

2019 年 08 月 04 日

王静玉

Tel: 029-88830208

jingyu.wang@maikigroup.com

宏观经济及贵金属月报

风险事件影响 全球经济下行压力增大

道琼斯工业指数日收盘折线图



沪深 300 指数日收盘折线图



COMEX 黄金活跃合约日收盘折线图



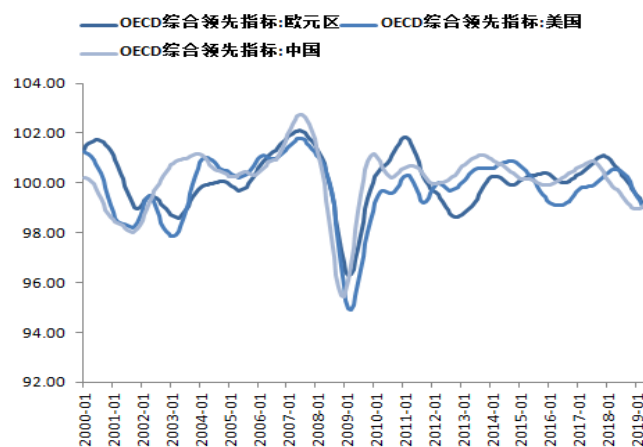
- 8 月初中美贸易磋商再生波澜，担忧情绪将影响投资和消费，影响三季度中美经济表现。日韩也不平静，日本将韩国移除白名单，贸易关系持续紧张使全球经济面临下行风险。
- 中国方面，二季度中后期社融等增速维持高位，促进三季度中前期基建投资小幅回升，有助于稳定短期经济。但外部环境持续变差，以及融资高增速下半年不能维持的风险大，使经济增长压力持续增大。
- 房住不炒以及政治局会议首提不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产投资面临下行风险。新旧动能转换期适当采取稳增长措施有助于改革推进，关注下半年货币政策是否有较大动作。对明年经济增长并不过分悲观，关注科技升级进步带来的消费提升。
- 美国经济增长预期不断变差，但目前实质性恶化的是制造业。就业市场保持平稳，房地产市场略有回升，消费增速有下行迹象。未来担忧是，如果后期制造业不佳影响到就业以及消费，那美国经济增长的风险进一步加大。下半年美经济表现是关键。
- 7 月份美联储实现首次降息，经济表现不佳以及政治风险加大，推动 9 月份美联储再度降息的概率不断上升。避险情绪影响下，美股在 8 月初表现不佳，美债价格不断上行，日元上涨，避险资产价格攀升。
- 三季度初欧元区经济重新走弱，政治不稳定持续影响经济表现。10 月 31 日英国脱欧最终日期之前，无协议脱欧风险持续存在。
- 从全球经济下行风险导致货币宽松、利率下行，以及政治风险因素、贸易不确定因素持续存在来看，贵金属黄金、白银价格存在中长线继续上涨机会。中短线来看，6 月份以来的上涨受经济数据走弱、加息预期强化、贸易风险持续影响，预计 8 月份价格走势大体保持震荡上涨。

二季度末全球经济跌势略有缓和，8月风险再现下半年下行压力依然较大

7月中美贸易关系缓和，全球经济表现略有改善，下行局面稍有缓和。二季度中后期中国政府各项稳增长措施继续推进，6月份地方政府债券发行规模明显加快，社融增速、M1增速等数据好转，促进各项经济运行指标低位持稳。6月中国固定资产投资和零售品消费增速回升，但增速绝对水平不及2019年一季度。后期，在信用环境扩张受限的情况下，地方债能够在多大力度上支撑社融增速存在制约，所以经济下行压力并未实质缓解。美国三季度初期制造业表现仍疲软，但就业市场保持稳定以及房地产市场再度显现向好迹象，关注三季度美国制造业能否止跌企稳，以及消费市场能否继续保持稳定，这将影响美国经济短期是否继续走弱，并且影响美联储货币政策预期。

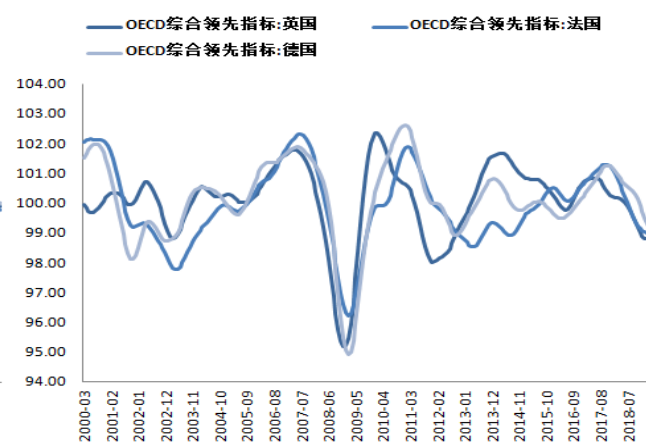
全球经济回落风险加大促使主要央行货币政策转向宽松。最具代表性的美联储，6月份议息会议表态未来将降息，意味着货币政策正式从之前的加息紧缩转向降息宽松。尽管目前市场有观点认为美联储降息是预防措施，不是宽松的开启，但不可否认的是，政策转向是具有指向意义的，美联储未来会根据经济情况的变化进行判断，所以未来关注点是降息节奏。影响降息节奏的是美国经济表现以及全球经济风险情况。美联储降息又会进一步影响美元等汇率、利率以及股票市场等表现，降息对利率和汇率走势形成压制，有利于股票市场，但股票市场同样受到经济表现影响，商品市场则更倾向于受到当前经济情况影响。

图表 1 OECD 综合领先指标



资料来源：迈科期货

图表 2 OECD 综合领先指标



资料来源：迈科期货

中国：二季度末社融增速保持稳定，经济数据止跌略有企稳

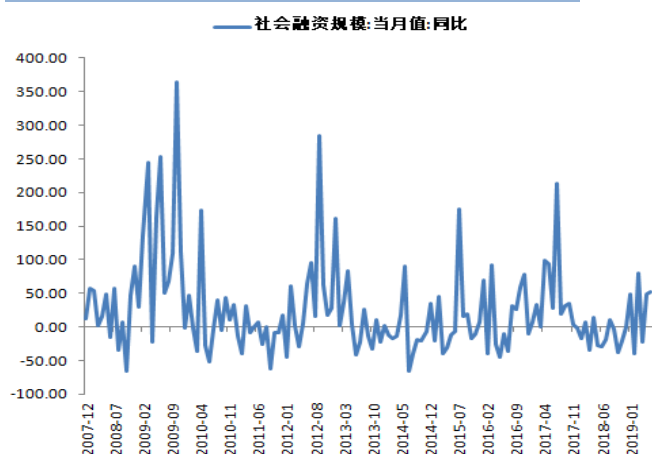
6月社融增速保持稳定，对短期经济增长略有稳定作用

6月新增社会融资规模 2.26 万亿，1-6 月累计新增 13.2 万亿，较去年同期同比增长 31.25%，增速高于 4 月和 5 月，但不及 1 月和 3 月增速。6 月社融新增部分主要来源于人民币贷款以及地方政府专项债券，新增委托贷款和信托贷款萎缩幅度未进一步

恶化。

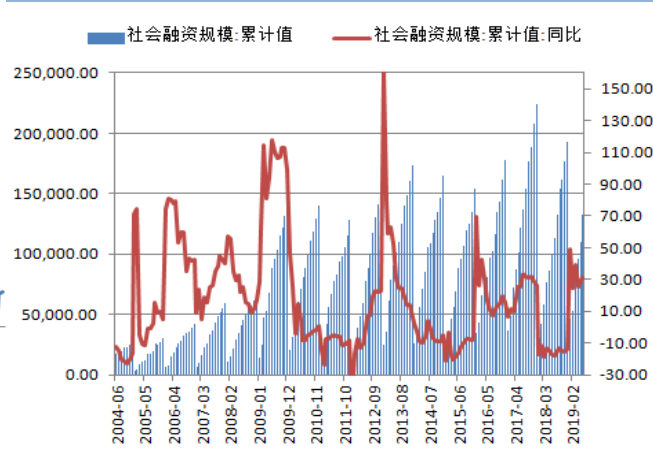
风险在于，当前高于 30% 的新增社融增速难以维持的概率大。因为根据推算，即使三季度地方政府专项债发行速度加快，在 9 月底之前全部发行完毕，在新增贷款同比增速已经明显回落的情况下，如果新增委托贷款和信托贷款维持当前的萎缩速度，预计三季度末新增社融增速将回落至 20% 左右。如果四季度在地方政府债额度完毕的情况下，没有新增部分对社融形成贡献，将进一步拉低社融增速。

图表 3 中国社融融资规模同比增速仍维持高位



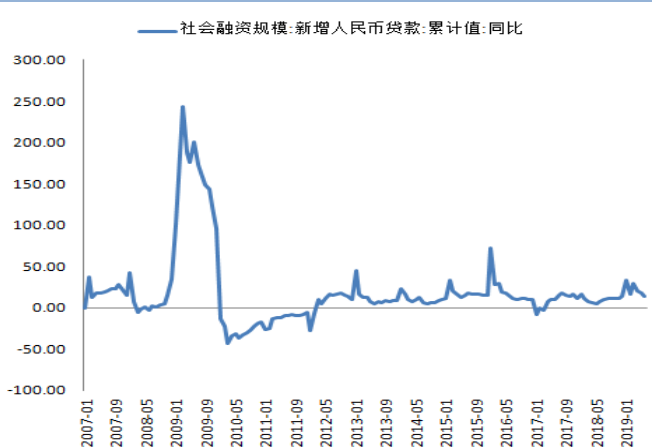
资料来源：迈科期货

图表 4 社融规模增速仍维持高位



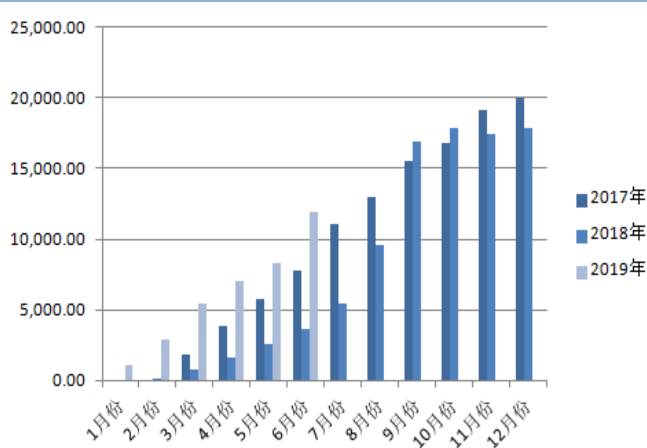
资料来源：迈科期货

图表 5 二季度中后期新增人民币贷款增速回落



资料来源：迈科期货

图表 6 社融发行速度加快



资料来源：迈科期货

7 月份以来银行间利率水平居高不下，信用状况有所收缩

尽管近似无风险利率的国债利率水平在 7 月份继续保持平稳，10 年期国债利率在 3.16% 附近徘徊，各评级企业债利率也基本保持平稳，但是银行间利率水平在 7 月份有显著上升。截止 7 月末，7 天期同业存款利率比 7 月初最低时上行近一个百分点。银行间质押式回购利率在 7 月份同样居高不下，1 年期回购加权利率上行显著。6 月份以来，个别银行的风险事件，影响风险偏好导致利率水平偏高，必将影响到银行业的信

用创造能力。

在银行表外业务仍然不断萎缩的情况下，新增人民币贷款、企业债融资、地方政府专项债对社融有正贡献。2019 年以来人民币贷款和地方政府债此消彼长，新增人民币贷款截至 6 月份仍有 75% 以上比重，地方债占比则提高至 6 月份的 9%。关注在房地产销售下降的情况下居民中长期贷款是否有萎缩，这将影响贷款余额增速是否继续下降。

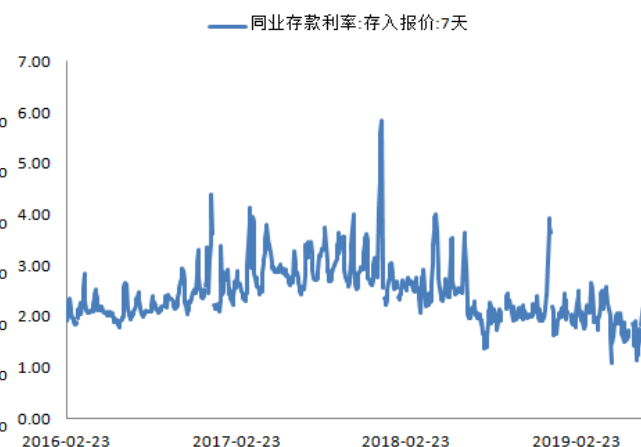
当前经济表现和信用状况显示仍需要相关措施稳定经济增长。在美联储降息后，国内政策利率的压力将明显减弱，关注央行是否下调 MLF 等利率，甚至动用基准利率，引导银行利率水平下行，促进信用扩张。

图表 7 债券利率水平不断下行



资料来源：迈科期货

图表 8 银行间利率水平 7 月份居高不下



资料来源：迈科期货

6 月房地产市场投资增速回落，基建投资继续成为稳定固定资产投资的力量

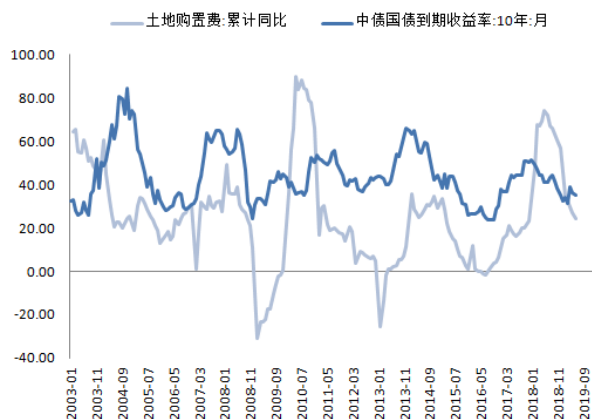
2018 年土地购置费用影响房地产市场投资出现超预期增长，2019 年这一因素正在逐步减弱。2019 年 6 月土地购置面积累计同比增长-27.5%，土地购置费用从上年末的 57% 回落至 24.2%。2019 年建筑工程和安装工程增速逐步回升，得益于新开工面积和施工面积增速仍然维持。不过二季度以来新开工面积逐步回落，后期将拖累建安工程的投资增速。预计下半年房地产市场投资增速将在 6 月份略高于 10% 的增速水平上逐步回落，估计年底逐步回落至 5% 左右。

从 7 月 30 日中央政治局会议的定调来看，强调房住不炒，没有意图用房地产市场稳定短期经济增长。这意味着短期稳增长力量将转向 7 月底政治局会议提到的补短板投资，例如稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设；加快重大战略实施步伐，提升城市群功能。

基建投资增速主要受制于资金状况，预计二季度中后期社融增速保持稳定，以及地方债加快发行，能够在三季度对基建投资形成一定稳定作用。6 月份固定资产完成额累计同比增长 5.8%，较上月回升 0.2 个百分点。其中，基建投资增速 6 月份止跌，

不含电力累计同比增长 4.1%，较上月略回升 0.1 个百分点，回升不明显。

图表 9 土地购置费用增速不断回落



资料来源：迈科期货

图表 10 房地产开发投资完成额增速不断回落



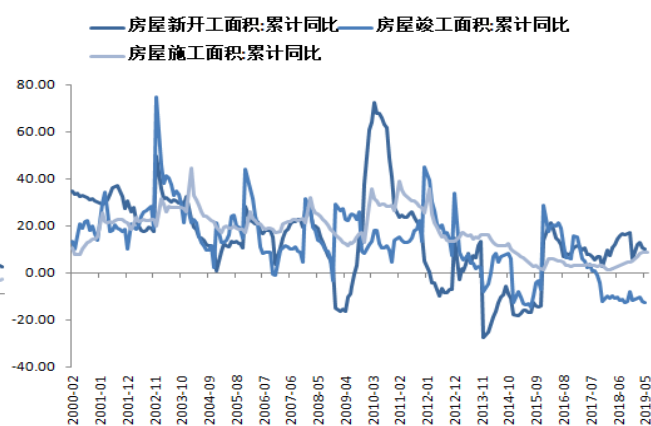
资料来源：迈科期货

图表 11 房地产开发投资增速及其分项



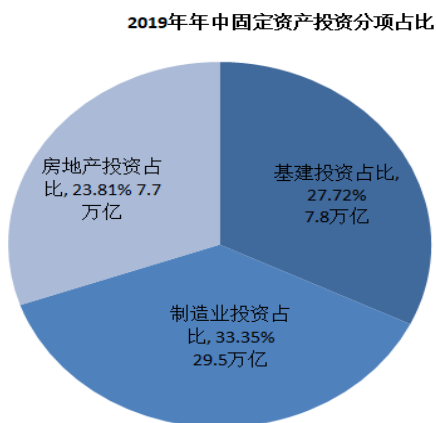
资料来源：迈科期货

图表 12 房屋新开工、竣工面积增速回落



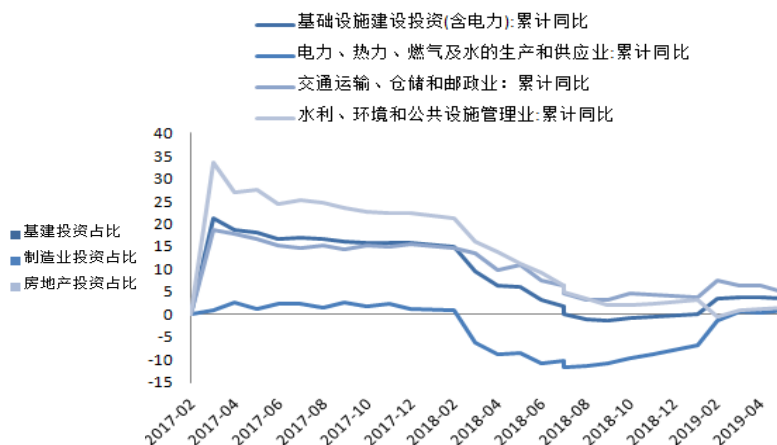
资料来源：迈科期货

图表 13 固定资产投资主要分项占比



资料来源：迈科期货

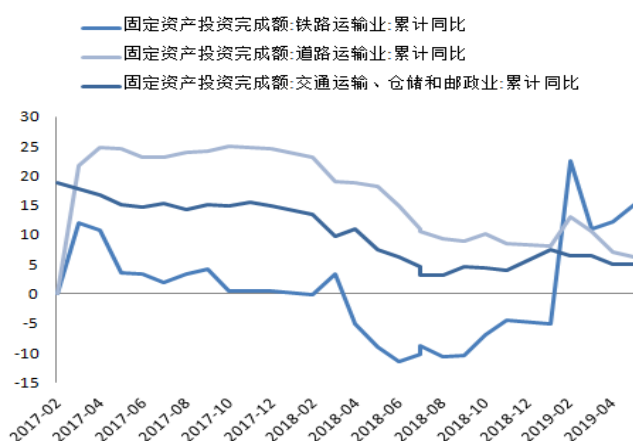
图表 14 基建投资增速分项



资料来源：迈科期货

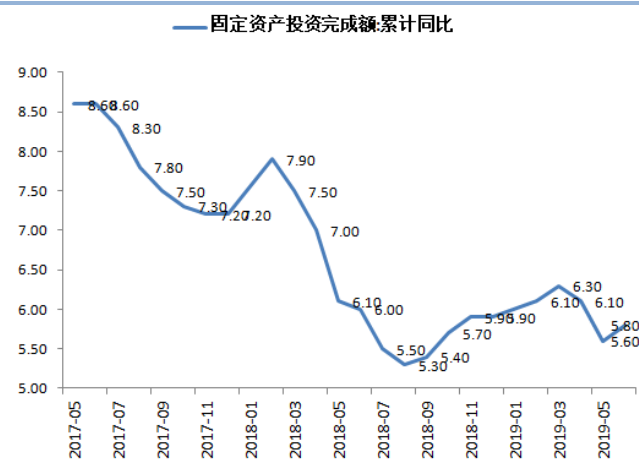
6 月份稳定基建投资的因素主要体现在铁路投资、道路投资以及水利管理、生态环境保护治理业。2019 年上半年铁路投资较去年同期增速加快，同比增长 14.1%，去年同期为负增长 10.3%。但铁路投资全年计划仍保持在 8000 亿元，较去年持平，这意味着下半年增速将逐步回落。预计三季度交通运输业的投资增速能够小幅增长，因为去年同期铁路投资仍在负增长，基数低，即使三季度铁路投资略有回落，仍然能够支撑前三季度的交通运输业的累计增增速，对基建投资形成正贡献，导致基建投资在目前基础上回升 0.3 到 0.5 个百分点。预计四季度交通运输业的投资增速将在三季度基础上略有回落，届时关注水利、环境和公共设施管理业的投资增速，是否对整体投资增速形成支撑。

图表 15 交通运输业投资增速分项



资料来源：迈科期货

图表 16 固定资产投资增速



资料来源：迈科期货

总结：经济预期略有好转

外部风险持续，使国内经济持续面临下行压力。受益于上半年社融的高增长以及货币供应的相对稳定，三季度中国经济仍有稳定力量，一定程度上抵御风险。随着时间推进，如果后期信用扩张遭遇问题，房地产投资增速下行以及基建投资在资金限制下难以持续回升，将使四季度面临的经济下行风险增大。届时，三季度中后期关注国内政策力度，逆周期政策是否继续加码稳定短期经济增长，经济周期短期化的现象越发明显。再往长期，则关注科技创新带来的消费升级，能否对消费产生带动作用，甚至成为稳定中长期经济增长的力量。

美国：货币政策基调发生明显变化，经济仍处于下行过程

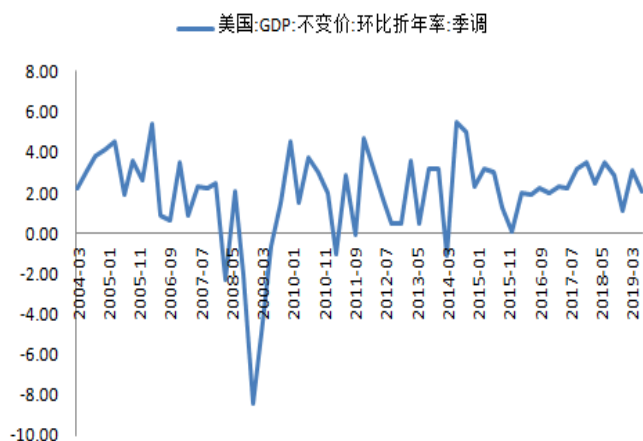
美国二季度 GDP 同比增长 2.1%，不及一季度 3.1% 的增速，但略好于预期，市场之前对美国经济走弱已经有充分预期。分项数据中，个人消费支出对 GDP 贡献 2.85 个百分点，国内私人投资则贡献 -0.86%。制造业表现不佳是拖累美国 GDP 增长的主要因素。

2019 年以来库存销售比快速上行，尽管自 2016 年以来美国库存总额同比增速在持续回升，但由于销售状况良好，库存销售比持续下降。但是 2019 年年初这一状况改变，制造业、零售商、批发商的库存销售比均出现上行，并且 2019 年 5 月这一情况仍在深化。美国全部制造业新增订单同比增速在 2019 年 5 月负增长，制造业存在被动补库存，如果后期面临去库存，则从至少半年度来看，美国经济增长的不利因素将逐步显现。

但是二季度中后期，美国经济增长也存在一些积极因素，例如就业市场保持平稳，房地产市场因为今年以来的利率水平走低略有好转，消费市场也大致保持平稳。如果后期制造业表现能够好转，将在一定程度上对近期美国增长形成稳定。此次制造业走弱是全球性的，包括中美欧在内的制造业表现均疲软，因为受到持续的贸易风险影响。7 月份中国制造业 PMI 指数小幅回升，配合二季度末到三季度初中美贸易关系相对稳定，有助于美国制造业在三季度短期跌势略有缓和。

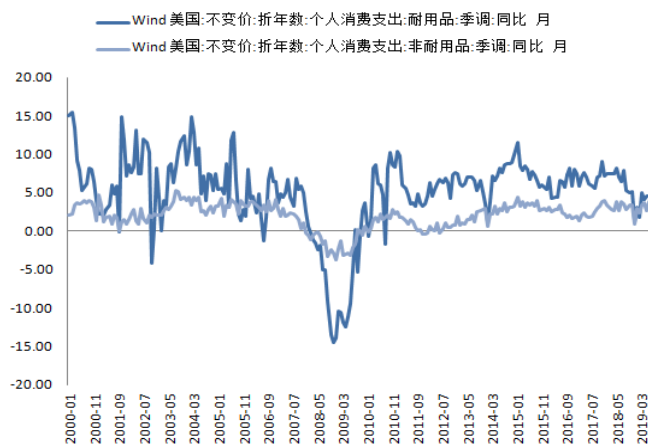
如果制造业在三季度企稳，将有利于三季度美国 GDP 增速继续低位持稳。后期的风险在于，如果制造业表现依然疲软，并且进一步影响到就业情况，将对居民消费造成不利影响。消费是美国 GDP 组成的主要部分，如果消费受到个人收入下降甚至失业率上行的不利影响，对美国经济增长的风险将是巨大的。在 2019 年四季度之后应该密切关注这种风险是否出现，因为这将影响到后期货币政策的预期。在美联储首次降息之后，美联储是否进一步降息则取决于经济数据。

图表 17 美国 GDP 增速



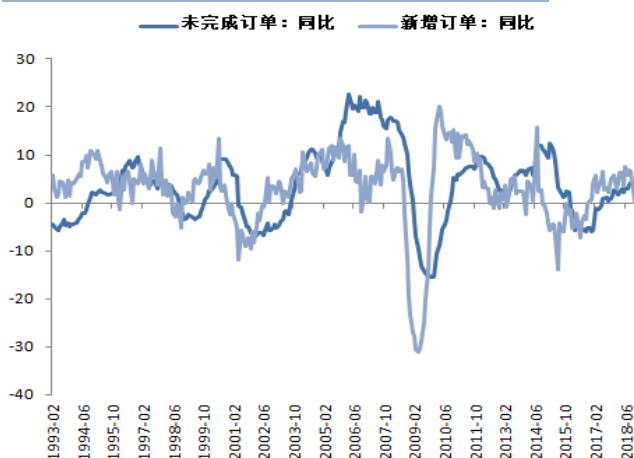
资料来源：迈科期货

图表 18 美国个人消费支出



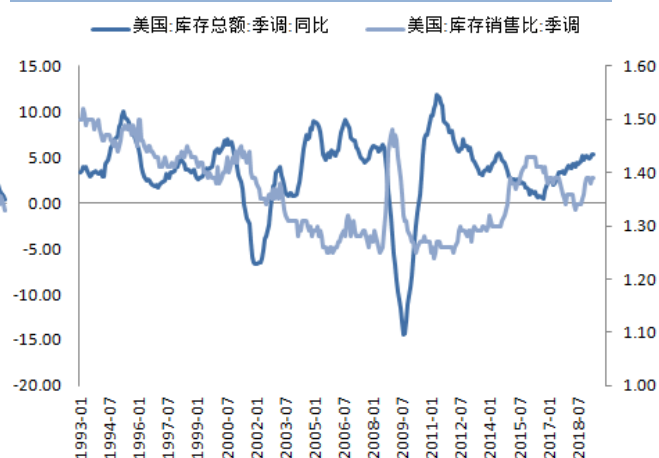
资料来源：迈科期货

图表 19 美国制造业订单情况



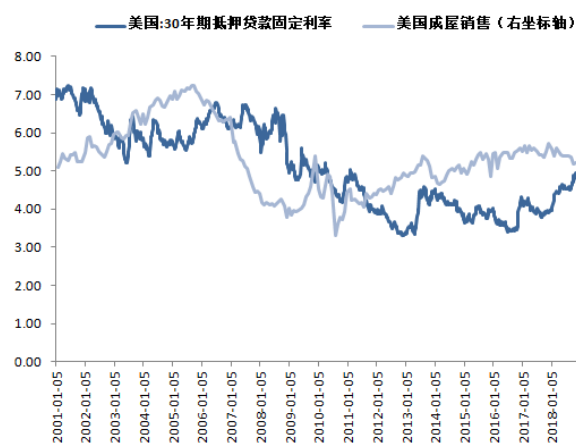
资料来源: 迈科期货

图表 20 美国制造业库存情况



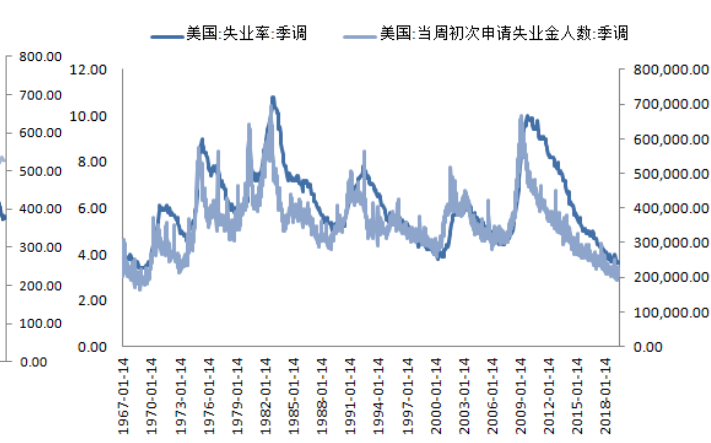
资料来源: 迈科期货

图表 21 美国成屋销售和利率水平



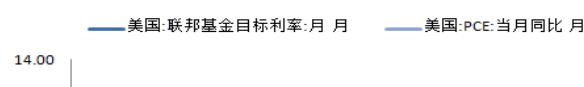
资料来源: 迈科期货

图表 22 美国失业率

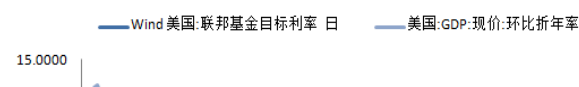


资料来源: 迈科期货

图表 23 美国联邦基金利率和个人消费增速



图表 24 美国基准利率和 GDP 增速



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_10944

