

## 格林宏观：经济韧性强，9月工业如期回升

自2季度开始，经济运行波幅收窄。整体上总需求温和回落是大趋势，但有表现出阶段性的回升和经济的韧性，我们推测这与今年特殊的政治年份有某种关联，而市场预期则在乐观与悲观之间来回摆动。

4~5月和7~8月份整体低于预期，季末月份的6月和9月经济韧性较强。从工业增加值的环比也能发现这一规律，今年来3/6/9三个季末月份的环比增速都显著高于其他月份。我们推测，这种季节性规律的背后在于：前期供给侧改革和棚改货币化帮助经济复苏，进入2017年经济企稳趋势已经确立，政策导向逐步向“强监管”和“去杠杆”倾斜，但由于维稳的需要，往往抑制经济活力的动作都避开了季末，例如4月份的“强监管”和7~8月份的环保督查；反而临近季末月份又相应的放松政策执行力度来保证经济稳定。由此，经济短期活动跟随着政策导向出现非常短的摆动。9月份再次出现了显著的工业增速回升，背后是单月投资的上升，出口交货值的恢复以及环保限产负面影响的边际缓和。在周期股和商品的短期投资方面，我们需要关心这种节奏；但是从中期的视角，尤其是专注成长股和消费板块的投资者而言，适当保持与市场的距离未尝不是一种可取做法。

上周19大胜利开幕，19大报告为今后中国三十年的发展勾画了长期图景。毫无疑问，我们都可以读出未来经济增长将告别“速度至上”的阶段，走入质量为先的时代。从高速增长阶段到高质量增长阶段，投资拉动时代已经过去，未来中国宏观经济主要靠消费升级，供给质量改善来引领。供给侧结构性改革仍是未来2年经济的主线，将从“减法”思维转换到“加法”思维。在“三去一降”之外，多处强调“补短板”，追求“新动能”。新动能包括但不限于中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、人力资本服务等领域，以及互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合。新动能的根本源泉，在于整个国家创新力的塑造和提升，要素数量投入将让位于科技创新。

我们对于中国经济的判断是，短期有韧性，长期有潜力。短期至明年1季度投资增速略微回落是可以预见的，但消费有望走强，总体大致平稳。

指标	201708	201709	201709F	评价	201710F	201711F
CPI(%)	1.8	1.6	1.6	符合预期	1.8	2.3
PPI(%)	6.3	6.9	6.3	超预期	6.1	-
社会消费品零售(%)	10.1	10.3	10.1	超预期	10.3	10.8
工业增加值(%)	6.0	6.6	6.5	超预期	6.1	6.5
出口(%)	5.6	8.1	8.7	符合预期	7.2	8.0
进口(%)	13.5	18.7	13.6	超预期	14.0	6.5
贸易顺差(亿美元)	419.2	284.7	380	低于预期	427.7	-
固定资产投资累计(%)	7.8	7.5	7.8	低于预期	7.4	8.6
M2(%)	8.9	9.2	8.9	超预期	8.9	8.9

9月份工业增加值同比增速从上月的6.0%回升至6.6%，高于市场预期的6.5%。经季节性调整后，9月工业增加值月环比明显上升至0.56%，为最近三个月来最大值。尽管今年9月份工作日比去年多一天，但我们觉得今年工业活动呈现出某种季节性规律，这是契合今年特殊的经济和政治因素。分行业看，环保督查继续明显压低重工业产业的增速，而制造业升级和消费相关行业表现仍较为强劲。煤炭、水泥、钢铁、有色金属等行业的工业增加值及产品产量增速均明显下滑。我们预期10月份的工业增加值增速有进一步走弱的风险，主要因为“十九大”召开期间华北地区的限产将形成拖累。

9月固定资产投资的名义增速为6.2%（8月份为3.8%，提高2.4个百分点），我们认为这是推动工业运行改善的重要原因。具体来看：

(1) 9月基建投资较为强劲，从上月的12.9%上升至14.7%。

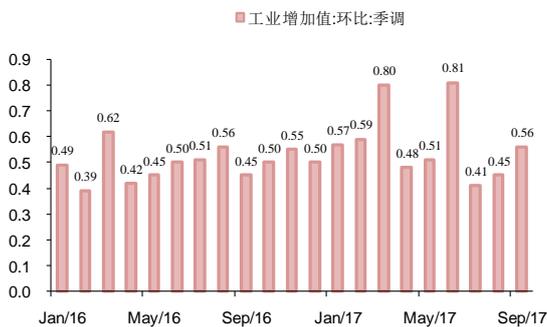
(2) 制造业投资仍比较低迷，从8月的2.7%进一步下降至2.3%。

(3) 房地产开发投资从8月份的7.9%上升至9.4%。背后的领先指标表现不一，新开工面积从8月的5.3%放缓至1.4%，销售面积年内首次出现负值为-1.5%，但土地成交面积同比则从上个月的3.7%跳升至25.6%。

今年的地产投资一直表现出来较强的韧性，即便在销售状况逐渐恶化之后，由于各地的库存水平相对偏低，开发商拿地的意愿较为积极。这种状况仍将持续，而且也还会在一定时间内托底地产投资。

消费同比增速和环比季调增速分别为10.3%和0.9%，较上月份分别加快0.20和0.17个百分点。油价上涨是因素之一，扣除石油类消费后基本走平。由于成品油价格上调，石油制品类增速由上月的4.5%上升至8.5%。简单扣除掉限额以上零售额的石油类消费后，社销零售额增速为10.5%，持平于上月。地产系和汽车消费基本稳定。建筑装潢、家具类消费较上月加速；家电消费减速；汽车消费持平于上月。

图 1 今年以来季末月 3/6/9 月工业增加值环比增速较高



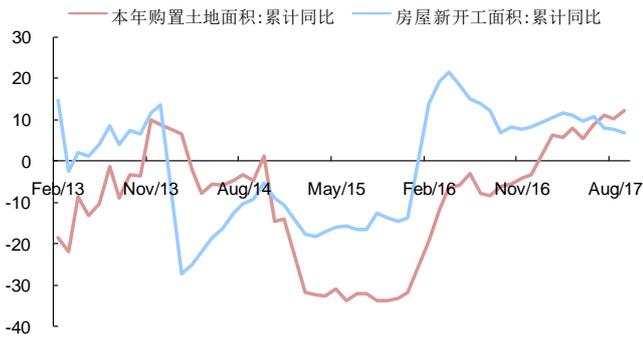
资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图 2 9月基建投资和地产投资均有所回升



资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图 3 土地购置面积持续增长



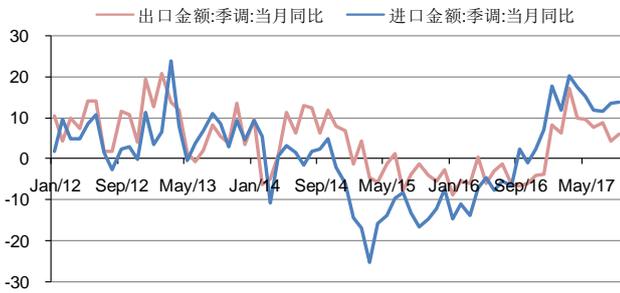
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 4 商品房销售面积同比增速年内首次转负



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 5 外需整体表现较好



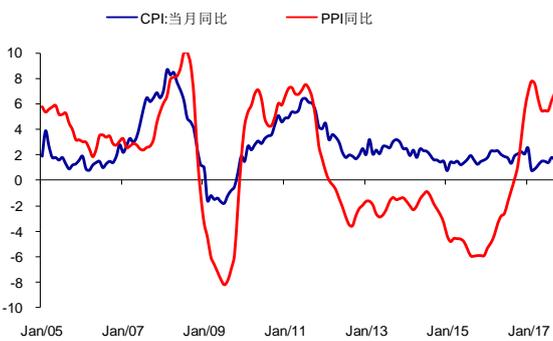
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 6 消费自年初触底后逐步恢复



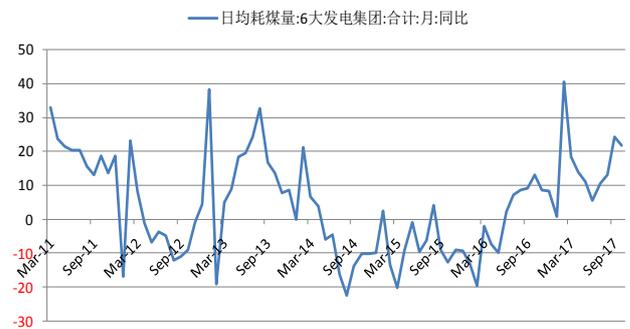
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 7 通胀压力不大



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 8 高频的煤耗数据表现较好



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

研究部: 范坤祥  
2017年10月22日