

## 2019年八月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 胡乔石

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年九月



- **基建增速或缓慢回升。**基建投资回升，与8月建筑业景气度、钢铁产量和需求量、地方债发行增速等回升较为一致，专项债可用作项目资本金效果逐步发挥，基建增速有所回暖，但9月地方债面临无债可发情况，而2020年额度可能快速下发，需对此进行关注；另外，政治局会议强调旧校区改造等新型基建，后续若政策效果有所发挥，则基建增速将继续缓慢上行。
- **社零增速大幅低于预期，汽车消费大幅回落是主要原因。**8月汽车消费回落幅度较大，消费增速-8.1%，较7月的-2.6%进一步走低，对社零拉动率大幅回落至-2.3%，较7月的-0.7%显著走低，是拖累社零的主要因素。
- **经济下行压力不减，逆周期调节支持实体融资。**在外部冲击加大、经济下行压力增大背景下，二季度货币政策执行报告表示了对经济的担忧，同时对逆周期调节的表述有所增多。而近期采取的改革以及常规的措施较为频繁，如LPR改革、全面+定向降准、QFII额度放开等，均有更多支持实体融资的作用。8月社融数据增长超预期，也体现了政策逆周期调节的导向。往后看，在增长承压背景下，政策仍有望助力流动性层面的改善。

# 目录

## CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

01

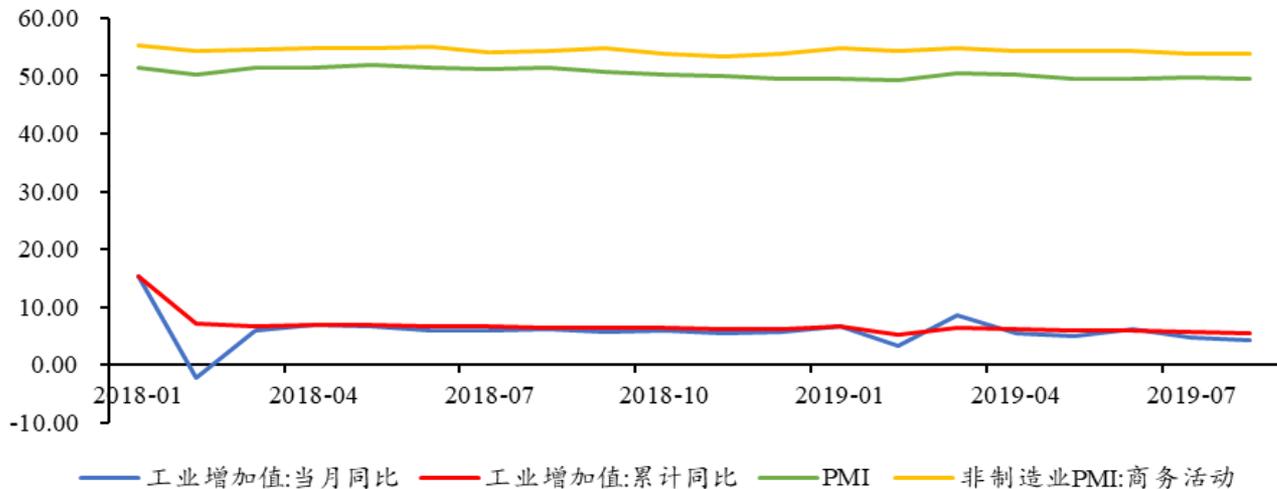


# 国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

## 2.1 工业生产超预期下滑

### 工业生产及景气指数



8月规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较7月下滑0.4%。受内外需疲弱拖累，工业增加值增速连续2个月超预期下滑。

**内需方面**，8月官方制造业PMI为49.5，较7月下滑0.2%，连续四个月位于荣枯线以下。

**外需方面**，8月全球制造业PMI为49.5，仍处于收缩区间。

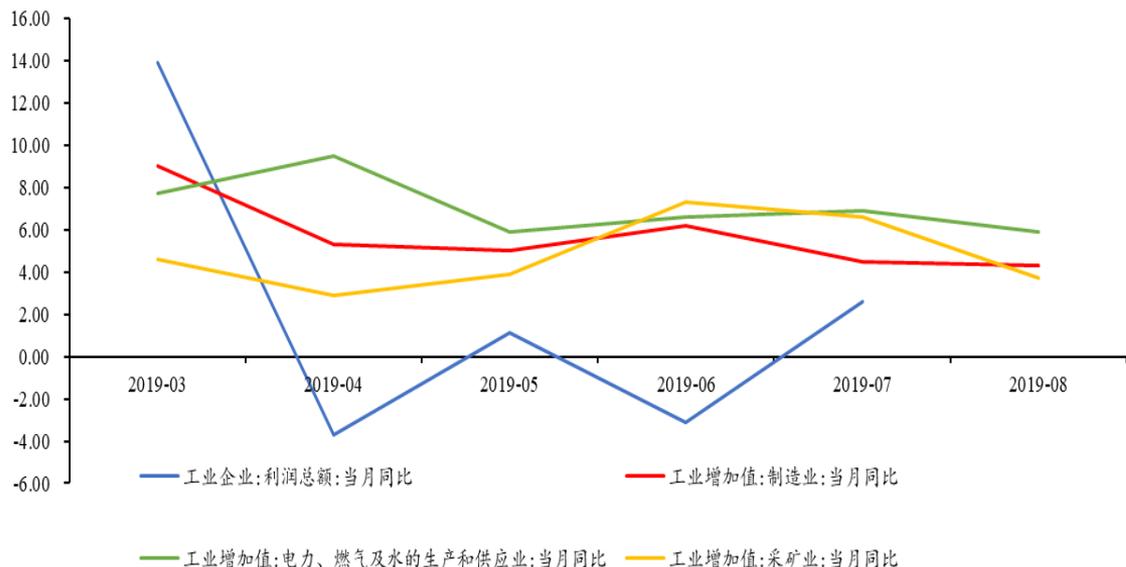
**此外**，企业去库存和工业品通缩也对生产造成拖累。

8月PMI产成品库存指数为47.8，依旧位于荣枯线下，指向企业依旧在去库存。

**展望：**工业生产短期内仍将承压。国内受工业品价格影响，PPI处于负区间，企业利润修复仍然难言回升，整体需求较弱；外需受全球经济增速放缓以及贸易摩擦影响，表现相对较弱。从四季度来看，企业可能仍处于去库存状态，工业生产可能仍然相对偏弱。

## 2.2 工业企业利润总额累计同比还将承压

工业利润及三大类工业增加值同比

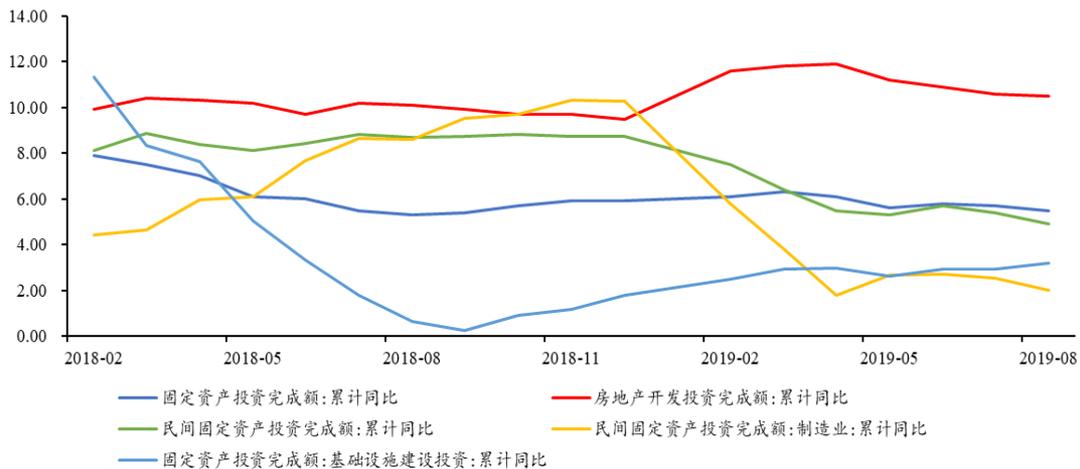


工业企业利润总额当月同比与累计同比均超预期上行。7月工业企业利润总额累计同比录得-1.70%，保持个位数负增长，符合市场预期。当月同比方面，7月工业企业利润总额当月同比录得2.60%，较前值大幅上行5.70个百分点，年内第三次“转正”。制造业利润总额累计同比与工业企业利润总额走势一致。7月三大部类利润总额累计同比边际上行，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别较前值上行0、0.70、1.60个百分点。

**展望：**8月PPIRM累计同比为-0.2%，较前值下行0.2个百分点，时隔31个月再次踏入负值区间；8月PPI累计同比为0.1%，较前值下行0.1个百分点，重返2019年年初的水平。在降准支持实体经济发展、通过银行传导较低贷款实际利率的背景下，预计8月工业企业利润率或将小幅上行。但是，由于2018年同期基数的下行，对工业企业利润总额同比起到较大支撑作用，8月工业企业利润还将承压。

## 2.3 投资：制造业、房地产投资下滑，基建投资反弹

固定资产投资累计分项同比



1-8月固定资产投资同比增长5.5%，增速比1-7月份回落0.2个百分点，环比较上月下降0.01个百分点。

**制造业投资下滑，需求疲弱叠加利润承压。**1-8月制造业投资增速为2.6%，较前期增速下滑0.7个百分点。内外需求疲弱、融资问题尚未解决、利润增速下滑是制约企业资本开支的重要因素。

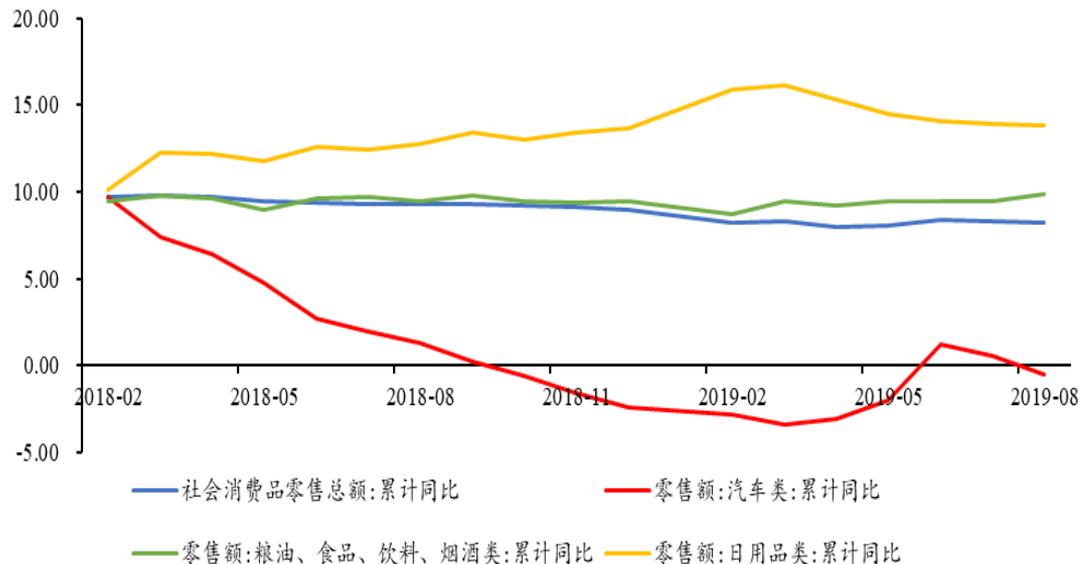
**基建投资反弹，资金来源改善。**1-8月份，基础设施投资同比增长4.2%，增速比1-7月提升0.3个百分点。基建投资增速反弹主要受到前期专项债发行加速提振。

**房地产投资下滑，政策持续收紧。**1-8月房地产投资同比增长10.5%，增速较前值小幅回落0.1个百分点。随着“房住不炒”政策持续收紧，开发商资金来源同比增速进一步下滑0.4个百分点至6.6%。

**展望：**（1）**房地产投资增速仍将面临下行压力。**一方面调控政策短期内难以全面放松；另一方面，土地购置费增速回落将对房地产投资形成拖累。（2）近期国常会提出加快专项债发行安排、全国人大下达部分2020年地方债务限额，**基建投资增速上行仍有动力。**（3）内外需低迷，企业利润增长承压，**制造业投资增长不容乐观。**

## 2.4 消费：汽车销售低于预期，常规消费品趋势回暖

### 社会消费品零售总额及分类累计同比

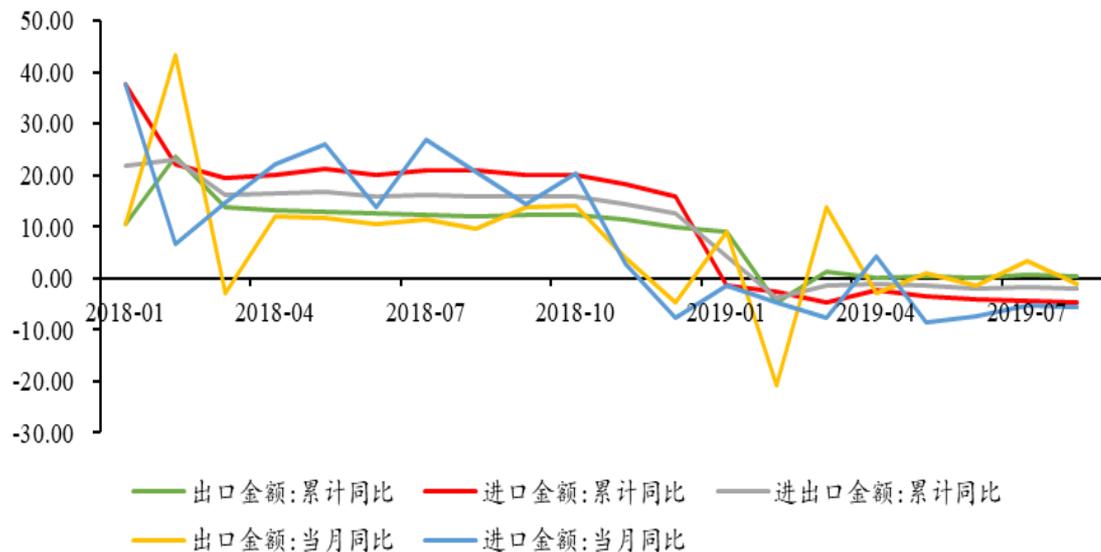


8月社会消费品零售总额33,896亿元，同比增长7.5%，增速环比下降0.1%。除汽车以外的消费品零售额同比增长9.3%，增速环比提升0.5%。  
**汽车销售数据低于市场预期：原因：**  
(1) 6月消费透支的冲击还没有完全过去 (2) 放开车牌限制所刺激的需求还没有完全释放。  
**受中秋节提前消费影响，必选品增速普遍提升。**粮食、食品、饮料消费增速提升至9.9%、日用品维持13%的较高增速、烟酒销售增速持续提升1.7%至12.6%的较高水平。

**展望：** 1) 由于消费透支影响减弱叠加政策刺激逐渐释放，预计汽车销售对社零的拖累逐渐减弱。 2) 9月有3天中秋节假期和去年相同，且在消费较弱的情况下，零售公司的促销力度或有所提升。 3) 在临近大庆、官方宣传、贸易摩擦阶段性缓和、货币政策逆周期调节的多方因素下，消费信心或有好转。

## 2.5 外贸：进出口增速双双放缓

### 进出口当月、累计同比



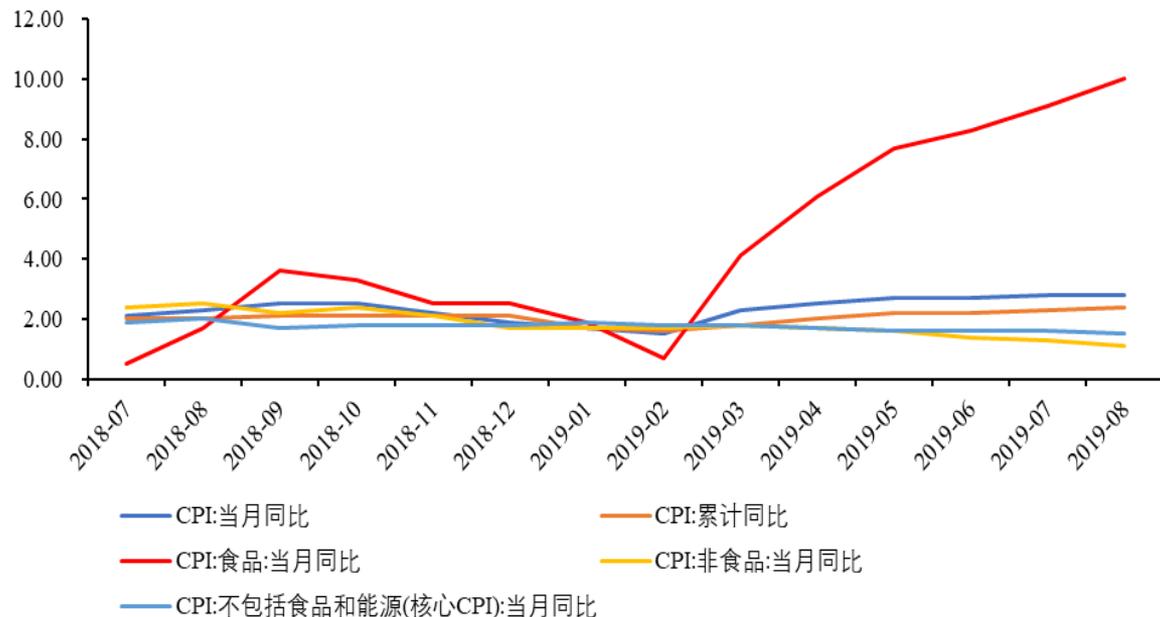
**对美出口下滑拖累出口增速。**中国8月出口同比增速-1.0%，前值为3.3%，低于市场预期2.0%，环比增速为-0.9%。8月出口的下降主要来自于对美出口的拖累，受中美贸易摩擦加剧的影响，对美出口增速由上月的-6.46%扩大至-15.95%。

**进口显示内需依旧低迷。**8月进口数据依旧较为低迷，进口同比增速-5.6%，前值为-5.6%，高于市场预期-6.5%，同时 PMI 进口为 46.7，均体现出内需的疲弱。

**展望：后续进出口增速仍将承压。**1) 中美互征关税的政策均已正式落地，贸易摩擦再度升温，同时，在全球经济下行外需放缓的背景下，出口压力将进一步显现。2) 因贸易战加剧原因，商务部发声中国相关企业暂停进口美国农产品。另外，经济下行压力下内需持续低迷，同时后续高基数效应重新显现，进口增速将会进一步承压，但出现大幅下降的概率也不大。

## 2.6 通胀：猪肉推涨CPI，PPI仍将寻底

### CPI当月、累计同比



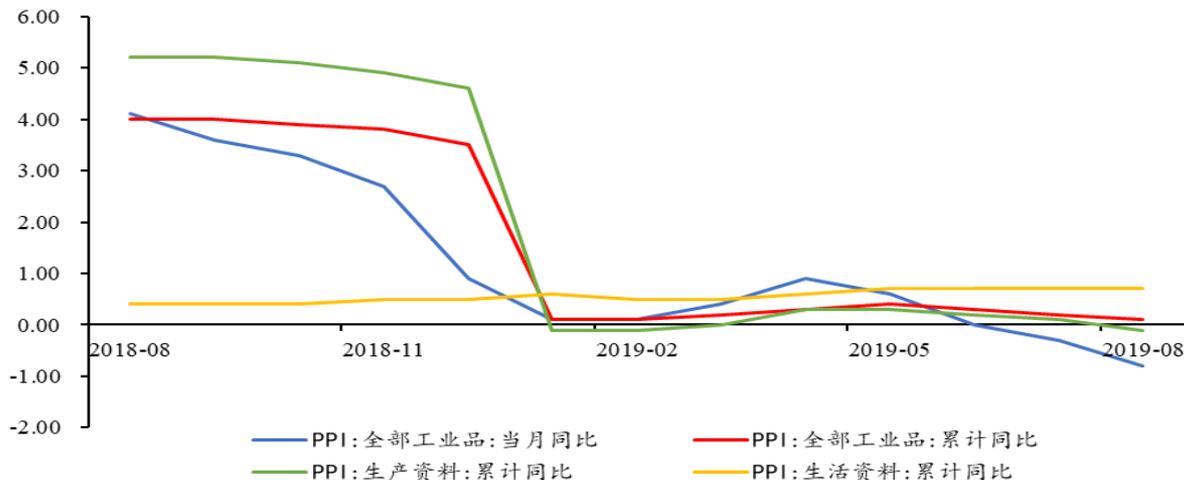
2019年8月CPI同比2.8%，1-8月累计上涨2.4%，较上年同期加快0.4个百分点；8月PPI同比-0.8%，前7个月累计0.1%，较上年同期下降3.9个百分点。

**CPI高于市场预期。**从环比看，食品类价格大超季节性，非食品价格则与季节性规律一致。食品中肉类一枝独秀，蔬菜、鲜果、鸡蛋等价格环比表现则弱于季节性。从同比看，食品价格上涨10.0%，为2012年2月以来新高，其中猪肉（46.7%）涨幅最大。

**展望：**尽管近期国家层面出台多项措施鼓励补栏，并投放国家储备猪肉，但短期内缺口难以有效弥补，猪肉价格仍有上涨空间。CPI或将在9-10月暂时回落，之后在高基数效应退去以及猪肉价格易上难下的影响下，年末CPI可能反弹至3%或更高水平。

## 2.7 通胀：猪肉推涨CPI，PPI仍将寻底

### PPI 当月、累计同比

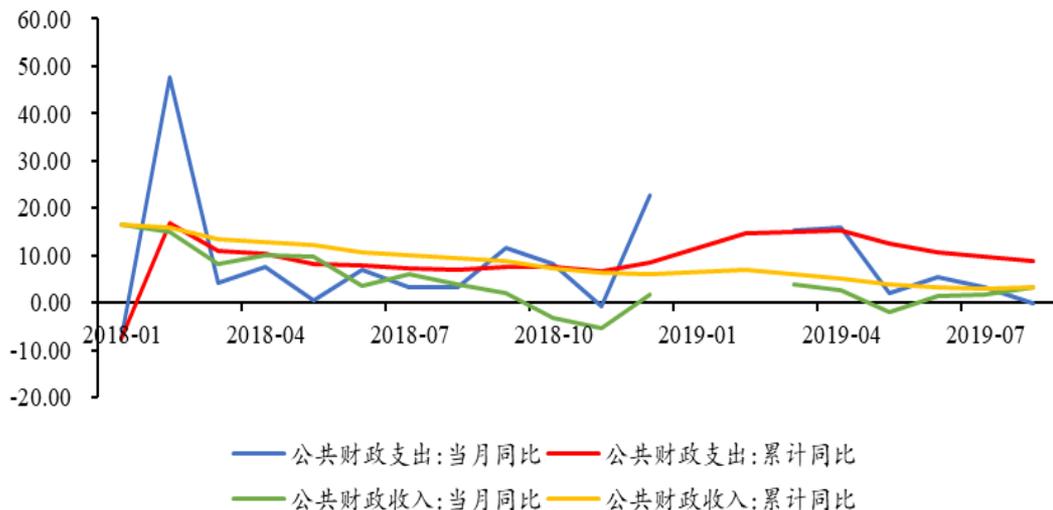


**PPI弱于市场预期。**8月PPI环比回落0.1%，稍弱于2011-2018年年均值；同比回落0.8%，稍好于市场预期，较2018年同期涨幅回落4.9个百分点。**大宗商品价格表现仍较弱。**8月CRB指数、LME基本金属指数、Brent原油价格均值分别同比回落10.8%、6.8%、19.4%。全球经济复苏动能趋弱。虽然8月欧元区与部分新兴市场国家制造业PMI有所反弹，但美国大幅下滑2.1个百分点至49.1%，为2016年2月以来最低，中国、日本、印度等国均出现不同程度回落，作为全球经济风向标的韩国8月出口跌幅扩大。

**展望：**从国内中观高频数据看，8月工业生产边际改善，但终端需求仍然较弱，商品房销售回落，汽车销售延续负增长。近期逆周期调整力度有所加大，有利于稳定基建投资与GDP，但在保持定力的大格局下，工业品与原材料价格难以大幅上涨。**预计9月PPI同比仍将回落，10-11月同比或持续为负。**

## 2.8 财政：财政收入低位反弹、支出负增

### 财政收支当月、累计同比



8月财政收入11438 亿元，同比增长3.3%；财政支出15106亿元，同比下降0.2%。非税快速增长带动财政收入反弹，但经济走弱导致税收增长明显放缓，收入进度相较去年明显放缓。8月税收收入同比下滑4.4%，非税收入同比增长70.2%，主要是去年同期基数较低所致。8月支出首先负增长，支出主要保就业，基建类支出放缓，财政赤字和支出进度明显大幅提前，后续支出乏力。为稳增长，2020年专项债限额提到今年四季度发行的紧迫性增强。

**展望：**总体来看，经济增长下行叠加“减税降费”，收支矛盾进一步加大，为稳增长，财政支出前移现象明显，预计未来经济下行压力仍较大。由此，未来几个月财政收支料将保持紧平衡。考虑到在房企融资收紧、土地市场降温背景下，政府性基金收入将持续承压，后续基建发力将主要依靠专项债资金以及发挥专项债撬动社会资本的能力。

## 2.9 金融：社融略超预期，政策适度调整

### ➤ 社融略超预期，非标改善是主要贡献。

8月社融略超预期，分项来看，非标是边际改善的主要贡献方，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票8月减少1014亿元，比去年同期少减1660亿元，随着监管冲击的过去，未来非标对社融的拖累有望减少，逐渐恢复稳定。

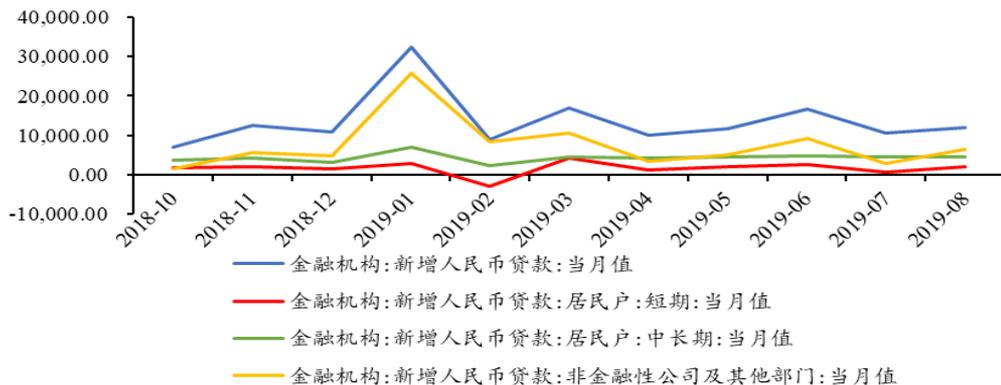
### ➤ 居民贷款偏弱，中长期企业贷款是亮点。

贷款中，8月新增居民贷款新增6538亿元，同比少增474亿，其中，中长期居民贷款同比少增159亿元，中长期居民贷款同比多增125亿元，房地产市场尚且稳定，但不排除银行在调控预期下提前放量的可能；而短期居民贷款同比继续减少600亿元，体现出消费贷用途监管持续收紧。

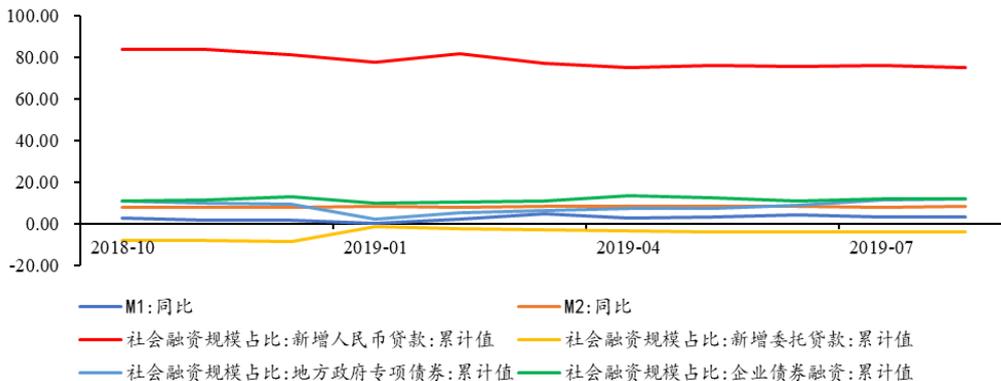
### ➤ 二级市场回暖带动非银存款多增。

8月末，广义货币(M2)余额193.55万亿元，同比增长8.2%，较上月提升0.1个百分点；M0和M1增速均回升0.3个百分点至4.8%和3.4%。

### 金融机构新增人民币贷款



### 社会融资规模占比及M1、M2同比

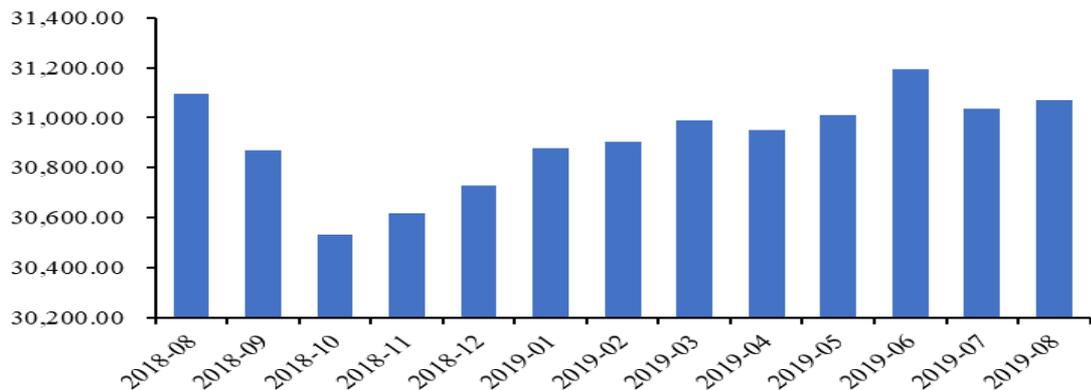


## 2.10 外汇：国际收支尚未对汇率产生掣肘

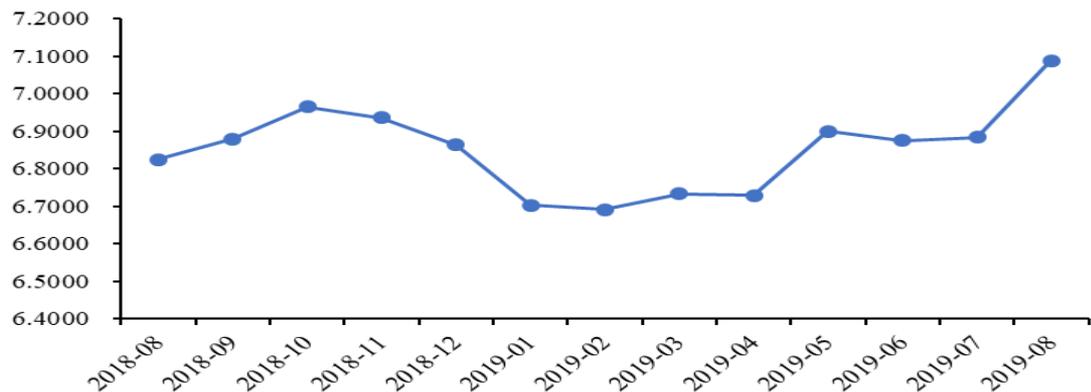
➤ **8月外储重回增长。**央行数据显示，2019年8月份我国官方外汇储备 31071.76亿美元，比上月回升35亿美元，重回正增长。8月初受贸易摩擦激化影响，人民币急贬破7，8月人民币兑美元汇率由7月底的6.8855贬至 7.1452，单月贬值幅度达3.77%，或带来短期一定资本流出压力，但近期在全球流动性宽松影响下各国国债收益率波动下行，外储估值因素为正。

➤ **国际收支尚未对汇率产生掣肘。**8月初以来人民币汇率持续位于7上方是受到贸易摩擦事件性影响及美元指数压制，如果资本流出压力加大，央行可能加强调控，此时人民币可能重回升值。

官方储备资产：外汇储备（亿元）



期末汇率：美元兑人民币



# 02



## 宏观经济政策分析

货币政策、财政政策、房地产政策

## 3.2 保持稳健货币政策总基调，适度预调微调

8月31日，金稳会强调：**金融支持实体经济、深化金融体制改革、下大力气疏通货币政策传导。**

9月4日，国常会提出：**坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施。**

**展望：**货币政策将继续保持稳健、降低实际利率水平成为重要政策导向。

### 8月17日央行进行LPR报价机制改革

- 央行发布新的LPR形成机制，最主要的变化在于LPR 报价方式由过去的参考基准利率改为以中期借贷便利（MLF）为基础加点形成，从而实现贷款利率的并轨。通过完善LPR形成机制，银行难以再协同设定贷款利率的隐性下限，央行可通过下调MLF利率来直接指导终端贷款利率的形成，实质上等同于一次非对称降息操作，最终将有助于资本市场流动性的改善，也有利于银行业贷款规模的扩张。
- 央行此次宣布进行LPR改革并非完全是空穴来风。在美国宣布降息和国内信贷需求不振的大背景下，央行掌控信贷利率变动的意图明显增强，预计未来LPR波动幅度有望加大，并向一般加权贷款收益率靠近。

- 一是货币政策将继续维护流动性的合理充裕；
- 二是LPR降息降低实际贷款利率，企业融资成本下行，考虑到LPR仅针对部分新增贷款，金融机构和实体企业预期改善和经济企稳回升仍需要更加丰富的政策组合；
- 三是注重货币政策的适度预调和微调；
- 四是引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

### 3.3 积极的财政政策持续发力

8月31日金稳会，首次明确强调实施“积极的财政政策”。

9月4日国常会提出，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕。

**展望：**“积极的财政政策”信号愈发强烈，财政支出重点聚焦民生、基建领域。

#### 积极财政政策再升级

- ✓ 今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。
- ✓ 根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于基建领域。
- ✓ 专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

- 一是依法合规做好专项债融资。财政部将督促指导地方政府尽快发行完年内专项债额度，并提前下达明年专项债部分额度。有力支持国家重大区域发展战略，发挥对民间投资的撬动作用，促进经济平稳健康运行。
- 二是稳定制造业投资，加强民营企业的支持力度，进一步发挥好宽财政的刺激作用，继续落实下一阶段的减税降费政策。
- 三是推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革。

## 3.4 房地产调控政策频率创纪录

9月4国常会，提出**专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。**

7月30日政治局会议，**延续“房住不炒”定位，新增“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策定位。**

**展望：**“房住不炒”总基调短期内不会变，房地产政策收紧短期内难放松。

### 8月，房产调控政策仍在发力

- ✓ 8月份全国共出台60次房地产调控政策，单月数量已接近今年1月份68次的最高峰值。今年1-8月份全国累计出台房地产调控政策已达到367次，相较去年同期的315次增长17%，创下了房地产调控的新纪录。全国房地产行业的调控力度依然出现没有减弱的趋势。
  - ✓ 地方层面，杭州、温州、南昌、郑州、合肥等地个人房贷利率上调进入下半年，房贷利率进入反弹阶段，尽管一线城市表现相对平静，但二线城市的多个热门地区房贷利率却呈现上涨，有的地区首套房利率甚至上浮25%。其中，苏州、杭州、长沙、合肥调整频率加快，且部分银行额度紧张，甚至暂停受理房贷业务。
- 一是压降表外资金绕道输血房地产、防止房地产行业占用过多信贷资源。
  - 二是加强对信用卡大额透支和消费贷的资金流向监控，确保资金流向不用于购房和投资等非消费领域。
  - 三是坚决遏制房价上涨，贯彻“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的要求。
  - 四是加快推进棚户区改造和廉租房建设，解决困难群众住房需求。

# 免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。