

宏观研究/数据预测月报

2019年11月02日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 三季度经济增速大概率小幅回落》
2019.09
- 2 《宏观: 预计 CPI 当月同比小幅回落》
2019.09
- 3 《宏观: 国内长端无风险利率仍有下行空间》
2019.08

CPI 同比可能继续上行

10 月经济数据预测

类滞胀压力加大, 经济政策短期重点仍为稳增长

Q3 GDP 增速下行至+6.0%, 较二季度下行 0.2 个百分点。我们认为企业盈利端虽在修复过程中, 但库存周期暂未切换到补库阶段, 工业生产端的价格和盈利拐点可能在今年末至 2020 年一季度。无风险利率目前走势受通胀预期影响较大, 四季度 CPI 可能上行到+3.5%, 未来“猪油共振”仍是我国 CPI 超预期上行的核心风险因素。经济类滞胀压力加大, 我们判断政策短期重点仍为稳增长, 积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率, 今年年末的一轮经济普查也有望小幅追溯上修今年 GDP 增速。

预计 10 月工业增加值当月同比 5.5%、1-10 月固定资产投资累计同比 5.5%

当前经济政策基调注重稳增长, 尽管我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度, 但部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度, 预计 Q4 工业生产较三季度反弹, 10 月工业增加值当月同比+5.5%。预计 1-10 月整体固定资产投资累计同比+5.5%; 1-10 月制造业投资累计同比+2.5%, 仍受中长期需求侧悲观预期影响; 基建投资累计同比+5%, 稳中有升; 地产投资累计同比+10.3%, 较前值小幅回落。

预计 10 月 CPI 同比+3.4%, PPI 同比-1.8%

我们预计 10 月 CPI 环比+0.6%, 同比+3.4%。我们认为今年四季度猪价环比仍有上涨可能, 价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。在经济类滞胀压力加大的情况下, 稳增长可能是国家首要确保的经济工作目标, 2020 年政府工作报告存在较大概率将 CPI 目标值上调至 3.5%, 同时应继续发力保障重要农产品合理充裕供给。预计 10 月 PPI 环比零增长, 同比增速-1.8%。10 月份原油、黑色、有色、煤炭、化工各行业价格普遍转为环比下跌, 目前原油的供需基本面大体均衡, 我们中性预计今年 PPI 中枢在-0.5%~0 之间。今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点, 明年一季度 PPI 有望由负转正。

预计 10 月社会消费品零售总额同比增速+8.3%

我们认为整体消费仍有韧性, 三季度居民收入增速继续高于实际 GDP 走势。消费表现继续分化, 汽车消费仍在磨底过程, 预计 2019 年四季度仍旧保持低迷, 2020 年汽车消费增速有望适当修复。我们预计在节假日正向影响、消费购物节、消费刺激政策等因素支撑下, 居民消费意愿提升, 2019 年前三季度人均消费支出同比增速 8.3%, 较上半年回升 3.1PCT, 非汽车部分仍有消费韧性, 对整体消费仍有支撑作用。此外, 近期 CPI 逐步走高, 并有望在高位维持一定时间, 我们认为价格适当上行对名义消费也有正向影响。

人民币计价, 预计 10 月出口同比 5.4%, 进口同比 5.0%

10 月中美经贸高级别磋商顺利达成了实质性的第一阶段协议, 我们认为 10 月份出口增速可能有所回升。随着二季度经济数据的走差, 为了稳定经济增速, 政策可能转向逆周期调控, 预计内需拉动进口的力量可能有所增强, 因此我们判断 10 月进口增速会有所回升。

预计 10 月信贷新增 8000 亿, 社融新增 1.1 万亿, M2 同比+8.4%

监管仍然严控地产企业信贷及居民短期消费贷款违规流入地产领域, 但央行加强对制造业中长期贷款和民营小微企业信贷的引导, 过去几个月企业信贷有所企稳。预计货币政策维持稳健略宽松, 主要通过扩信用的方式, 着重投向“好”项目及类地产, 但今年四季度信贷供需结构改善空间有限, 扩信用效果将在明年一季度集中体现。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价、油价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

类滞胀压力增大，稳增长仍是最重要经济工作

Q3 GDP 增速下行至+6.0%，较二季度下行 0.2 个百分点，前三季度累计同比+6.2%。整体来看，今年经济结构中基建投资弱于预期，可能受地方政府主动加杠杆意愿不足、基建资金来源受限影响；制造业投资弱于预期，主要受贸易摩擦扰动预期、企业对需求侧长期展望偏悲观、中小企业融资情况未见根本性好转等因素影响。经济结构中偏积极的因素包括：地产投资好于预期，本轮地产周期在因城施策调控下，数据的跨年波动性有所下降，投资表现韧性较强；经济结构转型仍在稳健推进，高技术制造业生产和投资均好于预期；消费数据仍有一定韧性，汇率贬值也在一定程度上对冲了贸易摩擦、加征关税对出口型企业的负面影响。

市场对库存周期的关注度正在提升，我们认为企业盈利端虽在修复过程中，但库存周期暂未切换到补库阶段。需求端，消费仍有一定韧性，但传统制造业——食品烟酒、纺织家具等行业投资增速下行压力仍然存在。在当前经济基本面仍面临下行压力的背景下，9月国常会部署加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，带动有效投资，尽快形成实物工作量；央行于9月16日全面降准，印证货币政策转向稳健略宽松。我们认为稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率。今年年末的一轮经济普查也有望小幅追溯上修今年 GDP 增速。

2020 年是全面建成小康社会决胜之年，我们认为稳住经济基本面仍是最重要的经济工作任务。明年一季度的政策刺激变量可能会较强，主要看好旧改、保障房建设等主题，拉动对应基建和地产领域投资，专项债新增额度可能超市场预期；货币政策端，明年年初社融可能超预期放量，明年3月份政府工作报告可能上修通胀目标值，随着通胀压力缓释，未来货币政策降息等价格工具也可能逐步动用。工业生产端，价格和盈利拐点可能在今年末至2020年一季度。

无风险利率目前走势受通胀预期影响较大，9月CPI已上行到+3%，猪肉环比和同比涨幅继续扩大，经济类滞胀的压力加大。未来“猪油共振”仍是我国CPI超预期上行的核心风险因素。

预计 10 月工业增加值当月同比+5.5%

9月份工业增加值当月同比+5.8%，重新回升到+5%以上。但三季度当季工业生产表现延续下行，2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%。当前经济政策基调注重稳增长，尽管我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度，但部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度，预计 Q4 工业生产较三季度反弹；预计 10 月工业增加值当月同比+5.5%。

今年四季度末或是 PPI 同比的阶段性低点，PPI 和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；库存周期一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段。

预计 1-10 月固定资产投资累计同比+5.5%

预计 1-10 月制造业投资累计同比+2.5%；基建投资（统计局口径）累计同比+5%，稳中有升；地产投资累计同比+10.3%，较前值小幅回落。预计 1-10 月整体固定资产投资累计同比+5.5%。

需求端未见明显复苏、中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续制约制造业企业资本开支。去年9-12月基数维持较高，对今年9-12月制造业投资数据产生压力。但制造业投资仍然存在一些积极的结构因素。一是高技术制造业投资增长较快。1-8月高技术制造业投资增速+12%，较1-7月继续加速，国家加大对科创行业融资的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。二是技术改造投资增长较快。1-8月制造业投资当中，技术改造投资增长9.5%，增速高于全部制造业投资6.9个百分点。三是从今年末到明年一季度，PPI触底回升、工业企业盈利修复的逻辑，有望带动传统制造业投资增速企稳。

今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-8月同比增速仍在零附近，地方政府基建资金来源仍然受限。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，我们认为政策对冲对于基建投资有一定正面意义，但年内短期呈现明显正面影响的可能性有限，更可能在明年一季度看到政策效果。预计年内基建投资继续体现结构分化，总体增速较难出现大幅上行。全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

房地产开发投资自4月的高点以来（1-4月累计同比11.9%），5-8月已经连续四个月增速回落，基本符合我们预期。目前来看，土地购置费计入的因素正在减弱，而在资金链压力下，未来建安投资增长的持续性仍然存疑。我们仍然维持房地产投资未来趋势平缓下行的判断。我们认为，7月底政治局会议提出绝不将房地产作为短期刺激经济的手段，未来房地产销售增速大幅反弹的可能性也较低。

预计10月社会消费品零售总额同比增速+8.3%

预计10月社会消费品零售总额名义同比增速8.3%，9月7.8%。整体消费走势方面，我们认为仍有韧性；2019年Q3居民收入增速为6.1%，高于同期实际GDP走势，居民收入的相对韧性有助于稳消费。消费结构分化，非汽车消费表现相对较好，汽车消费仍处于磨底状态，预计2019年汽车消费底部徘徊概率较大，2020年汽车消费增速有望适当回升，对整体消费的拖累作用将有所下降。居民消费意愿适当提升，2019年前三季度人均消费支出累计实际同比8.3%，较上半年回升3.1PCT，我们认为在节假日正向影响、促销购物节、消费刺激政策等政策影响下，预计四季度非汽车消费数据仍有积极表现。此外，近期CPI数据逐步增高，2019年9月已触及3%关键点位，预计2019年四季度至2020年前半年，CPI可能均处于3%上方的相对高位，我们认为，价格适当上行将对名义消费产生正面影响。

此前我们提示导致消费超预期下行的最大风险来自海外，当前中美贸易摩擦进入缓和阶段，对提升消费意愿短期有一定积极影响，但关税升级的实质性影响未来将逐步显现，或对居民消费有一定扰动。

预计10月CPI同比+3.4%，PPI同比-1.8%

我们预计10月CPI环比+0.6%，同比+3.4%。截至10月30日，农业部口径猪肉均价为52.0元/公斤，2019年10月均值同比上涨超过130%。农业部数据显示9月生猪存栏量较8月继续环比下行3%，我们认为养殖户补栏仍受到疫情和环保政策约束，猪肉供给缺口短期不易弥补。我们认为目前的生猪低存栏量、叠加年底为春节备货等因素，今年四季度猪价环比仍有上涨可能，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。

由于2018年10月~2019年2月的猪肉价格基数较低（今年猪价上涨是从春节后3月份开始启动），我们认为，至少在2020年二季度之前，猪肉CPI同比上涨压力可能持续较大，对期间CPI持续形成较强上行压力。之前三轮猪周期，猪价从同比触底到同比见顶一般需要一年半到两年时间。本轮猪周期叠加了养殖行业环保标准严格化、疫情扩散压制存栏等因素，导致存栏持续较低、补栏不易。同比角度而言，本轮猪周期是2018年二季度触底，印证猪肉CPI同比上行压力可能持续到明年二季度。

市场对通胀形势另一关注点，在于猪价上涨是否可能间接影响其他类别食品/商品价格。我们认为猪肉价格的持续上涨将对猪肉消费产生更明显的抑制，其他类别肉禽蛋类可能对猪肉消费产生一定替代效应，这可能使得涨价在各食品类别间出现一定的结构性扩散。不过目前看来，今年并未出现大范围极端天气，三季度以来，鲜菜鲜果同比涨幅均呈现回落，而牛、羊、水产品价格同比只呈现小幅上行，涨幅远低于猪肉，涨价压力暂未出现明显的扩散。

我们认为，在短期经济类滞胀压力加大的情况下，稳增长可能是国家首要确保的经济工作目标，可能适度提高通货膨胀的容忍度；2020年政府工作报告存在较大概率将CPI目标值上调至3.5%，同时应继续发力保障重要农产品合理充裕供给。

预计10月PPI环比零增长，同比增速-1.8%。10月份原油、黑色、有色、煤炭、化工各价格普遍转为环比下跌，目前原油的供需基本面大体均衡；从供给侧而言，各类大宗商品价格暂未体现明显正面逻辑，未来仍需关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年PPI中枢在-0.5%~0之间，但明年PPI翘尾因素可能较今年明显上行，同时经济下行可能倒逼基建等需求侧政策刺激较早投放，今年四季度可能是PPI的阶段性低点，明年一季度PPI有望由负转正。

预计10月全国调查失业率5.1%环比回落，就业形势总体稳定

预计10月全国调查失业率5.1%环比下行0.1个百分点，同比上行0.2个百分点，就业形势将维持稳健。与今年整体经济形势相一致，随着进出口、地产、工业增加值等数据回落，今年失业压力大于去年，失业率普遍高于去年同期0.2-0.5个百分点，预计年内仍将持续。今年年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，预计失业率5.5%左右仍将是重要的政策底线，后续相关政策将继续发力托底就业形势，但目前失业率距离5.5%目标值仍有空间，实现目标难度不大。

预计10月出口（人民币计价）同比增加5.4%，进口（人民币计价）同比增加5.0%，贸易顺差345亿美元

我们预计10月出口当月同比增速按照人民币计价为5.4%，按照美元计价为2.5%。目前全球经济形势走弱，各国纷纷出台宽松的货币政策刺激流动性，甚至采取“负利率”政策，以期促使未来经济回暖。10月中美经贸高级别磋商顺利达成了实质性的第一阶段协议，外需的回升可能促进我国出口的改善。因此，我们认为，10月份出口增速可能有所回升。但从需求端的数据来看，10月欧元区制造业PMI为45.7，日本PMI数据为48.5，均处于荣枯线以下，而且仍然在趋势性走低，且美国加征关税的实质影响已经出现，因此未来出口可能仍存在压力。

预计10月进口增速按照人民币计价增长5.0%，按照美元计价增长2.2%，预计10月份贸易顺差为345亿美元。在中美贸易摩擦趋于缓和的背景下，我们预计未来我国进口增速呈现出回暖态势。随着二季度经济数据的走差，市场对政策“再刺激”的预期升温，为了稳定经济增速，政策可能转向“逆周期调控”，预计内需拉动进口的力量可能有所增强，因此我们判断10月进口增速会有所回升。由于今年以来我国始终维持“衰退式顺差”，10月份在进、出口增速均有所回升的情况下，贸易顺差格局仍会延续，但未来若进口增速大于出口增速，则顺差额将会有所降低。

预计10月信贷新增8000亿，增速12.5%，社融新增1.1万亿，增速11%，M1+3.6%，M2+8.4%

去年10月社融及M1、M2增速基数走低，预计将对今年10月相关数据增速构成支撑。10月信贷绝对值面临季节性回落，监管仍然严控地产企业信贷及居民短期消费贷款违规

流入地产领域，但央行加强对制造业中长期贷款和民营小微企业信贷的引导，过去几个月企业信贷有所企稳，银行为满足监管要求仍有动力增加短期贷款及票据融资，整体看，我们预计10月新增信贷8000亿元，同比增速12.5%（与前值持平）。虽然10月地方政府专项债发行较少，但票据和企业债券或是社融亮点，去年10月社融增速10.3%，基数走低的情况下，预计10月社融新增1.1万亿，同比增速或达11%（较前值回升0.2个百分点）。预计货币政策维持稳健略宽松，主要通过扩信用的方式，着重投向“好”项目及类地产，但今年四季度信贷供需结构改善空间有限，扩信用效果将在明年一季度集中体现。

货币乘数仍将处于高位，我们预计10月M2增速与上月持平于8.4%，10月M1增速在去年基数走低的情况下有望回升0.2个百分点至3.6%，明年经济企稳及工业企业盈利改善概率大，预计将有助于M1增速继续回暖。

图表1：10月宏观经济数据预测

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019M9 预计	2019M9 实际	2019M10 预计
GDP							
（当季同比，%）	6.4	6.4	6.2	6	6.1	6	-
规模以上工业增加值							
（当期同比，%）	5.7	6.2	5.6	5	4.8	5.8	5.5
城镇固定资产投资							
（累计同比，%）	5.9	6.3	5.8	5.4	5.5	5.4	5.5
社会消费品零售总额							
（当月同比，%）	8.3	8.4	8.5	7.6	7.5	7.8	8.3
CPI							
（当期同比，%）	2.2	1.8	2.6	2.9	2.8	3	3.4
PPI							
（当期同比，%）	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.3	-1.2	-1.8
出口							
（当期同比，%）	8.5	6.6	5.7	3.8	3.2	-0.8	5.4
进口							
（当期同比，%）	9.1	0.5	2.3	-2.8	-0.4	-6.2	5
贸易差额							
（亿美元）	1320.5	763.3	1064	1189	370	396.48	345
M2							
（当期同比，%）	8	8.3	8.5	8.4	8.3	8.4	8.4
社会融资总额							
（当期，亿元）	38556	81975	50562	50081	15700	22725	11000
人民币贷款							
（当期新增，亿元）	28725	62893	37325	39556	14000	16900	8000
全国城镇调查失业率							
（期末，%）	4.9	5.3	5	5.2	5.2	5.2	5.1
一年期定期存款利率							

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_9266

