

经济再现“类滞胀”特征 关注环保限产政策影响

—8月经济数据点评

研发部 徐永

8月工业、投资、出口、消费等主要经济数据出现回落，价格指标和信贷数据则均高于预期，经济再次出现和去年相似的“类滞胀”特征，不过数据走低与价格上涨主要与环保限产等供给侧的主动而为有关，国家整体“稳中求进”的改革基调未改，经济下行料不会有失速风险，但仍需密切关注后期环保政策、人民币升值等因素对经济的阶段性负面影响。

制造业维持较高景气，价格指数涨幅较大

8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）和非制造业商务活动指数分别为51.7%和53.4%，分别较上月上升0.3和下降1.1个百分点，制造业继续维持较高景气，非制造业的生产活动则有所回落。

制造业PMI分项指标方面，生产指数、新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。

PMI价格指数出现了较为明显的上涨，出厂价格指数、主要原材料购进价格指数分别为57.4%和65.3%，分别较上月上升4.7和7.4个百分点，原材料成本和产成品销售价格都出现了较大增长。

这与8月CPI和PPI的上行是相呼应的，8月CPI和PPI分别为1.8%和6.3%，前值分别为1.4%和5.5%。CPI中食品价格环比涨幅较大，主要原因可能来自于鸡蛋产量减少、高温天气和翘尾因素等，在8月份1.8%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾因素和新涨价因素均约为0.9个百分点；PPI中生产资料采掘工业、原材料的涨幅较高，环保督查的严厉可能限制了部分工业行业的生产和供给，也使得价格有上涨压力。

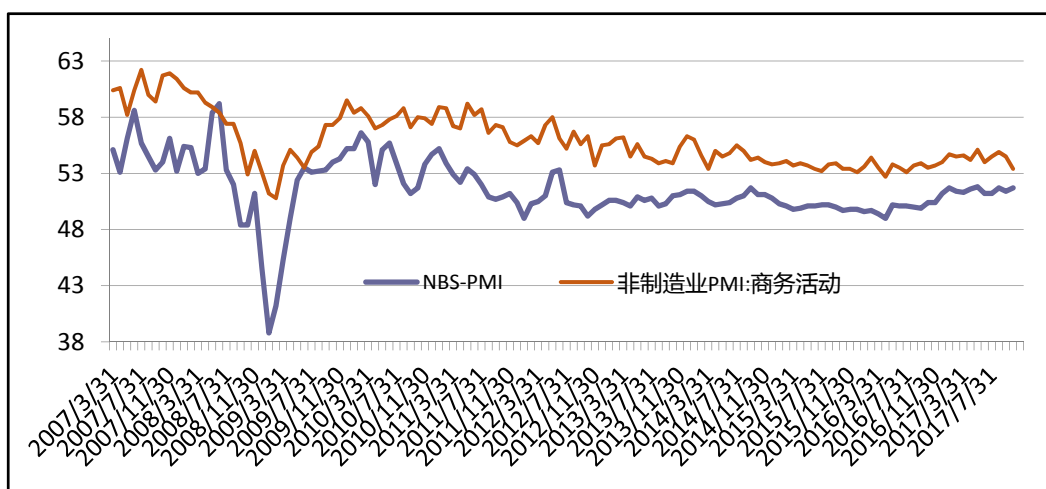
8月环保部印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，强化“2+26”城市冬季大气污染防治，全面降低区域污染排放负荷，涉及行业估计接近20个。

除价格指数外，8月PMI生产指数、新订单指数、进口指数及采购量指数分别为54.1%、53.1%、51.4%和52.9%，分别较上月增加0.6、0.3、0.3和0.2个百分点，生产活动仍然维持较高水平，供需两旺。

受外贸需求回落影响，8月新出口订单指数、在手订单指数分别为50.4%和

46.1%，分别较上月下降 0.5 和 0.2 个百分点。原材料库存指数和产成品库存指数分别为 48.3%和 45.5%，前值分别为 48.5%和 46.1%，主动去库存仍在进行中。

图表 1 中国 PMI 指数走势（单位：%）



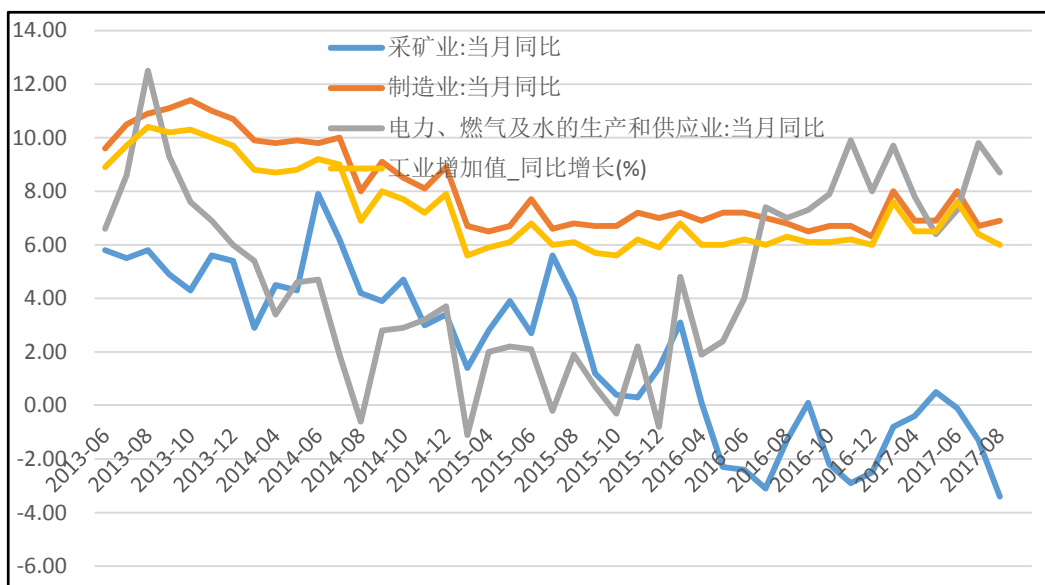
数据来源：wind，新世纪评级整理

工业增长继续回落，高端制造业继续较快增长，东北地区工业改善明显

8 月规模以上工业增加值同比实际增长 6%，1-8 月份累计增长 6.7%，较前值分别下降 0.4 和 0.1 个百分点，较去年同期则分别下降 0.3 和上涨 0.7 个百分点。工业增加值继续有下滑压力，但环比下滑幅度较上月缩窄，同时前 8 个月的累计增长速度仍优于去年。

分门类看，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业 8 月同比分别增长-3.4%、6.9%和 8.7%，前值分别为-1.3%、6.7%和 9.8%，除制造业外，其他两大门类特别是采矿业的下滑幅度都较大。

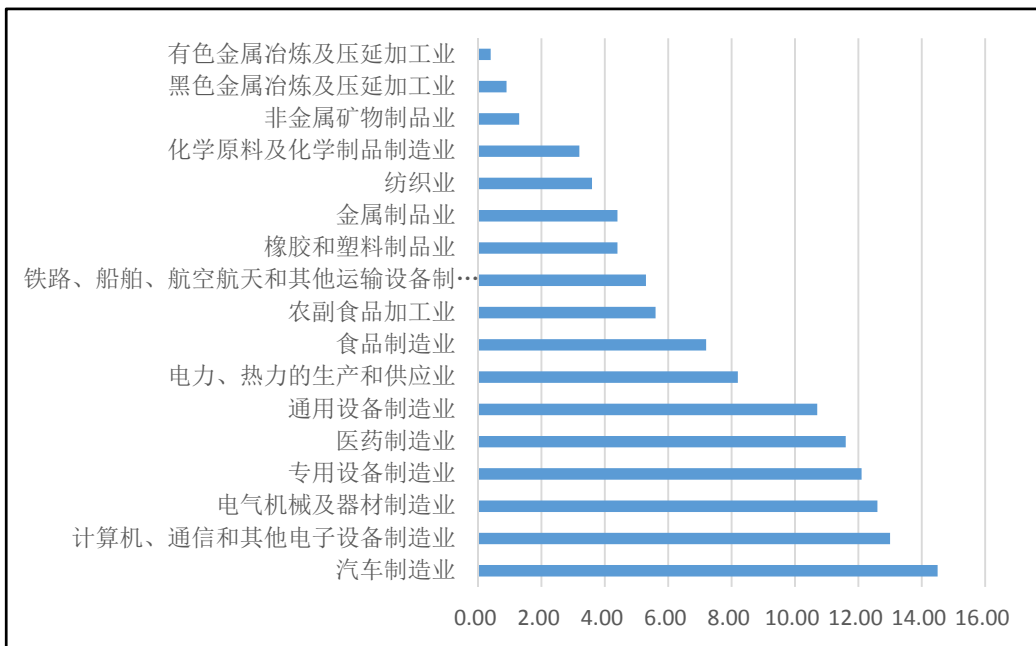
图表 2 工业增长值走势分类（单位：%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

分行业来看，8月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，较上月的37继续减少。主要正增长的17个行业中，仍然是汽车、计算机等高端制造业增幅居前。分产品来看，8月份统计的596种产品中，有377种产量实现同比增长，增长面为63.3%。

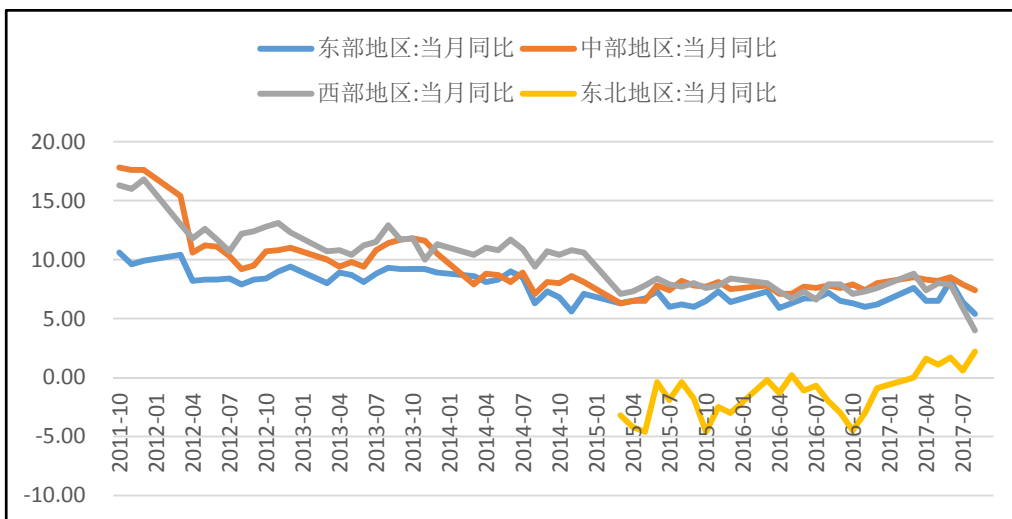
图表3 工业增加值行业分类（单位：%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

分地区表现来看，东北地区的工业增加值绝对增速仍然显著落后于中东西部地区，但从增长趋势来看，东北地区工业增速从2016年10月份以来改善明显，8月增速达到2.2%，是四个地区中环比增速唯一走高的区域。

图表4 工业增加值地区表现（单位：%）

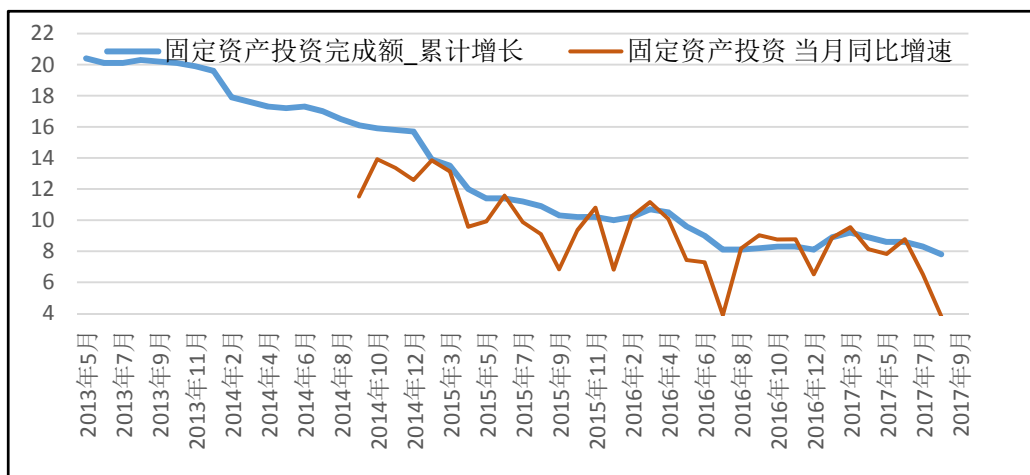


数据来源：wind，新世纪评级整理

固定资产投资回落，基建投资下滑明显

1-8 月份,全国固定资产投资(不含农户)为 39.42 万亿元,同比增长 7.8%,较前值回落 0.5 个百分点。8 月当月同比增速为 3.8%,较前值 6.5% 下滑明显。

图表 5 固定资产投资表现(单位: %)

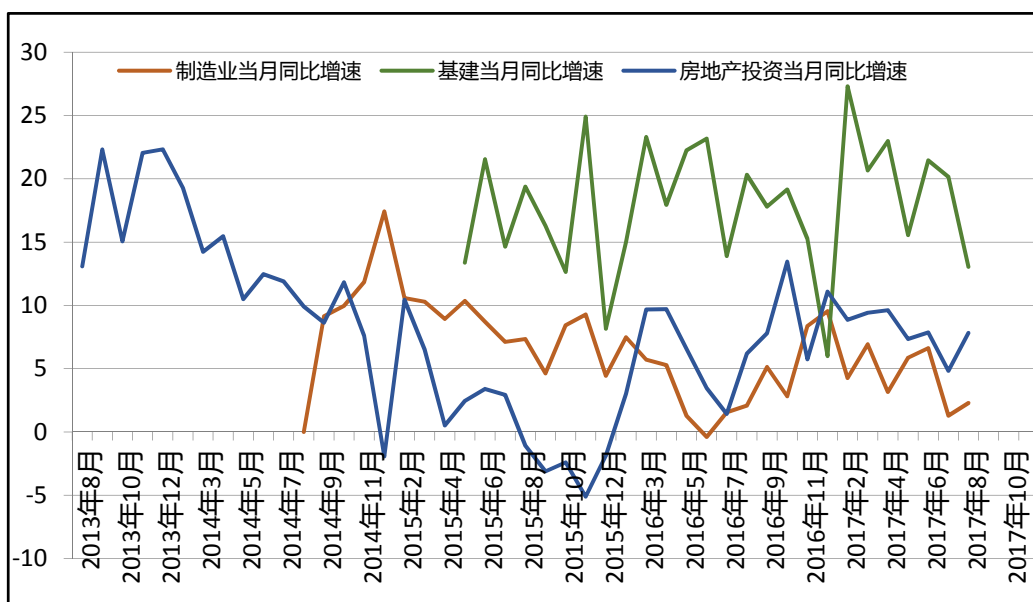


数据来源: wind, 新世纪评级整理

分行业来看,8 月基建投资增速为 13.1%,较上月的 20.1% 大幅下降,也是今年的最低水平。1-8 月份,基建投资累计增速为 19.8%,前值为 20.9%。基建的投资下滑仍然与财政收入支出的乏力有关,8 月财政收入同比增速为 7.2%,财政支出增速为 2.9%,前值分别为 11.1% 和 5.4%,财政收入和支持增速均明显下降,前 8 个月财政收支差额为 10212 亿元,显示财政支出仍面临较大的收入压力。

相比基建,房地产和制造业投资当月及今年累计增速相对更加持稳,8 月制造业同比增速为 2.3%,较上月的 1.3% 反弹;1-8 月份累计增速为 4.5%,较前值 4.8% 小幅回落,制造业投资的景气与 PMI 数据保持了一致。

图表 6 固定资产投资分类走势（单位：%）



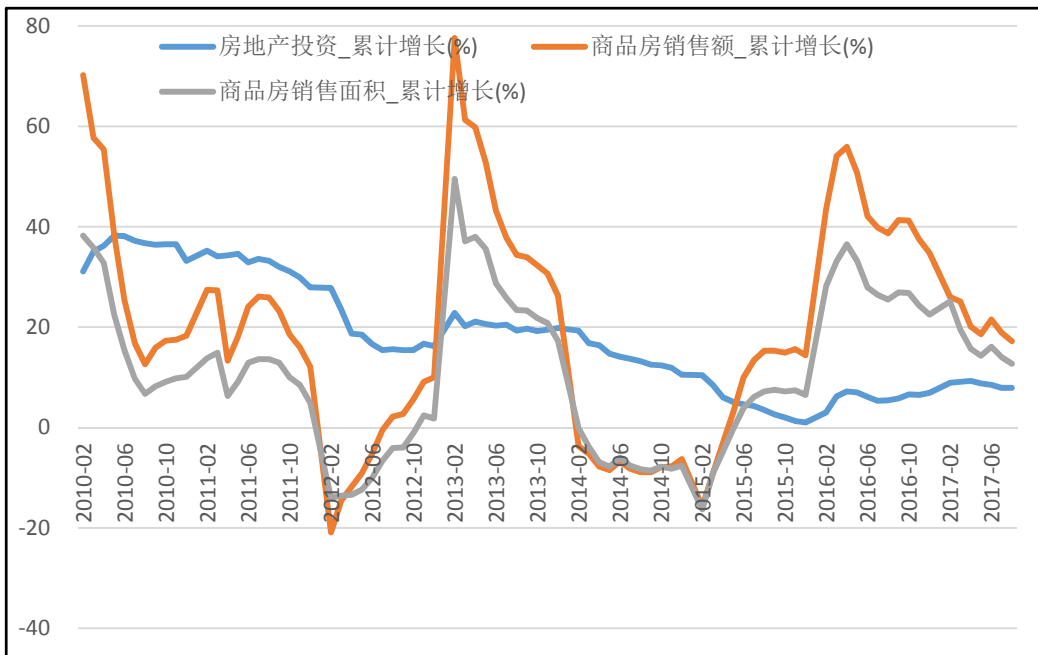
数据来源：wind，新世纪评级整理

1-8 月份，商品房销售面积为 98539 万平方米，同比增长 12.7%，增速比 1-7 月份回落 1.3 个百分点。商品房销售额 78096 亿元，增长 17.2%，增速回落 1.7 个百分点。

面对销售的下滑，房地产投资表现也较为乐观，8 月增速为 7.8%，较上月的 4.8% 反弹；1-8 月房地产投资累计增速为 7.9%，较上月持平。房地产投资的这种韧性，与新开工项目计划投资的持续回升是较为一致的，8 月新开工项目计划总投资累计增速为 2.2%，较上月的 1.9% 继续回升，显示房地产投资预期继续保持乐观。不过，随着房地产租售同权等新政策的逐步开展，后期也需要关注这些政策对房地产投资预期的影响。

8 月份房地产库存进一步降低，商品房待售面积 62352 万平方米，比 7 月末减少 1144 万平方米。其中，住宅待售面积减少 987 万平方米，办公楼待售面积减少 43 万平方米，商业营业用房待售面积减少 87 万平方米。

图表 7 房地产投资表现

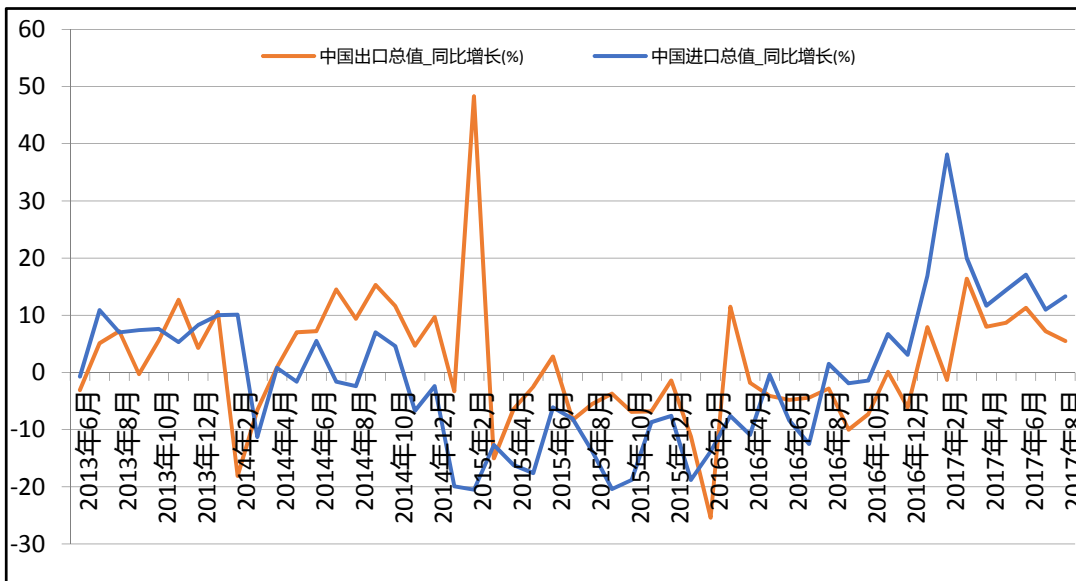


数据来源：wind，新世纪评级整理

外贸形势分化，对欧美日出口回落，汇率升值助推进口反弹

8月外贸形势有所分化，以美元计的出口总值同比增长5.5%，前值为7.2%，进口同比增长13.3%，前值为11%。出口增速的下滑与PMI中新出口订单指数连续两个月的下滑基本呼应，去年底以来，外贸行业在欧美经济复苏背景下的反弹，在人民币升值、外需不稳等因素影响下预期有冲高回落的压力。

图表 8 外贸行业走势



数据来源：wind，新世纪评级整理

分国别来看，8月对中国对美欧日的出口增速全面回落，增速分别为8.5%、

5.2%和 1.1%，前值分别为 8.9%、10.1%和 6.6%，对欧洲和日本的出口增速下滑明显。由于美欧日 PMI 当前仍处在扩张区间，因此观察未来中国出口的走向，除了观察美欧日经济复苏的进度外，可能还需要关注其他因素，比如人民币升值对出口行业的负面影响等。8 月中国出口增速较高的国家主要有越南、印度和俄罗斯等国家，分别为 16.8%、16.7%和 18.3%。

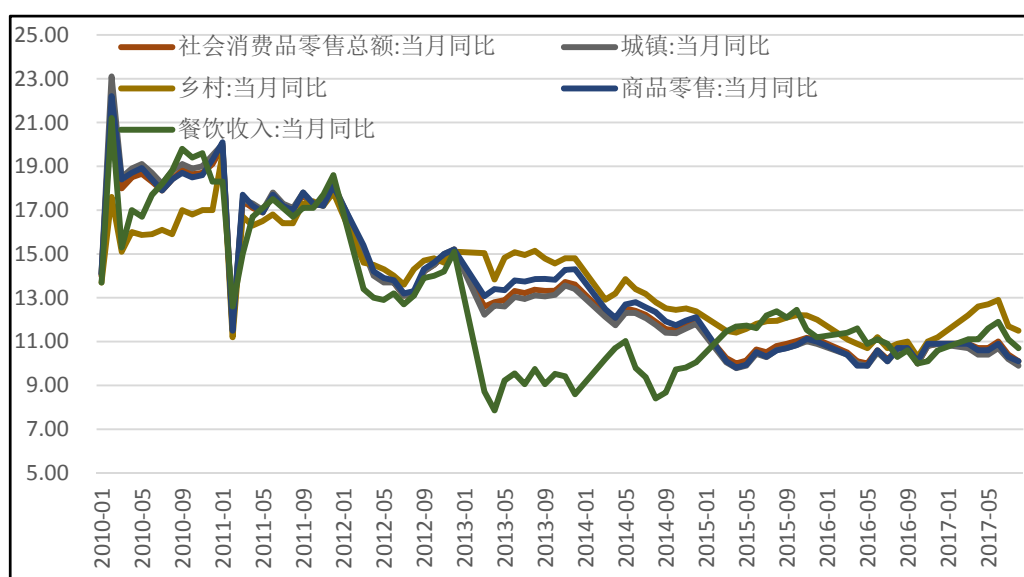
在人民币升值的有利环境下，8 月进口的增速仍在反弹，对印度、印尼、新加坡和澳大利亚的进口增速均在 30%以上，对部分资源国的进口保持较高增长，与产品方面对铁矿砂、原油的进口增速均在 40%以上相对应。另外前 8 月国内对医药品的进口增速也达到 26%，从去年同期的不到 8 万吨增加到了 9.03 万吨。

消费升级类产品继续较高增长，房地产相关消费回落明显

8 月份，社会消费品零售总额 3.03 万亿元，同比名义增长 10.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 1.32 万亿元，增长 7.5%。前 8 个月累计，社会消费品零售总额 23.2 万亿元，同比增长 10.4%，与 1-7 月份持平。其中，限额以上单位消费品零售额 10.3 亿元，增长 8.6%。

8 月份消费品零售总额同比回落了 0.3 个百分点，显示当前消费仍有较大下行压力。从消费分类的增速来看，乡村地区和餐饮行业的增速今年明显高于城镇和商品零售，但都在 6 月份达到今年的高点后开始转而向下，经济下行可能也逐步在消费中得到了体现。8 月份，城镇消费品零售额同比增长 9.9%；乡村消费品零售额同比增长 11.5%；餐饮收入同比增长 10.7%；商品零售同比增长 10.1%。

图表 9 社会消费品零售总额走势（单位：%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

1-8 月份，网络销售仍是一大亮点，全国网上零售额同比增长 34.3%。其中

实物商品网上零售额增长 29.2%，占社会消费品零售总额的比重为 13.8%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 25.4%、19.6%和 32.9%。

8 月份，销售增速较上月提高的主要是服装类、化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类等日用品和消费升级产品，家电、家具、建筑及状况材料类等房地产相关的增速则出现回落，具体而言家电、家具和建筑及装潢材料类商品分别增长 8.4%、11.3%和 8.8%，分别回落 4.7、1.1 和 4.3 个百分点，拉低社会消费品零售总额增速约 0.3 个百分点。