

工业去库存可能接近底部

报告摘要

● 9月工业企业利润同比降至-5.3%，较上月下滑3.3个百分点。其中，钢铁行业利润快速下滑是个主要拖累，电子和汽车利润增长显著修复，非金属和医药起到积极作用。1-9月高技术制造业和战略性新兴产业利润同比分别增长6.3%、4.6%，增速比1-8月分别加快3.5、1.6个百分点。总体来看，多数行业利润增速处于下降过程中，资本市场仍以把握结构性机会为主。

● 工业企业持续去库存，但去库存进程可能接近底部。近期市场对工业是否能够开启“补库存”存在分歧，我们认为，1) 当前产成品库存增速已接近历史低点；2) 工业产成品库存增速对其终端需求“房地产+基建+出口”具有约8个月的滞后关系，而三者的加权平均增速在2018年9月企稳，尽管其后续演变存在不确定性，但也意味着产成品库存增速的下挫将进入一个缓和阶段。工业资产负债率向上波动，制造业投资有望年末小幅回升。9月工业总资产增速反弹0.2个百分点至6%，考虑到其对制造业投资有4个月左右的统计意义上的领先性，制造业投资有望在年底看到阶段性底部。

● 本周工业生产的高频数据延续良好表现。近期工业品期货价格表现弱勢，体现市场预期不彰。尤其钢铁行业呈现主动去库存，反映市场预期偏向悲观。不过，这也蕴藏着四季度经济下行放缓，钢价走出预期差的可能性。9月70城房价数据表现平稳，三线城市仍为环比涨幅最大，三线楼市的韧性是今年房地产投资韧性的重要来源。融360数据显示，10月全国房贷利率延续了前四个月的上涨形势，但涨幅有所放缓。

● 本周农产品批发价格指数继续快速攀升，预示10月CPI同比将进一步上行。22省市平均猪价已涨至56.02元/公斤，涨势凶猛；而鸡蛋价格也出现了快速上涨，蔬菜价格亦有所上行。10月以来，国内三大油脂期货和大蒜价格也强势崛起，体现食品类的通胀预期有所抬升。本周农业部再度表示，年底前生猪产能有望探底回升。按照大型养殖集团养殖周期180天来算，猪肉供应底部可能在明年四、五月份，届时可能才会看到猪肉价格的顶部。

● 本周央行公开市场净投放创逾九个月高点，主要为应对税期高峰。资金面继月初收紧后有所改善，但仍保持收敛的态势。周初10月LPR报价出炉，1年期和5年期品种报价皆与上月持平，也表明货币政策的态度趋于中性。在此情况下，债券市场继续调整。

● 本周人民币对美元汇率仍窄幅波动、略有升值。两个变化值得关注：1) 本月下旬以来人民币中间价中的市场供求因素明显走弱，逆周期因子的调整幅度也显著下降，体现随着中美谈判释放正面信号，人民币贬值预期有所下降，期权市场的风险逆转指标也反映出这一点。2) CFETS人民币指数再创新低，收于90.92。人民币对一篮子货币的贬值，一定程度上有利于贸易条件改善。这两个变化意味着，倘若11月中美谈判进展顺利，人民币汇率有小幅升值的动能。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、实体经济：高频数据表现良好	3
1、工业去库存渐近底部	3
2、中美贸易谈判进展正面	4
3、钢铁行业主动去库存	4
3、全国房贷利率继续小幅上行	5
4、猪价上涨的影响有所扩散	6
二、金融市场：人民币贬值预期减弱	6
1、LPR 报价未降，债市继续调整	6
2、人民币贬值预期减弱	7

图表目录

图表 1：9 月工业各行业利润增长情况	3
图表 2：9 月工业企业利润和库存均减速	4
图表 3：工业去库存已渐接近底部	4
图表 4：9 月工业企业资产负债率略有上升	4
图表 5：9 月工业总资产增速略有反弹	4
图表 6：本周 6 大发电集团煤耗量同比继续回升	5
图表 7：本周南华工业品价格只有小幅回升	5
图表 8：近期螺纹钢期货价格下跌较快	5
图表 9：本周钢材库存继续快速下降	5
图表 10：本周 70 城房价继续平稳上涨	6
图表 11：土地市场依然低迷	6
图表 12：本周农产品批发价格指数进一步上升	6
图表 13：本周猪肉价格涨幅扩大，蛋价也大幅上涨	6
图表 14：本周央行公开市场大额净投放	7
图表 15：货币市场利率后半周回落	7
图表 16：本周国债收益率全线上行	7
图表 17：本周短端国债收益率出现较明显上行	7
图表 18：本周人民币汇率震荡略升	8
图表 19：本周 CFETS 人民币指数跌破 91	8
图表 20：本周市场供求因素明显减弱	8
图表 21：人民币贬值预期有所下降	8

一、实体经济：高频数据表现良好

1、工业去库存渐近底部

钢铁行业利润快速下滑，电子和汽车利润增长显著修复，非金属和医药起到积极作用。9月工业企业利润同比降至-5.3%，较上月下滑3.3个百分点，累计同比小幅回落0.4个百分点至-2.1%。工业企业利润增速下移主要受到钢铁行业拖累（累计同比下降10.5个百分点至-41.8%）；而电子和汽车行业利润增长显著修复（电子累计同比回升6.3个百分点至3.6%、汽车回升2.4个百分点至-16.6%），非金属和医药制造利润增长状况也较好（累计同比分别增长11.8%和10%，叫上月小幅上升），对整体工业利润起到了支持作用（图表1）。高技术制造业利润增长加速。1-9月高技术制造业和战略性新兴产业利润同比分别增长6.3%、4.6%，增速比1-8月分别加快3.5、1.6个百分点。总体来看，多数行业利润增速处于下降过程中，资本市场仍以把握结构性机会为主。

工业企业持续去库存，但去库存进程可能接近底部。9月工业产成品库存累计同比进一步下降至1%（图表2）。近期市场对工业是否能够开启“补库存”存在分歧，我们认为，1）当前产成品库存增速已接近历史低点（为2016年6月的-1.9%），截至8月，28个制造业行业中已有15个处于历史1/4分位数以下；2）工业产成品库存增速对其终端需求“房地产+基建+出口”具有约8个月的滞后关系，而三者的加权平均增速在2018年9月企稳，尽管其后续演变存在不确定性，但也意味着产成品库存增速的下挫将进入一个缓和阶段（图表3）。未来若能呈现“房地产投资平稳、基建温和回升、出口逐渐触底”的组合，不排除明年工业库存能够启动向上补库存。

工业资产负债率向上波动，制造业投资有望年末小幅回升。9月工业企业资产负债率略微上升0.1个百分点至56.9%，主要由私营和外资企业所贡献（图表4）。9月工业总资产增速反弹0.2个百分点至6%，考虑到其对制造业投资有4个月左右的统计意义上的领先性，制造业投资有望在年底看到阶段性底部（图表5）。

图表 1：9月工业各行业利润增长情况

工业企业利润累计同比	相比上月	9月	利润规模（万元）
黑色金属冶炼及压延加工业	-10.5	-41.8	19721000
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-5.4	12	5070000
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-4.9	22.7	4381000
金属制品、机械和设备修理业	-4.6	6	552000
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-3.3	8.5	5091000
电气机械及器材制造业	-2.3	13.5	27733000
烟草制品业	-2.1	21.5	9971000
印刷业和记录媒介的复制	-1.6	8.3	2964000
有色金属冶炼及压延加工业	-1.6	8.1	9156000
金属制品业	-1.4	10.6	10773000
通用设备制造业	-1.3	3	17593000
食品制造业	-1	11.5	1660000
纺织业	-0.9	-4.3	6897000
纺织服装、服饰业	-0.5	-1.6	6261000
酒、饮料和精制茶制造业	-0.4	17.2	17140000
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.4	-4.4	2564000
专用设备制造业	-0.4	12.9	15538000
石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.4	-53.5	9075000
化学原料及化学制品制造业	0.1	-13	31528000
医药制造业	0.5	10	23903000
非金属矿物制品业	0.7	11.8	31968000
农副食品加工业	1	3.5	1955000
化学纤维制造业	1	-29.1	2022000
橡胶和塑料制品业	1.2	12.9	9330000
造纸及纸制品业	1.7	-20.2	4369000
废弃资源综合利用业	2.3	9.4	1558000
汽车制造	2.4	-16.6	37346000
仪器仪表制造业	2.6	4.8	4813000
其他制造业	3.3	10.4	671000
家具制造业	4.2	18.9	3071000
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.3	3.6	34367000

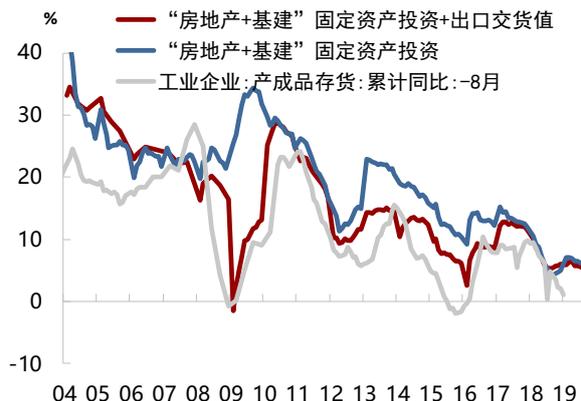
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：9 月工业企业利润和库存均减速

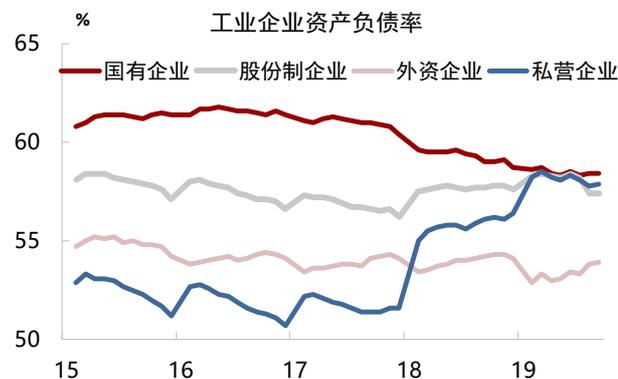


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：工业去库存已渐接近底部



图表 4：9 月工业企业资产负债率略有上升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：9 月工业总资产增速略有反弹



2、中美贸易谈判进展正面

美商务部日前发布公告，称将自10月31日起对中国3000亿美元加征关税清单产品启动排除程序。如果排除申请得到批准，自2019年9月1日起已经加征的关税可以追溯返还。10月25日晚，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲶鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话，在此期间工作层将持续抓紧磋商。

中共中央政治局10月24日就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。国家领导人强调，要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。要强化基础研究，提升原始创新能力，努力让我国在区块链这个新兴领域走在理论最前沿、占据创新制高点、取得产业新优势。

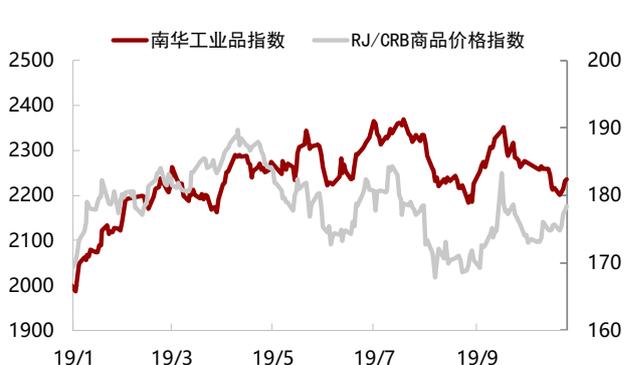
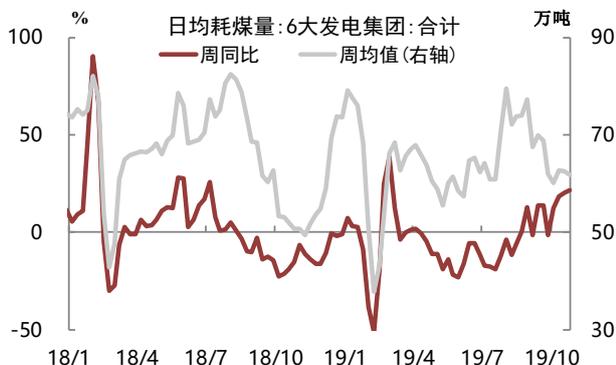
3、钢铁行业主动去库存

本周六大发电集团日均煤耗量同比进一步上行至21.9%，工业生产延续良好表现（图表6）。南华工业品指数略有反弹，近期工业品期货价格表现弱势，体现市场预期不彰（图表7）。钢铁行业呈现主动去库存，近期螺纹钢价格展现疲态，尤其期货价格下跌较快（图表8），而钢材社会库存加速去化，反映市场预期偏向悲观（图表9）。不过，这也蕴藏着四季度经济下行放缓，钢价走出预期差

的可能性。本周工信部也表示，前三季度钢铁行业运行总体保持比较平稳的发展态势；但存在产量增长较快，利润大幅下滑等问题，需要引起高度重视。本周原油价格呈现反弹，WTI油价回升5.4%至56.7美元/桶；布伦特油价回升4.4%至62.02美元/桶，但并未打破窄幅波动的局面。

图表 6：本周 6 大发电集团煤耗量同比继续回升

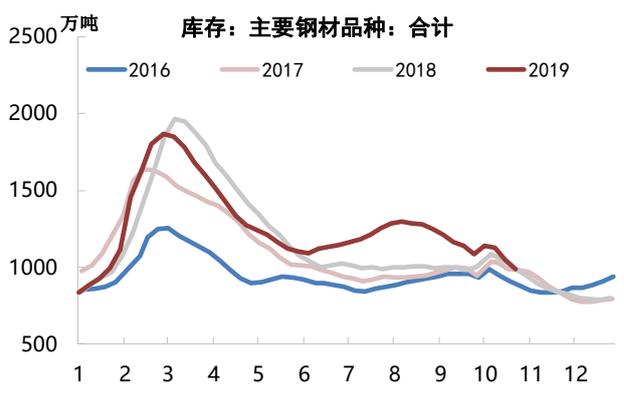
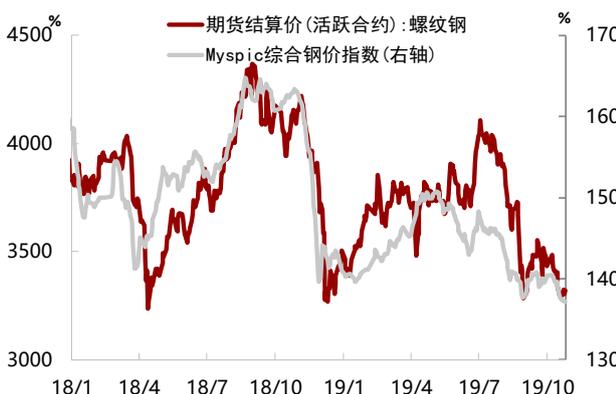
图表 7：本周南华工业品价格只有小幅回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：近期螺纹钢期货价格下跌较快

图表 9：本周钢材库存继续快速下降



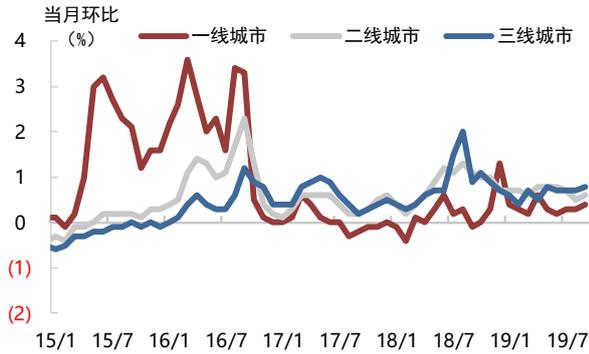
来源：Wind，莫尼塔研究

3、全国房贷利率继续小幅上行

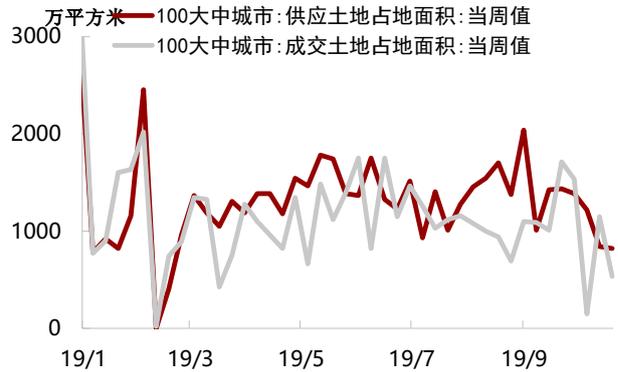
9月70城房价数据表现平稳，三线城市仍为环比涨幅最大，三线楼市的韧性是今年房地产投资韧性的来源。新建商品住宅价格环比增长0.5%，比上月下降0.1个百分点，同比增长8.6%，较上月进一步下降0.5个百分点。其中，一、二、三线城市环比涨幅皆有0.1个百分点的上升，三线城市涨幅依然最大，一线城市依然涨幅最小（图表10）。二手房价格同比继续下降至4.6%，环比持平于0.3%。其中，一线城市环比涨幅明显扩大，二线城市环比持平，三线城市环比小幅下降，三线城市同样是涨幅最大的。

10月20日当周，100个大中城市土地供应面积仍然处于低位，土地成交面积下挫，土地市场依然低迷（图表11）。融360数据显示，10月全国房贷利率延续了前四个月的上涨形势，但涨幅有所放缓。其中，全国首套房贷款平均利率为5.52%，环比上涨了1BP，相当于5年期LPR加点67BP；二套房贷款平均利率为5.84%，环比上涨1BP，相当于5年期LPR加点99BP。央行公布数据显示，房地产贷款增速已有效降低，三季度末，人民币房地产贷款余额43.29万亿元，同比增长15.6%，增速比上月末低0.6个百分点，连续14个月回落；前三季度增加4.59万亿元，占同期人民币各项贷款增量的33.7%，比上年全年水平低6.2个百分点。

图表 10：本周 70 城房价继续平稳上涨



图表 11：土地市场依然低迷



来源：Wind，莫尼塔研究

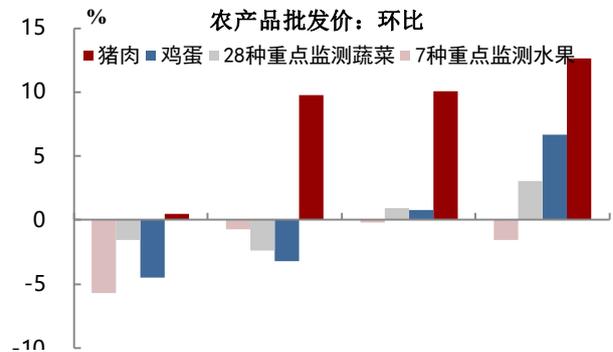
4、猪价上涨的影响有所扩散

本周农产品批发价格指数继续快速攀升，预示10月CPI同比将进一步上行（图表12）。猪价涨幅进一步扩大至12.7%，22省市平均猪价已涨至56.02元/公斤，涨势凶猛。而鸡蛋价格也出现了快速上涨，蔬菜价格亦有所上行（图表13）。10月以来，国内三大油脂期货和大蒜价格也强势崛起，体现食品类的通胀预期有所抬升。本周农业农村部再度表示，年底前生猪生产产能有望探底回升，按照大型养殖集团养殖周期180天来算，供应底部可能在明年四、五月份，也就是二季度可能才会看到猪肉价格的顶部。

图表 12：本周农产品批发价格指数进一步上升



图表 13：本周猪肉价格涨幅扩大，蛋价也大幅上涨



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_9404



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn