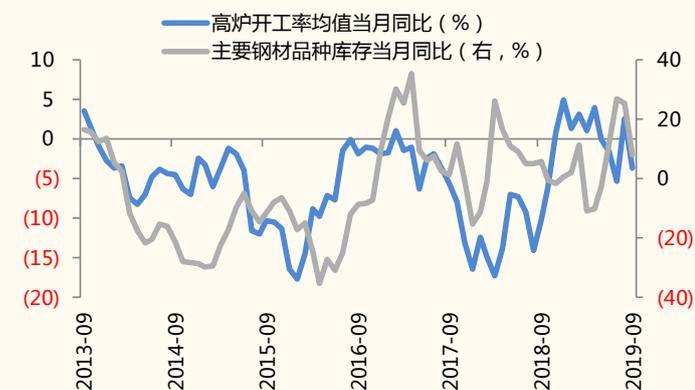
图表4：9月汽车零售同比跌幅缩小



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

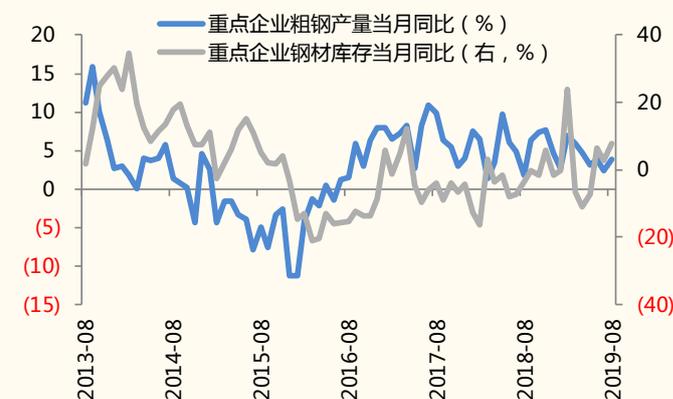
- 9月以来高炉开工率均值同比由涨转跌，钢铁社会库存同比涨幅走扩。具体来看，9月以来高炉开工率均值为65.5%，同比为-3.6%（前值2.6%）。8月钢铁社会库存同比为7.8%（前值2.7%）。
- 9月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由跌转涨。具体来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比为5.2%（前值-2.2%）。

图表5：9月以来高炉开工率同比由涨转跌



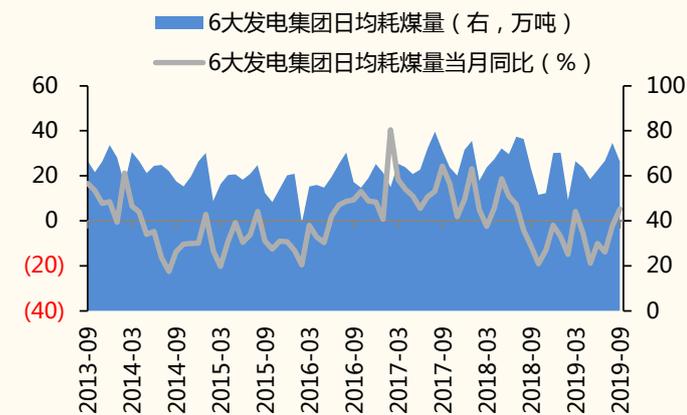
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：8月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



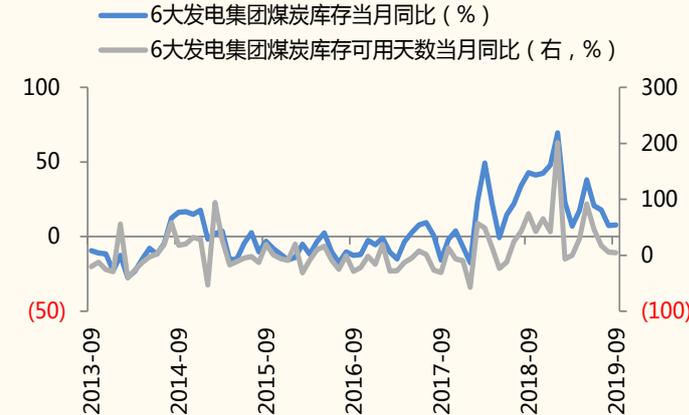
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：9月以来6大发电集团日均煤耗同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

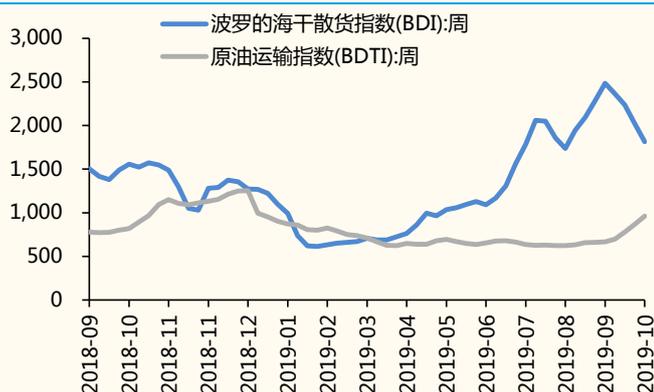
图表8：9月6大发电集团煤炭库存同比微升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

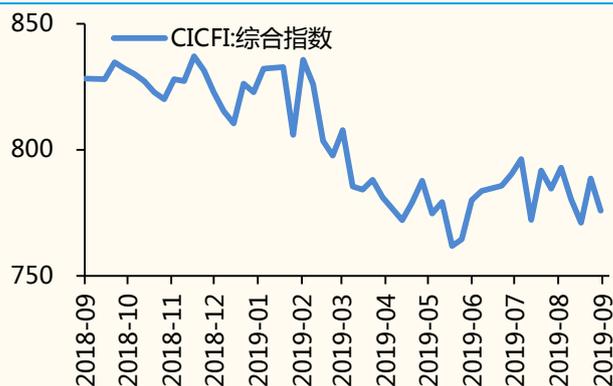
- 上周 BDI 下降，BDTI 上升；CICFI 下降，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量下降，港口库存下降。上周焦炭港口库存上升，焦炭企业库存下降。

图表 9：上周 BDI 下降，BDTI 上升



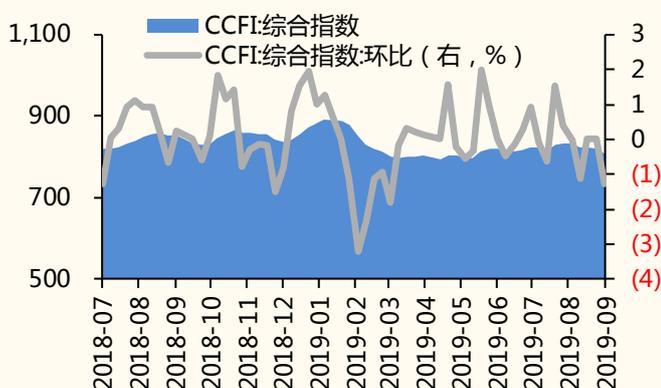
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 下降



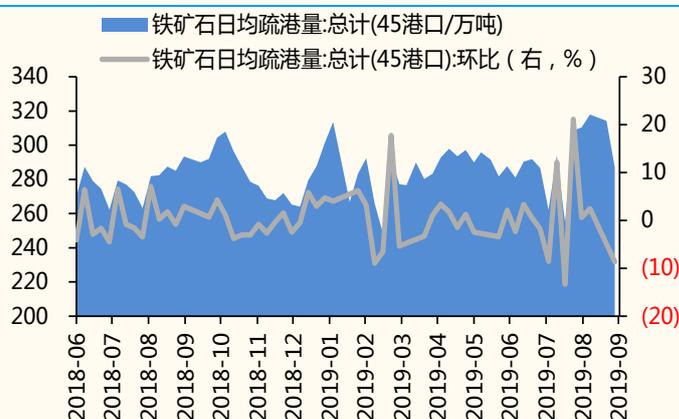
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 下降



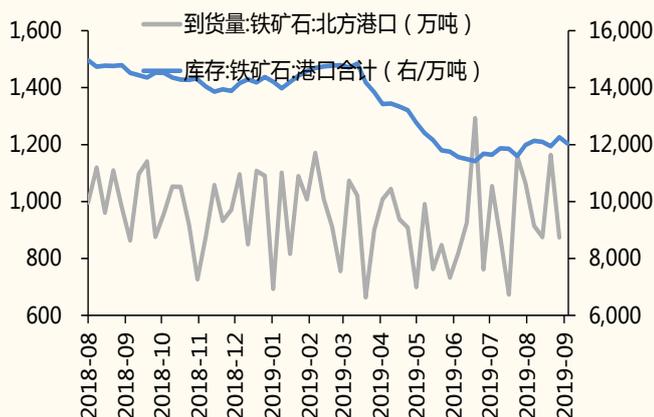
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



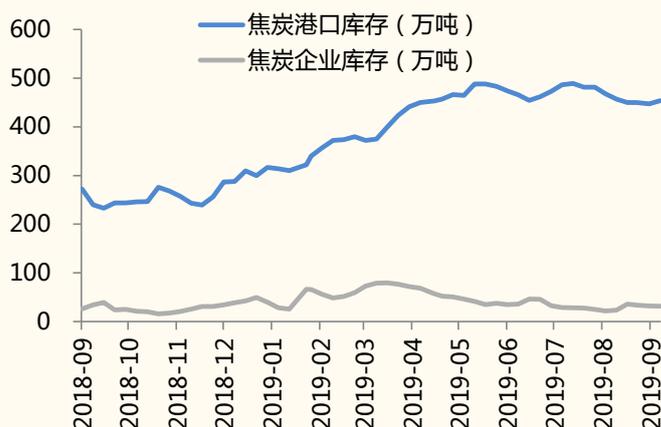
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存下降、港口库存上升

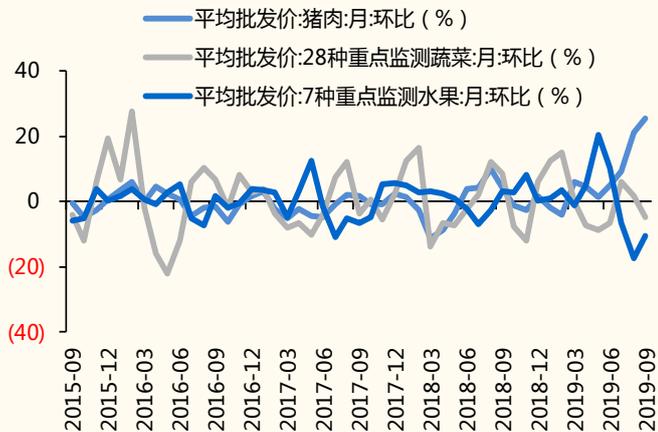


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，有色金属、原油、水泥价格均值上升，钢铁和煤炭价格均值下降。农产品方面，9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大 (25.7%，前值 21.0%)，蔬菜价格均值下跌 (-5.0%，前值 1.5%)，水果价格均值下降 (-11.2%，前值-17.3%)；工业品方

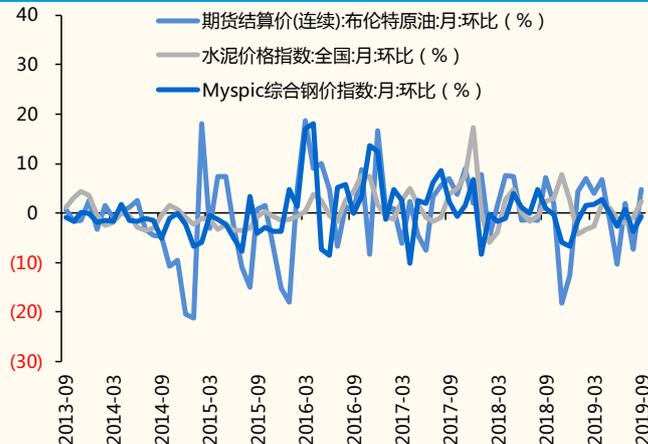
面，煤炭价格均值下降（-0.4%，前值-1.2%），原油价格均值上涨（4.7%，前值-7.3%），水泥价格均值上涨（2.3%，前值-0.9%），钢铁价格均值下降（-0.6%，前值-3.7%），有色金属价格均值上升（3.4%，前值1.9%）。

图表 15：9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：9 月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升

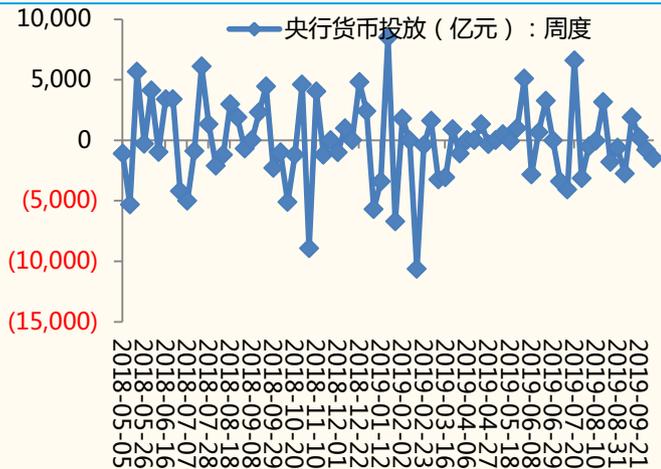


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，工业品价格整体上涨

- **货币市场方面，上周央行净回笼资金 1500 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。**从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 1500 亿元，其中 7 天逆回购到期 200 亿元，14 天逆回购到期 1300 亿元。资金价格上升，资金面有所收紧。具体来看，上周 R001 上行 144bp，R007 上行 85bp；DR001 上行 137bp，DR007 上行 47bp。R001-DR001 上行 7bp，R007-DR007 上行 39bp，表明银行资金融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- **债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差分化。**具体来看，1Y 国债到期收益率上行 2bp，1Y 国开债到期收益率上行 3bp；10Y 国债到期收益率下行 1bp，10Y 国开债到期收益率持平前值；1YAAA 企业债到期收益率下行 2bp、1YAA 企业债到期收益率下行 2bp、10YAAA 企业债到期收益率持平前值、10YAA 到期收益率持平前值。
- **外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下行，人民币即期交易量下降。**上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数下行，美元兑日元、欧元、英镑贬值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市下跌，黄金价格上涨，原油价格大跌，国内工业品价格整体上涨。**国内股市方面，上证综指下跌 0.9%；创业板指下跌 1.2%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 0.9%，纳斯达克指数上涨 0.5%，德国 DAX 下跌 3.0%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 1.0%，铁矿石价格上涨 2.0%，焦炭价格微跌 0.2%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.5%；ICE 布油价格下跌 4.5%，LME 铜下跌 0.6%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 10 月以来央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 09/30-10/04 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.75	144	11	22
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.87	85	6	(27)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.66	137	9	19
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.85	47	18	(19)
R001-DR001(bp)	9	7	3	4
R007-DR007 (bp)	2	39	(12)	(8)
SHIBOR:隔夜	2.64	132	6	8
SHIBOR:1周	2.84	25	18	(6)
7日年化收益率:余额宝	2.24	(2)	(6)	(38)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.99	1	(9)	(40)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.99	0	5	(73)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.46	(59)	(58)	31

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20：09/30-10/04 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.14	2.55	2.56	2	(6)	(4)
中债国债到期收益率:10年	3.14	3.14	3.14	(1)	8	(9)
中债国开债到期收益率:1年	2.73	2.70	2.73	3	(5)	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.53	3.53	3.53	(0)	6	(11)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.14	3.12	3.12	(2)	4	(47)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.17	4.17	4.17	0	(9)	(16)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.46	3.44	3.44	(2)	(7)	(69)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.23	5.23	5.23	0	(9)	(19)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	59	58	58	(3)	14	(5)
中债国开债期限利差	82	81	81	(3)	12	(9)
中债企业债期限利差(AAA)	105	103	105	2	(13)	31
中债企业债期限利差率(AA)	179	177	179	2	(2)	50
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	59	56	56	(4)	10	(43)
中债企业债信用利差(AAA):10年	103	102	103	1	(17)	(7)
中债企业债信用利差(AA):1年	91	88	88	(4)	(1)	(65)
中债企业债信用利差(AA):10年	209	208	209	1	(17)	(10)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.1%	-0.2%	0.4%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.2%	-0.7%	0.5%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：09/30-10/04 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.15	7.12	7.14	0.3%	-0.1%	4.0%
美元兑离岸人民币	7.16	7.11	7.11	-0.3%	-0.7%	3.5%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	30	30	30	-149	-135	-14
即期询价成交量：美元兑人民币			138.1	-132.3	-140.4	-141.2
USDCNY: NDF 1年			7.20	0.1%	-0.1%	4.3%
CFETS人民币汇率指数			91.43	0.0%	0.3%	-2.0%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.23	117.97	118.02	-0.1%	0.3%	-0.7%

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_9805



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn