

11 月：经济阶段性企稳概率升高

证券研究报告
2019 年 11 月 08 日

作者

10 月，预计工业增加值较 9 月回落，但强于 7-8 月；投资走平、消费改善、进出口小幅下滑；商品房销售面积单月同比回落但累计增速有望年内首次转正；CPI 进一步攀升，PPI 通缩加剧但进入阶段性底部；金融数据表现一般，社融增速持平或微升。

总的来看，经济数据在 7、8 月连续下台阶后，9 月迎来明显改善，虽然有一定季末效应，但已经形成基本面阶段性企稳的左侧。从今年的规律来看，10 月数据面临季初回调压力，但目前预计表现仍好于 7-8 月，经济阶段性企稳的概率进一步提高。

政策方面，货币政策既不会因为 CPI 的结构性通胀而收紧，短期也难以释放明确的再宽松信号。近期 MLF 利率下调 5BP 与货币宽松关系不大，更多意在双向预期管理：一方面，缓解市场因为 10 月第 4 周 TMLF 缺席而产生的货币收紧疑虑；另一方面，MLF 微降 5BP 不会产生过强的宽松信号，兼顾了通胀预期管理。预计今年末到明年初大幅降准和连续降息的可能性较低，市场流动性水平相对平稳。

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：逆周期政策力度不及预期；海外经济超预期下滑



表 1：9 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019. Q1	2019. Q2	2019. Q3	2019. 9	2019. 10(E)	WIND 一致预期
工业增加值 (当月/季)	6.5	5.6	5.0	5.8	5.2	5.3
固定资产投资 (累计)	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4	5.4
制造业投资	4.6	3	2.5	2.5	2.7	
基建投资 (全口径)	3.8	3.4	3.8	3.8	3.8	
房地产开发投资	11.8	10.9	10.5	10.5	10.0	
社消零售总额 (当月/季)	8.3	8.5	7.6	7.8	8.1	8.0
出口 (当月/季, 美元)	1.3	-1	-0.4	-3.2	-2.5	-2.9
进口 (当月/季, 美元)	-4.6	-4.1	-6.5	-8.5	-8.5	-8.2
CPI (当月/季)	1.8	2.6	2.9	3.0	3.6	3.4
PPI (当月/季)	0.2	0.5	-0.8	-1.2	-1.7	-1.6
工业企业利润 (累计)	-3.3	-2.4	-2.1	-2.1	-2.2	
新增人民币贷款 (社融口径 万亿)					6500-7000	8050
社会融资规模存量同比	10.7	11	10.8	10.8	10.8-10.9	
M1	4.6	4.4	3.4	3.4	3.9	
M2	8.6	8.5	8.4	8.4	8.3-8.4	8.4

资料来源：WIND，天风证券研究所

10 月，预计工业增加值较 9 月回落，但强于 7-8 月；投资走平、消费改善、进出口小幅下滑；商品房销售面积单月同比回落但累计增速有望年内首次转正；CPI 进一步攀升，PPI 通缩加剧但进入阶段性底部；金融数据表现一般，社融增速持平或微升。

总的来看，经济数据在 7、8 月连续下台阶后，9 月迎来明显改善，虽然有一定季末效应，但已经形成基本面阶段性企稳的左侧。从今年的规律来看，10 月数据面临季初回调压力，但目前预计表现仍好于 7-8 月，经济阶段性企稳的概率进一步提高。

政策方面，货币政策既不会因为 CPI 的结构性通胀而收紧，短期也难以释放明确的再宽松信号。近期 MLF 利率下调 5BP 与货币宽松关系不大，更多意在双向预期管理：一方面，缓解市场因为 10 月第 4 周 TMLF 缺席而产生的货币收紧疑虑；另一方面，MLF 微降 5BP 不会产生过强的宽松信号，兼顾了通胀预期管理。预计今年末到明年初大幅降准和连续降息的可能性较低，市场流动性水平相对平稳。

具体来看 10 月数据：

1. 金融数据方面：

表内方面，受季初效应和 10 月节假日较多影响，本月新增信贷（社融口径）规模环比 9 月将有明显回落，预计 6500-7000 亿左右，略低于去年同期。具体来看，9-10 月商品房销售增速较高，预计居民中长期贷款增量仍在接近 4000 亿的高位；10 月为旅游消费旺季，居民短期贷款增量也料将不差。相比之下预计企业贷款情况一般，短期限类贷款（短期贷款+票据）可能负增长，中长期贷款随基建投资增速回升表现尚可。总的来看，10 月信贷存量增速料将回落，但因历年增量绝对规模较小，对社融存量增速的拖累有限。

表外方面，本月信托计划到期较少、发行规模尚可，预计新增信托贷款降幅环比收窄，叠加委托贷款和未贴现票据保持负增长，预计表外净融资合计约 -1500 亿。此外，非金融企业债券融资+2500 亿，地方专项债净融资约为 0（没有新增发行同时少量到期），预计 10 月新增社融 8000-8500 亿，对应存量社融增速 10.8%-10.9%（前值 10.8%），持平或略高于 9 月增速。

2. 工业生产端：

10 月发电耗煤增速同比升至 19.3%，是 2018 年 1 月以来的最高增速，但 10 月 PMI 生产指

数由9月的52.3降至50.8，降幅较去年同期扩大0.5，前瞻指标间存在矛盾。从数据性质看，发电耗煤是客观事实数据，但发电并非都用于工业生产，且样本来自沿海电厂，近期水电占比也有一定下滑，本月发电耗煤增速可能会高估生产强度；PMI生产指数直接反应企业生产情况，但属于基于主观判断的抽样调查数据，本月也与显著回升的财新PMI背离，本月中采PMI可能会低估生产强度。今年工业增加值与发电耗煤走势仅在8月背离，与PMI生产指数在6、7月背离，因此将二者中和参考：工业增加值增速既不会较9月进一步回升（5.8%），也难以回落至8月低点（4.4%），预计在5.2%左右。

3. 工业需求端：

受长假和环保限产的部分影响，钢材生产活动趋弱，10月全国高炉开工率64.1%，低于9月和去年同期水平。钢材需求也回落，螺纹钢消耗量同比回落至年内低点，可能伴随地产新开工增速进一步回落；热轧板卷消耗量尚可，10月以来库存加速去化，中下游制造业需求尚可。3季度5000户工业企业景气度扩散指数（资金周转情况）与2季度持平，预计10月制造业投资增速2.7%左右（前值2.5%），目前制造业投资已经进入底部震荡阶段，进一步下行的空间十分有限。

4. 基建地产投资：

10月没有新增专项债发行，今年8-10月专项债净融资额已大幅低于去年同期；但另一方面，8-10月城投债净融资、政金债净融资以及财政支出情况略好于去年同期，9-10月央行重启PSL净投放，信贷和信托等资金也向基建类项目倾斜，总的来看，近期基建资金来源情况尚可，参考近月国内挖掘机销量增速平稳，预计全口径基建投资增速保持在3.8%（前值3.8%）。房地产施工强度目前仍在高位，但估计已经接近顶点；土地市场继续冷却，土地购置费增速仍在下行趋势中，预计10月房地产开发投资增速降至10.0%（前值10.5%）。预计10月固投增速保持在5.4%（前值5.4%）。

5. 房地产市场方面：

10月，30大中城市商品房成交面积同比增长4.4%，增速较9月回落，但高于7-8月，其中一线明显改善，二三线回落较多。房企高周转已经重启，推盘力度加大后销售暂有改善，目前来看金九银十成色尚可，但持续性有待观察。预计10月商品房销售面积累计同比增长0-0.1%（前值-0.1%），有望年内首次转正。

6. 消费方面：

10月乘联会乘用车零售销量增速-3%，较9月增速-6.5%进一步反弹，汽车消费有望延续改善。考虑到地产竣工加速带动地产后周期家电、家具、建筑装潢等可选消费，CPI攀升抬高食品类必需消费，叠加国庆长假带动旅游餐饮消费，预计10月社零增速较9月小幅回升至8.1%（前值7.8%）。

7. 进出口方面：

10月出口集装箱运价指数有所回落，PMI新出口订单指数也回落，出口景气度仍在回落区间，叠加工业产成品价格通缩幅度加深、本月基数较高、汇率贬值效果显现，预计10月出口增速（美元计价）-2.5%（前值-3.2%）。

10月进口干散货运价指数有所回落，PMI进口指数也回落，叠加高基数，预计10月进口增速（美元计价）-8.5%（前值-8.5%）。

8. 通胀方面：

PPI方面，工业原材料价格涨跌不一。从环比看，钢材、煤炭、化工产品价格下跌，原油、水泥价格上涨，有色价格分化。从同比看，高基数抑制下多数工业品价格下跌。总的来看，预计10月PPI环比上月持平或小幅下跌，同比回落至-1.7%（前值-1.2%），已经进入本轮下行的阶段性底部。

CPI方面，畜禽类食品价格加速上涨，月底农业部猪肉平均批发价突破52元/公斤，较9月底上涨15元，10月全月环比上涨30%，同比涨幅高达137%。牛羊肉价格涨幅稍缓，环

比上涨 2%/1%，同比上涨 17%/19%。鸡蛋价格 10 月均价环比下跌，但月内节奏是持续上涨，低基数下同比达到 24%。鲜菜价格 10 月均价仍是同环比下跌，但下旬以来连续上涨。仅有鲜果价格同、环比继续保持下跌趋势。预计 10 月食品 CPI 同比攀升至 15%左右，非食品 CPI 小幅回落，CPI 同比 3.6%（前值 3.0%），后续几个月升势不改。

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_9167

