

日期：2019年9月3日



价格拐点 经济平稳 市场回暖

——2019年8月份宏观经济数据预测

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120021

■ 主要观点：

8月份宏观数据预测：CPI=2.9, PPI=-1.2, 出口=3.7, 进口=-3.0, 顺差=400 (USD) 亿, M2=8.0, M1=3.5, 新增信贷 14000 亿, 信贷余额 12.5, 工业 5.8, 消费 8.5, 投资 5.8。

经济平稳中偏软预期态势不变

对经济前景预期的市场主流看法依然偏软：经济平稳中走低，货币延续平稳，通胀高位小幅回落。工业、消费、投资的预测中值（均值）都反映了市场对经济的平稳预期，尽管国际经济环境变化影响，进出口增长预期继续萎缩，但大幅恶化也不为市场担忧。

我们看法：价格拐点 市场发力

我们对短期宏观格局的看法是——经济韧性凸显，核心通缩迹象明显：CPI 越过高点后回落，PPI 继续萎缩；投资平稳态势明了，工业和消费表现平稳，整体经济运行平稳格局不变。流动性平稳局面得到市场认可，市场将预期通胀高点已过，货币和债市利率将回落，长期看的市场利率体系下行将再启。

房地产市场：楼市运行价格、成交双下降

在融资环境收紧的情况下，楼市价格走势开始出现微弱松动，高价位城市涨势放缓或回落，低价位城市的比较效应也开始消退，各地楼市普遍出现了“涨不动”态势。在楼市长效机制的作用下，市场开始逐步回归理性，对中央的楼市政策和定位理解也逐步到位。2019年，全国各地公租房建设呈现拓展态势，首批公租房已开始投放市场，对市场发挥了很好的“定海神针”作用，楼市逐渐降温。

投资拐点已现，未来将延续平稳缓升态势

我们原先看好经济回升的基础是投资回升，但从投资的实际进程看，投资回升比较平缓，预计未来将延续走平态势。具有顺周期性质的制造业投资增速开始回升。基础设施回升落后于预期和制造业投资的下行，是导致 2019 年投资偏弱的主要原因。但从制造业和基础设施投资的变化看，制造业投资 2 季度后开始缓慢回升，基建投资虽然回升缓慢，但回升方向不变；而房地产投资尽管受到产业政策挤压，但中短期仍然在现有水平上延续。

猪肉价格走高，CPI 拐点渐现

虽然在中国 CPI 中占有较高比重的猪肉价格创出新高，但 2018 年 6 月中国猪肉价格即开始回升，并在 9 月后恢复正常，因此受基数效应影响，未来猪肉价格对 CPI 同比的影响将下降。加上政府为保证民众生活加强了猪肉副食品的管理，加大了替代品和肉食品的进口，加强了市场预期引导，市场变化有序，猪肉价格疯涨态势料难延续，9 月 CPI 新高后，在基数效应下，通胀拐点将现。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：经济平稳中偏软预期态势不变

按照《证券市场周刊》的8月份经济数据提前预测 POLL，对经济前景预期的市场主流看法依然偏软：经济平稳中走低，货币延续平稳，通胀高位小幅回落。工业、消费、投资的预测中值（均值）都反映了市场对经济的平稳预期，尽管国际经济环境变化影响，进出口增长预期继续萎缩，但大幅恶化也不为市场担忧。该 POLL 由《证券市场周刊》举行并完成。

本轮预测分布的特征表明，经济主流预期以平为主，机构间分歧仍然较大，表明市场整体预期是偏于悲观的，但在预测的边界分布上差距较大；笔者仍是市场中对经济前景的最乐观者——从经济增长第一动力的投资发展看，投资前期的回落并非趋势性的，或只是波动而已，伴随减税、降费等政策效果的逐渐显现，经济稳中偏升格局不变。

8月份CPI提前预测的中值和均值都为2.4，预测分布区间(2.1, 2.7)，价格主流预期有所回落，分布差距缩小，市场对高通胀预期弱化；PPI提前预测的中值和均值均为-0.4，预测分布区间(-0.9, 0.2)，说明工业品价格通缩的共识延续。我们认为，在经济整体仍处“底部徘徊”时期，当前的高通胀状态是不可持续的，低通胀是最为稳定的状态。

8月份工业增加值提前预测的中值和均值都为5.8，市场预期比6月份实际值回落，彰显了市场对经济的悲观预期和信心不足状态；8月份投资提前预测的中值和均值分别为5.8和5.9，作为经济第一增长动力能保持平稳预期，说明经济走平仍深得人心；8月份消费提前预测的中值和均值均为8.6，维持偏低态势，7月份实际数据公布后预期应又有回落；8份货币提前预测的中值和均值都为8.6，维持偏松态势。综合来看，市场对经济前景预期虽偏软但并不存在过度悲观。

我们看法：价格拐点 市场发力

我们对短期宏观格局的看法是——经济韧性凸显，核心通缩迹象明显：CPI 越过高点后回落，PPI 继续萎缩；投资平稳态势明了，工业和消费表现平稳，整体经济运行平稳格局不变。当前市场对经济中长期前景预期仍然偏软，对经济回暖预期仍没形成，但并无恶化；经济增长在相对低迷中结构得到改善，增长质量提高，这点已得到先期公布数据证实，如工业经济效益开始好转；货币增速小幅回落，但流动性平稳格局不变。外贸发展维持弱平衡状态。整体看，经济整体运行平稳中好转迹象增多，虽然受海外因素冲击较多，但随着国内政策效应逐渐呈现，国际金融市场本身就对冲击表现出了应对性，如海外市场汇率的自动贬值，国内资本市场信心也在逐步恢复过程中。

届时，流动性平稳局面将得到市场认可，市场将预期通胀高点已过，

货币和债市利率将回落，长期看的市场利率体系下行将再启。我们一直认为，投资是中国的第一增长动力，2019年中国经济将在投资回升的带领下逐步复苏，将开启离底之旅，延续6年多的经济“底部徘徊”阶段将结束。“降成本”和“补短板”将成为宏观政策体系的新重点，经济内生增长动力将得到重新释放。经济回升确立后，资本市场上的风险偏好重新提升，资本市场将延续升势。

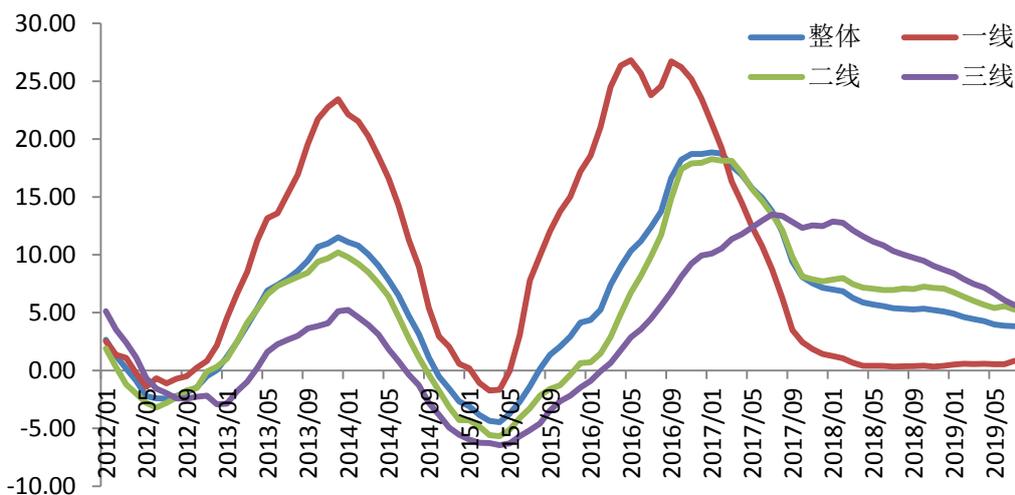
8月高频数据分析

房地产市场：楼市运行价格、成交双下降

楼市调控机制不仅没有放松，相反还在暗中发力，金融支持借LPR定价机制改革之机，再度趋严。中国人民银行规定个，在改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制过程中，个人住房贷款定价基准也需从贷款基准利率转换为LPR，以更好地发挥市场作用。自2019年10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。加点数值应符合全国和当地住房信贷政策要求，体现贷款风险状况，合同期限内固定不变。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。另外在住房开发贷款环节，金融机构收紧规模的公开报道也屡见不鲜，主要内容均为：多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在2019年3月底时的水平。2019年一季度末，房地产开发贷款余额为10.85万亿元，同比增长18.9%。到2019年二季度末，房地产开发贷款余额为11.04万亿元，同比增长14.6%。有银行内人士表示，未来还有进一步减少的可能。在融资环境收紧的情况下，楼市价格走势开始出现微弱松动，高价位城市涨势放缓或回落，低价位城市的比较效应也开始消退，各地楼市普遍出现了“涨不动”态势。

从中原报价指数情况看，楼市价格涨势在经历了前期高位回落后的低位走平阶段后，开始呈现波动回升态势，我们前期担忧房价变动棘轮效应——能上难下，开始呈现显露迹象。但从百城房价指数的走势看，全国各地涨幅都出现了持续低迷的态势，一线城市低迷，二、三线城市回落，成为当前楼市运行的显著特征。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。不过，由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，即使房价出现回升，一线城市新房价格维持高位的状态越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

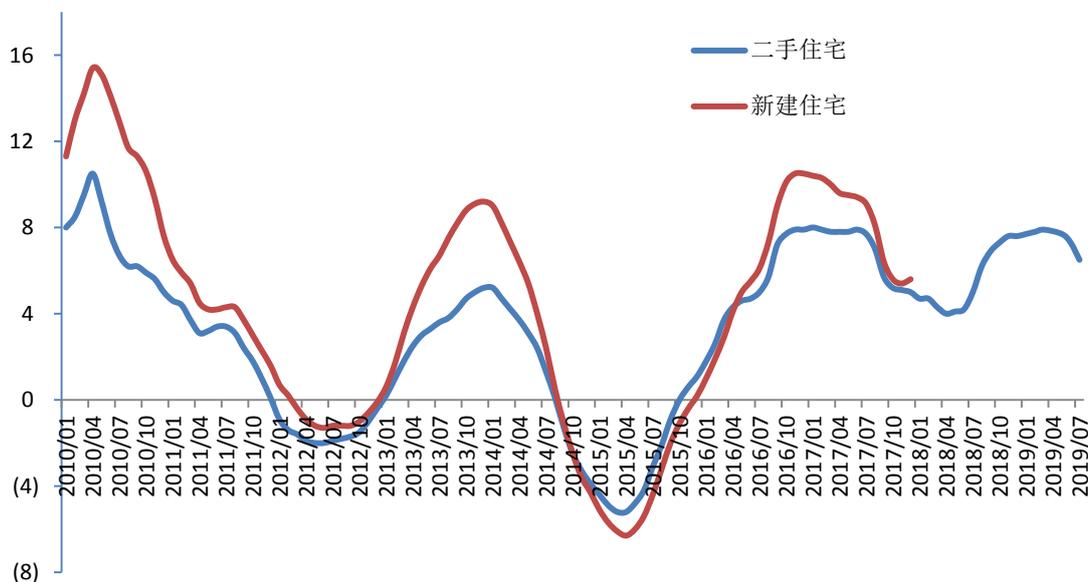
图 1：中国百城房价指数延续下降（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

从 2019 年 7 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看，一二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅略有升降；三线城市涨幅均与上月相同。7 月份，各地继续贯彻落实党中央、国务院部署，始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，以稳地价、稳房价、稳预期为目标，进一步落实房地产调控长效机制，房地产市场总体延续平稳态势。

图 2：70 城市住宅价格稳中偏升（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中：北京和广州分别上涨 0.6%和 0.3%，深圳持平，上海下降 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 0.3%，上月

为持平。其中：上海、广州和深圳分别上涨 0.4%、0.4%和 0.7%，北京下降 0.3%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.7%，涨幅均与上月相同。

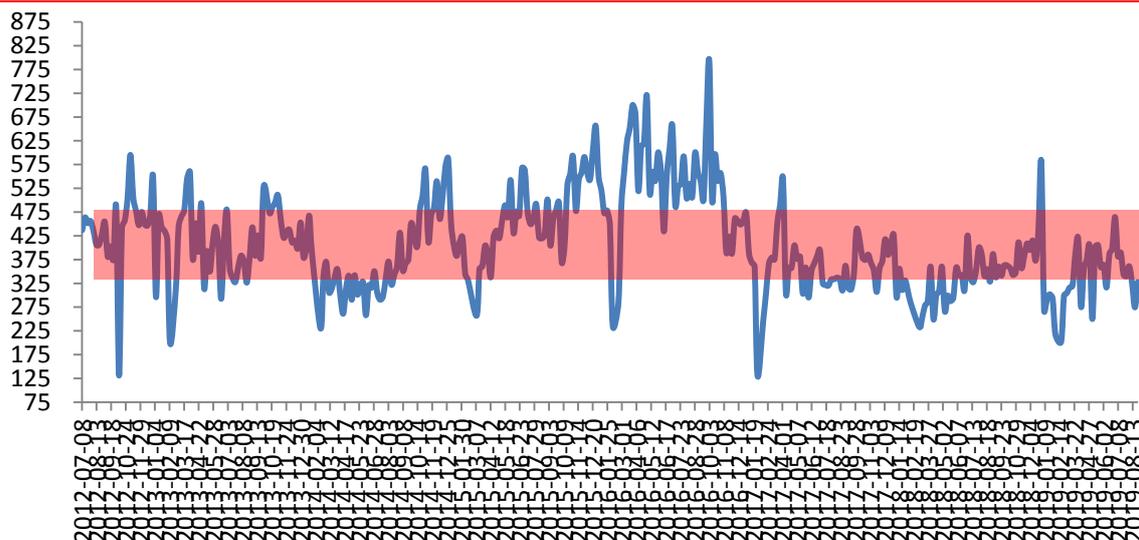
一二三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅不同程度地回落或相同。初步测算，7 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 10.7%和 6.7%，涨幅比上月分别回落 0.7 和 0.9 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 10.2%和 7.1%，涨幅比上月分别回落 0.7 和 0.8 个百分点。

虽然 2019 年上半年楼市曾出现短暂“小阳春”，但全面回暖的情况并不存在，在楼市长效机制的作用下，市场开始逐步回归理性，对中央的楼市政策和定位理解也逐步到位。2019 年，全国各地公租房建设呈现拓展态势，首批公租房已开始投放市场，对市场发挥了很好的“定海神针”作用，楼市逐渐降温。

2018 年底召开的全国住房和城乡建设工作会议要求，2019 年要以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制，坚决防范化解房地产市场风险。坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任，加强市场监测和评价考核，切实把稳地价稳房价稳预期的责任落到实处。我们认为中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，未来各地将继续严格执行前期已出台的调控政策，楼市政策将依然维持收紧态势。从中央到地方，政策正从多维度平衡市场，调控进入了一个博弈平衡期，防止房价过快上涨，也防止房价大幅下跌。

在“房住不炒”已成为我国住房政策核心的定位下，中央遏制房价上涨的决心不会改变，在有关政策定位指导下，我国楼市自去年以来正在形成一个新的大趋势，这个趋势就是在坚决遏制住房价格上涨的同时，保持房地产市场平稳健康发展。随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区。2019 年 8 月份，全国 30 大中城市的周成交规模在经历前期回升后企稳，周成交规模平均为 322.1 万方，上月为 363.7 万方，2018 年同期为 352.8 万方，成交呈现了显著的下台阶态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区已经找到。

图 3: 30 个大中城市房屋成交延续下降 (日均/周, 万平米)



数据来源: wind, 上海证券研究所

经济效益改善, 工业利润回升

国家统计局 8 月 27 日发布的工业企业财务数据显示, 2019 年 7 月份, 全国规模以上工业企业利润总额同比增长 2.6%, 6 月份为下降 3.1%。1—7 月份累计利润同比下降 1.7%, 降幅比 1—6 月份收窄 0.7 个百分点。

石化、电气机械、汽车是拉动利润增速由负转正的主要行业。7 月份, 受资产处置收益以及原油价格回落影响, 石油加工行业利润虽同比下降 28.1%, 但降幅比 6 月份大幅收窄 49.3 个百分点; 受销售回暖以及同期基数较低影响, 电气机械行业利润增长 30.8%, 增速加快 26.6 个百分点; 受投资收益大幅增加影响, 化工行业利润增长 3.2%, 6 月份为下降 14.7%; 受同期基数较低影响, 汽车制造业利润下降 9.2%, 降幅收窄 7.0 个百分点。上述 4 个行业合计影响全部规模以上工业企业利润增速比 6 月份回升 5.3 个百分点。

消费品制造业利润增速明显加快。

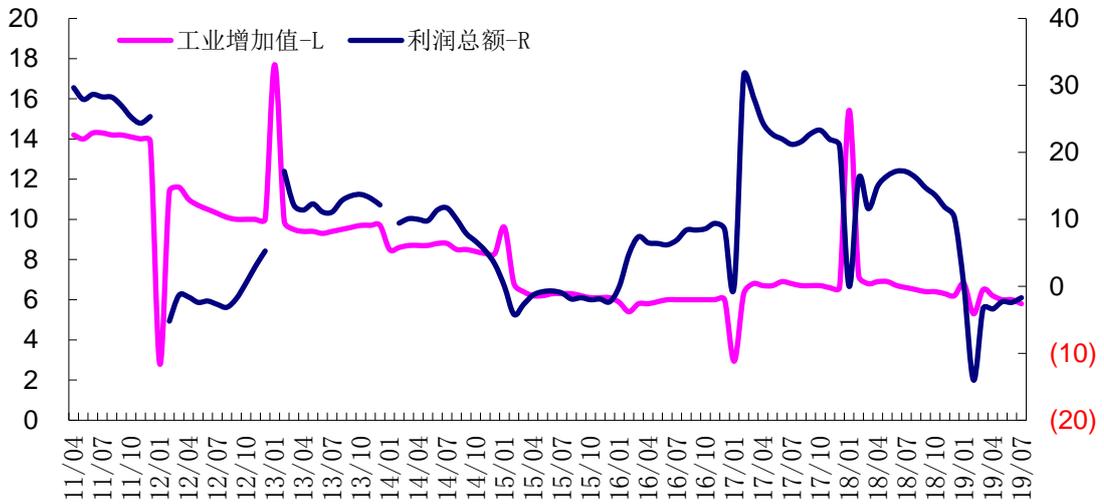
7 月份, 消费品制造业利润同比增长 10.0%, 增速比全部规模以上工业高 7.4 个百分点, 比 6 月份加快 6.1 个百分点。其中, 食品制造业利润同比增长 21.5%, 6 月份为下降 4.9%; 农副食品加工业利润增长 25.4%, 增速比 6 月份加快 18.6 个百分点。

企业营运状况有所改善, 产成品存货周转有所加快。7 月末, 规模以上工业企业产成品存货周转天数为 17.2 天, 同比减少 0.2 天。杠杆率继续降低。7 月末, 规模以上工业企业资产负债率为 56.8%, 同比降低 0.5 个百分点。其中, 国有控股企业资产负债率为 58.3%, 同比降低 1.1 个百分点。

尽管 7 月份工业企业利润增速由负转正, 但经济下行压力较大, 市场

需求趋缓，工业品价格下降，工业企业利润的波动性和不确定性依然存在，促进企业利润稳定增长仍需努力。

图4：中国工业经济运营情况（%，月）

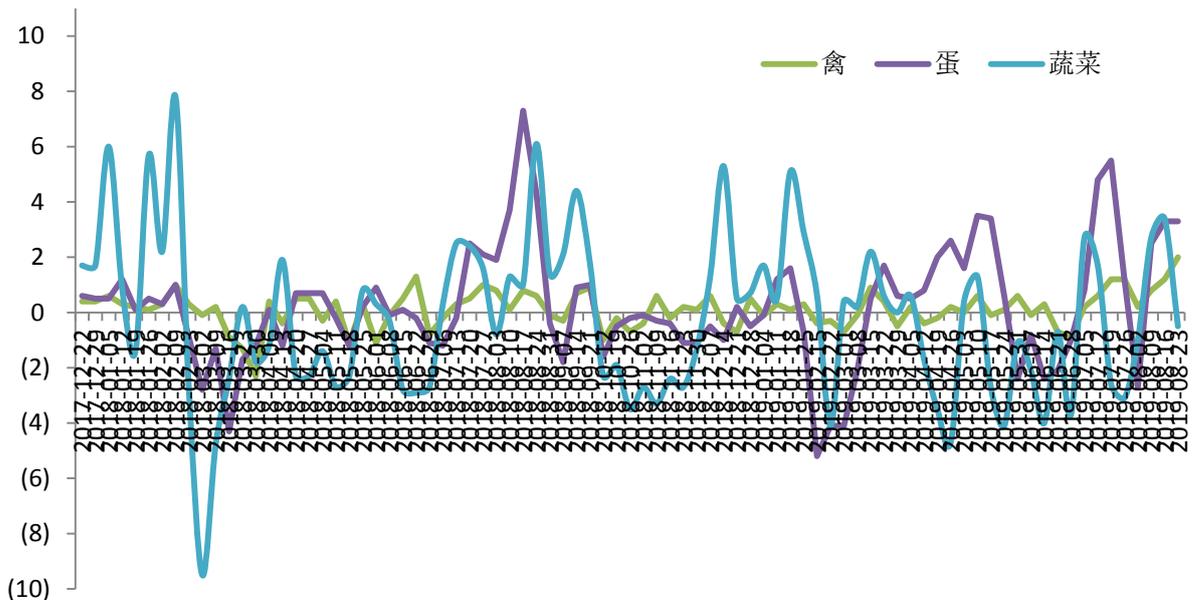


数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节上行，生产资料价格低位徘徊

2019年7月份，全国居民消费价格同比上涨2.8%，累计上涨2.3。其中，城市上涨2.7%，农村上涨2.9%；食品价格上涨9.1%，非食品价格上涨1.3%；消费品价格上涨3.4%，服务价格上涨1.8%。7月份，全国居民消费价格环比上涨0.4%。

图6：商务部食用农产品价格指数反常上升（各类别/周环比，%）



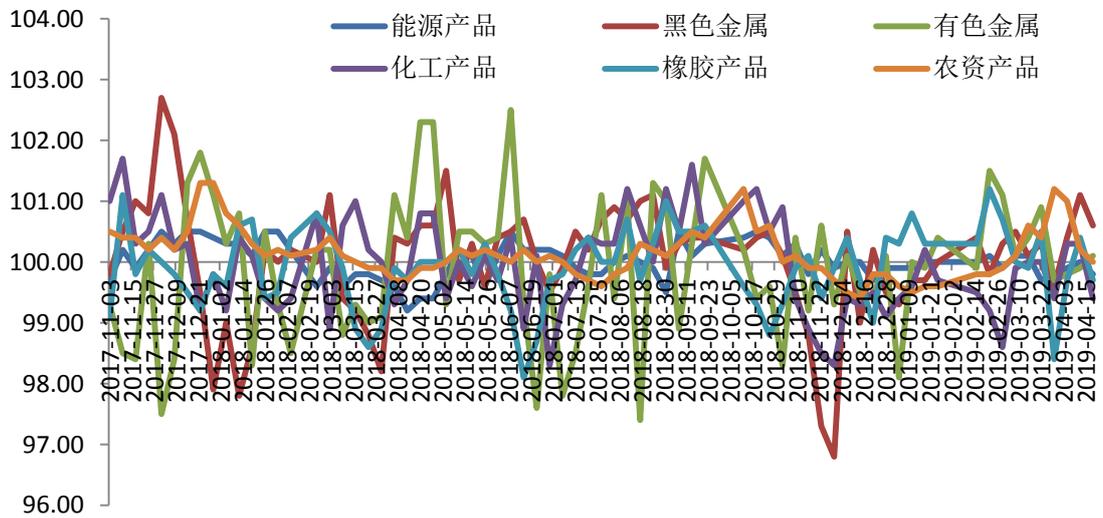
数据来源：wind，上海证券研究所

工业品价格受大宗商品延续下降的影响，工业生产资料价格也呈现了

持续低迷态势。国家统计局对 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示：2019 年 8 月上旬与 7 月下旬相比，14 种产品价格上涨，30 种下降，6 种持平；2019 年 8 月中旬与 8 月上旬相比，21 种产品价格上涨，20 种下降，9 种持平。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，持续高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，在各种保猪肉供应的政策努力下，未来猪价持续快速上涨的态势难持续。叠加季节性影响，我们预计 8 月份 CPI 环比变动为 0.8，在基数效应影响下，CPI 同比为 2.9。

图 7：商务部生产资料价格指数地位企稳（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

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_10356



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn