

宏观动态报告

2019年8月10日

**经济短期回暖，4季度货币政策相机而动**

**宏观经济7月动态报告**

**核心内容：**

**1、发达国家市场景气度不足**

美国经济拐点来临，美联预期下半年再降息。欧元区回暖基础并不牢固，日本经济指标回落。全球主要市场经济向下，开启货币周期。

**2、中国生产端和需求端回暖，订单积累下的反弹**

2季度GDP回落，但6月份经济指标全线反弹，预计能持续2个月左右，3季度经济增速可能与2季度持平。

先行指标平稳，生产仍然在荣枯线之上，订单稍有下滑，外贸订单滑落较快，但企业原材料库存增加，企业积极备货，制造业生产可能短期反弹。

生产端大幅回升，可能在前期订单积累下的反弹，挖掘机销量、日均耗煤、发电量回升，土地出售止跌，钢产量高位下降。未来生产可能小幅回暖，工业生产在3季度走高，回到6.0%左右。

需求方面，居民需求有所回升，汽车消费上行，原油价格回落因素，预计居民消费3季度在8.5%左右。出口表现韧性较强，回落幅度可能低于预期，出口增速回落至-2.1%左右。政府需求反而较为平稳，自1季度后并未有所变化，预计基建投资2季度4.5%，固定资产投资3季度5.4%。

**3、信贷回升，多为短期需求**

6月份社融大幅上行，居民短贷和企业短贷、地方政府专项债以及债市融资回暖，企业长贷仍然疲弱。社融回暖有季节性因素，也有短期生产回升下资金需求的上行。预计7月份社融回落，3季度可能达到5.3万亿。

**4、经济周期与金融周期交织，经济短期回暖**

货币投放可以短时带动经济增长，在经济向下的过程中利用货币来延缓经济下行速度。6月份经济小幅回暖后，预计货币政策仍然以观望为主，全球货币环境较为有利，货币政策可能在4季度稍有放松。

**6、未来政策、经济推演**

预计3季度GDP经济回暖，同时去年基数较低，3季度同比可能持平2季度或略有回升，3季度CPI回落，短时利好资本市场。货币政策仍然谨慎，银行扩表停滞，短时货币刺激较弱。经济向下的力量仍然较强，房地产业持续下行的趋势不变，累积订单生产完成后工业仍然会随之回落，消费刺激透支了未来的消费能力，中美之间的博弈仍然有很大的不确定性从而影响出口。预计4季度经济仍然呈现回落态势，全年经济增速在6.2%左右。如果4季度经济呈现回落态势，货币政策会稍有放松，降准还是“降息”可能是经济滑落速度而定。

对未来政策的推演，最大的变化可能是中美贸易谈判的进程。如果中美保持继续谈判接触，那么经济仍然会缓慢下滑，基建投资上升幅度不大，货币政策稍显宽松，这对股市利好中显中性，对债券市场利好。如果中美摩擦升级，下半年经济滑落速度加快，刺激政策推出，财政和货币政策配合，那么利好股市，利空债市。如果协议仍然无法达成，经济回落，而采用市场化手段进行改革，释放生产要素活力，减少管制，小幅刺激拖住底部，那么对股票市场长期利好，短期利空，对债券市场利好。

**主要风险：中美贸易摩擦走向极致施压的风险、CPI超预期上行的风险、货币政策过于谨慎的风险**

**分析师**

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com

执业证书编号：S013051107000403

**特别感谢：**

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

## 目录

一、经济金融周期交织，经济短期回暖 .....	3
二、国际经济观察 .....	5
(一) 美国：经济拐点到来，美联储降息 .....	5
(二) 欧元区：增长稍有回暖，不确定性仍然较大 .....	6
(三) 日本：二季度并不乐观 .....	7
三、国内经济：短期可能反弹 .....	8
(一) 2 季度 GDP 回落 .....	8
(二) 先行指标平稳，有回升迹象 .....	9
1、6 月份 PMI 平稳 .....	9
2、钢产量下滑、耗煤回升，生产较为平稳 .....	10
(二) 生产端回升：上游停滞，下游反弹 .....	12
1、工业增加值增速反弹，未来仍有隐忧 .....	12
2、上游生产停滞、下游生产反弹 .....	13
(三) 需求端：居民支出维稳，政府有待发力 .....	14
1、消费：汽车带动消费走高 .....	14
2、投资：未来仍有隐忧，下半年继续回落 .....	15
3、进出口：出口下滑弱于预期 .....	17
(四) 通胀：预计 CPI 走高，PPI 回落 .....	18
1、CPI：食品决定 CPI，原油决定 PPI，年末迎高点 .....	18
2、PPI：原油回落 PPI 继续下行 .....	19
(五) 工业利润：下半年可能先扬后抑 .....	20
四、金融：短时因素促进社融走好 .....	21
五、未来经济走势和政策判断 .....	23
六、国内外主要风险 .....	25

## 一、经济金融周期交织，经济短期回暖

经济运行有其自身规律，我国经济进入L型底部，需要很长时间磨底。2018年货币政策稍显紧缩，严监管侧面带来了紧信用，社会融资增速跌入负值，随之而来经济滑落。2018年4季度，政策开始转向，金融周期重启，我国经济重新进入过了经济周期和金融周期的交汇影响的阶段。货币投放会放大社会需求，随着利率逐步下滑，带动了社会投资的回升，投资的回升带动需求回升，需要更多的货币支持，利率随之走高。2019年1季度我国经济迎来了开门红，随之央行保持谨慎，货币政策既要使得经济保持平稳运行，缓慢变化，又要防范杠杆上升过快带来系统性风险，央行希望在经济保持稳定的同时使得社会杠杆率缓慢下滑。

之所以如此矛盾是因为我国企业累计杠杆率过高，债务集中在少数行业引起社会资源配置失衡，从而带来失控风险，最主要的矛盾集中在房地产和金融业。央行更多的货币投放流向了房地产和金融业，在房地产受到严控后，央行的货币投放直接带来了金融业的繁荣，从而提高了整体利率水平。可以说经济下滑是有其内生力量，而货币的投放失衡来自于经济和制度结构的失衡，结构的失衡是货币政策解决不了的问题。央行一方面投放货币支持经济，一方面加强监管避免货币更多的流入金融行业从而带来利率和流动性分层，这也就是我国利率双轨制影响。

我们在观察经济的同时要确定货币政策动态，从而判断未来经济的发展。金融周期，或者说货币投放可以短时的带动经济增长，虽然长时间来看不改变经济周期的方向，但是可以调节经济周期的时间。2018年4季度开始的金融周期延续至2019年1季度，由于经济取得较好的成绩，从3月份开始央行渐趋谨慎。

表1：6月份经济指标总览

	PMI	工业	消费	出口	投资	通胀
<b>增长</b>		6月份生产大幅回升，超过预期，4、5月份压制下的反弹	社会消费大幅上行至9.8%，汽车消费单月上行17.2%		投资出现小幅上行，制造业稍有平稳，房地产依然小幅下滑	
<b>平稳</b>	PMI与上月持平，但库存处于低位，未来生产处于反弹					6月份CPI与5月份持平，PPI回落
<b>下滑</b>				6月份出口回落至-1.3%，进口回落速度减弱		

资料来源：中国银河证券研究院

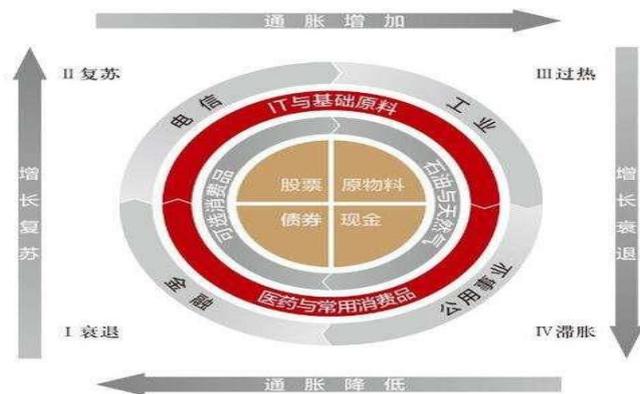
2季度经济指标回落，GDP下滑至6.2%，工业生产回落，居民消费延续弱势，制造业投资疲软，房地产有下滑趋势，基建仍然稳定。虽然居民消费下滑，但政府投资仍然是中流砥柱。外部环境较为复杂，中美贸易摩擦影响外贸，全球贸易不振也带来出口的回落。企业生产在4、5月份陷入低谷，但经济指标在6月份全面反弹，工业生产大幅走高，受到刺激政策影响的汽车消费会开始回暖，出口虽然仍在下滑，但回落速度减弱，投资仍然较为平稳。

我们认为6月份指标预示着3季度前两个月回暖，这种回暖是经济陷入低谷后的反弹，反弹会持续2~3个月，同时去年3季度基数较低，可能带来同比上的回升。3季度经济短期见好，生产恢复速度快于2季度，居民消费略有下滑，投资相对稳定，出口好于预期。主要是因为：(1)汽车刺激消费的影响仍能延续；(2)企业订单有一定的累积；(3)制造业投资已经处于低位；(4)基建投资仍然较为稳定；(5)出口企业受到政策支持，虽然对美出口仍然弱势，但对其他国家出口较有竞争力。

但同时，经济不是持续向好是因为经济向下的力量仍然较强，房地产业持续下行的趋势不变，累积订单生产完成后工业仍然会随之回落，消费刺激透支了未来的消费能力，中美之间的博弈仍然有很大的不确定性，随时会再次影响出口，4 季度经济可能会随之回落。

从美林时钟来看，3 季度我国经济可能进入短暂的回暖，同时 3 季度 CPI 会出现较为显著的下滑，在此组合下，资本市场可能会表现更好。

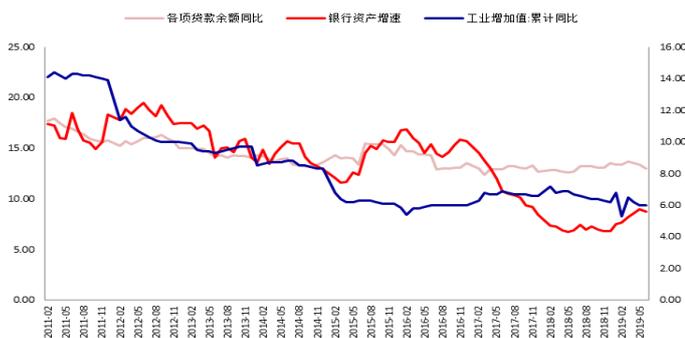
图 1：美林时钟



数据来源：中国银河证券研究院

金融周期来看，现阶段处于稳定，银行资产增速和贷款增速稍有下滑，如果其持续下降会对 4 季度经济产生影响。但也要注意，全球进入降息周期，我国货币环境会更宽松，央行在下半年仍然可能继续降准或进一步开启“降息”，但节奏要等到经济指标全面回落才会进行，我们预计在 4 季度。

图 2：信贷和银行资产增速 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

短时间经济指标走高的情况下，央行可能仍然保持谨慎，财政和货币政策并未有太多变化。但 1~6 月份地方专项债已经发行超过全年额度的 70%，财政政策可能会在下半年边际放松。货币政策和财政政策的配合可能仍然不是特别紧密，如果中美贸易摩擦进一步激化，货币政策会有所改变。在通胀暂时允许的条件下，只有增加杠杆稳定经济更为迅速。

未来政策方面，如果出现大幅变化可能是基于中美贸易再次恶化，政策需要评估对经济的影响，需要推出货币和财政配合的政策，那么利好资本市场。

## 二、国际经济观察

### (一) 美国：经济拐点到来，美联储降息

近期的经济数据显示，由于全球经济增长放缓以及美中之间的贸易战影响，美国二季度经济增长会大幅放缓。因为美国就业增加开始大幅放缓，薪资增速虽然维持高位，但不再加速上升，表明经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。现在市场上的一致预期为美国经济二季度增速放缓至2%左右。

如果对美国经济未来做出三种假设，那么经济各部分的运行情况如下，虽然没有显示经济实际运行进入衰退，但是加速上行已经将结束，经济可能在下行前期。近几个月的多项数据都呈现停滞或下行趋势，缺乏上升动力，尤其是最受美联储重视的CPI已经连续下滑，失业率非但没有随非农就业的增加而下降，反而小幅提升至3.7%，平均时薪也不及预期，劳动力市场面临压力。而贸易问题仍具很大不确定性，对美国经济未来产生压力。

表1：美联储经济情况

	经济	就业	收入	消费	通胀	资本支出	未来经济
假设1	经济加快上行	就业人员缺口较大	薪资快速上行	继续增加	继续上行	继续加大	加速上行
实际情况							
假设2	经济维稳	就业暂时稳定	薪资停滞	停滞	维持稳定	维持资本投入	稳中波动
实际情况		7月12日当周初请失业金人数增加8000人，初请失业金人数小幅回升，表明劳动力市场动力有所放缓	小时工资环比上行0.2%，不及预期	6月零售销售环比增加0.4%，核心零售销售环比增加0.1%。		美国6月ISM制造业PMI为51.7，创出2016年10月以来新低，新订单也低于预测和前值，未来有压力。	
假设3	经济下行	就业暂时稳定	薪资停滞	下行	下行	维持资本开支	下行
实际情况	美国2季度经济增速放缓	6月非农就业人口远超预期，失业率3.7%小幅上升，6月ADP私人就业环比小幅回升，表明劳动力市场有所放缓			6月CPI仅有1.6%，与预期一致，低于前值	6月工业产出月率为0，低于预期0.1%	3季度GDP预期回落

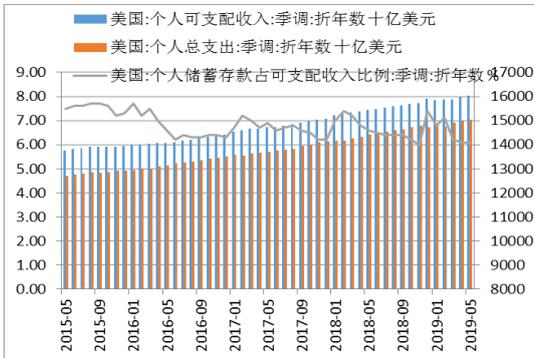
数据来源：中国银河证券研究院

5月CPI年率仅为1.8%，低于预期的1.9%和前值2%；自2017年6月以来首次低于美联储2%的指标水平。美国密歇根大学消费者信心报告显示，消费者对长期通胀的预期也降至历史新低2.4%。更为关键也是美联储关注的通胀重点数据，5月个人消费开支物价指数上升0.2%，主要反映食品价格上升。个人支出下降与通胀下滑显示经济增长放缓且通胀压力温和，美联储降息到来。

美国上周新申领失业援助人数增加1万人至22.7万人，高于预期；4周平均新申领失业援助人数22.125万人，增加2250人；持续申领失业援助人数增加2.2万人至169万人。上周美国初请人数超过预期，随着汽车制造商为夏季重新装备而暂时关闭工厂，未来几周初请失业金人数可能进一步上升。

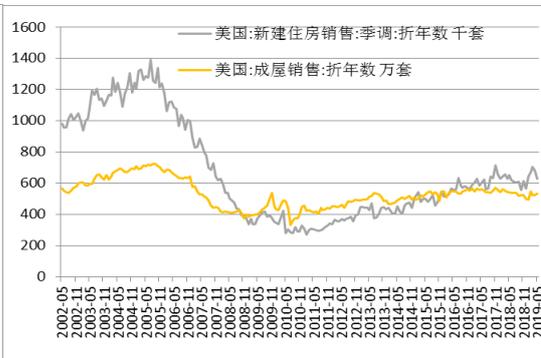
房地产方面，美国5月新屋销售下跌7.8%至年率62.6万套，低于预期，连续两个月下跌，已经跌至去年12月后最低水平。销售价格中值同比下降2.7%，至30.8万美元。本月末待售的新房数量几乎没有变化，为33.3万套。按目前的销售速度，4月份房屋供应量从5.9个月增加到6.4个月。美国5月NAR季调后成屋销售终值上升2.5%至534万套，好于预期。主要受到来自低按揭利率的刺激，抵押贷款利率下降，消费者信心上升，工资增长速度加快，房地产市场维持稳定。

图 3：美国个人收入下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：美国成屋销售下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## （二）欧元区：增长稍有回暖，不确定性仍然较大

欧元区 6 月服务业 PMI 好于预期，但增长主要来自于服务业，但德国出现了温和增长，缓解了欧元区经济下行的压力。但是欧洲的回暖仍然不稳定，汽车行业需求下滑并未缓解，欧元区通胀持续处于预期之下，英国脱欧以及其他地缘政治的不确定性，欧元区复苏面临不稳定性。

欧元区公布的 6 月零售销售月率增长 0.4%，与上月持平；6 月零售销售年率增长 2.4%，预期值增长 1.2%，前值增长 0.7%。欧元区零售销售月率符合预期但年率明显强于预期的表现经济活动有所复苏。同时，欧元区 6 月综合 PMI 初值创七个月高位。欧元区 6 月制造业 PMI 初值 47.8，较前值 47.7 有所上升，服务业 PMI 指数 53.4，综合 PMI 初值 52.9，对应的 GDP 增速微超 0.2%。尽管制造业有所反弹，但动力仍然不足，增长主要来自于服务业。

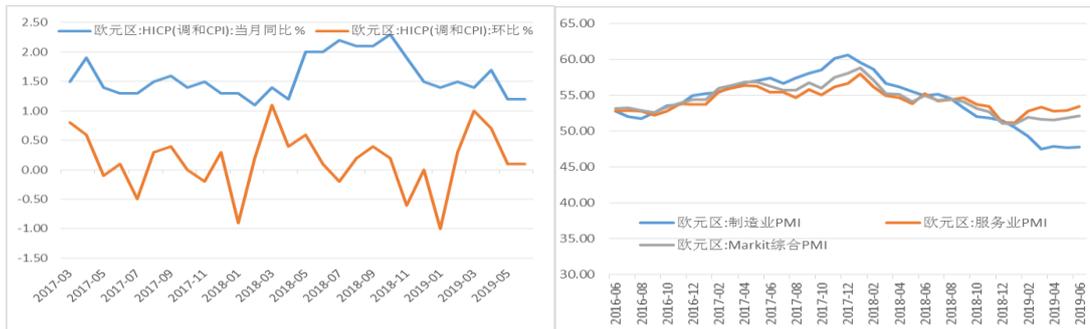
德国方面，6 月服务业与制造业行业 PMI 有所走高，表明欧洲最大经济体在第二季度出现温和增长。德国 6 月制造业 PMI 初值创近 4 个月新高，表明放缓步伐开始停止。法国方面，6 月私营部门保持了增长的动能，为连续第三个月商业活动录得增长。PMI 数据来看法国第二季度将录得 0.3% 的 GDP 季率。

周五欧盟统计局公布的欧元区 6 月 CPI 年率初值为 1.2%，符合市场预期。扣除能源、食品和烟草在内的核心通胀指标上升至 1.1%。尽管基础价格回升快于预期，但欧元区通胀仍远低于欧洲央行 2% 的目标水平。欧元区今年的经济增速料仅为 1.2%，不及 2017 年的一半。

长期以来，疲软的通胀一直困扰着欧洲央行，低迷的物价和全球贸易紧张局势带来的下行风险，促使欧洲央行考虑为经济增加更多的刺激措施。欧洲央行行长德拉基上周表示，如果经济前景没有好转，欧央行将采取行动。市场普遍预期欧央行可能在 9 月份重启 QE。

图 5：欧元区 CPI 平稳 (%)

图 6：欧元区 PMI 平稳 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

### (三) 日本: 二季度并不乐观

日本经济指标处于回落状态, PMI 下行, 出口也出现回落, 主要受全球经济不景气影响, 1 季度贸易净出口增加对拉动日本 GDP 增长发挥了重要作用, 而这些拉动可能在 2 季度减弱。同时通胀可能走弱, 前期受油价影响而启动的 CPI 可能会油价下滑回落, 日本的货币政策宽松可能要持续到 2020 年末, 并且未来并未没有任何货币收紧的必要。

表 3: 日本经济情况

增长									
平稳	第一季度GDP环比增长0.6%, 预估为0.6%。同比增长也与预期相符。	失业率2.4%, 较上月小幅回落	今年以来个人收入持续负增长。4月个人收入增速-0.04%, 但比上月有所上行。			6月份实际通胀0.7%; 核心通胀0.6%。是自2017年8月以来最低水平。			✓
下滑				商业消费增长-2.26%, 比上月-0.22%下滑速度加快	出口同比增速下降6.65%。	6月制造业PMI终值49.3, 前值49.8。	工业生产指数-2.10%, 比上月-1.08%下行。		

数据来源: 中国银河证券研究院

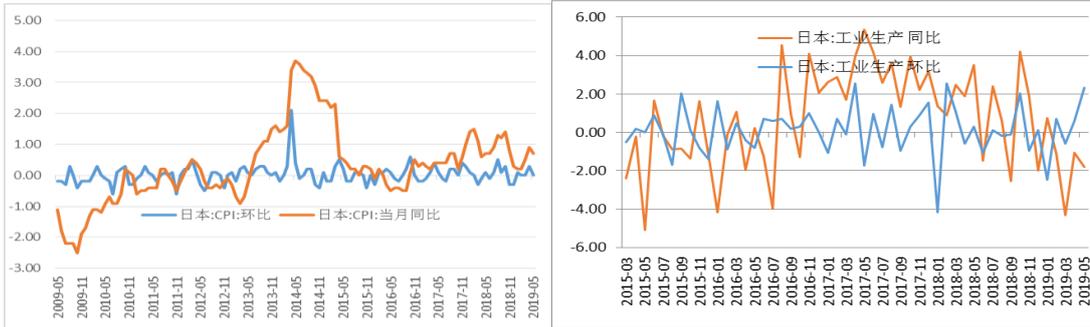
日本 5 月份 PPI 环比-0.1%, 预估 0.0%。日本 5 月份 PPI 同比增长 0.7%, 随着油价下跌, 日本生产者价格随之下降。5 月份日本全国 CPI 同比 0.7%, 环比 0, 电费和餐饮菜品的涨价拉高了整体指数。在原油价格上涨的背景下, 电费同比上涨了 3.6%, 城市煤气费同比上涨 6.4%, 汽油费同比上涨 2.8%。原材料费和人工费的大幅上涨也让餐饮和点心类的商品价格上涨。

5 月份的失业率为 2.4%, 与上个月持平; 失业人数较去年同期增加 7 万人, 达到 165 万人。5 月份有效求人倍率为 1.62 倍, 较上个月下降了 0.01 个点。有效求人倍率反应了每名求职者对应的招聘岗位数。

5 月工业产出环比增长 2.3%, 超市场预期, 连续第二个月实现增长, 并创下自去年 2 月以来最大环比增幅。但同比仍下降了 1.8%。主要得益于汽车以及用于生产平板显示器的机械产出的增加, 抵消了飞机零部件产出的下滑。

图 7: 日本 CPI 回落 (%)

图 8: 日本工业生产回落 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

### 三、国内经济：短期可能反弹

#### (一) 2 季度 GDP 回落

2 季度 GDP 回落至 6.2%，主要是制造业的疲软拉低了经济。从三大需求来看，资本形成今年对 GDP 的贡献持续处于低位，居民消费虽然 2 季度回升，但政府消费下行造成最终消费贡献下降，两大需求的下降使得净出口对 GDP 的贡献被动上行。6 月份经济指标虽有所回升，但出口回落、制造业探底和政府消费提升方面，未来仍然有压力。预计 4 季度 GDP 回落至 6.1%，全年 GDP 增速在 6.2% 左右。

2019 年 2 季度 GDP 当季值 237,500 亿元人民币，GDP 名义同比增长 6.2%，比上一个季度回落 0.2 个百分点，名义 GDP 同比增速 8.3%，比上一季度增加 0.46 个百分点。

2 季度第一、二、三产中，三产增速平稳，二产增速下滑 0.5 个百分点至 5.6%。2 季度 GDP 下滑的主要原因仍然是制造业的下滑带来的。

从三大需求来看，净出口 2 季度对 GDP 的贡献度为 20.7%，比上个季度减少 2.1 个百分点，2 季度出口比 1 季度回落，但进口小幅回升，2 季度顺差 1064 亿美元，进出口表现较为平常。最终消费对 GDP 的贡献度 60.1%，比上个季度下行 5 个百分点，社会消费品零售总额 2 季度比 1 季度上行 0.25 个百分点。资本形成对 GDP 累计同比的拉动回升 7.1 个百分点至 19.2%，仍然处于较低水平，2 季度固定资产投资总额达到 19 万亿，比 1 季度上行近一倍，带动了资本形成对 GDP 的贡献。

进出口对 GDP 的高贡献率源于资本形成贡献的下降，是被动的上行。最终消费对 GDP 的贡献下行，但是社会消费品零售总额 2 季度有所提升，政府消费相应下行。资本形成对 GDP 的贡献回升，但总体仍然较为疲软，投资受到约束。

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\\_10805](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10805)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>