

10 月：经济阶段性企稳的左侧

证券研究报告
2019 年 10 月 09 日

作者

预计 3 季度实际 GDP 增速小幅回落至 6.1%(前值 6.2%), 下行斜率放缓。名义 GDP 增速回落至 7.5%(前值 8.3%), 投资时钟处于衰退象限的末尾。产业链层面对经济的主要拖累来自上游的钢铁、上中游的石油化工、下游的汽车, 建筑业韧性起到一定托底作用。

节奏上看, 7-8 月工业产出和消费等数据下台阶后, 9 月有望迎来改善: 工业生产修复, 固投增速企稳, 消费增速企稳, 房地产销售面积同比持续改善, 进出口增速回升, CPI 继续高位运行, PPI 通缩进一步加深但已接近底部, 社融增速回落但主因是专项债高基数。

虽然 3 季度经济增速仍然回落, 但随着部分行业景气度进入内生性底部, 同时逆周期政策力度明显加大, 9 月数据可能确认进入基本面阶段性企稳(走平或下行明显放缓)的左侧。

如果财政政策落地情况和 9 月宏观数据提升 4 季度经济阶段性企稳的预期, 那么 N 字形第三笔的趋势有望在 4 季度得到基本面的支撑, 市场风格偏向于低估值高弹性的早周期板块(金融、地产、基建、竣工产业链)。

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: 专项债拉动基建效果不及预期; 中美摩擦领域进一步扩大



表 1：9 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019.Q1	2019.Q2	2019.8	2019.9(E)	WIND 一致预期
实际 GDP (当季)	6.4	6.2	-	6.1	6.0-6.1
名义 GDP (当季)	7.8	8.3	-	7.5	
工业增加值 (当月)	6.5	5.6	4.4	5.5	5.2
固定资产投资 (累计)	6.3	5.8	5.5	5.4	5.5
制造业投资	4.6	3	2.7	2.5	
基建投资 (全口径)	3.8	3.4	3.6	3.9	
房地产开发投资	11.8	10.9	10.5	10.1	
社消零售总额 (当月)	8.3	8.5	7.5	7.6	7.8
出口 (当月, 美元)	1.3	-1.0	-1.0	2.0	-2.7
进口 (当月, 美元)	-4.6	-4.1	-5.6	-1.5	-4.7
CPI (当月)	1.8	2.6	2.8	2.8	2.8
PPI (当月)	0.2	0.5	-0.8	-1.1	-1.3
工业企业利润 (累计)	-3.3	-2.4	-1.7	-1.7	
新增人民币贷款 (社融口径, 万亿)			1.3	1.54	1.41
社会融资规模存量同比	10.7	10.9	10.7	10.4	
M1	4.6	4.4	3.4	3.4	
M2	8.6	8.5	8.2	8.1	8.2

资料来源：WIND，天风证券研究所

预计 3 季度实际 GDP 增速小幅回落至 6.1% (前值 6.2%)，下行斜率放缓。名义 GDP 增速回落至 7.5% (前值 8.3%)，投资时钟处于衰退象限的末尾。宏观层面，名义增速放缓的主要拖累项是消费、制造业投资和工业品价格；产业链层面，主要是上游的钢铁（产量新高拖累制造业投资）、上中游的石油化工（油价拖累工业品价格和石油及制品类消费）以及下游的汽车（拖累汽车消费和制造），建筑业的韧性起到一定托底作用。

节奏上看，7-8 月工业产出和消费等数据下台阶后，9 月有望迎来改善：工业生产大概率修复；固定资产投资增速企稳，其中基建持续回升，地产小幅回落，制造底部走平；消费增速企稳；房地产销售面积同比持续改善；进出口增速回升；CPI 继续高位运行，PPI 通缩进一步加深但已接近底部；社融增速回落但主因是专项债高基数。

总的来说，虽然 3 季度经济增速仍然回落，但随着部分行业景气度进入内生性底部，同时逆周期政策力度明显加大，9 月数据可能确认进入基本面阶段性企稳（走平或下行明显放缓）的左侧。

市场方面，我们在 9 月 26 日报告中指出“调整不是转向，N 字形第三笔的趋势没有走完；重点是观察财政政策的落地情况，以及 9 月宏观数据能否提升 4 季度经济阶段性企稳的预期，如果可以，那么 N 字形第三笔的趋势有望在 4 季度得到基本面的支撑；4 季度风格偏向于低估值高弹性的早周期（金融、地产、基建、竣工产业链）”。

具体来看 9 月数据：

1. 金融数据方面：

表内方面，9 月 30 大中城市商品房成交面积增速改善明显，8 月商品房销售金额增速也有回升，预计新增居民中长期贷款仍在 4000 亿以上；房企信贷政策收紧，企业信贷资源或向基建类贷款倾斜。预计 9 月信贷数据好于市场预期，社融口径新增信贷 1.54 万亿，对应存量增速 12.55% (前值 12.61%)。

表外方面，信托资金投向明显从房地产向基建类和金融类转换，但集合信托发行量并无改善，季末委托贷款和票据集中到期，预计 9 月新增表外融资-2150 亿，其中新增信托贷款和委托贷款较 8 月降幅扩大，未贴现票据负增长。非金融企业债券净融资+1800 亿，地方

专项债券净融资+600 亿, 预计 9 月新增社融 1.76 万亿, 社融规模存量增速 10.4-10.5%(前值 10.7%)。由于去年 9 月专项债券净融资高达 7389 亿, 所以今年 9 月社融增速回落应当在预期之中。

2. 工业生产端:

9 月六大发电集团发电耗煤增速 5.2%, 回升至 2018 年 7 月以来的最高值, 考虑到 9 月南方高温天气数量减少和国庆前期北方环保限产的不利影响, 即便有低基数效应, 反弹势头依然明显。8 月发电耗煤增速、发电量增速以及工业用电量增速均较 7 月明显回升, 但工业增加值增速的进一步回落缺乏合理解释, 这一异常可能在 9 月带来工业增加值的季末跳点。此外, 9 月 PMI 生产指数环比 8 月回升 0.4, 但去年同期环比回落 0.3, 同样预示工业生产同比改善。预计 9 月工业增加值同比增长 5.5% (前值 4.4%)。

3. 工业需求端:

9 月进入施工旺季, 螺纹钢需求较 7-8 月明显好转, 产量高企但库存加速去化, 指示建筑业需求韧性较强且近期有所恢复; 另一方面, 热轧板卷需求较上月有所回落, 产量降低的同时库存小幅回补, 但仍明显好于 4-7 月, 下游制造业需求尚可。预计 9 月制造业投资增速小幅回落至 2.5% 左右, 但在高技术制造业高速扩张、传统制造业近期利润企稳和产能利用率改善的情况下, 增速已至底部区间。

4. 基建地产投资:

虽然今年 9 月专项债净融资规模显著低于去年同期, 但 7-8 月仍好于去年同期 (今年 7600 亿 V.S. 去年 6000 亿), 料将继续提振基建投资增速; 另一方面, 城投债净融资规模也较去年同期改善 (今年 1974 亿 V.S. 去年 1013 亿), 信贷资源在房企融资收紧后也向基建倾斜。预计全口径基建增速进一步回升至 3.9% (前值 3.6%)。房地产施工强度继续保持较高水平, 但随着即期土地市场持续冷却, 土地购置费增速仍处于趋势性下滑阶段, 预计 9 月房地产开发投资增速小幅回落至 10.1% (前值 10.5%)。预计 9 月固投增速 5.4% (前值 5.5%)。

5. 房地产市场方面:

9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 7.2%, 较 8 月的 -9.2% 明显改善, 其中三线城市修复最明显, 二线城市其次, 一线城市则继续走弱。自 7 月房企融资政策全面收紧后, 高周转已经重启, 适逢传统“金九银十”到来, 房企推盘力度料将加大, 预计 9 月全国商品房销售面积同比增速进一步回升至 0 附近。

6. 消费方面:

9 月乘联会乘用车销量增速仍未有改善, 国际油价同比小幅回落, 汽车类和石油及制品类消费仍将小幅拖累消费; 另一方面, 近期房地产竣工加速, 预计后周期消费如家电、家具、建筑装潢等有所改善。整体来看, 预计 9 月社零同比增长 7.6% (前值 7.5%), 增速企稳。

7. 进出口方面:

9 月出口集装箱运价指数小幅回落, 可能与 6 月 2000 亿美元出口品关税升级的滞后冲击和全球经济趋弱有关; 但 8 月以来人民币汇率亦有所贬值, 可缓解出口压力。参考 PMI 新出口订单指数连续 3 个月回升, 9 月回升达到 1 个点, 预计 9 月出口增速 (美元计价) 回升至 2% (前值 -1%)。

进口干散货船运价指数回升, PMI 进口指数小幅反弹, 进口景气度稍好转, 预计 9 月进口增速 (美元计价) 回升至 -1.5% (前值 -5.6%)。

8. 通胀方面:

PPI 方面, 随国内逆周期政策力度加大、生产施工进入旺季, 9 月金属、煤炭、化工产品、水泥等建材价格环比整体回升, 但在基数影响下同比增速仍然小幅回落。国际油价在沙特石油设施遇袭后一度大幅冲高, 但月底已回落至事件前水平, 全月均价环比小幅上涨、同比仍小幅回落。整体来看, 预计 9 月 PPI 环比回升, 但同比回落至 -1.1% (前值 -0.8%)。

CPI 方面，禽畜水产类食品继续涨价：农业部猪肉批发价下半月突破 36 元/公斤，全月同比涨幅达 80%，牛羊肉、水产品价格跟涨；鸡蛋价格见顶回落，同比涨幅扩大。**农作物类食品价格则继续下跌：**鲜菜、鲜果价格环比、同比均大幅回落。本月食品 CPI 处于高基数环境，且环比涨价放缓，同比压力本应不大，但 8 月 CPI 畜肉项目权重被重新上修、其相对于猪肉价格涨幅的弹性也有上调，**预计 9 月食品 CPI 仍高达 10%左右，非食品 CPI 小幅回落，9 月 CPI 同比 2.8%（前值 2.8%）。**

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_9760

