

经济数据连续走弱下逆周期调控再度加码

——2019 年 8 月宏观经济运行简析

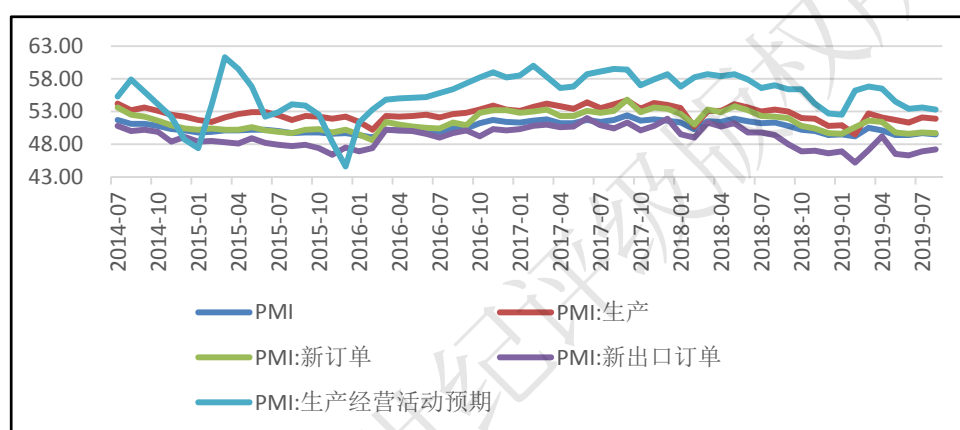
研发部 孙田原

摘要：2019 年 8 月，我国制造业 PMI 继续处于收缩区间。工业生产、投资、消费及进出口等数据继续走弱，但高频数据释放工业生产改善信号；8 月社融规模存量增速继续保持稳定，新增社融环比有明显改善；企业贷款占比提高，信贷结构略有改善。为进一步降低实体经济成本，央行年内第二次进行降准；同时 LPR 形成机制改革初见成效，新一轮一年期 LPR 报价下降 5 个基点，实体经济融资成本有望稳步下降。

一、经济数据继续走弱，工业生产改善信号显现

2019 年 8 月，我国制造业 PMI 指数为 49.5%，较上月下滑 0.2 个百分点，连续第四个月处于收缩区间。分项来看，新出口订单指数为 47.29%，较上月回升 0.3 个百分点；而生产指数和新订单指数均有所下滑，分别为 51.9% 和 49.7%，较上月下降 0.2 个百分点及 0.1 个百分点；8 月生产经营活动预期指数为 53.3%，较上月下滑 0.3 个百分点。同时，8 月大型企业及小型企业 PMI 指数分别为 50.4% 和 48.6%，大型企业 PMI 指数仍明显高于小型企业，但小型企业 PMI 指数当月回升 0.4 个百分点，小型企业 PMI 的改善可能和各项政策支持小微企业融资有关。8 月服务业 PMI 指数为 52.5%，较上月下降 0.4 个百分点，连续第三个月出现下降。

图表 1 我国制造业 PMI 走势（单位：%）



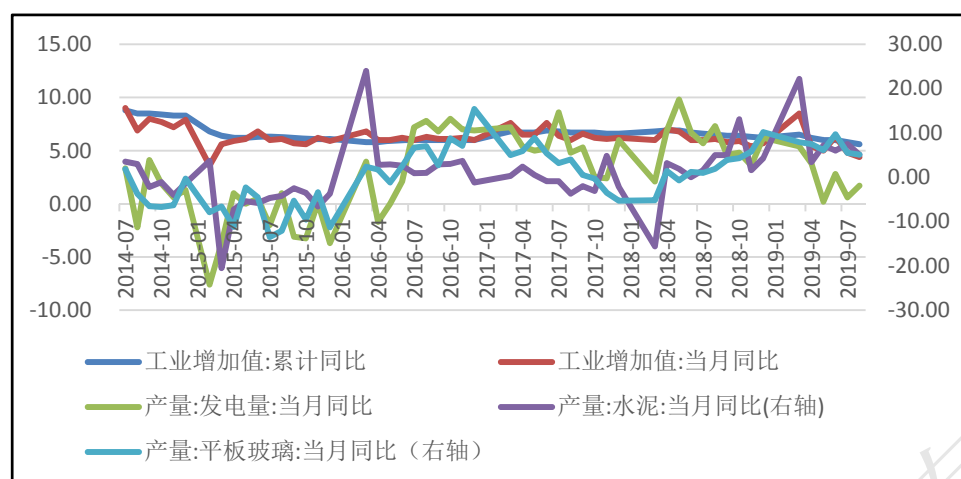
数据来源：Wind，新世纪评级整理

工业生产方面，2019 年 1-8 月，我国工业增加值同比增速下降 0.2 个百分点至 5.6%，较去年同期 6.5% 下降 0.9 个百分点，8 月当月工业增加值同比增速为

4.4%，较7月下降0.4个百分点，若剔除历年春节因素扰动较大的月份，为2009年以来的最低值。从分项上来看，汽车工业增加值受库存下降后补库存的需求影响，8月同比增长4.3%，较7月的-4.4%由降转升。而受房地产新开工、施工面积下行的影响，与房地产相关的玻璃、水泥产量同比增速也有所下降，同比增速分别较7月下降0.4和2.4个百分点，均为增长5.1%。

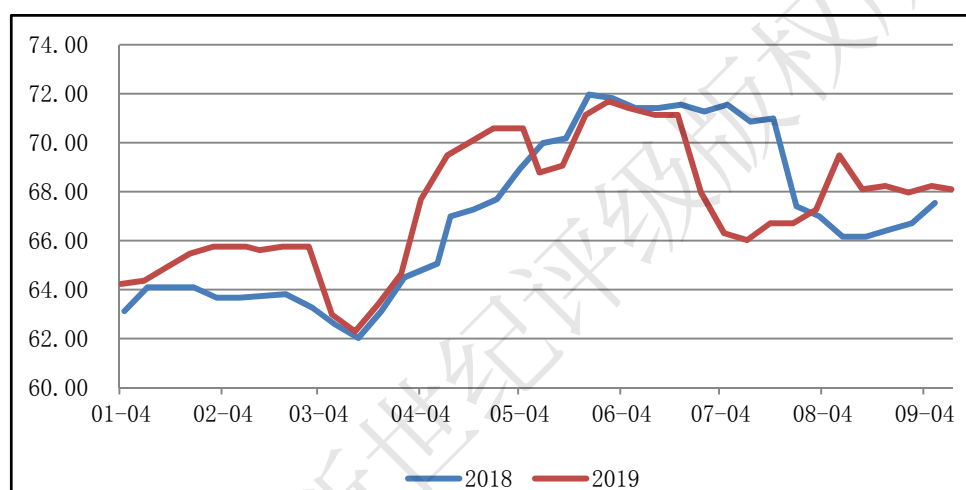
虽然8月当月工业生产数据出现明显下降，但从更高频的数据来看，六大发电集团耗煤量数据从8月末起就已明显改善，8月当月发电量增速也有小幅上升，而全国高炉开工率数据方面，8月开始开工率就已明显高于去年同期，高频数据的回暖表明9月工业数据的表现可能将出现回升，从而稳定第三季度的整体表现。

图表 2 我国工业增加值增速走势（单位：%）



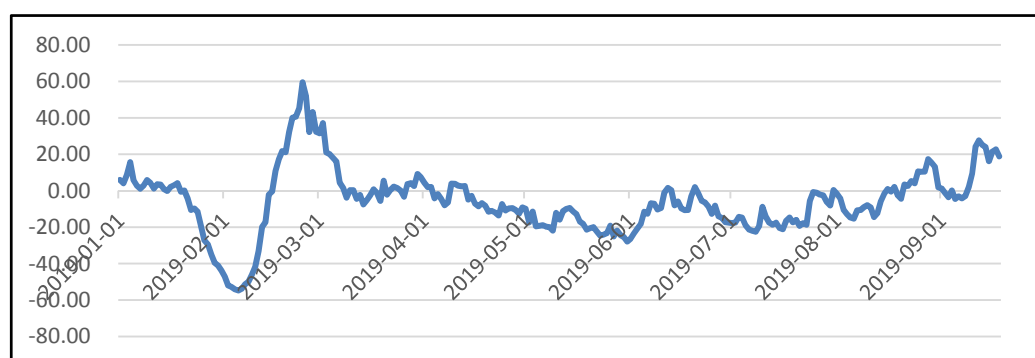
数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 3 我国高炉开工率走势对比（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

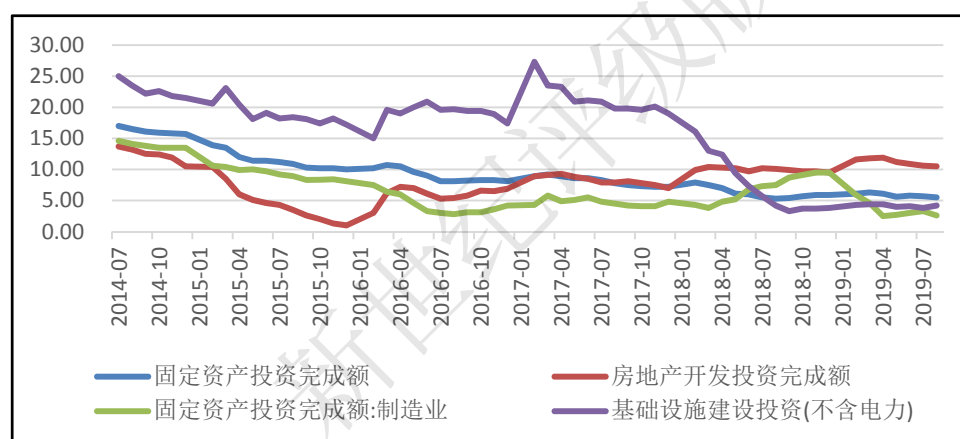
图表 4 六大发电集团耗煤量增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

投资方面，2019年1-8月我国固定资产投资累计增速为5.5%，增速较1-7月下降0.2个百分点；8月当月同比增长4.2%，较7月回落0.9个百分点，整体投资增速依然较为低迷。分项来看，1-8月房地产投资增速10.5%，连续第四个月出现下降，较1-7月下降0.1个百分点，但仍是投资增速的主要支撑。不含电力的基建投资增速为4.2%，较1-7月回升0.4个百分点；制造业投资再度回落，1-8月同比增长2.6%，较1-7月下降0.7个百分点，为今年的第二低点。在房地产融资全面收紧、销售降温、土地购置大幅负增长的背景下，未来预计房地产投资将延续下降趋势。在前期地方政府专项债加速投放以及作为资本金使用的政策推动下，基建投资增速略有回升，但由于今年地方政府土地出让收入有所下降，以及减税降费也将一定程度降低地方财政收入增速，财政收支缺口将对未来基建投资的持续回升形成制约。制造业投资方面，1-8月高技术制造业投资增速为12.0%，仍然保持较高水平，但整体上由于全球经济下行、贸易摩擦以及PPI持续低迷背景下内外需求均较弱，制约了制造业投资增速的回升。不过由于前期减税降费效果已在企业利润中有所体现，1-7月工业企业利润增速已有所回升，且8月企业融资数据环比出现改善，未来制造业投资或将出现小幅的回升。

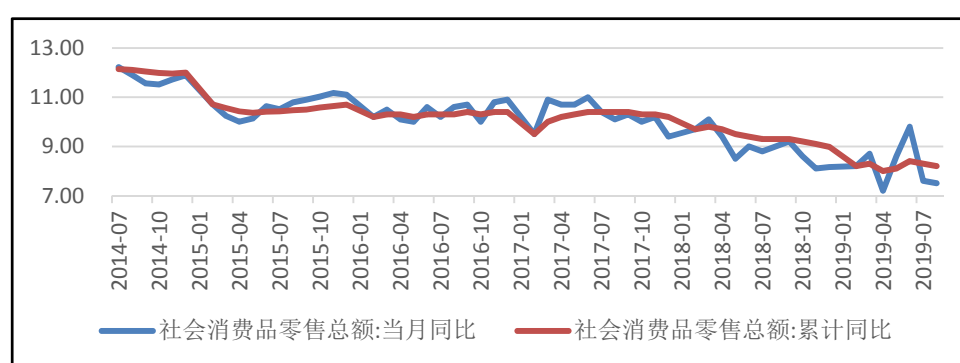
图表 5 我国固定资产投资累计增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

消费方面，2019 年 1-8 月，我国累计社会消费品零售总额同比增长 8.20%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点，实际增速下降 0.20 个百分点至 6.59%；8 月当月，名义及实际消费增速分别为 7.50%和 5.60%，均较 7 月下降 0.1 个百分点。8 月汽车消费同比下降 8.1%，表现仍然低迷，是拖累整体消费的主要原因。其余消费品中，受 CPI 上升影响，必需品消费中粮油食品消费同比增长 12.5%，上升较为明显，消费升级消费品中化妆品消费同比增长较快，增速为 12.8%。由于今年的个税改革后，征收按“累计收入”方式计算，所以接近年末时段居民个税额度会有所上升，个税改革带来的收入提升效应将有所减弱，而整体经济增长压力加大也将对未来消费增长带来一定阻力。

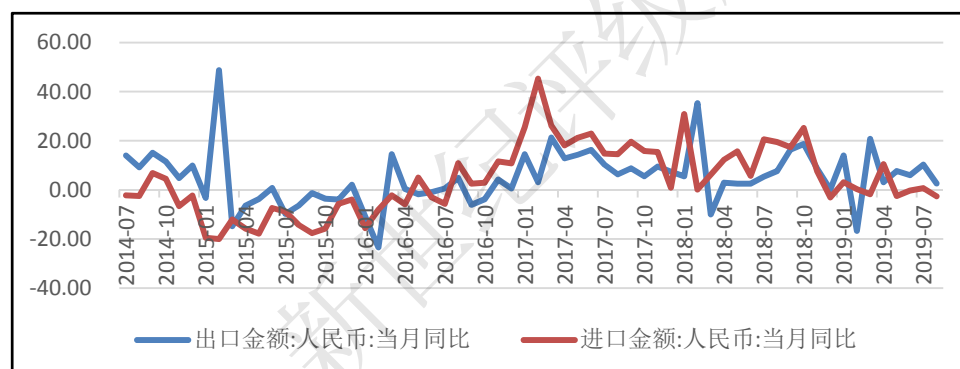
图表 6 我国社会消费品零售总额增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

进出口方面，8 月份出口增速出现较大幅度下降，人民币计价出口金额同比增长 2.6%，较去年同期下降 5.1 个百分点，环比下降 7.7 个百分点，8 月当月对美国出口额同比下降 12.9%，贸易摩擦的冲击明显显现，而对欧盟及东盟的出口增速依然较快，分别为 7.0%和 15.2%；8 月人民币计价进口金额同比下降 2.6%，较去年同期减少 22.1 个百分点，环比减少 3.3 个百分点。近期中美宣布恢复贸易谈判且 8 月以来人民币的贬值均可能对未来出口带来一定正面影响，但在全球经济下行的背景下，未来出口增速仍将承压。

图表 7 我国人民币计价进出口增速走势（单位：%）



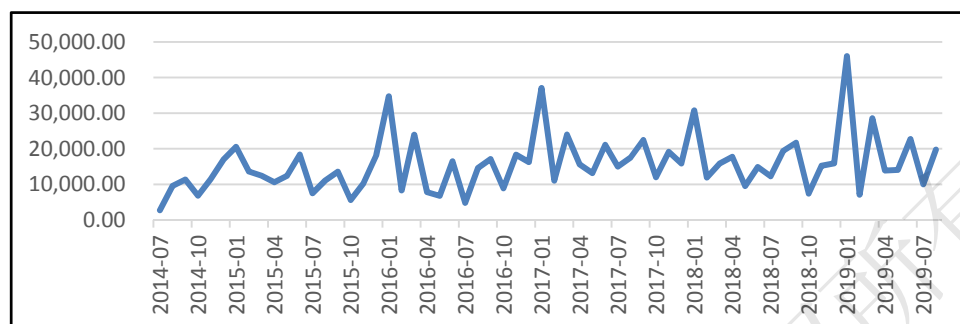
数据来源：Wind，新世纪评级整理

汇率方面，自 8 月初人民币兑美元汇率出现了较为明显的贬值后，人民币汇率中间价逐步稳定，处于 7.07 附近。8 月我国外汇占款为 212364.40 亿元人民币，较上月小幅下降 83.72 亿元。虽然 8 月人民币出现较为明显贬值，外汇占款仅略有下降，表明当前贬值并未带来明显资本外流压力，同时人民币汇率仍主要取决于中国自身经济走势，在国内经济增长持续稳定在目标区间运行的情况下，人民币不存在持续贬值的基础。

二、 新增社融环比明显回升，社融存量增速保持稳定

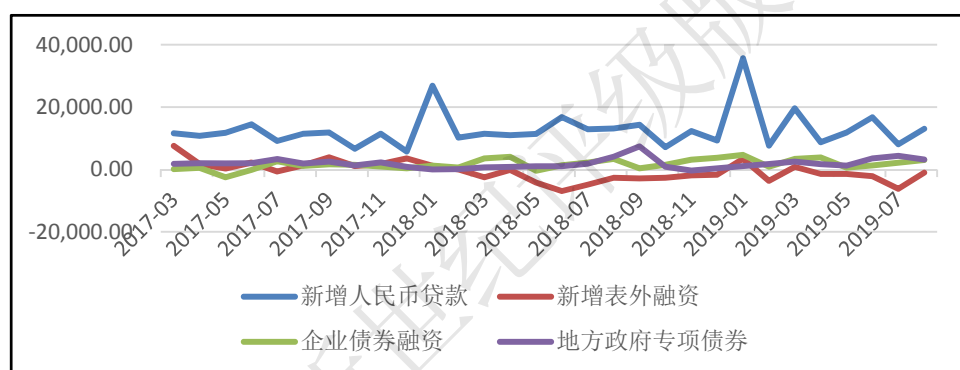
2019 年 8 月，我国新增社会融资 19771.135 亿元，同比增长 1.96%，较上月多增 0.97 万亿元，环比明显回升，而存量社会融资规模同比增速为 10.7%，与上月持平，整体社会融资规模仍保持稳定。从新增融资的构成上来看，对实体经济发放的人民币贷款¹1.30 万亿元，同比微降 0.72%；以新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票三者为代表的新增非标融资为减少 1014.01 亿元，同比少减 1659.84 亿元；新增企业债券融资 3041.12 亿元，同比减少 10.61%；新增地方政府专项债券 3213.13 亿元，同比减少 21.75%；新增股票融资 255.96 亿元，同比增长 82.03%。

图表 8 我国社会融资规模走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 9 我国社会融资规模分项情况（单位：亿元）

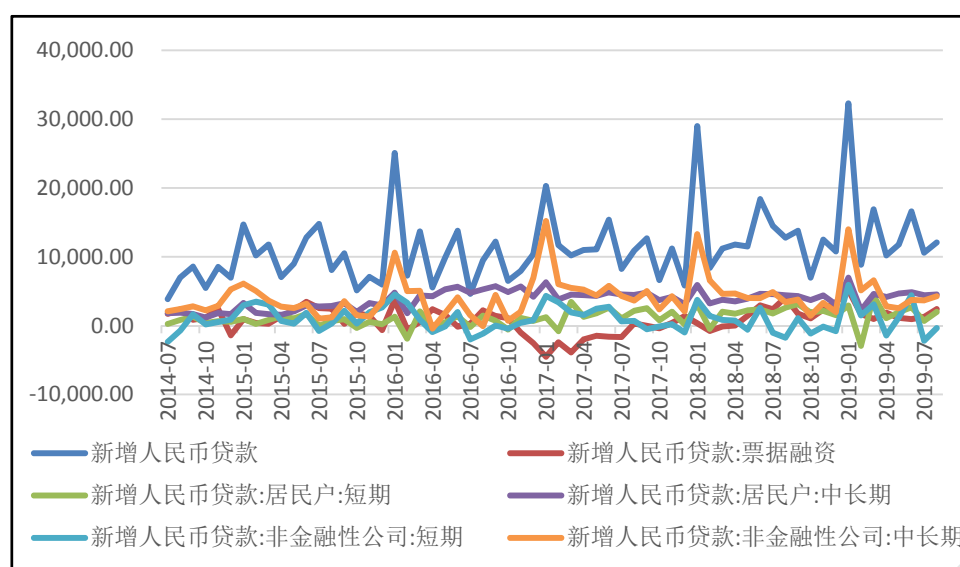


数据来源：Wind，新世纪评级整理

¹ 指金融机构向非金融企业、个人、机关团体、境外单位以贷款、票据贴现、垫款等多方式提供的人民币贷款。

银行贷款方面,2019年8月新增人民币贷款12100亿元,同比小幅下降5.47%,但较上月的10600亿元有所回升。从贷款结构上来看,居民中长期贷款新增额为4540.00亿元,同比增长2.83%,整体水平保持稳定;居民短期贷款新增1998.00亿元,同比减少23.09%;企业中长期贷款新增额为4540.00亿元,同比增长2.83%;企业短期贷款减少355.00亿元,同比少减1393.00亿元;票据融资新增2426.00亿元,同比减少40.81%。非金融企业贷款同比增长10.04%,明显高于整体信贷增速,可能是由于LPR改革后银行考虑到未来利率或将下行而加速信贷投放所导致,企业贷款中票据融资占比明显下降,信贷结构有所改善。

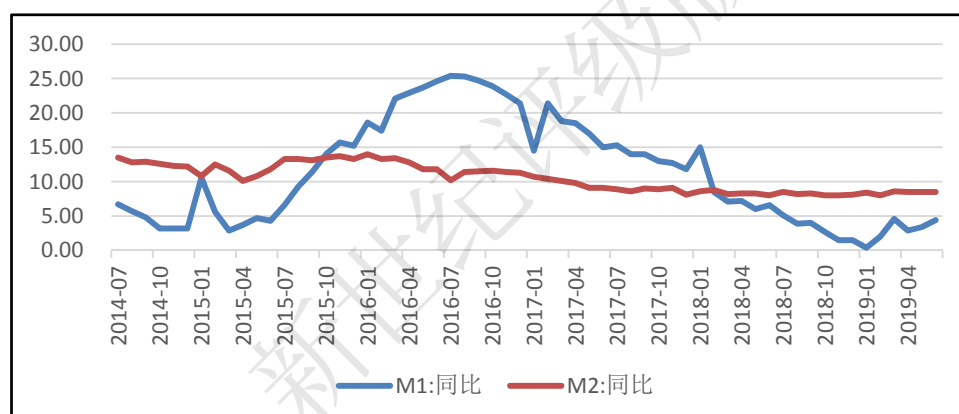
图表 10 我国贷款分布情况(单位:亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

货币投放方面,2019年8月,我国M1同比增速为3.4%,环比上升0.3个百分点;M2同比增速为8.2%,环比上升0.1个百分点。M1增速回升较大表明企业交易性需求及现金流有所改善。

图表 11 我国货币投放增速情况(单位:%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

三、逆周期调控加码，新一轮 LPR 报价降低

2019 年 7 月以来，随着全球经济下行压力的加大，各主要经济体货币政策重新转向宽松，新一轮宽松周期已经开启。美联储分别于 8 月 1 日和 9 月 18 日进行了两次降息，将利率目标区间降低至 1.75%-2.00%，而欧洲央行也将存款便利利率降低 10 个基点至 -0.5% 并重新启动量化宽松。此外，印度、土耳其、埃及等新兴国家央行也均进行了降息，以刺激经济。

当前我国经济增长下行压力也有所增加，为降低实体经济融资成本稳定经济增长，央行于 9 月 6 日宣布自 9 月 16 日起全面降准 0.5 个百分点，并额外对地方城商行定向降准 1 个百分点，共释放约 9000 亿元长期资金，将有效降低银行负债成本以期传导至实体经济。而在降准后的新一轮 LPR 报价中，一年期 LPR 报价下降了 5 个基点，本次 LPR1 年期报价利率的下降说明了在改革后，利率传导机制较之前更加通畅，有利于降低未来实体经济融资成本，而与房贷利率挂钩的五年期 LPR 报价保持不变也说明了目前的货币政策宽松并不是大水漫灌，并不会因为货币政策宽松而再次推高房地产资产价格。

此外，国务院也出台多项政策以缓解经济下行压力。8 月 27 日国务院发布了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，包括逐步放宽或取消汽车限购、支持绿色智能商品以旧换新、扩大农产品流通、加大对消费的金融支持等政策，以扩大内需，刺激消费，稳定经济增长。而 9 月 4 日国常会确定加快地方政府专项债发行使用，要求地方政府专项债资金于 10 月底前全部拨付使用，进一步增加资金使用效率，带动有效投资支持补短板扩内需，同时将按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效。

四、总结与展望

2019 年 8 月，我国多项经济数据仍继续走弱，制造业 PMI 指数继续处于收缩区间；工业生产继续下滑但高频数据开始释放改善迹象；房地产投资及制造业投资有所下降，基建投资略有回升；汽车消费继续拖累消费增速；我国进出口增速双双下降，在全球经济增长放缓及贸易摩擦影响下，出口仍面临较大压力，但人民币贬值及中美恢复谈判或将带来积极影响。8 月社会融资规模存量增速继续保持稳定，环比回升明显，企业贷款占比回升，融资结构略有改善。

2019 年 9 月 6 日央行宣布自 9 月 16 日起进行降准，释放长期资金降低银行负债成本，同时新一轮 LPR1 年期报价下降 5 个基点，利率传导机制开始改善，未来实体经济融资成本降低可期；8 月 27 日的国务院发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，立足优化供给，有利于稳定消费预期、提振消费信心，

促进消费的进一步增长。近期，多项逆周期政策的持续颁布并落地，有助于我国经济增长下行压力的缓解，预计全年经济增长仍将保持在目标区间稳定运行。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。