

# 生产改善需求偏弱 MLF 利率下调可期

——2019年8月宏观经济运行评析

2019年8月·宏观月报

2019年8月29日

## 主要观点：

- 工业生产有所改善，制造业 PMI 小幅上升
- 服务业带动非制造业 PMI 略升，建筑业景气度下降
- 投资增速小幅下降，基建投资有待回升
- 消费增速低位反弹，消费需求仍然偏弱
- 抢出口效应带动出口增长，进口继续负增长
- CPI 高位略有回落，猪肉价格持续上涨
- 新涨价因素和翘尾因素都减弱，PPI 跌幅扩大
- 信贷增量维持平稳，MLF 操作利率下调可期
- 流动性维持合理充裕，降成本仍需加大力度
- 人民币汇率小幅贬值，外汇占款继续维持在 0 附近

交通银行金融研究中心  
(BFRC)

## 研究团队：

连平（首席经济学家）  
周昆平（首席研究员）  
唐建伟（首席研究员）  
鄂永健（首席金融分析师）  
刘健（资深研究员）  
刘学智（高级研究员）  
陈冀（高级研究员）

## 联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文：

## 一、制造业生产有所改善，非制造业 PMI 略微上升

高频数据显示生产有所改善，需求状况仍显疲弱。8月以来重点企业粗钢产量保持在200万吨/日以上，铁精粉产量在42万吨/日左右。六大发电集团日均耗煤量呈逐渐上升趋势，月均74.5万吨/日，同比由降转升，下旬同比涨幅扩大到10%以上。高炉开工率有所上升到68%-69%，虽然低于6月水平，但已明显高于7月。全国煤炭价格指数持续下降到157点，环渤海动力煤、焦肥精煤、喷吹煤价格指数都有下降。南华工业品指数下降到2200点左右，需求仍显疲软。柯桥纺织价格指数和中国棉纺织行业景气指数继续小幅下降，轻纺工业受到外需减弱影响较明显。

**工业增加值增速回升，制造业 PMI 小幅上升。**上个月工业增加值增速下跌到4.8%，比6月下降1.5个百分点，本月将有明显回升。高频数据显示工业生产改善，预计8月工业增加值增长5.6%，回升到正常增长区间。受生产改善的带动，前期订单指数出现改善，制造业景气度有望上升。由于国内外需求仍然疲弱，特别是中美贸易摩擦升级导致制造业预期较弱，制造业 PMI 回升的幅度或将有限。预计8月制造业 PMI 为49.9%。

**服务业景气度回升带动非制造业 PMI 略升，建筑业景气度下降。**7月非制造业 PMI 下降，服务业和建筑业景气度都有下降。8月与服务业相关的先行指标整体略有上升。中国公路物流运价指数小幅上升，下旬涨到980点以上，近10个月来同比转正。零担重货和零担轻货指数分别为984、966点，略微上升。近期全国公路货运量增速略有加快，公路客运量跌幅有所收窄，铁路客运量保持较好增长。暑假期间，带动服务业需求较好，预计服务业 PMI 有所上升。8月华南建筑钢材价格指数下降，下旬在65.8点左右，比上个月下降1.5点。主要钢厂建筑钢材库存上升，8月第三周接近330万吨，比7月上升了近30万吨，可能存在滞销现象。房地产开发投资放缓，对建筑业带来影响。8月高温雨水天气影响建筑施工，建筑业景气度可能出现波动。综合判断，服务业景气度回升，建筑业景气度下降，预计8月非制造业 PMI 为53.8%，可能略高于上个月。综合 PMI 为53.2%。

## 二、投资偏弱，消费低位反弹，抢出口效应带动出口增长

**投资增速小幅下降，基建投资有待回升。**从周频的中钢协钢材价格指

数来看，8月明显下降，第四周钢材综合价格指数为105.9点，比月初下降了近4点。从高频的主要钢材价格来看，除了涂镀价格保持平稳以外，其他钢材价格都有不同程度下降。螺纹钢价格从8月上旬4000元/吨下降到月底3730元/吨，线材、盘螺、圆钢等价格都有较大幅度下降。8月全国水泥综合价格指数先降后升，月末为144.1点，与上个月变化不大。分区域看，东北、中南地区水泥价格持续下降，西北地区水泥价格回升，华东、华北、西南地区水泥价格降在下半月明显回升。从钢材价格和水泥价格走势来看，整体投资状况走弱。受到高温和雨水天气的影响，8月投资活动偏弱。但下半月水泥价格回升表明投资状况可能逐渐改善。预计当前基建投资难以回升，可能小幅下降。7月全国挖掘机销量同比增长11%，可能预示未来基建投资将改善。下半年专项债发行可能提额，稳基建的力度将加大。近期工业企业利润增速回升，大规模减税缓解制造企业经营压力，将有助于制造业投资低位反弹。中美贸易摩擦再次升级，对制造业投资预期带来影响，目前仍处于低位增长。1-7月开发企业土地购置面积和成交价款同比分别为-29.4%、-27.6%，将明显影响房地产开发投资预期。随着高额土地购置费分期计入的影响逐渐消化，房地产投资增速将延续放缓趋势。预计8月固定资产投资累计增长5.6%，比上个月略有下降。

**消费增速低位反弹，消费需求仍然偏弱。**8月以来30大中城市商品房销售面积同比负增长，累计同比增速为-12.9%，一、二、三线城市均有不同程度负增长，分为-17.2%、-7.2%、-18.3%。8月以来土地成交面积跌幅扩大，同比为-30.6%，其中商品房用地和工业用地成交面积跌幅都在扩大。当前与房地产相关的建筑装潢、家具、家电等消费增长势头较弱，可能个位数增长。受汽车消费刺激政策退潮和执行排放新国标的的影响，8月以来汽车零售同比跌幅扩大，前两周汽车零售同比-23%，批发同比为-22%，本月汽车类消费可能负增长。8月义乌中国小商品指数下降，月末在100.46点，低于上月0.3个点。临沂商城价格指数也出现小幅下降，月末100.05点，服装服饰类产品价格指数下降较明显。去年8月消费增速小幅上升0.2个百分点，基数略有增高。考虑到7月消费增速超预期跌至7.6%，显著下降2.2个百分点，进一步下跌的可能性较小。8月消费增速可能低位恢复性反弹小幅上升，预计增长8%左右，增幅低于5月和6月。出台政策激发文化和旅游消费潜力，汽车限购政策放宽，有助于促进未来消费增长。

**抢出口效应带动出口增长。**8月以来，欧元区经济景气度小幅回升，制造业 PMI 小幅上升至 47；美国经济景气度则继续下降，制造业 PMI 降至 49.9，十年来首次跌破荣枯线。外需疲弱加之去年同期基数较高，可能制约出口增速。不过，中美贸易摩擦进一步升级，可能带新一轮抢出口效应。8月中旬以来，出口集装箱运价指数显著回升，一定程度上也反映出可能存在抢出口效应。预计8月出口增速为2%，出口额约2213亿美元。8月人民币汇率破7，汇率贬值对未来出口的促进作用将逐步显现，从而在一定程度上缓解出口面临的压力。

**进口继续负增长。**贸易摩擦持续升级、去年同期基数较高及原油等大宗商品价格下跌等，都对进口构成一定负面影响。不过8月以来，生产回暖一定程度上或有助于提振内需。预计8月进口同比增速为-6%，进口额约1790亿美元。贸易顺差约423亿美元。

### 三、CPI 高位略有回落，PPI 跌幅扩大

**CPI 高位略有回落，猪肉价格持续上涨。**8月份前三个星期，商务部公布的食用农产品价格周环比出现持续上涨。分产品来看，除了水果价格小幅回落之外，蔬菜和猪肉价格都出现了连续的上涨，特别是猪肉价格8月份周环比持续上涨，截止8月25日，猪肉批发价格已经突破30元/公斤，达到31.77元/公斤。受此影响，预计本月食品价格环比将出现明显上涨，预计涨幅在6个百分点左右。八月份国内成品油价有过两轮小幅下调。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月继续小幅下降至1.1%的水平。同时，8月翘尾因素将下降至0.6%的水平。综合以上因素，初步判断2019年8月份CPI同比涨幅可能在2.6-2.8%左右，取中值为2.7%，涨幅相比上月小幅回落。

近期CPI同比维持在高位运行，主因仍是猪肉为主的食品价格拉动。考虑到猪瘟疫情带来的生猪存栏量以及能繁母猪存栏量仍在快速下降，猪肉价格上涨仍将是下半年拉动CPI上涨的重要因素。而非食品价格涨幅却在持续走低，7月份的1.3%继续创下近三年以来的新低。食品价格与非食品价格涨幅的背离显示CPI的上涨并非需求拉动，更多是供给扰动。同时PPI再次出现负增长也显示实体经济仍面临需求放缓的压力，下半年总需求对CPI仍将产生下拉作用。近期由于猪肉价格上涨仍将使CPI维持在年内较高水平，所以预计三季度物价的两种分化趋势仍将持续：一是CPI内

食品价格与非食品价格的走势分化；二是 CPI 与 PPI 走势的分化。

**翘尾因素降至负值，新涨价因素减弱，PPI 跌幅扩大。**从 8 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品价格下跌的种类增多，工业产品价格下降较明显，农产品价格小幅上涨。在流通领域，主要生产资料价格中有 54% 的产品价格下降，32% 上升，14% 基本持平，生产资料价格下降的种类增多。从 9 大类生产资料价格看，农产品、非金属建材价格上升，其中农产品价格涨幅相对较大。其余 7 类产品价格不同程度下降，其中农业生产资料、黑色金属价格下降幅度较大，林产品、化工产品价格也有显著下降，石油天然气、有色金属、煤炭价格降幅较小。预计 2019 年 8 月 PPI 环比延续负增长，在 -0.3% 到 0% 之间。去年 8 月 PPI 环比上涨 0.4%，环比涨幅显著高于今年同期。8 月 PPI 翘尾因素为 -0.21%，比上个月显著下降 0.4 个百分点，将影响 PPI 同比涨幅下降。综合判断，新涨价因素和翘尾因素都减弱，预计 8 月 PPI 同比跌幅将扩大，在 -1% 到 -0.6% 之间，取中值为 -0.8% 左右，连续两个月负增长。

#### 四、信贷增量维持平稳，MLF 操作利率下调可期

**信贷增量环比小幅波动，M2 增速维持平稳。**经济运行的压力，制约了金融机构信用风险偏好的改善，信贷投放 7 月已不及预期。8 月依然缺乏明显刺激信贷需求的因素。银行间信用分层改善较为缓慢，央行流动性调控维持稳健，部分银行负债端缺口也制约了资产端信贷投放积极性。加之，LPR 新报价机制后，部分银行对于新规则的适应，业务流程（合同等）重定义可能推迟部分贷款投放。综合预计 8 月信贷增量在 1.2 万亿左右，增速仍有回落。央行流动性调控节奏稳健，信贷增量平稳，债市和股市盘整，进而 8 月 M2 增速的变化主要受财政存款变化的影响。参考近 5 年同期数据，8 月财政存款有望小幅下放，M2 增速平稳运行在 8.1% 附近。

**流动性调控维持合理充裕，降融资成本仍需加大投放力度。**央行近来流动性调控保持稳健，货币市场利率中枢始终保持平稳。近日临近月末，短端利率甚至面临时点性回升压力。基于降实体融资成本推出的 LPR 新报价机制，LPR 盯住 MLF 操作利率，首次报价后利率降幅并不明显。为促进融资成本明显下行，央行仍需适度增加流动性投放力度，进一步为 MLF 操作利率下调打开充足空间。进而未来货币市场利率中枢稳中略降，9 月 20 日前央行大概率下调一次 MLF 操作利率。

## 五、人民币汇率小幅贬值，外汇占款继续维持在 0 附近

**人民币汇率小幅贬值。**目前，市场对美联储在 9 月初降息预期已较充分，关键是未来的降息指引。从历史经验来看，美联储降息后美元指数反而可能反弹。全球金融市场波动以及英国“硬脱欧”风险等加大，带来市场避险情绪升温，也有助于支撑美元继续高位震荡。但中美贸易摩擦升级，美国制造业 PMI 等经济指标持续下降，市场对美联储降息预期持续较强，将压制美元。总体来看，美元指数在短期内表现仍不会太弱。而美国进一步升级关税措施，并宣布将提高对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税的税率，受市场不确定性预期影响，预计 9 月人民币汇率仍有贬值压力，可能震荡走弱。但在中国经济保持总体平稳、经济增速不会显著回落及央行加强逆周期调节的情况下，预计人民币也不会持续大幅贬值。

**外汇占款继续维持在 0 附近。**8 月以来，人民币对美元汇率总体呈贬值走势，但市场预期依然总体平稳，跨境资金流动基本稳定。预计 8 月外汇占款维持在 0 附近。

主要图表:

表: 8月中国宏观经济金融数据前瞻 (红色为预测值)

指标名称	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8
GDP:当季同比 (%)	6.4	-	-	6.2	-	-
CPI:当月同比 (%)	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.7
PPI:当月同比 (%)	0.4	0.9	0.6	0	-0.3	-0.8
出口金额:当月同比 (%)	13.8	-2.8	1.1	-1.3	3.3	2
进口金额:当月同比 (%)	-7.7	4.2	-8.5	-7.4	-5.3	-6
贸易差额:当月值(亿美元)	326	138	417	510	446	423
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.6
消费零售 TRS:当月同比 (%)	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	8
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	8.5	5.4	5	6.3	4.8	5.6
制造业 PMI (%)	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.9
非制造业 PMI (%)	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8

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\\_10385](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10385)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>