

当下哪些宏观数据最重要？

2022年9月12日

9月9日，统计局公布8月通胀和金融数据。8月PPI和CPI同比分别为2.3%和2.5%，较前值分别下降1.9和0.2个百分点。8月社融余额同比10.5%，较前值走低0.2个百分点。

8月PMI、出口、通胀以及金融数据已悉数公布，下周市场将迎来更细致的8月经济数据。**我们认为众多数据之中，当下最重要的宏观变量有二：地产和出口。**

► **我们之前就曾论述，通胀并非近期最重要的宏观变量。**

8月上下游通胀双双回落，一部分原因是内需趋势走弱，另一部分原因在于疫情高温短期扰动。对此8月PMI已有同步印证。

8月PPI环比下行1.2%，其中能化类和黑色系分别贡献43%和36%的PPI环比下行。8月CPI同比年内首次回调，食品、能源、核心通胀三大项目价格弱于季节性。

油价回调是8月PPI下行较快的主因。对伊核谈判及全球经济衰退担忧，原油价格6月以来进入下跌通道。8月核心通胀同比0.8%，其中**8月房租价格环比创下2011年以来新低，关注核心通胀指向的就业状况。**一般而言，核心通胀，尤其房租价格走弱，预示就业状况同比走差。

8月央行毫不犹豫开启降息操作，印证我们之前判断，单纯猪肉价格推高的CPI，不会掣肘货币宽松。**此前市场担忧猪肉和原油同时托举通胀上行，但是这一逻辑在当下并未兑现。**

► **当前最重要的国内宏观变量是地产，地产直接决定信用和货币条件走势。**

近期货币金融条件呈现出持续的“强货币、弱社融”的格局。典型表现有两个，社融同比下行，M2与社融同比缺口走阔。

初看8月信用货币条件依然延续这一格局。然而细拆数据发现，拖累8月社融的主要分项在于政府债券发行过低，同比收缩近7000亿元。私人信用方面迎来利好，8月居民信贷环比改善（或因8月银行信贷投放赶量），非标及企业中长贷较7月显著反弹。**这样的信用结构指向两点，8月地产销售阶段性企稳，8月基建资金投放主要靠预算外财政资金。**

我们理解5月以来资本市场表现与“强货币、弱社融”这一金融市场特征紧密相关。“强货币、弱社融”直接的解释因素在于私人部门信用过于疲弱，根源在于本轮地产下行速度过快。

8月社融数据看似较7月走弱，但结构上迎来一些好消息。居民信贷代表的地产销售未较7月进一步快速走弱，整体呈现底部企稳，私人部门需求有边际向好迹象。上周郑州保交供政策加速推进，后续紧密跟踪地产政策效果及地产销售数据。若地产政策起效，未来“强货币、弱社融”格局或迎来边际变化。

► **当下其次重要的是宏观变量是出口，出口影响人民币汇率及国内金融风险偏好。**

我们一直关注中国出口，不仅因为出口关系GDP增速高低，更重要的是出口联动三大板块：一是国内中下游制造业景气度持续性；二是地产消费等内需相关政策走向；三是关系汇率稳定性。

虽然8月出口同比直观读数快速走弱，控制基数、台风、疫情等因素之后，真实的出口同比回落幅度有限。此外，关系中下游制造业景气度的汽车产业链、生产资料等板块出口8月仍维持一定韧性，**短期内中国出口驱动力及大逻辑没有转向。**

这意味着年内出口对经济增长以及金融体系的支撑作用仍在，这也奠定了年内经济金融总体平稳基调。然需注意，出口同比未来可能逐步走低，这一趋势或提示我们，**四季度或是比较好的政策窗口期：引导内需企稳，应对明年出口趋势走弱。**

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008
电话：15601683648
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

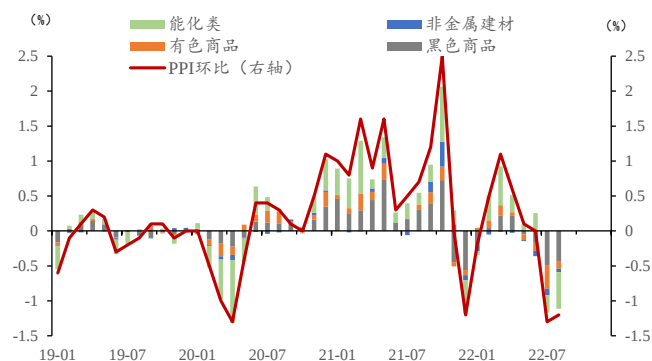
分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001
电话：18807906838
邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

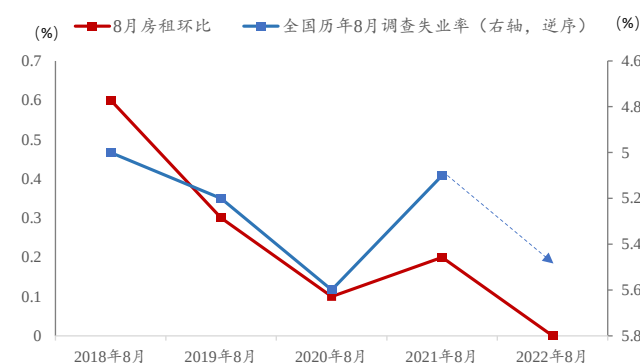
- 1.全球大类资产跟踪周报：国内定价地产复苏，外紧缩交易缓解-2022/09/12
- 2.政策双周报：稳经济政策加速落地，市场预期转-2022/09/11
- 3.宏观专题研究：出口是正常下台阶，还是“崩式”下行？-2022/09/08
- 4.宏观专题研究：直觉与反直觉（五）：出口数有“水分”？-2022/09/06
- 5.全球大类资产跟踪周报：国内市场风格切换，外紧缩交易延续-2022/09/04

图 1：能化类是本期 PPI 下滑的主要原因



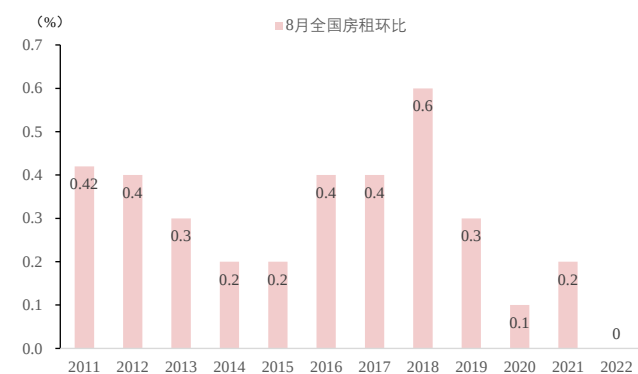
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：今年 8 月全国就业或存隐忧



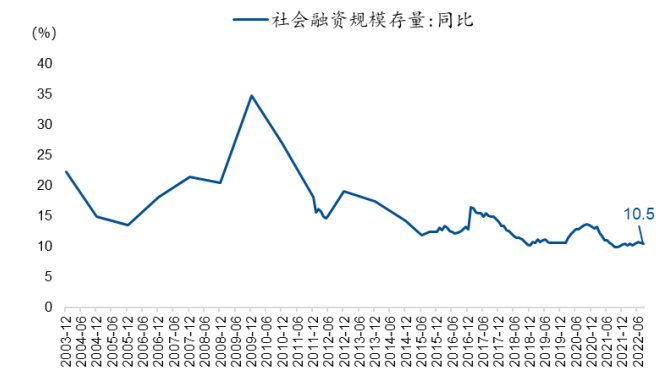
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：今年 8 月房租租金环比增速创 2011 年以来新低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：8 月社融同比较前值走低



资料来源：Wind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

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_46063

