

宏观指标季末上翘 经济增长有所企稳

——2019年9月宏观经济运行评析

2019年9月·宏观月报

2019年9月27日

主要观点：

- **经济增长出现企稳迹象。**工业增加值增速季末回升，制造业 PMI 小幅上升，建筑业恢复生产带动非制造 PMI 改善。投资增速低位企稳，基建投资进一步反弹，消费增速略有加快。工业产品价格环比反弹。
- **其他主要观点。**内外需求偏弱，三季度经济增速小幅放缓。内外需偏弱，进出口继续负增长。汽车零售低迷对消费形成拖累。翘尾因素显著下降，CPI 同比小幅放缓，PPI 同比跌幅继续扩大。信贷增量维持平稳，M2 增速小幅回升。流动性调控适度偏松，货币市场利率小幅回落。人民币汇率窄幅波动，外汇占款维持在 0 附近。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘健（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文:

一、工业生产稳定，非制造业景气度上升

高频数据涨跌互现，生产和需求基本保持稳定。9月以来重点企业粗钢产量保持在200万吨/日以上，铁精粉产量在41.5万吨/日左右，基本保持平稳。六大发电集团日均耗煤量呈先升后降趋势，9月中在70万吨/日以上，月末降到60万吨/日以下。受入秋后天气逐渐转凉的影响，生活耗电量减少。高炉开工率保持在68%-69%，整体略有上升。全国煤炭价格指数整体小幅下降到156.4点，焦肥精煤、喷吹煤、无烟煤价格指数都有下降，而环渤海动力煤、褐煤价格指数小幅上升。南华工业品指数有所上升到2300点左右，比去年同期高出120多点，需求减弱压力可能缓解。柯桥纺织价格指数和中国棉纺织行业景气指数不再下降，基本保持了平稳。从9月高频数据来看，整体工业生产和需求出现走稳迹象。

工业增加值增速季末回升，制造业PMI小幅上升。上个月工业增加值增速超预期下跌到4.4%，与高频数据回暖相背离，主要原因是出口交货值出现负增长。高频数据显示当前工业生产和需求可能有所改善，再加上9月可能出现生产指标季末上翘的情况，预计工业增加值增速有所回升到5.8%。上个月在手订单和出口订单指数回升，有助于制造业景气度改善。全球经济放缓压力加大，国内外需求仍然疲弱，特别是中美贸易摩擦不确定性导致制造业预期较弱，制造业PMI回升的幅度将有限。近期制造业库存类数据企稳，出现改善的积极信号。预计9月制造业PMI为49.8%，高于上个月。

服务业保持平稳，建筑业恢复生产带动非制造PMI上升。8月非制造业PMI上升0.1个百分点，建筑业景气度较高，而台风和高温天气影响服务业表现不佳。9月与服务业相关的先行指标稳中略升。中国公路物流运价指数保持平稳，保持在980点左右小幅波动，同比涨幅有所扩大。零担重货指数小幅上升到984.6点，零担轻货指数变化不大。近期全国公路货运量增速略有加快，公路客运量跌幅持续收窄，铁路客运量保持较好增长。整体判断，服务业运行较为平稳。9月华南建筑钢材价格指数上升，下旬在66.5点左右，比上个月上升1点。主要钢厂建筑钢材库存减少，9月第三周为280万吨，比8月减少了近60万吨，可能表明建筑耗材显著增加。高温天气接受后建筑工地恢复生产，促进建筑业景气度上升。政治局会议

和国常会要求下半年加大基建补短板力度，建筑业发展信心持续增强。房地产开发投资增速高位小幅回落，对建筑业带来负面影响。综合判断，服务业保持平稳，建筑业景气度上升，预计9月非制造业PMI为53.9%，略高于上个月。综合PMI为53.2%。

二、投资企稳，消费反弹，进出口继续负增长

投资增速低位企稳，基建投资有望逐渐回升。从周频的中钢协钢材价格指数来看，9月反弹回升，第四周钢材综合价格指数为106.3点，比上月末上升了1.6点。从高频的主要钢材价格来看，钢材价格上涨较为明显的有螺纹钢、盘螺、热轧板卷、线材、圆钢等，只有涂镀等少部分钢材价格延续下降趋势。不过9月下旬钢材价格上涨势头显著减弱，表明当前需求恢复力度仍然较小。9月全国水泥综合价格指数上升，月末为149.3点，比上个月上升3.5点。分区域看，华东、中南地区水泥价格上升幅度较大，西北、西南地区水泥价格小幅上升，东北、华北地区水泥价格持续下降。从钢材价格和水泥价格走势来看，整体投资状况改善，地域差异较为明显。8月以来基建投资增速回升，加大基建投资补短板力度，地方专项债使用进度加快，当前基建投资逐渐回升，但回升幅度有限，预计为4.7%。内外需求疲软，中美贸易摩擦影响市场预期，制造业投资仍处于低位增长，预计为2.4%。大规模减税对缓解制造企业经营压力的效果仍不显著，有待未来显现。由于房企到位资金增速仍在下滑，前期土地出让面临大幅萎缩，预计房地产投资增速将持续小幅放缓，增长10.4%。预计9月固定资产投资累计增长5.5%，与上个月持平。

消费增速低位反弹，汽车消费低迷形成拖累。9月以来30大中城市商品房销售面积小幅增长，累计同比增速为0.7%。一线城市商品房销售依然负增长且跌幅扩大，增速为-28%；二、三线城市由跌转正，分别为8%、12%。9月以来土地成交面积跌幅扩大，100大城市土地成交面积同比为-40.9%，其中商品房用地和工业用地成交面积跌幅都在扩大。当前与房地产相关的建筑装潢、家具、家电等消费增长势头较弱，仍将个位数增长。受汽车消费刺激政策退潮和执行排放新国标的影 响，9月以来汽车零售继续负增长，前两周汽车零售同比为-17%，批发同比为-19%，本月汽车类消费可能继续负增长。9月义乌中国小商品指数保持平稳，在100.3-100.4点之间；临沂商城价格指数小幅下降，月末99.87点，服装服饰、家具类产品价格指

数下降较明显。考虑到8月消费增速超预期跌至7.5%，进一步下跌的可能性较小，可能反弹回升。近几个季度都出现季末小幅增速显著上翘的特点，预计9月将出现明显上升，增长8.5%。近期部分地区汽车限购政策放宽，出台政策激发文化和旅游消费潜力，发展夜间经济，将有助于未来消费增长。

出口小幅负增长。9月以来，美国经济景气度小幅回升，欧元区则进一步下降。主要经济体经济景气度依然较低，外需依然较弱。美国决定自10月15日起进一步提高关税税率，并决定自12月15日起对剩余3000亿美元产品加征15%关税，这可能在短期内带来一定程度的“抢出口”效应。去年同期出口额达2254亿美元，为年内最高，高基数可能制约出口增速。预计9月出口增速为-2%，出口额约2208亿美元。

进口继续负增长。8月以来，中国生产和需求放缓，加之去年同期基数较高，都对进口构成一定负面影响。不过9月以来，原油等大宗商品价格上涨一定程度上或有助于进口。预计9月进口同比增速为-6%，进口额约1834亿美元。贸易顺差约374亿美元。

三、CPI略有回落，PPI跌幅扩大

翘尾因素显著下降，CPI同比小幅放缓。9月份前三个星期，商务部公布的食用农产品价格整体延续上涨态势，但第三周涨势减弱。分产品来看，蛋类和禽类价格持续上涨，第三周涨幅回落；随着鲜菜大量上市，蔬菜类价格逐渐下降。猪肉价格仍在继续上涨，截止9月24日，全国平均猪肉批发价格已经达到36.52元/公斤，同比涨幅达到82.7%。猪肉价格上涨带动牛肉、羊肉价格小幅上升，9月下旬分别为68、66元/公斤。受此影响，预计9月食品价格环比将延续上涨势头。由于去年同期食品价格环比同样上涨，因此今年9月食品价格同比涨幅扩大幅度相对有限。9月份国内成品油价有过一轮小幅上调，但幅度不大，交通工具用燃料价格同比仍将明显负增长。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月小幅下降至1%左右。同时，9月翘尾因素将下降至-0.1%的水平，比上个月下降0.7个百分点。综合以上因素，初步判断2019年9月份CPI同比涨幅可能在2.6-2.8%左右，取中值为2.7%，涨幅相比上月小幅放缓。

PPI环比反弹回升，翘尾因素显著下降，同比跌幅继续扩大。从9月已公布的周频大宗商品价格指数走势看，整体价格指数环比回升，能源、

矿产、农产品上涨较明显。在流通领域，主要生产资料价格中有 58% 的产品价格上升，30% 下降，12% 基本持平，生产资料价格上升的种类增多。从 9 大类生产资料价格看，除了煤炭价格下降以外，其他 8 类产品价格都有不同程度上升。石油天然气、化工产品价格涨幅较大，有色金属、非金属建材价格也有明显上涨，农产品、农业生产资料、林产品、黑色金属价格涨幅较小。预计 2019 年 9 月 PPI 环比正增长，在 0.1% 到 0.3% 之间。去年 9 月 PPI 环比上涨 0.6%，涨幅较大，将显著高于今年同期环比涨幅。9 月 PPI 翘尾因素为 -0.8%，比上个月显著下降 0.6 个百分点，将影响 PPI 同比涨幅进一步下降。综合判断，环比涨幅回升，但翘尾因素减弱，预计 9 月 PPI 同比跌幅将扩大，在 -1.4% 到 -1% 之间，取中值为 -1.2% 左右，连续 3 个月负增长且跌幅扩大。

四、M2 增速小幅回升，流动性维持适度偏松

信贷增量维持平稳，M2 增速小幅回升。央行降准以及 LPR 下行，对于刺激信贷融资需求有一定积极作用。然而降准效应完全释放需要时间，对于 9 月信贷增长的影响可能不十分显著。银行间信用分层在降准后呈现改善，银行负债端压力缓释将对未来资产端信贷投放产生一定积极影响，但短期也不明显。进而 9 月信贷增量大概率较 8 月维持平稳，预计增量在 1.35 万亿左右。在央行偏稳的流动性调控下，信贷增量平稳，地方债发行减速对金融机构投资渠道的信用创造产生一定负面影响。但 9 月财政存款季节性下放又对 M2 增速形成支持。进而预计 M2 增速小幅回升至 8.3%。

流动性调控维持适度偏松，货币市场利率小幅回落。央行降准已于 9 月 16 日落地，从降准落地后市场表现以及央行公开市场操作情况来看，央行流动性调控仍保持适度偏松的节奏。这种调控方式，短期为应对国庆前的流动性季节性趋紧，中长期也是为应对外部不确定性以及内部降融资成本等留足政策空间。LPR 新报价机制推出后，尽管两次报价 1 年期 LPR 连续下行，然 MLF 操作利率尚未调整，三季度整体融资成本下行可能有限。未来央行仍有必要采取适度加大流动性投放力度以及窗口指导等方式进行调控，以达成融资成本明显下降的既定目标。进而，10 月货币市场利率可能呈现震荡中小幅回落走势。

五、人民币汇率小幅贬值，外汇占款继续维持在 0 附近

人民币汇率窄幅波动。美联储 9 月鹰派降息后，美元指数小幅上涨，

加之欧央行超额宽松，短期内美强欧弱局面仍将持续，美元指数可能继续保持偏强势震荡。不过，中美双方计划10月10日左右举行高级别会谈，贸易摩擦阶段性缓和，有助于人民币汇率保持相对稳定。展望10月，中美贸易谈判结果对汇率有明显影响，预计人民币对美元汇率将呈波动走势，但也不会大幅贬值。

外汇占款继续维持在0附近。9月以来，人民币对美元汇率稳中有升，市场预期平稳，跨境资金流动基本稳定。预计外汇占款继续维持在0附近，或将较上月有所好转。

六、三季度经济增速小幅放缓，全年能够保持在目标区间

内外需求偏弱，三季度经济增速适度放缓。1-8月全社会用电量同比增长4.5%，比上半年放缓0.5个百分点。其中第二产业用电量增长3%，增速较低；第三产业用电量增长8.8%，增速明显放缓。工业生产放缓，三季度连续两个月工业增加值增速低于5%，7月和8月分别为4.8%、4.4%，工业产出水平下降将直接影响到当季经济产出能力。从三大需求来看，1-8月投资、消费增速分别为5.5%、8.2%，比上半年分别下降0.3、0.2个百分点，投资和消费对经济增长的拉动作用减弱。只有出口增速好于上半年，1-8月出口累计增长0.4%，比上半年上升0.3个百分点。7、8月累计贸易顺差794.1亿美元，比去年同期多了256亿美元，三季度净出口对经济增长的拉动可能增强。综合判断，三季度经济增速都可能小幅放缓，预计同比增长6.1%。

积极政策效果显现，全年经济运行在合理区间。三季度以来扩内需力度加大，促进消费和投资增长的措施密集出台，将缓解需求走弱压力。加强逆周期调节稳增长的作用，降低制造业等实体行业税费负担逐渐显效，加快专项债券发行和使用，加大基建补短板力度。落实汽车、家电、信息、养老、育幼、家政等领域促进消费政策，激发消费增长潜力。货币政策偏向宽松调节，稳增长力度加大。由于基建投资基数已经很大，难以快速增长，对拉动经济的作用有限。全球经济放缓预期增长，中美贸易摩擦存不确定性，影响我国经济增长。因此，随着积极政策效果逐渐显现，将促进经济下行压力缓解，但难以拉动经济增速反弹回升。预计下半年经济增速略低于上半年，全年增长6.2%左右，保持在6%-6.5%的合理区间。

主要图表：

表：9月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9
GDP:当季同比 (%)	-	-	6.2	-	-	6.1
CPI:当月同比 (%)	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7
PPI:当月同比 (%)	0.9	0.6	0	-0.3	-0.8	-1.2
出口金额:当月同比 (%)	-2.8	1.1	-1.3	3.3	-1	-2
进口金额:当月同比 (%)	4.2	-8.5	-7.4	-5.3	-5.6	-6
贸易差额:当月值(亿美元)	138	417	510	446	348	374
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.5
消费零售 TRS:当月同比 (%)	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	8.5
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	5.4	5	6.3	4.8	4.4	5.8
制造业 PMI (%)	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8
非制造业 PMI (%)	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.9
新增人民币贷款:当月值(亿元)	10200	13500	16600	10600	12100	13500
M2:余额同比 (%)	8.5	8.5	8.6	8.1	8.2	8.3

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_9729



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>