

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

研究员：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：

8 月工业增加值同比增 4.4%，预期 5.4%，前值 4.8%。

1-8 月城镇固定资产投资同比增 5.5%，预期 5.6%，前值 5.7%。

1-8 月房地产开发投资同比增长 10.5%，前值 10.6%。

8 月社会消费品零售总额同比增 7.5%，预期 7.9%，前值 7.6%。

8 月社会融资规模 1.98 万亿元，前值 10100 亿元。

8 月货币供应量 M2 同比增长 8.2%，前值 8.1%。

目录

一、	核心观点：经济数据全面回落，该降息了.....	4
二、	LPR 改革和逆周期调节效果初现，社融暂时企稳.....	9
三、	工业生产创十年半以来新低，内外需疲软.....	11
四、	固定资产投资增速回落，房地产投资延续放缓，基建和制造业投资整体低迷.....	12
五、	房地产融资全面收紧，销售偏低，房企到位资金和投资延续回落.....	13
六、	制造业投资回落，高技术投资相对较快.....	14
七、	基建投资增速略升但仍低迷，受公共预算收入和土地财政大幅下行、严控地方隐性债务的制约，未来反弹幅度有限.....	16
八、	汽车拖累整体消费下行，未来受居民杠杆率高、收入下行、股市房市财富效应弱的抑制.....	17
九、	出口下滑，受全球经济下行和贸易摩擦影响，预计下半年转负.....	19
十、	拿掉猪以后都是通缩：猪周期带动 CPI 保持高位，但核心 CPI 下行，PPI 连续两个月为负.....	21
十一、	制造业 PMI 回落，贸易摩擦升级导致企业经营预期和采购量指数下行，就业指数十年新低...	23

图表目录

图表 1: 2019 年 8 月新增社融结构	9
图表 2: 2019 年 8 月金融机构新增信贷结构	10
图表 3: 2019 年 8 月 M1 及 M2 增速	11
图表 4: 8 月工业增加值继续回落, 创十年半以来新低	12
图表 5: 8 月房地产、制造业下滑, 基建略回升但仍低迷	13
图表 6: 房地产投资下行, 销售整体延续降温	14
图表 7: 土地购置面积仍为负增长	14
图表 8: 汽车、计算机投资回升	15
图表 9: 高技术制造业保持高增长	15
图表 10: PPI 步入通缩, 企业盈利承压	15
图表 11: 8 月基建投资增速回升, 但增速仍低	17
图表 12: 地方政府债券 8 月净融资额同比下滑	17
图表 13: 8 月社会消费品零售总额增速回落	18
图表 14: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费	19
图表 15: 8 月进口、出口均下行	20
图表 16: 中美互加关税事件汇总	20
图表 17: 主要发达经济体制造业 PMI 均低于荣枯线	21
图表 18: 猪肉价格上涨带动 CPI 保持高位	22
图表 19: PPI 下滑拖累工业企业利润	22
图表 20: PPI 下行, 实际利率上升	22
图表 21: 8 月 PMI 指数分项一览	24
图表 22: 8 月制造业 PMI 较上月下滑 0.2 个百分点	24

一、核心观点：经济数据全面回落，该降息了

（一）三驾马车均放缓，全面需求回落，经济再下台阶

我们近期对经济形势和货币政策进行了前瞻性分析，并被一一验证。

6月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》（7月21日）：近期的先行指标纷纷下滑，比如房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI订单和PMI出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，而且经济金融结构正在趋于恶化。随后7月份经济金融数据全面回落。

7月份数据公布以后，市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中（混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系）。我们再度前瞻性提出《该降息了！——全面解读7月经济金融数据》（8月15日）：当前经济下行压力加大，全球降息潮，汇率破“7”，核心CPI保持稳定，PPI负增长通缩企业实际利率上升，表明货币宽松的空间已经打开。在《金融形势严峻，何时降息降准？——点评7月金融数据》（8月13日）中我们认为：7月社融、信贷、M2数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应，社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后8月17日央行通过LPR改革市场化降息，9月6日宣布全面降准+定向降准，国务院强调加大逆周期调节力度（参考：8月18日《“降息”来了！——解读央行改革完善LPR形成机制》、9月7日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》）。

年初经济暂时企稳，主要受去年底-今年初货币放松、财政资金提前拨付、5月贸易摩擦再度升级影响尚未显现、房地产“小阳春”、库存复苏周期等支撑。

但是，随着6-9月房地产融资密集收紧、房地产销售土地购置下滑、5-8月中美贸易摩擦升级、欧美主要经济体增长放缓、库存复苏周期已过等，我们维持2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断（参考《生于忧患——2019年中期宏观展望》，2019年6月），2019年下半年经济下行斜率较缓，但2020年上半年经济下行斜率较大。未来两年GDP增速将下降0.5个百分点左右。

宏观经济形势分析要有基本的框架、逻辑和判断（参考《新周期：中国经济理论与实战》《房地产周期》《大势研判：经济、政策与资本市场》《宏观经济结构研究》）。20年来，先后在人大清华学习经典理论、在国务院发展研究中心学习公共政策、在国泰君安方正证券学习资本市场，最大的收获是接地气、开阔视野、建立框架，深感要学习的东西越来越多，深感客观理性专业是研究的根本，保持开放包容的心态。

（二）具体看，当前宏观经济呈九大特点和趋势：

1、固定资产投资增速回落，其中房地产投资增速连续4个月下滑，制造业和基建投资增速整体低迷。考虑到土地财政大降、房地产融资收紧、出口和利润下行等影响，预计未来固定资产投资不振。1-8月固定资

产投资累计同比 5.5%，较 1-7 月回落 0.2 个百分点；8 月当月同比 4.2%，较 7 月下月 0.9 个百分点。其中，1-8 月房地产投资同比 10.5%，较 1-7 月下月 0.1 个百分点，连续 4 个月回落，但仍是投资最主要的支撑力量。基建（不含水电燃气）投资同比 3.2%，较 1-7 月回升 0.3 个百分点。制造业投资同比 2.6%，较 1-7 月回落 0.7 个百分点，延续低迷。民间投资回落，1-8 月民间投资同比 4.9%，较 1-7 月回落 0.5 个百分点。

2、**房地产销售偏弱，政策偏紧。**419 和 730 两次政治局会议强调“房住不炒”，730 政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的工具”，近期银行贷款、信托、海外债等地产融资渠道全面收紧。5 月以来房地产销售快速降温，1-8 月销售同比为-0.6%，较上月回升 0.7 个百分点；8 月房地产当月销售同比为 4.7%，较上月回升 3.5 个百分点，主因基数效应及融资收紧背景下房企加大促销回款，剔除基数效应后增速 2.1% 仍偏低。其中，一线销售降温较快，8 月当月一线城市销售增速为-8.7%，较上月下滑 16.8 个百分点。

8 月房企到位资金延续下滑，近期房地产融资全面收紧效果显现。1-8 月房地产到位资金累计同比 6.6%，较 1-7 月下月 0.4 个百分点，连续 4 个月回落。从当月看，8 月房企到位资金当月同比 4.1%，较上月下滑 1.7 个百分点，较 3、4 月同比的 13.1% 和 18.4% 大幅下滑。其中，国内贷款累计同比 9.8%，较上月上升 0.3 个百分点，但当月同比为 11.9%，较上月下滑 4.9 个百分点。

房企融资全面收紧、销售总体降温、新开工放缓、土地购置负增长，预计房地产投资后续将继续回落。1-8 月房地产投资累计同比 10.5%，较上月下滑 0.1 个百分点；8 月当月同比 10.5%，较上月回升 2 个百分点，与去年 8 月基数偏低有关。新开工放缓，与前期土地购置负增长相关，1-8 月新开工面积累计同比 8.9%，较上月下滑 0.6 个百分点；8 月当月同比 4.9%，较上月下滑 1.7 个百分点。施工面积下滑，主要因为房企融资受限影响施工进度。1-8 月施工面积累计同比 8.8%，较上月下滑 0.2 个百分点；8 月当月同比-0.6%，较上月下滑 16.3 个百分点。1-8 月土地购置面积累计同比-25.6%，较上月降幅收窄 3.8 个百分点，仍大幅负增长。

3、**一直寄予希望的基建投资略回升但整体低迷，增速回升主因前期专项债可做资本金等积极财政的作用，但受地方公共财政吃紧、土地财政大幅减少、严控地方隐性债务制约，未来反弹幅度有限。**1-8 月基建投资（含水电燃气）累计增速为 3.2%，较 1-7 月回升 0.3 个百分点；8 月当月同比 4.9%，较 7 月当月回升 2.2 个百分点。从细分行业看，1-8 月铁路运输和道路运输业投资同比分别是 11.0% 和 7.7%，较 1-7 月分别变化-1.7 和 0.8 个百分点。未来反弹幅度有限：一是大规模的减税降费落地后，地方财政收入同比迅速下行，1-7 月部分省市财政收入负增长，如北京-2.3%、海南-5.2%、重庆-7.3%，且当前 PPI 转负、企业盈利承压将进一步导致税收收入下行。二是地方政府债务偿债压力较大，隐性债务严控。三是 1-8 月土地成交面积同比-25.6%，土地财政收入增速或进一步下行，专项债难以弥补土地财政收入下滑缺口，仅考虑专项债、土地出让收入两项，2019 年财政收入净减少 4000 亿。四是 9 月 4 日国常会提出的“提前下发明年专项债”将在明年年初发挥稳投资作用，但 2019 年内难以形成实际投资。

4、**制造业投资延续低迷，当月增速转负，但高技术投资依然高增长。**1-8 月制造业投资累计同比 2.6%，较 1-7 月下月 0.7 个百分点，整体低迷。8 月当月同比-1.6%，较 7 月下月 6.3 个百分点。分行业看，计算机和金属制品投资上升，1-8 月累计同比分别为 11.1% 和-3.5%，较 1-7 月回升 0.6 和 1.7 个百分点。纺织、化学和食品制造业投资放缓，累计同比分别为-5.0%、7.9% 和-2.2%，较 1-7 月下月 2.4、1.5 和 0.8 个百分点。高技术产业投资增长较快，1-8 月高技术制造业投资同比增长 12.0%。全球经济下

行和贸易摩擦升级导致出口受冲击，PPI 转负通缩、企业利润承压，企业中长期贷款占比有所上升但仍偏低，制造业投资将处于低位。

5、社零消费增速继续回落，汽车消费大幅下滑为主要拖累，未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。8月社零消费名义增速和实际增速分别为7.5%和5.6%，均较7月下滑0.1个百分点。8月汽车消费大幅下滑，当月同比-8.1%，较上月大幅下滑5.5个百分点；扣除汽车后，消费品零售额同比9.3%，较上月上升0.5个百分点。具体来看：1) 8月必需品消费增速稳中有升，粮油食品和饮料增速分别为12.5%和10.4%，分别较上月上升2.6和0.7个百分点；2) 升级类消费有升有降，金银珠宝大幅下滑，8月同比为-7%，较上月下滑5.4个百分点，化妆品和服装同比增速分别为12.8%和5.2%，分别较上月上升3.4和2.3个百分点；3) 地产相关行业消费有所上升，建筑装饰材料和音像器材消费同比分别为5.9%和4.2%，分别较7月上升5.5和1.2个百分点。

未来消费难起：1) 中美贸易摩擦冲击出口部门就业。8月PMI从业人员指数46.9%，较上月下滑0.2个百分点，处于枯荣线下，且为十年以来低点，城镇调查失业率5.2%。2) 经济低迷，居民可支配收入走弱。3) 中国居民部门杠杆率高位上升，2019年二季度升至55.3%。4) 股市房市财富效应减弱，抑制消费。

6、8月出口增速下滑，主要是对美出口增速大幅下滑，源于中美贸易摩擦升级。未来，虽然人民币贬值利好出口，但在全球经济下行、中美贸易摩擦加剧背景下，出口将继续下滑，全年负增长。8月中国出口增速-1%，较7月下滑4.3个百分点，1-8月累计出口增速0.4%。分国别和地区看，加征关税对中美贸易冲击显现，8月中国对美出口当月增速创十年新低，1-8月美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值同比下降9%；但中国对中国台湾、东盟和巴西的出口保持高增速，这可能与出口转移有关。**8月进口增速维持弱势，主因内需疲弱。**8月中国进口增速-5.6%，较7月下滑0.3个百分点。分进口产品看，8月农产品进口同比4.7%，较上月下滑5.6个百分点，大宗商品、机电产品和高新技术产品进口增速分别为9.6%、-8.5%和-7.1%，分别较上月上升0.6、3.8和0.8个百分点。**未来出口将继续承压。**1) 全球经济放缓，外需疲软，8月全球制造业PMI指数49.5%，连续4个月处于枯荣线下；美、欧、日制造业PMI分别为49.1%、47%和49.3%，均处于荣枯线以下，美国连续5个月下滑。2) 中美贸易摩擦加剧，美对华2500亿美元和3000亿美元加征关税规模分别提高至30%和15%。

7、制造业PMI回落，连续4个月低于荣枯线，供需均收缩，新订单回落。8月制造业PMI为49.5%，较上月下滑0.2个百分点，主要是因为生产、新订单和价格指数分项下滑。新订单、进口指数下滑，新出口订单指数仍低于荣枯线，表明内外需均总体疲软。受中美贸易摩擦8月以来不断升级影响，经营预期和采购量指数下滑。分企业规模看，大企业PMI有所下滑但仍高于荣枯线，小企业景气度回升但仍低迷。

8、社融暂时企稳、M2略反弹，近期加大逆周期调控和LPR形成机制改革效果初现，但人民币贷款延续弱势，企业中长期贷款有所回暖但占比仍偏低。8月新增社会融资规模1.98万亿元，同比多增376亿元，存量社融同比增速持平在10.7%；新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增665亿元；M1、M2同比增速3.4%和8.2%，较上月提升0.3和0.1个百分点。**从社融结构看，LPR改革带动企业中长期贷款有所回暖，宽信用叠加低基数带动表外融资同比少减。从信贷结构看，居民短期贷款、票据融资是信贷少增的主要拖累；LPR改革、贷款利率下行预期带动企业中长期贷款回暖，占比提高至35.4%，但仍偏低。预计逆周期加码将稳定社融增速。**其中，对实体经济的贷款受宏观经济下行影响而呈现疲软态势；

宽信用叠加低基数有望在一定程度上支撑非标融资，但考虑到房地产信托收紧，表外融资难以显著改善；新增专项债是四季度社融增速的支撑因素，有望对冲信贷疲软。

9、拿掉猪以后都是通缩：超级猪周期带动 CPI 保持高位，但核心 CPI 和非食品 CPI 下行；PPI 连续两个月为负，通缩加剧，实际利率上升利润承压，需降息对冲。8 月 CPI 同比上涨 2.8%，与上月持平，但高于预期 0.2 个百分点。其中，8 月猪肉环比上涨 23.1%，仍是 CPI 保持高位的主要推手。同时，猪价上涨带动了牛肉、羊肉、鸡蛋等价格环比分别上涨 4.4%、2.0%和 5.9%。猪价上涨主要是猪肉供需状态持续恶化，本轮猪周期价格涨幅大、速度快，堪称超级猪周期。主要原因：一是环保禁养政策扩大化对猪肉供给造成明显影响。我国生猪养殖以小规模散养为主，50 头以下的养殖户数量占比达 94%。二是非洲猪瘟自去年以来在我国肆虐，部分中等规模的养殖场技术医疗水平达不到大型养殖场水平，猪瘟导致更严重的损失。三是当前正处于新一轮猪周期的上升阶段，猪价有内生上涨动力。本轮猪周期预计持续到 2020 年下半年。非食品 CPI 涨幅连续 5 个月回落，核心 CPI 同比 1.5%，增速较上月回落 0.1 个百分点。预计下半年 CPI 仍将在 3%左右波动，年底可能突破 3%。

PPI 受内外需不振，将持续下行，压制企业利润和制造业投资。8 月 PPI 同比下降 0.8%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。PPI 的大幅下降将会显著推升企业实际利率水平，增加实体企业的融资成本和债务风险。

（三）政策建议：短期该降息了，长期该改革了

1、730 二季度政治局会议对当前形势的基本判断是“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识”。时隔半年重提“六稳”；不再提“去杠杆”；强调“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。”表明货币政策从观察期重回宽松，但这次是不一样的宽松，以温和的结构性宽松为主：资金的流向是“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，主要是高端制造和新型基建，明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。表明中央将更多地依靠培育新的经济增长点、扩大消费、新型基础设施建设、城市群、一系列重大开放、金融供给侧改革等改革的办法来稳增长。（参考《渡劫 不一样的宽松——解读 730 政治局会议精神》，2019 年 7 月 31 日）。

2、未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大、PPI 通缩企业实际利率上升，货币政策宽松的空间已经打开，并控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策。9 月 6 日降准后可观察一下货币政策数量工具的效果，后面可配合价格工具和宽信用政策。从各方面条件看，目前货币政策价格工具的时机已经成熟，可以通过多次小幅下调 LPR 利率降低企业实际贷款利率。高度重视货币政策传导渠道的疏通。及早下达明年专项债部分新增额度。

货币政策总量上，建议降低 MLF 利率引导实际利率下行，继续推进利率市场化改革。当前，降息的时机已经成熟。前期政策储备已经比较充分：5 月通过对房地产融资端的限制，减少了货币政策宽松的一大掣肘因素；6、7 月信托、海外债等融资收紧政策不断落实，政策效果较为显著，信托流向房地产的资金规模明显缩减；8 月改革 LPR 形成机制，建立针对房贷的 5 年期 LPR，隔离实体经济和房地产资金利率；9 月降准，降低银行资金成本。目前政府的表述也明确了“通过银行传导可以降低贷款实际利率”，下一步就是通过降息降低实体经济面临的实际利率，降低企业的债务负担。从实际操作来看，目前银行可以接受贷款利率的下行。8 月 20 日公布的首次 LPR 定价利率仅较此前小幅下降。考虑到 LPR 的不对

称性，仅针对银行的资产端并未针对负债端，在负债端成本没有下降的前提下不愿意轻易下调资产端利率。LPR 利率=MLF 利率+银行加点，其中加点幅度取决于银行自身资金成本、市场供求和风险溢价等因素，市场供求和风险溢价短期较难调整，降准可以显著降低银行自身资金成本从而带来 LPR 利率的下行。目前 MLF 利率仍处于历史最高点，降息空间充足。我们建议可以多次小幅调整 LPR 利率，减少利率调整对市场的冲击，同时可以根据实际效果及时进行微调。继续推动利率市场化向纵深发展，完善金融机构 FTP 定价机制，畅通短期利率向中长期利率传导机制。

推动利率市场化，加大金融供给侧结构性改革，继续打通宽货币到宽信用的信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道以及预期渠道。(1) 信贷渠道：货币政策总量适度放松，适时推出降准及降息；推进金融供给侧改革，匹配金融结构与经济结构，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系和信贷市场体系；(2) 利率渠道：加快形成 LPR 在市场利率中的引导作用，降低实体经济融资实际利率，发挥利率渠道与信贷渠道的联动效应；(3) 资产价格渠道：深化资本市场改革，加强对交易的全程监管，满足新经济融资需求；(4) 资产价格渠道：促进房地产市场平稳健康发展，建立居住导向的住房制度和长效机制；(5) 预期渠道：继续保持央行与市场积极深入的沟通，强化信任，加强对货币政策传导的积极引导作用。

3、中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，老成谋国是时间换空间，当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业家积极性。

稳地价、稳房价、稳预期，利用时间窗口推住房制度改革和长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。长效机制是我国房地产调控思路的重大改革，是一种结果导向的政策设计，主要有四个方面：一是**夯实城市主体责任**，调控主体由中央变为地方，地方政府拥有更大的调控自主权，可从各地实际情况出发，在调控政策工具箱中自主地选择合适的调控政策组合，因地制宜、精准施策。二是**给地方金融、财税、土地等政策工具箱，中央进行考核和督查**。每年初由地方给中央上报调控目标，实行月度监测、季度评定、年度考核。商品房价格、二手房价格、租金、地价指数尽量与 CPI 同步。三是**构建住房的市场体系和保障体系**。解决居民住房问题，应该坚持“低收入靠保障，中等收入靠支持，高收入靠市场”。四是**加快房地产税立法**，房地产税是从根源上应对土地财政、地价推升房价的策略。房地产调控将从以行政措施为主向综合施策转变，包括金融、土地、财税、住房保障、市场管理等一揽子政策工具。

4、放开市场准入，恢复企业家信心，激发新经济、服务业等新的经济增长点。认为中国投资饱和是伪命题，中国人均 GDP 仅 9700 美元，仅相当于美国的六分之一，而且东西部差异极大，因此投资空间巨大，但

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_10061

