

日期：2019 年 10 月 11 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

# 价格拐点初现 经济延续平稳

——2019 年 9 月份宏观经济数据预测

## ■ 主要观点：

**9 月份宏观数据预测：**CPI=2.5, PPI=-1.4, 出口=-2.4, 进口=-5.2, 顺差=350 (USD) 亿, M2=8.2, M1=3.6, 新增信贷 15000 亿, 信贷余额 12.5, 工业 6.2, 消费 8.0, 投资 5.6。

## 经济韧性渐成市场看法

对经济前景预期的市场主流看法是韧性十足：经济平稳中核心通胀依然低迷，货币延续平稳，大幅恶化也不为市场担忧。最新预测分布的特征表明，经济主流预期仍然平稳，说明经济“韧性”得到一定程度认可，但机构间分歧仍然较大，且预测分布并无正态分布集中现象，在预测区间分布上较为平均；这表明宏调部门的预期引导仍需加强。

## 我们看法：价格拐点 市场筑底

通胀拐点出现，经济现企稳信号，核心通胀依旧。经济增长各项动力皆在低速中平稳运转；全球货币重趋宽松和转向降息的大环境下，中国中性货币基调不变，货币增长平稳，货币过度深化的环境决定即使“宽信用”发展缓慢，流动性平稳格局也不变。外贸发展维持弱平衡状态，“衰退式”高顺差即使维持。流动性平稳局面将得到市场认可，市场将预期通胀高点已过，货币和债市利率将回落，长期看的市场利率体系下行将再启。

## 房地产市场：楼市运行价格、成交双平稳

房贷利率“换锚”工作率连续展开，从原来的基准利率到 LPR；各地、各行陆续公布房地产按揭利率的新利率指引，各地尺度不一，实际标准有升有降。综合来看，相比改革之前，LPR 机制下的贷款利率并无明显变化。成交延续了下台阶后的平稳运行态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区已经找到。

## 猪肉价格走高，CPI 拐点渐现

受供应减少影响和市场情绪化反应影响，下半年以来的猪肉价格快速上涨，并创出历史新高。猪肉价格的上涨也带动了其它肉类产品的上涨，是的食品价格较高运行态势得以保持惯性。受基数效应影响，未来猪肉价格对 CPI 同比的影响将部分得以弱化 9 月 CPI 新高后，在基数效应下，通胀拐点将现。

## 资本市场缓慢回暖中结构分化

当前市场对经济中长期前景预期仍然偏软，对经济回暖预期仍没形成，但也无恶化。为维持货币平稳，未来 6-12 月再降准和降息的概率还是较高的，LPR 定价机制变革并不会改变降低存贷款基准利率的必要性随着中国经济走出“底部徘徊”阶段迹象的愈发呈现，中国资本市场平稳中分化、回暖的趋势将愈发明显。

## 当前市场对宏观经济形势的认识

### 市场看法：经济韧性渐成市场看法

按照《证券市场周刊》的9月份经济数据提前预测 POLL 表明，对经济前景预期的市场主流看法是韧性十足：经济平稳中核心通胀依然低迷，货币延续平稳；工业、消费、投资的预测中值（均值）都反映了市场对经济的平稳预期，尽管国际经济环境变化影响，进出口增长预期继续萎缩，但大幅恶化也不为市场担忧。

最新预测分布的特征表明，经济主流预期仍然平稳，说明经济“韧性”得到一定程度认可，但机构间分歧仍然较大，且预测分布并无正态分布集中现象，在预测区间分布上较为平均；这表明宏调部门的预期引导仍需加强。价格主流预期有所回落，分布较为集中，说明市场的高通胀预期已弱化；工业品价格通缩的共识不仅延续，而且得到强化，说明经济偏软仍然是微观主体的经营感受。

作为经济第一增长动力能保持平稳预期，说明经济走平仍深得人心；由于消费当月同比波动较大，即使8月份数据也偏低，市场预期或保持不变；货币预测维持平稳。综合来看，市场对经济前景预期虽偏软但并不存在过度悲观，总体状态应为平稳中波动。经济预期的偏软态势，或延长了中国资本市场底部横盘时间；但前期偏悲观预期对市场的冲击应已过去，未来新数据即使表现不佳，对市场的冲击也比较有限，结构性机会将逐渐呈现。

### 我们看法：价格拐点 市场筑底

通胀拐点出现，经济现企稳信号，核心通缩依旧：CPI 越过高点后回落，PPI 继续萎缩；投资平稳中制造业投资回升带来结构改善，工业和消费平稳中略回升，整体经济运行平稳格局不变。经济增长各项动力皆在低速中平稳运转；全球货币重趋宽松和转向降息的大环境下，中国中性货币基调不变，货币增长平稳，货币过度深化的环境决定即使“宽信用”发展缓慢，流动性平稳格局也不变。外贸发展维持弱平衡状态，“衰退式”高顺差即使维持。整体看，经济整体运行平稳中好转迹象增多，虽然受海外因素冲击较多，但随着国内政策效应逐渐呈现，国内资本市场信心也在逐步恢复过程中。流动性平稳局面将得到市场认可，市场将预期通胀高点已过，货币和债市利率将回落，长期看的市场利率体系下行将再启。

我们一直认为，投资是中国经济的第一增长动力，2019年2Q后的制造业回升，将带来固定资本形成的重新上行趋势，投资对经济的拉动力逐步恢复，延续6年多的经济“底部徘徊”阶段将结束。在“降成本”和“补短板”成为宏观政策体系新重点的格局下，经济内生增长动力将得到重新释放。经济回升确立后，资本市场上的风险偏好重新提升，资本市场将延续升势。

## 9月高频数据分析

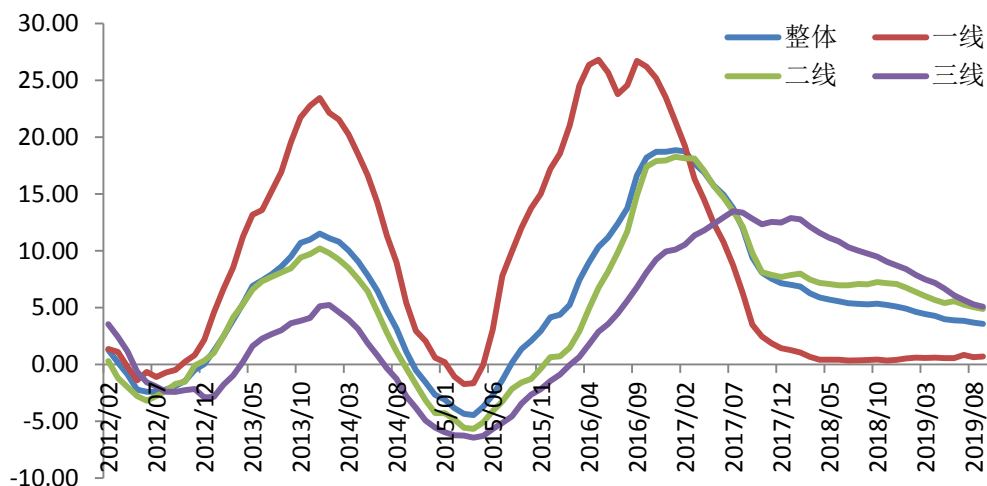
### 房地产市场：楼市运行价格、成交双平稳

房贷利率“换锚”工作率连续展开，从原来的基准利率到 LPR；各地、各行陆续公布房地产按揭利率的新利率指引，各地尺度不一，实际标准有升有降。综合来看，相比改革之前，LPR 机制下的贷款利率并无明显变化。从公开资料看，上海首套房利率执行标准为，不低于相应期限 LPR 减 20 基点，近期房价上涨较快的宁波，首套房和二套房贷在 LPR 上分别加 80 点和 105 个点。按照上述标准，核算下来，上海首套房利率最低将降至 4.65%，比北京低 1.25 个百分点，比苏州低 1.58 个百分点。中国人民银行规定，在改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制过程中，个人住房贷款定价基准也需从贷款基准利率转换为 LPR，以更好地发挥市场作用。自 2019 年 10 月 8 日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。加点数值应符合全国和当地住房信贷政策要求，体现贷款风险状况，合同期限内固定不变。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点。另外在住房开发贷款环节，金融机构收紧规模的公开报道也屡见不鲜，主要内容均为：多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平。

在市场预期发生分化和融资回归正常的情况下，楼市从持续的火热状态中，逐渐回归正常，无论是刚需还是投资者，都逐渐回归理性，实际住房成交价涨幅明显放缓，但大规模降价未有出现，价格虚高现象仍未能消除！

中央持续强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，要求落实房地产长效管理机制，提出不将房地产作为短期刺激经济的手段房地产市场总体延续平稳态势。从中原报价指数情况看，楼市价格涨势在经历了前期高位回落后的低位走平阶段后，出个别城市外，大部分城市都呈现波动回升态势，我们前期担忧房价变动棘轮效应——能上难下，已然显露迹象。从百城房价指数的走势看，全国各地涨幅分化：一线城市持续低迷，二、三线城市持续回落，但价格演绎方向还是涨。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。不过，由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，即使房价出现回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

图 1：中国百城房价指数延续下降（当月同比，%）



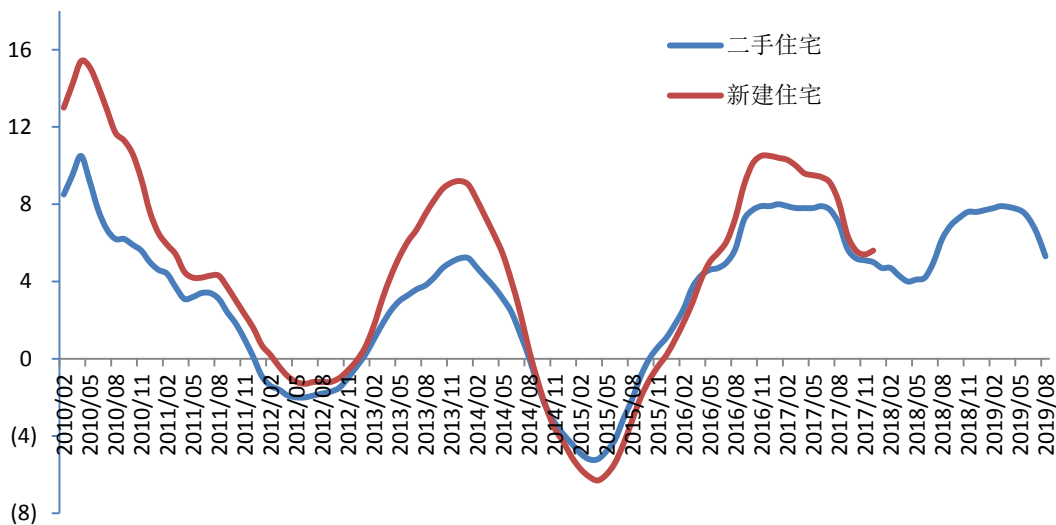
数据来源：wind，上海证券研究所

从 2019 年 8 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看，一二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比、同比涨幅均与上月相同或回落；三线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅与上月相同，二手住宅涨幅微升；同比涨幅均回落。初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅与上月相同，其中北京上涨 0.5%，上海上涨 0.3%，广州和深圳均上涨 0.2%；同比上涨 4.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。二手住宅销售价格环比持平，上月为上涨 0.3%，其中北京下降 0.4%，上海和广州均持平，深圳上涨 0.2%；同比下降 0.2%，是去年 6 月以来的首次转降。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.5% 和 0.2%，涨幅比上月均回落 0.2 个百分点；同比分别上涨 9.9% 和 5.5%，涨幅比上月分别回落 0.8 和 1.2 个百分点。

35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅与上月相同；同比上涨 9.0%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。二手住宅销售价格环比上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；同比上涨 5.8%，涨幅比上月回落 1.3 个百分点。

“金九银十”的楼市季节性行情 2019 年将不再，9 月份楼市量价均表现平稳，在严厉的楼市调控之策下，房地产市场运行平稳表明城镇化进程中真实需求还是一定程度上存在的，房价过高只是 2012 年前政策过度关注的结果。2019 年上半年楼市曾出现短暂“小阳春”，但全面回暖的情况并不存在，在楼市长效机制的作用下，市场开始逐步回归理性，对中央的楼市政策和定位理解也逐步到位。2019 年，全国各地公租房建设呈现拓展态势，长租性质的租赁房开始放量投放市场，对市场发挥了很好的“定海神针”作用，楼市逐渐降温。

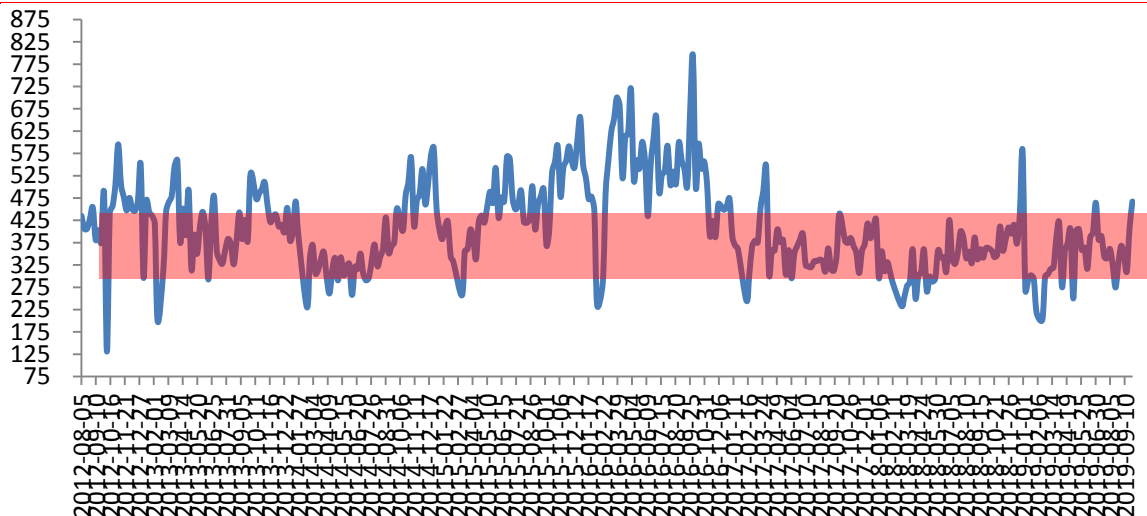
图 2：70 城市住宅价格稳中偏升（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

在“房住不炒”已成为我国住房政策核心的定位下，中央遏制房价上涨的决心不会改变，在有关政策定位指导下，我国楼市自去年以来正在形成一个新的大趋势，这个趋势就是在坚决遏制住房价格上涨的同时，保持房地产市场平稳健康发展。随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区。2019 年 9 月份，全国 30 大中城市的周成交规模在经历前期回升后企稳，周成交规模平均为 380.3 万方，上月为 322.1 万方，2018 年同期为 357.9 万方，成交延续了下台阶后的平稳运行态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区已经找到。

图 3：30 个大中城市房屋成交延续平稳（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

### 经济效益平稳中略有波动

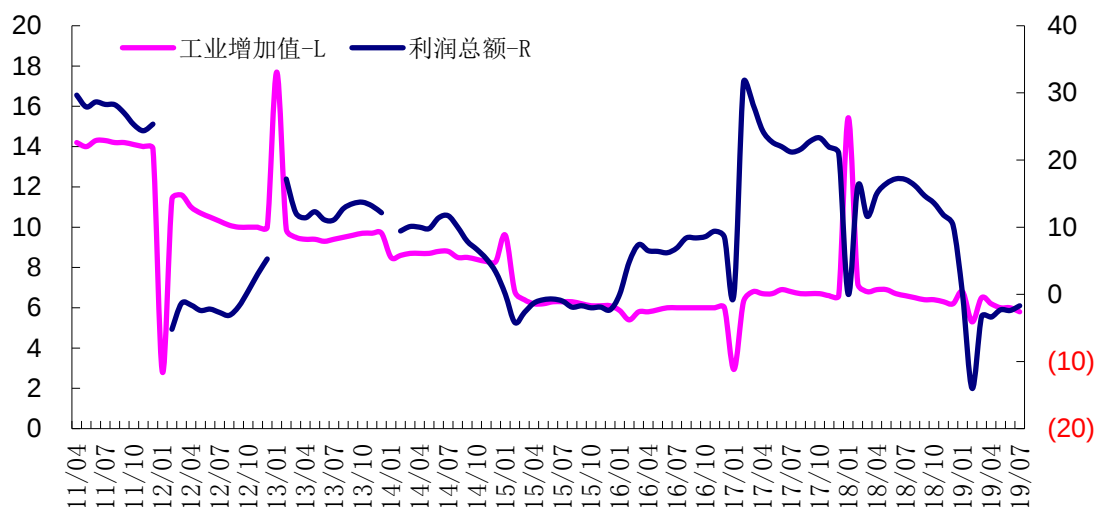
2019 年 1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，大体稳定。其中，8 月份增长 4.4%，增速较上月回落 0.4 个百分点。多数行业保持增长。8 月份，41 个大类行业中，32 个行业增加值实现同比增长。其中，医药制造业、电气机械和器材制造业、仪器仪表制造业、黑色金属冶炼和压延加工业增长 8.3%—10.4%，增速均较上月有所加快；汽车制造业增长 4.3%，7 月份为下降 4.4%。

高技术制造业较快增长。8 月份，高技术制造业增加值同比增长 6.1%，高于规模以上工业 1.7 个百分点；占规模以上工业的比重为 14.1%，比上月提升 0.4 个百分点。新产品继续快速增长。8 月份具有较高技术含量和附加值的工业新产品继续快速增长。

1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 40163.5 亿元，同比下降 1.7%，降幅与 1—7 月份持平。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 12141.5 亿元，同比下降 8.6%；股份制企业实现利润总额 29581.1 亿元，同比持平；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 9789.6 亿元，下降 5.8%；私营企业实现利润总额 11303.4 亿元，增长 6.5%。在 41 个工业大类行业中，28 个行业利润总额同比增加，13 个行业减少。规模以上工业企业实现营业收入 68.39 万亿元，同比增长 4.7%；发生营业成本 57.71 万亿元，增长 5.0%；营业收入利润率为 5.87%，同比降低 0.38 个百分点。

8 月末，规模以上工业企业资产总计 115.78 万亿元，同比增长 5.8%；负债合计 65.81 万亿元，增长 5.0%；所有者权益合计 49.97 万亿元，增长 6.9%；资产负债率为 56.8%，同比降低 0.5 个百分点。

图 4：中国工业经济运营情况（%，月）



数据来源：wind，上海证券研究所

2019 年以来，虽然中国经济增速放缓，但就全球范围来看，中国经

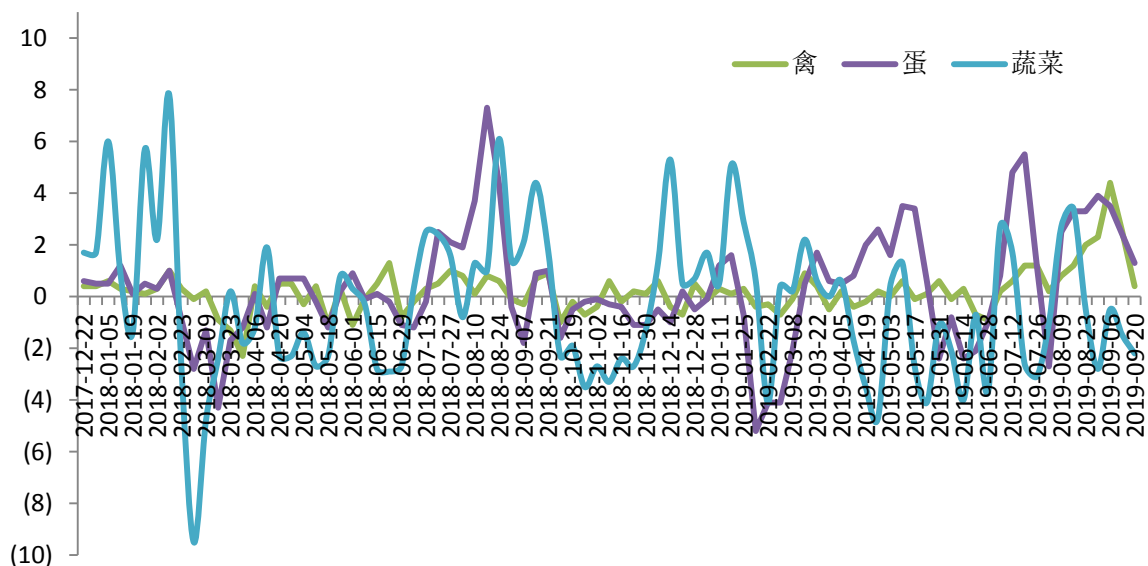
济增速仍然位居世界主要经济体第一，就业物价总体稳定，经济结构优化升级，经济持续运行在合理区间。展望未来，我国发展仍处于重要战略机遇期，经济发展韧性强、动力足、潜力大，长期向好的基本面没有改变。

#### 食用农产品价格涨幅回落，生产资料价格低位徘徊

2019 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 10.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.6%，服务价格上涨 1.6%。1-8 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.4%。

8 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 1.0%；食品价格上涨 3.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 1.1%，服务价格上涨 0.2%。

图 6：商务部食用农产品价格指数回落（各类别/周环比，%）



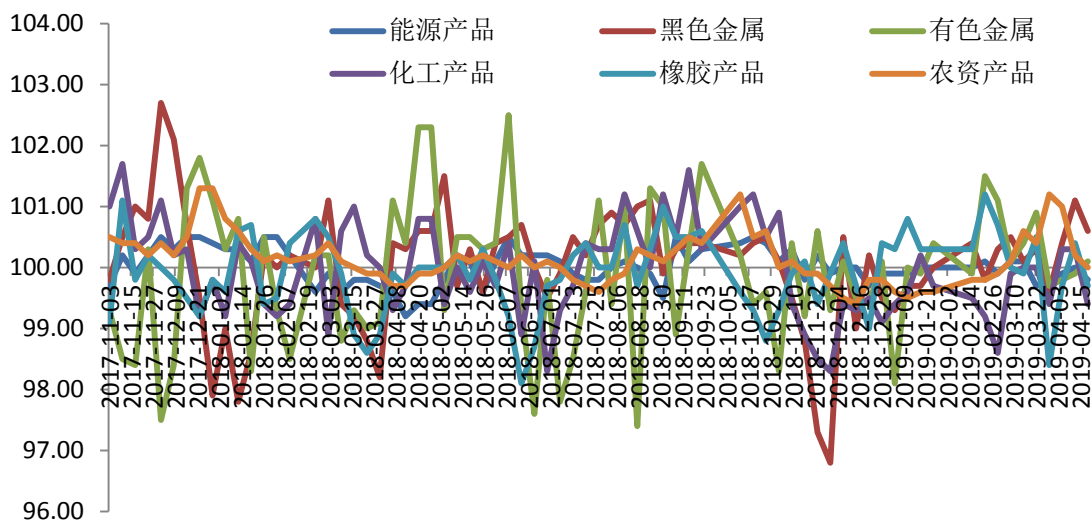
数据来源：wind，上海证券研究所

工业品价格受大宗商品波动的影响，工业生产资料价格也呈现了持续向下态势，9 月价格走势疲软，每旬涨价品种逐步减少。国家统计局对 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示：2019 年 9 月上旬与 8 月下旬相比，28 种产品价格上涨，13 种下降，9 种持平；2019 年 9 月中旬与 9 月上旬相比，29 种产品价格上涨，15 种下降，6 种持平；2019 年 9 月下旬与 9 月中旬相比，18 种产品价格上涨，22 种下降，10 种持平。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，持续高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，在各种保猪肉供应的政策努力

下，未来猪价持续快速上涨的态势难持续。叠加季节性影响，我们预计9月份CPI环比变动为0.4，在基数效应影响下，CPI同比为2.5。

图7：商务部生产资料价格指数地位企稳（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

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\\_9736](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9736)

