

2012 年 09 月 10 日

8 月经济数据：仍在筑底 结构信号偏积极

——宏观日报 2012.09.10

相关研究

欧央行如期实施新购债计划,提振市场——宏观日报 2012. 09. 07

欧央行会议前瞻:有望启动新购债计划——宏观日报 2012. 09. 06

全球 PMI 滑至 38 个月新低,制造业继续收缩——宏观日报 2012. 09. 05

8 月非制造业 PMI 表现好于制造业——宏观日报 2012. 09. 04

伯南克强调额外宽松,为 QE3 铺路——宏观日报 2012. 09. 03

开展城乡居民大病保险,加大居民保障力度——宏观日报 2012. 08. 31

央行:加大差别存款准备金动态调整机制的参数调整——宏观日报 2012. 08. 30

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@swsresearch.com

地址:上海市南京东路 99 号

电话:(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

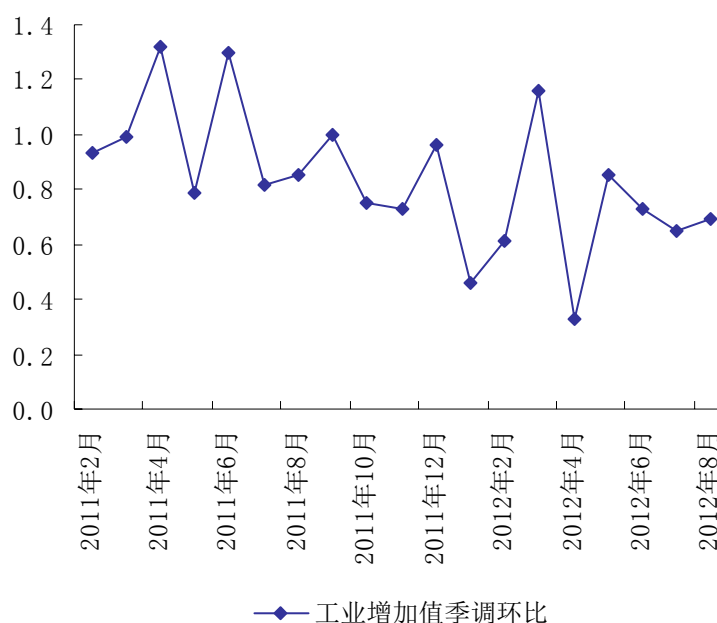
- 8 月份经济总量数据低迷,结构上积极信号明显,值得重点关注:1、工业增长 8.9%,创年内新低,但从结构上看增速回落主要和后周期的轻工业增速回落有关,重工业增速已经开始回升。从环比数据看,8 月份工业增 0.69%,比上月提高 0.05 个百分点,增速明显高于 4 月的 0.33%,也不像看起来那么悲观。2、8 月投资增长 19.1%,增速明显回落,但从结构上看投资增速回落主要和制造业投资增速有关,而作为最终需求的房地产投资和基础设施投资增速在提高。3、社零总额增速开始企稳,环比改善明显。8 月社零总额增长 13.2%,比上月回升 0.1 个百分点。连续 4 个月回落之后首次回升。当月环比增长 1.28%,增速比上月回升 0.17 个百分点。未来中国经济取决于这些因素的演变,如果这些因素不断强化,中国经济将逐渐企稳回升;如果这些信号再现波折,经济可能会再次面临新的变数,我们认为伴随着市场力量恢复和政策力量释放,未来经济企稳,并缓慢回升将是大概率事件。
- 其他关注:(1)胡锦涛呼吁加强基础设施建设实现可持续增长(2)8 月消费品零售增速止跌回升,结束连续 4 个月下滑走势(3)美国 8 月非农就业低于预期,再次提高 QE3 概率至 70%

本公司不持有或交易股票及其衍生品,在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务;本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的,持有比例可能超过已发行股份的 1%,还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1、8月经济数据：仍在筑底 结构信号偏积极

8月份经济总量数据低迷，结构上积极信号明显，值得重点关注：1、工业增长8.9%，创年内新低，但从结构上看增速回落主要和后周期的轻工业增速回落有关，重工业增速已经开始回升。从环比数据看，8月份工业增0.69%，比上月提高0.05个百分点，增速明显高于4月的0.33%，也不象看起来那么悲观。2、8月投资增长19.1%，增速明显回落，但从结构上看投资增速回落主要和制造业投资增速有关，而作为最终需求的房地产投资和基础设施投资增速在提高。3、社零总额增速开始企稳，环比改善明显。8月社零总额增长13.2%，比上月回升0.1个百分点。连续4个月回落之后首次回升。当月环比增长1.28%，增速比上月回升0.17个百分点。未来中国经济取决于这些因素的演变，如果这些因素不断强化，中国经济将逐渐企稳回升；如果这些信号再现波折，经济可能会再次面临新的变数，我们认为伴随着市场力量恢复和政策力量释放，未来经济企稳，并缓慢回升将是大概率事件。

图1：工业增加值季调环比



资料来源：CEIC，申万研究

2、胡锦涛呼吁加强基础设施建设实现可持续增长

中国国家主席胡锦涛8日出席在符拉迪沃斯托克举行的亚太经合组织工商领导人峰会。在峰会演讲中，胡锦涛呼吁亚太经合组织各成员的政界与工商界共同努力加强基础设施建设，实现亚太地区可持续增长。

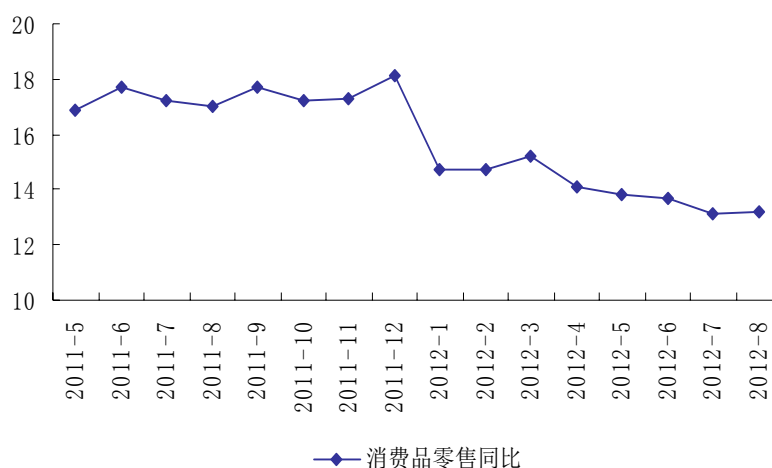
在8日的演讲中，胡锦涛就稳增长、促复苏背景下的基础建设提出四点建议：加强基础设施建设；提高供应链联通性和便利化程度；深化投资体制改革，共享基础设施建设发展机遇；加强交流合作，合力推动亚太互联互通建设。他说：“我们应该为加强基础设施建设营造公正、透明、高效的政务环境、法制环境、市场环境，发挥基础设施建设在拉动内需、增加就业、服务民生方面的积极作用。要提高农业、能源、水利、信息等领域基础设施水平，推进铁路、公路、水路、民航、管道等交通运输网络建设。”

3、8月消费品零售增速止跌回升，结束连续4个月下滑走势

日前国家统计局公布8月消费数据，2012年8月份，全国社会消费品零售总额16659亿元，同比名义增长13.2%，比7月提升0.1个百分点，结束了连续4个月下滑走势。1-8月份，社会消费品零售总额131195亿元，同比名义增长14.1%。从环比看，8月份社会消费品零售总额增长1.28%，环比增速较上月提升0.13个百分点。

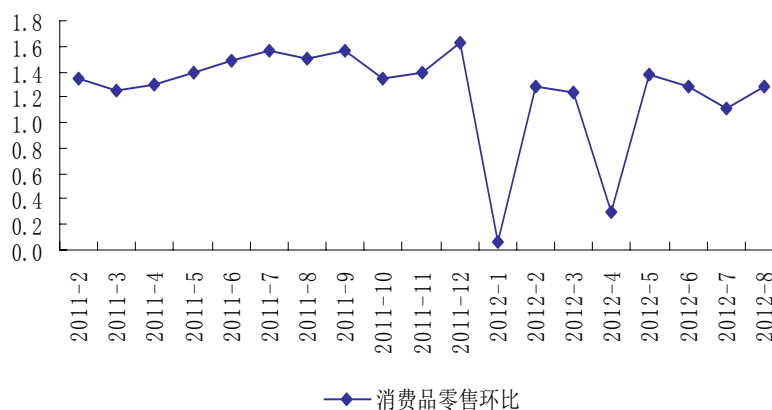
1-8月份，社会消费品零售总额同比增长14.1%，略低于我们的预期0.2个百分点。8月当月社会消费品零售总额环比和同比均出现止跌回升迹象，但就整体经济形势看，当前经济仍处低迷状态，仍需出台相关刺激政策，而政府已经有出台内贸发展规划意向，该规划涉及批发业、零售业、住宿和餐饮业、居民服务业等方面，旨在发挥内贸引导生产、扩大消费等促进经济发展，预计在促消费支持措施方面，除补贴外，还将在免税、退税、贴息等方面有所作为。

图2：社会消费品零售总额同比增速止跌回升



资料来源：CEIC，申万研究

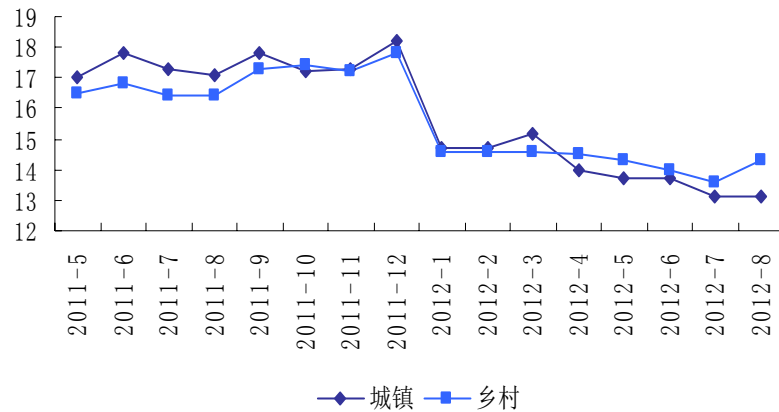
图3：社会消费品零售总额环比改善



资料来源：CEIC，申万研究

8月城镇和乡村消费品零售增速分别为13.1%和14.3%，其中，城镇消费增速与上月持平，农村消费增速比上月增加0.7个百分点，农村消费快速增长是拉动8月消费同比改善的主要动力。

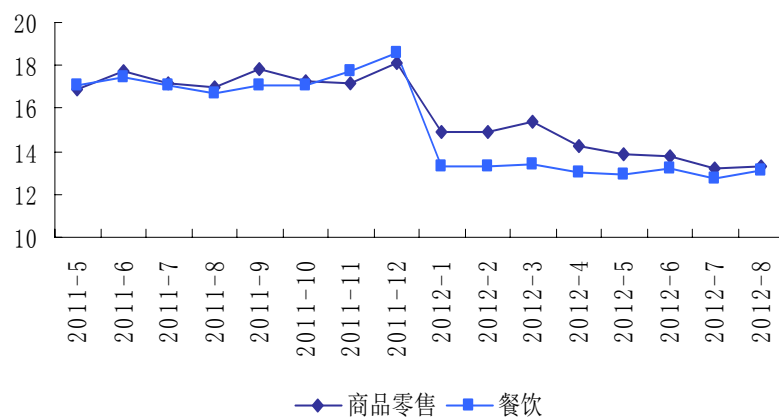
图4：农村消费品零售增速大幅提升



资料来源：CEIC，申万研究

8月份，餐饮收入1936亿元，同比增长13.1%；商品零售14723亿元，增长13.3%。餐饮和商品零售增速分别比上月0.4个百分点和0.1个百分点，餐饮、商品零售下跌加剧拖累零售增速大幅下滑。

图5：餐饮、商品零售增速小幅反弹



资料来源：CEIC，申万研究

表1：7月主要商品对限额以上企业消费品零售额的同比贡献率（单位：%）

商品类别	7月	8月	8月与7月相比
食品、饮料、烟酒类	14.3	14.1	-0.2
服装鞋帽、针、纺织品类	10.7	12.0	1.3
化妆品类	1.4	1.6	0.3
金银珠宝类	1.8	2.6	0.8
日用品类	4.5	4.2	-0.3
体育、娱乐用品类	0.3	0.4	0.2

家用电器和音像器材类	4.7	5.7	1.0
中西药品类	9.7	7.8	-1.9
文化办公用品类	4.5	4.7	0.1
家具类	2.7	2.7	0.0
通讯器材类	3.0	3.0	0.0
石油及制品类	11.1	12.2	1.1
建筑及装潢材料类	4.1	4.1	0.0
汽车类	20.2	18.6	-1.7

资料来源：申万研究

4、美国 8 月非农就业低于预期，再次提高 QE3 概率至 70%

8月美国非农就业人数仅增长9.6万人，低于市场预期的13万人和我们预测的10万人以上，其中各项数据都较差，特别是一些领先性指标也开始恶化，6月和7月数据也分别下调1.9万和2.2万人，至4.5万人和14.2万人，过去三个月平均仅增长9.4万人；另一方面，虽然失业率从7月的8.25%降至8.1%，但这是因为更多人不再找工作，而非找到工作。这说明美国就业形势严峻，提升了美联储额外刺激的概率，也降低了奥巴马连任的概率。

企业部门的调查显示，8月非农就业低于预期最大的原因在于制造业就业减少，政府部门就业仍然减少但边际改善，只有服务业构成支撑。分行业来看，（1）拖累最大的是耐用品制造业部门，就业大幅减少1.7万人，其中过去两个月贡献较大的汽车行业就业也减少了7500人，这造成私营部门仅新增就业10.3万人；（2）政府部门就业再度减少7000人，仍然构成拖累，不过相比于7月减少2.1万人已经环比改善。（3）只有服务业就业复苏形势良好，从存量来看集中在教育医疗行业，而且招聘量仍在提升；从增量来看，8月大多下滑，只有金融和零售行业分别逆势新增就业7万和6.1万人。

家庭部门的调查显示，虽然失业率下滑至8.1%，但是并不值得庆幸。因为从计算来看，作为分子的失业人口减少25万人，而作为分母的劳动力下滑更快，减少36.8万人，参与度进一步降至63.5%，创31年新低。这说明更多人退出了找工作的队伍。结构性问题依然严重，平均失业时间从16.7周上升至18周，失业27周以上的人口占失业人数尽管略有下滑，但仍占40%；文凭越低，失业率越高的格局不变，这意味着低学历者求职难度更高。不过，积极的信号在于，广义失业率（考虑到兼职工人和边际依附于劳动力的人群）从15%降至14.7%，为4个月新低。

其它一些不容乐观的信号在于：

- 扩散指数7月仅下滑0.4个点至54.3，8月竟加速下滑4.1个点至50.2，说明就业形势恶化的速度惊人；
- 临时工减少5000人，这减少了临时工转为正式工的人员基数。
- 大公司招聘比例减小，主要是出于对经济前景的忧虑而收缩编制。

一个积极信号在于，每周工作时间和平均小时工资均不变，这意味着8月人均工资收入将增加，对消费略有提振。

劳动力市场状况不及预期，进一步加大了美联储推行量化宽松的概率，我们将今年推行QE3的概率上调至70%，最早的时点将在本周四的美联储议息会议上。我们认为本次会议很可能推行QE3的原因在于：（1）美联储的两大使命是保持物价稳定和最大化就业，而目前的状况是通胀整体走低，核心PCE物价指数加速下滑至1.6%，CPI更是降至1.4%；相反，就业形势整体严峻，过去3个月平均新增非农就业仅9.4万人，失业率高企于8%以上，远高于

美联储估计的自然失业率，5.6%；（2）美联储上次议息会议明确表示，“美联储会采取额外刺激政策，除非经济出现持续而且彻底的复苏”，而从8月1日至今的经济数据来看，虽然整体上差强人意，但远不算是彻底复苏，8月新增非农就业远低于7月，也预示经济复苏难以持续；（3）美国经济仍面临不少下行风险，包括今年10月开始实施的全面自动减赤机制等悬而未决的财政悬崖问题，欧债危机的传染效应，房地产行业虽然复苏但对经济的拉动作用边际递减；（4）欧央行实施OMT这一无限量开放式购债方案，为美联储购债有示范效应，减少了政治阻碍。因此，9月13日即将迎来美联储兑现承诺的时刻，我们预计美联储会开展前瞻性指导，例如宣称保持低利率环境直至失业率降至7%以下，核心PCE不超过3%；同时，美联储很可能实施开放式QE3，即在必要的时候购买美国长期国债，控制购债总规模而不确定每个月购买美国长期国债的规模，而且可能兼具冲销式QE的属性，允许通过逆回购、短期借款或卖出短期国债来回收部分流动性。此外，美联储还将宣布对2015年的经济预测。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟, 谢伟玉: 经济。

本人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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因, 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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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告。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有, 属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。