

宏观研究/数据预测月报

2019年09月03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 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

1 《宏观: 国内长端无风险利率仍有下行空间》2019.08

2 《宏观: 经济尚有韧性, 谨防信用收缩》2019.07

3 《宏观: 基本面和市场波动预将加大》2019.06

预计 CPI 当月同比小幅回落

8 月经济数据预测

猪价上涨暂不会触发通胀风险, 政策仍聚焦供给侧

7 月工业生产数据超预期下行, 基建和地产投资增速均小幅回落。中美贸易摩擦仍存较大不确定性, 我们认为出口产业链未来下行压力可能进一步增大。我们认为下半年国内经济增速可能继续小幅下行, 但考虑经济普查可能追溯上调历史 GDP 增速等因素, 完成年初政府工作报告制定的年度增长目标的难度不大。下半年政策仍聚焦供给侧, 重点在降成本和补短板。国内猪肉价格近期上涨较快, 但我们认为除猪价外其他新涨价因素压力不大, 整体 CPI 上行压力仍然可控。

预计 8 月工业增加值当月同比+5.2%, 1-8 月固定资产投资累计同比+5.6%

7 月工业增加值当月同比+4.8%, 回落幅度超预期。从 6 大发电集团耗煤量高频数据来看, 8 月份工业生产数据可能较 7 月份有所修复, 我们预计 8 月工业增加值当月同比+5.2%。预计 1-8 月制造业投资累计同比+3.5%, 较前值小幅上行; 基建投资(统计局口径)累计同比+4%, 稳中有升; 地产投资累计同比+10.3%, 较前值小幅回落。我们预计 1-8 月整体固定资产投资累计同比+5.6%。

预计 8 月 CPI 同比+2.6%、PPI 同比-0.9%

7 月 CPI 环比+0.4%、同比+2.8%, 与我们预测一致。我们认为下半年猪价环比可能继续呈现一定幅度的上涨, 但鲜果价格三季度以来如期回落、今年夏季台风天气对菜价扰动不大, 其他食品价格暂未出现明显涨价风险, 预计 8 月 CPI 环比+0.4%, 同比+2.6%。我们认为今年对 PPI 环比表现的最重要影响变量仍可能来自供给端, 在去产能“回头看”和环保督查的综合影响下, 下半年 PPI 环比在部分月份当中或仍呈现正增长, 同比增速有望在四季度见底。预计 8 月 PPI 环比-0.1%, 同比增速-0.9%。

预计 8 月社会消费品零售总额同比增速+8.3%, 预计仍有韧性

预计 8 月社会消费品零售总额同比增速+8.3%, 较 7 月回升 0.7pct。我们认为, 7 月社消超预期回落主因在于汽车国六标准落地致前期中五去库存影响消退, 不可持续, 整体来看 6、7 月消费仍维持相对稳健走势。我们预计下半年消费仍有韧性, 居民收入增速快于实际 GDP 增速有利于稳消费, 失业率不出现根本性恶化, 消费不会超预期下行, 7 月调查失业率走高是季节性干扰。汽车消费二阶拐点已现, 修复周期可期。随着中美关税升级, 关税将对消费产生一定扰动作用。8 月底《促进商业消费》的政策对整体消费提振作用有限。综合来看, 我们对下半年消费不悲观, 预计仍有韧性。

人民币计价, 预计 8 月出口同比+1%, 进口同比-1%, 贸易顺差 300 亿美元

我们预计 8 月出口当月同比增速按照人民币计价 1%, 按照美元计价为下降 4.5%。预计 8 月进口增速按照人民币计价下降 1%, 按照美元计价下降 5.5%, 预计 8 月份贸易顺差为 300 亿美元。我们认为, 全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。

预计 8 月信贷新增 1 万亿, 社融新增 1.8 万亿, M1+2.5%, M2+8.1%

总体看, 我们认为 8 月信贷情况仍不乐观, 预计新增信贷 10000 亿元, 同比增速 12.3% (较前值继续回落 0.3 个百分点)。8 月企业债融资状况较好, 且票据到期量大幅减少, 预计对社融的负向拖累减弱, 我们预计 8 月社融新增 1.8 万亿, 同比增速 10.6% (较前值回落 0.1 个百分点)。目前信贷增速回落, 企业信用派生速度降低, 预计将拖累 M2 增速维持低位, 去年基数走低, 我们预计 8 月 M2 增速持平上月于 8.1%。地产销售低迷, 预计 8 月 M1 增速 2.5%, 较前值回落 0.6 个百分点。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

猪价上涨暂不会触发通胀风险，政策仍聚焦供给侧

7月份工业生产数据超预期下行，基建和地产投资增速均小幅回落。中美贸易摩擦仍存较大不确定性，我们认为出口产业链未来下行压力可能进一步增大。我们认为下半年国内经济增速可能继续小幅下行，但考虑经济普查可能追溯上调历史GDP增速等因素，完成年初政府工作报告制定的年度增长目标的难度不大。我们认为下半年政策仍聚焦供给侧，重点在降成本和补短板，注重推进经济结构性调整 and 高质量发展。国内猪肉价格近期上涨较快，但我们认为除猪价外其他新涨价因素压力不大，整体CPI上行压力仍然可控。

8月23日中国宣布对自美进口产品采取关税反制，随即特朗普宣布拟对已加征25%关税的2500亿美元商品关税提高至30%，对将于9月1日加征10%关税的3000亿美元商品关税提高至15%。我们认为贸易摩擦可能加剧人民币贬值压力，但同时，人民币贬值也能反过来部分缓解关税升级对出口型企业的冲击。汇率的未来走势，我们认为一取决于贸易摩擦的发展演进，二是如果面临较大资本流出压力，央行可能采取干预，三是如果美国经济进一步确认见顶、而国内基本面韧性相对较强，将有利于缓解汇率贬值压力。

8月17日央行发布公告，对改革完善LPR形成机制提出具体安排，落实国常会部署。不过央行二季度货币政策执行报告持续关注通胀不确定性及中小银行风险，我们认为这些因素或仍掣肘央行降息，即央行很难有较大的政策放松，仍侧重从降成本角度进行利率市场化降息。我们认为10年期国债收益率下行空间可能到2.8%。

8月以来中低评级信用利差出现较明显收窄，短端下行幅度更大。我们认为，为应对中小企业融资难的问题，当前银行间流动性维持较为宽裕，但优质资产仍较稀缺，呈现“衰退性宽松”。在无风险收益率前期已出现下行的背景下，流动性向中低评级信用债溢出，推动信用利差收窄。8月16日国常会继续关注信用收缩风险，我们预计后续央行大概率加强政策对冲，如研究完善中小银行制度性支持，TMLF扩围扩量及其他类似工具。

预计8月工业增加值当月同比+5.2%

7月工业增加值当月同比+4.8%，回落幅度超预期，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。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%，我们认为年内工业增加值季度节奏将延续平缓回落，贸易摩擦的不确定性对企业生产意愿也可能继续产生一定负面影响。从6大发电集团耗煤量高频数据来看，8月份工业生产数据可能较7月份有所修复，我们预计8月工业增加值当月同比+5.2%。

工业企业利润增速是否能在下半年触底回升，我们认为主要取决于减税降费政策的落地及效应体现。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6月49.4%的PMI数值可能是阶段性低位，下半年较难突破新低，但是后续在50%以上趋势性上行的可能性也较低。若PMI环比呈现改善趋势，可能对工业生产和工业企业盈利有正面表征意义。

预计1-8月固定资产投资累计同比+5.6%

预计1-8月制造业投资累计同比+3.5%，较前值小幅上行；基建投资（统计局口径）累计同比+4%，稳中有升；地产投资累计同比+10.3%，较前值小幅回落。预计1-8月整体固定资产投资累计同比+5.6%。

需求端未见明显复苏，中小企业融资情况未见根本性好转，这是制造业企业资本开支可能继续受制约的影响因素。但结合近期公布的工业企业利润行业数据来看，财政减税降费政策对小微企业经营环境的正面影响可能逐渐体现，边际改善企业盈利状况、并可能推动下半年制造业投资增速小幅回升。1-7月高技术制造业投资增速+11.1%，较1-6月继续加速，未来国家或在高技术行业继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。

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）1-7月同比接近零增长，地方政府基建资金来源仍然受限。我们认为年内基建投资将持续体现结构分化，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。由于去年同期基数较上月下行，预计1-8月基建投资累计同比增速较前值小幅回升。

房地产开发投资自4月以来的高点（1-4月累计同比11.9%），5-7月已经连续三个月增速回落，基本符合我们预期。目前来看，土地购置费计入的因素正在减弱，而在资金链压力下，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未来趋势平缓下行的判断。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。预计1-8月地产投资累计同比增速+10.3%。

预计8月CPI同比+2.6%，PPI同比-0.9%

7月CPI环比+0.4%、同比+2.8%，与我们预测一致。截至8月29日，农业部口径的猪肉均价已达到33.5元/公斤，最近三周环比涨幅达到+30%，同比涨幅也较前值继续扩大。但除猪肉以外，其他类项同比涨幅均较为温和。我们认为7月份CPI或是年内的同比高点，服务类价格受到经济顺周期下行的影响，下半年非食品类CPI同比增速可能延续上半年的小幅回落。8-10月CPI同比增速大概率呈现下行，我们认为目前的物价整体上涨压力仍然可控；2%-3%的CPI同比增速处在温和通胀的区间，通胀短期快速上行突破3%的风险不大。

农业部数据显示7月生猪存栏量较6月环比下行9.4%，受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏过度去化，同时立秋前后猪肉季节性需求量较大，叠加造成了猪价快速上行。我们认为下半年猪价环比可能继续呈现一定幅度的上涨，但鲜果价格三季度以来如期回落、今年夏季台风天气对菜价扰动不大，除猪价以外，其他食品价格暂未出现明显涨价风险。我们预计8月CPI环比+0.4%，同比+2.6%。

从高频数据来看，8月份黑色金属系价格环比跌幅较大。去产能“回头看”督查，以及环保的影响。我们认为今年对PPI环比表现的最重要影响变量仍可能来自供给端，在去产能“回头看”和环保督查的综合影响下，下半年PPI环比在部分月份当中或仍呈现正增长，同比增速有望在四季度见底。预计8月PPI环比-0.1%，同比增速-0.9%。

预计8月社会消费品零售总额同比增速+8.3%

预计8月社会消费品零售总额同比增速+8.3%，较7月回升0.7pct。我们认为，7月社消超预期回落主因在于汽车国六标准落地致前期国五去库存影响消退，不可持续，整体来看6、7月消费仍维持相对稳健走势，无需因为7月数据下行而悲观。

我们预计下半年消费仍有韧性，无需悲观。首先居民可支配收入增速快于实际GDP增速有利于稳消费；同时，在失业率不出现根本性恶化情况下，消费超预期下行风险较低，7月调查失业率阶段性走高主要源于大学生找工作带来的季节性扰动，预计后续失业率数据会适当修复，不过需关注新增关税对劳动密集型行业施压或对失业率产生扰动，就业优先政策和稳就业措施会有一定对冲。此外，8月底国务院发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》政策，重点强调释放汽车消费潜能、便民设施可纳入老旧小区改造、鼓励绿

色智能商品以旧换新、扩大成品油市场准入等方面，我们认为，《意见》的核心还是布局消费升级、优化消费结构，对消费有一定提振作用，但不应过度高估。我们提示汽车消费二阶拐点已现，修复周期可期。考虑2018年四季度社零基数较低，预计年内消费仍有韧性。我们认为当下导致消费超预期下行的最大风险来自海外，关税升级的实质性影响或逐步显现，预计会对消费走势带来一定扰动。

预计8月出口（人民币计价）同比增加1%，进口（人民币计价）同比减少1%，贸易顺差300亿美元

我们预计8月出口当月同比增速按照人民币计价1%，按照美元计价为下降4.5%。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。而且进入8月以后，这种负面影响可能会更加明显。逻辑的反转还需要全球货币政策宽松拐点的确认以及中美贸易摩擦的实质性缓解，同时数据体现还将存在一定的滞后效应。从需求端的数据来看，8月欧元区和日本制造业PMI数据仍维持在荣枯线以下。我们认为，按照人民币计价的增速维持正的原因在于5月底以来人民币出现了较大幅度的贬值，形成了较强的计价效应。

预计8月进口增速按照人民币计价下降1%，按照美元计价下降5.5%，预计8月份贸易顺差为300亿美元。从我国7月宏观数据来看，经济仍有较强的下行压力。在一二线房地产没有实质性放松，我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下，预计内需拉动进口的力量可能有所削弱，因此我们判断8月进口增速并不会很高。

预计8月全国调查失业率5.3%持平前值，就业形势总体稳定

预计8月全国调查失业率5.3%持平前值，同比上行0.3个百分点，仍处于今年2月份春节月份高点。我们认为失业率处于高位主要原因在于经济回落压力仍然存在，虽然大学生毕业季对7月失业率的阶段性冲击已过，但随着进出口、地产、工业增加值等数据继续回落，各经济部门仍面临较大就业压力。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，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，触发逆周期政策的可能并非稳增长，而是稳就业。整体看，考虑到政策对冲，我们预计全年实现5.5%目标难度不大。

预计8月信贷新增1万亿，社融新增1.8万亿，M1+2.5%，M2+8.1%

7月信贷超预期下行主因严控地产信贷及居民消费贷违规流入地产领域，企业长短端贷款、票据及居民短端贷款均有明显回落，社融超预期下行来自信贷及票据下行，展望8月数据，我们认为除票据到期量相较7月大幅减少，预计8月票据持稳外，其他各项因素均没有显著变化，尤其是8月20日LPR新报价机制执行，最新报价1年期4.25%，相比此前下降6BP，银行增量信贷合同需主要参考新的LPR定价模式，我们认为一方面对于银行信贷意愿有一定扰动，另一方面，8月19日空白期也影响银行信贷投放，总体看，我们认为8月信贷情况仍不乐观，预计新增信贷10000亿元，同比增速12.3%（较前值继续回落0.3个百分点）。8月地方政府专项债发行仍然较快，受流动性溢出及一定程度上的资产荒影响，信用利差出现下行，8月企业债融资状况较好，且票据到期量大幅减少，预计对社融的负向拖累减弱，我们预计8月社融新增1.8万亿，同比增速10.6%（较前值回落0.1个百分点）。虽然社融去年同期基数走低，但是9月所剩专项债额度较少，在地产金融政策仍未放松及经济形势走弱、企业融资需求不足的情况下，预计信贷仍难大幅放量，后续社融数据或将承受一定压力。

货币政策维持稳健灵活适度，仍重在结构性调节，LPR机制改革后，报价并未大幅下行，我们认为后续央行仍有降息空间，通过下调政策利率引导LPR下行，进而降低企业融资成本。后续可能仍有定向降准操作侧重支持小微民营企业信贷资金。目前信贷增速回落，企业信用派生速度降低，我们预计将拖累M2增速维持低位，去年基数走低，我们预计8月M2增速持平上月于8.1%。地产销售低迷，预计8月M1增速2.5%，较前值回落0.6个百分点。

图表1：8月宏观经济数据预测

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019M7 预计	2019M7 实际	2019M8 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.5	6.4	6.4	6.2			
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6	5.7	6.2	5.6	5.7	4.8	5.2
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	5.4	5.9	6.3	5.8	5.9	5.7	5.6
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9	8.3	8.4	8.5	8.7	7.6	8.3
CPI							
(当期同比, %)	2.3	2.2	1.8	2.6	2.8	2.8	2.6
PPI							
(当期同比, %)	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.2	-0.3	-0.9
出口							
(当期同比, %)	9.8	8.5	6.6	5.7	0.5	3.3	1
进口							
(当期同比, %)	19.1	9.1	0.5	2.3	0.7	-5.3	-1
贸易差额							
(亿美元)	851	1320.5	763.3	1064	249	446.13	300
M2							
(当期同比, %)	8.3	8	8.3	8.5	8.4	8.1	8.1
社会融资总额							
(当期, 亿元)	53326	38556	81975	50562	15000	10,111.85	18000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	40342	28725	62893	37325	12000	8,086.08	10000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	5	4.9	5.3	5	5.4	5.3	5.3
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.88	6.86	6.73	6.87	6.88	6.88	7.09

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

制造业投资、消费增速超预期下行，经济下行速度超预期；猪价过快上涨导致通胀压力加大，货币政策面临两难。

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_10358

