



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

8 月中国经济下行压力进一步加大

2019 年 9 月 16 日

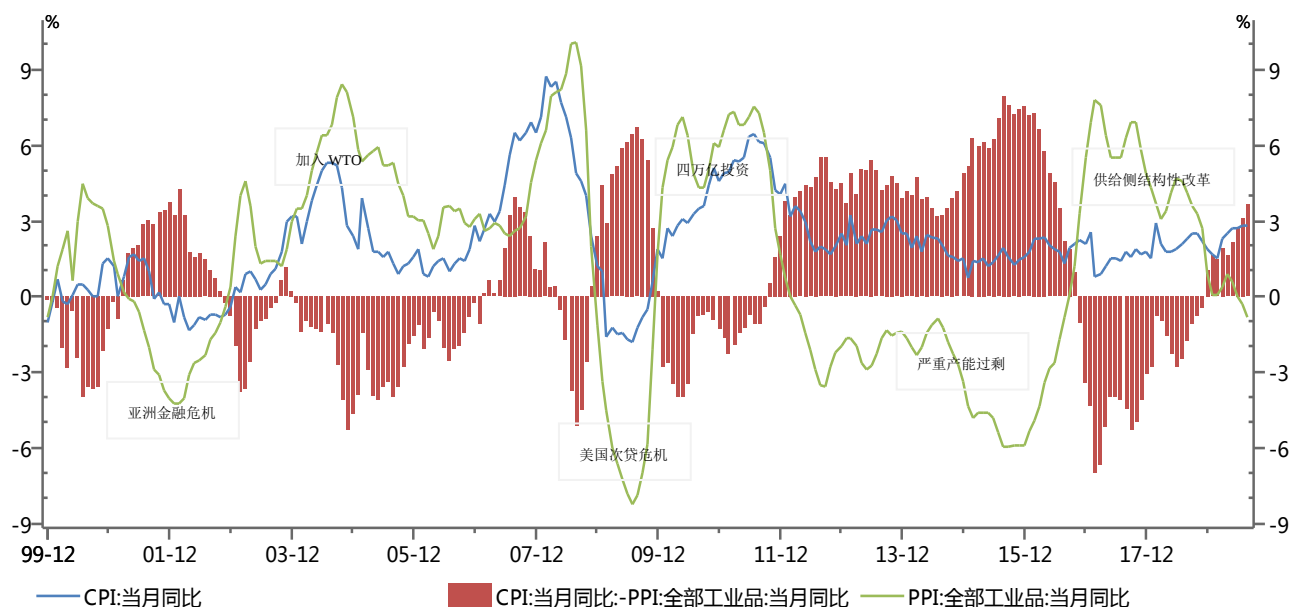
摘要:

- 历史上 PPI 同比为负的时期,皆为经济尤其是工业生产较为困难的时期,原因在于工业品出厂价格的下滑,一方面会使工业增加值在价格上有所下降;另一方面由于价格下滑使工业生产积极性受到影响,同时使产量也出现下滑。
- 从 2001 年以来 PPI 为负的三次情况看,前两次主要受到外部环境的影响,而后一次主要是内部原因。那么,今年 PPI 同比转负的原因在于:一是受到世界经济下滑的影响,外部需求下滑;二是中美贸易战的影响,美国作为发达经济体中表现最好的国家,对中国大规模征税的影响正在显现;三是国内需求也出现了疲弱的迹象。
- 在经济调控领域,中国一向强调政策的逆周期调节。与 PPI 为负的前三次情况相比,有以下三方面的因素影响了财政和货币政策的逆周期调节的空间:一是控制房价成为放松货币政策的最大掣肘;二是宏观杠杆率在今年以来又有所上升,地方政府的负债压力较大;三鉴于物价前景不明朗,仍需要进一步观察,政策的放松也处于微调的范畴。
- 中国 9-11 月的经济走向更为重要,因为这三个月之后的 12 月要召开一年一度的经济工作会议,为明年的经济工作定调,也为下一年春节后召开的“两会”打下基础。从 PPI 去年同期环比看,9-11 月分别为 0.6、0.4 和-0.2,显然基数仍然较高, PPI 同比明显要下滑至-1%之下了。
- 在 PPI 同比进一步走弱的背景下,我们从历史经验中能得出以下启示:一是 PPI 同比持续时间较长,最短也有一年时间,从这一点看,目前 PPI 同比为负的情况则刚刚开始。二是除了美国次贷危机的冲击下中国反应过于迅速外,在 PPI 同比为负时间的各指标下滑都有一个过程,今年 7/8 月份的指标,虽然与历史平均值相比处于低位,但与历史最低值相比仍有距离。
- 8 月的工业生产、投资和消费等大部分经济数据,与 7 月相比又有不同程度的下滑,显示无论内需还是外需的疲弱状况没有改变,经济下行压力又进一步加大,而这种压力将持续到年度才会有转机,政策的逆周期调节力度或会加大。

一、从物价指数看经济总体运行状态

今年8月，中国CPI和PPI同比的走势进一步分化，CPI同比为2.8%，与上月持平，自5月以来一直维持在高位；而PPI同比则不断下滑，自6月转负以来，8月同比进一步下滑至-0.8%，比7月下降0.5个百分点。从图1中，我们可以看出，PPI同比为负的时期，皆为经济尤其是工业生产较为困难的时期，原因在于工业品出厂价格的下滑，一方面会使工业增加值在价格上有所下降；另一方面由于价格下滑使工业生产积极性受到影响，同时使产量也出现下滑。从2001年以来PPI为负的三次情况看，前两次主要受到外部环境的影响，而后一次主要是内部原因。那么，今年PPI同比转负的原因在于：一是受到世界经济下滑的影响，外部需求下滑；二是中美贸易战的影响，美国作为发达经济体中表现最好的国家，对中国大规模征税的影响正在显现；三是国内需求也出现了疲弱的迹象。

图1 从CPI与PPI同比对比看经济的总体状况



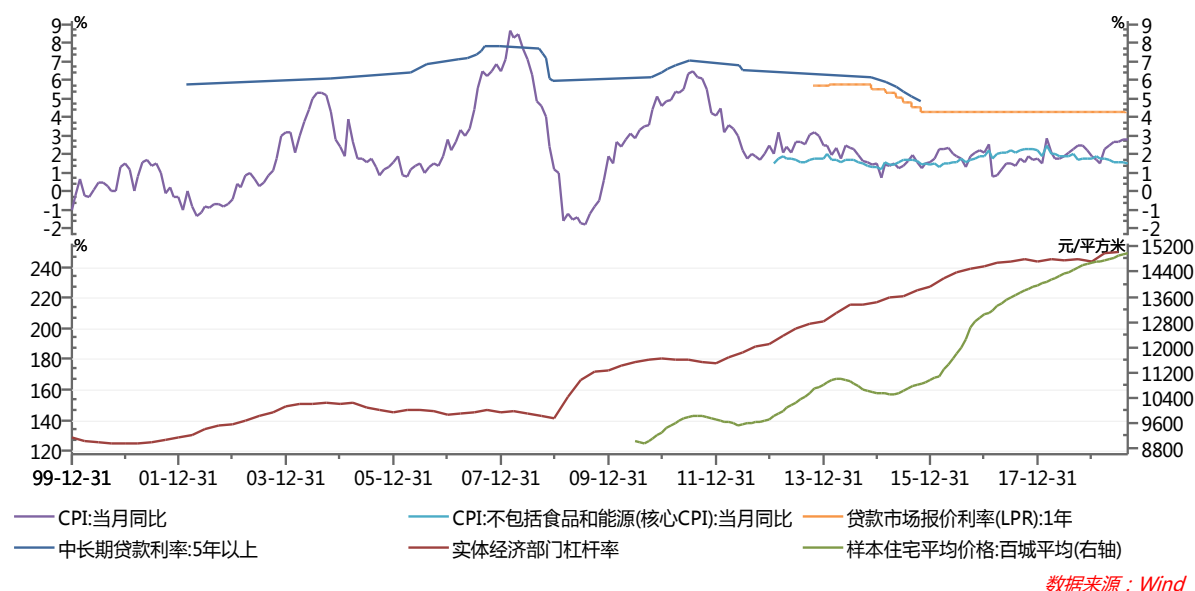
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

在经济调控领域，中国一向强调政策的逆周期调节。与PPI为负的前三次情况相比，有以下三方面的因素影响了财政和货币政策的逆周期调节的空间：一是房价处于十年来的高位，而且涨幅巨大，在加大开放力度的背景下，住房在国际环境下的重新估值会带来巨大风险，日本的前车之鉴尤其值得警惕，控制房价成为放松货币政策的最大掣肘。二是从财政政策看，中国的宏观杠杆率在今年以来又有所上升，年中达到249.5%，较年初上升5.8个百分点；其中政府杠杆率为38.5%，较年初上升1.5个百分点；虽然中国政府杠杆率远低于国际平均水平，但这中间并未包括地方政策的隐性负债和或有负债，因而处于低估状态，从目前实际情况看地方政府的财政状况普遍不佳，负债压力较大，有些甚至处于违约的边缘。三是从CPI同比看，目前2.8%的水平也处在14年的高位附近，而猪肉价格仍在上涨，受非洲猪瘟影响生猪存栏的恢复至少需要一年时间，中东地缘政治不稳也是油价走向不明；虽然扣除食品和油价的核心CPI有所下滑，但8月仍有1.5%，也处在合适水平。鉴于物价前景不明朗，

仍需要进一步观察，政策的放松也应处于微调的范畴。

图2 房价、负债和CPI同时影响财政和货币政策的放松空间



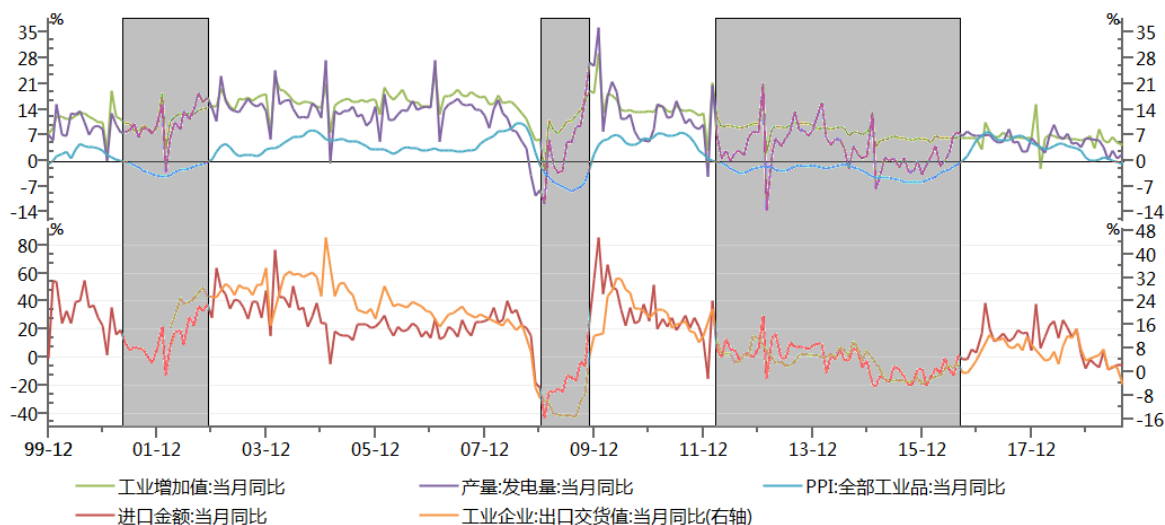
资料来源: WIND 第一创业整理

二、中国的9-11月的经济走向更为重要

中国9-11月的经济走向更为重要，因为这三个月之后的12月要召开一年一度的经济工作会议，为明年的经济工作定调，也有下一年春节后召开的“两会”打下基础的意思。从PPI去年同期环比看，9-11月分别为0.6、0.4和-0.2，显然基数仍然较高，PPI同比明显要下滑至-1%之下了。在PPI同比进一步走弱的背景下，我们从历史经验中能得出以下启示：一是PPI同比持续时间较长，最短也有一年时间，从这一点看，目前PPI同比为负的情况则刚刚开始。二是除了美国次贷危机的冲击下中国反应过于迅速外，在PPI同比为负时间的各指标下滑都有一个过程，今年7/8月份的指标，虽然与历史平均值相比处于低位，但与历史最低值相比仍有距离。

表1/图3 PPI同比为负区间内各指标的平均值/最低值与今年7/8月指标对比

PPI 同比为负的时间区间	持续时间(月)	进口金额:当月同比	工业增加值:当月同比	产量:发电量:当月同比	工业企业:出口交货值:当月同比	PPI:全部工业品:当月同比
2001.4-2002.11	15	13.91/-12.7	11.03/2.7	10.12/-3.2	23.58/15.2	-2.26/-4.2
2008.12-2009.11	12	-15.72/-43.1	10.11/-2.9	4.29/-11.8	-10.84/-15.4	-5.63/-8.2
2012.3-2016.8	56	-1.96/-20.6	8.05/2.2	3.47/-13.7	3.48/-4.3	-2.87/-5.9
2019.7-?	?	-5.3/-5.6	4.8/4.4	0.6/1.7	1.7/-4.3	-0.3/-0.8

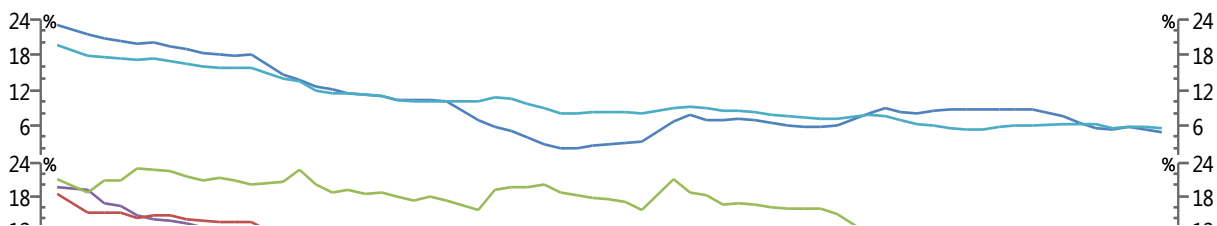


数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

而通过仔细分析, 8月指标与7月指标相比, 工业增加值下滑0.4个百分点至4.4%, 进口增速下滑0.3个百分点至-5.6%, 出口交货值下滑6个百分点至-4.3%, 显示工业生产的疲弱。从固定资产投资增速看, 8月为5.5%, 较7月下滑0.2个百分点; 其中, 民间固定资产投资下滑速度更快, 8月下滑了0.5个百分点至4.9%; 在三大构成看, 只有基础设施投资上升0.2个百分点至3.2%, 制造业投资下滑0.7个百分点至2.6%, 房地产投资下滑0.1个百分点至10.5%。从社消数据看, 8月社会消费品零售总额增速名义值为7.5%, 实际增速为5.6%, 均较7月下滑0.1个百分点, 这是自7月以来连续第二个月下滑。

图4 8月固定资产投资和社消增速继续下滑



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_9909

