

2019年8月宏观数据预测

宏观数据预测

2019年08月29日

报告摘要:

● 短期内经济基本面韧性犹存

PMI 小幅反弹, 进出口小幅回落, 社会消费品零售总额增速季节性反弹, 生产小幅回升, 固定资产投资小幅回落, 服务业生产指数小幅反弹。

预计8月份制造业 PMI 小幅反弹至 50.0, 非制造业 PMI 8 月反弹至 54.3。出口同比增速为 1.5%, 进口同比增速为 -8.8%, 贸易顺差为 463.96 亿美元。社会消费品零售总额同比增速将回升至 8.1%。工业增加值将小幅回升至 5.0%。房地产固定资产投资增速继续回落至 10.2%, 基础设施投资(全口径)累计同比增长 3.1%, 基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增速将回升至 4.1%; 制造业固定资产投资累计同比增长 3.3%。民间固定资产投资累计同比增速回落至 5.1%。受房地产和民间投资增速回落影响, 固定资产投资 8 月累计同比增速将回落至 5.5%。服务业生产指数 8 月回升至 6.8%。

● 物价全面回落

猪肉价格上涨动能仍强, 但考虑到去年基数较高的影响, 预计 8 月份 CPI 增速回落至 2.6%。受全球经济增长放缓和世界贸易不确定性增大影响, 预计 8 月份 PPIRM 增速或回落至 -1.0%。全球经济放缓, PPIRM 价格回落, 工业品价格上涨动能不强, 预计 8 月份 PPI 增速将回落至 -0.8%。

● 贬值加利率市场化与降息异曲同工, 降息尚待四季度

中美双方在贸易谈判上的分歧较大。美方要价太高, 中方很难妥协。预计中美贸易谈判仍将持续, 但贸易摩擦难以真正缓和, 人民币将顺势贬值, 9 月末美元兑人民币汇率或达到 7.20 左右。

预计 8 月份人民币贷款增加 11000 亿元, 人民币贷款余额同比增速为 12.3%。社会融资规模增量为 15700 亿元, 社会融资规模余额同比增长 10.5%。受低基数影响, 预计 8 月份 M1 同比增速小幅回升至 4.0%, M2 同比增长 8.1%。

为什么市场预期降息? 一是中国经济下行压力加大, 通过降息刺激投资和积极财政政策刺激消费是逆周期管理的常规政策。二是负债端刚性限制了 LPR 和贷款利率的下行, 不利于信贷增长。三是房地产调控可以抑制资产价格上涨。

贬值加利率市场化与降息异曲同工, 降息尚待四季度。第一, 中国经济的问题根源在于投资效率不足, 而非投资总量不足。供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。第二, 降息的作用在于以消费减少为代价, 促使更多资源流向高效企业。降息无法解决投资低效率问题, 反而可能加剧产能过剩和高杠杆。第三, 利率市场化有助于提高投资效率, 降息应待 LPR 应用得到落实, 四季度为较好的降息时间窗口。第四, 人民币贬值与降息存在一定的替代效应。

● 风险提示: 中美贸易摩擦加剧, 全球经济下行超预期, 改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师: 解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127730

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理: 毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

相关研究

- 1、通货膨胀的季节调整与预测模型——宏观预测专题报告一 20190408
- 2、中美经贸谈判再生波澜——特朗普加税声明点评 20190506
- 3、基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二 20190523
- 4、挤出效应超越拉动效应, 房住不炒仍需坚持——房地产深度报告系列之三 20190710

目录

一、短期内经济基本面韧性犹存	3
二、物价全面回落	4
三、贬值加利率市场化与降息存在一定替代效应.....	4
风险提示	6

表 1：民生证券宏观指标预测

指标	201909F	201908F	201907	201906	201905	201904	201812
制造业 PMI(%)	50.1	50.0	49.7	49.4	49.4	50.1	49.4
非制造业 PMI(%)	54.2	54.3	53.7	54.2	54.3	54.3	53.8
出口(%)	-1.7	1.5	3.3	-1.3	1.1	-2.7	-4.6
进口(%)	-6.3	-8.8	-5.3	-7.4	-8.5	4.0	-7.7
贸易顺差(亿美元)	387.75	463.96	446.1	509.7	416.4	135.5	568.0
社会消费品零售(%)	8.2	8.1	7.6	9.8	8.6	7.2	8.2
工业增加值(%)	5.1	5.0	4.8	6.3	5.0	5.4	5.7
固定资产投资:累计(%)	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	5.9
房地产投资:累计(%)	9.7	10.2	10.6	10.9	11.2	11.9	9.5
基建投资:累计(%)	3.5	3.1	2.9	3.0	2.6	3.0	1.8
制造业投资:累计(%)	3.1	3.3	3.3	3.0	2.7	2.5	9.5
CPI(%)	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.5	1.9
PPI(%)	-1.2	-0.8	-0.3	0	0.6	0.9	0.9
PPIRM (%)	-0.9	-1.0	-0.3	-0.3	0.2	0.4	1.6
M1(%)	3.6	4.0	3.1	4.4	3.4	2.9	1.5
M2(%)	8.1	8.1	8.1	8.5	8.5	8.5	8.1
人民币贷款(%)	12.0	12.3	12.6	13.0	13.4	13.5	13.5
人民币贷款:新增(亿元)	12300	11000	10600	16600	11800	10200	10800
社会融资规模存量(%)	10.3	10.5	10.7	10.9	10.6	10.5	9.8
社会融资规模增量(亿元)	18700	15700	10112	22629	13952	13854	15898
美元/人民币(月末值)	7.20	7.10	6.88	6.87	6.73	6.76	6.86

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

一、短期内经济基本面韧性犹存

(一) PMI 小幅反弹

预计 8 月份制造业 PMI 小幅反弹至 50.0, 9 月份反弹至 50.1; 非制造业 PMI 8 月反弹至 54.3, 9 月回落至 54.2。景气有所提升, 下行压力略有缓和。原因有四点: (1) 人民币贬值改善净出口; (2) 7 月工业企业利润回升提振工业生产; (3) 消费刺激政策推动消费有所反弹; (4) 专项债新政首批项目开始落地, 基建投资有所回升。

(二) 进出口小幅回落

人民币贬值部分对冲了中美贸易摩擦加剧带来的进出口下行压力, 预计 8 月份出口同比增速为 1.5%, 9 月份出口或将回落至 -1.7%; 8 月份进口同比增速为 -8.8%, 9 月份进口同比增速为 -6.3%。8 月份和 9 月份的贸易顺差分别为 463.96 与 387.75 亿美元。

(三) 社会消费品零售总额增速季节性反弹

7 月份扣除汽车以外的消费品零售额增长 8.8%, 与 6 月基本持平。根据乘联会数据, 截至 18 日, 乘用车零售额同比下降 23%, 低于 7 月下滑幅度。预计汽车销售仍将拖累消费。但是, 8 月份社会消费品零售总额增速一般高于 7 月份, 因而, 我们预计 8 月份社会消费品零售总额

同比增速将回升至 8.1%；9 月份则回升至 8.2%。

（四）生产小幅回升

从历史经验看，工业企业利润一般领先生产 1-2 个月。库存的存在使得工业生产相对稳定，仅在春节附近大幅波动。随着 7 月份工业企业利润反弹，预计 8 月份工业增加值将小幅回升至 5.0%，9 月回升至 5.1%。

（五）固定资产投资小幅回落

房住不炒的政策不会动摇，房地产融资趋严。但受到区域经济一体化和建安投资支撑，房地产投资仍具韧性。预计 8 月份房地产固定资产投资增速继续回落至 10.2%，9 月份将回落至 9.7%。

专项债新政首批项目开始落地，预计 8 月份基础设施投资（全口径）累计同比增长 3.1%，9 月份累计同比增长 3.5%。基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速 8 月份将回升至 4.1%，9 月份增速或升至 4.4%。

预计制造业固定资产投资 8 月份累计同比增长 3.3%，9 月份回落至 3.1%。

预计民间固定资产投资 8 月累计同比增速回落至 5.1%，9 月份回落至 5.0%。受房地产和民间投资增速回落影响，固定资产投资 8 月累计同比增速将回落至 5.5%，9 月份回落至 5.4%。

（六）服务业生产指数小幅反弹

受生产和消费回落拖累，7 月份服务业生产指数回落至 6.3%。随着 8、9 月份生产和消费回升，预计服务业生产指数 8 月回升至 6.8%，9 月份回升至 7.0%。

二、物价全面回落

蔬菜价格 7 月虽有所回升，但属于暂时现象。猪肉价格上涨动能仍强，仍是影响 CPI 走势的重要因素。但考虑到去年基数较高的影响，预计 8 月份 CPI 增速或回落至 2.6%，9 月份回落至 2.4%，CPI 阶段性高点已现，三季度总体小幅回落。

受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计 8 月份 PPIRM 增速或回落至 -1.0%，9 月份小幅反弹至 -0.9%。

燃料动力类价格超季节性下行，使得 7 月石油相关行业价格超预期下行。总体看，全球经济放缓，PPIRM 价格回落，工业品价格上涨动能不强，叠加未来几个月 PPI 基数较高，预计 8 月份 PPI 增速将回落至 -0.8%，9 月份回落至 -1.2%。

三、贬值加利率市场化与降息存在一定替代效应

（一）中美贸易摩擦恐难缓和，人民币顺势贬值

2019 年 8 月 1 日，特朗普在推特上宣布将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，中美贸易摩擦再次升级，人民币贬值压力加大。8 月 5 日，在岸、离岸人民币兑美元汇率双双跌破 7 元。8 月 15 日，美国政府宣布从 9 月 1 日起对大约 3000

亿美元中国商品加征 10% 关税。8 月 23 日，中国宣布对美国 750 亿美元商品加征 5% 到 10% 的关税。当天，特朗普对中国宣布加征美国产品关税做出反击，在推特上宣布将对总额大约 5500 亿美元的中国商品再加征 5% 关税。8 月 26 日，人民币兑美元汇率中间价由 7.0572 降至 7.0570，但即期汇率开盘即升至 7.1319，击破 7.1。预计 8 月末美元兑人民币汇率或达到 7.10 左右。

中美双方在贸易谈判上的分歧较大。美方要价太高，中方很难妥协。预计中美贸易谈判仍将持续，但贸易摩擦难以真正缓和，人民币将顺势贬值，9 月末美元兑人民币汇率或达到 7.20 左右。

（二）信贷和社融增速小幅回落

政治局会议强调，货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。预计 8 月份人民币贷款增加 11000 亿元，9 月份新增人民币贷款 12300 亿元。8 月人民币贷款余额同比增速为 12.3%，9 月人民币贷款余额同比增速为 12.0%。

受表外融资改善带动，预计 8 月社会融资规模增量为 15700 亿元，社会融资规模余额同比增长 10.5%。9 月社会融资规模增量为 18700 亿元，社会融资规模余额同比增长 10.3%。

受低基数影响，预计 8 月份 M1 同比增速小幅回升至 4.0%，9 月份 M1 同比增速将小幅回落至 3.6%。8 月份 M2 同比增长 8.1%，9 月份 M2 同比增长 8.1%。

（三）贬值加利率市场化与降息存在一定替代效应

为什么市场期待降息？一是中国经济下行压力加大，通过降息刺激投资和积极财政政策刺激消费是逆周期管理的常规政策。二是负债端刚性限制了 LPR 和贷款利率的下行，不利于信贷增长。三是房地产调控可以抑制资产价格上涨。

LPR 旨在通过利率市场化降低高效企业的实际利率，而非降息。LPR 中文名为贷款市场报价利率，原名贷款基础利率。贷款基础利率是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率以此为基础通过加减点确定，在利率市场化过程中，在贷款业务中推行 LPR 定价作为贷款参考利率，成为许多国家或地区的一致选择。在 LPR 机制下，中小企业的贷款利率更富弹性，缓解中小企业的融资约束。高负债低盈利能力的企业则会由于信用风险高而难以获得贷款，实现去杠杆的效果。

贬值加利率市场化与降息异曲同工。第一，中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足。供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。第二，降息的作用在于以消费减少为代价，促使更多资源流向高效企业。降息无法解决投资低效率问题，反而可能加剧产能过剩和高杠杆。第三，利率市场化有助于提高投资效率，降息应待 LPR 应用得到落实。第四，人民币贬值与降息存在一定的替代效应。

供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。根据徐忠和贾彦东（2019）的《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》，近年来中国潜在产出增速的趋势性放缓主要源于高投资并未形成有效资本，进而导致有效资本投入对潜在产出的拉动力持续走低。而投资专有技术进步放缓，投资调整成本上升，资本形成效率快速下降，是有效资本投入不足和潜在产出放缓的深层次原因。中国经济的问题根源不在于融资限制了投资总量，而是投资效率不足。尤其是房地产投资拖累了中国全要素生产率提升。

降息无法解决投资低效率问题。货币政策本身并不能创造财富，只能对财富进行再分配。降息一般会损害储蓄者和消费者的利益，使政府和生产者获益。根据熊彼特的创新理论，信贷的作用在于高效率的企业获得资源，通过生产做大蛋糕。因而，降息的作用在于以消费减少为代价，促使更多资源流向高效企业。倘若资源流入低效率企业，虽然短期内可以提高 GDP，中长期内却会加剧产能过剩，使得问题更加严重。全面降息虽然降低了企业的融资成本，但是低效率的企业可能由于刚兑获得更多银行资金，增大杠杆；而盈利能力强的中小企业却被挤出，无法获得贷款。

利率市场化有助于提高投资效率，降息应待 LPR 应用得到落实。新 LPR 的核心在于贷款利率市场化，即根据企业的风险水平和盈利能力等因素决定贷款利率，从而打破刚兑。在 LPR 机制下，中小企业的贷款利率将会上升，而大企业的贷款利率将会下降，从而使得给中小企业融资承担的信用风险得到补偿，缓解其融资约束。高负债低盈利能力的企业则会由于信用风险高而难以获得贷款，实现去杠杆的效果。

人民币贬值与降息存在一定的替代效应。货币政策的传导途径并不仅限于利率渠道，汇率渠道也会影响国内经济。在降息无法解决中国投资低效率，甚至可能加剧产能过剩和高杠杆的情况下，通过贬值对冲部分经济下行压力，通过利率市场化提升投融资效率，政策效果要优于降息。

人民币贬值冲击有限。第一，中国资本流出压力可控。一方面，中国经常项目仍是顺差，不会存在很大的换汇压力，另一方面，近年来，中国出台了一系列措施控制短期投机性资本外流。第二，人民币贬值对人民币国际化进程影响有限。一国货币币值取决于该国经济基本面，人民币因中美贸易摩擦加剧而贬值不属于竞争性贬值，并不意味着人民币会大幅贬值。中国仍是世界上经济增长相对较高的大型经济体，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定。

风险提示

中美贸易摩擦加剧，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

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_10452

