

9月：逆周期加码，基本面走平

证券研究报告
2019年09月10日

作者

政策方面，逆周期政策的再加码，一方面对应了7月工业、消费、社融等经济金融数据再下台阶，另一方面对房地产政策全面收紧和关税再升级后的经济下行压力和就业压力形成对冲，时点选择上也与国庆临近有关。

经济方面，预计8月经济数据：新增信贷环比持平，新增社融环比上升，社融增速小幅回落；工业增加值增速回升至6-7月均值，固投增速在5-7月区间震荡，社零消费增速环比走平；CPI同比持平7月阶段性高点，PPI通缩进一步加剧。

市场方面：逆周期政策再加码预期兑现后，短期市场风险偏好继续提升，N字形第三笔的趋势增强。9月宏观层面需要关注逆周期政策的实际落地情况：一方面，市场对货币再宽松的预期可能被过度修正，另一方面，9月是观察专项债相关政策是否会在年内兑现的关键时间节点。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：逆周期加码落实力度不及预期；中美摩擦再次升级



表 1：8 月主要经济金融数据预测和回顾

同比增速 %	2019. Q1	2019. Q2	2019. 7	2019. 8 (E)	WIND 一致预期	实际值
工业增加值 (当月/季)	6.5	5.6	4.8	5.5	5.4	
固定资产投资 (累计)	6.3	5.8	5.7	5.6	5.6	
制造业投资	4.6	3.0	3.3	3.5		
基建投资 (全口径)	3.8	3.4	3.2	3.4		
房地产开发投资	11.8	10.9	10.6	9.7		
社消零售总额 (当月/季)	8.3	8.5	7.6	7.4-7.7	7.9	
出口 (当月/季, 美元)	1.3	-1.0	3.3	3	2	-1.0
进口 (当月/季, 美元)	-4.6	-4.1	-5.3	-3.5	-5.9	-5.6
CPI (当月/季)	1.8	2.6	2.8	2.5	2.6	2.8
PPI (当月/季)	0.2	0.5	-0.3	-0.8	-0.9	-0.8
工业企业利润 (累计)	-3.3	-2.4	-1.7	-2.0		
新增人民币贷款 (社融口径 万亿)			0.81	1.06	1.16	
社会融资规模	10.7	10.9	10.7	10.5		
M1	4.6	4.4	3.1	3.8		
M2	8.6	8.5	8.1	8.0	8.1	

资料来源：WIND，天风证券研究所

政策方面：8 月底以来的两次高级别会议明确释放了逆周期政策再加码的信号：8 月 31 日金稳会第七次会议指出“加大宏观经济政策的逆周期调节力度”；9 月 4 日国常会指出“把做好‘六稳’工作放在更加突出位置；及时运用普遍降准和定向降准等政策工具；加快发行使用地方政府专项债券”；9 月 6 日，央行宣布 16 日“全面降准+定向降准”。

逆周期政策的再加码，一方面对应了 7 月工业、消费、社融等经济金融数据再下台阶，另一方面对房地产政策全面收紧和关税再升级后的经济下行压力和就业压力形成对冲，时点选择也与国庆临近有关。

经济方面：预计 8 月经济数据整体小幅回落：新增贷款环比走平，新增社融环比上升，但增速小幅回落；工业增加值增速回升至 6-7 月均值水平；固投增速继续在 5-7 月的区间震荡，房地产投资顶部小幅回落，基建和制造业投资底部小幅回升；CPI 同比维持 7 月阶段性高点，9-10 月可能整体回落（9 月 10 日公布 CPI：2.8%）；PPI 通缩进一步加剧，可能持续回落至 10-11 月（9 月 10 日公布 PPI：-0.8%）。

市场方面：逆周期政策再加码的预期兑现后，短期市场风险偏好继续提升，“N 字形第三笔”的趋势增强。自 8 月 8 日我们明确指出“本轮下跌可能是最后的调整，对系统性反转要有心理准备”以来，上证指数涨幅 9.3%，深证成指涨幅 13.5%，创业板指涨幅 15.5%（详见《该如何看待“避险”与“减值”——天风总量团队联席解读》）。

9 月宏观层面需要关注逆周期政策的实际落地情况：第一，市场对“连续降准”和“9 月 17 日 MLF 降息”的期待较高，货币再宽松的预期可能被过度修正。我们预计全面降准超预期后，进一步 MLF 降息的概率降低。从 9 月 9 日央行以 7 天逆回购缩量缩期限置换 MLF 的操作来看，9 月 17 日到期的 MLF 可能也以类似方式部分置换，并在后续逐渐到期回笼。**降准实际释放的资金规模可能低于预期。第二，9 月是观察专项债相关政策是否会在年内兑现的关键时间节点。**10 月以后，基建开工和工业生产将开始季节性回落（北方入冬、生产淡季、春节），因此专项债如能年内增发，9 月是今年最重要的时间窗口。

目前看，受根据《预算法》约束，国务院提前下达的 2020 年新增专项债额度可能不会在今年 4 季度发行（新一年专项债额度的使用/提前使用需要地方编制新一年/修改当年财政预算，并报地方人大批准，4 季度再修改 2019 年预算或者提前 1 个季度编制 2020 年预算并提前执行的概率都不大）。因此，地方能否可以通过项目收益专项债的形式动用往年结余额度（1.2 万亿）成为关键。由于结余中接近 60%来自北京、上海、广东、江苏、浙江

等五个省市，其余发债诉求相对较强的地区仅剩余 5373 亿，预计总体发行量不会太大。

具体来看 9 月中旬即将公布的 8 月数据：

(1) 金融数据方面：8 月下旬，房企融资政策收紧进一步升级，监管指导部分银行将开发贷规模压缩至 1 季度末水平，房企和居民端融资需求整体被抑制；另一方面，实体企业增量融资需求不足，叠加金融供给侧改革下中小行缩表，**预计 8 月社融口径新增信贷 1.06 万亿 (WIND 一致预期 1.16 万亿)，对应信贷增速回落至 12.4% (前值 12.7%)**。表外方面，继房地产违规业务被禁后，信托通道业务也受到强监管，叠加本月信托项目到期量放大，预计单月负增 1000 亿左右，表外合计萎缩 1900 亿。非金融企业债券净融资 3300 亿、地方专项债净融资 3200 亿。**总的来看，预计 8 月新增社融 1.6 万亿，对应社融规模增速回落至 10.5% (前值 10.7%)，后续社融走势仍将取决于逆周期政策对冲的力度和方式。**

(2) 工业生产端：8 月六大发电集团发电耗煤增速持续反弹至 -3.6%，同比增速为今年 3 月以来最高，但一定程度上与南方持续高温有关。中国气象台 8 月 11 日-26 日连续 16 天发布高温黄色预警，为近 6 年 8 月最多。同时本月发电耗煤基数偏低，因此 8 月耗煤增速的快速反弹对工业生产回暖的指示性偏高。参考 8 月 PMI 生产指数小幅回落、高炉开工率同比和环比均回升，**预计工业增加值增速 5.5% (前值 4.8%)，介于 6 月和 7 月之间。**

(3) 工业需求端：钢材品种间需求分化。今年上半年，受房地产施工强度提升、基建增速反弹、汽车等下游制造业需求偏弱等影响，螺纹钢供需两端始终强于热轧板卷。8 月以来，局面有所逆转：螺纹钢产量大幅回落，但库存仅小幅去化，指示建筑业需求趋弱；热轧板卷产量明显回升，同时库存明显去化，指示下游制造业需求可能有一定好转。结合前瞻指标“5000 户工业企业景气度扩散指数”，**预计 8 月制造业投资增速小幅回升至 3.5% (前值 3.3%)**。

(4) 基建地产投资：6-7 月集中发行的专项债有望从 8 月起陆续安排到具体项目，提振基建增速。8 月挖掘机国内销量同比增长 14.5%，增速连续反弹 3 个月，**预计基建投资增速回升至 3.5% (全口径，前值 3.2%)**。房企融资政策全面收紧，可能重回高周转模式，施工强度难以进一步提升，结合螺纹需求趋弱，预计建安投资增速平稳回落；叠加土地购置费回落加速，**预计房地产开发投资增速 9.7% (前值 10.6%)**。

(5) 房地产市场方面：房地产政策全面收紧，30 大中城市商品房成交面积同比增速下滑至负增长 9.4%，为今年 1 月后首次，各线城市均有不同程度回落，其中三线负增长幅度最大。考虑到重启高周转的房企将重新加大期房的推盘力度，**预计 1-8 月商品房销售面积增速小幅回落至 -1.5% (前值 -1.3%)**。土地市场加速冷却，成交土地总价、楼面均价同比大幅回落，为 3 月以来新低，土地溢价率已经回归去年 4 季度水平。

(6) 消费方面：8 月乘联会口径乘用车零售增速 -9.9%，略低于 7 月，预计仍然受到 6 月销售透支的影响，但增速下滑幅度已较上半年明显收窄。国际油价同比降幅走扩 (-14.4% → -19.3%)，拖累石油及制品类消费。**预计 8 月社零增速 7.4%-7.7% (前值 7.6%)，难有实质性反弹。**

(7) 通胀方面：8 月 PPI 同比 -0.8% (前值 -0.3%)，与预期相同 (-0.8%)。8 月主要工业部门产品价格同比整体下跌。南华金属指数同比小幅下跌，CRB 金属现货指数同比小幅回升，煤炭价格同比小幅下跌，国际油价微幅回升但同比下跌，化工产品价格低位企稳但同比继续下跌，水泥和混凝土价格同比微幅下跌。

8 月 CPI 同比 2.8% (前值 2.8%)，高于预期 (2.5%)。主要类别食品价格涨跌不一，禽畜类食品明显涨价：近期生猪存栏、出栏均加速回落，猪肉价格持续快速上涨，8 月价格同比涨幅达到 50%，牛羊肉价格也跟随上涨，CPI 畜肉项超预期上涨，是 8 月 CPI 超预期的主要原因；中秋节临近，鸡蛋价格持续上涨，但在高基数抑制下，价格同比显著回落。**农作物类食品价格整体回落：**鲜菜价格小幅震荡走高，但价格同比受高基数影响大幅回落；鲜果价格持续回落，农业部 7 种重点监测水果价格已较 6 月高点下跌价格 32%，同比回落至今年 4-5 月水平。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪		

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_10207



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn