水波微澜--9 月经济数据前瞻

2020 年 09 月 29 日

报告摘要

- **在经历 8 月份的全面改善后，9 月经济修复出现小幅反复：工业生产大概率小幅回调、基建延续疲弱、地产销售重回个位数增长、餐饮消费修复出现反复。但得益于 8 月经济数据尤其是工业的强劲增长，预计三季度 GDP 同比增速回升至 4.8%-5.2%左右。**

- **我们有一定的理由认为工业生产同比增速可能在 9 月份出现小幅回调。**在 8 月规上工业增加值创下疫情以来 5.6%高点以后，工业生产能否继续走强？基于对基数和高频数据等多层面分析，我们预计 9 月工业生产增速有较大的可能出现小幅回调。一是基数带来的波动，去年 9 月规上工业增加值同比增长 5.8%，高于 8 月份的 4.4%，亦高于全年 5.7%的同比增速。二是 9 月份气温偏低，江南地区 9 月中下旬平均气温是 1981 年以来同期第三低，根据中国煤炭市场网披露数据，“国内火电企业的电煤日耗水平普遍比 8 月下旬的高点下降了 20%左右”，若考虑降雨偏多对水电的支撑，整体发/用电量的回落要小于电煤日耗。第三方面，我们统计了主要分行业开工率等高频数据（表 1），汽车、涤纶、PTA 等开工率同比回落，水泥和高炉开工率的同比改善较为温和。

- **出口恒强，投资震荡，消费复苏出现反复。**8 大枢纽港口的集装箱吞吐数据可以作为外贸走势的重点监测指标，从上旬和中旬数据来看，该指标同比增速在 7.2%左右，8 月份为 6.4%（图 1），意味着 9 月份出口可能继续保持在较高的增速水平。投资方面，我们统计的全国 23 个省市的重大项目投资完成进度来看，19 个省市在 6 月或 7 月份左右完成了“赶工”（即投资完成进度已经超过时序进度），这可能是 6 月份以来基建投资持续不及市场预期的关键原因；9 月份以来水泥价格和开工率虽有上行（图 2），但并未出现明显的超季节性回升，预计 9 月份基建投资也难以因为开工旺季而走强。地产高景气度可能出现边际回落，具体体现在 30 城销售增速重回个位数增长（图 3）。消费方面，需要关注的是，餐饮服务并未在 8 月份基础上明显回升反而再度出现小幅下挫（图 5），显示了疫后消费的疲软；但由于开学季购车等因素，9 月汽车零售仍然保持了相当强劲的增长，前三周零售同比增长 16%（图 4），8 月前三周同比 12%。

- **CPI 下行再提速，PPI 快速上行进入阶段性调整。**尽管因为内需的渐进修复，CPI 中非食品项有望延续触底弱回升的趋势，但因为猪肉价格自去年 8 月份开启的“飙涨”模式，CPI 同比将跟随食品项大幅下行（图 6），预计 9 月 CPI 同比回落至 1.6%左右，重回“1 时代”。PPI 方面，海外疫情反弹、财政刺激悬而不决，国际油价结束疫情以来的趋势上行（图 7）；国内投资修复进入高位震荡阶段、消费复苏持续偏弱；翘尾因素的支撑结束。综合海内外需求和翘尾因素来看，前期 PPI 的快速上行结束，预计 9 月份 PPI 同比在-1.9%左右，仅较前值微弱回升 0.1 个百分点。

- **表内信贷季节性回升，社融存量增速继续上行。**季末表内信贷本身将出现季节性回升，同时考虑到实体经济修复对信贷需求的支撑，预计 9 月新增银行信贷在 1.7 万亿左右，与去年同期基本持平。社融仍有支撑，一是 Wind 统计的股权和企业债券融资（图 8）虽环比双双回落，但相较去年同期而言并未出现明显缩量的情况；二是非标方面，用益信托网公布的集合信托发行市场仍然保持了较高的热度；三是政府债券方面，国债和地方债净融资合计达到 9300 亿元（图 9），相较去年同期多增超过 5000 亿元。预计 9 月新增社融 3.2 万亿，存量增速有望进一步上行至 13.4%-13.5%左右。

- **风险提示：**高频数据与经济硬数据出现背离

证券分析师陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200927：一文读懂美国大选结果延迟将如何解决？》2020-09-27
2、《宏观点评 20200915：经济提速：哪些顺风？哪些逆风？》2020-09-15
3、《宏观点评 20200911：社融拐点或延后至明年一季度》2020-09-11
4、《宏观点评 20200909：PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架》2020-09-09
5、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》2020-09-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

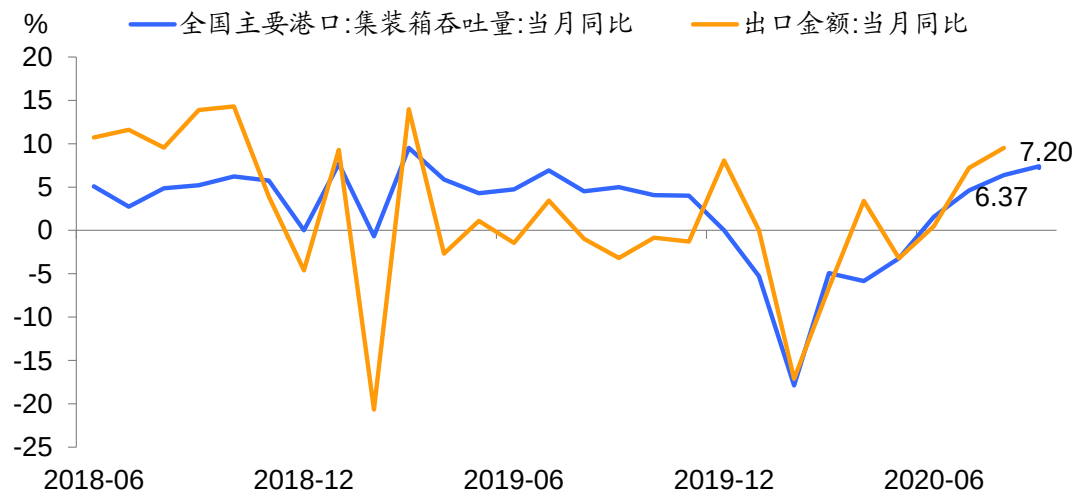
表 1：9 月工业生产相关高频数据变化

			2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04
日均耗煤量：浙电	月度均值		11.45	13.80	11.90	11.84	12.81	10.33
	同比	↑	5.53	0.66	14.60	8.20	16.12	-18.38
	环比	↓	-17.03	15.91	0.56	-7.57	23.97	10.61
水泥磨机开工率	月度均值		66.44	60.45	59.47	65.62	71.87	62.89
	同比	↑	0.66	-2.07	-2.01	3.02	6.65	-1.60
	环比	↑	5.99	0.98	-6.16	-6.24	8.98	30.33
全国高炉开工率	月度均值		70.26	71.06	70.17	70.41	70.13	68.29
	同比	↑	4.76	2.86	3.73	0.00	-0.12	-1.15
	环比	↓	-0.80	0.90	-0.24	0.28	1.84	3.54
唐山高炉开工率	月度均值		83.33	86.51	83.81	83.53	83.73	73.19
	同比	↑	19.56	18.54	26.20	16.68	18.20	12.06
	环比	↓	-3.18	2.70	0.28	-0.20	10.54	5.07
唐山产能利用率	月度均值		86.22	89.75	87.27	87.33	86.69	76.24
	同比	↓	12.27	17.47	21.27	11.70	13.19	5.09
	环比	↓	-3.53	2.48	-0.07	0.64	10.45	4.19
全钢胎开工率	月度均值		74.44	74.12	68.93	64.06	61.96	62.46
	同比	↓	4.78	9.84	-6.18	-9.32	-12.05	-12.70
	环比	↓	0.32	5.19	4.87	2.10	-0.50	4.82
半钢胎开工率	月度均值		70.32	69.96	63.98	60.16	53.19	58.73
	同比	↓	3.99	6.68	-7.38	-10.03	-17.98	-13.09
	环比	↓	0.36	5.98	3.82	6.97	-5.54	2.97
PTA 工厂负荷	月度均值		88.01	86.47	90.00	87.26	90.44	92.14
	同比	↓	-6.51	-6.43	-1.26	-2.93	7.66	13.09
	环比	↑	1.54	-3.53	2.74	-3.19	-1.69	16.11
涤纶长丝开工率	月度均值		87.13	86.43	87.42	87.81	88.21	82.38
	同比	↓	-6.47	-4.42	-6.40	-6.86	-6.19	-16.05
	环比	↑	0.70	-0.99	-0.39	-0.40	5.83	3.42

数据来源：Wind，卓创资讯，东吴证券研究所

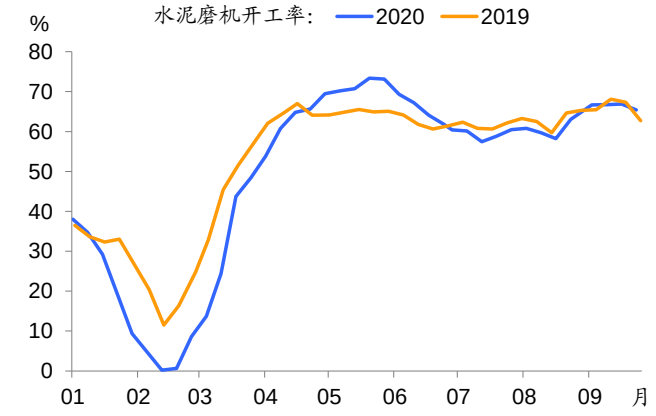
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：主要港口集装箱吞吐量继续回升预示 9 月出口有望继续保持强劲



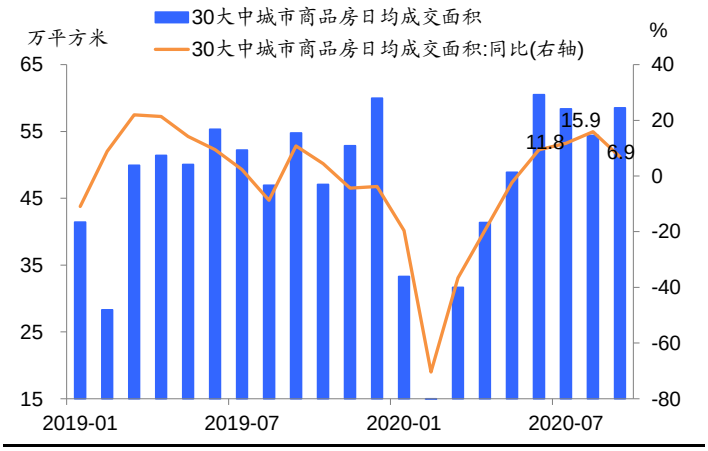
数据来源：Wind，中国港口协会，东吴研究所

图 2：9 月水泥磨机开工率环比季节性回升



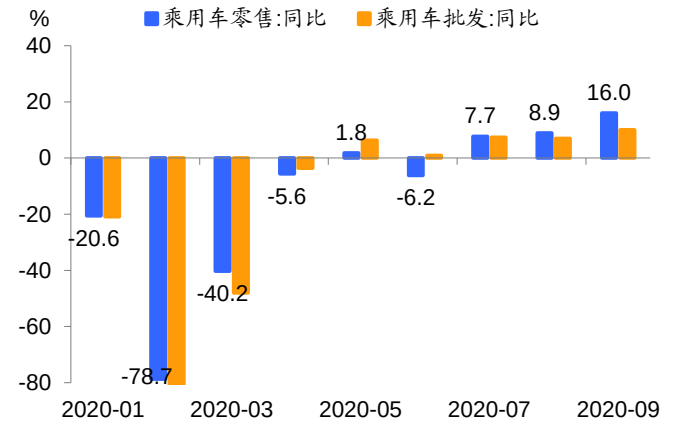
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：30 城地产销售在高基数下有所降温



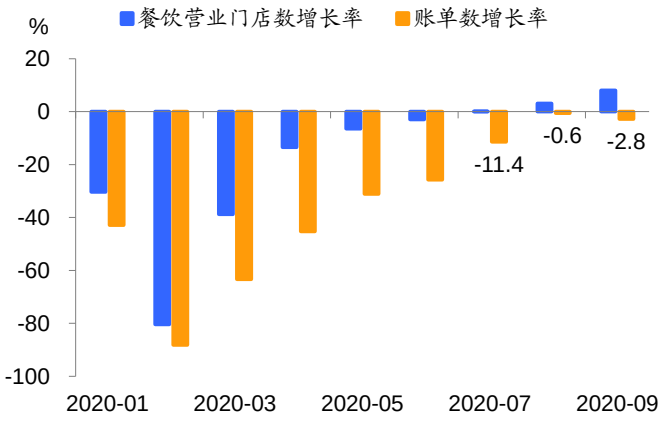
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：9 月前三周汽车零售保持两位数增长



数据来源：Wind，乘联会，东吴证券研究所

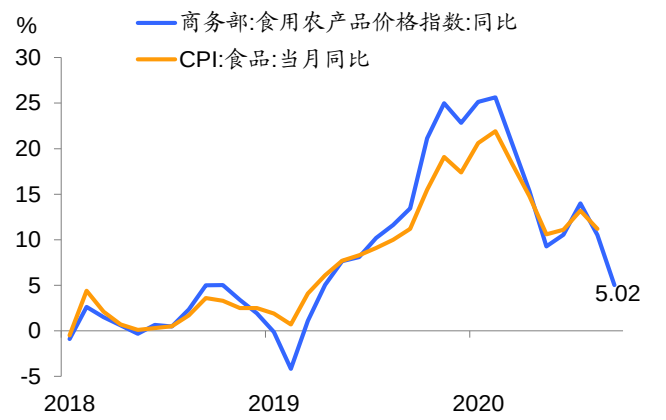
图 5：9 月份餐饮服务的修复出现反复



数据来源：哗啦啦，东吴证券研究所

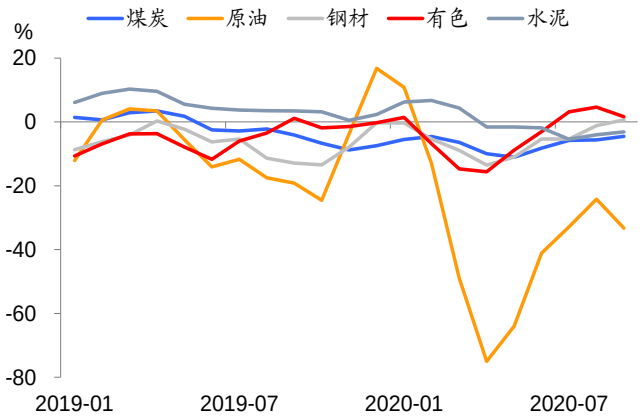
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：猪肉价格的高基数将继续拖累 9 月食品项同比



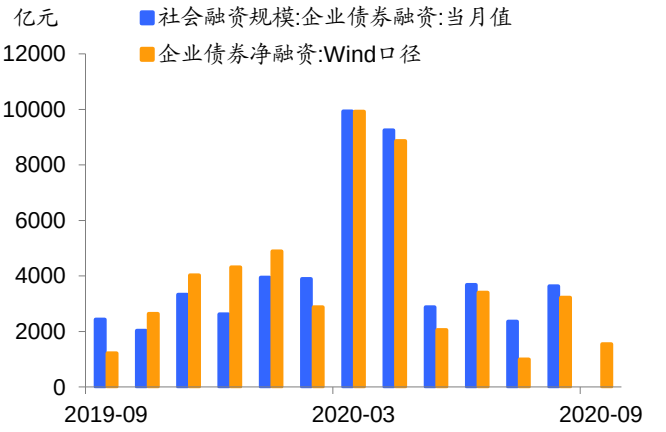
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：除原油和有色金属以外主要大宗价格继续向上修复



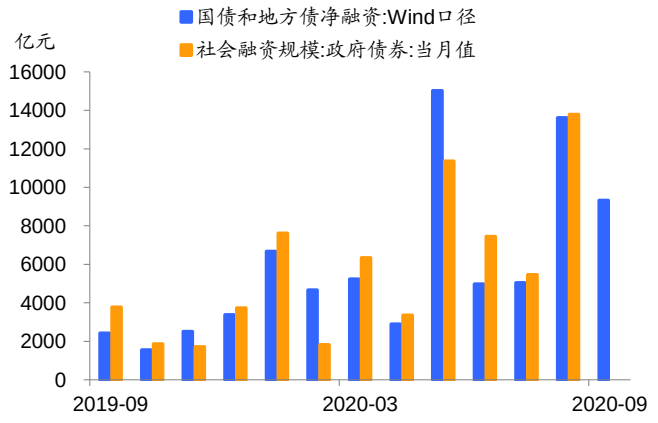
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：9 月企业债券净融资与去年同期水平基本相当



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：9 月政府债券净融资同比多增近 6000 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：9 月各项经济数据预测汇总

	预测9月		20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	近期走势
PMI	↑	51.2	51.0	51.1	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	
CPI	↓	1.6	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	
PPI	↑	-1.9	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	
工业增加值	↓	5.2	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	
固定资产投资	↑	0.8	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	
消费品零售	↑	1.8	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	
出口	↑	10.0	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	
进口	↑	-0.6	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	
M2	↑	10.6	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	
新增贷款（万亿元）	↑	1.70	1.28	0.99	1.81	1.48	1.70	2.85	0.91	
新增社融（万亿元）	↓	3.20	3.58	0.99	3.47	3.19	3.10	5.18	0.87	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

