

宏观点评

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

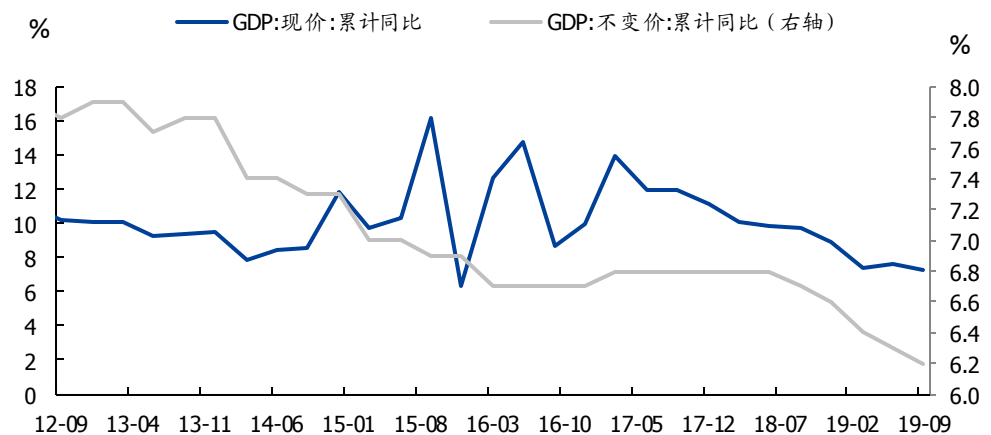
图表目录

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”

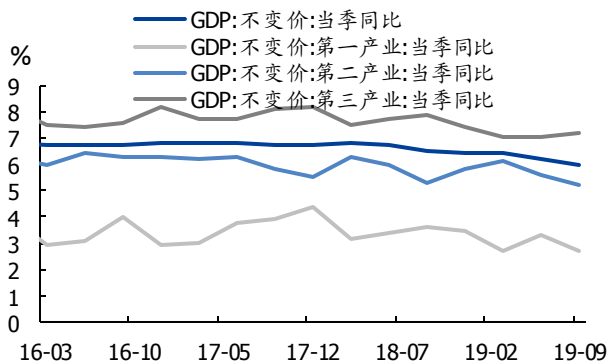
2019年三季度GDP同比增长6.0%，较前值下滑0.2个百分点；前三季度GDP累计同比增长6.2%，较前值下滑0.1个百分点。分产业看，三季度仅第三产业GDP同比较二季度小幅回升，一二产业增速均有不同程度的回落，其中第一产业GDP回落0.6个百分点至2.7%，下滑幅度最大。分需求看，三大需求贡献率变化较小，基本持平前值，其中消费和投资的贡献率略有上升；净出口贡献率下滑1.1个百分点。

图表 1: 三季度 GDP 增速继续下滑



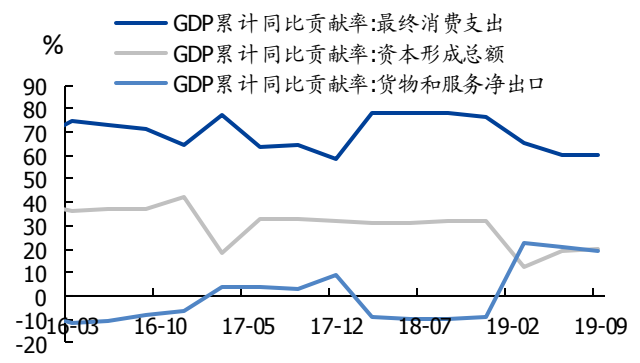
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



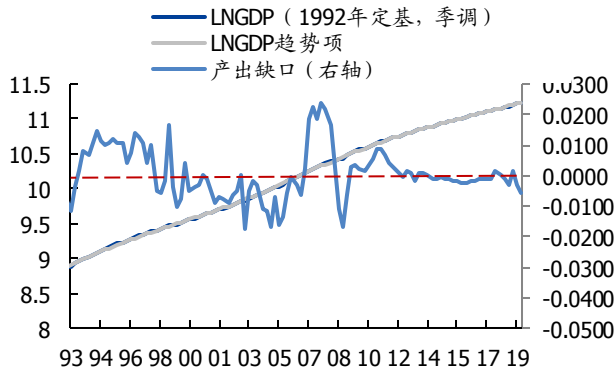
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

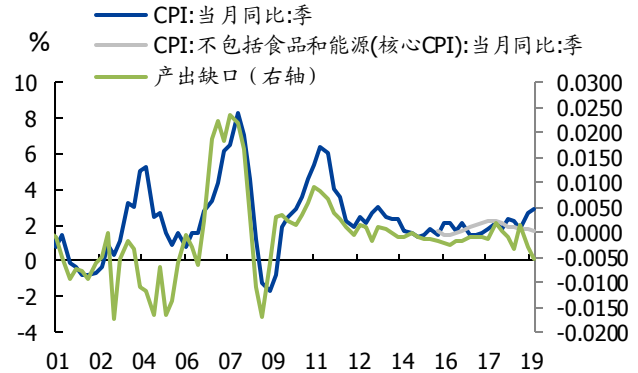
度较小), 2019年三季度负缺口大幅扩大, 表明市场需求不足, 产能利用率较低。此外, 维持报告《CPI破3%将持续多久?“类滞胀”了吗?——兼评9月通胀》中的观点, 根据“产出-物价”菲利普斯曲线, 当现实经济增长率高于潜在经济增长率时, 物价存在上涨压力, 反之亦然。假设菲利普斯曲线于我国有效, 那么持续为负的产出缺口指向我国面临实际的“通缩”压力。对应到宏观通胀的各项指标, 与CPI相比, 核心CPI更能反映当前时期社会总供求缺口和物价水平。由此看, 我国财政政策和货币政策宽松空间也将被进一步打开。

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

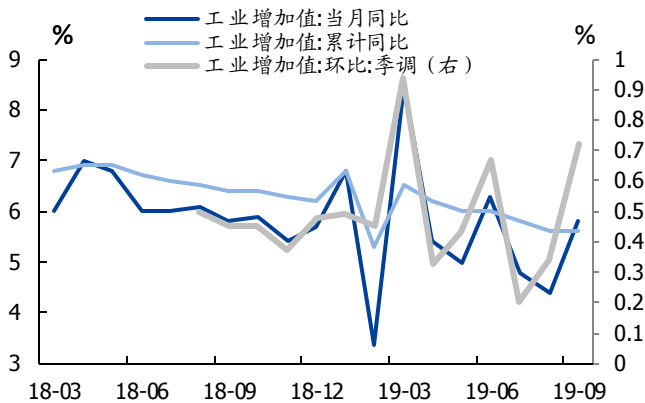
信号 2: 9月工业生产回暖, 但前三季度整体趋弱

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。

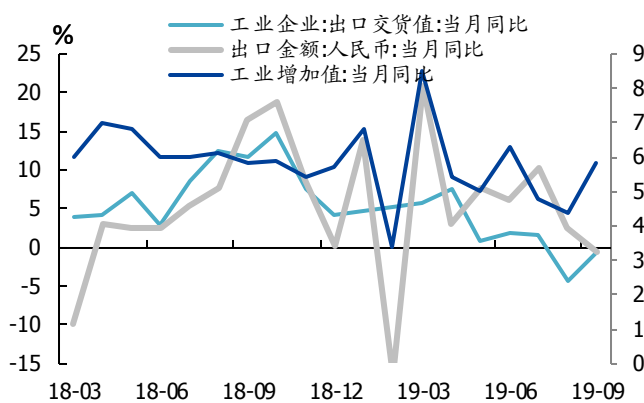
9月工业生产回升主因季节效应、出口交货值回升、基数效应。首先, 今年工业生产呈现“季末上冲”的季节性特点。17年以来工业生产季节性规律显著, 今年和17年均表现为“季初回落, 季末反弹”的特点, 而18年恰好相反, 背后原因可能是基数效应、政策节奏等。今年三季度9月工业增加值增速较7月上涨1.0个百分点, 幅度接近一、二季度回升均值的1.3个百分点; 其次, 本月出口交货值增速降幅意外收窄。9月出口交货值增速-0.7%, 较前值大幅回升3.6个百分点, 支撑本月工业增加值反弹。但要注意到本月出口交货值增速与出口金额增速走势发生背离, 可能与统计口径差异有关, 反弹的持续性存疑。在世界经济增长放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



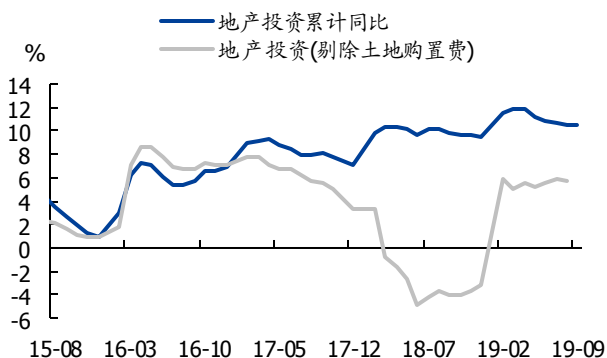
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

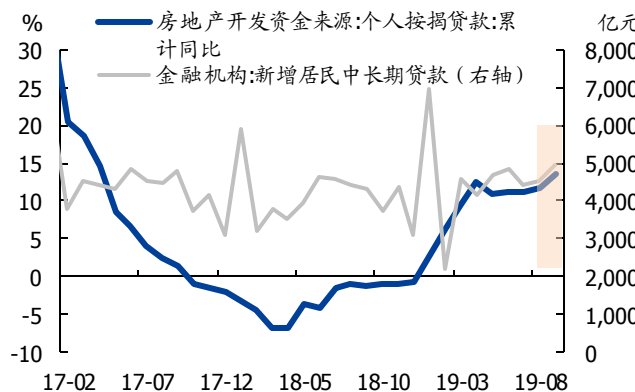
地产投资维持韧性既有短期因素, 也有长期因素。短期来看, 维持此前观点, 8-9月地产投资的强势表现与开发商加速推盘和居民提前贷款购房有关, 预计10月开始回落速度将加快。具体看, 7月以来对房企外债融资、房地产信托融资等限制文件陆续出台, 融资收紧预期下, 地产商加速推盘以回笼资金。此外, 8月17日央行拟将于10月8日起对新增房贷实施LPR加点的利率定价方式, 居民可能担心新政实施后房贷提高而在8-9月开始提前贷款买房, 表现为8-9月新增居民中长期贷款均季节性走高。往后看, 随着在建楼盘陆续竣工、房地产融资陆续收紧, 以及居民“抢贷款”的消退, 四季度地产投资回落速度将有所加快。

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



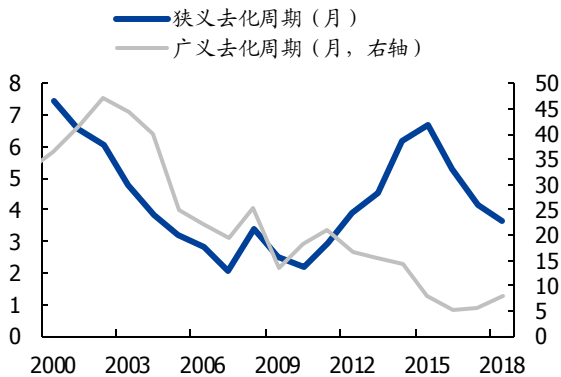
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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：

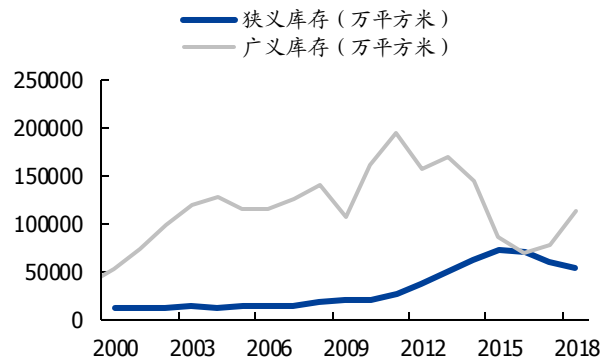
支撑一：从库存来看，房地产库存处于低位，房价不存在大幅下跌的基础，未来有望维持稳定，进而支撑房地产投资。根据国盛宏观测算，截至2018年，房地产狭义去化周期为3.66月，连续3年下降；狭义库存为5.2亿平方米，为2015年以来最低。库存下降使房价存在内部支撑，在当前“房住不炒，一城一策”的政策环境下房价短期难大涨，也难大跌。房价和房地产市场的稳定性使得房地产投资不会断崖式下跌。

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

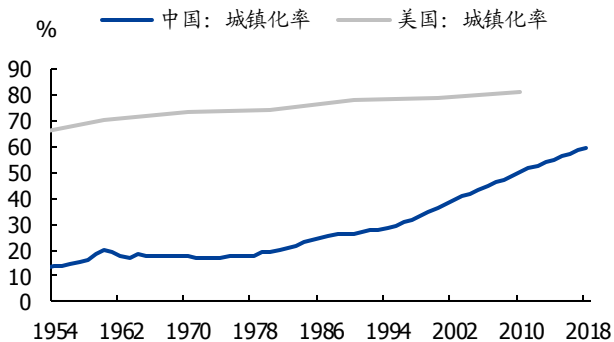
图表 11: 房地产库存处于近年来低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

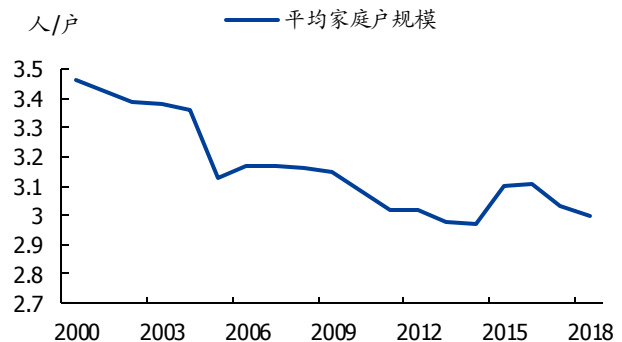
支撑二：从需求端来看，稳定的城市化进程和家庭规模小型化支撑房地产内在需求。一方面，1996年以来，中国城镇化进程加快，截至2018年，中国城镇化率达到59.58%，但是较美国仍有很大差距。美国在2010年城镇化率已达80.73%。稳定的城镇化进程将抑平房地产投资降幅。另一方面，2000年以来，中国平均家庭户规模由3.46人/户降为3.0人/户，家庭规模小型化提升住房改善需求，也使房地产投资不至于大幅下滑。

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。

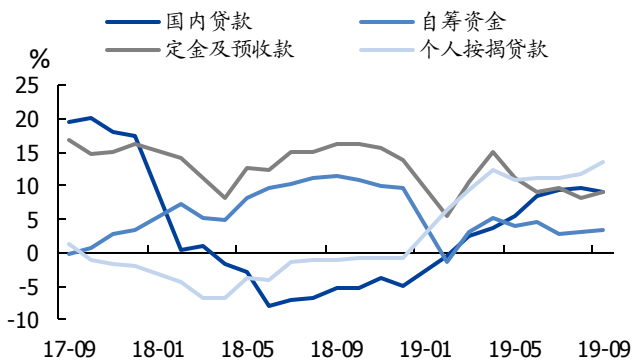
图表 14: 一线城市采用 LPR 房贷新政报价情况

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

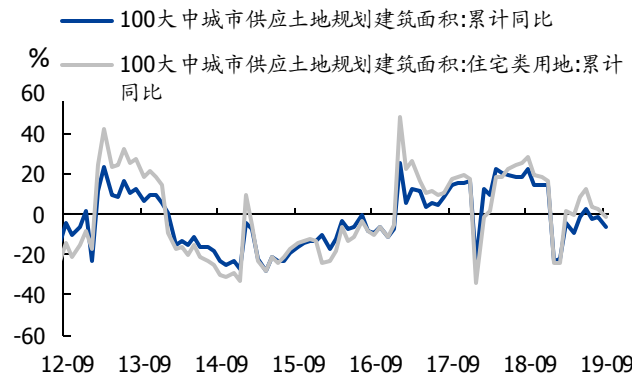
支撑四: 从供给端来看, 融资收紧和土地供应增速下降的紧平衡, 叠加地方政府尚离不开土地财政, 地价房价有望维持稳定, 支撑房地产投资稳中缓降。一方面, 房地产融资收紧短期可促进开放商加速推盘, 对房地产销售形成支撑; 长期可限制开放商拿地需求, 叠加土地供应增速同步下行的环境下, 地价将维持稳定。

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



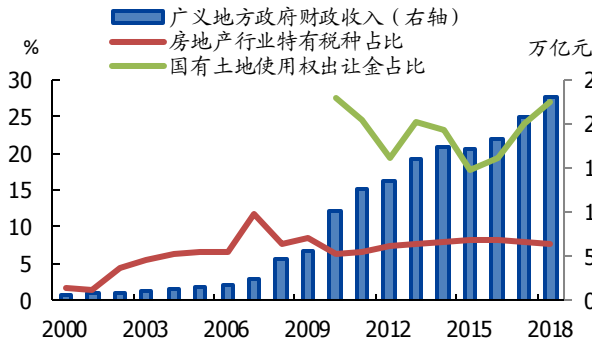
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

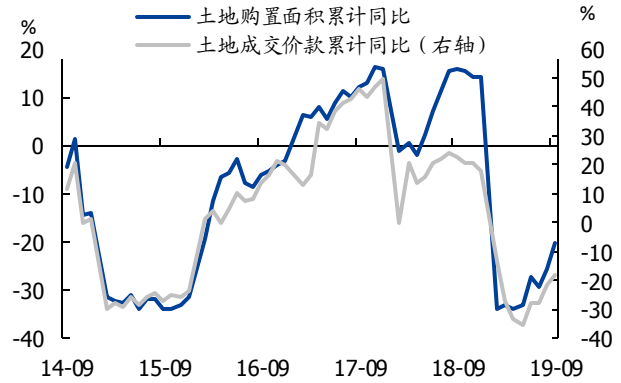
³ 房地产行业特有税种包括房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税、契税。

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



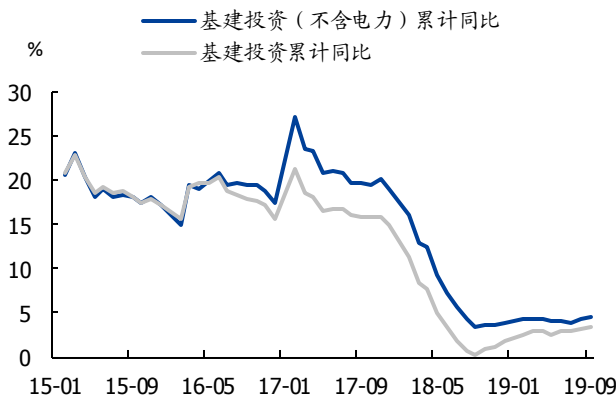
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

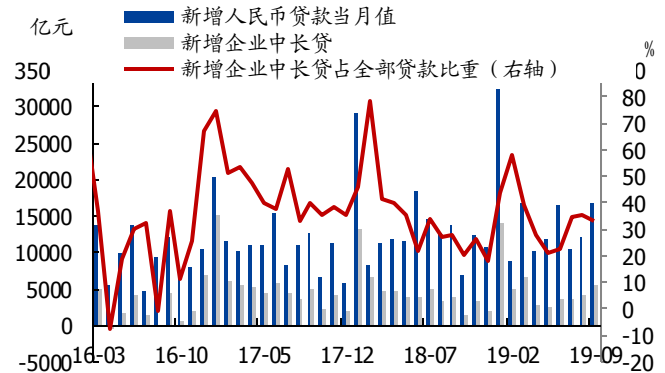
往后看, 随着基数的下降和逆周期调节加码, 四季度基建投资仍将继续企稳回升, 狭义基建投资年底有望升至 6%-8%。维持此前判断, 一方面, 融资端对基建的支撑有望加强。9 月新增企业中长贷 5637 亿元, 同比多增 1837 亿元。鉴于制造业投资需求仍弱, 房地产收紧, 企业贷款投放到基建的比例有望提升。此外, 国常会部署提前下发 2020 年专项债额度, 在专项债允许用作资本金且投向基建的占比有望大幅提升的助攻下, 专项债对基建的实际支撑作用有望延续甚至加强。另一方面, 需求端来看, 中国的基础设施建设仍有很大潜力, 基建补短板空间仍高。

图表 19: 基建投资继续稳步回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 9 月企业中长贷超季节性增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

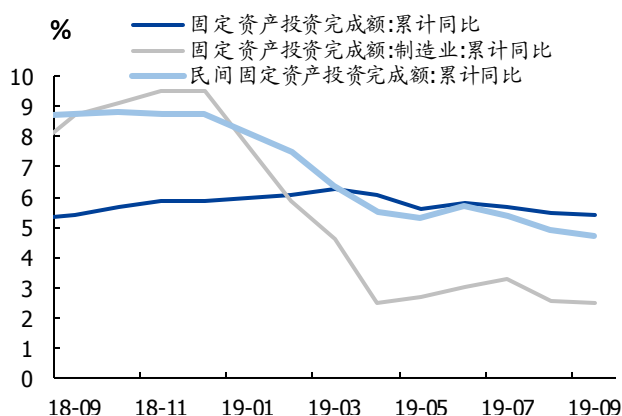
信号 5: 制造业投资微降, 仍将持续磨底

9月制造业投资和民间投资微降, 企业现金流小幅恶化。1-9月固定资产投资同比增长5.4%, 增速较前值微降0.1个百分点, 较上半年回落0.4个百分点。民间投资和制造业投资增速也同步回落, 其中1-9月民间投资累计同比较前值回落0.2个百分点至4.7%; 制造业投资累计同比较前值回落0.1个百分点至2.5%。与此对应的是9月M1增速持平前值, M1-M2剪刀差小幅缩窄0.2个百分点, 企业现金流小幅恶化。

分项看, 基建相关行业表现较好, 外需相关行业表现较差。运输设备、专用设备、有色金属行业增速上涨较多, 同比增速较前值分别提升2.4、2.1、1.7个百分点, 与基建投资增速回升形成印证, 可能与基建发力有关; 纺织业、食品加工业、金属制品业增速下滑较多, 同比增速较前值分别回落3.2、1.4、1.0个百分点, 可能主要受外需疲弱与贸易摩擦影响。

往后看, 一方面, 地产下行、出口承压、前期利润回落等因素均持续对制造业投资构成压制; 但另一方面, 制造业支持政策也在不断发力(如信贷倾斜, 转型升级等), 料将为企稳提供支撑。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, 2020二季度可能迎来温和修复。

图表 21: 制造业投资增速微降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 盈利增速将继续制约制造业投资

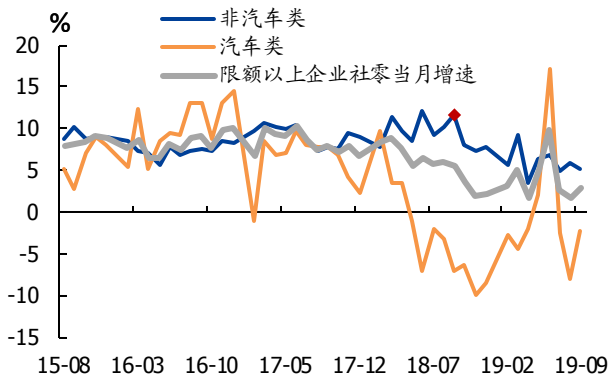


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号 6: 消费小幅反弹, 主因汽车降幅收窄

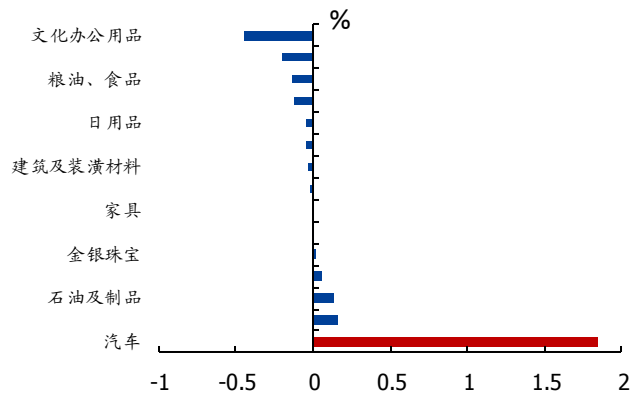
社零增速小幅反弹主因汽车降幅收窄, 非汽车消费增速小幅回落主因高基数效应。9月当月社零名义、实际增速分别为7.8%和5.8%, 分别较8月小幅反弹0.3、0.2个百分点, 主因汽车消费降幅收窄。从限额以上企业社零的口径看, 9月汽车类、非汽车类消费同比分别为-2.2%、5.1%, 较前值分别变动5.9、-0.9个百分点, 其中汽车消费反弹可解释本月限额以上社零反弹的绝大部分; 非汽车消费增速小幅回落, 低于15-18年均值的回升0.9个百分点, 主因去年同期增速达11.6%, 是全年次高点, 基数较高。从统计局公布的数据看, 9月除汽车以外的消费品零售额增长9.0%, 较前值回落0.3个百分点, 也提供了验证。

图表 23: 非汽车消费小幅回落主因去年基数较高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 汽车消费反弹是消费增速回升的主要贡献



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

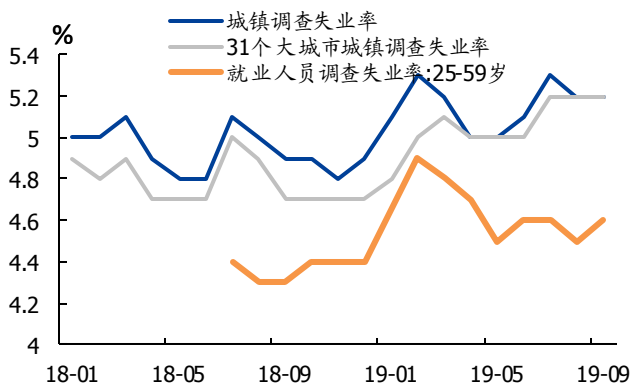
分类来看, 必选消费小幅回落, 可选消费小幅反弹。必选消费中的食品饮料、烟酒、日用品、服装、中西药品增速普遍小幅回落, 主因高基数效应压制; 可选消费多数上涨, 汽车消费降幅明显收窄, 石油消费、地产系中的家电家具, 消费升级相关的通讯器材、化妆品、金银珠宝普遍小幅回升, 仅文化办公用品增速明显回落。在多种逆周期政策托底下, 消费韧性仍强。其中汽车消费在 7、8 月大幅下滑, 主因经销商在 7 月 1 日国六标准实施前加大国五汽车的促销力度, 导致 6 月汽车消费大幅高增, 透支了 7、8 月的部分汽车需求。此外, 国六新车价格相对较高, 导致过去两个月汽车消费有较大压力, 9 月汽车降幅明显收窄显示前期扰动的影响已逐步消退。在低基数效应、周期复苏、政策刺激影响下汽车消费四季度至明年边际回暖是大概率事件, 将持续为社零提供支撑。

往后看, 一方面, 汽车消费下半年至明年大概率持续温和复苏, 个税减税也将持续为消费提供支撑; 另一方面, 受经济下行压力增大、地产下行财富效应缩水、就业压力不断加大等因素均对消费构成压制。整体看, 预计消费仍将保持稳定。

信号 7: 三季度就业总体平稳, 未来 1-2 个季度料小幅恶化

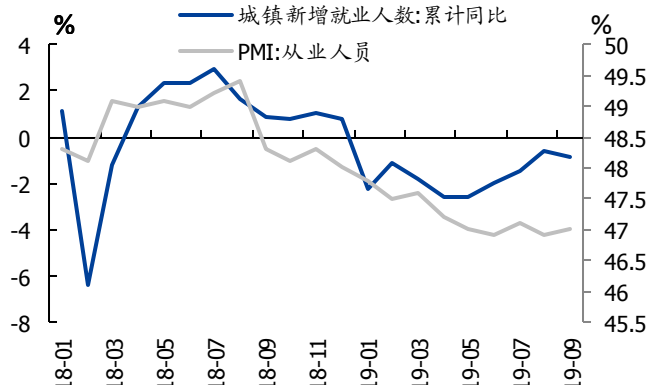
三季度就业形势总体平稳。城镇调查失业率保持在 5.2% 的水平, PMI 从业人员指数在 47.0% 低位企稳, 新增就业增速跌幅较上半年也有所收窄。可能的原因包括积极的就业政策发挥效果、经济绝对增量扩大、服务业比重提升等。

图表 25: 9 月城镇调查失业率整体持平前值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 新增就业增速, PMI 从业人员持续为负

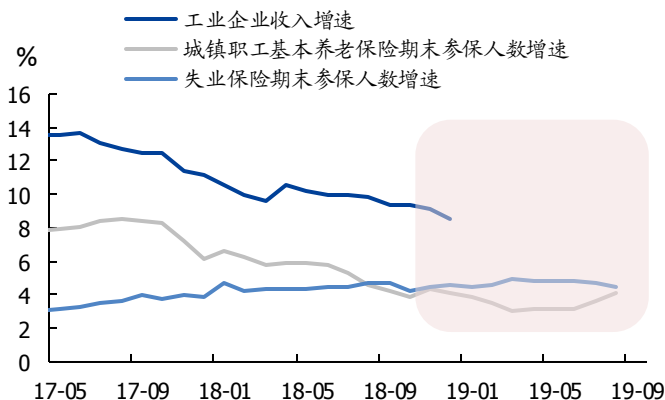


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年下半年以来，经济增速不断放缓，就业压力逐步加大。实际GDP增速由18年上半年的6.8%持续回落至目前的6.2%，经济持续放缓带来就业压力不断加大：失业率方面，总体城镇调查失业率、31大城市调查失业率分别由18年6月的4.8%、4.7%上涨至今年9月的5.2%、5.2%。新增就业增速、PMI从业人员指数也分别由18年6月的2.3%、49.0%下跌至今年9月的-0.9%、47.0%，新增就业增速今年以来持续负增长。

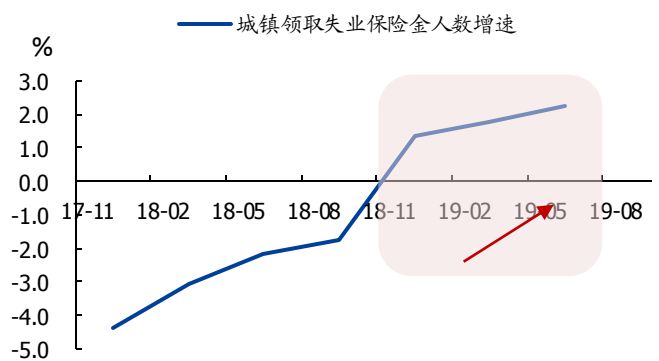
往后看，前瞻指标显示未来1-2个季度就业情况可能略有恶化，其中同向指标略有矛盾，反向指标指向未来6个月就业将有所恶化，需持续跟踪。根据国盛宏观的预测模型，2019年1-8月城镇职工基本养老保险期末参保人数先降后升（领先就业3-6个月，同向指标），指向未来就业可能由差转好；3月-8月失业保险期末参保人数持续下降至4.5%（领先就业2-3个月，同向指标），指向四季度就业情况可能持续转差；二季度城镇领取失业保险金人数增速上升至2.22%（领先就业6个月，反向指标），指向四季度就业恐将恶化。

图表 27: 同向前瞻指标略有背离



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 反向前瞻指标指向就业形势有所恶化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

经济下、政策上，更多政策组合拳可期

维持此前判断，经济下、政策上。维持此前判断，我国经济下行压力加大（预计四季度GDP累计增速降至6.1-6.2%，2020年全年GDP增速有望降至5.8%左右），政策将保持定力、延续宽松、逆周期调节进一步加码，对内改革和对外开放并举，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期，其中：关注地方政府积极性是否回升；宽财政是主支撑，发力点包括税收制度改革、基建补短板、进一步平滑地方隐性债务和中央加杠杆等；预计还会降低MLF利率（预计1-2个月内），年内LPR报价也有望再调降1-2次；继续跟踪国企改革、资本市场改革、土地改革等制度性红利，区域方面短期可多关注海南自贸港等。（具体请参见报告《对中美贸易冲突超预期缓和的几点理解191014》、《正在起变化——解读金融委和财经委最新会议190902》、《这次不一样——逐句730政治局会议190730》、《下半年下行压力仍大，继续关注政策组合拳190716》）。

此外，短期内，提示几个关键时点：

- 1) 四中全会（10月底之前；主要议题为国家治理现代化和社会主义制度建设）；
- 2) 美联储利率会议（10月29-30日；目前10月降息概率超80%，预示大概率会降息）；
- 3) 可能的政治局会议（10月底）；
- 4) APEC峰会（11月14-16日；关注中美贸易协议能否达成）。

风险提示

中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com