

逆周期调节箭在弦上

——8月经济数据点评

宏观数据点评

2019年9月17日

报告摘要：

全球货币政策进入宽松周期，中国逆周期调节可能继续加码。

● 工业生产超预期下滑，主因需求不能提供足够支撑

8月工业增加值当月同比4.4%，较上月继续回落，低于市场预期。我们发现，截至7月工业产出缺口已经连续12个月处于负区间，短期内这一局面仍将延续，意味着工业需求仍将弱于供给，对生产的支撑力不足。8月的工业生产证实了我们的判断。

● 制造业投资再次走弱，房地产投资保持韧性

制造业结束连续三月逆势回升，8月同比增长2.6%，较上月回落0.7个百分点。全球视角下，制造业景气不佳是普遍现象，在全球政治经济不确定性高企背景下，企业存在减缓资本支出和投资计划的意愿。另一方面，库存周期是一个全球变量，短期内触底并不现实，加大了制造业投资持续回升的难度，预计走势继续震荡。我们此前判断，在高施工支撑下，房地产投资具有较强韧性，全年增速高于名义GDP，目前维持该看法。

● 消费受制于汽车零售，中期依然是中流砥柱

8月社零同比7.5%，低于市场预期，主因是汽车加速下滑形成拖累。国五清库透支部分购车需求的影响在8月凸显，导致8月汽车消费增速降幅扩大。剔除汽车后，其他消费品零售增速为9.3%，较上月的8.8%回升0.5个百分点。我们预计四季度消费会有不错表现，非居民部门消费可能将在国庆之后开始发力，居民部门消费也有望获得政策支持。

● 全球货币政策进入宽松周期，中国逆周期调节可能继续加码

美国就业放缓趋势逐渐显现，欧元区通缩风险不减，德国可能将陷入技术性衰退。全球经济进入多事之秋，主要经济体央行纷纷进入宽松周期，中国仍有较大政策空间，包括MLF利率和LPR下降、新一轮减税降费、岁末年初再次降准等措施均值得期待。

● 风险提示：

全球贸易不确定性仍高，逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fufancong@mszq.com

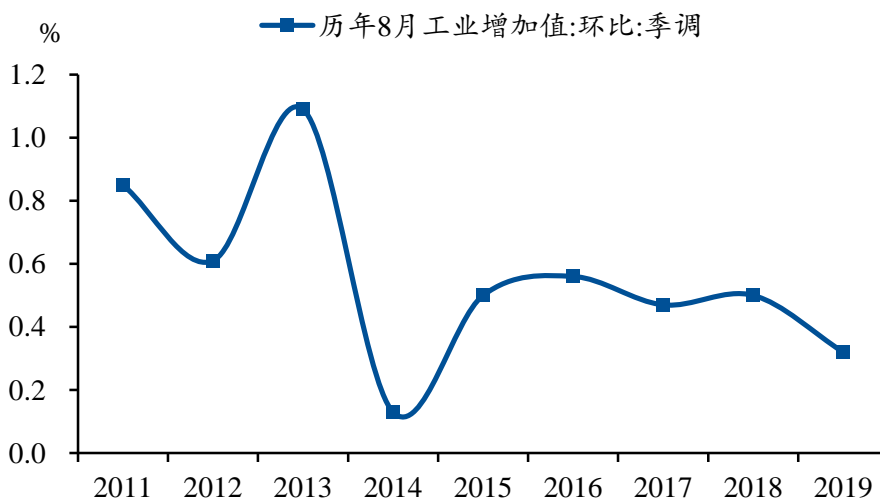
9月16日，国家统计局公布中国8月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值当月同比 4.4%，预期 5.4%，前值 4.8%；
- (2) 社会消费品零售总额当月同比 7.5%，预期 7.9%，前值 7.6%；
- (3) 固定资产投资累计同比 5.5%，预期 5.6%，前值 5.7%；
- (4) 制造业投资累计同比 3.3%，比上月回升 0.3 个百分点；
- (5) 房地产开发投资累计同比 10.5%，比上月回落 0.1 个百分点；
- (6) 基础设施建设投资（不含电力）累计同比 4.2%，比上月回落 0.4 个百分点。

一、工业生产超预期下滑，主因需求不能提供足够支撑

工业生产下滑与 8 月 PMI 指数相符，主要与需求疲弱有关。8 月规模以上工业增加值当月同比 4.4%，大幅低于市场普遍预期的 5.4%，较上月继续回落 0.4 个百分点。其中，三大门类均出现下滑：采矿业增加值同比增长 3.7%，增速较 7 月份大幅回落 2.9 个百分点；制造业增速为 4.3%，较上月回落 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，回落 1.0 个百分点。两周前发布的 8 月 PMI 数据显示生产和企业预期均有回落，内需压力加大。8 月出口同比亦是大幅低于预期，仅为 -1%，表明“抢出口”效应逐渐减弱，外需的改善受贸易摩擦和全球经济放缓等影响难言稳定。我们研究发现，截至 7 月工业产出缺口已经连续 12 个月处于负区间，短期内这一局面仍将延续，意味着工业需求仍将弱于供给，对生产的支撑力不足。8 月的工业生产证实了我们的判断。

图 1：工业增加值环比增速为 2011 年来的第二低值



资料来源：Wind，民生证券研究院

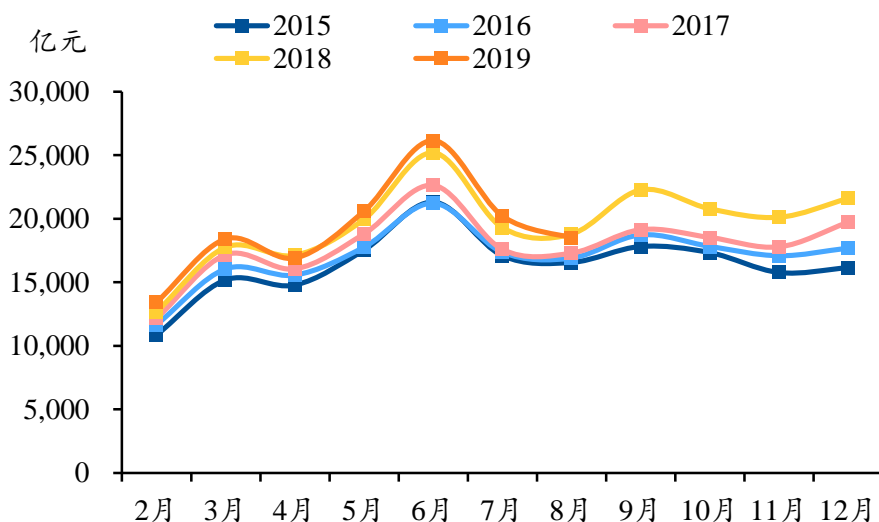
工业增加值环比增速为同期第二低，中部地区创下年内新低。8 月工业环比增速录得 0.32%，为 2011 年以来第二低值（图 1）。分地区看，仅东北地区小幅回升 0.1 个百分点，其余三大地区工业增速继续下滑：贸易部门集中的东部地区小幅下滑 0.2 个百分点至 2.8%；

西部地区大幅下滑 1.8 个百分点至 5.3%；中部地区创下年内新低，下滑 0.7 个百分点至 6.5%。值得注意的是，出口疲软造成的工业生产下滑可能正在从沿海地区蔓延至内陆。

二、制造业投资再次走弱，房地产投资韧性仍强

制造业投资大幅下降，需关注不确定性因素对制造业投资的影响。8 月制造业投资累计同比增速为 2.6%，较前值下降 0.7 个百分点，为连续三个月回升后的首次下降。8 月当月值从同比增长和环比增长上看均不理想（图 2）。全球视角下，制造业景气不佳是普遍现象，美国制造业投资同样呈现疲软态势，最大影响因素之一就是多种不确定性尚未落地，企业存在减缓支出和投资计划的意愿。另一方面，与中国库存周期高度同步的美国制造商库存周期处于去化阶段，当前库销比处于高位，我国库存周期触底尚需时间，加大了制造业投资持续回升的难度，我们预计制造业投资继续低位徘徊。

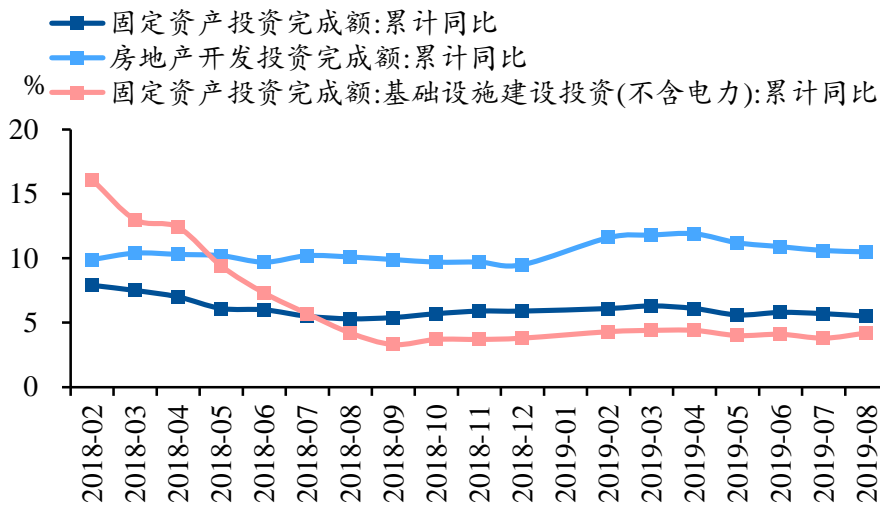
图 2：8 月制造业投资罕见低于去年同期，环比显著下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资保持韧性，基建投资逐渐回升。8 月房地产投资累计同比增速为 10.5%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，连续四个月下滑（图 3）。房地产开发投资到位资金同比增长 6.6%，较上月回落 0.4 个百分点，同样连续四个月下滑。今年以来，房地产融资监控趋紧，融资环境持续承压迫使房地产开发商推出促销活动来加速资金回笼。我们此前判断，在高施工支撑下，房地产投资具有较强韧性，全年增速高于名义 GDP，目前维持该看法。8 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，较上月回升 0.4 个百分点。考虑到截至 2018 年 8 月，已安排使用新增专项债券占同期已发行新增专项债券的 80%，预计基建投资增速有望继续小幅回升。

图 3：房地产投资保持韧性，基建投资回升

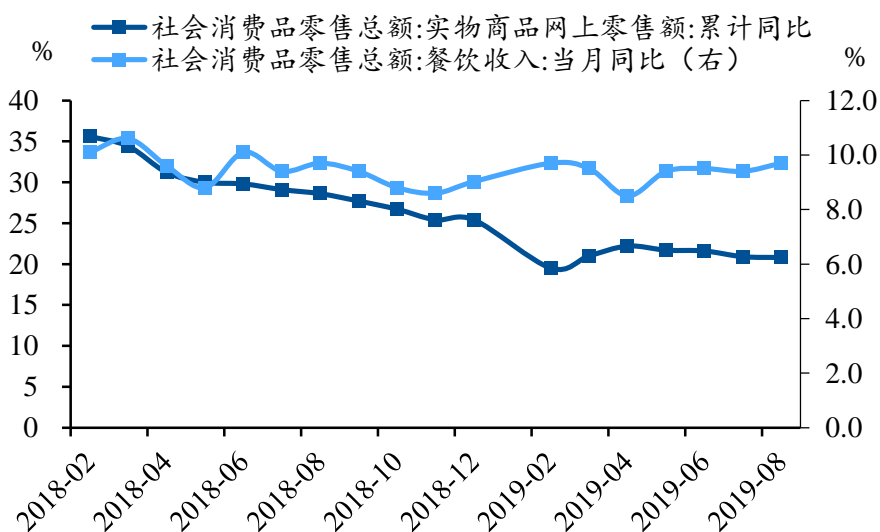


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、消费受制于汽车零售，中期依然是中流砥柱

消费继续回落，主因汽车零售再次回落。8 月当月社会消费品零售增速 7.5%，较上月回落 0.1 个百分点，低于市场预期。其中，主要拖累因素是汽车消费，当月汽车类消费增速负增长 8.1%，源于 6 月“国五-国六”切换提前透支了部分购车需求且影响继续凸显。剔除汽车后，其他消费品零售增速为 9.3%，较上月的 8.8% 回升 0.5 个百分点。除此以外，房地产后周期消费有不同程度回升，特别是建筑及装潢材料类，较上月大幅回升 5.5 个百分点。我们预计四季度消费会有不错表现，非居民部门消费可能将在国庆之后开始发力，居民部门消费也有望获得政策支持。

图 4：8 月网上商品零售企稳，餐饮收入回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

网上消费和餐饮收入稳中有进，失业率下降但压力犹存。8月实物商品网上零售额累计同比增长20.8%，增速与上月基本持平，依旧大幅高于整体消费增速；餐饮收入当月同比录得9.7%，与2月并列为年内最高增速（图4）。8月城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点。稳就业仍为当前首要任务，有助于提振消费信心。但是，综合考虑工业生产和固定资产投资均在放缓、贸易不确定性仍存、全球经济前景不佳等因素，就业压力依旧较大，后续可能还会有相应政策支持。

四、全球货币宽松周期开启，逆周期调节可能继续加码

全球经济前景未有改善，主要经济体均走在宽松道路上。全球贸易不确定性仍高，下行趋势难以得到根本性改变，多国下调GDP增长预期。美国8月新增非农就业人数为13万人，不及预期15.8万人和前值15.9万人；失业率维持在3.7%的位置，持平前值和预期，就业市场的下行趋势逐渐显现确立。欧元区国家存在通缩风险，德国8月CPI环比下降至负区间，叠加二季度GDP负增长，可能会陷入技术性衰退。欧央行已经释放出一揽子宽松政策，前瞻指引暗示仍有宽松空间，继任主席拉加德上任后可能发挥律师出身的优势，加大力度说服德国进行财政刺激。美联储降息周期基本确认，需要关注的是降息力度和进度。

四季度仍然是中国逆周期调节加码对冲的窗口期。全球经济进入多事之秋，主要经济体央行纷纷进入宽松周期，中国仍有较大政策空间。面对内外部变局，中国政策反应速度和执行力强于市场预期。在精准施策加大力度做好“六稳”工作的部署之下，新一轮政策窗口期已经打开。尽管近期猪肉和原油价格异动，可能对通胀造成一些扰动，但核心通胀仍然疲软，工业领域还面临通缩，个别产品价格上涨可能延缓宽松节奏，但不会改变宽松方向。除了已经公布的全面和定向降准、地方政府专项债额度提前下达等措施外，接下来MLF利率和LPR下降、新一轮减税降费、岁末年初再次降准等措施均值得期待。

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_10090

