



证券研究报告·宏观研究报告

2019年8月22日

首创宏观“茶”：

经济尚处主动去库存阶段，适时适度进行逆周期调节

——2019年8月宏观经济月报

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

相关研究报告：

1.《首创证券宏观“茶”：地方财政支出增速放缓，基建支出增长乏力》2019-8-21

2.《首创证券宏观海外一周纵览 2019年第1期：欧元区主要经济指标承压，美元指数短期还将高位盘整》2019-8-20

3.《首创宏观“茶”：7月经济数据回落符合预期，预计8月将有所反弹》2019-8-15

4.《首创证券宏观“茶”：7月金融数据点评，下半年M1同比与M2同比预计将持续低迷》2019-8-14

5.《首创证券宏观“茶”：7月进出口数据点评，7月进出口增速均超预期上行》2019-8-12

6.《首创证券宏观“茶”：国际金价大概率继续上行》2019-8-12

7.《首创证券宏观“茶”：7月工业企业利润总额累计同比大概率还将个位数负增长》2019-8-12

8.《首创宏观“茶”：“三连击”下人民币汇率顺势破“7”，后期大概率阶段性企稳》2019-8-6

9.《首创宏观“茶”：美联储大概率开启宽松进程，短期之内我国央行跟进概率较低》2019-8-5

10.《首创宏观“茶”：短期之内制造业PMI大幅回升概率较低》2019-8-1

11.《首创宏观“茶”：国内经济下行压力加大，内需将成为稳增长引擎》2019-7-31

12.《首创宏观“茶”：三季度工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长》2019-7-29

13.《首创宏观“茶”：下半年货币政策大幅放松概率较低》2019-7-24

14.《首创宏观“茶”：下半年货币政策大幅放松概率较低》2019-7-23

- 制造业PMI与非制造业PMI均大幅弱于季节性，从历史同期对比的角度看，7月景气指标的表现并不乐观。考虑到新订单指数的上行是一个渐进的过程，以及摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，预计短期内制造业PMI大幅回升概率较低。
- 7月工业增加值当月同比大幅回落，预计8月将有所反弹，但是反弹的力度不会太大。固定资产投资增速处于历史底部区间，预计下半年固定资产投资增速大概率还将承压。消费增速冲高回落符合预期，考虑到就业面临较大压力，预计消费增速在下半年还将面临一定压力。
- 7月出口增速与进口增速均超预期上行，其中，对东盟出口金额累计同比上行支撑7月出口增速，可能与中美贸易摩擦加剧后出现的转口贸易有一定关系。主要资源品进口数量未见明显提速，表明国内需求未有显著改善。根据2002年至2018年的经验规律，2019年贸易顺差有可能超过2018年。
- “猪肉系”拉动7月CPI同比超预期上行，而PPI同比时隔34个月再次进入负值区间，与此同时，PPIRM同比大多数分项持续低迷。货币政策保持定力，短期之内大幅放松概率较低，但是相应地，结构性宽松的概率在逐步加大，结构性宽松是货币政策的主旋律。
- 短期贷款大幅下跌拖累新增人民币贷款超预期下行。受信贷与非标融资拖累，社会融资规模存量同比较前值下行。从工业企业利润增速、结构性去杠杆以及房地产调控三个角度看，下半年M1同比与M2同比缺乏大幅上行的基础。
- 在税收收入当月同比持续负增长的背景下，7月非税收入持续高增，与此同时，地方财政支出增速出现放缓。预计主要税种增速大概率在8月继续承压。基建支出增长乏力，7月增速进入负值区间。国有土地使用权出让收入累计同比“转负为正”，表现出较强韧性。
- 估值效应不敌汇兑效应，7月外汇储备出现下行。央行继续增持黄金，预计国际金价大概率继续上行。8月5日人民币汇率破“7”，从经济运行的角度看，短期人民币汇率面临的压力大于支撑力，但从政治博弈的角度看，人民币汇率阶段性企稳是中美博弈的均衡解，预计人民币汇率短期内大概率阶段性企稳。
- “价跌”与基数效应拖累工业企业利润总额累计同比小幅下行。工业企业尚处主动去库存阶段，预示后期宏观经济还将承压。制造业工业企业利润总额累计同比增速明显改善概率较低，预计工业企业利润总额累计同比依旧承压。

目录

1 经济数据回落符合预期，工业企业利润增速还将承压..... 4

1.1 短期之内制造业 PMI 大幅回升概率较低..... 4

1.2 7 月经济数据回落符合预期，预计 8 月将有所反弹..... 10

1.3 7 月进出口增速均超预期上行..... 17

1.4 8 月 CPI 同比、PPI 同比以及 PPIRM 同比大概率同步下行..... 23

1.5 下半年 M1 同比与 M2 同比缺乏大幅上行的基础..... 30

1.6 地方财政支出增速放缓，基建支出增长乏力..... 36

1.7 人民币汇率短期内大概率阶段性企稳..... 41

1.8 三季度工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长..... 46

2 国内经济下行压力加大，适时适度进行逆周期调节..... 51

2.1 增强金融服务改革开放和经济发展能力..... 51

2.2 国内经济下行压力加大，内需将成为稳增长引擎..... 51

2.3 加大力度落实就业优先政策..... 52

2.4 实施好稳健货币政策，适时适度进行逆周期调节..... 53

2.5 运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低..... 53

图表目录

图 1：7 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性 (%)	4
图 2：大型企业重返荣枯线之上是 7 月制造业 PMI 较前值上行的主因 (%)	5
图 3：新订单是生产指数的先行指标 (%)	6
图 4：原材料库存与产成品库存双双下行 (%)	7
图 5：小企业去库存力度更大 (%)	8
图 6：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双反弹 (%)	9
图 7：从业人员指数出现边际改善 (%)	10
图 8：剔除掉春节月份，7 月工业增加值增速在历年月度数据中垫底 (%)	10
图 9：制造业、外商及港澳台投资企业、东部地区工业增加值增速下行压力较大 (%)	11
图 10：固定资产投资增速处于历史底部区间 (%)	12
图 11：固定资产投资增速大幅回升概率较低 (%)	14
图 12：7 月社会消费品零售总额当月同比冲高回落 (%)	15
图 13：7 月汽车类零售额当月同比大幅下行 (%)	16
图 14：7 月地产类消费较前值下行 (%)	16
图 15：8-10 月石油及制品类消费增速承压 (%)	17
图 16：7 月出口增速与进口增速均超预期上行 (%)	18
图 17：全球总需求依旧承压 (%)	19
图 18：对东盟出口金额累计同比上行支撑 7 月出口增速 (%)	20
图 19：主要资源品进口数量增速表明国内需求未有显著改善 (%)	21
图 20：2019 年以来高新技术产品出口情况好于进口情况 (%)	22
图 21：加入 WTO 后，我国下半年贸易顺差均超过上半年贸易顺差 (亿美元)	23
图 22：7 月 CPI 同比为 2019 年 1-8 月最高值 (%)	24
图 23：“猪肉系”拉动 CPI 同比超预期上行 (%)	25
图 24：PPI 同比时隔 34 个月再次进入负值区间 (%)	26
图 25：耐用消费品类 PPI 同比与家用器具 CPI 同比大概率继续下行 (%)	26
图 26：7 月 PPIRM 同比创 2016 年 10 月以来新低 (%)	27
图 27：加工工业 PPI 当月同比与 PPI 当月同比的图形走势最为接近 (%)	29
图 28：2015 年至 2019 年工业企业利润总额累计同比月度值 (%)	30
图 29：短期贷款大幅下跌拖累新增人民币贷款超预期下行 (亿元)	31
图 30：居民户短期贷款大幅下行 (亿元)	32
图 31：企业端短期贷款快速下行 (亿元)	32
图 32：7 月社会融资规模存量同比较前值下行 (亿元；%)	33
图 33：信贷与非标融资拖累社会融资规模存量同比 (亿元)	34
图 34：下半年 M1 同比与 M2 同比预计将持续低迷 (%)	35
图 35：7 月非税收入当月同比继续高速增长 (%)	36
图 36：地方财政支出减速迹象较为明显 (%)	37
图 37：主要税种增速大概率在 8 月继续承压 (%)	39
图 38：城乡社区事务当月同比拖累 7 月基建相关的财政支出增速 (%)	40
图 39：国有土地使用权出让收入累计同比“转负为正” (%)	41
图 40：7 月外汇储备较前值下行，但依旧位于 31000 亿美元之上 (亿美元；亿 SDR)	41
图 41：7 月主要发达经济体 10 年期国债收益率均延续下行趋势 (%)	42
图 42：6 月银行代客结售汇顺差转负 (亿美元)	43
图 43：历史上美元指数与黄金价格具有较强的负相关性 (点；美元/盎司)	44
图 44：宏观审慎管理曾多次助力人民币汇率守住“7”整数关口	46
图 45：6 月工业企业利润总额当月同比再次“转负”，而累计同比保持个位数负增长 (%)	47
图 46：制造业资产负债率上行是工业企业资产负债率上行的主因 (%)	48
图 47：推动资产负债率上行的是私营企业资产负债率 (%)	48
图 48：工业企业处于主动去库存阶段 (%)	49
图 49：全球主要经济体的制造业 PMI 具有较强的正相关性 (%)	50

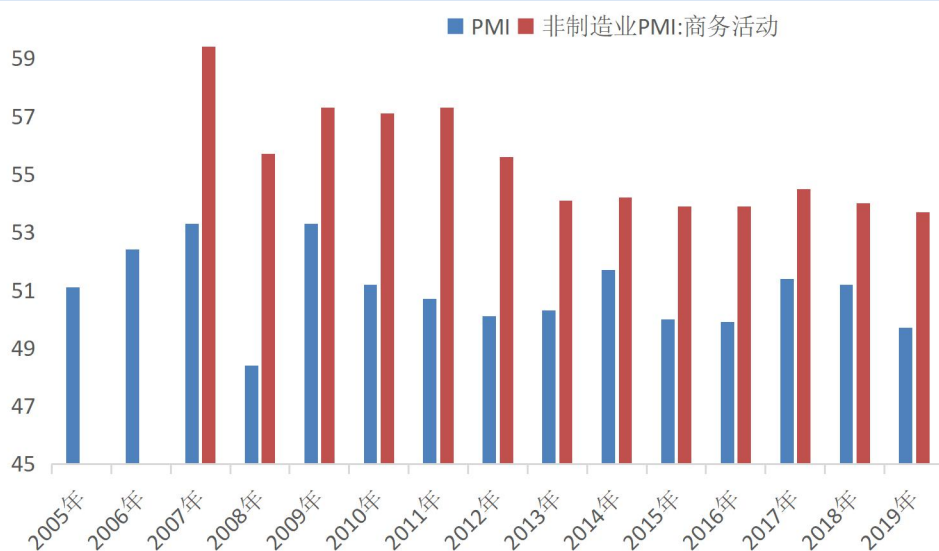
1 经济数据回落符合预期，工业企业利润增速还将承压

1.1 短期之内制造业PMI大幅回升概率较低

制造业PMI与非制造业PMI均大幅弱于季节性。7月制造业PMI为49.7，高于预期0.1个百分点，较前值上行0.3个百分点，连续3个月运行在荣枯线之下，在过往15年里的7月PMI中，2019年位列倒数第二，仅高于次贷危机期间2008年7月的48.4，与历年同期相比处于低位；7月非制造业PMI为53.7，低于预期0.3个百分点，较前值下行0.5个百分点，创2018年12月以来新低，在过往13年里的7月非制造业PMI中，2019年7月PMI位列倒数第一，与历年同期相比处于低位。因此，从历史同期对比的角度看，7月景气指标的表现并不乐观。

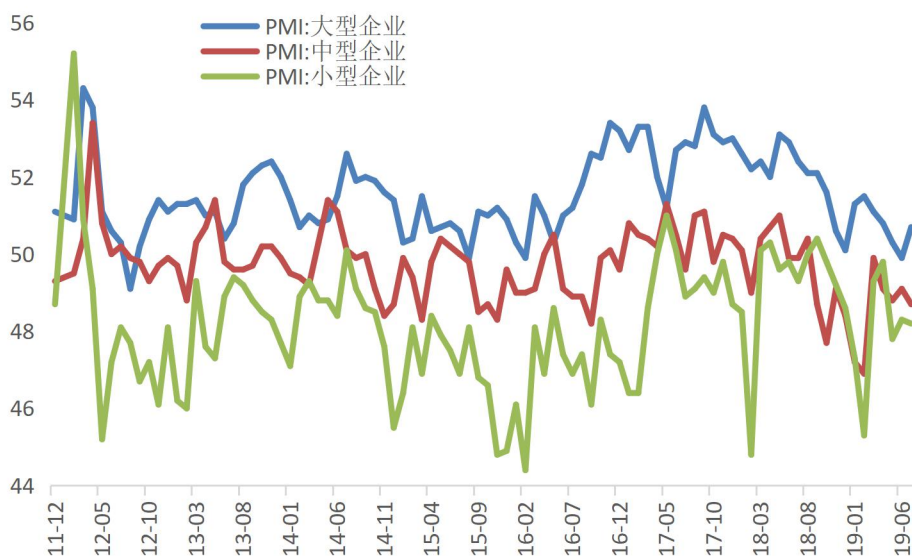
制造业PMI的5个分项中，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别为49.80、52.10、47.10、50.10、48.00，分别较前值上行0.20、0.80、0.20、-0.10、-0.20个百分点。分企业规模看，大型、中型、小型企业的PMI分别为50.70、48.70、48.20，分别较前值上行0.80、-0.40、-0.10个百分点。可见，生产指数与新订单指数是7月制造业PMI较前值上行的主因，而从企业规模看，大型企业重返荣枯线之上则是主因。

图 1：7 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：大型企业重返荣枯线之上是 7 月制造业 PMI 较前值上行的主因（%）

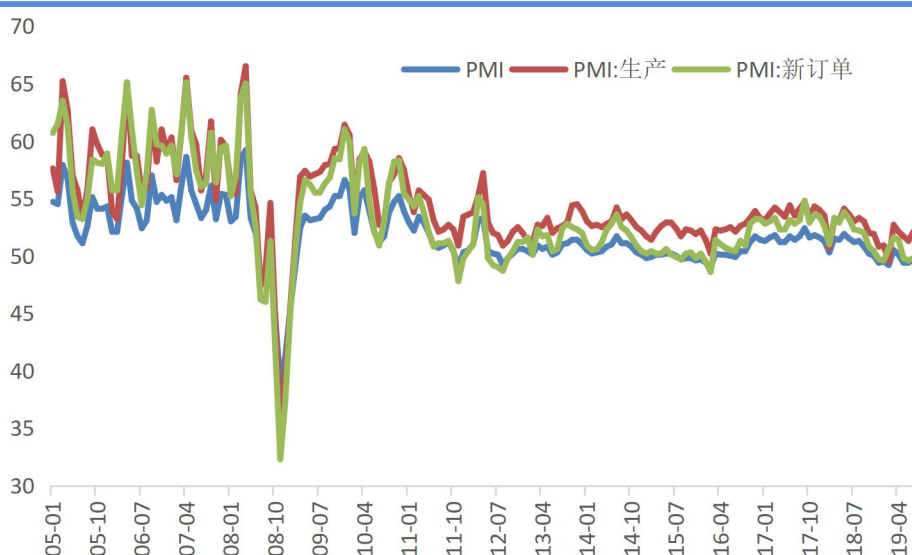


资料来源：wind，首创证券研发部

短期内制造业PMI大幅回升概率较低。7月新订单、在手订单与新出口订单分别为49.80、44.70、46.90，虽然分别较前值上行0.20、0.20、0.60个百分点，但均处于荣枯线之下，表明总需求较弱，这也印证了本次政治局会议提出的“国内经济下行压力加大”的判断。7月新出口订单出现较大反弹，表明市场对出口的担忧边际减弱，但是应该看到近期IMF因贸易局势紧张，把2019年全球经济增长预期从4月份的3.3%下调至3.2%，因此下半年出口增速放缓是大概率事件，而外需增长动能减弱使得新出口订单难以大幅上行。内需方面，本次政治局会议提出“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”，但是应该看到，刺激政策具有传导时滞，短期之内需求大幅好转难度较大，况且本次政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，此外，基建投资增速受制于相关的责任约束，大幅快速上行概率较低。综上，我们认为总需求的改善，连带新订单指数的上行，将是一个渐进的过程。

需要说明的是，新订单指数在制造业PMI中占据举足轻重的作用：一是新订单分项在制造业PMI中的权重最大，高达30%；二是新订单反映经济前景，是生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数的先行指标。因此，预测制造业PMI的走势，在一定意义上是在预测新订单指数的走势。如上所述，新订单指数的上行是一个渐进的过程，这就意味着短期内，制造业PMI大幅回升概率较低。此外，考虑到包括中国在内的全球主要经济体的制造业PMI具有较强的正相关性，近期摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，美国、欧元区、德国、法国等主要经济体制造业PMI再次共振下行，这也意味着短期内我国制造业PMI大幅回升概率较低。

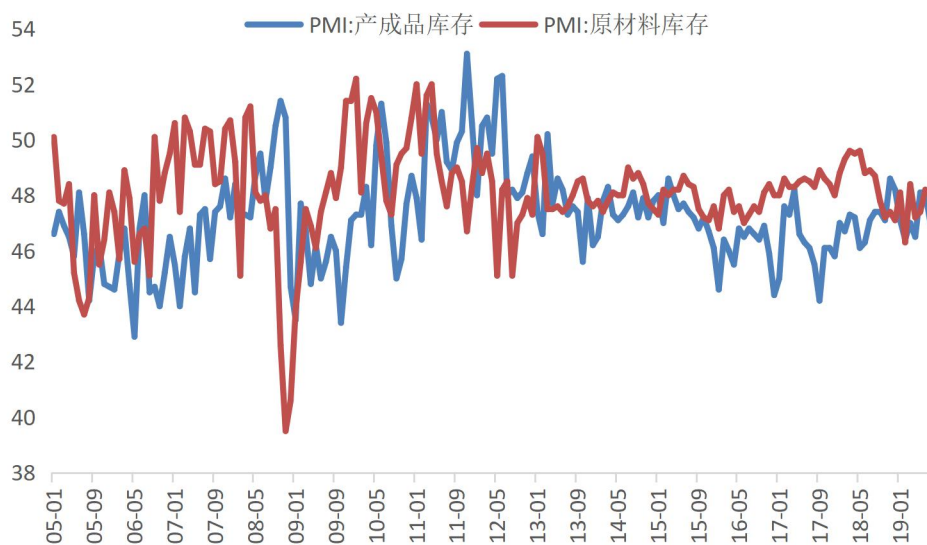
图 3：新订单是生产指数的先行指标（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

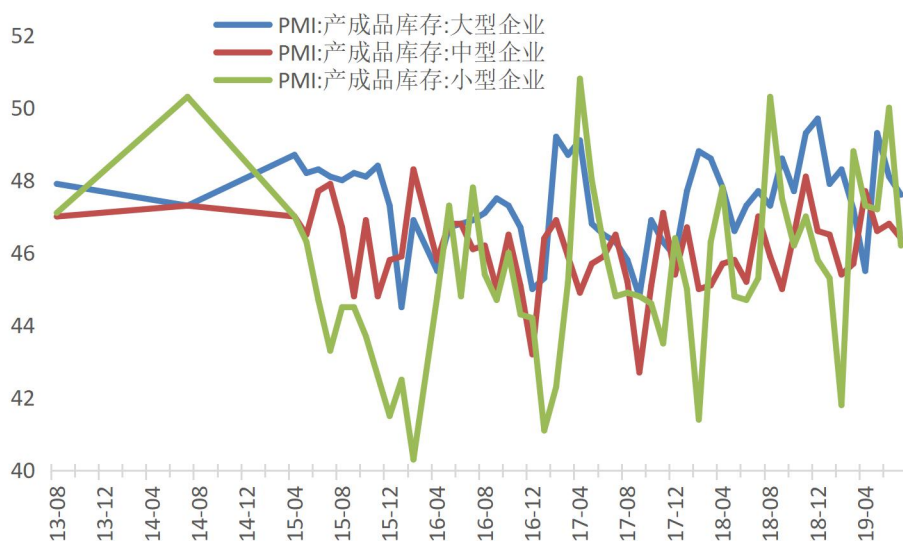
原材料库存与产成品库存双双下行，小企业去库存力度更大。7月原材料库存为48.00，较前值下行0.20个百分点；产成品库存为47.00，较前值下行1.10个百分点。从工业企业利润数据看，6月工业企业存货累计同比与产成品存货累计同比分别较前值下行0.70、0.60个百分点，可见工业企业处于去库存状态，结合本次政治局会议判断“国内经济下行压力加大”，可以判断工业企业处于主动去库存阶段。分企业规模看，大中小型企业的原材料库存分别为48.90、46.50、47.70，分别较前值上行0.70、-1.20、-1.30个百分点；大中小型企业的产成品库存分别为47.60、46.40、46.20，分别较前值下行0.50、0.40、3.80个百分点。可见7月小型企业去库存力度大于大型企业，部分是因为小型企业风险承担能力较弱，对市场变化，尤其是需求变化更加敏感，因此主动去库存。可以侧面印证的数据是，6月制造业民间固定资产投资完成额累计同比仅为2.70%，表明民间资本的投资意愿较低，在此背景下，小企业去库存力度大于大企业就不难理解了。

图 4：原材料库存与产成品库存双双下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 5：小企业去库存力度更大（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

出厂价格指数出现反弹，但PPI当月同比大概率将进入负值区间。7月主要原材料购进价格指数为50.70，较前值上行1.70个百分点，止步三连跌，重返荣枯线之上；出厂价格指数46.90，较前值上行1.50个百分点，止步二连跌，但依旧位于荣枯线之下。出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的差值为-3.8个百分点，较前值走阔0.2个百分点，表明工业企业盈利存在一定压力。主要原材料购进价格指数与出厂价格指数分别是PPIRM同比与PPI同比的领先指标，这里的一个问题是，7月出厂价格指数出现反弹，是不是意味着7月PPI当月同比也将出现反弹？观察2016年2月至2019年6月之间的41个月度数据，可以发现PPI当月同比与出厂价格指数走势发生背离的次数是8次，占比达19.51%，叠加考虑到2019年6月、7月的翘尾同比分别为0.29%与0.19%，7月较6月下行0.1个百分点，预计7月PPI当月同比大概率将进入负值区间。

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_10563

