

2019年10月8日

债市专题报告（2019-10-08）

## 摘要：

**1、生产：工业增加值同比 4.4%→5.0%。**每年 3-4 月和 9-10 月是生产的传统旺季。今年的生产活动也基本遵循这一规律，自然地，我们预计 9 月工业增加值同比回升，虽然达不到 3 月（8.5%）的水平，但也有望回升至 5% 左右。与 3 月相比，9 月生产回升存在两点不同：第一，出口行业生产受到短期不利影响；第二，本轮生产复苏有望持续。

**2、投资：固定资产投资同比 5.5%→5.6%。**其一，**房地产：“金九”成色不足。**楼市有“小阳春”（3-5 月）和“金九银十”的销售旺季，尽管 9 月房企大力推出购房优惠活动，但在政策紧、预期弱的情况下，购房者观望情绪也相对浓厚，“金九”成色不足。预计 9 月房地产开发投资增速仍将放缓。其二，**基建：稳投资按下“快进键”。**四季度渐进，相关部委和各省对地方重大投资项目进行了一轮“摸底”，一是为了推动已具备开工条件的重大项目提前启动（从各地披露信息来看，重大项目迎来密集开工），二是为系统梳理重大项目清单，研究融资方案，以储备更多能够在今冬明春开工的项目。预计 9 月基建投资将进一步提速。

**3、消费：社会零售同比 7.5%→7.7%。**回顾今年以来的汽车销售曲线，3 月、6 月是两个明显的“凸点”，前者主要是春节错位，后者则是国五清库。由于车市与楼市相类似，也存在“金九银十”现象，市场原本预期 9 月汽车销售成为第三个“凸点”，但事实上 9 月乘用车零售同比下降 17%，较 8 月（-21%）仅小幅改善，预计社零也小幅回升至 7.7%。

**4、通胀：CPI 同比 2.8%→2.7%，PPI 同比-0.8%→-1.4%。**其一，**食品价格环比回落。**主要原因有两点：一是蔬菜水果同步下跌，二是猪肉上涨放缓，维持在 38 元两周不变。猪价短期稳定的背后是“储备猪肉”的密集投放，而随着国庆假期结束、储备投放告一段落，市场供需缺口依然存在，全国猪价已再次迎来普遍上涨。其二，**油价中枢抬升。**受沙特石油设施遇袭影响，9 月布油均价上涨 4 美元至 63 美元。但在高基数作用下，同比跌幅从 18.5% 扩大至 20.3%，预计 PPI 同比继续下行至 -1.4% 左右。

**5、外贸：出口同比-1.0%→-3.0%，进口同比-5.6%→-6.0%。**9 月前 4 周，SCFI 指数和 CCFI 指数分别下跌 6.9%、1.1%，这表明在 9 月 1 日部分清单加征的 15% 关税已经落地、且中美谈判前景不明朗的情况下，出口回落可能性更大。结合可比国家来看，9 月韩国出口连续第 10 个月下跌。

□ 风险提示：经济下行压力超预期，中美贸易摩擦影响超预期

尹睿哲

86-21-68407902

[yinruizhe@cmschina.com.cn](mailto:yinruizhe@cmschina.com.cn)

S1090518110001

李晴（研究助理）

86-21-68407902

[liqing10@cmschina.com.cn](mailto:liqing10@cmschina.com.cn)

## 一、本周专题：9月债市基本面数据前瞻

表 1：9月债市基本面预测数据一览

| 指标名称           | 9月<br>(预测) | 8月   | 7月   | 6月   | 5月   | 4月   | 3月   | 2月    | 1月   |
|----------------|------------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| 工业增加值 (%)      | 5.0 ↑      | 4.4  | 4.8  | 6.3  | 5.0  | 5.4  | 8.5  | 3.4   | 6.8  |
| 固定资产投资 (累计, %) | 5.6 ↑      | 5.5  | 5.7  | 5.8  | 5.6  | 6.1  | 6.3  | 6.1   | -    |
| 社会消费品零售总额 (%)  | 7.7 ↑      | 7.5  | 7.6  | 9.8  | 8.6  | 7.2  | 8.7  | 8.2   | -    |
| CPI (%)        | 2.7 ↓      | 2.8  | 2.8  | 2.7  | 2.7  | 2.5  | 2.3  | 1.5   | 1.7  |
| PPI (%)        | -1.4 ↓     | -0.8 | -0.3 | 0.0  | 0.6  | 0.9  | 0.4  | 0.1   | 0.1  |
| 出口金额 (美元计, %)  | -3.0 ↓     | -1.0 | 3.3  | -1.3 | 1.1  | -2.7 | 13.8 | -20.7 | 9.3  |
| 进口金额 (美元计, %)  | -6.0 ↓     | -5.6 | -5.3 | -7.3 | -8.5 | 4.0  | -7.9 | -5.0  | -1.4 |

资料来源：Wind，招商证券

高频观察指标显示，9月经济环境与3月似乎比较相近，例如：①活跃的工业生产。3月、9月的耗煤同比增速为年内仅有的两个正值，分别为4.2%和5.2%；②转暖的住房销售。3月楼市出现“小阳春”，9月商品房销售同比跌幅改善，主要体现为二三线城市同比回暖转正；③上涨的工业品价格。3月PPI反弹0.3个百分点，9月受油价上涨提振大宗商品价格全线上行。

为何9月与3月“似曾相识”？一个简单的原因是二者均是季末月份，可能均存在数据“季末跳升”的趋势。此外，部分领域有“金三银四”和“金九银十”的概念，从这一角度出发，3月、9月作为生产和消费的旺季，均表现出回暖之景。

当前的旺季特征与彼时又有很多不同，接下来我们逐一探究：

### 1、生产：预计工业增加值同比上升至5.0%

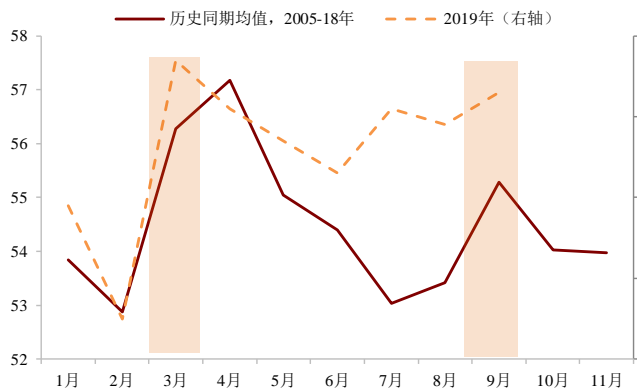
每年3-4月和9-10月是生产的传统旺季。今年的生产活动也基本遵循这一规律，①从PMI生产指数来看，2005-18年的14年里，历年3月的PMI生产环比都会上升、9月的PMI生产环比仅2018年有过一次下降。今年也不例外，3月、9月环比分别上升3.2个百分点和0.4个百分点。②从电厂耗煤来看，3月、9月的耗煤同比增速为年内仅有的两个正值，分别为4.2%和5.2%。自然地，我们预计9月工业增加值同比回升，虽然缺少春节后复工因素的驱动，达不到3月（8.5%）的水平，但也有望回升至5%左右。

与3月相比，9月生产回升存在两点不同：

第一，出口行业生产受到短期不利影响。出口交货值占工业增加值的大约40%，从“产销衔接”角度来看，出口需求下降会拖累相关行业生产，尤其是像计算机、通信和其他电子行业这类以海外市场销售为主的行业，且这类行业一般属于低耗能行业，其生产下滑无法充分反映于电厂耗煤等传统指标中。好在外需冲击是阶段性的，待新的关税落地之后，出口将重新弱势企稳，带动相关行业生产稳定下来。

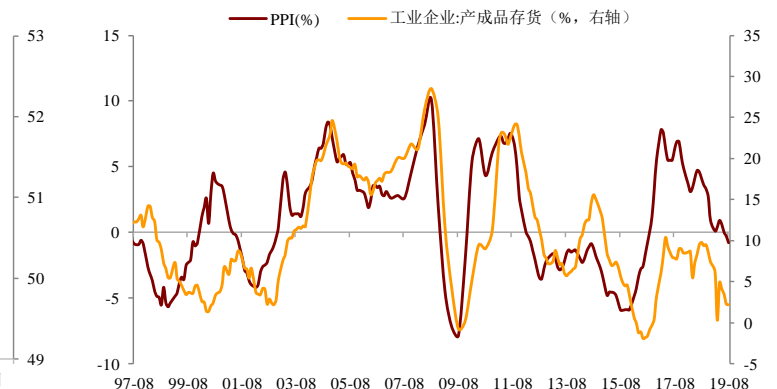
第二，本轮生产复苏有望持续。3月生产回升之时，PPI尚未步入负值区间，但市场对于工业品通缩已有悲观预期；9月生产回升之时，PPI下探至-0.8%，悲观预期反而消减，结合我们对PPI走势的判断，10月或许就是PPI下探的底部，深度在-2%左右，之后触底反弹。价格触底反弹有望推动企业持续增产，逐渐结束本轮去库存过程。

图 1: 3月、9月生产活动季节性回升



数据来源：Wind，招商证券

图 2: PPI 见底回升有望推动企业持续增产



数据来源：Wind，招商证券

## 2、投资：预计固定资产投资同比上升至 5.6%

### 1) 房地产：“金九”成色不足

房地产市场有一个概念是“小阳春”，指楼市在每年3-5月出现的升温现象，这种现象往往与气温回升同步，故被冠以“小阳春”之名；与之类似的，还有一个概念是“金九银十”，指楼市在9-10月的升温，因为年末往往是房企冲击业绩和回笼资金的关键时刻，很多房企都会在此时降价促销，购房者也利用中秋十一等假期看房。

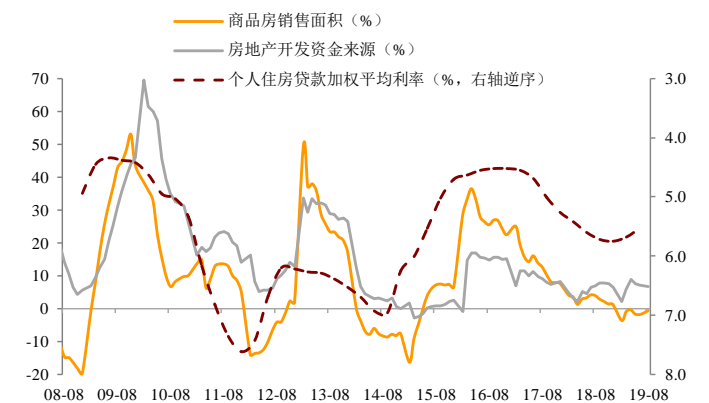
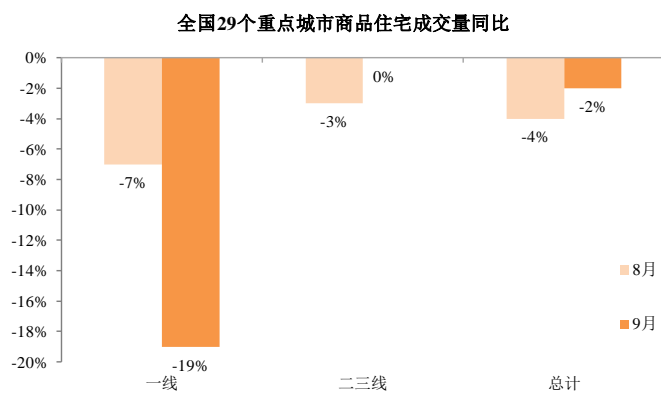
“小阳春”和“金九银十”有其客观成因，但多年来房企借助概念进行炒作和促销，也在很大程度上促进其发展。所以不难理解，房地产调控政策的出台时机，往往也选择在该期间或者提前预防。例如2010年的“国十一条”、“新国十条”出台于1月和4月，2011年“新国八条”出台于1月，2014“930新政”出台于9月，2017年十一期间2天6城发布限售新政。

今年的情况也类似：3-4 月房地产“小阳春”如期而至，销售反弹加之融资宽松，房企资金面压力明显缓解，积极开工，拉动房地产投资增速前 4 个月在 11.9% 高位运行。但 419 政治局会议坚持“房住不炒”后，5 月单月投资增速下降至 9%。730 政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，楼市调控进一步升级。一是收紧银行信贷进入楼市，比如提高开发贷的条件，减少贷款额度；二是收紧个人住房贷款条件，提高房贷利率，并严控消费贷和信用卡资金进入楼市。

受此影响，尽管 9 月房企大力推出购房优惠活动，但在政策紧、预期弱的情况下，购房者观望情绪也相对浓厚，成交结果不佳。9 月 29 个重点城市新建商品住宅成交面积环比下跌 6%，同比下跌 2%，同比跌幅比 8 月收窄 2 个百分点，“金九”成色不足。由此，我们预计 9 月房地产开发投资增速仍将放缓。

图 3: 9 月房地产销售跌幅小幅收窄

图 4: 销售状况影响房地产开发资金来源



数据来源: CRIC, 招商证券

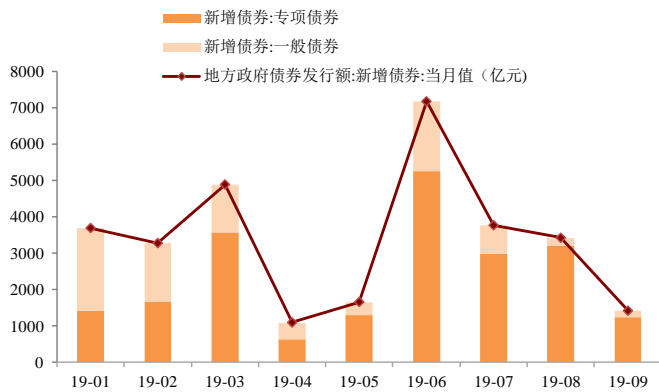
数据来源: Wind, 招商证券

## 2) 基建: 稳投资按下“快进键”

四季度渐进，稳投资按下“快进键”。据报道，9 月相关部委和各省对地方重大投资项目进行了一轮“摸底”，一是为了推动已具备开工条件的重大项目提前启动。从各地披露信息来看，重大项目迎来密集开工，例如 9 月 16 日四川 29 个交通重点项目集中开工，包括 8 个高速公路项目、21 个国省干线及红色旅游公路项目，总投资 1808 亿元；二是为了在摸底的基础上，系统梳理重大项目清单，研究融资方案，以储备更多可以在今冬明春开工的项目。

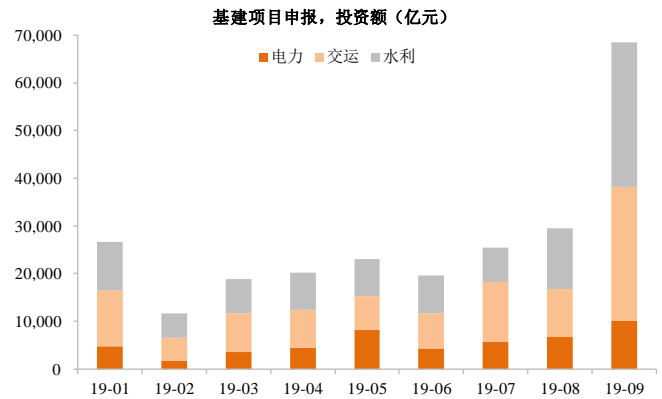
项目开工建设离不开资金支持。今年 1-9 月全国各地累计发行新增政府债券 30,367 亿元（占限额 30,800 亿元的 98.6%），其中新增专项债券 21,297 亿元（占限额 21,500 亿元的 99.1%）。9 月当月，新增专项债券发行 1,240 亿元，较 8 月（3,194 亿元）减少约 2,000 亿，但按财政部要求，“确保新增专项债 10 月底前全部拨付到项目上，尽快形成实物工作量”以及目前安排使用的新增债券占同期已发行的比重约 80%，意味着 9 月、10 月每月还要落地约 2,000 亿元资金，资金投入有保障。综上，预计 9 月基建投资将进一步提速。

图 5: 9月新增专项债券完成 99%的发行任务



数据来源: Wind, 招商证券

图 6: 9月全国基建项目申报投资额激增



数据来源: 投资项目在线审批监管平台, 招商证券

### 3、消费：预计社会零售同比上升至 7.7%

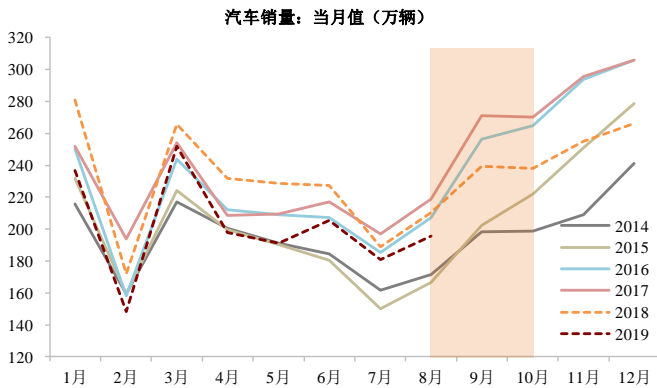
回顾今年以来的汽车销售曲线，3 月、6 月是两个明显的“凸点”。前者主要由于春节错位因素，即今年春节位于 2 月上旬，节前旺销期短、节后休眠期长，导致 2 月当月销量是近五年来的最低值，累积的购车需求在 3 月集中释放；后者主要由于 7 月 1 日国六标准实施，国五清库压力较大，很多车企在 5 月至 6 月的促销较多，造成 6 月的零售额异常偏高，且给本身就属于市场淡季的 7 月和 8 月的零售带来较大透支效应。

由于车市与楼市相类似，也存在“金九银十”现象，市场原本预期 9 月的汽车销售将成为第三个“凸点”。例如中汽协在 9 月初曾分析称，“9 月零售有望接近持平，批发有望回归正增长”，原因在于“开学季、中秋小长假、十一长假等因素，将进一步拉动汽车消费热情”。但事实上，9 月车市好于 8 月，却并没有明显的复苏。

根据乘联会周度数据，9 月第 1 周（包含中秋假期 3 天）乘用车零售同比下降 21%，购车热情不高，第 2 周同比下降 11%，较前一周有所改善，但第 3 周降幅又扩大至 20%。总结起来，前 3 周零售同比下降 17%，较 8 月前 3 周（-21%）环比改善 4 个百分点，程度上不及 3 月（环比改善 14 个百分点）和 6 月（19 个百分点）。在汽车销售小幅改善下，预计 9 月社零同比也小幅回升至 7.7%。

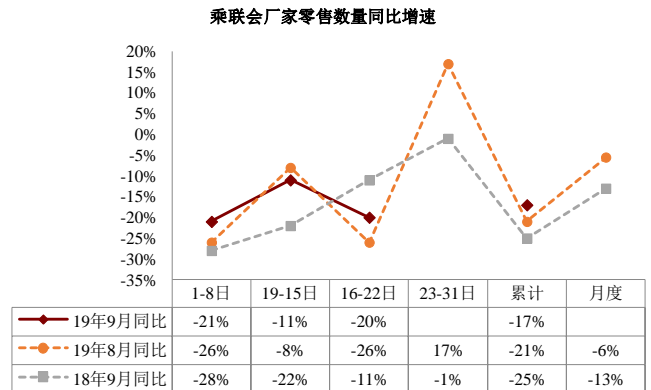


图 7: 车市存在“金九银十”效应



数据来源: 中汽协, 招商证券

图 8: 9月乘用车零售较8月小幅改善



数据来源: 乘联会, 招商证券

#### 4、通胀: 预计 CPI 同比 2.7%, PPI 同比-1.4%

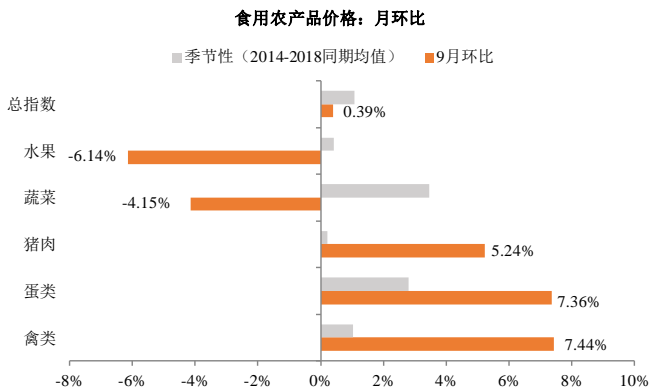
##### 1) CPI: 食品价格环比回落

9月前3周, 商务部监测的食用农产品价格指数环比自上月 9.6%大幅回落至 0.4%, 略低于历史同期均值(1.1%), 食品价格总体回落至季节性水平。主要原因有两点: 一是蔬菜水果同步下跌, 低于季节性; 二是猪肉上涨放缓。该指数统计的猪价环比自上月 38.5%回落至 5.2%, 结合 22 省市猪肉平均价来看, 猪价从 8 月底的 36 元上涨至 38 元并维持两周不变。由此, 预计 9 月 CPI 同比回落至 2.7%左右。

猪肉短期稳定的背后是“储备猪肉”的密集投放。为保障国庆期间猪肉的供应, 商务部在节前的 9 月, 分三批、总共投放了 3 万多吨的中央储备猪肉, 除猪肉以外, 还投放了 2400 吨牛肉、1900 吨羊肉, 相关地方商务部门也陆续开展了地方储备肉的投放。该措施收得较好成效, 猪价在 9 月窄幅震荡, 未有明显突破。

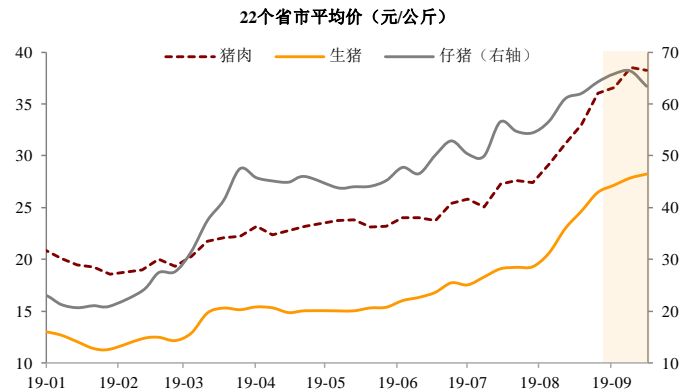
但国庆假期后半段猪价再次迎来普遍上涨, 查猪价监测的全国 27 个省市中, 有 26 个呈现猪价上涨。为何国庆消费刺激结束、猪价不跌反涨? 原因也不难理解, 随着储备肉投放告一段落, 市场供需缺口依然存在, 加之北方天气转冷、猪肉需求增长, 也进一步推动了猪价上涨。我们维持此前的判断, 猪价上涨没有到头, CPI 短暂回落之后于 11 月加速回升, 12 月存在破 3 风险。

图 9: 9月食品价格总体回落至季节性水平



数据来源: Wind, 招商证券

图 10: 9月猪肉价格涨势放缓



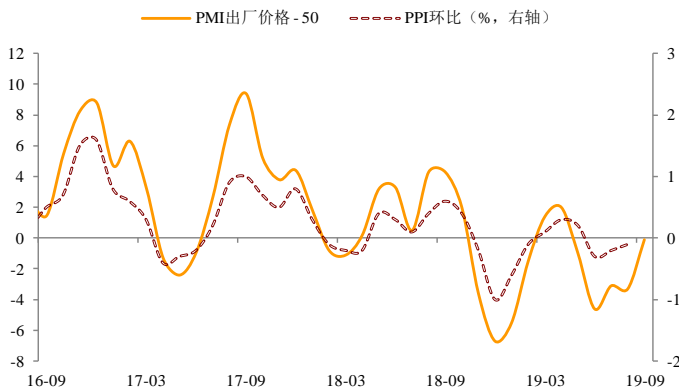
数据来源: Wind, 招商证券

## 2) PPI: 油价中枢抬升

9月布油现货均价从上月59美元上涨至63美元,受油价提振,大宗商品价格全线上行,南华工业品指数环比上升2.7个百分点,PMI出厂价格环比上升3.2个百分点,进而PPI环比应有回升。但从同比角度来看,由于去年同期基数较高(78.8美元),9月油价同比跌幅从18.5%扩大至20.3%,预计PPI同比继续下行至-1.4%左右。

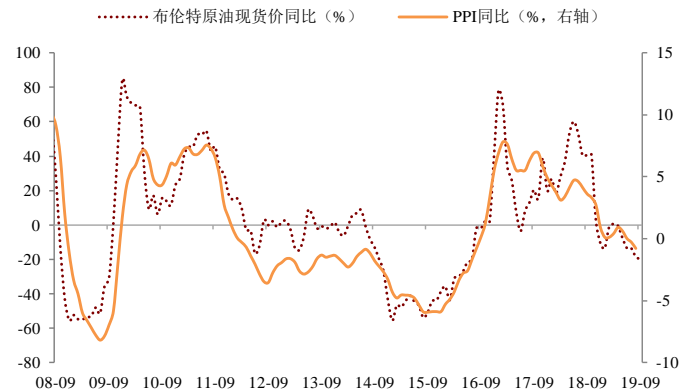
具体地,9月油价上涨主要受到沙特阿美产油设施遇袭影响:9月16日油价开盘暴涨,布伦特现货从61.3美元上涨至68.4美元,涨幅收于11.6%;之后沙特宣布产能将在2~3周内恢复,消息令油价回调,在62-65美元区间偏强运行。往后看,油价能否维持高位,取决于沙特是否有意愿和能力在短期内恢复全部产能,但无论如何,此次事件之后,市场对中东地缘政治风险的担忧可能有所升级,在一定程度上抬升油价中枢。对应到PPI,这将使得10月见底的PPI底部更浅,之后反弹程度也更大。

图 11: 9月PPI环比回升



数据来源: Wind, 招商证券

图 12: 9月PPI同比继续下行



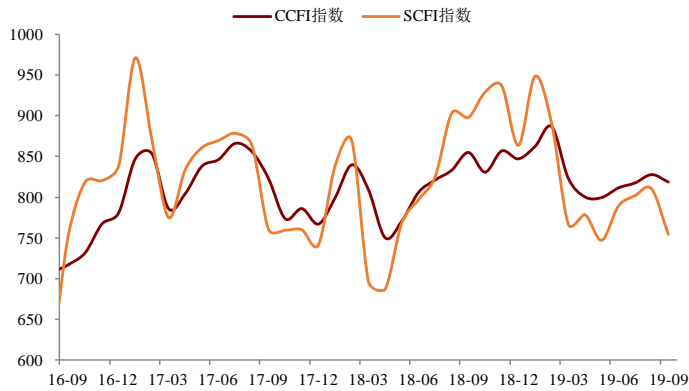
数据来源: Wind, 招商证券

## 5、外贸: 预计出口同比-3%, 进口同比-6%

9月PMI新出口订单环比回升1.0个百分点，走势上符合季节性规律，幅度上与历史同期均值（1.2个百分点）基本相当。但结合出口集装箱指数来看，9月出口形势可能并不乐观：9月前4周，SCFI指数和CCFI指数分别下跌6.9%、1.1%，这表明在9月1日部分清单加征的15%关税已经落地、中美谈判前景不明朗的情况下，出口回落的可能性更大。加之去年9月出口增速较高（13.9%），高基数将加剧今年9月出口增速的回升难度。

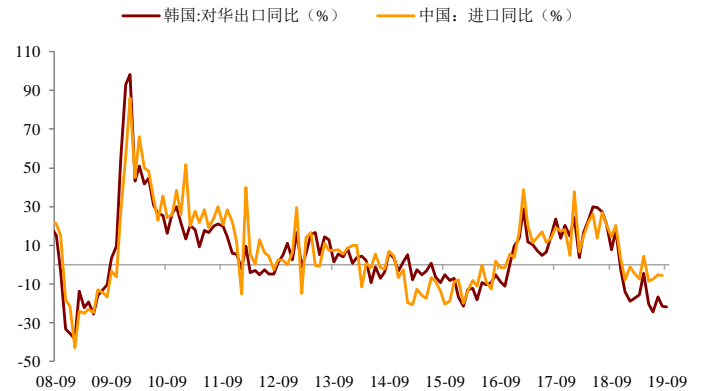
此外，从可比国家来看，韩国9月出口连续第10个月下跌，跌幅为11.7%，其中对中国出口下跌21.8%。由于2010年以来韩国出口数据与中国出口、进口相关度较高，分别为0.67和0.87，预计9月中国进出口也将弱势下跌。

图 13: 9月出口集装箱运价指数回落



数据来源：Wind，招商证券

图 14: 9月进口增速或继续下降



数据来源：Wind，招商证券



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**尹睿哲：**中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

**李晴：**南京大学管理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

## 招商证券债券信用评级符号和定义

| 等级符号    | 定义                                   |
|---------|--------------------------------------|
| 投资<br>档 | A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低 |
|         | A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低 |
|         | A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低 |
| 投机<br>档 | B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般  |
|         | B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险 |
|         | B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高   |
|         | C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高    |
|         | C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务     |
|         | C1 偿债主体不能偿还债务                        |

注：债项符号含义与主体符号含义一致

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。