

宏观研究/数据预测月报

2019年09月29日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 预计 CPI 当月同比小幅回落》
2019.09
- 2 《宏观: 国内长端无风险利率仍有下行空间》
2019.08
- 3 《宏观: 经济尚有韧性, 谨防信用收缩》
2019.07

三季度经济增速大概率小幅回落

9 月经济数据预测

CPI 可能继续维持高位, 三季度经济增速大概率小幅回落

7/8 月工业生产数据连续较弱, 进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动。夏季异常天气因素(台风等)以及国庆前的环保限产对 9 月工业生产可能有一定影响, 我们认为 9 月工业生产数据显著反弹可能性较小。需求端, 消费仍有韧性, 但传统制造业——食品烟酒、纺织家具等行业投资增速下行压力仍然存在。我们认为三季度 GDP 增速可能为+6.1%, 较二季度继续小幅下行。无风险利率目前走势受通胀预期影响较大, 8 月 CPI 维持 2.8%, 仍处于高位, 油价后续不确定性升温, 猪肉共振仍是我国 CPI 核心风险因素, 我们预计债市近期维持震荡走势。

预计 9 月工业增加值当月同比+4.8%, 1-9 月固定资产投资累计同比+5.5%

8 月工业增加值当月同比+4.4%, 连续两个月低于+5%。2018Q1~2019Q2, 工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%。考虑节前环保限产和节假日休假等因素, 9 月工业生产数据出现明显反弹可能性较低, 预计 9 月工业增加值当月同比+4.8%。我们预计 1-9 月制造业投资累计同比+2.8%; 基建投资(统计局口径)累计同比+4.5%, 稳中有升; 地产投资累计同比+10.3%, 较前值小幅回落。预计 1-9 月整体固定资产投资累计同比+5.5%。

预计 9 月 CPI 同比+2.8%, PPI 同比-1.3%

8 月 CPI 同比+2.8%, 高于我们预期 0.2 个百分点。我们认为目前物价整体上涨压力仍然可控, 维持去年年度策略报告中对 2019 全年 CPI 中枢+2.5%的判断, 预计 9 月 CPI 环比+0.7%, 同比+2.8%。8 月 PPI 环比连续第三个月为负, 但环比跌幅逐月收窄。预计 9 月 PPI 环比+0.2%, 同比增速-1.3%。受制于翘尾因素, 今年三季度到四季度前半段, PPI 同比增速可能继续探底, 但 12 月份有望触底反弹。

预计 9 月社会消费品零售总额同比增速+7.5%

我们预计 9 月社会消费品零售总额同比增速+7.5%, 同于前值。我们认为消费表现分化, 汽车消费是主要拖累项, 除汽车外消费韧性较强。我们对四季度及全年消费走势不悲观, 预计仍有韧性, 收入增速高于 GDP 增速有助于稳消费, 失业风险有限, 消费刺激政策旨在优化消费结构、助力消费升级及挖掘消费潜力, 对整体提振作用有限。外部变化仍是较大风险, 关税升级的实质性影响将逐步显现。综合判断, 我们认为下半年消费整体趋稳, 预计四季度消费仍有韧性。

人民币计价, 预计 9 月出口同比+3.2%, 进口同比-0.4%, 贸易顺差 370 亿美元

我们预计 9 月出口当月同比增速按照人民币计价+3.2%, 按照美元计价+0.6%。全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。在一二线房地产没有实质性放松, 我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下, 预计内需拉动进口的力量可能有所削弱。预计 9 月进口增速按照人民币计价-0.4%, 按照美元计价-2.6%, 预计 9 月份贸易顺差为 370 亿美元, 今年以来“衰退式顺差”的格局仍会延续。

预计 9 月信贷新增 1.4 万亿, 同比+12.3%; 社融新增 1.57 万亿, 同比+10.3%

9 月为传统信贷投放大月, 目前央行引导信贷加强结构性调节, 限制地产企业信贷及居民短期消费贷款违规流入地产领域, 但是加强对制造业中长期贷款和民营小微企业信贷的引导。我们预计 9 月新增信贷 14000 亿元, 同比增速+12.3%; 9 月地方政府专项债剩余额度不多, 且票据仍面临较大规模到期量, 预计 9 月社融新增 1.57 万亿, 同比增速+10.3%。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价、油价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

CPI 可能继续维持高位，三季度经济增速大概率小幅回落

7/8 月工业生产数据连续较弱，进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动；夏季异常天气因素（台风等）对工业生产形成一定负面影响，国庆将至，环保限产对 9 月工业生产也可能有一定影响，我们认为 9 月工业生产数据显著反弹可能性较小。需求端，消费仍有韧性，但传统制造业——食品烟酒、纺织家具等行业投资增速下行压力仍然存在。我们认为三季度 GDP 增速可能为+6.1%，较二季度继续小幅下行；但考虑经济普查可能追溯上调历史 GDP 增速等因素，完成年初政府工作报告制定的年度增长目标的难度不大。

9 月 4 日国常会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资。9 月 6 日央行宣布从 9 月 16 日起全面降准，我们认为是落实国常会的政策思路。会议同时强调要加快落实降低实际利率水平的措施，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。近期重要会议频繁释放“六稳”发力的信号，我们认为维稳是短期工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望对生产端形成一定的刺激提振，一定程度上对冲经济下行速率。

8 月 17 日央行发布公告，对改革完善 LPR 形成机制提出具体安排，落实国常会部署。不过央行二季度货币政策执行报告持续关注通胀不确定性及中小银行风险，我们认为这些因素或仍掣肘央行降息，即央行很难有较大的政策放松。9 月 20 日按照新报价机制的 LPR 第二次报价 1 年期 4.20%，较上月报价小幅下降 5BP，5 年期 4.85%，与上月报价持平，我们认为 1 年期 LPR 下降主因是受降准资金量释放的利好，体现央行降准降低银行资金成本后的报价引导，但是我们认为，只降 LPR 不降 MLF 长期不可持续；5 年期 LPR 报价持平也体现央行结构性调控地产按揭贷款利率的思路。

无风险利率目前走势受通胀预期影响较大，8 月 CPI 维持 2.8%，仍处于高位，9 月食品类——猪肉、牛羊肉、蛋类价格高频数据同比涨幅较 8 月继续扩大，CPI 四季度突破 3% 风险仍然存在。近期中东地区局势不稳，油价后续不确定性升温，猪油共振仍是我国 CPI 核心风险因素，我们预计债市近期维持震荡走势。

预计 9 月工业增加值当月同比+4.8%

8 月工业增加值当月同比+4.4%，连续两个月低于+5%。7 月份生产端回落幅度较大的是汽车制造、通用和专用设备制造业，8 月份设备制造业增加值延续回落，汽车行业生产有所反弹。2018Q1~2019Q2，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%，而三季度前两个月均值为+4.6%，我们认为 8 月的台风等异常天气、以及临近国庆的环保限产等因素，对工业生产形成了一定负面影响。考虑节前环保限产和节假日休假等因素，9 月工业生产数据出现明显反弹可能性较低。我们预计 9 月工业增加值当月同比+4.8%。

我们认为今年四季度或是 PPI 同比的阶段性低点，PPI 和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，继续关注减税降费政策的落地及效应体现。未来企业盈利的修复或有望逐步提振企业生产信心。

预计 1-9 月固定资产投资累计同比+5.5%

预计 1-9 月制造业投资累计同比+2.8%；基建投资（统计局口径）累计同比+4.5%，稳中有升；地产投资累计同比+10.3%，较前值小幅回落。预计 1-9 月整体固定资产投资累计同比+5.5%。

需求端未见明显复苏、中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续制约制造业企业资本开支。去年9-12月基数维持较高，对今年9-12月制造业投资数据产生压力。但制造业投资仍然存在一些积极的结构因素。一是高技术制造业投资增长较快。1-8月高技术制造业投资增速+12%，较1-7月继续加速，国家加大对科创行业融资的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。二是技术改造投资增长较快。1-8月制造业投资当中，技术改造投资增长9.5%，增速高于全部制造业投资6.9个百分点。三是从今年末到明年一季度，PPI触底回升、工业企业盈利修复的逻辑，有望带动传统制造业投资增速企稳。

今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-8月同比增速仍在零附近，地方政府基建资金来源仍然受限。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，我们认为政策对冲对于基建投资有一定正面意义，但年内短期呈现明显正面影响的可能性有限，更可能在明年一季度看到政策效果。预计年内基建投资继续体现结构分化，总体增速较难出现大幅上行。全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

房地产开发投资自4月创年内至今高点以来（1-4月累计同比11.9%），5-8月已经连续四个月增速回落，基本符合我们预期。目前来看，土地购置费计入的因素正在减弱，而在资金链压力下，未来建安投资增长的持续性仍然存疑。我们仍然维持房地产投资未来趋势平缓下行的判断。我们认为，7月底政治局会议提出绝不将房地产作为短期刺激经济的手段，未来房地产销售增速大幅反弹的可能性也较低。

预计9月CPI同比+2.8%，PPI同比-1.3%

8月CPI同比+2.8%，高于我们预期0.2个百分点。我们认为目前的物价整体上涨压力仍然可控，维持去年年度策略报告中对2019全年CPI中枢+2.5%的判断，但食品端由于猪肉涨幅较大、以及牛羊肉替代消费引起的涨价压力，仍使得CPI存在短期突破+3%的风险。今年四季度各月份CPI同比增速可能维持在+2.5%~+3%之间，我们最担心的是在生猪补栏仍需时间、猪价可能仍将在一段时间内维持高位的背景下，中东地区地缘政治因素带动油价短期上行、形成“猪油共振”的风险情形，这种情况下CPI可能面临较大上行压力。

8月猪肉CPI环比+23.1%、同比+46.7%，环比和同比涨幅均较前值明显扩大；统计局解释主要受猪肉供应偏紧影响。农业部数据显示8月生猪存栏量较7月继续环比下行9.8%，我们认为，受非洲猪瘟疫情影响，前期生猪存栏过度去化，补栏尚需时间。截至9月27日，9月份农业部口径猪肉均价同比涨幅达到+80%，环比涨幅达到+25%。国家对猪价持续上涨给予了较高关注，目前已经调集多批次冷冻储备猪肉投放市场，缓解猪价上行压力。9月第二周以来猪价环比涨幅有所放缓。另一方面，我们认为猪肉价格的持续上涨将对猪肉消费产生更明显的抑制，促使猪肉消费向牛羊禽肉等替代品转移。我们预计9月CPI环比+0.7%，同比+2.8%。

8月29日，国家发改委表示为应对物价上涨，减轻困难群众的生活影响，已累计发放24亿元人民币的补贴；9月6日，发改委表示将增加猪肉、水果、蔬菜等农产品生产供应，保持物价总体稳定。临时价格补贴等措施有望在一定程度上对冲消费品价格上涨对社零消费的负面影响。

8月PPI环比连续第三个月为负，但环比跌幅逐月收窄。我们认为今年对PPI环比表现的最重要影响变量仍可能来自供给端，在去产能“回头看”和环保督查的综合影响下，四季度PPI环比在部分月份当中或仍呈现正增长。从高频数据来看，9月份上中游原材料价格环比普遍强于8月份，可能受国庆将临、环保限产影响。预计9月PPI环比+0.2%，同比增速-1.3%。受制于翘尾因素，今年三季度到四季度前半段，PPI同比增速可能继续探底，但12月份有望触底反弹。

结合需求侧的对冲政策、以及PPI翘尾因素，我们认为今年四季度末可能是PPI同比增速的阶段性的低点，叠加财政减税降费对小微企业经营环境的积极影响，工业企业盈利累计同比增速有望在今年年末到明年一季度转正。

预计9月社会消费品零售总额同比增速+7.5%

预计9月社会消费品零售总额同比增速+7.5%，同于前值。我们认为，消费表现继续分化，汽车消费是核心拖累项，国五转国六带动需求前置，造成的阶段性汽车需求缺口导致三季度汽车消费相对低迷，考虑下半年汽车消费基数渐高，短期快速修复可能性较低，预计汽车消费仍将拖累整体，仍将处于缓慢修复过程。除汽车外的消费韧性较强，预计仍将维持在较高水平。整体来看，我们认为社零消费累计同比仍将保持平稳走势，我们对四季度消费不悲观，预计仍有韧性。首先居民可支配收入增速快于实际GDP增速有利于稳消费；同时，在失业率不出现根本性恶化情况下，消费超预期下行风险较低，如果未来外部环境恶化对失业率仍有扰动。年内以来，政策积极发布多项消费刺激政策，我们认为政策核心目的在于优化消费结构、助力消费升级及挖掘消费潜力，高端汽车、化妆品、文化办公用品等高端消费表现相对占优，农村消费较整体消费表现相对较好；但预计现有刺激政策对消费的整体提振作用相对有限。我们认为当下导致消费超预期下行的最大风险来自海外，关税升级的实质性影响或逐步显现，预计会对消费走势带来一定扰动。

预计9月全国调查失业率+5.2%持平前值，就业形势总体稳定

预计9月全国调查失业率+5.2%持平前值，同比上行0.3个百分点，与今年整体经济形势相一致，随着进出口、地产、工业增加值等数据继续回落，各经济部门仍面临较大就业压力。但是失业率距离+5.5%目标值仍有空间，就业市场较为稳健。今年失业率中枢较去年明显提升，年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，预计失业率+5.5%左右仍将是今年重要的政策底线，后续相关政策将继续发力托底就业形势，触发逆周期政策的可并非稳增长，而是稳就业，预计全年实现+5.5%目标难度不大。

预计9月出口（人民币计价）同比增加+3.2%，进口（人民币计价）同比增加-0.4%，贸易顺差370亿美元

我们预计9月出口当月同比增速按照人民币计价+3.2%，按照美元计价为+0.6%。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。目前来看，虽然全球货币政策作出适应性调整，中美贸易摩擦出现阶段性缓和迹象，但我们认为，这种负面影响可能仍会持续存在。全球贸易需求的回暖预计会等到明年年初。从需求端的数据来看，9月欧元区制造业PMI为45.6，日本PMI数据为48.9，均处于荣枯线以下，而且仍然在趋势性走低。我们认为，按照人民币计价的增速维持正的原因在于5月底以来人民币出现了较大幅度的贬值，形成了较强的计价效应。

预计9月进口增速按照人民币计价-0.4%，按照美元计价-2.6%，预计9月份贸易顺差为370亿美元。从我国8月宏观数据来看，国内需求仍然较弱，虽然LPR利率下调和专项债额度提前下达体现了一定的逆周期调控的政策意图，但政策发挥实际作用我们认为仍然会有时滞。在一二线房地产没有实质性放松，我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下，预计内需拉动进口的力量可能有所削弱，因此我们判断9月进口增速并不会很高。我们预计今年以来“衰退式顺差”的格局仍会延续。

预计9月信贷新增1.4万亿, 增速+12.3%, 社融新增1.57万亿, 增速+10.3%, M1+3%, M2+8.3%

9月为传统信贷投放月, 目前央行引导信贷加强结构性调节, 限制地产企业信贷及居民短期消费贷款违规流入地产领域, 但是加强对制造业中长期贷款和民营小微企业信贷的引导, 同时, LPR 机制改革对于企业降低融资成本有边际改善, 整体看, 我们预计新增信贷14000亿元, 同比增速+12.3% (较前值继续回落0.1个百分点)。虽然社融增速去年同期基数走低, 但9月地方政府专项债剩余额度不多, 且票据仍面临较大规模到期量, 预计这两项将拖累社融同比增量, 预计9月社融新增1.57万亿, 同比增速+10.3% (较前值回落0.4个百分点)。在地产金融政策仍未放松及经济形势走弱、企业融资需求不足的情况下, 预计后期信贷仍难大幅放量, 社融数据仍将承受一定压力。

货币政策正在经历向稳健略宽松的艰难切换, 9月初降准预计对M2构成支撑, 货币乘数仍将处于高位, 我们预计9月M2增速较上月回升0.1个百分点至+8.3%。地产销售低迷, 预计9月M1增速+3%, 较前值回落0.4个百分点。

图表1: 9月宏观经济数据预测

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019M8 预计	2019M8 实际	2019M9 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.5	6.4	6.4	6.2			6.1
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6	5.7	6.2	5.6	5.2	4.4	4.8
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	5.4	5.9	6.3	5.8	5.6	5.5	5.5
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9	8.3	8.4	8.5	8.3	7.5	7.5
CPI							
(当期同比, %)	2.3	2.2	1.8	2.6	2.6	2.8	2.8
PPI							
(当期同比, %)	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.9	-0.8	-1.3
出口							
(当期同比, %)	9.8	8.5	6.6	5.7	1	2.6	3.2
进口							
(当期同比, %)	19.1	9.1	0.5	2.3	-1	-2.6	-0.4
贸易差额							
(亿美元)	851	1320.5	763.3	1064	300	348.3	370
M2							
(当期同比, %)	8.3	8	8.3	8.5	8.1	8.2	8.3
社会融资总额							
(当期, 亿元)	53326	38556	81975	50562	18000	19,771.13	15700
人民币贷款							

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_9857

