

宏观研究/数据综述月报

2019年09月16日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 贸易摩擦或扰动工业生产预期》
2019.08
- 2 《宏观: Q2 经济增速略超预期回落》2019.07
- 3 《宏观: 基本面不确定性加剧, 政策相机抉择》2019.06

“六稳”是短期工作重点

2019年8月经济数据综述

国常会强调“六稳”，维稳是短期工作重点

8月工业生产数据有所下行，设备制造业生产维持低位，进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动，经济增长不确定性仍然存在。9月4日国常会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资。9月6日央行宣布从9月16日起全面降准，我们认为这是落实国常会的政策思路。近期重要会议频繁释放“六稳”发力的信号，我们认为维稳是短期工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望对生产端形成一定的刺激提振，一定程度上对冲经济下行速率。

8月社零名义同比增速7.5%，汽车消费拖累是主因，整体消费有韧性

8月社零名义同比增速7.5%，前值7.6%，1-8月累计同比增速8.2%。8月汽车、家具、家电及建筑装潢等零售同比分别为-8.1%、5.7%、4.2%和5.9%。8月汽车消费拖累整体消费下滑，我们认为汽车消费处于筑底阶段，下半年汽车基数渐高也有影响，预计未来汽车对整体消费仍有拖累，但随着二阶拐点逐步出现，负向拖累有望逐步缓释。8月除汽车以外的消费品零售额同比增长9.3%，除汽车外整体消费仍有韧性。近期各类消费刺激政策频出，主要布局在挖掘消费潜力、优化消费结构和推动消费升级等方面，对整体消费提振有限。我们认为全年消费有韧性不悲观。

8月全国调查失业率5.2%环比下行0.1个百分点，就业形势总体稳定

8月全国城镇调查失业率5.2%，环比下行0.1个百分点，同比上行0.2个百分点。数据下行主要原因在于7月大学生毕业季过后的季节性因素。今年失业率中枢较去年明显提升，年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，9月4日国务院常务会议强调从延缓就业压力与创造就业岗位并举稳就业，预计失业率5.5%左右仍将是今年重要的政策底线，后续相关政策将继续发力托底就业形势，整体看，后续失业率较难突破新高，全年实现5.5%目标难度不大。

8月工业增加值当月同比+4.4%，整体固定资产投资累计同比+5.5%

8月工业增加值连续两个月低于+5%，设备制造业增加值延续回落。我们认为台风等异常天气、以及环保限产等因素对工业生产形成一定负面影响。1-8月制造业投资累计同比+2.6%，较前值回落0.7个百分点；基建投资累计同比+4.2%，稳中有升。需求端未见明显复苏、中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续制约制造业企业资本开支。去年8月基数走高、9-12月基数维持较高，对制造业投资数据形成一定负向影响，9-12月数据可能继续承压。国常会提出加快专项债发行安排，我们认为政策对冲对于基建投资有一定正面意义，但年内短期呈现明显正面影响的可能性有限。

1-8月房地产开发投资同比增10.5%，相比前值下降0.1个百分点

房地产开发投资自4月创年内至今高点以来，5-8月已经连续四个月增速回落，基本符合我们预期。1-8月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降25.6%，土地成交价款下降22.0%。在建筑施工方面，开工竣工面积的增速差持续存在，施工面积同比增长8.8%，增速比1-7月份回落0.2个百分点。在资金链压力下，未来建安投资增长的持续性仍然存疑。我们仍然维持房地产投资增速未来下行的判断。1-8月商品房销售面积同比下降0.6%，我们认为，7月底政治局会议提出绝不将房地产作为短期刺激经济的手段，预计未来房地产销售增速大幅反弹的可能性也较低。

风险提示：受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响，经济走势可能弱于预期。

国常会强调“六稳”，维稳是短期工作重点

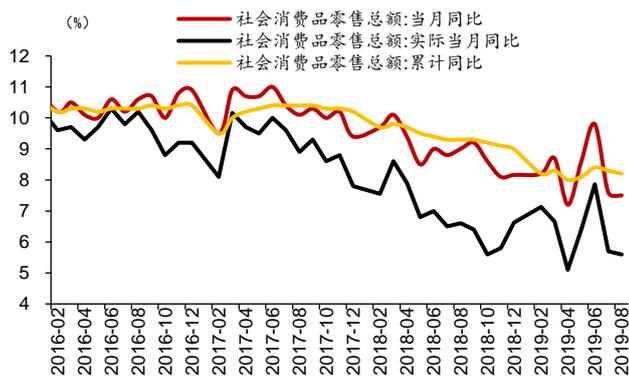
8月工业生产数据有所下行，设备制造业生产维持低位，进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动，经济增长不确定性仍然存在，9月4日国常会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资。会议同时强调要加快落实降低实际利率水平的措施，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

9月6日央行宣布从9月16日起全面降准，我们认为这是落实国常会的政策思路。近期重要会议频繁释放“六稳”发力的信号，我们认为维稳是短期工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望对生产端形成一定的刺激提振，一定程度上对冲经济下行速率。

8月社零名义同比7.5%，汽车消费是拖累，整体消费仍有韧性

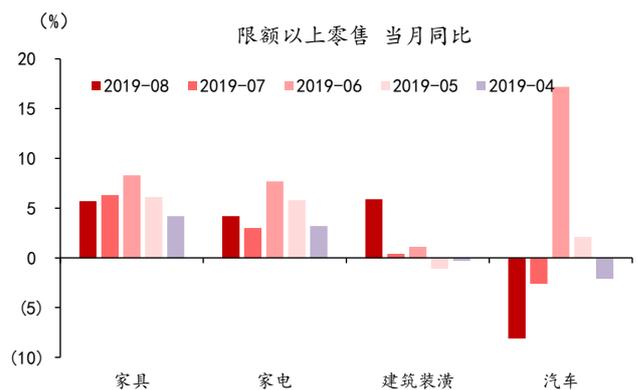
2019年8月，社会消费品零售总额名义同比增速7.5%，前值7.6%。1-8月社会消费品零售总额名义累计同比增速8.2%。社零数据结构分化，汽车与非汽车部分差异明显，8月数据分化主要为汽车销售拖累所致。8月除汽车以外的消费品零售额同比增长9.3%，1-8月除汽车以外的消费品零售额同比增长9.1%。8月限额以上企业商品零售同比增速为2.6%，其中8月汽车、家具、家电及建筑装饰等行业零售额同比增速分别为-8.1%、5.7%、4.2%和5.9%，较7月分别变动-5.5pct、-0.6pct、+1.2pct和+5.5pct。

图表1：8月社会消费品零售总额名义同比增速7.5%



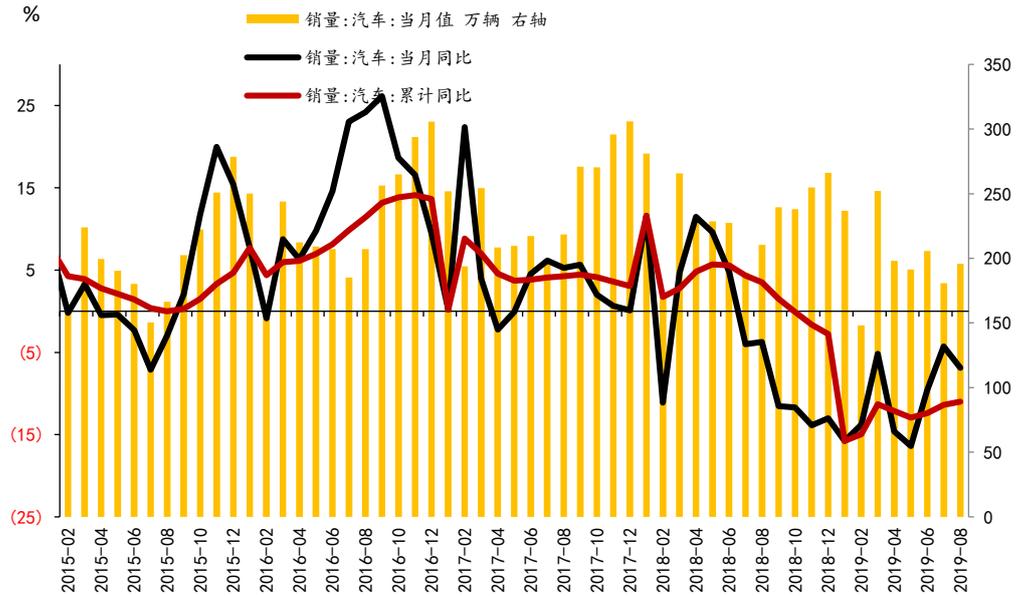
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：8月汽车与家具同比增速回落，家电和建筑装饰同比增速上升

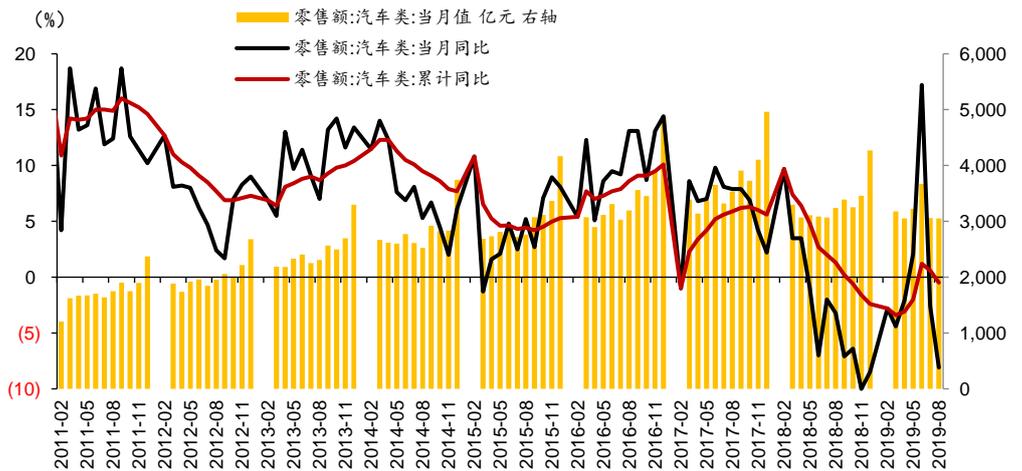


资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费数据分化，汽车是主要拖累，整体消费有韧性不悲观。1-8月社会消费品零售总额累计同比8.2%，1-8月除汽车外部分总体增速维持在9.1%，成为消费韧性主要来源。而汽车是短期消费变动的重要拖累项，8月限额以上零售数据中汽车消费当月同比为-8.1%，较7月回落5.5个百分点，主要原因在于，一方面国五转国六的加速导致阶段性的需求前置，7、8月汽车消费绝对额变化不大，但较6月有明显下降，另一方面由于18年基数抬升导致8月汽车消费同比增速回落，形成拖累。往后看，我们认为汽车消费逐步探底，前期逆周期政策透支较多需求，汽车消费刺激政策的提振作用有限，同时2018年下半年汽车消费的高基数可能也有影响；预计汽车消费将逐步探底出现二阶拐点，对整体消费的负向拖累将逐步适当缓释。整体消费方面，预计未来汽车负向拖累的超预期恶化幅度有限，非汽车部分的消费有韧性，我们预计年内消费整体有韧性不悲观。

图表3：汽车销售逐步出现二阶拐点，预计未来对消费负向拖累缓慢下降，但基数效应也有干扰

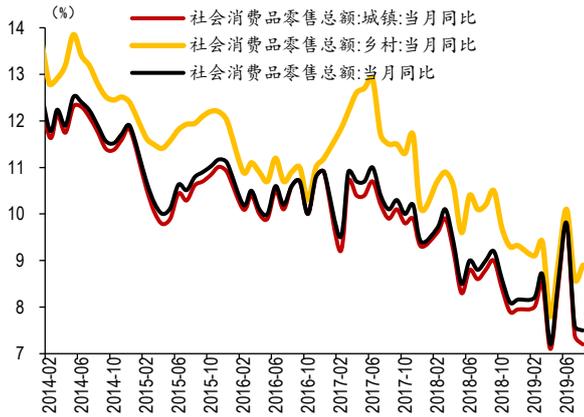
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：8月限额以上零售数据中汽车消费当月同比为-8.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

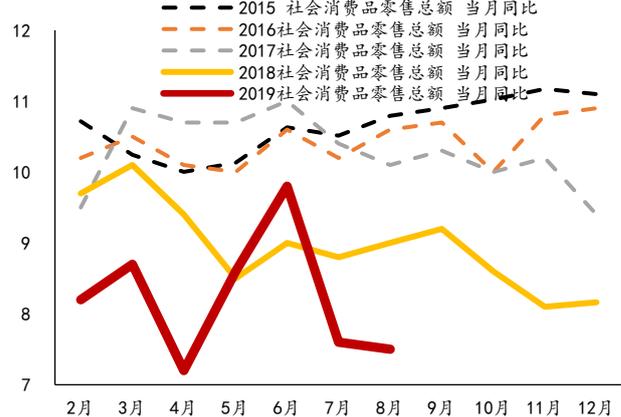
近期出台多项消费刺激政策，旨在挖掘消费潜力、优化消费结构、推动消费升级。二、三季度以来各类消费刺激政策频出，6月印发《推动重点消费品更新升级、畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》，7月完善促进消费体制机制设立联席会议制度，8月政策要求加快发展流动促进商业零售，我们认为各项政策主要布局在挖掘消费潜力、优化消费结构和推动消费升级等方面，符合供给侧改革解决总需求问题的思路，但对整体消费提振有限。部分消费升级类商品增速加快已有表现，限额以上单位文化办公用品类和化妆品类商品分别增长19.8%和12.8%，增速比上月分别加快5.3和3.4个百分点。同时，2019年7月政治局会议强调“有效启动农村市场”，强调挖掘农村消费市场潜力；近年来乡村消费增速总体高于社零消费及城镇消费增速，8月乡村消费零售额同比增速8.9%，1-8月乡村消费累计同比9.0%。考虑乡村消费占整体消费比重较低，希望通过提升乡村消费带动整体消费超预期上行的可能性较低，但乡村消费的进一步扩大和发展也会对整体消费产生支撑。

图表5：乡村消费增速相对较快，但因份额较小影响有限



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2018年下半年低基数，预计对2019下半年社零有支撑



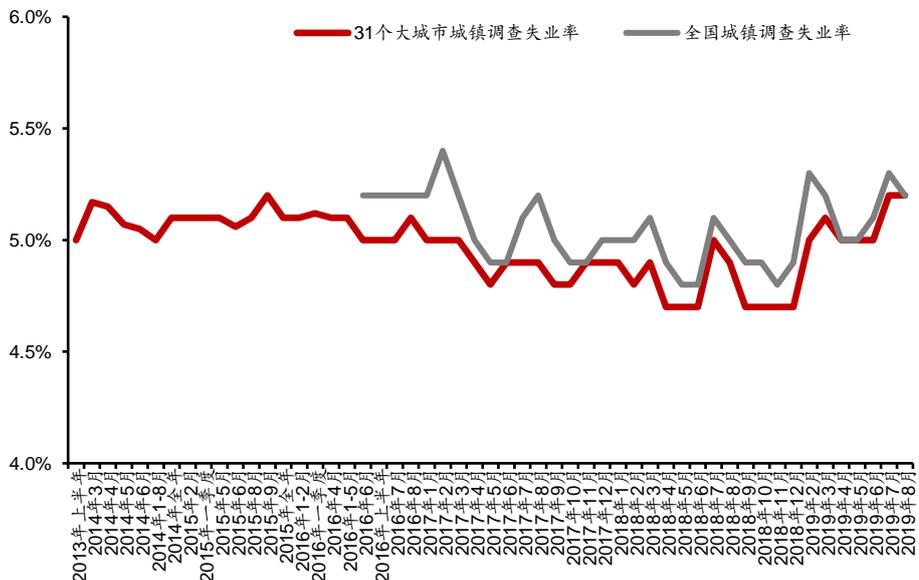
资料来源：Wind，华泰证券研究所

8月全国调查失业率5.2%，环比下行0.1个百分点，就业形势总体稳定

8月全国城镇调查失业率5.2%，环比下行0.1个百分点，同比上行0.2个百分点。数据下行主要原因在于7月大学生毕业季过后的季节性因素。8月31个大城市城镇调查失业率为5.2%，与上月持平，同比上行0.3个百分点。今年失业率中枢较去年明显提升，后续经济增速下行压力加大仍将制约失业率数据，预计将持续高于去年同期，但是目前基建和地产投资较为稳健，农民工就业等结构性失业问题最大的领域不会出现大的风险。

年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，9月4日国务院常务会议强调多措并举稳就业，提出“抓紧推进高职院校扩招100万人和运用1000亿失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作，研究进一步增加高职、技校招生规模和技能培训资金规模”等举措；此外，我们认为会议提到的相关逆周期政策如加大金融对实体经济支持力度、强化专项债支持基建项目建设等也有稳就业的意图。会议从延缓就业压力与创造就业岗位并举稳就业，国家鼓励创新创业缓解就业压力，农村电子商务、科技服务创业均可能成为政策支持方向。我们预计失业率5.5%左右仍将是今年重要的政策底线，后续相关政策将继续发力托底就业形势。我们预计整体看，后续失业率较难突破新高，全年实现5.5%目标难度不大。

图表7：8月全国城镇调查失业率5.2%环比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

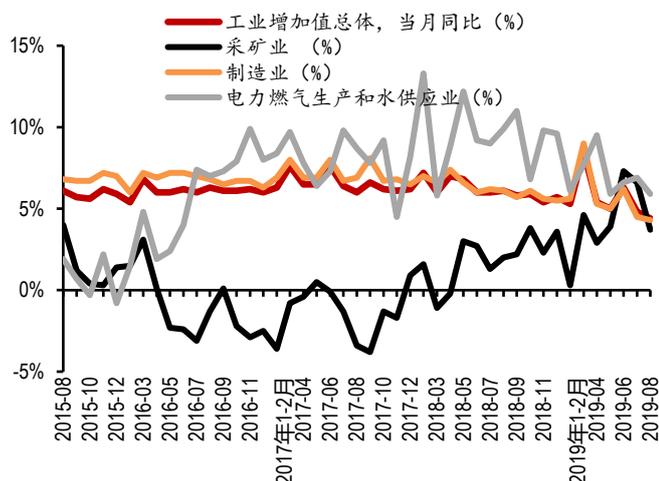
工业增加值增速下行，未来企业盈利的修复或有望提振生产信心

8月工业增加值当月同比+4.4%，连续两个月低于+5%；我们预期为+5.2%，Wind一致预期为+5.4%。8月份，采矿业增加值同比增长3.7%，增速较7月份回落2.9个百分点；制造业增长4.3%，较前值回落0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.9%，较前值回落1.0个百分点。根据统计局表述，8月份高技术制造业增加值同比增长6.1%，增速高于整体制造业，新产品新业态增长态势较为明确。7月份生产端回落幅度较大的是汽车制造、通用和专用设备制造业，8月份设备制造业增加值延续回落，汽车行业生产有所反弹。

2018Q1~2019Q2，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%，而三季度前两个月均值为+4.6%，我们认为8月的台风等异常天气、以及临近国庆的环保限产等因素，对工业生产形成了一定负面影响。

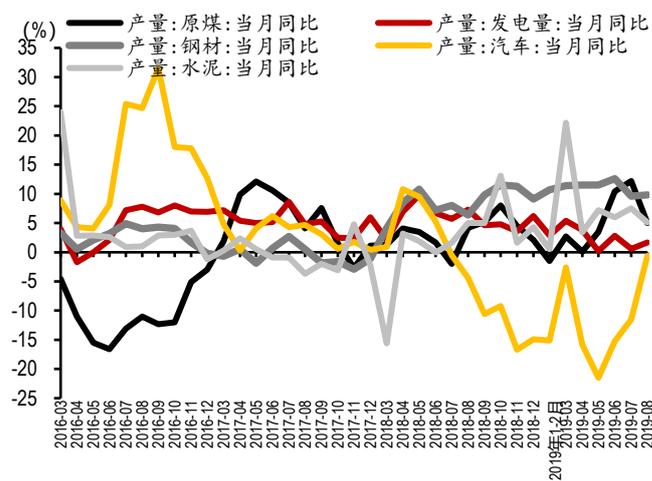
8月下旬公布的7月份工业企业利润数据，部分行业盈利累计同比增速呈现修复迹象，我们认为可能是前期减税降费积极效应的体现。我们认为今年四季度或是PPI同比的阶段性低点，PPI和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，继续关注减税降费政策的落地及效应体现。未来企业盈利的修复或有望逐步提振企业生产信心。

图表8：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：部分工业产品产量当月同比 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

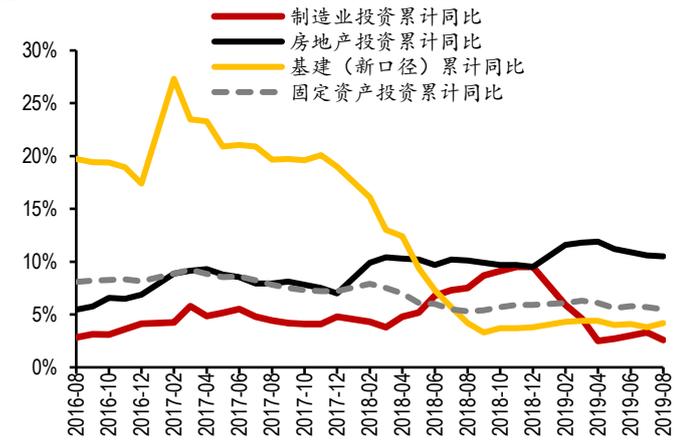
基数原因使得制造业投资数据承压，基建投资年内难现大幅上行

1-8月制造业投资累计同比+2.6%，较前值回落0.7个百分点；基建投资（统计局口径）累计同比+4.2%，稳中有升；地产投资累计同比+10.5%，较前值回落0.1个百分点。1-8月整体固定资产投资累计同比+5.5%，前值+5.7%。

需求端未见明显复苏、中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续制约制造业企业资本开支。去年8月基数走高、9-12月基数维持较高，对今年8月制造业投资数据形成一定负向影响，9-12月数据也可能继续承压。结构方面，1-8月高技术制造业投资增速+12%，较1-7月继续加速，国家加大对科创行业融资的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。

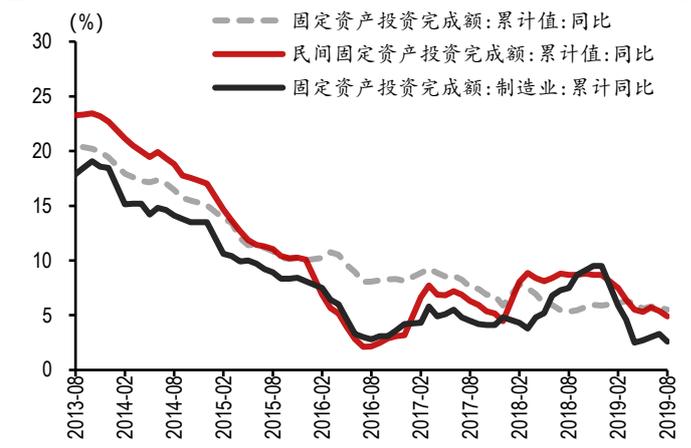
今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-8月同比增速仍在零附近，地方政府基建资金来源仍然受限。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，我们认为政策对冲对于基建投资有一定正面意义，但年内短期呈现明显正面影响的可能性有限。预计年内基建投资继续体现结构分化，总体增速较难出现大幅上行。全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

图表10: 固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



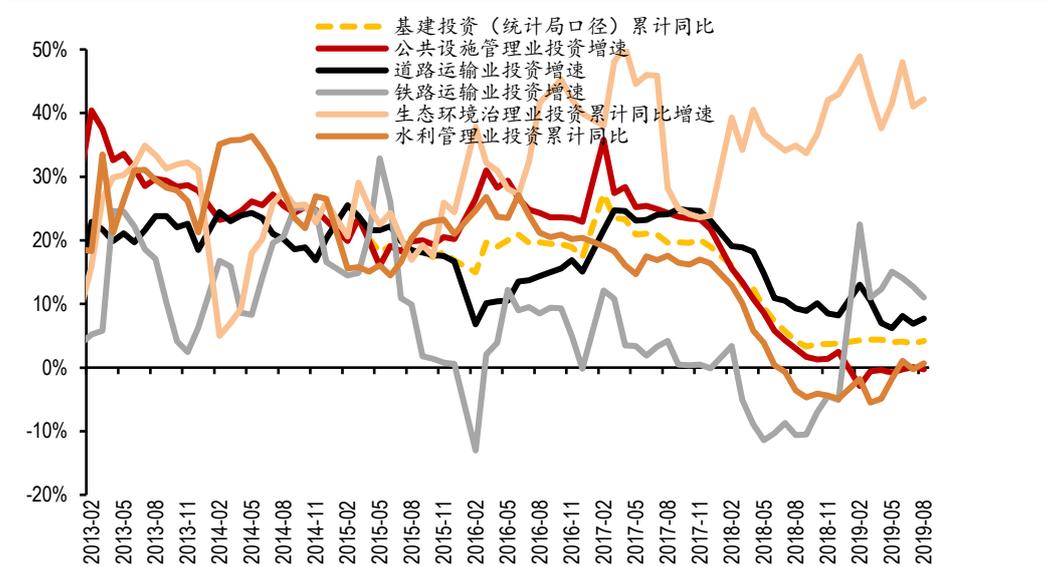
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 铁路投资和公共管理业投资持续分化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1-8月房地产开发投资同比增10.5%，相比前值下降0.1个百分点

房地产开发投资自4月创年内至今高点以来(1-4月累计同比11.9%)，5-8月已经连续四个月增速回落，基本符合我们预期。我们认为，此前房地产投资增速维持高位主要有两个

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_10060

