

如何看待8月工业增加值与高频生产数据背离？

主要结论：

- **8月工业增加值与跟踪的高频数据背离。**8月工业增加值当月同比为4.4%（前值4.8%），较上月下降0.4个百分点。而我们跟踪的高频数据显示，8月高炉开工率当月同比2.58%（前值-5.36%），由负转正；6大发电集团日均耗煤量当月同比-2.24%（前值-13.86%），跌幅收窄，表明工业生产是有所好转的。数据出现背离。**将工业增加值拆分后，我们认为数据并不矛盾。**工业增加值结构中，反映国内需求相关的子行业整体依然上行（这些行业与上述高频数据相关性较高），但与出口相关的子行业整体出现下行。**出口较弱是导致工业增加值下行的主因，出口交货值同比转负与此相印证。**日均耗煤量、高炉开工率等高频数据大多显示了以国内需求为主的工业生产状况，与高频数据相关的行业主要包括：汽车、电气、黑色、非金属制品等等，这些行业8月的工业增加值同比分别为4.3%（前值-4.4%）、10.0%（前值7.6%）、10.4%（前值10.0%）、8.1%（前值8.7%），总体是增加的，说明工业增加值中与国内需求相关的行业确实在上升，与8月高频数据并不矛盾。但工业增加值反映的是整体状况，其中也包括了以出口为主的企业生产，工业增加值分项的子行业中与出口更相关的行业包括：计算机通讯设备、交运设备、通用设备、专用设备、纺织服装服饰等（其中计算机通讯设备出口交货值占比主营业务比重达到52.3%），而这些行业8月工业增加值同比分别降至4.7%（前值6.1%）、7.8%（前值15.7%）、0.0%（前值0.7%）、3.3%（前值4.0%）以及-1.0%（前值1.1%），整体呈现下行。同时，整体出口交货值同比降至-4.3%（前值1.7%），出口当月同比下行至-1%（前值3.3%），与此相印证。因此，从细分子行业来看，工业增加值下行的主因还是在于出口较弱导致以出口为主的企业生产表现低迷，综合导致整体工业生产下行，与高频生产数据并不矛盾。**未来看，这种分化可能还将持续。**国外需求不振叠加中美贸易摩擦仍将拖累出口为主相关子行业生产，例如计算机、通讯、电子等。但随着国内逆周期政策进一步发力提效，国内需求，特别是以基建投资为主的黑色冶炼、非金属矿物制品等行业，以及库存即将触底的汽车等行业有望一定程度上对冲，从而带动工业增加值有所回升。
- **中观层面，9月生产依然偏弱。**从需求来看，9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨；9月以来100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；9月乘用车汽车零售同比跌幅缩小。从生产来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比由跌转涨；全国高炉开工率均值同比涨幅缩小。从价格来看，9月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升，钢铁和煤炭价格均值下降，预计9月PPI环比为负，PPI同比位于负区间；9月以来猪肉价格均值涨幅扩大，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计CPI环比涨幅收窄、当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市整体下跌，工业品价格下跌。**货币市场方面，上周央行净投放资金250亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数上行，人民币即期交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

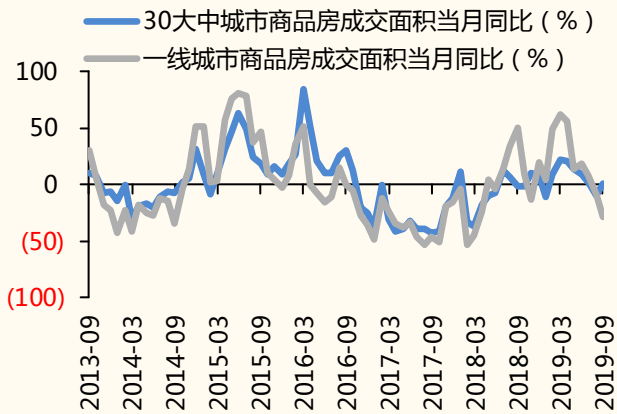
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，9月生产仍然偏弱

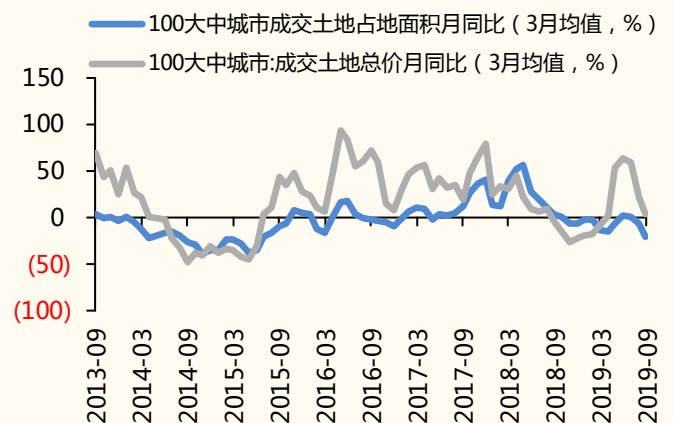
- 9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨。内部结构上，一线城市跌幅扩大，二、三线城市同比均由跌转涨。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为0.7%（前值-9.4%）。一线城市同比-28.5%（前值-8.7%）、二线城市同比8.0%（前值-4.9%），三线城市同比12.2%（前值-16.2%）。北京、广州商品房销售面积同比由正转负，上海跌幅缩小，深圳由负转正。
- 9月土地成交面积同比跌幅扩大，而土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比跌幅走扩，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-40.9%（前值-13.6%），土地成交总价同比为-1.6%（前值为8.1%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-37.8%（前值-9.7%），工业用地成交面积同比为-51.4%（前值为-18.4%）。
- 9月汽车零售同比跌幅缩小。具体来看，截止9月15日，乘联会车市零售同比为-16.0%（前值-17.0%），乘联会车市批发同比为-19.0%（前值-24.0%）。

图表 1：9月以来商品房日均销售面积同比由跌转涨



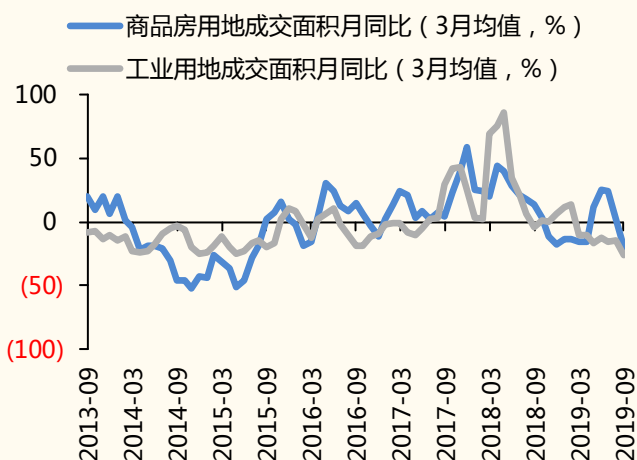
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：9月土地成交面积同比跌幅扩大



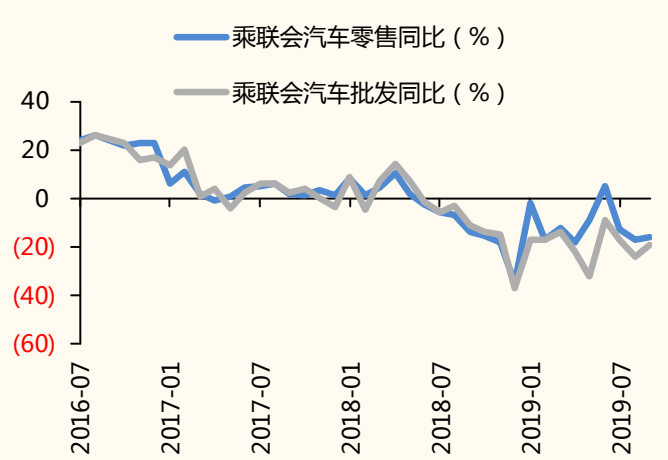
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：9月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

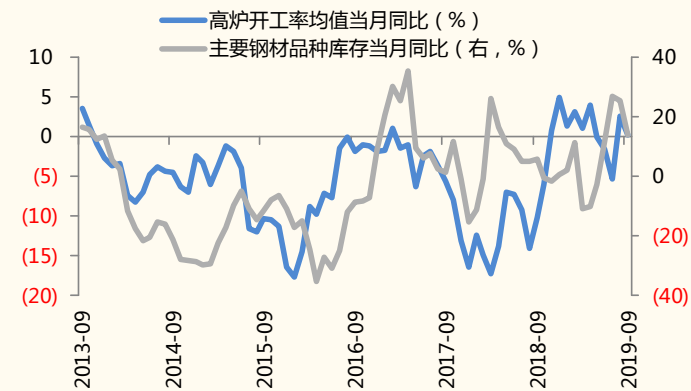
图表 4：9月汽车零售同比跌幅缩小



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

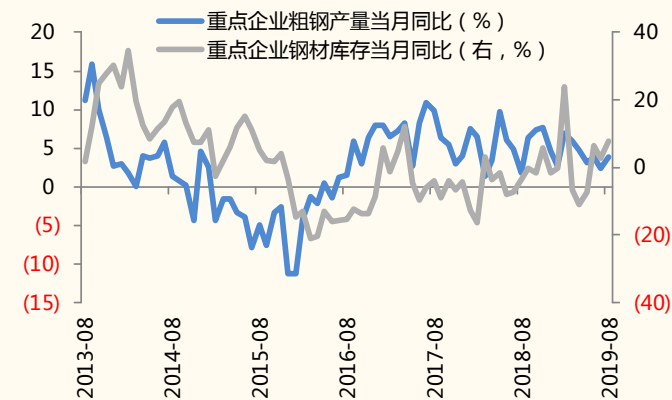
- 9月以来高炉开工率均值同比涨幅缩小，钢铁社会库存同比涨幅走扩。具体来看，9月以来高炉开工率均值为68.2%，同比为0.3%（前值2.6%）。钢铁社会库存同比为7.8%（前值2.7%）。
- 9月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由跌转涨。具体来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比为8.8%（前值-2.2%）。

图表5：9月以来高炉开工率同比涨幅缩小



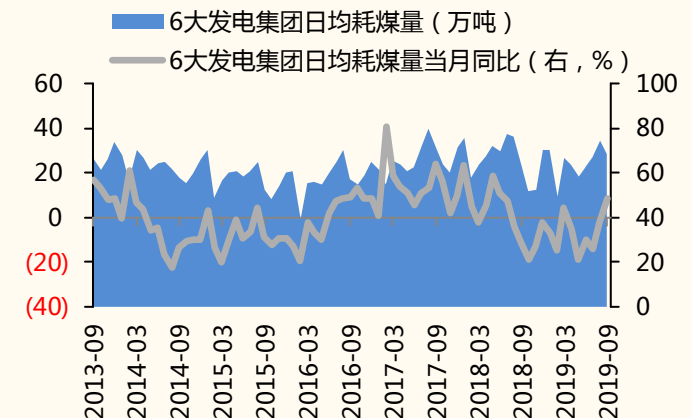
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：8月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



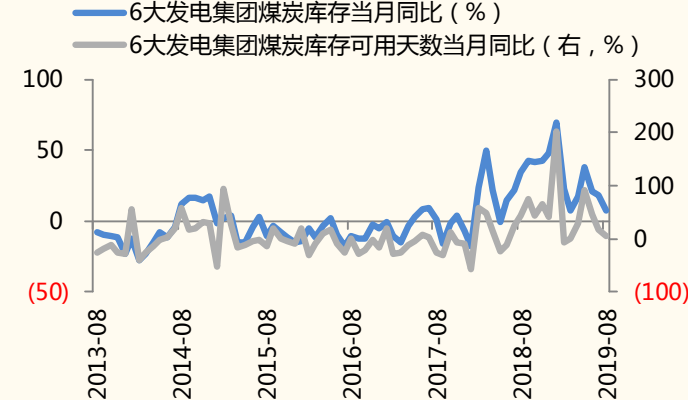
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：9月以来6大发电集团日均煤耗同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

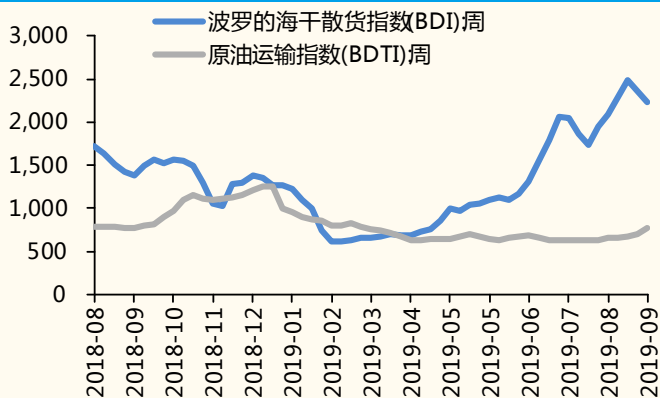
图表8：8月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

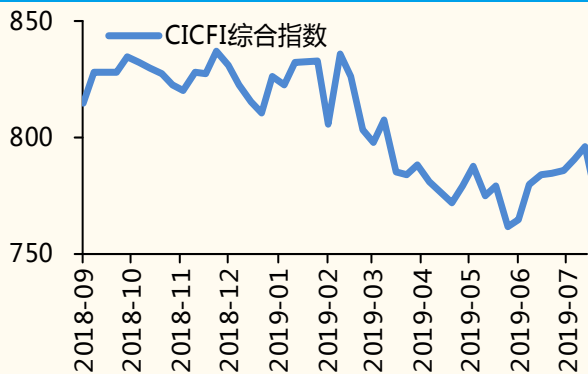
- 上周BDI下降，BDTI上升；CICFI上升，CCFI持平前值。
- 上周铁矿石日均疏港量持平前值，港口库存上升。上周焦炭港口库存持平前值，焦炭企业库存持平前值。

图表 9: 上周 BDI 下降, BDTI 上升



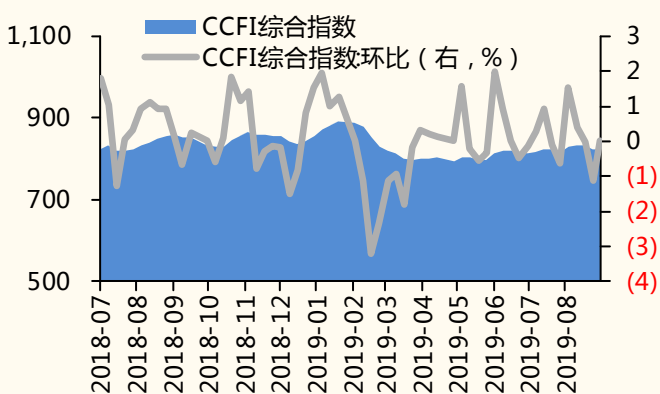
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 上升



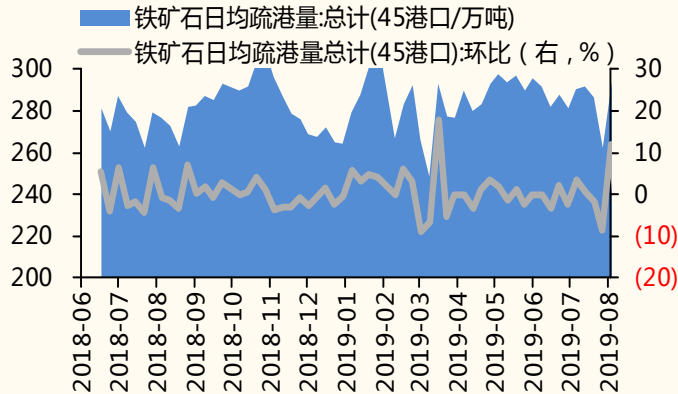
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 持平前值



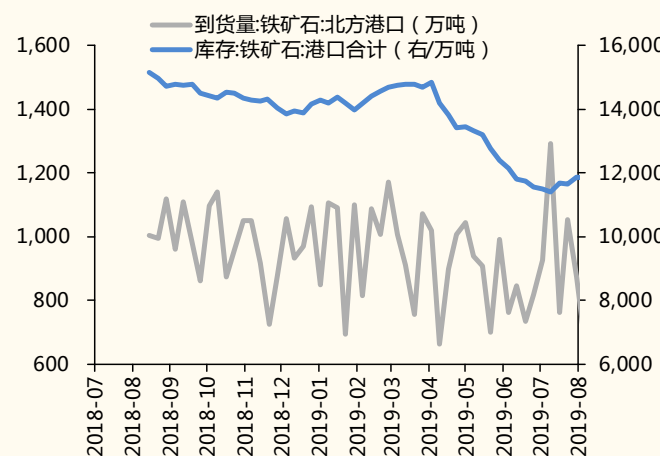
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量持平前值



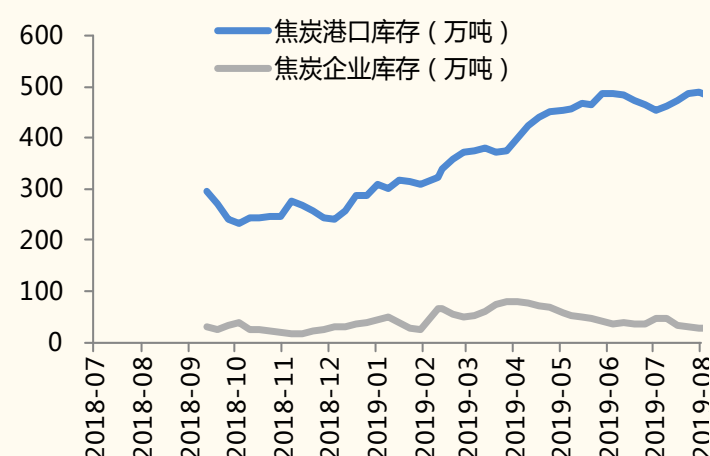
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存、港口库存持平前值

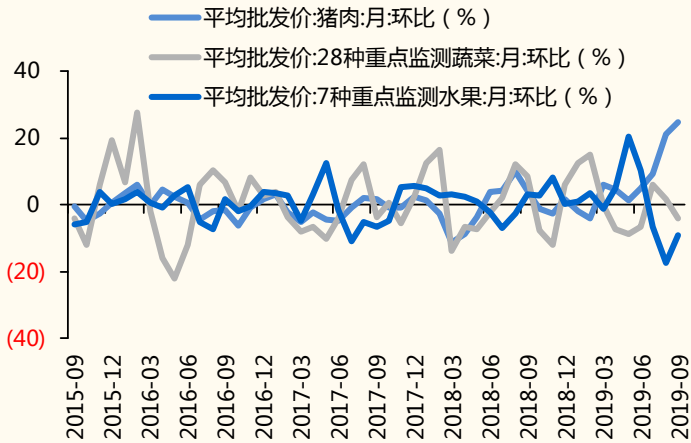


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大, 蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌, 有色金属、原油、水泥价格均值上升, 钢铁和煤炭价格均值下降。农产品方面, 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大 (24.7%, 前值 21.0%), 蔬菜价格均值下跌

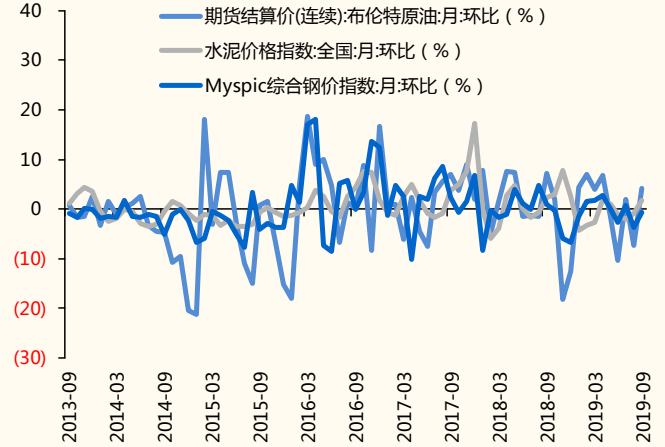
(-4.1%，前值 1.5%)，水果价格均值下降 (-9.2%，前值-17.3%)；工业品方面，煤炭价格均值下降 (-0.4%，前值-1.2%)，原油价格均值上涨 (4.2%，前值-7.3%)，水泥价格均值上涨 (1.7%，前值-0.9%)，钢铁价格均值下降 (-0.6%，前值-3.7%)，有色金属价格均值上升 (3.7%，前值 1.9%)。

图表 15：9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：9 月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升

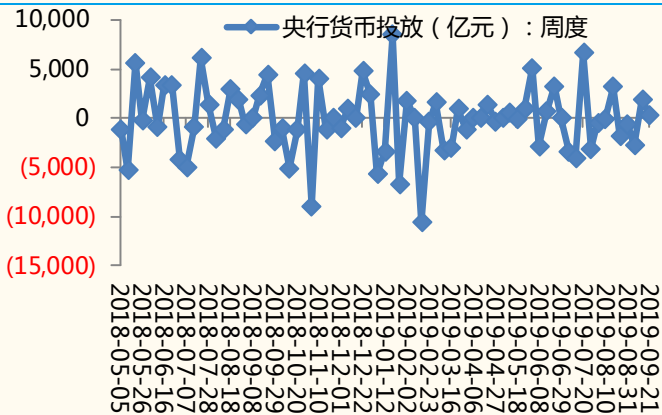


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市整体下跌，工业品价格下跌

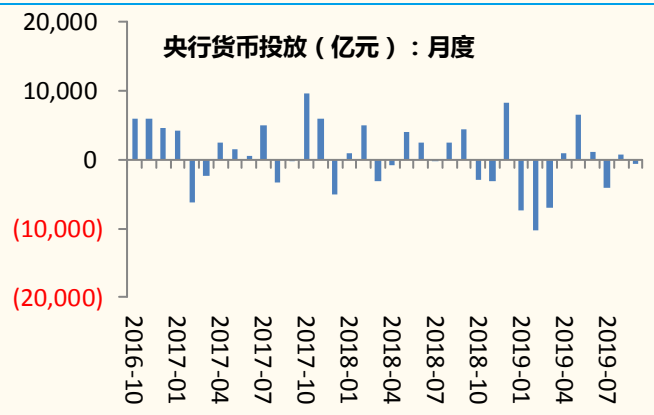
- **货币市场方面，上周央行净投放资金 250 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。**从资金投放量来看，上周央行净投放资金 250 亿元，其中，7 天逆回购到期 2300 亿元，投放 3200 亿元；MLF 投放 2000 亿元，到期 2650 亿元。资金价格上升，资金面有所收紧。具体来看，上周 R001 上行 45bp，R007 上行 29bp；DR001 上行 40bp，DR007 上行 16bp。R001-DR001 上行 4bp，R007-DR007 上行 13bp，表明银行融出意愿较为下降，非银金融机构融资成本上升。
- **债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差分化。**具体来看，1Y 国债到期收益率下行 3bp，1Y 国开债到期收益率上行 4bp；10Y 国债到期收益率上行 1bp，10Y 国开债到期收益率下行 3bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 6bp、1YAA 企业债到期收益率上行 5bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数上行，人民币即期交易量下降。**上周，在岸人民币兑美元汇率持平前值。美元指数上行，美元兑日元贬值，美元兑欧元、英镑升值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。**国内股市方面，上证综指下跌 0.8%；创业板指下跌 0.3%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 1.0%，纳斯达克指数下跌 0.7%，德国 DAX 持平前值。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 4.5%，铁矿石价格下跌 6.6%，焦炭价格下跌 3.3%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 1.9%；ICE 布油价格上涨 7.8%，LME 铜下跌 3.5%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 9月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 09/16-09/20 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.86	45	22	33
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	3.03	29	22	(11)
存款类机构质押式回购加权利率: 1天(DR001)	2.77	40	20	30
存款类机构质押式回购加权利率: 7天(DR007)	2.80	16	13	(24)
R001-DR001(bp)	9	4	2	4
R007-DR007 (bp)	23	13	9	13
SHIBOR:隔夜	2.75	38	17	19
SHIBOR:1周	2.73	8	7	(17)
7日年化收益率:余额宝	2.27	(3)	(4)	(35)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.97	(5)	(11)	(42)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.99	0	5	(73)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.85	51	(19)	70

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 09/16-09/20 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.10	2.55	2.57	(3)	(5)	(3)
中债国债到期收益率:10年	3.13	3.09	3.10	1	4	(13)
中债国开债到期收益率:1年	2.77	2.72	2.77	4	(1)	2
中债国开债到期收益率:10年	3.55	3.48	3.51	(3)	4	(14)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.11	3.09	3.11	3	3	(48)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.20	4.18	4.20	0	(6)	(12)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.51	3.48	3.49	2	(2)	(64)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.26	5.24	5.26	0	(6)	(15)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	58	50	53	4	9	(10)
中债国开债期限利差	82	74	74	(7)	5	(15)
中债企业债期限利差(AAA)	110	109	109	(3)	(9)	35
中债企业债期限利差(AA)	177	173	177	(1)	(4)	48
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	54	49	54	6	8	(45)
中债企业债信用利差(AAA):10年	111	105	111	(1)	(10)	0
中债企业债信用利差(AA):1年	96	88	92	5	3	(61)
中债企业债信用利差(AA):10年	217	211	217	(1)	(10)	(3)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.1%	-0.1%	0.5%
CFETS 10年期国债期货	99	98	99	0.0%	-0.4%	0.8%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 09/16-09/20 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.11	7.06	7.09	0.0%	-0.8%	3.3%
美元兑离岸人民币	7.13	7.05	7.12	1.1%	-0.6%	3.6%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	304	-67	304	722	139	260
即期询价成交量: 美元兑人民币			258.7	-28.7	-19.9	-20.7
USDCNY: NDF 1年			7.15	0.6%	-0.7%	3.7%
CFETS人民币汇率指数			91.07	0.0%	-0.1%	-2.4%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.48	118.02	118.17	-0.1%	0.4%	-0.5%
巨潮人民币名义有效汇率指数	112.03	111.59	111.73	-0.1%	0.4%	-2.3%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.85	7.78	7.84	0.3%	-0.6%	-0.3%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.59	6.53	6.57	0.0%	-2.1%	5.8%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.91	8.78	8.91	2.0%	2.2%	2.6%
美元指数	98.75	98.02	98.48	0.3%	-0.4%	2.5%

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_9986

