

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

经济惯性下行, 货币定力暂缓短期降息

——宏观月报

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019年09月26日

相关研究

- 1 《宏观报告: 人民币破7, 汇率稳定长期趋势不变-宏观专题》 2019-08-09
- 2 《宏观报告: 7月PMI 弱势修复, 下半年经济下行压力加大-宏观点评》 2019-08-05
- 3 《宏观报告: 7月PMI 弱势修复, 需求指数仍位于荣枯线以下-宏观点评》 2019-08-05
- 4 《宏观报告: 减税降费激发活力, 呵护经济平稳运行-宏观月度》 2019-07-25
- 5 《宏观报告: 多维政策托底经济, 逆周期调节对冲下行压力-宏观半年度》 2019-06-21

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

- 统计局数据显示: 8月投资累计增速5.5%(前值5.7%), 其中: 地产10.5%(前值10.6%); 基建3.19%(前值2.91%); 制造业2.6%(3.3%)。消费同比增7.5%(前值7.6%)。工业增加值4.4%(前值4.8%)。
- 8月当月CPI同比增速2.8%(前值2.8%); PPI增速为-0.8%(前值-0.3%); 剔除能源和食品项的核心CPI为1.5%(前值1.6%)。
- 8月金融数据显示: 新增人民币贷款12100亿元(前值10600亿); 社会融资规模增量19800亿元, 前值10112亿元; 8月M2同比8.2%, 前值8.1%。

点评:

- 央行行长易刚表态: 不急于做出比较大的降准或量化宽松举措, 中国货币政策取向应当是以我为主, 货币政策应当保持定力, 坚持稳健的取向和加强逆周期调节, 坚决不搞大水漫灌。
- 物价数据中, CPI与PPI剪刀差走扩, 主要原因在于: 一是, 食品项带动CPI增至2.8%, 鲜菜、鲜果价格增速放缓, 猪肉价格持续高增是主要支撑; 二是生资价格跌幅扩大叠加翘尾因素减弱, PPI加快下跌; 三是剔除食品项和能源后的核心CPI回落至1.5%(前值1.6%), 与经济下行逻辑一致, 即: 需求没有改善, 猪瘟属外部冲击。
- 经济数据中, 三架马车失速, 消费增速受汽车销售走弱拖累, 回落0.1个百分点; 投资增速的分项中仅基建投资上行, 但孤木难支; 出口增速转负, 贸易环境依然严峻, 中美关系边打边谈步入相持阶段。工业增加值快速下滑至近年来低点4.4%(前值4.8%)
- 外部环境: 中美谈判一波三折, 特朗普在联大发言再次抨击全球化鼓吹对中国贸易战的必要性。中东局势紧张, 美国指责伊朗并加强封锁和制裁。
- 内部环境: 政策频繁出台兜底经济, 供给侧改革和扩内需同等重要, 降准落地配合逆回购操作, 释放增量资金缓解信贷瓶颈。

风险提示: 中美贸易战升级; 内需持续走弱; 人民币汇率波动

内容目录

1. 8月食品项抬升，民生相关肉类价格引发关注	3
2. 经济失速，逆周期调节越发重要	4
3. 货币环境改善，金融数据超预期	6
4. 国内外环境	错误!未定义书签。
5. 总结	8

图表目录

图 1: 8月 CPI 食品分项同比持续高增	4
图 2: 8月鲜菜、鲜果增速延续回落，猪肉加快上涨	4
图 3: 7月农产品出口同比下滑	4
图 4: 8月交通通讯跌幅扩大，文娱、医疗保健增速居前	4
图 5: 8月生产资料价格增速回落	4
图 6: PPI 下行趋势挤压工业企业利润	4
图 7: 8月工业增加值延续回落	5
图 8: 消费增速放缓	5
图 9: 基建支撑但不改投资下滑趋势	5
图 10: 结构优化，高科技制造业改善	5
图 11: 进出口增速美元计回落	6
图 12: 贸易顺差收窄，增速回落	6
图 13: 8月短期贷款比重增大，中长期贷款增量小幅扩大	6
图 14: 8月居民短期贷款增量扩张，中长期贷款上涨	7
图 15: 8月企业短期贷款边际改善	7
图 16: 8月表外三项合计反弹支持社融改善	7
图 17: 8月社融受人民币信贷、企业债和表外支撑修复	7
图 18: 高炉开工率较上周平稳走弱	8
图 19: 上周发电量回落	8

1. 8月食品项抬升，民生相关肉类价格引发关注

首先，猪价上攻带动CPI上涨。8月CPI与PPI加大分化，核心CPI则进一步回落至1.5%，剔除食品项后，物价水平收缩无疑，需求不足对价格没有支撑，抑制产能释放和库存上升，主动去库周期特征愈加明显。食品分项中只有猪肉价格高增，生猪存栏大规模下降导致的供需失衡，造成了近期猪价的暴涨。今年1、2月非洲猪瘟导致生猪扑杀数量分别接近4万，疫情传染性强却没有疫苗，加速出栏并推迟补栏，导致半年之后的7-8月出栏开始明显减少，猪肉供给相对紧缺。

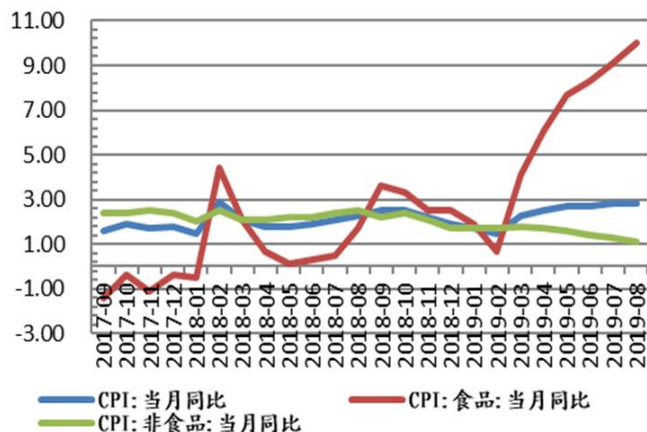
其次，从非食品项看，非食品价格同比小幅回0.2个百分点，报1.1%(前值1.3%)。8月国际油价震荡下行(8月布伦特油价回落59.25美元，前值64美元)，运输成本回落，抑制CPI上涨，8月交通工具燃料价格同比增速-10.2%(前值-9%)。此外，医疗保健、教育文化依然涨幅靠前，保持在2.0%以上，当前，非食品项价格弹性较食品项大，叠加交通燃料价格下降以及需求端持续走弱，预计9月非食品项或延续弱势，沙特油厂被炸短期冲击原油供给，对国内影响需观察复产时滞长短，不排除短暂成本输入的可能。

第三，8月PPI同比降至-0.8%，增速比上月回落0.5个百分点。从主要分项来看，生产资料价格增速也下行至-1.3%(前值-0.7%)。上游原材料价格修复调头转下，主动去库存特征更加明显。分行业来看，涨幅回落的有采掘业，上涨2.8%(前值3.2%)；原材料工业-3.5(前值-2.9%)；加工工业-0.8%(前值-0.2%)。剔除去年翘尾因素-0.21个百分点，新涨价影响为-0.59%。预计随着翘尾因素叠加补库意愿减弱，PPI增速仍有进一步回落的压力。

前八个月CPI抬升的主要动力来自猪肉价格上涨，肉类价格通过价格替代的方式在其它食品项间传导，这也造成经济下行中的“类通胀”，民生相关的消费价格上涨，一定程度上掣肘了货币政策的较大幅度宽松，这对扩大内需和逆周期调节都带来了政策阻力，因此中央高层通过加大肉类补贴24亿元，刺激生产养殖；加大力度从欧洲、巴西等国进口猪肉扩大进口供给；调动冷库鲜肉补充需求缺口等，三管齐下抑制肉价上涨，近日，央行行长表示，我们不跟随美联储加息步伐，不急于较大幅度的降息或量化宽松举措，也对稳定CPI预期产生关键作用，但对资本市场则带来宽松预期的回调。

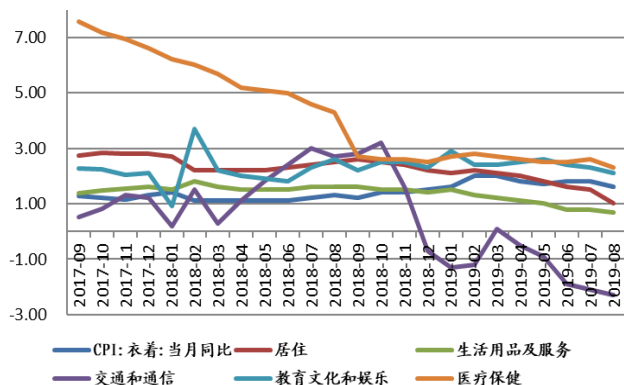
国庆节日临近，LPR1年期下调5个BP，对市场影响不大，5年期LPR保持在4.85%不变，主要考虑房贷利率对房价上涨的影响，同时为了保障满足跨季过节对资金的需求，通过OMO逆回购操作叠加前期降准，大概释放流动性8850亿净投放。货币政策工具的精确使用一定程度上替代了降息降准的使用频率和力度，符合央行“不大水漫灌”的政策思路，纠偏了市场对货币刺激的过度预期，货币政策的定力也因此彰显。

图 1: 8 月 CPI 食品分项同比持续高增



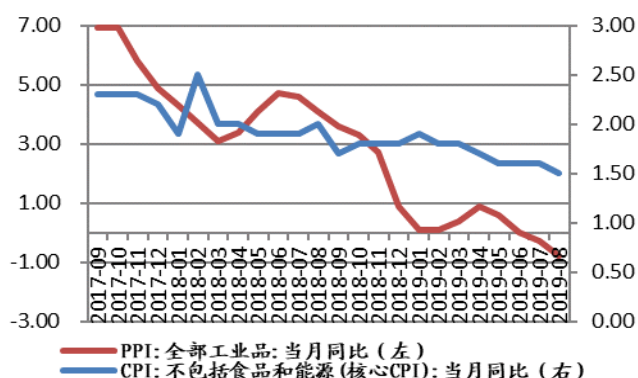
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 7 月农产品出口同比下滑



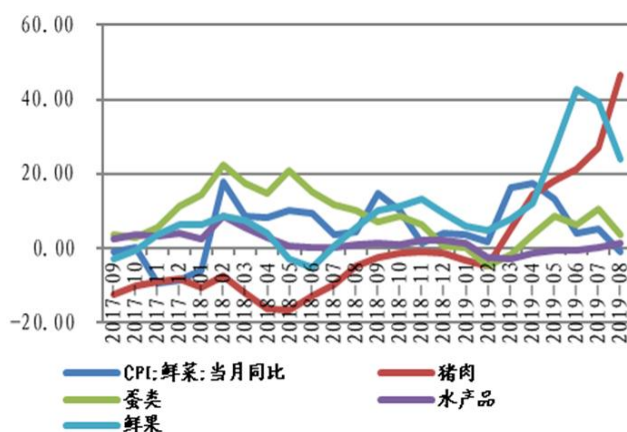
资料来源: 中原证券, wind 资讯

图 5: 8 月生产资料价格增速回落



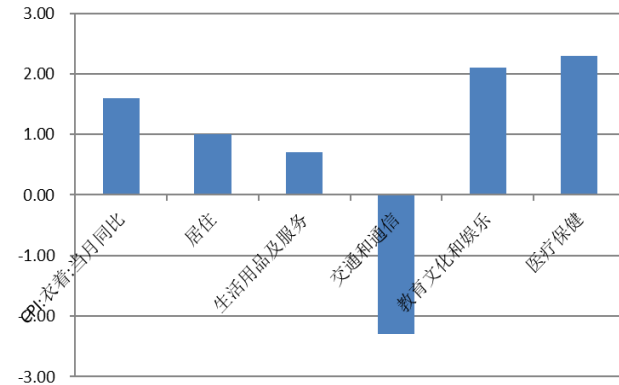
资料来源: 中原证券, wind

图 2: 8 月鲜菜、鲜果增速延续回落, 猪肉加快上涨



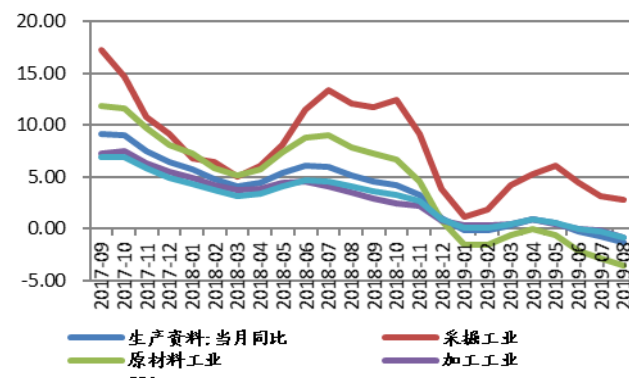
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 8 月交通通讯跌幅扩大, 文娱、医疗保健增速居前



资料来源: 中原证券, wind 资讯

图 6: PPI 下行趋势挤压工业企业利润

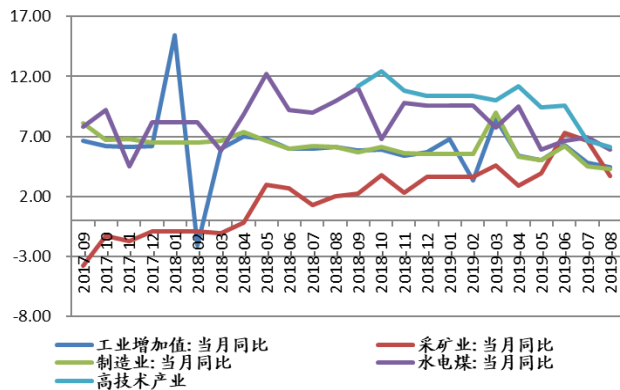


资料来源: 中原证券, wind

2. 经济失速, 逆周期调节越发重要

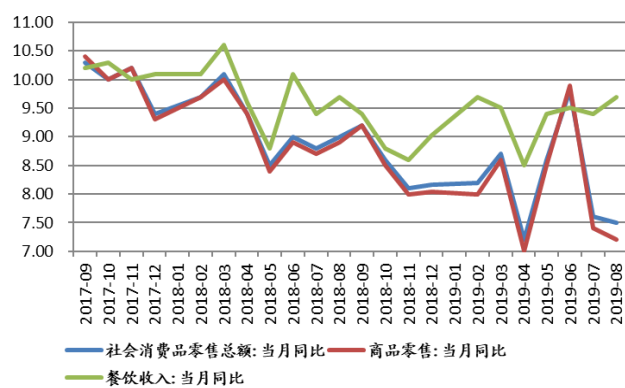
三架马车失速, 消费增速受汽车销售走弱拖累, 回落 0.1 个百分点; 投资增速的分项中仅基建投资上行, 但孤木难支; 出口增速转负, 贸易环境依然严峻, 中美关系边打边谈步入相持阶段。工业增加值快速下滑至近年来低点 4.4% (前值 4.8%)。

图 7：8 月工业增加值延续回落



资料来源：中原证券，wind

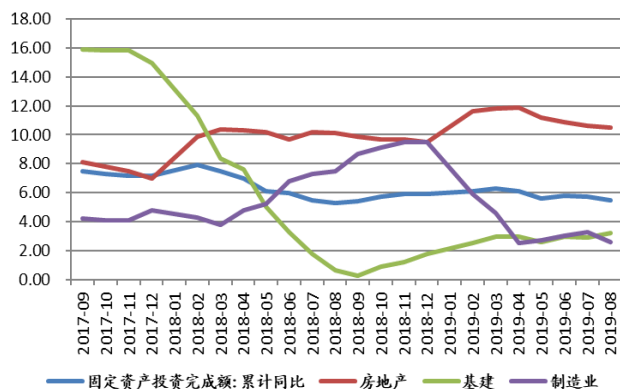
图 8：消费增速放缓



资料来源：中原证券，wind

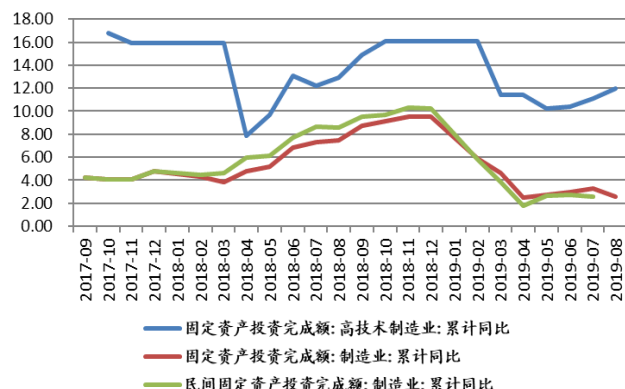
消费在 GDP 中的贡献度在 60% 以上，扩内需，首要在刺激消费，汽车消费占总消费贡献的 13%，9 月刺激政策出台：发改委联席《近期促进消费重点工作任务安排》；国务院办公厅《关于加快发展流通促进商业消费的意见》。汽车消费是重点支持领域，放宽或取消限购；9 月 16 日发改委印发《关于支持建设博鳌乐城国际医疗旅游先行区的实施方案》，支持旅游消费。此外，9 月在中秋和国庆节日消费效应的带动下有望修复。

图 9：基建支撑但不改投资下滑趋势



资料来源：中原证券，wind

图 10：结构优化，高科技制造业改善



资料来源：中原证券，wind

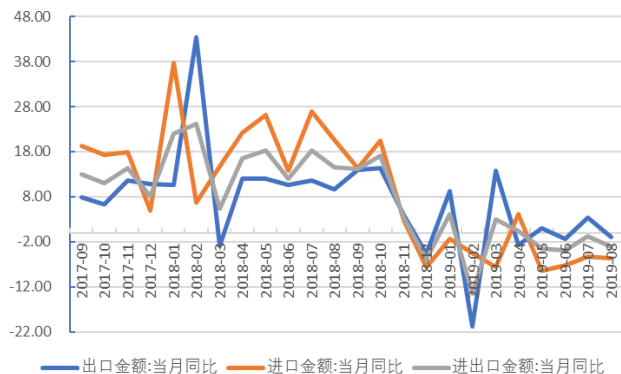
投资三大分项：地产 10.5%（前值 10.6%）；基建 3.19%（前值 2.91%）；制造业 2.6%（前值 3.3%）。投资增速下行的主因：一是民间投资尤其是民间制造业投资增速疲弱，避险情绪抑制投资意愿；二是信用渠道疏通有待到位，央行降准和 LPR 形成机制都意在降低实体融资成本，期待 9 月改善；三是地产增速放缓，地产调控无论从限购还是资金使用方面予以控制，地产投资增速稳中趋缓；四是基建兜底力度有限，四季度是建筑淡季，叠加前期积极财政发力，后续动能有限。

我国进出口总值 3947.7 亿美元,同比增长-3.2%。其中出口 2148.0 亿美元,同比增长-1.0%（前值 3.3%）;进口 1799.7 亿美元，同比增-5.6%（前值-5.3%）；出口增速转负，贸易环境依然严峻，中美关系边打边谈步入相持阶段，外贸增速乏力，顺差贡献减弱。

通过对上述三驾马车的分析，不难发现当前政策需要供给侧和需求端，两个方面同时抓，前者是经济内生动力的必要发展趋势；后者是兜底经济软着陆，保障其在合理区间的稳增长任

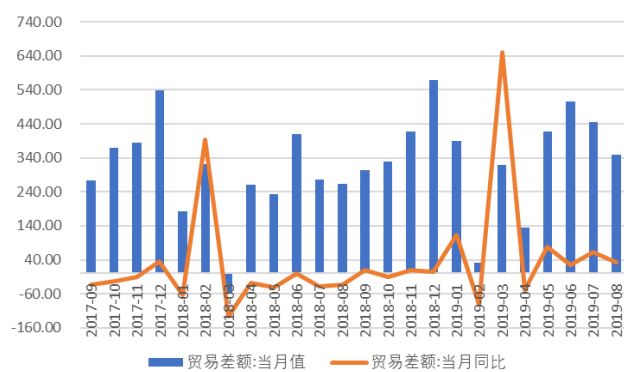
务要求。

图 11: 进出口增速美元计回落



资料来源：中原证券，wind

图 12: 贸易顺差收窄，增速回落



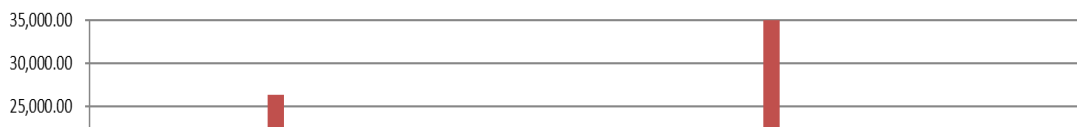
资料来源：中原证券，wind

3. 货币环境改善，金融数据超预期

8 月社融新增 1.98 万亿，社融增速 10.7%，较前值 1.01 万亿明显改善。结构上，8 月人民币贷款增加 12100 亿，同比少增 700 亿元。具体的：中长期信贷增 8611 亿元，其中：住户部门中长期贷款增加 4540 亿元依旧为信贷提供支撑。企业部门中长期贷款增速有所转好，8 月增 4285 亿元，同比环比均小幅上升。居民部门购房需求依然是中长期信贷的重要支撑。

短期信贷上看，企业短期信贷 8 月小降 355 亿元，增速同比环比均有改善，居民部门短期信贷增 1998 亿元，环比多增同比仍显不足，从居民短贷来看，8 月消费依旧可能承压。票据融资 8 月增 2426 亿元，同比依旧减少；票据融资少增反应商业活动强度依旧不高。

图 13: 8 月短期贷款比重增大，中长期贷款增量小幅扩大



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_9906

