

固定收益研究/动态点评

2019年08月14日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：信贷增长不佳，债券仍然安全》2019.08

2《固定收益研究：CPI与PPI走势出现背离》2019.08

3《固定收益研究：汇率破七，房企美元债影响几何？》2019.08

趋势供需双弱，短期汽车扰动

——2019年7月经济数据点评

核心观点

7月多项数据不及市场预期验证当前经济下行压力，从政治局会议的表态看，决策层已加大“稳增长”的重视，重点在于更多逆周期政策的出台时间和发力效果。供给方面，由于汽车和设备制造业表现较差，工业增加值回落幅度较大，再现“季末月好、季初月差”特征。需求方面，基建投资发力落空是最大预期差；制造业投资虽略有上行，但绝对增速仍处于低位；房地产投资受监管趋严影响下，继续下行；消费大幅下滑主要受汽车拖累。

基建发力落空对财政调整存在更强诉求

1-7月基建投资累计同比3.8%，回落0.3个百分点。狭义财政“有心无力”、广义财政受限是投资疲弱的主因。而基建发力落空给市场情绪带来一定冲击，对后续政策调整也存在更强诉求。政治局会议重提“六稳”，货币政策继续“加水”存在掣肘因素，下半年财政还将是逆周期政策的重点。传统补短板领域与信息网络等新型基建是发力方向。下半年预算内空间有限，必要条件下存在增加专项债限额、放松基建领域非标融资等政策工具箱。

通信设备与汽车是制造业投资主要增长点

1-7月制造业投资累计同比3.3%，走高0.3个百分点。制造业投资继续提速，主要由计算机通信电子设备、汽车、电气机械制造业提速贡献。化工、专用设备制造业也保持了较高增速。但不能忽视制造业投资绝对增速仍处低位，下游制造业多处在负增长且降速阶段。财政减税降费仍需要“落实落细”以稳定预期、激发微观主体活力。通过财政、信贷支持，引导民间资本加大高端制造业领域投资仍会是政策对冲制造业下行的主要方向。

房地产融资收紧后的边际变化

1-7月房地产开发投资累计同比10.6%，回落0.3个百分点。房地产投资下行方向符合市场预期，但融资政策收紧后的降幅还需要继续观察。对违规非标的限制在拿地、自筹资金的数据层面已有所反映，但销售回暖、地产领域放贷仍快，对投资韧性存在支撑。开发环节，房企前端融资受限导致拿地降温，也带动开工增速下行，而去年房企高开工周转，今年竣工增速可能见底回升。7月份大幅收紧的房地产融资政策，对房企资金面压力将向投资端传导，年内房地产投资还存在加速回落的风险。

汽车需求透支是主要拖累，稳就业与预期是稳消费关键

7月社会消费品零售总额名义值同比7.6%，回落2.2个百分点。6、7月份消费升降波动，市场早有预期，但幅度均超出预期。主要在于市场将关注点过度集中于汽车消费，居民就业与收入预期更是影响整体消费走势的关键。汽车零售大幅降速主因部分省市“国五转国六”，引发经销商提前降价去库存力度较大，需求存在透支，但同时化妆品等可选消费品降速显著，更能体现居民支出紧缩的情况。排除高低跳点后，我们对后续消费并不悲观。一方面政策多点发力稳消费。另一方面汽车消费企稳复苏的逻辑仍在。

市场启示

我们5月份判断三季度债市将挑战前低，目前核心逻辑不改：房地产政策制约经济上行；包商事件重定义无风险资产，加上融资需求萎缩，缺资产较普遍；中美利差是安全垫；贸易摩擦反复及情绪冲击。16年是金融加杠杆导致需求力量扩张快于资产供给。现在融资需求萎缩，可投资资产减少，有衰退式宽松的感觉，货币政策并不松，但利率仍有内生下行压力。十年国债3%以下，大逻辑没动摇，拥挤交易不明显，职业年金等仍有序流入。收益率曲线平坦化是近期主要判断，对应货币政策并不松，而是实体经济衰退式宽松。保持久期策略的同时，结构性机会可以挖掘。

风险提示：基建发力不及预期、房地产投资回落幅度超预期。

事件：

国家统计局公布 7 月份经济数据。1-7 月固定资产投资累计同比 5.7%，较前值回落 0.1 个百分点；制造业投资累计同比 3.3%，较前值回升 0.3%，房地产投资累计 10.6%，较前值回落 0.3%；基建投资累计 3.8%，较前值回落 0.3%；7 月份规模以上工业增加值同比 4.5%，较前值回落 1.5 个百分点；社零增速 7.6%，较前值回落 2.2 个百分点；城镇调查失业率 5.3%，较前值升高 0.2 个百分点。

图表 1： 2019 年 7 月经济数据概览

宏观指标	市场预期	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12	18-11	18-10	18-09	18-08	18-07	18-06	18-05	18-04	18-03	18-02	18-01
GDP	单季 %	-	6.2			6.4			6.4			6.5			6.7			6.8		
工业增加值	单月 %	5.8	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3	5.7	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0	6.0	6.8	7.0	6.0	7.2	
城镇调查失业率	单月 %	-	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3	4.9	4.8	4.9	4.9	5.0	5.1	4.8	4.8	4.9	5.1	5.0	5.0
投资	累计 %	5.8	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	5.9	5.9	5.7	5.4	5.3	5.5	6.0	6.1	7.0	7.5	7.9	
制造业	累计 %	-	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9	9.5	9.5	9.1	8.7	7.5	7.3	6.8	5.2	4.8	3.8	4.3	
基建	累计 %	-	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3	3.8	3.7	3.7	3.3	4.2	5.7	7.3	9.4	12.4	13.0	16.1	
地产	累计 %	-	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6	9.5	9.7	9.7	9.9	10.1	10.2	9.7	10.2	10.3	10.4	9.9	
社零	单月 %	8.4	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	8.2	8.1	8.6	9.2	9.0	8.8	9.0	8.5	9.4	10.1	9.7	
出口	单月 %	-1.8	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57	3.9	14.3	13.9	9.6	11.6	10.7	11.9	11.9	-3.0	43.6
进口	单月 %	-8.2	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63	2.9	20.3	14.4	20.7	27.0	13.8	26.2	22.3	14.8	37.7
贸易差额	亿美元	396.0	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.38	418.5	330.8	303.2	262.0	274.4	409.0	234.2	262.3	-57.7	322.8
CPI	%	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	2.1	2.9
PPI	%	-0.1	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3	3.6	4.1	4.6	4.7	4.1	3.4	3.1	4.3
信贷	亿元	12700	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800	12500	6970	13800	12800	14500	18400	11500	11800	11200	8393
社融	亿元	16250	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898	15239	7420	21691	19391	12254	14877	9518	17761	15848	11894
M2	%	8.4	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1	8.0	8.0	8.3	8.2	8.5	8.0	8.3	8.3	8.2	8.8
M1	%	-	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7	4.0	3.9	5.1	6.6	6.0	7.2	7.1	8.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评：

我国 PMI 指标已连续三个月位于荣枯线以下，宏观经济下行压力凸显。供给方面，由于汽车和设备制造业当月表现较差，工业增加值回落幅度较大，再现了季末月好、季初月差的特征。需求方面，基建投资发力落空是本次数据最大的预期差；制造业投资虽略有上行，但受制于需求和融资的双重困扰仍处于低位徘徊；房地产投资受监管趋严的影响，继续下行，是未来重要观察点；消费主要受汽车拖累大幅下滑，但后期预计启稳好转。外需方面，虽然以美联储降息为代表的多国货币政策趋于宽松，但短期难以扭转全球经济下滑趋势。叠加贸易摩擦和地缘政治等负面因素见长苗头，全球经贸形势依然不乐观。

总体而言，7 月多项数据不及市场预期验证了当前经济的下行压力，从 7 月底政治局会议的表态看，决策层已经加大了对“稳增长”的重视，后续重点在于更多逆周期政策的出台时间和发力的效果。

基建发力落空对财政调整存在更强诉求

1-7 月基建（不含电力）投资累计同比 3.8%，较上月回落 0.3 个百分点；单月同比 2.3%，较上月回落 2.1 个百分点。其中，水利管理业累计同比-0.3%，降速 1.4 个百分点；公共设施管理业同比 0.1%，提速 0.4 个百分点；道路运输业同比 6.9%，降速 1.2 个百分点；铁路运输业同比 12.7%，降速 1.4 个百分点。

基建分项全面下滑，狭义财政“有心无力”、广义财政依然受限是投资疲弱的主因。而基建发力落空给市场情绪带来一定冲击，对后续政策调整也存在更强诉求。

7 月基建大幅走弱是最超预期分项。基建作为传统的逆周期调节工具，在经济内生动力不足，尤其二季度经济下行压力有所加大的情况下，市场对基建发力的期待也有所增强。政策也及时对冲，6 月 10 日中办与国办联合下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，一方面，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构提供配套融资。另一方面，要求地方政府抓紧启动新增债券发行，力争 9 月底前发行完毕。于是 6、7 月地方债发行节奏明显加快（6-7 月央行口径专项债合计净融资额

7930 亿元，同比多增 5060 亿元)。然而，6、7 月份基建投资的表现持续令市场期待落空。一方面是狭义财政在上半年两本账（一般公共预算与政府性基金预算）均出现较大收支缺口情况下，支出能力存在制约。另一方面，隐性债务的约束较强，而专项债新规对配套融资的撬动作用还并未体现，导致广义财政空间较小。

当前经济内生动力疲态难掩，外部因素又加大下行压力。7 月份政治局会议重提“六稳”、“忧患意识”，并且面临 70 周年大庆等维稳需求，强调“做好下半年经济工作意义重大”。这意味着政策逆周期托底经济的力度需要加强。由于货币政策继续“加水”存在汇率等掣肘因素，并且存在负作用（宏观杠杆率攀升、房地产受益），下半年财政还将是逆周期政策的重点。

政治局会议已对基建发力方向做出部署：（1）传统基建领域，着力于城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程。旧改接替棚改，弱对冲地产投资下行压力。城市停车场、城乡物流的补短板工程，在稳投资的同时，也有助于破除汽车消费障碍、激发农村消费潜力。（2）新型基建领域，加快信息网络等基础设施建设。既提供了基建新增长点，也有助于提振装备制造业需求，切合经济高质量发展的要求。

项目储备充足，基建增速能否持续走高，关键取决于下半年资金来源情况。从狭义财政看，如果按年初预算安排，下半年一般公共预算支出增速仅为 2.2%。而房企融资拿地受限意味着政府性基金收入承压，同时下半年新增专项债额度不足（截至 7 月末仅剩余 4635 亿元），决定了政府性基金支出端受限。而专项债配套融资效果仍待观察，隐性债务的约束难以放松。我们认为，基准情形下基建投资增速或回升至 6% 左右。但下半年地产与外需共振下行的风险较高，必要条件下存在增加专项债限额、放松基建领域非标融资等政策工具箱。

通信设备与汽车是制造业投资主要增长点

1-7 月制造业投资累计同比 3.3，较上月走高 0.3 个百分点。单月同比 4.7%，较上月走高 0.9 个百分点。

制造业投资较上月继续提速，主要由计算机通信电子设备、汽车、电气机械制造业提速贡献。而化工、专用设备制造业也保持了较高增速。5G 通信设备是今年国家重点支持领域，国家与民间资本都持续加大投资力度，1-7 月 10.5% 的绝对增速与年初以来持续提速的增长趋势都成为支撑制造业投资的关键。而汽车制造业受益于刺激政策与终端消费回暖预期，同时“国六”标准逐步落地，也产生主机厂设备更换的投资需求。

但不能忽视制造业投资绝对增速仍处低位，下游制造业（如纺织、食品、金属制品）多处负增长且降速阶段。一方面需求不足，盈利继续承压。二季度出口在零增速上下摆动，消费持续性回暖仍需要耐心，而房地产投资下行节奏可能加快。从价格表现看，CPI 非食品继续走低、PPI 也如期步入负增长区间，短期制造业盈利状况难以改善。另一方面，大小企业融资可得性与意愿分化。贷款需求指数反映大小型企业的融资需求仍在分化阶段，即大企业主动融资意愿较弱，而小企业虽有较强融资需求，但包商事件对金融机构授信能力和意愿产生影响，进而融资可得性受到抑制，反映在 7 月份企业信贷同比大幅少增约 3500 亿元。

减税降费总体效果尚未体现。虽然“减税”已有所体现，但“降费”效果仍然堪忧。从财政数据看，上半年税收同比增长 0.9%，显著低于名义 GDP 增速，体现减税政策落实。但财政平衡趋紧压力下，地方政府通过增加非税收入弥补减税缺口，上半年非税收入同比增长 21.4%，其中主要源于国企央企等多上缴利润、加快结转等。“一增一减”企业实际获得感可能并不强，因此政治局会议也强调下半年要“落实落细”减税降费，以稳定预期，进一步激发微观主体活力。但预算收入增长目标如何实现又是潜在问题。

内生动力不足，政策继续发力。7 月政治局会议提出，稳定制造业投资、引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。对信息网络等新型基建的支持，同样会提振高技术、装备制造业的需求。而通过财政、信贷支持，引导民间资本加大高端制造业领域投资仍会是政策对冲制造业下行的主要方向。

地产融资收紧后的边际变化

1-7 月房地产开发投资累计同比 10.6%，较上月回落 0.3 个百分点。当月同比 8.5%，较上月下行 1.6 个百分点。

房地产投资下行方向符合市场预期，但融资政策收紧后的降幅还需要继续观察。对违规非标的限制在拿地、自筹资金的数据层面已有所反映，但销售回暖、地产领域放贷仍快，对投资韧性存在支撑。

开发资金来源看，1-7 月合计资金同比 7%，降速 0.2 个百分点。但主要分项看，国内贷款累计同比 9.5%，反而提速 1.1 个百分点，同时受益于销售回暖（1-7 月商品房销售额同比 6.2%，提速 0.6 个百分点），定金预收款、个人按揭款也均有所提速。不过自筹资金同比 2.8%，降速 1.9 个百分点。意味着，7 月份银行和非银对地产领域放贷速度还较快，但过往包装为权益的非标（计入自筹资金）受监管限制已显著回落。

开发环节看，拿地降温、开工降速、竣工提速。1-7 月土地购置面积同比-29.4%，降速 1.9 个百分点，主因房企前端融资拿地受限，也带动开工增速下行。新开工累计同比 9.5%，降速 0.6 个百分点，竣工累计同比-11.3%，提速 1.4 个百分点，我们此前判断，由于去年房企高周转，大量开工项目推盘后停缓建，而受制于交房后的工期限制，今年竣工增速可能见底回升。

年内房地产投资还存在加速回落风险。一方面，支撑去年地产高增速的土地购置费，或因年初土地成交价款的断崖回落（主要是三四线城市），在下半年对地产投资由正向拉动转为负向拖累。另一方，7 月份开始大幅收紧的房地产融资政策，对房企资金面压力将向投资端传导。我们认为房地产投资高韧性的拐点已至，下半年投资增速或加速走低，预计全年投资增速降至 7% 左右。

汽车需求透支是主要拖累，稳就业与预期是稳消费关键

7 月社会消费品零售总额名义值同比 7.6%，较上月回落 2.2 个百分点。实际值同比 5.7%，回落 2.2 个百分点。

6、7 月份消费升降波动，市场早有预期，但幅度均超出预期。主要在于市场将关注点过度集中于汽车消费，居民就业与收入预期更是影响整体消费走势的关键。

整体上，消费因贸易摩擦反复与就业市场不稳定因素而有所受抑。7 月城镇调查失业率走高至 5.3%，较去年同期走高 0.2 个百分点。同比环比看就业压力都是明显增大的，内需不足叠加外部贸易摩擦冲击，稳就业压力仍然显著。而稳增长的根本目的就在于稳就业。收入预期不稳定是消费下行的关键因素，7 月居民存款同比少减 1900 亿元，反映出居民支出意愿不强。

分商品而言，主导 6、7 月消费上下波动的关键还是汽车，主要因 7 月份部分省市的汽车排放标准“国五转国六”，引发经销商提前降价去库存力度较大，需求存在透支，7 月份汽车类零售同比-2.6%，降速近 20 个百分点。但同时，化妆品、金银珠宝等可选消费品、家具家电等地产后周期品同样降速显著，这更能体现居民支出紧缩的情况。

但排除 6、7 月的高低跳点后，我们对后续消费并不悲观。

一方面，政策多点发力稳消费。7 月份政治局会议提出，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。我们看到，城市停车场、城乡物流的基建补短板工程，也助力破除汽车消费障碍、激发农村消费潜力。5G 等通信技术支持也会带动通信电子、物联网相关商品的需求。“多用改革办法”指导下，预计下半年稳消费措施仍将陆续落地。

另一方面，我们仍看好汽车消费企稳复苏的逻辑。其一，后批国六标准地区仍有促销动力。后一批国六标准实施地区，因调配增加了国五车库存，又需要在 2020 年 7 月前清仓销售，未来一年仍存在降价促销动力。其二，政策破除汽车消费障碍。中央层面，6 月国家发改委下发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》，提出坚决破除乘用车消费障碍，严禁各地出台新的汽车限购规定。地方层面，5 月广东出台《完善促进消费体制机制实施方案》，逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，其他地市不得再出台汽车限购规定。自 2019 年 6 月至 2020 年，广深两市增投 18 万个车牌指标。放松限购、增投车牌指标会对销售有所提振。其三，汽车置换潮的启动为销售回暖提供中期逻辑，国六标准或助力居民置换需求。其四，下半年汽车销售基数走低对销量增速回暖的趋势较友好。

市场启示

我们 5 月份判断三季度债市将挑战前低。前期市场下行纠结源于几方面制约：1、MLF 和资金成本；2、最近地方债和银行永续债二级资本债比较多，加上城商行还有一定的抛压；3、经济下行压力明显，但有没有断崖式下行预期。

我们对债市的几大核心逻辑不改：1、房地产政策封杀经济上行空间；2、包商等事件重定义了无风险资产，加上融资需求萎缩，缺资产比较普遍；3、中美利差是最大安全垫；4、中美贸易摩擦反复及情绪冲击。

和 16 年比各方面存在本质区别：16 年是金融加杠杆导致需求力量扩张快于资产供给，压低了利率。但是 16 年的需求是建立在杠杆的基础和央行背书基础上的，一旦货币政策调整，釜底抽薪。当时的融资需求其实已经恢复，信用债刚兑还在，城投、过剩产能都是香饽饽。现在融资需求萎缩，可投资资产减少。有点衰退式宽松的感觉，货币政策并不松，但利率仍有内生下行压力。

十年国债 3% 以下，我们没有能力预判点位了。但整体看，大逻辑没动摇，拥挤交易不严重、不明显，职业年金等仍在有序流入。目前的市场还算安全、健康。收益率曲线平坦化是我们近期的主要判断，对应货币政策并不松，而是实体经济衰退式宽松。保持久期策略的同时，结构性机会可以挖掘。1. 10-20 年国债利差仍高。2. 2-5 年期的下滑回调不错。

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_10677

