

## 宏观经济

### 谨慎乐观（短期）

### 看好（中长期）

#### 市场数据（2019-09-25）

|     | 上证综指涨幅 |
|-----|--------|
| 近一周 | -1.01% |
| 近一月 | 2.00%  |
| 近三月 | -0.89% |

#### 股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

#### 研究员

张志刚  
执业证书编号：S0070519050001  
电话：010-83991712  
邮箱：zhangzg@grzq.com

#### 相关报告

《7月控房延续经济下行，政策对冲预期升温》20190823

《A股结构性行情将常态化，逐步加大新核心资产配置》20190816

《经济渐稳波动将趋小，政策托底刺激或留待明年》20190816

《汇率破7、美股暴跌，A股市场不宜过度悲观，密切关注政策对冲》20190806

## 美欧进入降息周期，国内或以结构性宽信用政策为主

——2019.9.26 宏观研究月报

### 投资要点

■ **8月经济数据连续下行，扩需求更显紧要。**1) 从经济需求端看，8月消费增速继续下滑，投资回落，进出口由正转负。展望四季度，消费和投资有望平稳，出口受关税升级的冲击，需求整体下行压力仍存。2) 生产端，出口承压致工业增加值继续放缓，需求不足背景下生产恢复幅度难超预期。3) 社融是经济领先指标，8月社融总量高于预期，企业中长期贷款增加。但后续地产受限，实体信贷需求不振，专项债扩容还需观察，9月后社融扩张压力犹存，更多宽信用政策措施仍待加码。4) 8月猪价涨幅超预期，后续CPI仍有上行压力，年底破3概率加大。PPI短期仍处下行通道，好转或等待年底。5) 8月PMI再度下探，制造业景气仍在低位徘徊，而全球主要经济体景气都已经处枯荣线以下。总的来看，经济仍需面对下行压力加大的现实，下半年控房政策延续的同时，稳信用扩需求更显紧要。

■ **货币政策仍有宽松可能，但重心或转向结构性宽信用。**1) 美欧重启宽松，但央行已表示“将保持定力，以我为主，不搞大水漫灌，降低实体成本”。2) 7、8两月经济数据连续下行，三季度预计增速越发接近政府目标下轨，货币政策仍有宽松必要。3) 但猪价飞涨推动CPI维持较高水平，年底或破3，若形成社会一致的通胀预期，会掣肘货币宽松力度。4) 从更长时间看，债务驱动经济增长模式下，货币宽松的性价比边际正加速下降，央行更强调疏通传导机制。5) 二季度以来中央对房地产政策定调收紧，房地产供给需求两端融资收紧。6月末贷款余额中29%为房地产贷款，而上半年9.67万亿新增贷款中约33%流向房地产领域，8月末央行也开始窗口指导压降地产开发贷存量规模。当下已进入央行结构性宽信用政策的观察期，由于房地产领域贷款政策收紧，而经济下行压力加大造成企业信贷需求也有所下降，结构转换期间信贷投放节奏或将继续稳步放缓，最终促资金流入实体并降低地产依赖的效果尚需跟踪观察。

■ **风险提示：**美股大跌；国内政策收紧；经济下台阶超出预期。

## 目 录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1. 8 月经济持续回落，扩需求更显紧要</b>      | <b>4</b>  |
| 1.1 消费下滑放缓，投资整体下行而地产韧性尚存         | 4         |
| 1.2 工业增加值持续下滑超预期                 | 7         |
| 1.3 社融数据全面好于预期，结构好转，宽信用仍待发力      | 8         |
| 1.4 CPI 或仍有上行压力，PPI 预计继续缓慢下行     | 9         |
| 1.5 8 月 PMI 再度下探，经济景气尚在低位徘徊      | 11        |
| 1.6 重点行业：8 月地产、手机、空调销售回暖，汽车销售下行  | 13        |
| <b>2. 货币政策仍有宽松可能，但重心或转向结构宽信用</b> | <b>13</b> |
| 2.1 国内经济下行趋近政府目标下轨，货币政策有再宽松必要    | 14        |
| 2.2 猪价大涨 CPI 或破 3，对货币宽松形成一定掣肘    | 16        |
| 2.3 货币总量宽松性价比边际下降，央行疏通传导机制       | 17        |
| 2.4 央行未来或将以结构性宽信用政策为主导           | 19        |

## 插图目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 1 8 月社零增速继续下探，但降幅明显放缓                          | 4  |
| 图 2 汽车、金银珠宝、石油及其制品等增速环比回落明显                      | 4  |
| 图 3 扣除汽车后的社零增速已从低位回升                             | 5  |
| 图 4 短期汽车销售数据反复，但后续同比数据有望好转                       | 5  |
| 图 5 投资整体增速平稳，但基建回升、地产下降显示政策结构调整逐渐发酵              | 5  |
| 图 6 地产政策对新开工数据等的影响逐步显现                           | 6  |
| 图 7 8 月土地购置数据略有好转，但新开工连续回落                       | 6  |
| 图 8 8 月出口数据回暖，好于预期                               | 7  |
| 图 9 8 月对美出口金额增速再下行，进口增速小幅回升                      | 7  |
| 图 10 采矿业拖累工业增加值，汽车回暖但难抵普遍下行                      | 8  |
| 图 11 9 月至今周耗煤数据同比较 8 月好转，但需求不旺                   | 8  |
| 图 12 8 月社融、贷款、货币供应量全面好于预期                        | 9  |
| 图 13 信贷和专项债都在收缩，表外融资基数效应下好转                      | 9  |
| 图 14 8 月信贷结构改善，企业中长期投资信心有所恢复                     | 9  |
| 图 15 8 月 BCI 企业融资环境指数下行趋缓                        | 9  |
| 图 16 8 月食品仍然是拉动 CPI 上行主动力                        | 10 |
| 图 17 8 月猪价飞涨超预期，9 月目前同比涨幅仍处高位                    | 10 |
| 图 18 能繁母猪和生猪存栏环比下降幅度再创新高，猪肉供给缺口仍较大               | 10 |
| 图 19 布油同比降幅扩大，CRB 工业稍有好转，经济下行背景下 PPI 仍面临下行压力     | 11 |
| 图 20 PMI 再度下探，出口订单略暖但新订单指数下降，需求不足，景气仍低位徘徊        | 12 |
| 图 21 全球主要经济体制造业景气全部处于枯荣线以下                       | 12 |
| 图 22 8 月以来 30 城市地产销售面积走软，而全国回暖                   | 13 |
| 图 23 8 月汽车销售放缓，手机回暖，空调销售增速转正                     | 13 |
| 图 26 央行总是在 GDP 增速接近或者低于目标之时宽松                    | 15 |
| 图 27 M2 和社融增速要与 GDP 名义增速相匹配                      | 15 |
| 图 24 2008 年以来我国央行已实施 4 轮货币宽松                     | 16 |
| 图 24 CPI 也是央行货币政策的重要目标                           | 17 |
| 图 24 今年一季度经济增速保持 6.4% 的水平，但实体部门总杠杆率提高了 5.13 个百分点 | 18 |
| 图 29 企业债券 YTM 下降迅速，贷款利率存在下调空间                    | 19 |
| 图 30 今年 6 月末房地产领域贷款余额占存量比重约 29%                  | 20 |
| 图 31 上半年 9.67 万亿信贷增量中约 33% 流向房地产领域               | 20 |
| 图 32 金融机构按基准利率上下浮分层占比情况显示融资贵这部分企业仍然占比不高          | 21 |
| 图 33 信贷投放 4 月以来增速逐步放缓                            | 21 |
| 图 34 经济下行压力加大，企业贷款需求也有所下滑                        | 21 |

## 1.8 月经济持续回落，扩需求更显紧要

### 1.1 消费下滑放缓，投资整体下行而地产韧性尚存

从经济需求的三驾马车来看，8月消费增速继续下行超出预期，投资放缓，出口增速由正再度转负。展望四季度，消费有汽车贡献增加的支持；投资虽要降低地产依赖，但政策托底，投资仍有望平稳；出口则仍面临全球经济下滑开始兑现和关税升级的冲击，需求整体下行压力仍大。

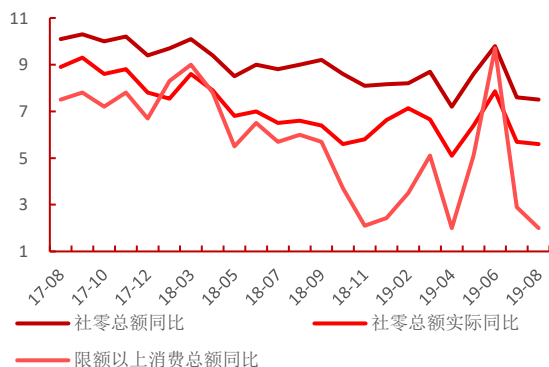
#### 1) 汽车持续低迷，致8月消费增速继续下滑，但后续趋势转好值得期待。

8月社零总额同比增长7.5%（环比降0.1pct），前值7.6%，社零实际增长5.6%（环比降0.1pct），增速继续下滑，并低于预期。消费数据趋势下降，但结合7、8两个月数据看，月际降幅有所收窄，1-8月社零同比增速8.2%，仅较1-7月增速环比下降0.1pct。

8月社零还是受汽车的负面拖累，下半年同比数据仍有望有所好转。社零总额中汽车类消费增速由7月-2.6%下降到8月-8.10%，由于汽车类在社零中占比约10%，若剔除汽车的影响，8月社零总额同比增长9.3%，环比上升0.5pct。尽管社零中汽车消费数据再度回落，但中汽协的行业数据是好于预期的：汽车8月产、销量分别环比增长8.27%和7.87%，同时统计局披露的汽车工业增加值开始反弹。尽管短期汽车数据或仍有反复，在前期去库存逐步完成的情况下，后续汽车行业将有望开始主动补库存，同时国家促进汽车消费政策陆续落地，四季度汽车销售同比数据的回暖是大概率。这也意味着四季度社零数据中枢将有望提高。

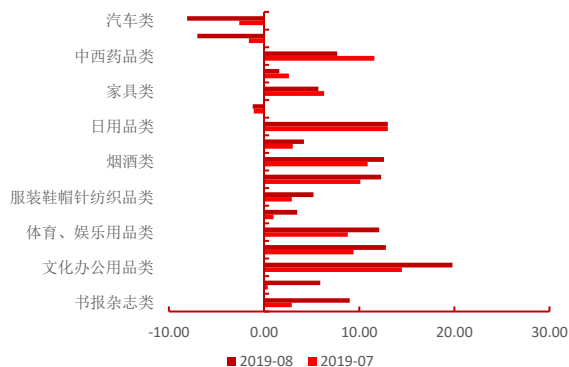
综合来看，8月社零增速低于预期，但扣除汽车后整体增速仍保持上升势头，同时后续汽车行业销售回暖概率仍然较大，四季度社零同比增速有望好转，对未来消费数据仍持较为乐观的态度。

图1 8月社零增速继续下探，但降幅明显放缓



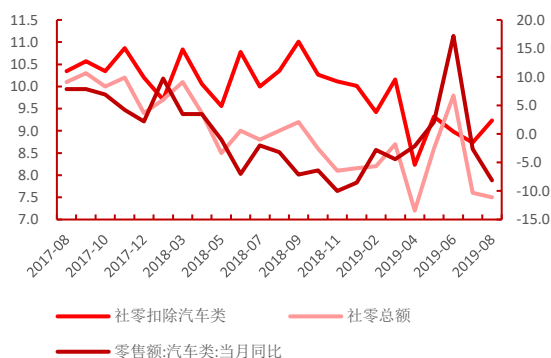
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图2 汽车、金银珠宝、石油及其制品等增速环比回落明显



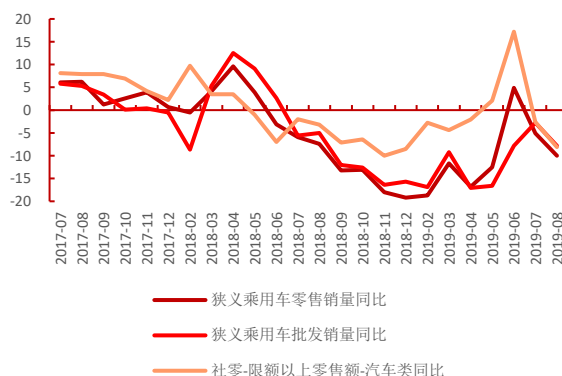
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3 扣除汽车后的社零增速已从低位回升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 短期汽车销售数据反复, 但后续同比数据有望好转



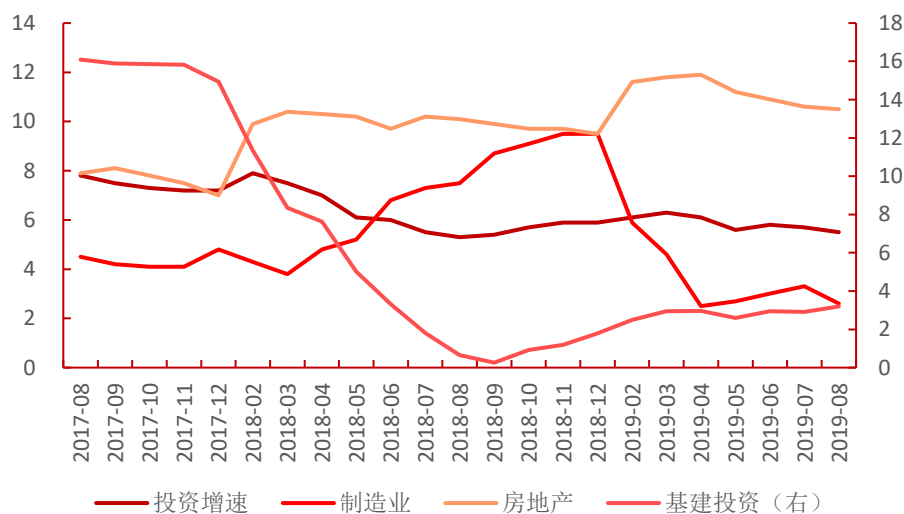
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

## 2) 整体投资数据放缓, 地产投资缓慢下行显示政策调结构效果。

1-8 月固定资产投资同比增长 5.5%（环比降 0.2pct），其中 8 月单月同比增 4.17%（环比降 0.93pct）。结构上看，基建投资微升，制造业和地产投资微降。

1-8 月制造业投资增 2.6%（环比降 0.5pct），结束了连续三个月上升，增速略低于预期。分行业看，主要是农副食品、纺织、化工、橡胶、钢铁等行业投资增速回落较多。由于当前经济景气下行，工业企业利润仍处于负增长状态，加上关税不断升级，出口链条面对的不确定性仍大，企业整体仍处于主动去库的状态中，扩产意愿明显不足。尽管二季度以来有减税降费政策落地支持，制造业投资 4-7 月连续回暖，但持续上升动力不足，后续预计保持低位波动。

图 5 投资整体增速平稳, 但基建回升、地产下降显示政策结构调整逐渐发酵

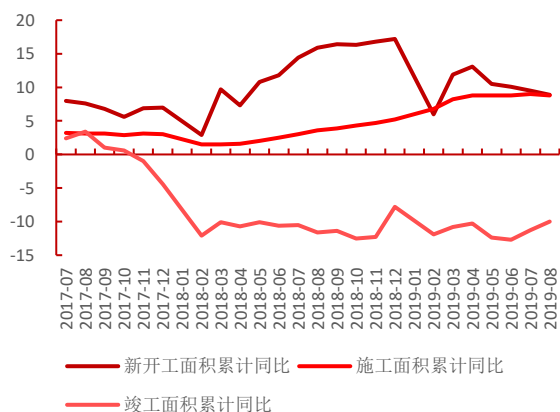


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

专项债资金效果渐显，政策支持加码，基建投资有望继续回升。广义基建1-8月同比增长3.2%(环比升0.3pct)，狭义基建同比增4.2%(环比升0.4pct)。基建投资增速好转与专项债资金逐步到位，效果开始显现有关。同时三季度经济下行压力加大，政治局会议基调也转向稳增长，基建对冲力度逐步加大。9月本年度地方债新增额度即将发行完毕，当前中央为加大基建投资支持力度，已经提前下达明年专项债部分新增额度，后续将对基建投资继续产生支撑，但还需关注具体发行规模和时点。

地产开发投资缓缓而降，韧性仍好于预期。1-8月房地产开发投资增长10.5%(环比降0.1pct)，下滑幅度较上期仍在缩小，其中8月单月增9.88%(环比升0.9pct)。令人意外的是地产销售数据加速上行，8月全国商品房销售面积同比增4.43%(较前值提高2.71pct)，而同期住建部30城市销售面积下降9.43%，也就是说低线城市成交回暖带动，棚改或仍是主要支撑，地产商加快销售回笼资金也是动力。虽然8月土地购置面积增速有所回暖，但从新开工和竣工看，新开工面积增速连续4个月回落，竣工加快，同时考虑房企融资趋紧，且前期增速主要受施工进度加快带动，短期政策打压态势保持定力难有放缓，地产投资预计后续仍将呈现缓慢下行趋势。

图6 地产政策对新开工数据等的影响逐步显现



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图7 8月土地购置数据略有好转，但新开工连续回落



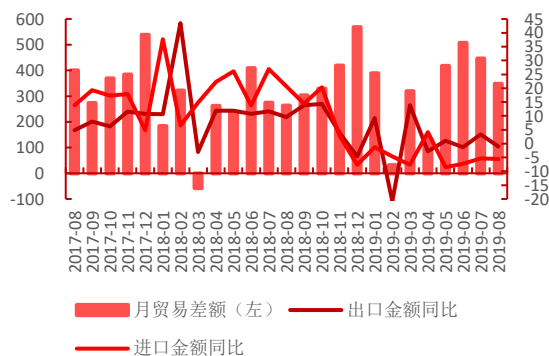
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 3) 全球需求疲软叠加关税升级，出口数据由正转负

海关数据显示，我国8月出口金额(按美元计)同比增-1%(环比降4.3pct)，进口金额同比增-5.6%(环比降0.3pct)；而1-8月累计出口金额增0.4%(环比降0.2pct)，进口金额增-4.6%(环比降0.2pct)。自5月10日美国针对2000亿美元进口中国商品关税由10%提高到25%后，6月进出口增速都出现一定程度下降，但随着6/28 G20会晤后贸易谈判恢复，7月出口数据反弹超出预期，抢出口效应再现，但8月关税战再掀波澜，8月份出口同比增速再次由正转负，进口下降幅度缓慢扩大。9月中美双方互相释放善意，为10月举行的第13轮

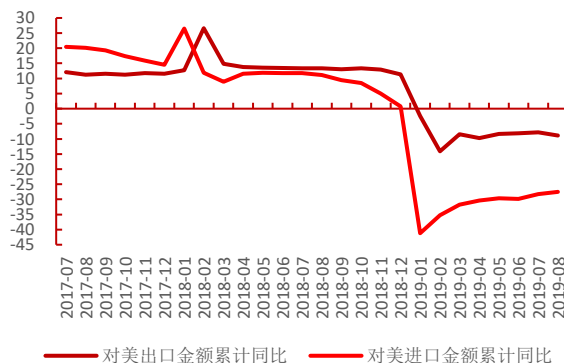
经贸高级别磋商营造积极氛围。但贸易谈判是长期的过程，其中必有反复出现，关税升级和全球贸易不确定性增加背景下，后续出口产业链仍然面临较大压力。

图 8 8 月出口数据回暖，好于预期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 8 月对美出口金额增速再下行，进口增速小幅回升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 1.2 工业增加值持续下滑超预期

生产端，出口承压致工业增加值继续放缓，但汽车好转值得关注。

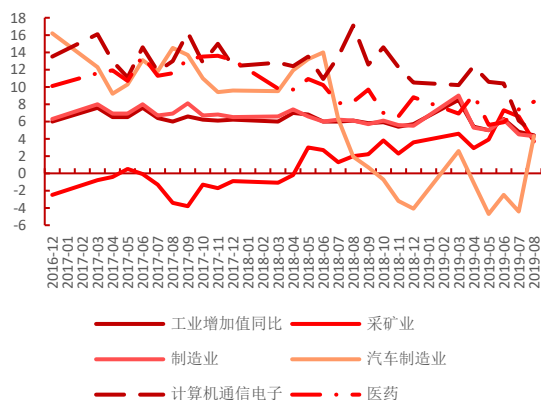
8 月工业增加值增长 4.4%（环比降 0.4pct），增速创下 2 月以来的新低，生产端连续两个月低于预期，表明工业企业整体主动去库存的状态仍未有明显改变。

汽车生产提速，但难以弥补多个行业景气普遍回落。三大类工业全面回落，采矿业增加值增 3.7%（较前值下降 2.9pct），电热燃水增 5.9%（较前值下降 1pct），而最重要的制造业相对平稳，增加值增 4.3%（较前值回落 0.2pct）。就目前公布的更细分行业类别看，仅 5 个行业生产增速是环比好转的，包括黑色冶炼加工的增加值由 7 月的 10.0% 提高到 8 月的 10.4%，汽车由 -4.4% 提高到 4.3%，电气机械由 7.6% 提高到 10.0%，医药由 7 月的 7.4% 提高到 8 月的 8.3%；而其他如食品、纺织、化工、有色、金属、计算机通信电子、铁路船舶航天等行业的增速都有不同程度的放缓。这种普遍回落很可能受 8 月关税再度升级的影响，出口产业链预期都趋于谨慎，毕竟 8 月工业企业出口交货值同比下降 4.3%，增速创 2015 年以来新低，而后续预计仍将面临下行压力。此外值得关注的是，代表经济转型的高技术产业的增加值增速也由 6.6% 下降到 6.1%，计算机通信电子更为明显。可喜的是，8 月汽车生产的好转预计后续有望持续，下游汽车零售环比正逐渐改善，同时渠道加库存也正在持续。

展望 9 月，应该说工业生产预期还是转好的。一方面，工业增加值 8 月环比季调增速为 0.32%，较前值提高 0.13pct，表明生产正走出低谷。另一方面，高频数据依然呈现环比改善趋势，9 月前两周 6 大发电集团周耗煤数据分别同

比增长-2.29%、17.88%，水泥、螺纹价格也转涨，高炉开工率维持平稳。但在需求不佳的背景下，工业生产回暖幅度也很难超预期。

图 10 采矿业拖累工业增加值，汽车回暖但难抵普遍下行



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 11 9 月至今周耗煤数据同比较 8 月好转，但需求不旺



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 1.3 社融数据全面好于预期，结构好转，宽信用仍待发力

央行披露 8 月社融等相关数据，8 月新增社融约 1.98 万亿，新增人民币贷款 1.3 万亿，社融存量同比增长 10.7%（与前值持平），人民币贷款存量同比增长 12.6%（环比降 0.1pct）。M2 同比增 8.2%（环比升 0.1pct），M1 同比增 3.4%（环比升 0.3pct）。数据全面好于预期。

8 月社融总量扩张平稳，主要得益于表外融资收缩的好转，而人民币贷款仍然乏力，表内外融资态势再度分化；地方政府专项债发行已过高峰，影响渐消。今年初以来专项债发行大幅前置，3 月后存量增速一直保持在 40%以上，8 月末同比增 43.1%（较前值下降 4.4pct），但去年 8-9 月基数较高，尤其 9 月预计增速将明显下降，四季度若有新额度发行落地则贡献有望再度恢复，否则

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\\_9895](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9895)

