

工业增加值和 PMI 明显背离的奥秘

——7 月经济数据点评

宏观数据点评

2019 年 8 月 15 日

报告摘要：

全球经济进入多事之秋，警惕海外风险进一步发酵。

● 工业生产超预期下滑，我们的“生产虚高”判断得到验证

7 月工业增加值当月同比 4.8%，大幅低于预期。我们在细究 7 月 PMI 数据时发现存在“四大背离”：生产与价差背离、生产与需求背离、生产与库存背离、小型企业生产与其他各项指标背离，据此我们判断 PMI 生产指数可能虚高，如今获得完全验证。7 月工业增加值环比增速创新低，生产波动主要是来自出口生产集中的东部地区，或与中美贸易摩擦有关。贸易摩擦不确定性打击生产积极性，对经济数据的影响逐渐显现。

● 制造业投资有亮点，房地产投资有韧性

制造业逆势回升，7 月同比增长 3.3%，较上月回升 0.3 个百分点。制造业转型升级稳步进行，专用设备制造、医药制造、计算机通信等行业增速继续处于高位。7 月调查失业率回升 0.2 个百分点至 5.3%，制造业稳定是就业稳定的关键，制造业投资回升意义重大。房地产投资有高施工支撑，年内仍有韧性，我们维持全年房地产投资增速高于名义 GDP 的判断。

● 消费短期扰动，中期依然是中流砥柱

7 月社零同比 7.6%，较上月回落 2.2 个百分点，主因是汽车、房地产和油价三重拖累。国五清库透支部分购车需求，导致 7 月汽车消费增速重回负区间。受房地产降温影响，房地产后周期消费如家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类也有不同程度回落；受国际油价明显低于去年同期影响，石油及制品类消费过去三年来首次录得负增长（-1.1%）。但这些因素更多属短期因素，中期看消费仍将是经济增长的重要支撑。

● 全球经济进入多事之秋，警惕海外风险进一步发酵

近期美国、英国、加拿大、墨西哥等多个经济体就业出现恶化。为减少关税对美国经济的冲击，特朗普推迟部分 3000 亿商品（接近 60%）加征关税至 12 月 15 日。9 月中美谈判按计划将在美国举行。9 月中旬，欧央行和美联储先后公布利率决议。中国货币政策坚持“以我为主、兼顾国际”，短期有定力，中期有空间。我们维持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”策略，利率债未来空间依然广阔，中期内国债收益率突破 2016 年低点是大概率事件。

● 风险提示：

全球贸易不确定性仍高，各大央行鸽派不足。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

8月14日，国家统计局公布中国7月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值当月同比 4.8%，预期 5.8%，前值 6.3%；
- (2) 社会消费品零售总额当月同比 7.6%，预期 8.4%，前值 9.8%；
- (3) 固定资产投资累计同比 5.7%，预期 5.8%，前值 5.8%；
- (4) 制造业投资累计同比 3.3%，比上月回升 0.3 个百分点；
- (5) 房地产开发投资累计同比 10.6%，比上月回落 0.3 个百分点；
- (6) 基础设施建设投资（不含电力）累计同比 3.8%，比上月回落 0.3 个百分点。

一、工业生产超预期下滑，验证 PMI 生产指数“虚高”

我们的“生产虚高”判断得到验证。7月规模以上工业增加值当月同比 4.8%，大幅低于市场普遍预期的 5.8%，较上月回落 1.5 个百分点，创年内春节月份以外新低。其中，制造业增速为 4.5%，较上月回落 1.7 个百分点，构成主要拖累因素。然而两周前发布的 7 月 PMI 生产指数为 52.1%，比 6 月回升 0.8 个百分点，为连续四月下滑后的首次反弹。两者一升一降构成明显背离。当时我们细究 PMI 数据间关系后发现，PMI 存在“四大背离”，即生产与价差背离、生产与需求背离、生产与库存背离、小型企业生产与其他各项指标背离，据此我们判断 PMI 生产指数可能虚高，如今获得完全验证。

图 1：工业增加值环比增速为 2011 年来最低



资料来源：Wind，民生证券研究院

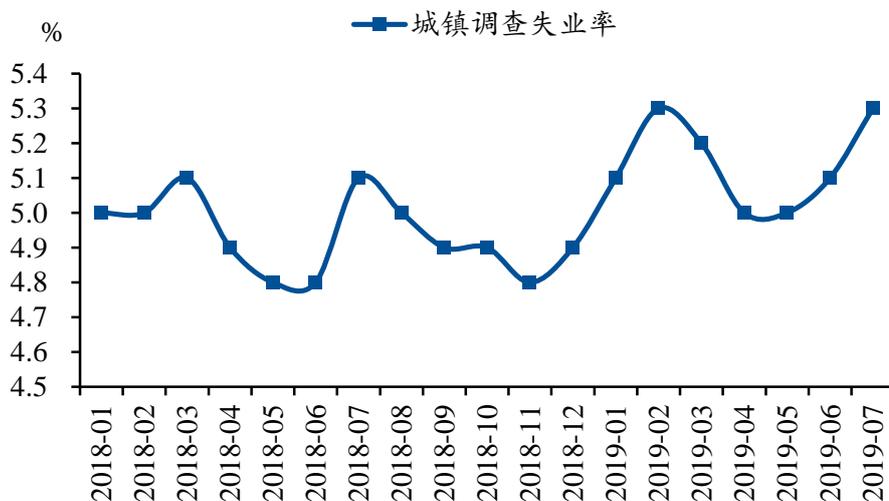
工业增加值环比增速创新低，波动主要来自东部地区。7月工业增加值同比增速下滑，与7月发电耗煤和高炉开工率等高频数据一致。7月底8月初开始高频数据显示生产小幅回暖，预计8月工业生产将有所改善。7月工业增加值环比增速为有数据以来最低，仅为 0.19%（图 1）。分地区来看，东部落滑最多，较 6 月下滑 3.1 个百分点，中部、西部和东

北分别下滑 1.3、0.8 和 1.4 个百分点。东部地区的工业生产多与贸易出口有关，波动较大应是受到贸易摩擦影响。贸易不确定性会打击工业生产者的积极性并逐渐在数据中体现出来。

二、制造业投资有亮点，房地产投资有韧性

制造业投资逆势回升，稳制造业就是稳就业。7 月制造业投资累计同比增速为 3.3%，较前值回升 0.3 个百分点，连续第 3 个月回升。制造业转型升级稳步进行，专用设备制造、医药制造、计算机通信等行业增速继续处于高位。虽然服务业已成为吸纳就业的最大引擎，但保持制造业就业稳定仍是当下稳就业的关键，特别是在全球贸易不确定性仍高的背景下。7 月失业率为 5.3%，较上月上升 0.2 个百分点，与 2 月份高点持平（图 2）。考虑到我国劳动力人口基数较大，少许变动都为下半年就业形势添加难度。我们初步判断制造业投资回升与产业转型持续推进和环保投资再度发力有关，年内或呈现低位企稳格局。

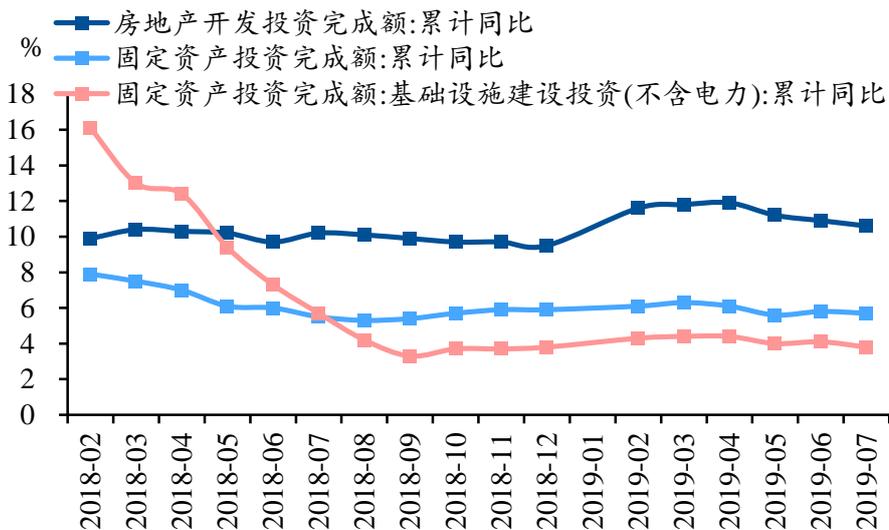
图 2：失业率连续两月回升，与 2 月份高点持平



资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资韧性体现，高施工为重要支撑。7 月房地产投资累计同比增速为 10.6%，较上月回落 0.3 个百分点，连续三个月下滑（图 3）。上半年房地产投资增速较高，主要与土地购置费增速仍高有关。今年以来土地成交价款增速处于较低水平，下半年，土地购置费对房地产投资拉动作用将逐渐减弱。7 月房屋施工面积增速较前值加快 0.2 个百分点至 9%。建安费用受施工面积影响，短期内难以出现大幅下降，对房地产投资增速起着支撑作用。我们中期展望报告判断，下半年房地产投资虽进入下行通道，但韧性犹存。在高施工支撑下，我们维持全年房地产投资增速高于名义 GDP 的判断。

图 3：房地产投资依然有韧性

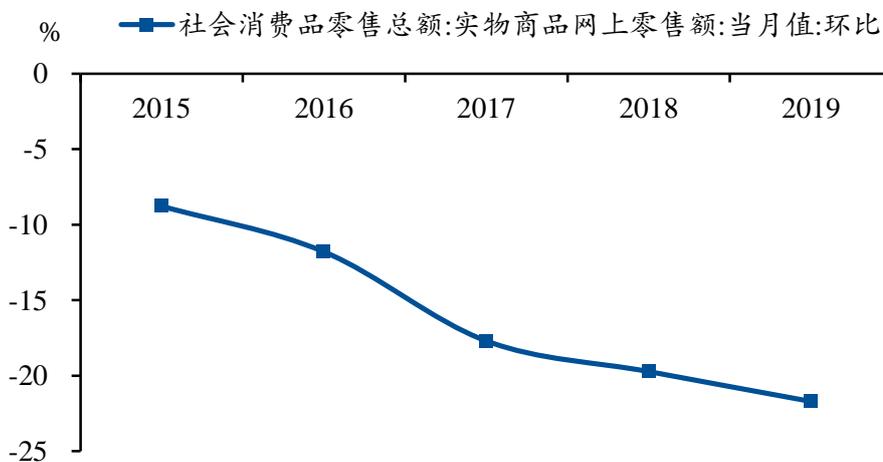


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、消费短期扰动，中期依然是中流砥柱

消费增速回落，主因汽车、房地产和油价三重拖累。7月当月社会消费品零售增速7.6%，较上月回落2.2个百分点。其中，主要拖累因素是汽车消费，当月汽车类消费增速负增长2.6%，源于6月“国五-国六”切换提前透支了部分购车需求。剔除汽车后，其他消费品零售增速为8.8%，回落幅度明显减小。除此以外，受房地产降温影响，房地产后周期消费如家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类也有不同程度回落；受国际油价明显低于去年同期影响，石油及制品类消费过去三年来首次录得负增长(-1.1%)。

图 4：7月网上商品零售环比增速创新低



资料来源：Wind，民生证券研究院

网上商品零售持续高增长。6月网上商品受京东“618”创记录的带动，在社会消费品零售总额的占比上升到历史最高值的19.6%。部分需求透支和7月缺乏线上促销节日，导致7月网上商品增速占比较6月回落0.2个百分点，但依旧高于去年同期2.1个百分点（图4）。8月苏宁“发烧节”的启动将继续推动网上商品零售增长，对8月整体消费有着稳定作用。

四、全球经济进入多事之秋，警惕海外风险进一步发酵

全球经济进入多事之秋，主要经济体货币政策继续宽松。近期，多个经济体就业出现恶化，美国失业率上升、英国失业率上升、加拿大失业率上升、墨西哥失业率上升……日前，美国宣布对中国3000亿加征10%关税分类处理，部分推迟至12月15日，避开感恩节和“黑色星期五”消费高峰期。我们根据USITC的2018年数据计算，推迟部分占比接近60%，仍有近40%将于9月1日落地。9月中旬，欧洲央行和美联储将先后决定货币政策。海外市场普遍预计两大央行都将降息。如果两大央行同时宽松，国内市场对央行放松的预期将再度大幅上升。

央行货币政策坚持“以我为主，兼顾国际”，短期内有定力，中期有空间。央行二季度货币政策执行报告继续强调把好货币供给总闸门，同时也强调运用好定向降准、TMLF等多种工具精准滴灌。随着美联储9月降息落地，央行政策空间进一步打开。我们预计三季度将针对中小银行实施一次定向降准，中期来看，随着全球降息潮不断推进和中国房地产逐渐软着陆，中国货币政策加大宽松力度，有必要有条件也有空间。我们维持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”策略，中期内国债收益率突破2016年低点是大概率事件。

风险提示：

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_10683

