

## 宏观研究/数据预测月报

2019年08月01日

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**程强** 执业证书编号: S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号: S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号: S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

**孙欧**  
联系人 sunou@htsc.com

**张浩** +86 10 56793946  
联系人 zhang-hao@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观: 经济尚有韧性, 谨防信用收缩》  
2019.07
- 2 《宏观: 基本面和市场波动预将加大》  
2019.06
- 3 《宏观: 经济韧性体现, 政策以供给侧为主》  
2019.04

# 国内长端无风险利率仍有下行空间

## 7月经济数据预测

### 国内长端无风险利率仍有下行空间

二季度 GDP 增速回落到+6.2%，低于我们预期及 wind 一致预期 0.1 个百分点，我们认为未来国内经济下行压力仍然存在，下半年经济增速可能继续小幅下行，我们预计 2019 年 Q3、Q4 经济增速分别为+6.2%、+6.1%。今年政策的工作重点仍然在供给侧而非需求侧，而利率市场化降息是未来的重要改革方向，由于三季度经济下行压力仍然存在、年内通胀大概率见顶回落、海外角度来看中美长端利差已经较大，因此我们对 10 年期国债收益率看到 3%，仍认为 10 年期国债收益率有一定下行空间。

### 预计 7 月工业增加值当月同比+5.7%，1-7 月固定资产投资累计同比+5.9%

今年 7 月份，6 大发电集团月耗煤量同比表现较 6 月小幅回落。我们预计 7 月份工业增加值当月同比+5.7%，较 6 月份有所回调。2018Q1~2019Q2，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%，工业企业利润增速是否能在下半年触底回升，我们认为主要取决于减税降费政策的落地及效应体现。我们预计 1-7 月制造业投资累计同比+3%，持平前值；基建投资（统计局口径）累计同比+4.5%，较前值温和上行；地产投资累计同比+10.5%，较前值小幅回落。预计 1-6 月整体固定资产投资累计同比+5.9%。

### 预计 7 月 CPI 同比+2.8%、PPI 同比-0.2%

6 月 CPI 环比-0.1%、同比+2.7%，同比低于我们预测 0.2 个百分点。我们认为未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素，水果价格的上行风险有望随着夏季鲜果加大供应、秋季鲜果逐渐上市而得到缓解。从高频数据表现来看，7 月份猪肉、鲜菜同比涨幅扩大，鲜果同比涨幅小幅下跌。综合来看，7 月份 CPI 同比可能是年内的高点；结合 CPI 环比的历史季节性表现，我们预计 7 月通胀环比+0.4%、同比+2.8%。

### 预计 7 月社会消费品零售总额同比增速+8.7%，关注汽车消费复苏周期

预计 7 月社会消费品零售总额同比增速+8.7%，较 6 月回落 1.1%。我们认为，6 月社零超预期上涨主因在于汽车国五去库存带动汽车销售超预期上行。国六标准落地后这一影响较难持续。展望后市，我们对下半年社零消费不悲观。截至 2019 年 Q2，居民可支配收入增速延续回落态势决定了消费超预期上行的概率较低；在就业不出现超预期恶化情况下，我们预计消费超预期下行的风险有限，调查失业率表现相对平稳。考虑汽车消费有望迎来修复周期和 2018 年下半年社会消费品零售基数较低等因素，我们预计下半年社零消费仍有韧性。

### 人民币计价, 预计 7 月出口同比+0.5%，进口同比+0.7%，贸易顺差 249 亿美元

我们预计 7 月出口当月同比增速按照人民币计价 0.5%，按照美元计价为-5.9%。预计 7 月进口增速按照人民币计价增长 0.7%，按照美元计价增长-5.3%，预计 7 月份贸易顺差为 249 亿美元。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。

### 预计 7 月信贷新增 1.2 万亿, 社融新增 1.5 万亿, M1 增速 5%, M2 增速 8.4%

我们预计 7 月信贷新增 1.2 万亿，同比增速 12.7%（较前值回落 0.3 个百分点）。7 月专项债发行仍然较快，同时社融增速去年基数继续走低，预计 7 月社融新增 1.5 万亿，同比增速有望继续抬升至 11%（较前值回升 0.1 个百分点）。我们预计整体 M2 增速或将回落，预计 7 月 M2 增速 8.4%，较前值下行 0.1 个百分点。去年基数走低，预计 7 月 M1 增速 5%，较前值回升 0.6 个百分点。

风险提示：制造业投资、消费增速超预期下行，经济下行速度超预期；猪价过快上涨导致通胀压力加大，货币政策面临两难。

## 国内长端无风险利率仍有下行空间

二季度 GDP 增速回落到+6.2%，低于我们预期及 wind 一致预期 0.1 个百分点，在本轮全球经济复苏的龙头——美国经济可能见顶转弱，同时新一轮科技周期尚未到来的背景下，我们认为未来国内经济下行压力仍然存在，下半年经济增速可能继续小幅下行，但完成年初政府工作报告制定的年度增长目标（6.0%-6.5%）的难度不大。我们预计 2019 年 Q3、Q4 经济增速分别为+6.2%、+6.1%，今年政策的工作重点仍然在供给侧而非需求侧，供给侧改革致力于“降成本”和“补短板”。

G20 峰会后，贸易摩擦短期继续升级的担忧有所缓和，但中美仍未就贸易问题达成书面协议，资本市场风险偏好仍可能受贸易摩擦未来态势扰动，在当前宏观环境下，资产价格波动性或将有所加大，股市结构方面可关注 CPI、PPI 剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。

据 7 月 23 日财新报道，易纲行长表示“总体来说，我们现在的利率水平是合适的。降息主要是应对通缩危险，但现在中国物价走势温和，因为猪瘟等因素，5 月、6 月 CPI 都到 2.7% 了，所以现在的利率水平是合适的，可以说接近黄金水平，即舒适水平”。我们认为 7 月底联储如期降息概率较大，但就易行长表态来看，此次我国大概率不会跟随。不过利率市场化降息是未来的重要改革方向，而且三季度经济下行压力仍然存在、年内通胀大概率见顶回落、海外角度来看中美长端利差已经较大，因此我们仍认为国内 10 年期国债收益率有一定下行空间。由于是降成本逻辑推动的利率下行，我们对 10 年期国债收益率只看到 3%，下行空间不大。

## 预计 7 月工业增加值当月同比+5.7%

6 月工业增加值当月同比+6.3%，较 5 月份出现了明显反弹，可能与企业习惯在季末时点集中报送生产数据有关。2018Q1~2019Q2，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%，我们认为年内工业增加值的季度节奏将是平缓回落，目前经济并未出现内生性复苏，贸易摩擦未来的不确定性对企业生产意愿也可能形成一定负面影响。工业企业利润增速是否能在下半年触底回升，我们认为主要取决于减税降费政策的落地及效应体现。

根据我们观察的耗煤量高频数据，今年 7 月份，6 大发电集团月耗煤量同比表现较 6 月小幅回落。我们预计 7 月份工业增加值当月同比+5.7%，较 6 月份有所回调。

## 预计 1-7 月固定资产投资累计同比增速+5.9%

我们预计 1-7 月制造业投资累计同比+3%，持平前值；基建投资（统计局口径）累计同比+4.5%，较前值温和上行；地产投资累计同比+10.5%，较前值小幅回落。预计 1-6 月整体固定资产投资累计同比+5.9%。

中小企业融资情况未见根本性好转，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。但财政减税降费政策对小微企业经营环境的正面影响可能逐渐体现，改善企业盈利状况、可能推动下半年制造业投资增速小幅回升。上半年高技术制造业投资增速+10.4%、明显高于整体制造业，未来国家或在高技术行业继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。

去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分。今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-6 月同比负增长，反映地方政府的自主投资意愿不强。总体来看，我们预计随着储备项目继续投放开工、去年同期基数下行，下半年基建投资增速有望继续维持稳中有升。

房地产投资增速年初至今表现超预期，我们认为有两方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失，二是建安投资相比去年有所回升。但从销售端来看，分区域的数据中，增速为正且增速比前值提高的只有东部地区销售额，全国销售面积仍为同比下降。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。

## 预计7月CPI同比+2.8%、PPI同比-0.2%

6月CPI环比-0.1%、同比+2.7%，同比低于我们预测0.2个百分点。随着鲜菜大量上市和前期补栏雏鸡开始产蛋，蛋类和鲜菜价格当月环比有较明显下跌。我们认为未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素，水果价格的上行风险有望随着夏季鲜果加大供应、秋季鲜果逐渐上市而得到缓解。从高频数据表现来看，7月份猪肉、鲜菜同比涨幅扩大，鲜果同比涨幅小幅下跌。综合来看，7月份CPI同比可能是年内的高点；结合CPI环比的历史季节性表现，我们预计7月通胀环比+0.4%、同比+2.8%。不过，我们认为今年油价中枢年初至今仍为同比下跌，而服务类价格也受到经济顺周期下行的影响，因而非食品类CPI同比增速可能延续上半年的小幅回落。8-10月CPI同比增速大概率呈现下行，我们认为目前的物价整体上涨压力仍然可控。

我们认为去年我国北方的存储类水果（典型如苹果和梨）产量不足，影响了今年的库存。而今年春季，南方地区多次强降水，可能影响了菠萝等时令水果的采摘和运输。异常天气因素叠加低库存，是造成今年二季度水果CPI同比涨幅扩大的主要原因。6月5日，李克强总理主持召开国务院常务会议，指出抓好农业生产、保证农产品充裕供给，是稳物价、稳预期、保民生的重要基础。我们认为，中长期来看，水果供给端调整速度较快，水果价格不会是持续推动通胀上行的风险因素；随着夏季时令水果西瓜、葡萄，秋季苹果、梨等逐渐上市，水果涨价压力有望逐渐缓解。预计7月份鲜果CPI同比涨幅较6月份有所回落。

我们认为，受非洲猪瘟疫情造成存栏过度去化的影响（农业部数据，6月全国生猪存栏量较5月份环比回落5%），预计下半年猪肉价格环比将呈现温和上涨，猪肉CPI同比可能持续出现较大幅度正增长，猪价未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡幅度、以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度。不过，我们认为猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，由于牛羊鸡肉对猪肉消费的替代性逐渐增强（国人消费端对牛羊肉的偏好上升），同时大中型生猪养殖企业在猪价上行、利润回升的环境下或加大补栏，这些因素可能一定程度上缓和猪价对通胀的上行威胁。

我们认为未来对PPI环比更重要的影响变量仍可能来自供给端，目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对PPI产生正向影响的是环保工作的继续推进。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年三四季度，PPI环比在部分月份当中或仍呈现正增长。

6月PPI环比-0.3%、同比零增长，低于我们预期0.2个百分点。据统计局表述，受前期钢材产量大幅增加、供应充足影响，黑色金属加工业价格由涨转降。我们认为今年对PPI环比表现的最重要影响变量仍可能来自供给端，尤其是环保工作。年初以来环保工作在广度和深度上仍在继续推进，我们预计今年三四季度，PPI环比在部分月份当中或仍呈现正增长。但贸易摩擦影响未来需求预期，也可能对PPI产生负面影响。总体而言，我们预计今年PPI中枢仍较去年明显回落。未来工业企业利润累计同比增速能否转正，仍要看量价改善逻辑是否可持续，以及减税降费政策落地效果。

根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至7月29日，7月份上中游原油、黑色、有色、化工、煤炭行业价格环比表现均强于6月份。我们预计7月PPI环比零增长、同比-0.2%。未来工业企业利润累计同比增速能否转正，仍要看量价改善逻辑是否可持续，以及减税降费政策落地效果。

## 预计7月出口同比+0.5%，进口同比+0.7%，贸易顺差249亿美元

我们预计7月出口当月同比增速按照人民币计价0.5%，按照美元计价为-5.9%。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。而且进入7月以后，这种负面影响可能会更加明显。逻辑的反转还需要全球货币政策宽松拐点的确认以及中美贸易摩擦的实质性缓解，同时数据体现还将存在一定的滞后效应。从需求端的数据来看，7月欧元区制造业PMI为46.4，日本PMI数据为49.6，均处于荣枯线以下，欧元区制造业PMI继续下行。我们认为，按照人民币计价的增速维持正的原因在于5月底以来人民币出现了较大幅度的贬值，形成了较强的计价效应。

预计7月进口增速按照人民币计价增长0.7%，按照美元计价增长-5.3%，预计7月份贸易顺差为249亿美元。从我国6月宏观数据来看，经济出现了季末效应，6月国内需求略好于4月和5月，但是二季度GDP增速为6.2%，相比一季度下降了0.2个百分点，季度整体看，投资、工业增加值数据仍在下滑。在一二线房地产没有实质性放松，我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下，预计内需拉动进口的力量可能有所削弱，因此我们判断7月进口增速并不会很高。

## 预计7月全国城镇失业率5.4%

预计7月全国城镇调查失业率5.4%，环比和同比均上行0.3个百分点。今年失业率中枢相比去年整体抬升，今年2至6月，全国调查失业率分别同比去年同期高0.3、0.1、0.1、0.2和0.3个百分点，31个大城市调查失业率分别同比去年同期高0.2、0.2、0.3、0.3和0.3个百分点，体现出今年整体宏观经济下行压力也在加大。临近年中，失业数据将面临一定阶段性上行压力。我们认为7月失业率环比上行的主要原因在于：1)大学生毕业季带来失业率环比上行；2)经济下行压力加大，尤其是地产投资回落冲击农民工就业、贸易数据回落拖累贸易部门就业。短期失业率存在上冲风险，但是我们认为5.5%的年度目标仍难以突破。

今年“就业优先政策”全面发力，我们认为失业率5.5%左右将是今年重要的政策底线，总体看，我国不会也不必通过强有力的需求侧逆周期政策助推经济强势复苏，目前的政策主线在供给侧，因此逆周期政策实施的促发因素不是稳增长，我们认为应是稳就业。

## 预计7月信贷新增1.2万亿，社融新增1.5万亿，M1+5%，M2+8.4%

包商银行事件后，预计同业存单供给和需求可能进一步下降，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，进而导致小微民企融资将更加困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、小微企业一级市场融资难度加大的恶性循环，未来最重要是关注信用收缩问题。Wind数据显示，今年信用违约事件明显增多，尤其是包商银行事件后，6、7月（截至7月30日）合计违约31项，累计金额211.9亿，违约项目中87%为民营企业。今年截至目前信用债违约116项，累计金额876亿，远高于去年同期的337亿。目前信用利差高位震荡，且我们认为受风险事件影响，信贷结构中票据及对非银贷款项目仍将受到冲击，7月地产表内表外融资全面受限，会对银行信贷构成冲击，预计企业中长期贷款占比将继续回落。在此情况下，预计7月信贷新增1.2万亿，同比增速12.7%（较前值回落0.3个百分点）。7月专项债发行仍然较快，同时社融增速去年基数继续走低，预计7月社融新增1.5万亿，同比增速有望继续抬升至11%（较前值回升0.1个百分点），这意味着后续政策定力可能仍然存在。

政治局会议延续此前定调，货币政策维持稳健灵活适度，重在结构性调节，并着重保证流动性合理充裕，预计信贷增速回落，企业信用派生速度降低，货币乘数有所回落，且基础货币投放较为审慎，因此整体M2增速或将回落，预计7月M2增速8.4%，较前值下行0.1个百分点。去年基数走低，预计7月M1增速5%，较前值回升0.6个百分点。

### 预计 7 月社会消费品零售总额同比增速+8.7%，关注汽车消费复苏周期

预计 7 月社会消费品零售总额同比增速+8.7%，较 6 月回落 1.3%。我们认为，6 月社零超预期上涨，主因在于汽车国五去库存带动汽车销售超预期上行，对销售形成支持。进入 7 月随着国六标准的实施，这一影响较难持续。展望后市，我们对下半年社零消费不悲观，预计仍有韧性。截至 2019 年 Q2，居民可支配收入增速延续回落态势，决定了消费超预期上行的概率较低；此外在就业不出现超预期恶化的情况下，我们预计消费超预期下行的风险有限，2018 年的六稳、2019 年先后提出的就业优先政策等体现了决策层对就业的关注，调查失业率表现相对平稳。因此，考虑汽车消费有望迎来修复周期和 2018 年下半年社会消费品零售基数较低等因素，我们预计下半年社零消费仍有韧性。预计 7 月社会消费品零售总额同比增速+8.7%。

我们提示市场应关注汽车消费未来走势，拐点初现，汽车消费或迎来一轮修复周期。从 2019 上半年的限额以上汽车零售额、乘用车销量、整车销量等数据来看，汽车零售及销量增速继续下行空间有限，逐步筑底并初现拐点特征；同时，随着国五加速去库存和汽车库存周期性的回落，中汽协库存系数及企业汽车库存等数据反映汽车库存已处于较低水平。我们认为，汽车消费增速逐步筑底，有望迎来新一轮修复周期；但考虑棚改货币化、货币政策等间接政策影响下降，汽车刺激政策重结构优化（新能源、国六等）而非整体刺激，居民杠杆率较高及债务收入偏离较大是潜在限制因素。综合判断，我们认为，本轮汽车消费增速的修复周期，在速度、节奏和幅度上难以达到 2016 年水平。

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\\_11015](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11015)

