

供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效

摘要

8月经济数据显示供需双缩，经济放缓压力上升。生产面继续走弱，工业增加值增速在低点延续下行，虽然部分由于台风等临时性因素扰动，但主要还是产出趋势偏弱。生产回落加大经济下行压力，3季度GDP同比可能下降至6%左右。而需求同样走弱，盈利放缓使得制造业投资跌入负增长。地方债发行对基建的拉动较温和，未来几个月地方债发行量将明显收缩，基建也难以持续回升。虽然地产投资保持韧性，但调控强化将推动房地产市场逐步放缓。汽车消费拖累社融，消费延续弱势。总体经济呈现供需双缩格局，下行压力上升，因而需要更为有效的稳增长政策。

目前政策依然面临传导渠道不畅的约束，对房地产和地方政府隐性债务的管控导致信贷社融难以放量，而小微、民企融资需求有限，实体资金未出现有效改善的情况下，经济放缓趋势难以得到有效逆转。资金将继续在银行间“淤积”，银行将继续增加债券市场资金配置，利率债向好的格局并未改变。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

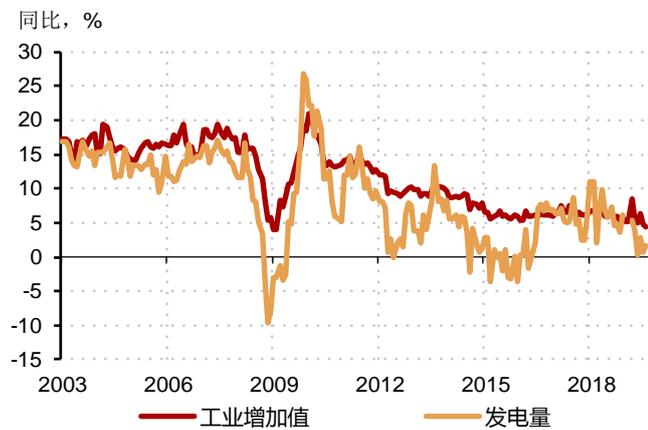
相关研究

1. 经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？ (2019-09-15)
2. 信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势 (2019-09-12)
3. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
4. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
5. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
6. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
7. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
8. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
9. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
10. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)

8月生产面数据继续放缓，经济下行压力加大。今日统计局公布数据显示经济下行压力继续上升。8月工业增加值同比增长4.4%，增速较上月下行0.4个百分点，低于我们与市场的预期（图1、表1）。工业增加值单月同比增速继续近十七年以来的新低。工业增速持续放缓明显加大了3季度GDP下行压力，我们预计3季度GDP增速将放缓至6.0%左右。即使达到这一增速，9月份工业增加值也需要有明显回升，即如果一产和三产增速与2季度持平，则9月份工业增加值同比增速需要回升至5.8%，才能保证3季度GDP增速不低于6.0%。

短期因素加大工业生产超预期回落幅度，但生产面疲弱是基本状况。统计局表示8月比去年同期少一个工作日以及8月登录三个台风比历史常年多1.2个有关。受台风影响东部地区工业增加值录得2.8%，较上月回落0.2个百分点。显示短期因素加剧了工业增加值下行幅度。而分行业来看，对出口依赖度较高行业的产出增速下滑较为明显，计算机、通信和其他电子制造业以及纺织服装分别较上月下行1.4、1.1个百分点至4.7%和1.1%。此外通用设备、专用设备增加值增速也均下行0.7个百分点。

图1：工业增加值同比增速继续放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

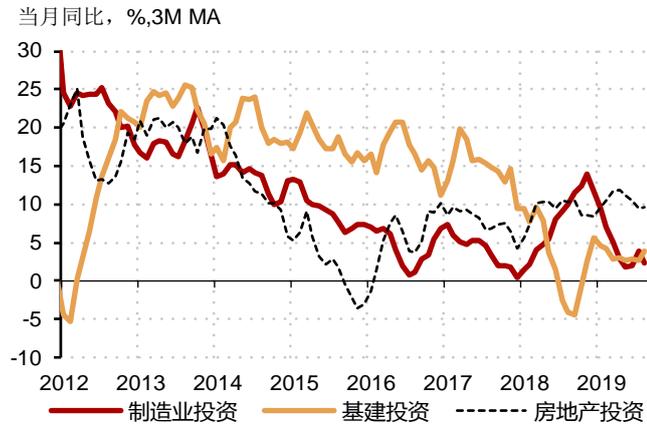
图2：出口依赖行业和部分上游行业工业增加值增速下行较明显



数据来源：Wind，西南证券整理

需求持续收缩，企业盈利增速下滑带动制造业投资放缓，而地方债对基建增速支撑作用有限。8月经济数据显示需求继续放缓。当月固定资产投资同比增速较上月下滑0.9个百分点至4.2%，其中随着企业盈利增速放缓，制造业投资增速再度出现明显下滑。制造业投资当月同比下跌1.6%，增速较上月下降6.3个百分点。企业盈利走弱环境下，制造业投资将持续放缓。而基建投资受前期地方债发行放量推动而小幅回升，8月当月基建投资同比增速（含电力）较上月回升2.2个百分点至4.9%。但考虑到今年地方债额度已经消耗殆尽，而明年地方债额度虽会提前下发，但不一定今年就会发行。统计局相关领导在介绍8月国民经济运行情况时表示“中央政府加大支持力度，进一步增加专项债的发行，将明年部分新增专项债额度今年提前下发，这样有利于支撑基础设施投资的增长”。而且即使发行，考虑到审批流程等因素，发行规模也较为有限。因而难以对基建投资产生明显推升作用。

图 3：三大主要行业投资增速



数据来源：Wind，西南证券整理

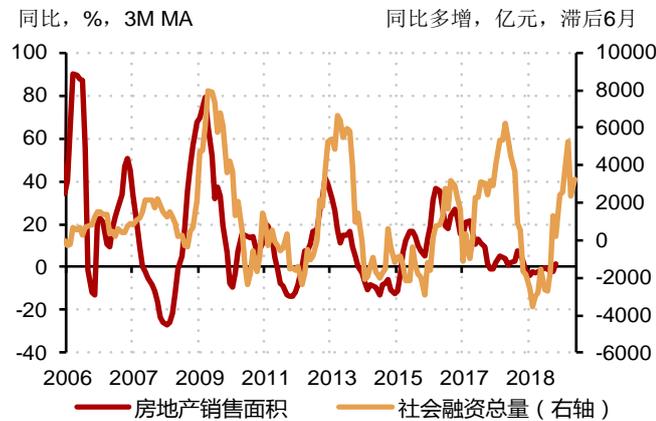
图 4：企业盈利增速下滑将带动工业投资增速放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

偏紧的基本面支撑房地产市场依然保持韧性，但调控强化将推动房地产市场逐步放缓。目前房地产市场依然保持强韧，无论从信贷社融等相关融资，还是投资销售等基本面数据来看，尚未出现明显放缓。8月房地产销售面积同比增长4.7%，增速较上月小幅提升3.5个百分点，与低基数因素以及房地产商加快回款相关。而房地产投资当月同比增速较上月提升2.0个百分点至10.5%。房地产市场依然强韧。但随着房地产调控强化，房地产市场将逐步进入下行通道，8月房地产新开工面积同比增速较上月回落1.7个百分点至4.9%，随着新开工、土地购置等指标增速回落，房地产投资将随之下行。

图 5：信用收缩将带动地产投资逐步放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：房地产保持韧性，但往前看下行压力将有所上升

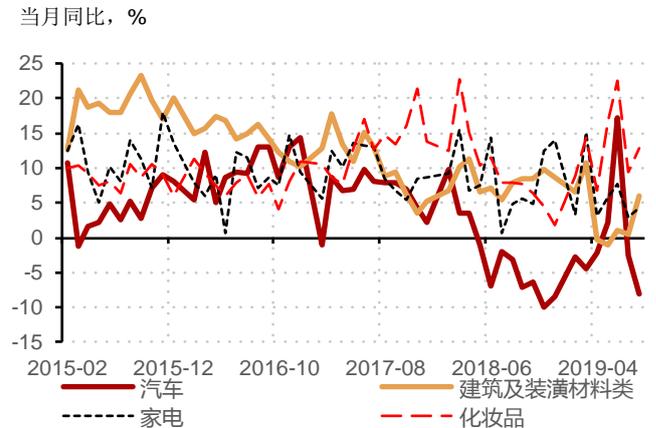


数据来源：Wind，西南证券整理。

社零增速继续下滑，主要受汽车消费放缓拖累。8月社零增速较上月回落0.1个百分点至7.5%。汽车依然是拖累社零的主要因素，剔除汽车后的社零增速为9.3%，比上月回升0.5个百分点。与房地产相关的消费依然保持韧性，其中家用电器、建筑及装潢8月同比增速较上月分别回升1.2和5.5个百分点。代表消费升级的文化办公、化妆品类消费分别较上月回升5.3和3.4个百分点至19.8%和12.8%。从高频数据来看，汽车消费保持弱势，地产销售面临下行压力将对相关消费构成抑制，预计社零将保持弱平稳状态。

图 7：汽车因素导致社零销售小幅回落


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：汽车消费回落，而其他消费有所回升


数据来源: Wind, 西南证券整理

经济下行压力上升，需要更为有效的稳增长政策。8 月经济数据显示供需双缩，经济下行压力上升。特别是当前房地产市场依然强韧，但随着调控的强化，房地产市场走弱将进一步加剧经济下行压力。因此，需要更为有效的稳增长政策。目前政策依然面临传导渠道不畅的约束，对房地产和地方政府隐性债务的管控导致信贷社融难以放量，而小微、民企融资需求有限，实体经济未出现有效改善的情况下，经济放缓趋势难以得到有效逆转。资金将继续在银行间“淤积”，银行将继续将资金向债券市场配置，利率债向好的格局并未改变。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	西南预测 2019-8F	市场预测 2019-8F
GPI	同比%	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	2.6
PPI	同比%	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-0.9	-0.9
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	0.0		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.4	5.4
固定资产投资积累名义增速	同比%	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	0.0		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.5	5.6
消费品零售名义增速	同比%	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	0.0		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	8.2	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	10000	11583
M2增速	同比%	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.0	8.1
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	4.0	2.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.0	-5.9
贸易顺差	亿美元	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	502.3	439.1
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.15	6.99
存款准备金率	%	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源: CEIC, Wind, 西南证券。注: 市场预测为 Wind 调查的市场预测均值, 其中汇率为即期汇率, 西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_10074

