

## 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势

### 摘要

高频数据和先导数据显示 9 月经济数据或保持平稳甚至小幅回升。这一方面是因为国庆节前企业加快开工以及季末效应对数据可能的支撑作用；另一方面，也是前期地方债集中发行支撑基建增速小幅回升，而房地产市场继续强韧，整体需求尚未明显放缓。但经济短暂的平稳难以持续，随着季末效应等短期冲击退出，以及地方债发行放缓减弱对基建的支撑，总需求将再度走弱。而房地产市场虽然依然强韧，包括房地产融资尚未明显收缩。但随着调控持续，房地产市场将逐步放缓。房地产融资与地方债融资共同走弱将驱动信贷社融增速放缓，带动内需下行。叠加全球经济走弱，总需求依然处于放缓通道内。

我们预计 3 季度 GDP 同比增速将放缓至 6.0% 左右。虽然猪肉价格上涨对通胀压力继续存在，但我们预计政策面临 3% 的通胀和 6% 的经济增速时，会更为关注后者，因为通胀是供给收缩推动的，因而货币政策会继续保持宽松。债市向好格局并未改变，随着 10 月流动性改善，债市将再度迎来配置机会。

风险提示：经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
  
分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

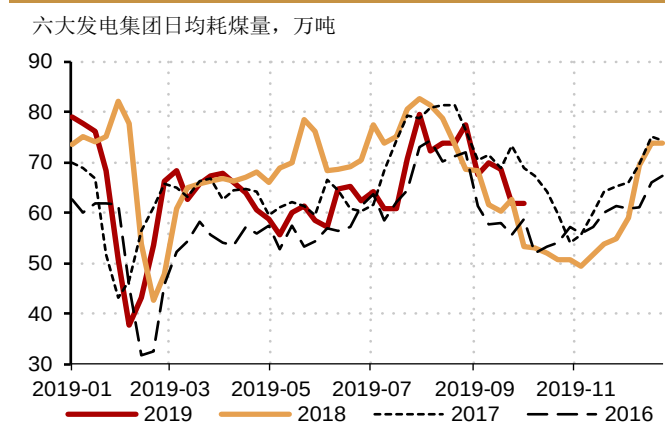
1. 论预测，金融条件比全球 PMI 更好——全球央行追踪第 13 期 (2019-10-07)
2. 国庆长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-10-07)
3. 企业景气度小幅回升，或是短期改善而非趋势回升 (2019-10-07)
4. 限产带动生产走弱，地产需求继续强韧 (2019-09-29)
5. 企业盈利保持弱势，需要政策更为有效 (2019-09-29)
6. 经济延续弱势，LPR 再下行降成本效果有待观察 (2019-09-22)
7. 解密数字货币：概念、局限和前景 (2019-09-21)
8. 联储降息内部分歧加大，经济走势决定宽松持续 (2019-09-20)
9. 供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效 (2019-09-17)
10. 经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？ (2019-09-15)

## 1 经济弱平稳，9 月经济数据将持平甚至小幅回升

**经济弱平稳，9 月生产面数据可能小幅改善。**高频数据和先导数据均显示 9 月经济延续弱平稳状况。先导指标中采制造业 PMI 在 9 月小幅回升，分项指标中大部分均有所改善，生产指标和新订单指标均有所回升，显示供需层面均有所改善。而从生产面高频数据来看，六大发电集团耗煤量同比增长 6.0%，增速较上月提升 7.6 个百分点，显示 9 月生产面将有所回升，因而我们预测 9 月工业增加值将较 8 月有所回升。同时叠加可能出现季末效应，9 月工业增加值回升幅度可能比较明显。

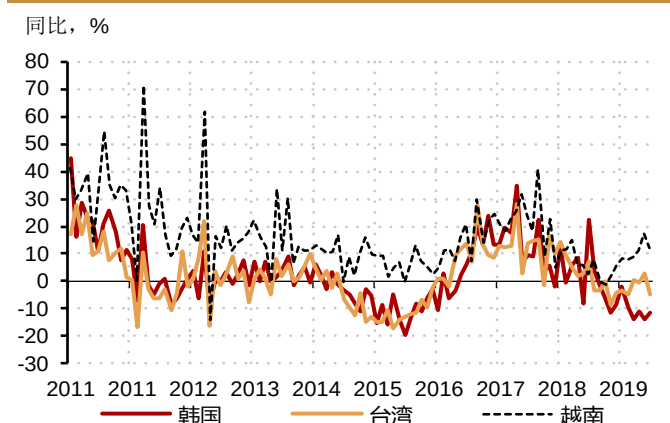
**短期需求弱平稳，尚未出现明显放缓。**从需求层面来看，短期同样保持弱平稳态势。PMI 中新订单指数有所回升，显示需求并未明显走弱。外需继续保持弱势，虽然 PMI 中新出口订单有所回升，但 9 月韩国、台湾、越南等地出口增速依然疲弱，其中台湾和越南出口同比增速分别下滑 7.2 和 5.0 个百分点至 -4.6% 和 12.2%，而韩国出口继续稳定在 -10% 以下的同比增速范围内。因而我们认为外需延续弱势。而内需同样延续弱平稳态势，房地产尚未明显下行，而前期地方债集中发行对基建可能形成一定支撑，因而投资可能在 9 月延续弱平稳态势。

图 1：六大发电集团耗煤量增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：周边地区出口增速延续弱势



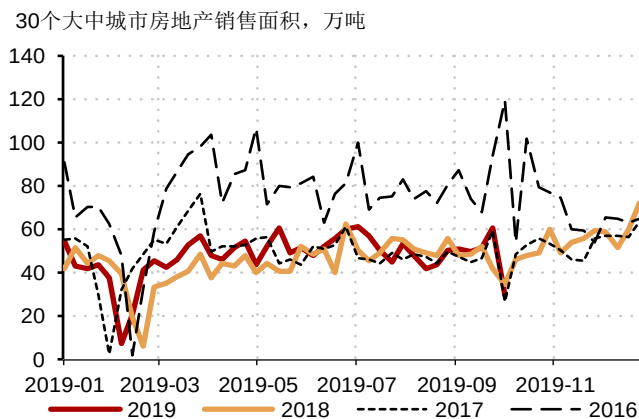
数据来源：wind、西南证券整理

**房地产继续强韧，需求与投资可能均为明显放缓。**虽然房地产管控在明显加强，但房地产市场继续呈现韧性。9 月 30 个大中城市商品房销售面积同比增长 11.3%，增速较上月提升 20.9 个百分点，显示需求依然强韧。这一方面是房地产供需基本面较好，继续处于供给不足状况；另一方面也可能因为房地产商加快推盘，支撑了房地产销售增速。销售回升情况下，房地产投资可能也尚未明显走弱。从与房地产投资相关的钢材消耗来看，9 月钢材库存明显下降，在产出保持高位情况下，库存下降意味着需求依然强韧，因而房地产投资需求可能尚未明显放缓。

**前期地方债集中发行可能对基建投资形成支撑，基建投资继续小幅改善。**前期地方债集中发行，这可能将改善基建投资资金来源，并推动基建投资继续小幅改善。而近期钢材库存持续下降，水泥价格持续回升，也从侧面显示了基建投资存在继续改善的可能。因而 9 月基建投资数据或继续小幅回升。

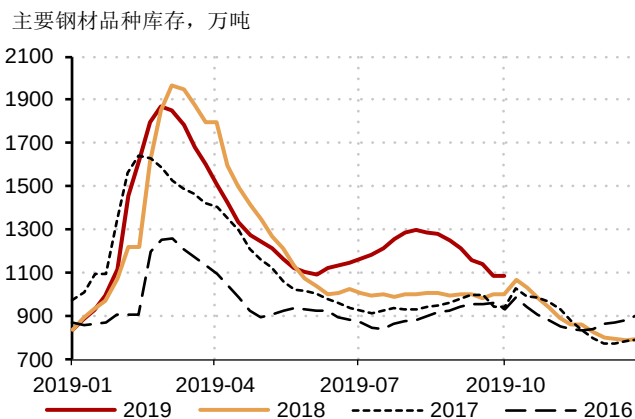
**汽车销售延续同比下跌态势，社零或继续弱平稳。**居民收入增速偏弱抑制了居民消费能力。而从高频数据来看，对这几个月消费波动影响最大的汽车消费依然保持偏弱态势，因而整体消费将继续保持弱平稳状况。

图 3：30 个大中城市房地产销售面积继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：钢材库存下降显示投资需求暂时继续稳定



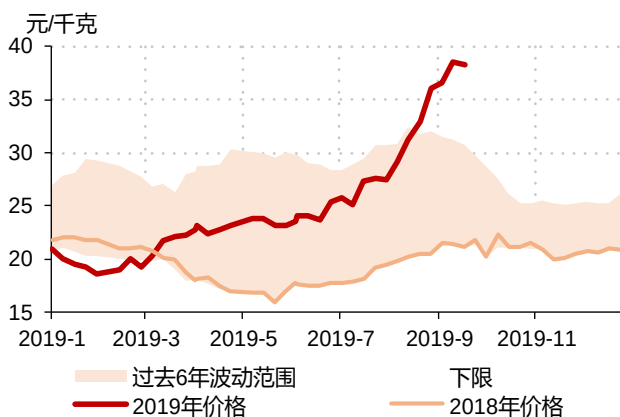
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 猪价涨幅收窄，短期通胀压力有所缓解

9 月中下旬以来猪价涨幅有所收窄，对通胀压力有所减缓。在经历了 7 月以来的快速上涨之后，猪肉价格从 9 月中下旬开始趋于稳定，环比涨幅开始收窄。22 省市猪肉价格、外三元猪肉价格等高频数据均显示猪肉价格开始趋稳。外三元毛猪收购价从 9 月 10 日开始到 9 月 30 日，一直稳定在 27 元/公斤左右，显示短期猪价上涨压力有所减缓。而商务部食用农产品价格中猪肉分项也在结束了 8 月以来的快速上涨，从 9 月初开始回落。短期来看，猪肉价格趋于稳定，缓解了通胀压力。

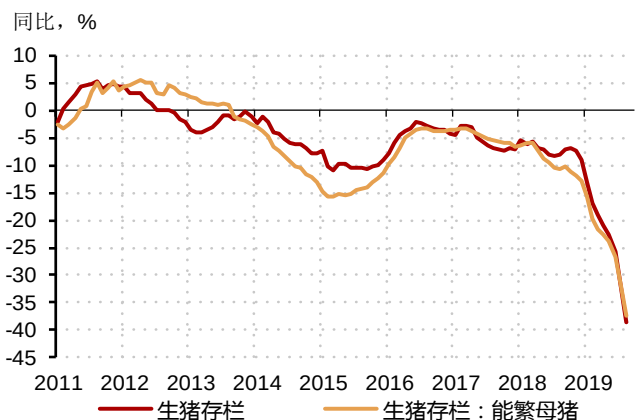
猪肉价格短期稳定缓解通胀压力，但中长期上涨压力依然存在。虽然短期猪肉价格有所企稳，但中长期来看，猪肉价格上涨压力依然存在。从最新的数据来看，猪肉供给能力并未改善。8 月生猪存栏和能繁母猪再度较 7 月大幅减少，分别减少 9.8% 和 9.1% 至 1.8 亿头和 1968 万头。生猪供给能力依然在大幅度的收缩，这继续为未来猪肉价格上涨带来压力。因而猪价上涨对通胀的推升风险并未消除，猪价上涨可能在未来某个时段再度来临。

图 5：22 省市猪肉平均价格走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：生猪与能繁母猪存栏数同比增速

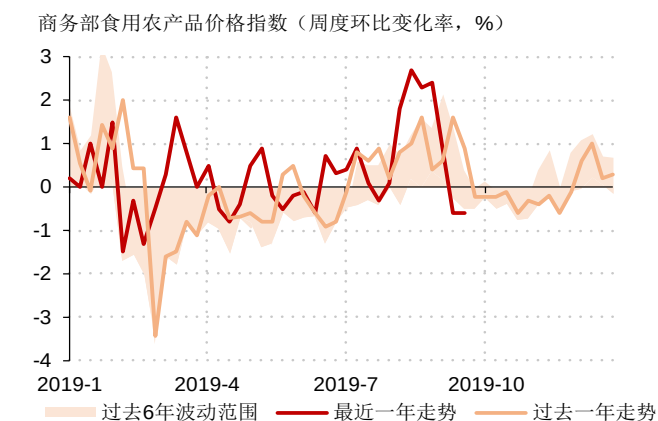


数据来源：wind、西南证券整理

**9月CPI同比增速将继续小幅回升，但超预期可能性不大。**由于8月猪肉价格大幅上涨带来的CPI超预期已经带动市场的通胀预期向上修正，目前市场普遍对于猪价上涨预期在内。同时，9月中下旬水果、蔬菜等价格下跌，叠加猪肉价格涨幅收窄，共同推动食品价格进入环比下跌区间，通胀压力得到缓解。因而8月后半段食品价格继续上涨会推高9月价格平均水平，因而9月CPI将继续小幅回升。但超预期可能性不大，我们预计9月CPI同比增速将小幅回升至2.9%左右。

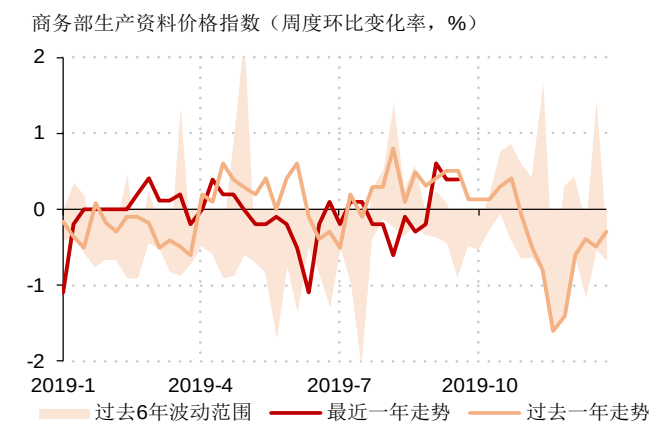
**需求平稳工业品价格短期环比回升，但高基数效应推动同比增速回落。**需求强韧支撑工业品价格短期小幅回升。从高频数据来看，9月工业品小幅改善，同时油价有所上升，因而我们预计9月PPI环比可能小幅回升。但考虑到去年9月基数效应较高，去年9月PPI环比增速在0.6%。高基数效应下，PPI同比将继续回落。工业品价格同比通缩程度将继续加深，这将对企业盈利继续形成制约。

图7：商务部食用农产品价格指数



数据来源：wind、西南证券整理

图8：商务部生产资料价格指数



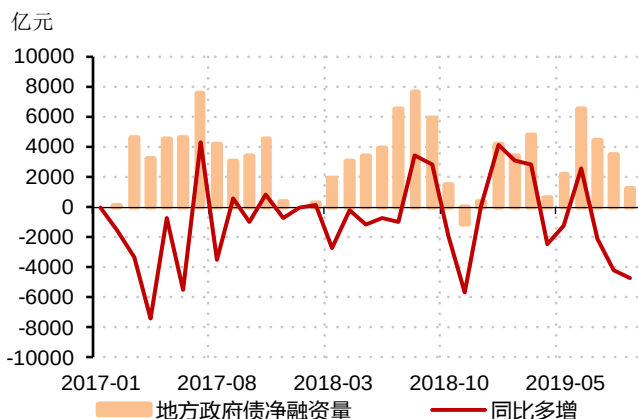
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 地方债发行节奏错位驱动社融增速放缓

**地方债发行节奏错位驱动社融增速放缓。**去年地方债发行集中在3季度，其中9月社融中地方政府专项债券净融资高达7389亿元。而今年9月地方债净融资一共1193亿元，其中专项债净融资额不足千亿。由于地方债发行节奏错位，仅地方专项债一项，就会导致9月社融同比少增6000亿元以上。地方债发行节奏错位将成为驱动9月社融新增量同比少增和存量同比增速下降的最主要原因。

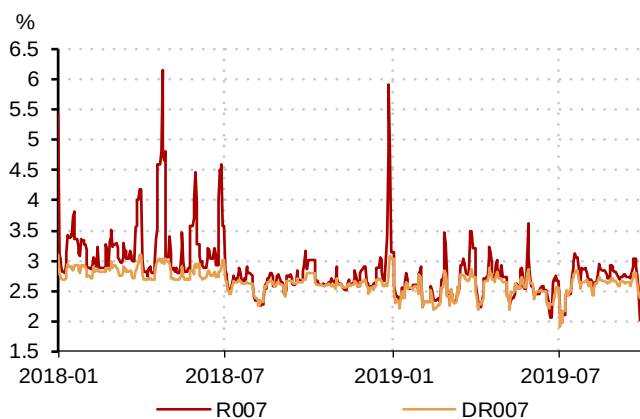
**其它融资分项保持强韧，或未出现明显收缩。**除地方债之外，其它融资分项可能依然强韧。从高频数据尚未看到明显收缩迹象。9月信用债净融资2122亿元，同比小幅多增月500亿元，债券融资保持平稳。而从高频数据显示的信托发行额上来看，信托发行并未明显收缩，显示表外融资可能也尚未出现明显下行。另外，9月央行进行全面降准，释放8000亿元左右的资金，即使央行随后减少公开市场投放量，但整个9月公开市场资金投放规模也仅同比少增4000亿元左右，低于8000亿元的资金投放量。而整个银行间利率并未出现明显下行，甚至相对处于高位，显示9月信贷数据可能并不差。

图 9：地方债净融资规模与同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：9 月银行间流动性并不十分充裕

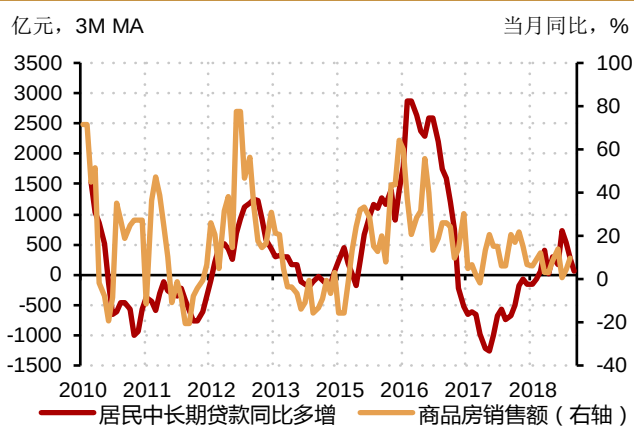


数据来源：wind、西南证券整理

**房地产融资或继续强韧。**虽然房地产管控持续强化，但我们在 8 月信贷社融数据里并未看到房地产融资的明显收缩。受房地产销售强韧支撑，居民中长期贷款同比保持平稳。而房地产相关的表外融资以及房地产开发贷可能也没有明显下降。克而瑞研究中心发布报告显示，9 月 95 家典型房企融资额环比上升 45.3%，同比上升 17.2%，同时融资成本明显上升。显示房地产企业正在加快融资来准备过冬。短期的融资意愿上升可能对实体融资形成支撑。

**但从趋势来看，政策管控加强环境下，信贷社融总体延续下行态势。**从趋势来看，随着房地产管控的持续强化，房地产融资终将收缩。最近房地产企业加快融资可能一定程度上对未来融资需求形成投资。未来房地产开发贷、信托融资、居民中长期贷款都将出现下滑风险。而 4 季度地方债额度虽然会提前下发，但具体的发行并不一定在 4 季度实施。从地方项目申报，财政部审批以及各地发行准备来看，需要一定时间，因而即使 4 季度发行，也更可能在 12 月，发行量或有限。地方债难以对 4 季度社融增速形成支撑。因而，未来几个月信贷社融依然会延续下行态势。

图 11：居民中长期贷款与商品房销售额



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：社融存量增速将继续放缓



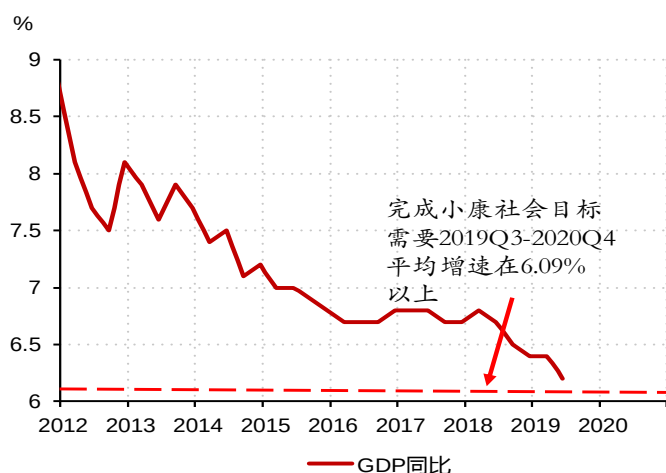
数据来源：wind、西南证券整理



## 4 经济依然处于放缓通道中，短期平稳不改趋势

经济依然处于放缓通道中，3 季度 GDP 增速可能在 6.0% 左右。3 季度工业增速明显放缓加大经济放缓压力，GDP 增速可能放缓至 6.0% 左右。7、8 月份工业增加值平均同比增长 4.6%，如果一产和三产增速与 2 季度持平，则 9 月份工业增加值同比增速需要回升至 5.8% 以上，才能保证 3 季度 GDP 增速不低于 6.0%。经济下行压力依然存在，GDP 达到 6.0% 将提升政策稳增长压力。

图 13：三季度 GDP 或下滑至 6.0% 附近



数据来源：wind、西南证券整理

**短期经济平稳不改变经济放缓趋势。**高频数据和先导数据显示，9 月经济数据将处于平稳状况。从需求面来看，前期地方债集中发行推动近几个月基建投资小幅回升，在地产投资尚未明显下滑之前支撑整体需求保持平稳。另一方面，近几年多次出现的经济数据在季末上升的状况在 9 月可能再度出现。因而 9 月实体经济数据可能保持平稳甚至小幅改善。但从趋势上看，这种回升难以持续。结构性政策下信贷社融将延续同比收缩态势，实体信用收缩趋势下，需求将继续放缓。而由于今年地方债额度已经基本用完，明年提前下发的额度落地尚需时日，最早也会在 4 季度后半段，因而地方债对基建的支撑将在 4 季度减弱，季末因素退出后经济数据将在 10 月份再度走弱，经济依然处在放缓趋势中。

**信用继续处于收缩过程中，未来需求依然将逐步下行。**从趋势来看，随着房地产管控的持续强化，房地产融资终将收缩。最近房地产企业加快融资可能一定程度上对未来融资需求形成投资。而 4 季度地方债额度虽然会提前下发，但具体的发行并不一定在 4 季度实施。地方债难以对 4 季度社融增速形成支撑。因而，未来几个月信贷社融依然会延续下行态势。信贷社融收缩将继续对需求产生压制，未来需求依然将逐步下行。

**债券配置价值再度出现，10 月债市或有明显行情。**9 月受通胀预期回升、央行货币政策持续审慎、最后一周地方债集中发行以及海外利率上升影响，债市出现了一波调整。但进入 10 月份，几个因素将共同推动债市走强。首先，季末流动性冲击退出后，流动性将趋于宽松，虽然央行可能继续审慎，但考虑到央行回笼流动性主要依赖停止续作到期的逆回购，而 10 月到期逆回购规模有限，央行重启正回购可能性不大，因而流动性将再度宽松；其次，通胀预期有所改善，9 月下旬食品价格回落和猪肉价格涨幅收窄缓解通胀压力，同时油价回落，通胀预期改善；再次，海外利率在 9 月前半月上升之后再度在下半月回落至 9 月初的低位，

而美联储降息预期持续上升，这为国内利率带来更大下行空间；最后，10月将进入地方债发行空窗期，利率债供给减少也将带动利率水平下行。

**表 1：西南证券月度宏观数据预测**

|               |        | 2018-8 | 2018-9 | 2018-10 | 2019-3 | 2019-4 | 2019-5 | 2019-6 | 2019-7 | 2019-8 | 2019-9 | 2019-10 | 预测误差及修正 |         | 市场预期    |          |
|---------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|
|               |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |        |         | 2019-8F | 2019-9F | 2019-9F | 2019-10F |
| CPI           | 同比%    | 2.3    | 2.5    | 2.5     | 2.3    | 2.5    | 2.7    | 2.7    | 2.8    | 2.8    | 2.9    | 2.9     | 0.2     | 0.0     | 2.8     | 2.9      |
| PPI           | 同比%    | 4.1    | 3.6    | 3.3     | 0.4    | 0.9    | 0.6    | 0.0    | -0.3   | -0.8   | -1.1   | -1.4    | -0.1    | 0.4     | -1.3    | -1.6     |
| 工业增加值真实增速/1   | 同比%    | 6.1    | 5.8    | 5.9     | 8.5    | 5.4    | 5.0    | 6.3    | 4.8    | 4.4    | 5.6    | 5.0     | 1.0     | 0.4     | 5.2     | 4.9      |
| 固定资产投资名义增速/1  | 同比%    | 5.3    | 5.4    | 5.7     | 6.3    | 6.1    | 5.6    | 5.8    | 5.7    | 5.5    | 5.4    | 5.2     | 0.0     | 0.0     | 5.4     | 5.3      |
| 消费品零售名义增速/1   | 同比%    | 9.0    | 9.2    | 8.6     | 8.7    | 7.2    | 8.6    | 9.8    | 7.6    | 7.5    | 7.8    | 7.9     | 0.7     | -0.3    | 7.7     | 8.1      |
| 新增人民币贷款       | 亿人民币   | 12800  | 13800  | 6970    | 16900  | 10200  | 11800  | 16600  | 10600  | 12100  | 13000  | 6500    | -2100   | 1000.0  | 14063   | 7500     |
| 社会融资总额        | 亿人民币   | 19286  | 22054  | 7288    | 28593  | 13592  | 13952  | 22629  | 10112  | 19771  | 17000  | 7500    | -4271   | -500.0  |         |          |
| M2增速          | 同比%    | 8.2    | 8.3    | 8.0     | 8.6    | 8.5    | 8.5    | 8.5    | 8.1    | 8.2    | 8.0    | 7.9     | -0.2    | 0.1     | 8.2     | 8.2      |
| 一年期定存         | %      | 1.50   | 1.50   | 1.50    | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50    | 0.0     | 0.0     | 1.50    | 1.50     |
| 出口名义增速（美元计价）  | 同比%    | 9.8    | 14.4   | 15.6    | 14.2   | -2.7   | 1.1    | -1.3   | 3.3    | -1.0   | -5.0   | -5.5    | 5.0     | -2.0    | -2.4    | -2.5     |
| 进口名义增速（美元计价）  | 同比%    | 19.9   | 14.5   | 21.4    | -7.6   | 4.0    | -8.5   | -7.3   | -5.3   | -5.6   | -6.0   | -8.0    | -2.4    | 4.0     | -5.3    | -6.9     |
| 贸易顺差          | 亿美元    | 278.9  | 312.8  | 340.2   | 326.5  | 123.7  | 416.6  | 509.8  | 450.5  | 348.3  | 297.3  | 346.3   | 154.0   | -132.9  | 347.6   | 401.4    |
| 人民币兑美元汇率（月末值） | 人民币/美元 | 6.82   | 6.88   | 6.96    | 6.72   | 6.74   | 6.90   | 6.87   | 6.89   | 7.09   | 7.13   | 7.15    | 0.06    | 0.03    | 7.10    | 7.15     |
| 存款准备金率（月末值）   | %      | 15.5   | 15.5   | 14.5    | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.0   | 13.0    | 0.0     | -0.5    |         |          |

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

**表 2：西南证券季度宏观数据预测**

|               |        | 16Q3  | 16Q4  | 17Q1 | 17Q2  | 17Q3  | 17Q4  | 18Q1 | 18Q2 | 18Q3 | 18Q4  | 19Q1 | 19Q2  | 19Q3F | 19Q4F | 预测误差及调整 |       |
|---------------|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|---------|-------|
|               |        |       |       |      |       |       |       |      |      |      |       |      |       |       |       | 19Q3F   | 19Q4F |
| GDP同比增速       | 同比%    | 6.7   | 6.8   | 6.9  | 6.9   | 6.8   | 6.8   | 6.8  | 6.7  | 6.5  | 6.4   | 6.4  | 6.2   | 6.0   | 6.0   | -0.1    | -0.1  |
| CPI（季度平均）     | 同比%    | 1.7   | 2.1   | 1.4  | 1.4   | 1.6   | 1.8   | 2.2  | 1.8  | 2.3  | 2.2   | 1.8  | 2.6   | 2.9   | 3.1   | 0.4     | 0.7   |
| PPI（季度平均）     | 同比%    | -0.8  | 3.3   | 7.5  | 5.8   | 6.2   | 5.9   | 3.7  | 4.1  | 4.1  | 2.3   | 0.2  | 0.5   | -0.9  | -0.4  | -0.4    | 0.4   |
| 工业增加值实际增速     | 同比%    | 6.1   | 6.1   | 6.8  | 6.7   | 6.3   | 6.2   | 6.7  | 6.6  | 6.0  | 5.7   | 6.5  | 5.6   | 5.1   | 5.1   | -0.1    | -0.1  |
| 固定资产投资名义增速    | 同比%    | 8.1   | 8.1   | 9.2  | 8.6   | 7.5   | 7.2   | 7.5  | 6.0  | 5.4  | 5.9   | 6.3  | 5.8   | 5.4   | 5.2   | 0.0     | -0.2  |
| 消费品零售名义增速     | 同比%    | 10.6  | 10.8  | 10.0 | 11.0  | 10.2  | 9.9   | 9.8  | 9.0  | 9.0  | 8.3   | 8.3  | 8.5   | 8.0   | 8.0   | -0.3    | -0.2  |
| 新增人民币贷款       | 万亿人民币  | 2.6   | 2.5   | 4.2  | 3.8   | 3.2   | 2.4   | 4.9  | 4.2  | 4.1  | 3.0   | 5.8  | 3.9   | 3.3   | 3.0   | -0.2    | 0.0   |
| M2增速（季末值）     | 同比%    | 11.5  | 11.3  | 10.6 | 9.4   | 9.2   | 8.2   | 8.2  | 8.0  | 8.3  | 8.1   | 8.6  | 8.5   | 8.0   | 7.8   | -0.4    | -0.5  |
| 一年期定存（季末值）    | %      | 1.50  | 1.50  | 1.50 | 1.50  | 1.50  | 1.50  | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50  | 1.50 | 1.50  | 1.50  | 1.50  | 0.00    | 0.00  |
| 出口名义增速（美元计价）  | 同比%    | -6.1  | -5.2  | 7.7  | 9.3   | 7.0   | 10.0  | 17.6 | 12.2 | 12.2 | 5.5   | 1.4  | -1.0  | 0.1   | -6.0  | 5.1     | 0.0   |
| 进口名义增速（美元计价）  | 同比%    | -4.3  | 2.3   | 25.0 | 14.6  | 14.4  | 13.1  | 19.2 | 20.5 | 20.5 | 5.6   | -4.8 | -3.9  | -7.9  | -5.0  | 2.1     | 0.0   |
| 贸易顺差          | 十亿美元   | 144.3 | 132.2 | 66.0 | 121.6 | 117.1 | 133.1 | 49.1 | 94.8 | 87.6 | 135.8 | 76.3 | 105.1 | 138.3 | 118.5 | -7.9    | 0.0   |
| 人民币兑美元汇率（季末值） | 人民币/美元 | 6.68  | 6.94  | 6.90 | 6.77  | 6.64  | 6.53  | 6.29 | 6.62 | 6.88 | 6.87  | 6.72 | 6.87  | 7.15  | 7.20  | 0.25    | 0.35  |
| 存款准备金率（季末值）   | %      | 17.0  | 17.0  | 17.0 | 17.0  | 17.0  | 17.0  | 17.0 | 15.5 | 15.5 | 14.5  | 13.5 | 13.5  | 13.5  | 13.0  | 0.5     | 0.5   |

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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\\_9783](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9783)

