

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

相关研究报告：

1. 《首创证券宏观“茶”：4季度货币政策大概率保持定力》2019-10-30
2. 《首创证券宏观“茶”：财政收入增速创年内新高，财政支出力度加大》2019-10-28
3. 《首创证券宏观“茶”：工业增加值当月同比超预期反弹，固定资产投资增速整体承压》2019-10-22
4. 《首创证券宏观“茶”：4季度我国外汇储备破“3”概率较低》2019-10-14
5. 《首创证券9月PMI数据点评：制造业PMI可能没有想象中的那么乐观》2019-10-08
6. 《首创证券宏观“茶”：制造业工业企业利润总额累计同比降幅逐步收窄》2019-09-30
7. 《首创证券宏观“茶”：加大逆周期调节力度，促进实际利率水平明显降低》2019-09-29
8. 《首创证券宏观“茶”：四季度货币政策保持定力，LPR大概率小步慢降》2019-09-26
9. 《首创证券宏观“茶”：国有土地使用权出让收入累计同比韧性十足》2019-09-18
10. 《首创证券宏观“茶”：4.40%是否是本轮下行周期的底部？》2019-09-17
11. 《首创证券宏观“茶”：8月出口增速再次承压》2019-09-16
12. 《首创证券宏观“茶”：8月新增信贷与新增社融同比改善有限》2019-09-16
13. 《首创证券宏观“茶”：9月20日央行大概率下调LPR报价》2019-09-11
14. 《首创证券宏观“茶”：制造业PMI再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”》2019-09-05

主要观点：

- 9月制造业PMI录得49.8，较前值超预期上行0.3个百分点。但是我们认为制造业PMI可能没有想象中的那么乐观，“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持7月PMI数据点评中的观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低。这一研判的依据有以下3个层面：PMI数据自身并不乐观；全球经济增速放缓；国内经济下行压力加大。
- 9月工业增加值当月同比录得5.80%，较前值上行1.40个百分点。虽然工业增加值当月同比超预期反弹，但是9月固定资产投资增速整体承压，创2018年10月以来新低，整体继续处于历史底部区间，具体看：房地产投资持平于前值，继续保持两位数增长；基建投资增速有望小幅上行；制造业投资增速大概率继续承压。汽车类零售额当月同比降幅收窄是9月消费增速上行的主要贡献项，但是预计4季度消费增速缺乏大幅上行基础。
- 9月CPI同比录得3.0%，创2013年12月以来新高，猪肉机器替代品是9月CPI同比上行的主要贡献项，预计10月CPI同比大概率还将上行。9月PPI当月同比-1.2%，创2016年8月以来新低，预计10月PPI当月同比大概率还将下行。纵观整个价格体系，食品系价格增速全线上扬。目前CPI同比与PPI同比持续背离，但是央行货币政策的利率之锚应该是CPI同比，因此，4季度货币政策大概率继续保持定力。
- 9月财政收入增速创年内新高，与此同时，财政支出力度加大。主要税种当月同比悉数录得负增长，且大部分税种当月同比较前值下行。基建支出力度加大，尤其是城乡社区事务，其增速在各类财政支出中居于首位。国有土地使用权出让收入累计同比连续6个月稳步上行，预计2019年房地产投资增速下行空间有限。
- 9月外汇储备30,924.31亿美元，为近7个月新低。估值与汇兑效应双双利空9月外汇储备，而交易因素对9月外汇储备的影响基本稳定。总体上看，4季度我国外汇储备破“3”概率较低：美债收益率大幅上行空间不大；美元指数大幅上行概率较低；人民币汇率大幅贬值可能性不大，总体上双向波动。
- 8月工业企业利润总额累计同比录得-1.70%，继续保持个位数负增长，符合我们的预期。“量价齐跌”对工业企业利润增速形成较大压力。采矿业利润总额累计同比较前值下行，而制造业利润总额累计同比降幅逐步收窄。各企业类型利润总额累计同比绝大部分出现下行。私营工业企业资产负债率连续2个月环比下行。工业企业继续处于主动去库存阶段。预计9月工业企业利润总额累计同比大概率还将承压。

目录

1 固定资产投资增速整体承压，财政支出力度加大.....	4
1.1 制造业 PMI 可能没有想象中的那么乐观.....	4
1.2 工业增加值当月同比超预期反弹，固定资产投资增速整体承压.....	11
1.3 4 季度货币政策大概率保持定力.....	21
1.4 财政收入增速创年内新高，财政支出力度加大.....	27
1.5 4 季度我国外汇储备破“3”概率较低.....	33
1.6 制造业工业企业利润总额累计同比降幅逐步收窄.....	39
2 把好货币供给总闸门，落实落细减税降费政策.....	46
2.1 把好货币供给总闸门，疏通货币政策传导.....	46
2.2 保持物价基本稳定，保障基本民生.....	46
2.3 调整中央与地方收入划分.....	47
2.4 抓好发展第一要务，做好“六稳”工作.....	48
2.5 落实落细减税降费政策，加强财政预算管理.....	49

图表目录

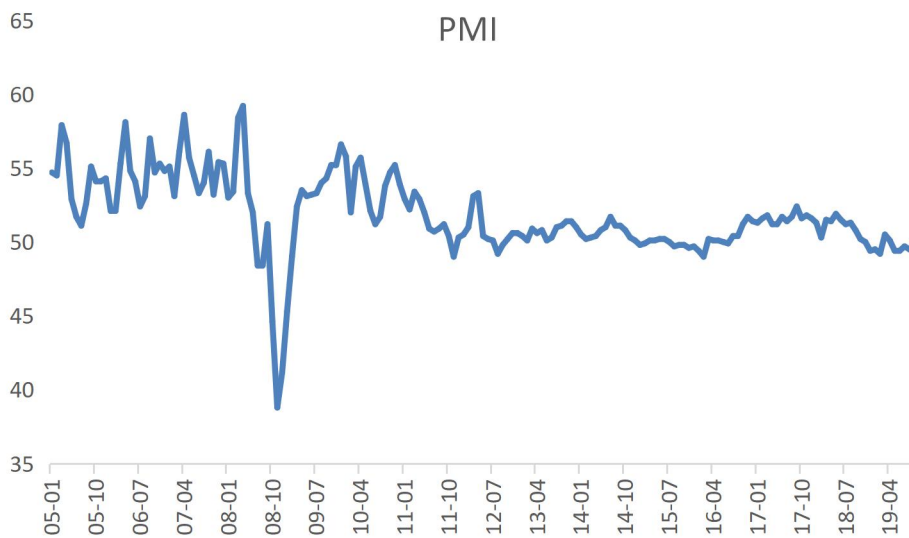
图 1：9 月制造业 PMI 录创近 5 个月新高，且逼近荣枯线（%）	4
图 2：五个主要分项环比悉数上行（%）	5
图 3：制造业 PMI 已经连续 5 个月位于荣枯线之下（%）	6
图 4：9 月制造业 PMI 并不乐观（%）	6
图 5：美国制造业 PMI 接连下滑，对中国以及德国制造业 PMI 形成压制（%）	7
图 6：美国制造业 PMI 的下行，进一步拉动美国非制造业 PMI 的下行（%）	8
图 7：民间制造业投资出现较大幅度的下滑（%）	9
图 8：新订单上行幅度小于新出口订单上行幅度（%；百分点）	10
图 9：工业企业依旧处于去库存阶段（%；%）	11
图 10：工业增加值当月同比超预期反弹（%）	11
图 11：农副食品加工业工业增加值当月同比首次跌至负值区间（%）	13
图 12：第一产业固定资产投资增速持续 6 个月运行在负值区间（%）	14
图 13：对房地产投资起到支撑作用的是建筑工程固定资产累计同比（%）	15
图 14：个人按揭贷款累计同比为 2017 年 5 月以来的新高（%）	16
图 15：9 月基础设施建设投资完成额累计同比为 2018 年 6 月以来新高（%）	17
图 16：民间资本投资信心不足,制造业投资形势十分严峻（%）	18
图 17：汽车类零售额当月同比降幅收窄是 9 月消费增速上行的主要贡献项（%；%）	19
图 18：城镇居民人均可支配收入实际累计同比创 2008 年 2 季度以来新低（%）	21
图 19：9 月 CPI 同比创 2013 年 12 月以来新高（%）	22
图 20：“猪肉系”持续发力支撑 CPI 同比（%）	22
图 21：短期之内，能繁母猪和生猪存栏断崖式下跌依旧不可避免（%）	23
图 22：生活资料 PPI 同比与生产资料 PPI 同比的走势出现背离（%）	24
图 23：在历次周期中，采掘工业 PPI 同比波动性最大（%）	25
图 24：食品系价格增速全线上扬（%）	26
图 25：9 月公共财政收入当月同比创年内新高（%）	28
图 26：9 月中央与地方齐发力，公共财政支出力度加大（%）	29
图 27：9 月主要税种当月同比悉数录得负增长（%）	31
图 28：基建支出力度加大，尤其是城乡社区事务（%）	32
图 29：国有土地使用权出让收入累计同比连续 6 个月稳步上行（%）	33
图 30：9 月外汇储备为近 7 个月新低（亿美元；亿 SDR）	34
图 31：9 月主要发达经济体 10 年期国债收益率出现一定幅度反弹（%）	35
图 32：美国 ISM 制造业 PMI 在未来大概率继续下行（%）	36
图 33：美元指数大幅上行概率较低，人民币汇率大幅贬值可能性不大	37
图 34：央行连续 10 个月累计增持黄金（万盎司）	38
图 35：“量价齐跌”对 8 月工业企业利润总额当月同比形成较大压力（%）	39
图 36：8 月采矿业利润总额累计同比较前值下行（%）	40
图 37：制造业内部主导行业利润总额累计同比较前值上行（%）	41
图 38：各企业类型利润总额累计同比绝大部分出现下行（%）	42
图 39：工业企业资产负债率在 56.8%与 57.0%之间徘徊（%）	43
图 40：股份制工业企业与私营工业企业资产负债率连续 2 个月环比下行（%）	44
图 41：工业企业产成品存货累计同比处于下行通道之中（%）	45

1 固定资产投资增速整体承压，财政支出力度加大

1.1 制造业PMI可能没有想象中的那么乐观

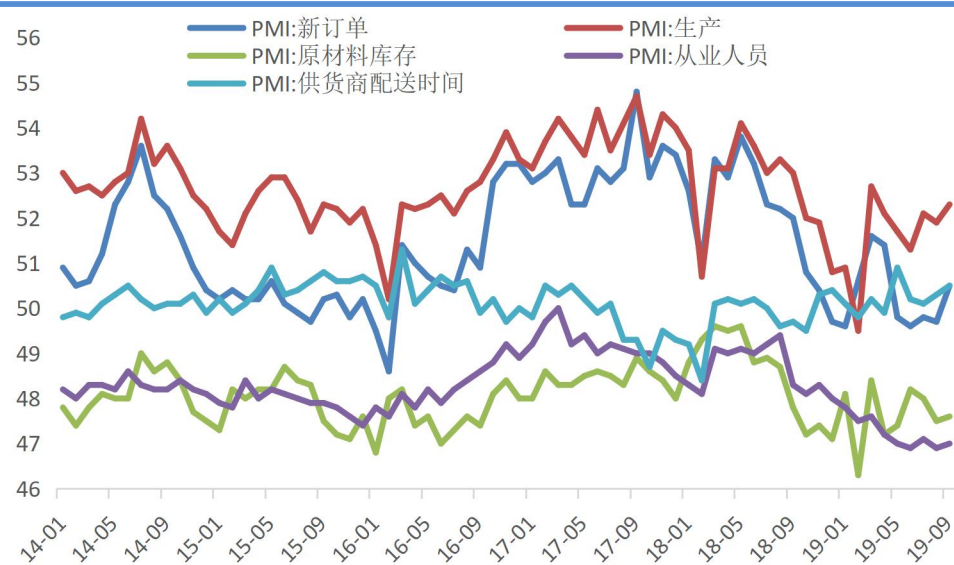
9月制造业PMI录得49.8，超出市场预期0.3个百分点，较前值上行0.3个百分点。具体看，9月制造业PMI数据“亮点”颇多：从总体数据来看，9月制造业PMI录创近5个月新高，且逼近荣枯线，对市场信心起到一定提振作用；从各个分项来看，五个主要分项环比悉数上行，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别为50.50、52.30、47.00、50.50、47.60，分别较前值上行0.80、0.40、0.10、0.20、0.10个百分点；从重点分项看，作为“先行指标”的“先行指标”，新订单指数录得50.5，较前值上行0.8个百分点，重返荣枯线之上，这一点是市场乐观情绪的最主要支撑，而生产指数录得52.3，较前值上行0.4个百分点，创近6个月新高，如果剔除掉2019年3月的52.7，则为2018年10月以来新高；从进出口分项看，新出口订单与进口指数分别为48.2、47.1，分别较前值上行1.0、0.4个百分点，其中，新出口订单录得近5个月新高；从价格指标看，主要原材料购进价格指数为52.20，较前值上行3.60个百分点，重返荣枯线之上，而出厂价格指数49.90，较前值上行3.20个百分点。

图 1：9月制造业 PMI 录创近 5 个月新高，且逼近荣枯线（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：五个主要分项环比悉数上行（%）



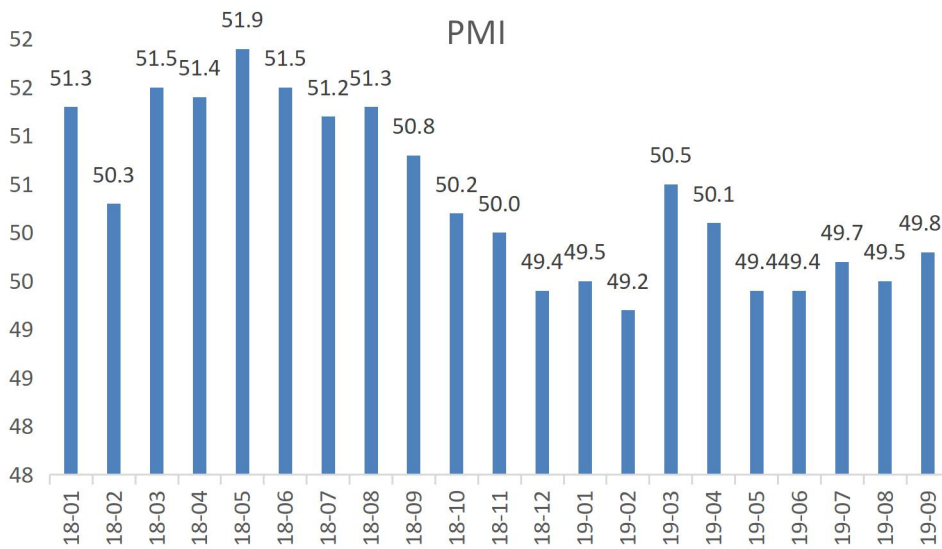
资料来源：wind，首创证券研发部

制造业PMI是宏观经济的“领先指标”。9月制造业PMI较前值上行，究竟是“反弹”还是“反转”意义重大，将影响到金融市场投资的宏观逻辑，因此有必要进一步研判其走势。我们的观点是，制造业PMI可能没有想象中的那么乐观，“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持7月PMI数据点评中的观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低。这一研判的依据有以下3个层面。

第一个层面：PMI数据自身并不乐观

1、9月制造业PMI录得49.8，单就具体数值而言依旧位于荣枯线之下，预示目前我国制造业尚处于收缩状态，较8月环比上行仅仅表明制造业收缩程度放缓，并不意味着制造业进入扩张区间。此外，截至9月，制造业PMI已经连续5个月位于荣枯线之下，表明制造业进入收缩状态已经得到反复确认。

图 3：制造业 PMI 已经连续 5 个月位于荣枯线之下（%）

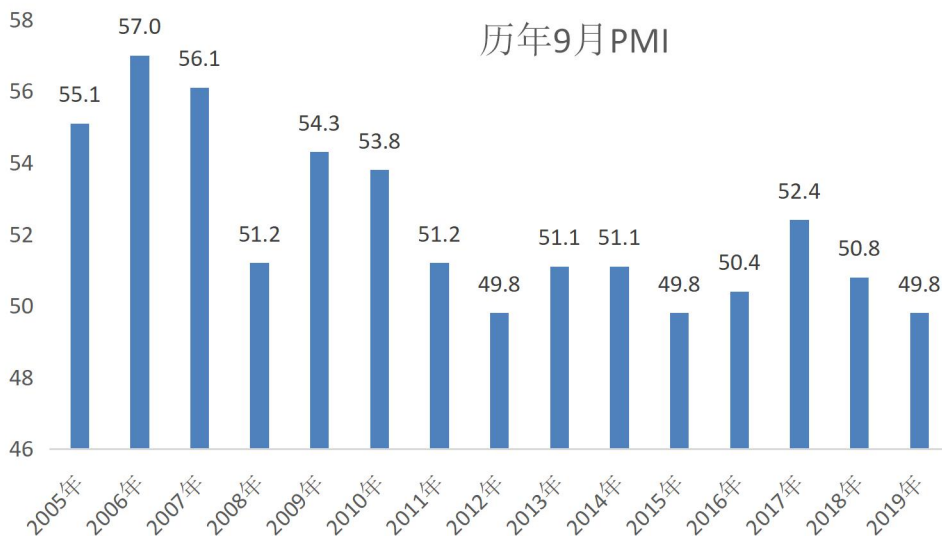


资料来源：wind，首创证券研发部

2、从环比的角度看，2005年至2019年的15年中，9月PMI较8月环比上行的有12年，持平的有2年，下行的只有1年，表明9月较8月环比上行是一个普遍现象，具有较强的季节性。进一步看，过往15年9月PMI环比上行的均值是1.02个百分点，而2019年9月环比仅上行0.30个百分点，弱于季节性。

3、从同比的角度看，9月制造业PMI低于2018年同期1.0个百分点。进一步看，在过往15年里的9月PMI中，2019年与2012年、2015年并列倒数第1，与历年同期相比处于低位，因此，从同比的角度看，9月制造业PMI并不乐观，反而是悲观成分占比较大。

图 4：9月制造业 PMI 并不乐观（%）

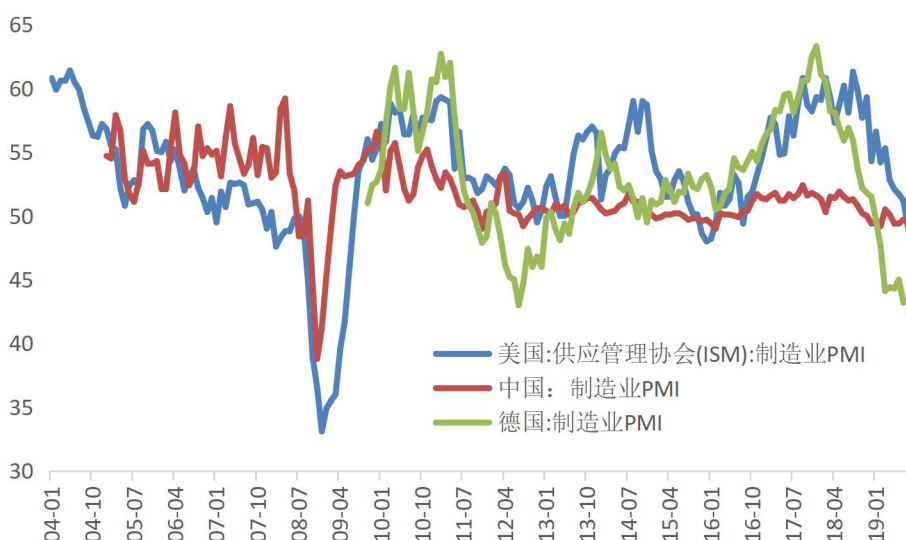


资料来源：wind，首创证券研发部

第二个层面：全球经济增速放缓

1、在全球经济一体化的背景下，全球制造业PMI具有较强的联动性，尤其是主要经济之间。8月美国ISM制造业PMI录得49.1，时隔36个月再次跌破荣枯线，9月再次下行1.30个百分点至47.80，且创2009年7月以来新低，被市场称为“黑天鹅”。根据历史经验，作为核心消费国，美国制造业PMI接连下滑，将在很大程度上对出口导向的中国以及德国的制造业PMI形成压制。

图 5：美国制造业 PMI 接连下滑，对中国以及德国制造业 PMI 形成压制（%）

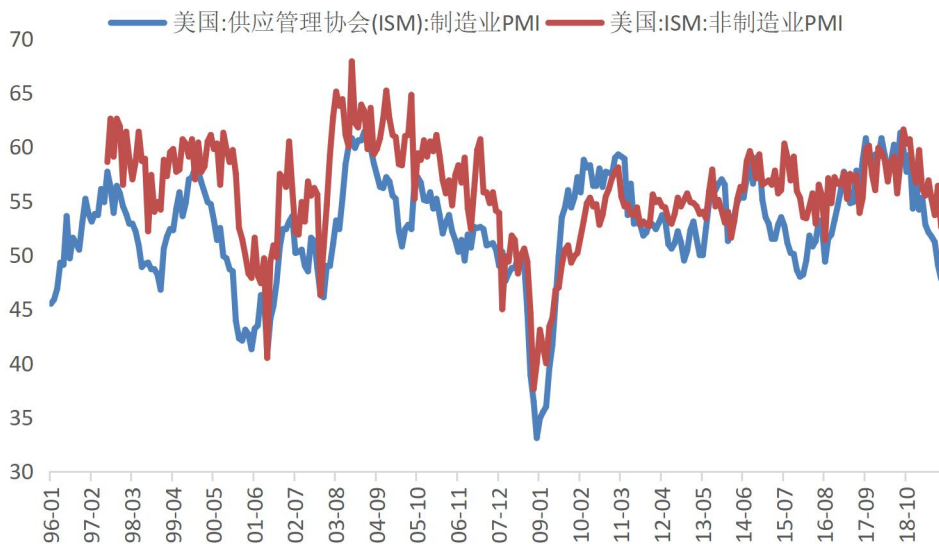


资料来源：wind，首创证券研发部

2、全球贸易摩擦短期之内获得实质性解决的概率较低，不排除“愈演愈烈”的可能。首先，国庆期间香港特区再次发生众所周知的事件，表明美国大有寻求在贸易摩擦之外寻找新的施压途径的动机，反过来说明在中美贸易摩擦这个问题上，美国不大可能让步；其次，10月2日，世界贸易组织裁决美国有权每年对约75亿美元欧盟输美商品和服务采取加征关税等措施，美国立即表示计划对一系列欧盟输美产品加征关税，而欧盟则迅速表示对美国采取报复措施；再次，9月17日，韩国贸易、工业与能源部声明称，正式公布实施《战略货品进出口告示修订案》，将日本移出出口白名单，此前韩国就日本限贸向WTO申诉，而日本首相安倍晋三则称，针对韩国的贸易措施没有违反世贸组织规定，日韩贸易摩擦大概率继续升级。

3、新出口订单是9月新订单重返荣枯线之上的重要支撑项，但是预计年内新出口订单持续改善的概率较低：一是9月美国、欧元区、日本三个主要经济体的制造业PMI均在荣枯线之下继续下探；二是根据历史经验，美国制造业PMI的下行，进一步拉动美国非制造业PMI的下行。这将对我国的出口需求，进而对新出口订单形成较强压制，进而使得新订单的上行不具备可持续性。

图 6：美国制造业 PMI 的下行，进一步拉动美国非制造业 PMI 的下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

第三个层面：国内经济下行压力加大

1、在对经济走势的研判上看，与2季度例会相比，9月25日央行货币政策委员会3季度例会对宏观经济的看法趋于谨慎：一是将“当前我国经济呈现健康发展”，替换为“当前我国主要宏观经济指标保持在合理区间”；二是将“增长动力加快转换”替换为“增长动力持续转换”。3季度例会明确提出“经济下行压力加大”。此外，3季度例会指出“保持物价水平总体稳定”，这是自2014年4季度以来，央行货币政策委员会首次提出物价问题。对

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_9286

