2019 年 9 月 29 日
陈骁；魏伟；郭子睿

10月份宏观月报

9月高频数据释放了什么信号?

■ 核心观点

第一，从生产端来看，9 月份 6 大集团发电耗煤量同比增速为 1.9%，是 2019 年以来的第二次转正，显示工业生产有所回暖。

第二，从需求端来看，汽车销售未见好转，汽车消费大概率依然较弱，会继续拖累社零增速；土地市场延续冷清，房地产销售受企业加大促销力度有所回暖，房地产投资短期可能仍具有韧性。

第三，从物价水平来看，通胀依然体现为结构性分化的特点，CPI 的上行压力依然主要来自猪肉价格的持续上涨，不过 9 月份猪肉价格的上涨幅度已经有所放缓，非食品价格和工业品价格增速存在下行压力。因此，即使 CPI 增速可能在 2019 年第 4 季度创本轮新高（如达到或突破 3.0%），但本轮 CPI 增速上升已经接近尾声。

第四，整体来看，9 月份经济依然存在下行压力，但下行幅度较为有限。发改委、财政部、央行记者会以及央行三季度货币政策例会也表示当前中国经济运行在合理区间，中国财政、货币政策应对下行压力的空间较大，强调“珍惜正常的货币政策空间”。这意味着央行对经济下行压力的容忍度比较高。若经济只是温和回落，考虑到猪肉价格的持续上涨会影响到通胀预期，短期中国的货币政策料将较为审慎。

本月市场重点

■ 9 月高频数据释放了什么信号?

8 月份的经济数据全面回落，针对经济下行的逆周期调控政策也密集出台，那么 9 月份的经济如何呢？下面我们主要从 9 月份的高频数据来分析经济基本面。

从生产端来看，9 月份 6 大集团发电耗煤量同比增速为 1.9%，是 2019 年以来的第二次转正，显示工业生产有所回暖。2019 年 1-8 月 6 大集团发电耗煤量同比平均增速为-9.9%，只有 3 月份转正为 4.0%，3 月份的工业增加值也大幅反弹至年内高点 8.5%。9 月份发电耗煤量同比增速转正，但工业生产回暖的幅度可能不及 3 月份相应的幅度。这是由于，一方面发电耗煤同比的转正是受益于去年环保限产力度较大导致的低基数效应，另一方面从近三年平均水平看，火电占全社会发电量的比例往往在 9、10 月份较低。这就意味着，9 月份的火电虽然有所好转，但并不意味着整个社会的发电也对应好转。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

从需求端来看，汽车行业消费以及房地产投资仍是分别决定社零增速和固定资产投资增速变化的决定因素。具体来看：

汽车销售未见好转，汽车消费大概率依然较弱，会继续拖累社零增速。根据乘联社公布的 9 月前三周汽车零售销量同比分别为-21%、-10%、-20%，下跌趋势较上月有所扩大。此外，汽车产业景气先行指数自 2019 年以来持续下行，6 月份最新为 81.96，是 2016 年以来的新低，这意味着汽车行业短期内难以大幅回暖，汽车消费大概率依然保持弱势，这会对社零增速产生拖累。

土地市场延续冷清，房地产销售受企业加大促销力度有所回暖，未来恐难持续。**从土地市场来看**，进入 9 月份以来 100 大中城市土地成交的数量和价格下行幅度扩大，土地市场降温现象延续。土地成交数量方面，延续 6 月中旬以来的震荡下行态势， 9 月份住宅类用地单周平均成交土地 366 万平方米，大幅低于去年同期 522 万平方米，也低于 8 月份的单周平均 418 万平方米。土地成交价格方面，9 月份成交土地溢价率 8.74%，低于 8 月份的 10.3%，更大幅低于今年二季度的 21.1%。受此影响，9 月份单周成交住宅类土地总价 480 亿元，低于去年同期单周 502 亿，大幅低于今年 2 季度单周成交总价 559 亿，这意味着土地购置费短期仍有较大的下行压力。**从房屋成交来看，**9 月份 30 个大中城市商品房单周平均成交面积 359 万平方米，较 8 月份有所反弹，无论环比还是同比都出现一定程度的改善。这可能是由于房地产企业在整体融资环境大幅收紧下，加大销售力度回款，这会在一定程度上透支未来的房地产需求，房地产销售改善恐难以持续。目前支撑房地产投资的主要源于施工面积增速保持高位，未来随着拿地的持续下行、新开工逐渐回落以及竣工的回升，房地产的施工面积增速也将会逐渐走弱，不排除房地产投资超预期下行的可能。

从物价水平来看，通胀依然体现为结构性分化的特点，CPI 的上行压力依然主要来自猪肉价格的持续上涨，非食品价格和工业品价格增速存在下行压力。针对猪肉价格的上涨，我国采取一系列举措，如放宽农户养殖的约束、加大定向补贴和融资优惠、增加猪肉进口、持续投放储备冻肉等。在国庆节前，我国在 9 月 19 日、9 月 26 日以及 9 月 29 日分别投放储备冻猪肉 1 万吨，有助于抑制节假日期间猪肉价格的大幅上涨。9 月份猪肉价格的上涨已经有所放缓，上周（9 月 16–22 日）猪肉批发价格为每公斤 36.4 元，比前一周略有下降。 往后看，由于从能繁母猪存栏到生猪出栏存在大约 10 个月的时滞，猪肉价格仍有上涨压力，但上涨的幅度会持续放缓。**因此，即使 CPI 增速可能在 2019 年第 4 季度创本轮新高（如达到或突破 3.0%），但本轮 CPI 增速上升已经接近尾声。**

综上来看，9 月份经济依然存在下行压力，但下行幅度较为有限。生产端，工业生产有所修复回升；需求端，汽车销售未见好转，汽车消费大概率依然较弱，会继续拖累社零增速。房地产销售受地产商加大销售力度的影响有所回暖，房地产投资短期仍具有韧性，经济整体下行压力有限。政策层面，发改委、财政部、央行记者会以及央行三季度货币政策例会也表示当前中国经济运行在合理区间，中国财政、货币政策应对下行压力的空间较大，强调“珍惜正常的货币政策空间”。这意味着央行对经济下行压力的容忍度比较高。若经济只是温和回落，考虑到猪肉价格的持续上涨会影响到通胀预期，中国的货币政策料将较为审慎。

图表1　宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q2	2019-08	2019-09	2019Q3	2019E
经济增长						
GDP 同比（%）	6.6	6.2	-	-	6.1	6.2
工业增加值同比（%）	6.2	5.6	4.4	4.8	5.3	5.5
固定资产投资累计同比（%）	5.9	5.8	5.7	5.4	5.7	5.5
名义消费同比（%）	9.0	8.5	7.5	7.4	7.9	8.0
出口同比（%）	9.9	-1.0	-1.0	-3.0	-3.2	-3.0
进口同比（%）	15.8	-4.1	-5.6	-6.0	-6.9	-6.5
贸易盈余（亿美元）	3518	1064	348	331	830	3853
通货膨胀						
CPI 同比（%）	2.1	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5

	PPI 同比（%）	3.5	0.5	-0.8	-1.5	-0.9	-1.0
货币信贷							
	M2 同比（%）	8.1	8.5	8.2	8.0	7.9	8.0
	1 年期存款利率（%）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	存款准备金率-大型机构（%）	14.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0
	人民币兑美元汇率中间价	6.86	6.87	7.02	7.04	7.15	7.20

资料来源：WIND，平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 五部委联合印发《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》

事件描述：9 月 20 日，财政部、人社部、国资委、税务总局、证监会发布《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》。明确了国资划转社保基金时间表，即中央和地方划转部分国有资本充实社保基金工作于 2019 年全面推开。其中，中央层面，具备条件的企业于 2019 年底前基本完成，确有难度的企业可于 2020 年底前完成，中央行政事业单位所办企业待集中统一监管改革完成后予以划转；地方层面，于 2020 年底前基本完成划转工作。

点评：国资转社保的主要考量是当前我国养老金充足性存在不足，由于我国人口结构老龄化情况日益严峻，养老金缺口在逐步扩大，且由于养老金的特殊性，其资本补充只能通过开源来实现。因此，在国资转社保试点完成的条件下尽早推出是合理的。这也是时间表安排较为紧凑，要求 2019 年及 2020 年两阶段全部完成的原因。当前我国国有资产大约 180 万亿元，按照 10%的比例划转大约为 18 万亿元。由于社保基金需要履行 3 年以上禁售期义务，且不干预企业日常管理，本次转股对于国有企业的管理影响应该不大。

■ 央行全面降准 0.5 个百分点

事件描述：人民银行决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。在此之外，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

点评：**1）这次降准的主要逻辑在于**：其一，短期经济下行压力加大，强化逆周期调控；其二，降低银行资金成本，有助于银行压缩 LPR 报价的加点幅度，从而降低贷款实际利率；其三，缓解银行间市场流动性分层，促进城市商业银行加大对小微、民营企业信贷支持；其四，结构性通胀、人民币汇率对货币政策宽松的掣肘有限。2）**9 月 4 日的国常会以及 9 月 6 日的降准决定，标志着货币政策真正的转向宽松**。3）**在国内经济存在下行趋势、就业压力逐渐加大以及全球主要经济体纷纷降息的背景下，中国的 MLF 操作利率下行也是大势所趋**。之前制约我国基准利率下调的主要因素是人民币汇率贬值压力加大和房地产价格进一步上涨，目前这两个约束因素都在弱化。4）**从利率并轨的角度来看，短期下调 MLF 利率的必要性似乎并不大**。在 LPR 市场报价改革之后，央行更倾向于压缩商业银行的加点幅度而非下调 MLF 利率来降低贷款利率。事实上，本次央行之所以再次使用全面降准而非完全结构性降准的一个重要考量也是想通过降低商业银行的负债成本来压缩 LPR 报价的加点幅度，而且本次的降准本身也在降低在短期内下调 MLF 利率的必要性。5）**至于短期的 OMO 公开市场操作利率，我们认为短期内下调的概率不大**。这主要是由于在 LPR 报价改革之后，我国之前致力于修复的货币政策传导模式由 “政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”转为“MLF 利率——LPR 利率—贷款利率”，在新的货币政策传导模式中，短期 OMO 利率的重要性有所下降。短期公开市场操作利率将部分发挥防止债券市场加杠杆的功能，其波动性将会有所提高。

■ 逆周期宏观调控力度将增加

事件描述:9 月 4 日，国务院总理李克强 9 月 4 日主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。另外，本次国常会还释放了降准信号。

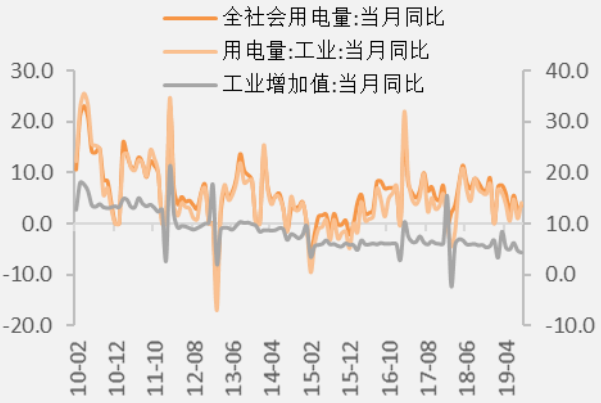
点评：本次国常会对于专项债的要求主要是为了应对当前的经济形式：更趋复杂严峻的外部环境和面临下行压力的国内经济。希望通过发行专项债来为经济增加有效投资。而专项债发行期限的要求则是由于专项债预算对应的项目储备、预算下达、拨付项目使用见效都需要时间。就今年 1-8 月我国地方政府债的发行情况来看，其特点是发行进度加快、利率成本下降、债券期限延长并重点用于稳投资、补短板项目上。然而面对更加严峻的经济形势，确保专项债 10 月前拨付到项目上能够在明年产生效果，从而撬动更多资金，从而托底经济。

月度经济数据预测

■ **工业：预计 9 月工业增加值增速 4.8%**

2019 年 8 月份制造业 PMI 为 49.5%，生产、需求、进口、出口、从业人员等分项指标整体有所恶化，制造业景气度小幅回落，反映经济存在下行压力。

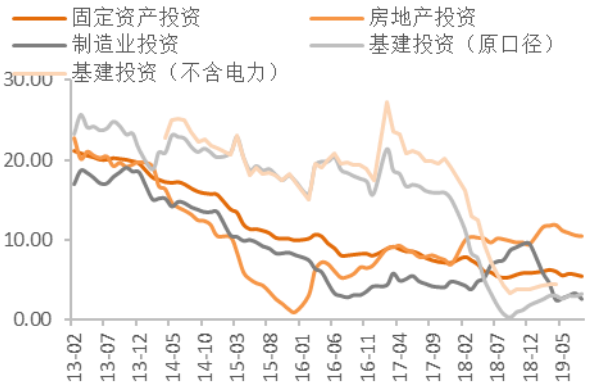
9 月高频数据：6 大集团发电耗煤增速回调至 1.9%；汽车销量大幅回落至-26.97%；钢材累库继续小幅上行；水泥价格同比大幅上涨。总体而言，预计 9 月工业增加值 4.8%。



■ **投资：预计 9 月固定资产投资增速 5.4%**

制造业投资方面，受减税降费影响持续温和反弹；基建投资方面，随着地方债资金使用以及 2020 年部分额度提前在 4 季度发行，预计 4 季度基建投资有望显著反弹；

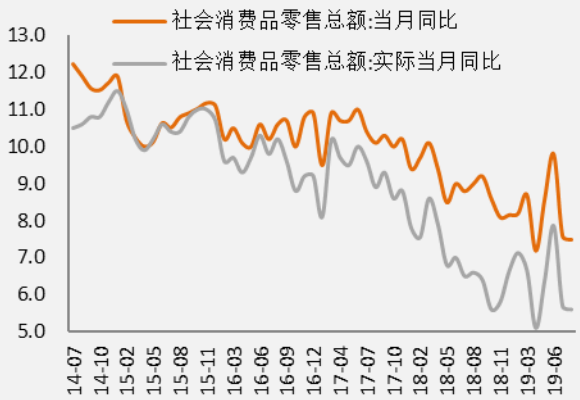
房地产投资方面，已确定进入下行周期，随着房企融资收紧，房企拿地热情大幅下降，未来房地产增速大概率继续下行，不排除断崖式下跌风险；展望来看，预计 9 月投资增速小幅降至 5.4%。



■ **消费：预计 9 月社零消费增速 7.4%**

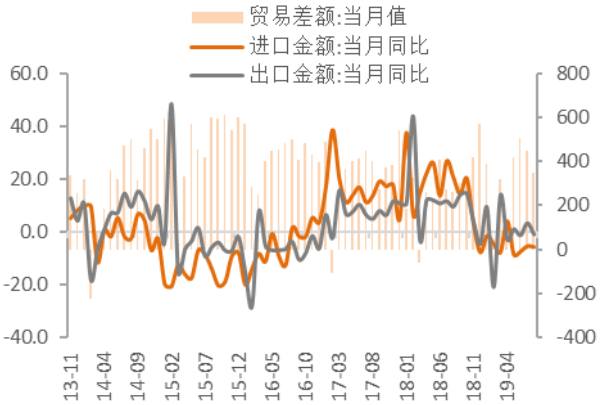
8 月份限额以上单位汽车类商品零售额同比下降 8.1%，降幅比 7 月份扩大 5.5 个百分点；除去汽车板块外，社零消费增速有所回升。

短期内汽车消费增速仍是拖累社零消费增速的主导因素，随着各城市对放松汽车限购的落实，一定程度有望缓解汽车消费的持续下滑。短期来看，预计 9 月份消费增速小幅降至 7.4%。



■ **外贸：预计 9 月出口增速-3.0%，进口增速-6.0%**

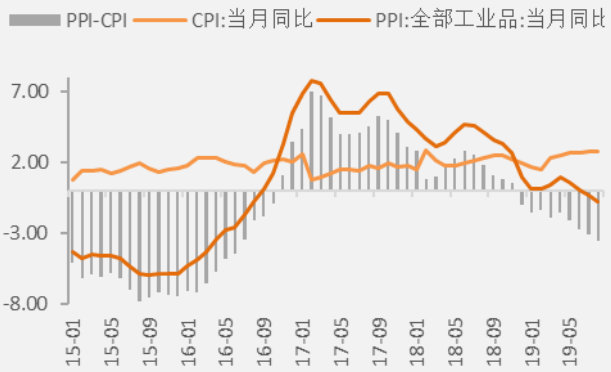
出口方面，全球经济下行压力进一步增大，7、8 月份整体的出口增速回升仍有抢出口因素的支撑，但这一支撑因素在逐渐减弱；进口方面，考虑到本轮政策托而不举的特点，进口增速难以大幅反弹，大概率维持低位震荡；短期预计 9 月出口增速继续回落至-3.0%、进口增速-6.0%，贸易差额 331 亿。



■ **通胀：预计 9 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比-1.5%**

9 月，商务部食用农产品价格指数同比增速由 12.6%回落至 11.8%，农业部农产品批发价格指数同比增速由 7.19%降至 1.45%。22 省市平均猪价环比从 31.4%回落至 16%，同比从 75.9%上涨至 80.6%。布伦特油价同比降至-23.2%。最终预计 CPI 同比维持在 2.7%。

PMI 已连续 3 个月处于荣枯线下，工业企业利润增速仍在负区间徘徊，工业景气度总体低迷的状况决定 PPI 难有强劲表现，预计 9 月 PPI 同比增速降至-1.5%。



图表2　重要高频经济数据跟踪

	高频经济指标	上月值（2019.08）	当月预测（2019.09）	下月趋势（2019-10）
工业	6 大发电日均耗煤量同比	-2.24%	1.90%	↑
	发电量同比（规上口径）	1.70%	1.70%	↑
	高炉开工率	67.96%	57.60%	↓
	粗钢产量同比	9.30%	9.40%	↑
	水泥价格同比	0.96%	3.28%	↑
	工业增加值同比	4.40%	4.80%	↑
	工业企业利润累计增速	-1.70%	-1.80%	↓
投资	新增中长期贷款占比	0.73	0.50	↓
	发改委基建项目批复规模（亿元）	1329.22	1628.70	↑
	固定资产投资增速	5.70%	5.40%	↓
消费	消费者信心指数	124.40	124.50	↑
	城镇居民人均可支配收入同比	8.00%	8.10%*	↑
	社会消费品零售总额增速	7.50%	7.40%	↓
外贸	PMI 新出口订单	47.20	47.10	↓
	PMI 进口指数	46.70	46.50	↓
	BDI 指数	2378.00	1857.00	↓
	CCBFI 指数	1071.59	1099.09	↑
	CCFI 指数	833.29	807.84	↓
	出口同比增速	-1.00%	-3.00%	↓
	进口同比增速	-5.60%	-6.00%	↓
	外贸差额(亿美元)	348	331	↓
通胀	农产品批发价格 200 指数	113.13	113.09	↓
	食用农产品价格指数	128.91	132.52	↑
	猪肉价格周环比	8.90%	-0.40%	↓
	布伦特原油价格月同比	-26.31%	-23.18%	↓
	CPI 同比	2.80%	2.70%	↓
	PPI 同比	-0.80%	-1.50%	↓

资料来源：WIND，平安证券研究所

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_9854