

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”：国有土地使用权出让收入累计同比韧性十足》2019-09-18
2. 《首创证券宏观“茶”：4.40%是否是本轮下行周期的底部？》2019-09-17
3. 《首创证券宏观“茶”：8月出口增速再次承压》2019-09-16
4. 《首创证券宏观“茶”：8月新增信贷与新增社融同比改善有限》2019-09-16
5. 《首创证券宏观“茶”：9月20日央行大概率下调LPR报价》2019-09-11
6. 《首创证券宏观“茶”：降准背景下债券在大类资产配置中占优》2019-09-09
7. 《首创证券宏观“茶”：制造业PMI再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”》2019-09-05
8. 《首创证券宏观“茶”：政策重心转向“稳增长”，逆周期调节力度将加大》2019-09-05
9. 《首创证券宏观“茶”：工业企业利润总额累计同比大概率还将承压》2019-08-30
10. 《首创证券宏观海外一周纵览2019年第2期：美国Markit制造业PMI跌破荣枯线，预示全球经济增速还将面临较大压力》2019-08-27
11. 《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
12. 《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
13. 《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

主要观点：

- 虽然非制造业PMI小幅反弹，但是制造业PMI再次承压，其中，新订单中枢下移预示制造业PMI短期内大概率还将继续承压。新出口订单短暂反弹，而内需则进一步承压。生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力。主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，但是二者的剪刀差收窄。制造业中的小型企业就业压力依旧较大，是稳就业的“主要阵地”。
- 8月的4.4%大概率不是本轮下行周期的底部，3季度GDP增速大概率跌破6.2%。房地产投资继续保持两位数增长，依旧是固定资产投资的“顶梁柱”，预计后期缓步下行。基建投资增速小幅上行，但是上行空间预计有限。制造业投资增速再次承压，民间资本投资意愿趋弱。8月消费增速为2003年6月以来的次低值，汽车类零售额当月同比大幅下行是8月消费增速下行的主要拖累项。石油及制品类零售额以及房地产系零售额均对消费者增速形成拖累。
- 8月出口增速重返负增长，与进口增速均较前值下行。对东盟的出口增速与自东盟的进口增速双双上行是出口数据的一大亮点。主要资源品的进口数量增速上行，但是内需是否有改善尚待观察。高新技术产品与机电产品增速重回下行，是中美贸易摩擦的焦点所在。根据历史经验，2019年贸易顺差超过2018年依旧是大概率事件。
- “猪肉系”持续发力支撑CPI同比。PPI同比继续下探，预计9月还将继续下行。农副产品类PPIRM同比持续上扬，是8月PPIRM同比分项的唯一亮点。在降准降低商业银行资金成本的背景下，9月20日大概率下调LPR报价。8月工业企业利润总额累计同比大概率还将承压。
- 新增人民币贷款总量中规中矩，结构上有亮点。第一，居民户中长贷平稳增长。第二，企业中长期贷款稳中有升。非标融资改善支撑8月社会融资规模存量同比。M1同比与M2同比双双上行，基数效应有一定贡献。从同比看，8月金融数据改善程度有限。
- 8月公共财政支出当月同比年内首次滑至负值区间。9月主要税种当月同比大概率较前值下行。基建支出当月同比连续两个月位于负值区间。国有土地使用权出让收入累计同比韧性十足。
- 8月工业企业利润总额当月同比与累计同比均超预期上行，制造业利润总额累计同比上行是主因。8-12月私营工业企业利润增速大概率还将领跑各类型企业。在主动去库存背景下，预计债券与黄金在大类资产配置中依旧占优。在量价齐跌的情况下，3季度工业企业利润总额累计同比大概率继续承压。

目录

1 出口增速重回负增长，拖累经济数据超预期回落.....	4
1.1 制造业 PMI 再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”	4
1.2 4.40%是否是本轮下行周期的底部？	11
1.3 8月出口增速再次承压.....	20
1.4 9月20日央行大概率下调 LPR 报价.....	25
1.5 8月新增信贷与新增社融同比改善有限.....	31
1.6 国有土地使用权出让收入累计同比韧性十足.....	37
1.7 工业企业利润总额累计同比大概率还将承压.....	43
2 加大力度做好“六稳”工作，降准支持实体经济发展.....	51
2.1 扩大养老服务供给，稳定生猪生产和猪肉保供稳价.....	51
2.2 确保区域差异化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率水平基本稳定.....	52
2.3 金融支持实体经济、深化金融体制改革.....	52
2.4 加大力度做好“六稳”工作，加快专项债发行使用以带动有效投资.....	53
2.5 降准支持实体经济发展.....	54

图表目录

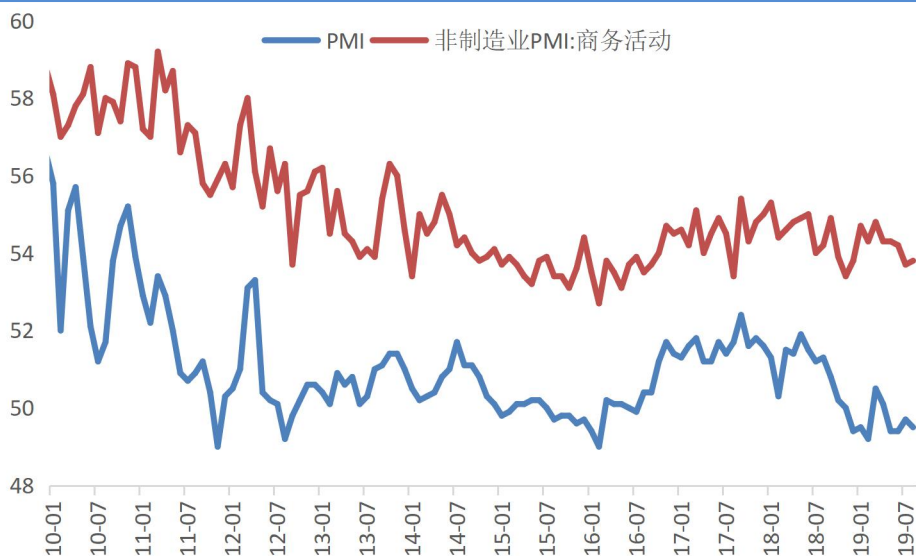
图 1：制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹（%）	4
图 2：建筑业 PMI 重返 60 以上的高位区间（%）	5
图 3：新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压（%）	6
图 4：新出口订单边际改善幅度较大（%）	7
图 5：8 月进口指数创近 6 个月新低（%）	8
图 6：生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力（%）	9
图 7：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，但是二者的剪刀差收窄（%）	10
图 8：制造业中的小型企业是稳就业的“主要阵地”（%）	11
图 9：8 月工业增加值当月同比是 1991 年以来剔除春节月份后的最低值（%）	12
图 10：8 月出口交货值当月同比负增长是工业增加值当月同比超预期下行的主因（%）	13
图 11：固定资产投资增速处于历史底部区间（%）	14
图 12：本年购置土地面积累计同比与本年土地成交价款累计同比出现回调（%）	15
图 13：国内贷款累计同比与个人按揭贷款累计同比保持较高增速（%）	15
图 14：8 月基建投资增速小幅上行（%）	17
图 15：8 月制造业投资增速再次承压（%）	18
图 16：8 月出口增速与进口增速均较前值下行（%）	21
图 17：对美国的出口增速环比下行，而自美国的进口增速环比上行（%）	22
图 18：对东盟的出口增速与自东盟的进口增速双双上行（%）	22
图 19：主要资源品的进口数量增速上行（%）	23
图 20：高新技术产品、机电产品是是美国对我国进行产业遏制的重点目标（%）	24
图 21：核心 CPI 同比不断下行侧面表明宏观经济需求疲弱（%）	26
图 22：“猪肉系”持续发力支撑 CPI 同比（%；%）	27
图 23：短期之内，能繁母猪和生猪存栏断崖式下跌依旧不可避免（%）	27
图 24：耐用消费品类 PPI 同比连续 7 个月录得负增长（%）	28
图 25：农副产品类 PPIRM 同比持续上扬（%）	29
图 26：8 月新增人民币贷款总量中规中矩（亿元）	32
图 27：居民户中长贷平稳增长（亿元）	33
图 28：企业中长期贷款稳中有升（亿元）	33
图 29：8 月社会融资规模存量同比 10.70%，持平于前值（亿元；%）	34
图 30：非标融资改善支撑 8 月社会融资规模存量同比（亿元）	35
图 31：M1 同比与 M2 同比双双上行，基数效应有一定贡献（%）	37
图 32：税收收入当月同比连续 4 个月运行在负值区间（%）	38
图 33：8 月公共财政支出当月同比年内首次滑至负值区间（%）	38
图 34：9 月主要税种当月同比大概率较前值下行（%）	40
图 35：交通运输当月同比创 12 个月新低（%）	41
图 36：国有土地使用权出让收入累计同比韧性十足（%）	43
图 37：7 月工业企业利润总额当月同比与累计同比均超预期上行（%）	44
图 38：制造业利润总额累计同比与工业企业利润总额走势一致（%）	45
图 39：制造业内部主导行业利润总额累计同比较前值上行（%）	46
图 40：私营工业企业利润增速领跑各类型企业（%）	47
图 41：私营企业盈利情况优于其他类型企业（百分点）	48
图 42：工业企业产成品存货累计同比处于下行通道之中（%）	49
图 43：核心 CPI 同比与 PPI 同比均处于下行通道当中（%）	49

1 出口增速重回负增长，拖累经济数据超预期回落

1.1 制造业PMI再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”

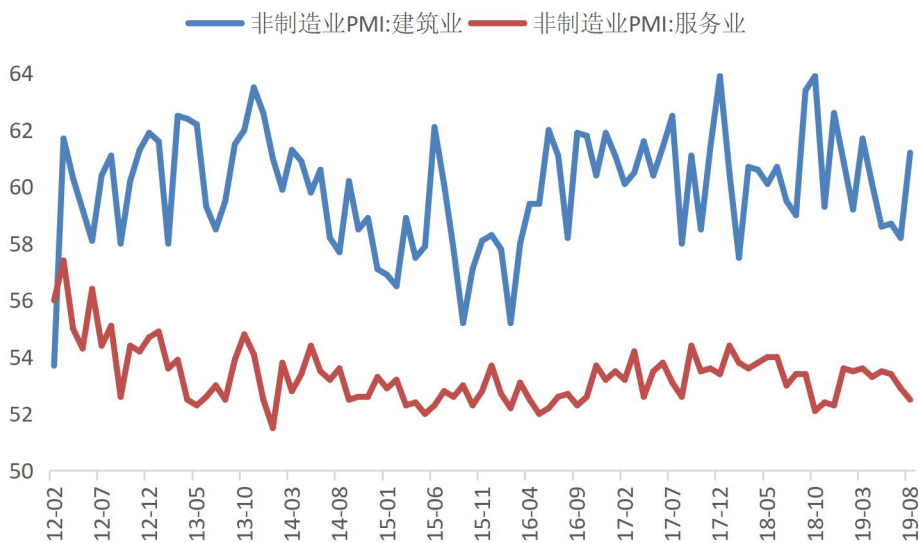
制造业PMI再次承压，非制造业PMI小幅反弹。8月制造业PMI为49.5，低于预期0.2个百分点，低于前值0.2个百分点，连续四个月运行在荣枯线之下，制造业收缩态势进一步得到确认。对于制造业PMI的走势，我们在8月1日点评中的判断是，短期之内制造业PMI大幅回升概率较低。在8月22日路透社问卷调查中我们给出的8月制造业PMI的预测值是49.6，目前看方向符合预期，幅度基本符合预期。8月制造业PMI低于去年同期1.8个百分点，在过往15年里的8月制造业PMI中，2019年位列倒数第3，仅高于2008年与2012年。值得注意的是，2008年8月制造业PMI处于低位是因为爆发美国次贷危机，而2012年8月制造业PMI处于低位是因为当年我国GDP增速破“8”。非制造业PMI连续4个月下行之后在8月出现小幅反弹。具体看，8月非制造业PMI为53.80，高于预期0.10个百分点，较前值上行0.10个百分点，低于去年同期0.40个百分点。在过往的13年里，2019年8月非制造业PMI位列倒数第5。其中，建筑业PMI为61.20，较前值上行3.0个百分点，重返60以上的高位区间；服务业PMI为52.50，较前值下行0.40个百分点，连续3个月累计下行1.0个百分点。

图 1：制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

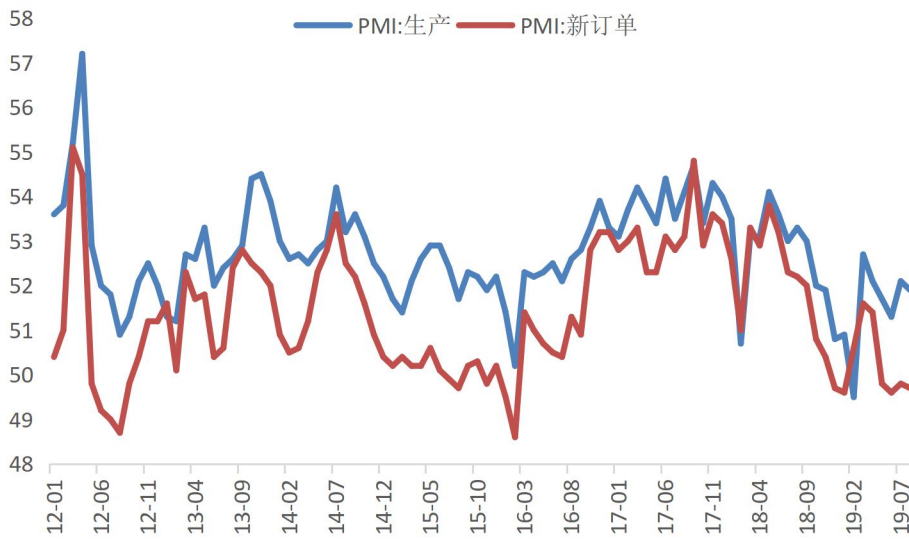
图 2：建筑业 PMI 重返 60 以上的高位区间 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

新订单中枢下移预示制造业PMI大概率还将继续承压。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49.70、51.90、46.90、50.30、47.50，分别较前值上行-0.10、-0.20、-0.20、0.20、-0.50个百分点。五个分项与前值相比4降1升，尤其是新订单与生产均较前值下行，表明宏观经济压力尚存。2019年以来新订单指数中枢下移，1-8月的均值为50.26，低于2018年同期2.4个百分点。作为先行指标中的“先行指标”，新订单指数中枢下移，意味着制造业PMI大概率还将继续承压。分企业规模看，大型、中型、小型企业的PMI分别为50.40、48.20、48.60，分别较前值上行-0.30、-0.50、0.40个百分点。其中，大型企业PMI虽然较前值下行，但是韧性犹存，依旧位于荣枯线之上；中型企业PMI延续下行趋势，目前在三大类型企业中垫底；小型企业虽然位于荣枯线之下，但是受益于减税降费等支持政策，反弹力度较大，与大型企业的走势出现收敛。

图 3：新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压（%）

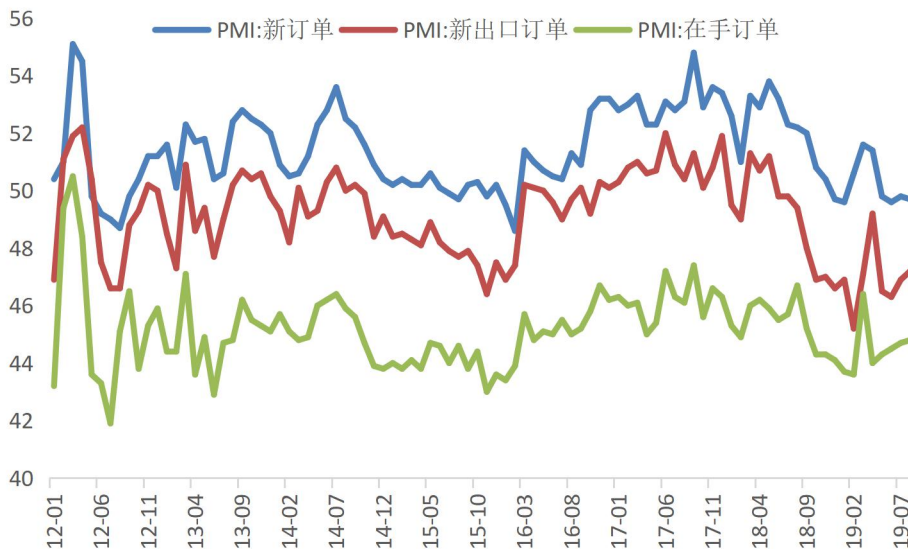


资料来源：wind，首创证券研发部

外需短暂反弹，而内需则进一步承压。新订单、新出口订单与在手订单分别为49.70、47.20、44.80，分别较前值上行-0.10、0.30、0.10个百分点。8月新出口订单边际改善幅度较大，可能的原因有以下三点：一是8月5日离岸与在岸人民币汇率双双破“7”，人民币汇率贬值利多出口；二是8月初特朗普宣布对我国3000亿美元商品加征关税，使得8月存在一定的抢出口效应；三是8月欧元区与日本制造业PMI初值出现反弹，分别较前值上行0.50、0.10个百分点至47.00、49.50。对于后期新出口订单的走势，我们认为利空大于利多：一方面，人民币汇率贬值效应将在较长时间内推升出口，而西方国家节假日集中在下半年也利多出口；另一方面，抢出口效应不具备持续性，而8月欧元区与日本制造业PMI较前值上行，大概率仅是反弹而不是反转，叠加考虑8月美国Markit制造业PMI初值跌破荣枯线录得49.9，ISM制造业PMI大幅下行2.1个百分点，跌破荣枯线仅录得49.1，全球经济依旧承压。

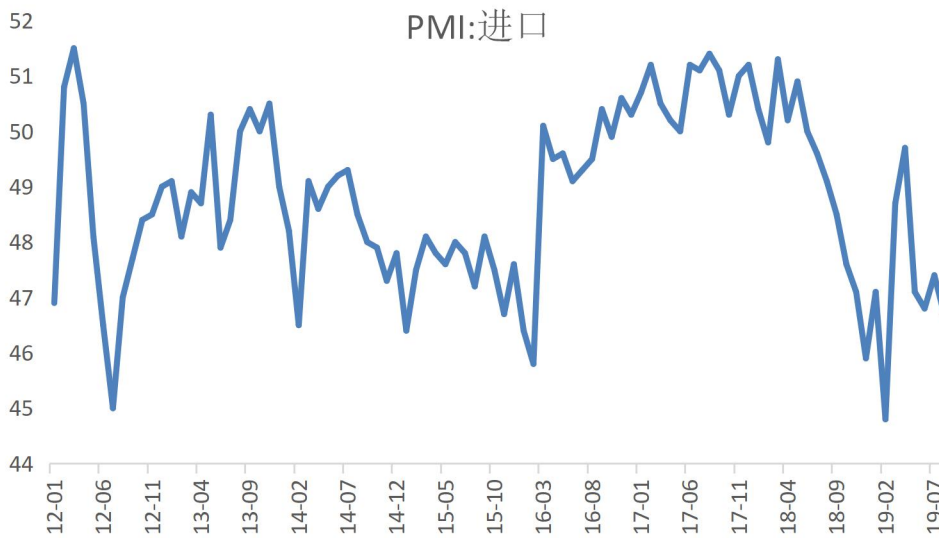
内需方面，8月进口指数为46.70，较前值下行0.70个百分点，创近6个月新低，预示内需依旧乏力。与之相印证的是，在8月新出口订单反弹的情况下，新订单指数却边际下行，“新订单-新出口订单”这一复合指标录得2.5%，剔除掉2019年4月的2.2%以外，为2018年5月以来的最低值。进口指数与“新订单-新出口订单”双双下行，共同指向我国内需不容乐观：7月城镇调查失业率录得5.3%的高位，对消费增速形成一定压制；在“不将房地产作为短期刺激经济的手段”思想的指引下，近期房地产调控出现趋严现象，如房地产开发贷出现收紧等；地方政府责任约束利空基建投资增速，一定程度上牵制了基建投资增速。应该注意到，9月4日国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资，预计对内需会起到一定的提振作用。

图 4：新出口订单边际改善幅度较大（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 5：8月进口指数创近6个月新低（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力。8月生产指数为51.90，较前值下行0.2个百分点，但依旧处于扩张区间。分企业规模看，大中小型企业的生产PMI分别为53.20、49.90、51.30，分别较前值上行-0.30、-1.20、1.70个百分点。其中，中型企业PMI下行较大幅度，时隔6个月再次跌落荣枯线之下，而小型企业生产PMI上行较大幅度，跃至荣枯线之上。此外，生产经营活动预期指数为53.30，较前值下行0.30个百分点，较前期高点累计下行3.5个百分点，虽然位于荣枯线之上，但是从走势上看面临较大压力。分企业规模看，大型、中型、小型企业的生产经营活动预期指数分别为53.70、51.60、54.70，分别较前值上行-0.90、-0.40、1.60个百分点。8月小型企业的生产经营活动预期指数与大中型企业的生产经营活动预期指数发生背离，表明市场对减税降费政策继续推出预期较高。目前不论在工业增加值方面，还是在工业企业利润增速方面，私营企业的表现要优于国有与股份制企业，对此，我们在最新的工业企业利润数据点评中，做出的一个

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_9964

