

秋收冬藏

证券研究报告

2019 年 07 月 27 日

下半年宏观和投资展望

作者

下半年，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，但不会出现 V 型反转，经济中长期下行的趋势不改。2 季度宏观数据反映经济仍在下行，但下行速率已经放缓，6.2% 可能是年内 GDP 增速的底部左侧，3 季度名义 GDP 回落，但是实际 GDP 与 2 季度持平的可能性较高。下半年，消费有望阶段性企稳，固定资产投资回落速度逐渐放缓，出口可能持续回落。3 季度工业企业利润增速可能随 PPI 通缩出现二次回落，但利润率在 2 季度减税降费后明显抬升，盈利底部将高于 1 季度低点。

行业层面，多数制造业行业仍然处在景气度下行期，但部分行业景气度接近触底并有望步入上行期，如专用设备制造（混凝土机械、起重机、矿山机械等设备工器具）、有色金属制造、仪器仪表制造、电气机械和器材制造（风电、光伏、锂电池等电力设备）、农林牧渔和农副食品加工业、汽车制造。

下半年，A 股在国内经济、内外政策和中美关系这三条线上都存在积极因素：经济方面，3 季度中后期经济或将阶段性企稳，基本面恶化风险边际减弱；政策方面，中美谈判尚未达成协议，经济下行仍在继续，逆周期政策大概率还有加码空间，全球主要央行降息对风险资产也有支撑；中美方面，双方经历了变好之前先变坏的过程，已经重回谈判。

但以上积极因素也都存在限度，因此，下半年 A 股市场较难重现 1 季度的无差别估值修复行情，市场可能更加以基本面为主线（业绩稳定、通胀受益、业绩超预期），重点跟踪景气度见底或持续向上的行业（消费电子、半导体、电力设备等），关注早周期（金融、地产）、基建（工程机械、建筑建材）、贵金属（金、银）和科技成长（科创概念、券商）的阶段性占优机会。

下半年，利率债仍有做多机会：一方面，3 季度国内基本面走平或略微走弱，叠加通胀预期缓和，名义 GDP 增速还将二次回落；另一方面，随海外央行降息，国内央行降准或降低货币市场政策利率的预期也会得到强化。但整体而言，利率已是债牛末尾。

风险提示：逆周期政策力度不及预期；中美摩擦重新升级；信用风险加剧

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

联系人

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



一、下半年宏观经济展望

首先，2019 年上半年，短中长期三条线的束缚没有变化：

第一条线是经济短周期下行压力。名义 GDP 代表的商业周期仍在 2017 年 4 季度见顶之后的回落阶段，制造业投资和出口增速明显回落，基建投资和消费增长基本稳定，地产投资形成对冲，工业企业利润低迷，工业品价格接近通缩区间。2 季度经济下行压力再度加剧，除名义 GDP 增速受通胀升高影响小幅反弹之外，各项数据均较 1 季度下台阶。

第二条线是中长期潜在增速下行。高杠杆、人口老龄化、工业化需求饱和，这些长期现实没有改变，经济中长期下行的趋势没有改变，但是凯恩斯理论的中国实践结合特有的制度环境又存在着明显的路径依赖，既要在经济下行中完成转型，还要减少改革转型的痛感，要求颇高的政策平衡力。

第三条线是中美关系和全球化规则的重塑。技术创新的萧条加剧了资本主义制度下的财富分配失衡，后金融危机的低利率政策凸显了内政调和冲突的无力，因此内部矛盾外化成外部摩擦成为必然，多边贸易体系规则被频繁挑战。在大国关系表面的理性正义之下，没有褪去丛林法则的底色，强硬的对华政策成为美国国会两党的“政治正确”，中美关系的重塑成为严肃而且长期的问题，核心还是发展。

2019 年上半年，这三条线依然交织在一起，经济下行的压力加剧了改革的痛感，大国关系的不确定性增加了改革的阻力，而改革又是激活微观个体、解围以上束缚的关键手。

然而，一些事情也在发生变化：

第一，中美谈判的主被动形势发生变化。进入 2019 年，中美商业周期的收敛开始制约贸易大棒挥舞的空间，3000 亿美元最终只是口头上的极限施压，美国低估了中国经济的韧性和完备产业链的优势，特朗普所承诺的制造业回流和缩小贸易逆差未能实现。当美国经济出现确定性下行迹象时，时间的天平开始倾向中国这边，中国亮明底线后获得更多主动，耐心成为中国谈判的筹码。

第二，经济短周期的下行风险出现变化。在 1 季度政策发力后短暂走平，2 季度政策收敛后经济如期出现了下台阶，风险释放后库存周期接近底部，基本面压力减弱。制造业投资已经在经验底部，地产销售增速仍在探底但放缓，消费基本稳定，汽车销售开始出现单月转正。

第三，信用环境反复变化。去年至今，信用周期收缩的大背景并没有变。一季度，货币财政发力后，信用短暂重回扩张。二季度，信用收缩的风险重现：银行接管事件加速甚至过度催化了信用链条的收缩，风险从金融同业市场传导到信用市场，风险定价和信用体系的重塑需要时间，个别中小银行和边缘金融机构可能成为这一阶段金融收缩的牺牲品，但最终的成本还是由议价能力弱势的中小实体企业承担。

下半年，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，但不会出现 V 型反转，经济中长期下行的趋势不改。2 季度宏观数据反映经济仍在下行，但从 2 季度后期数据来看，下行速率已经放缓，2 季度 6.2%可能是年内 GDP 增速的底部左侧，3 季度名义 GDP 回落，但是实际 GDP 与 2 季度持平的可能性较高。下半年，消费有望阶段性企稳，固定资产投资回落速度逐渐放缓，出口可能持续回落。3 季度工业企业利润增速可能随 PPI 通缩出现二次回落，但利润率在 2 季度减税降费后明显抬升，盈利底部将高于 1 季度低点。

具体来说，房地产投资增速继续下行但有韧性，受近期房企融资政策收紧影响，土地购置费增速可能加速下降，但建筑安装投资增速保持高位。房企在前端融资收缩的情况下，经营模式可能再次偏向高周转，因此下半年可能出现本轮新开工和商品房销售面积增速的底部。全球经济下行可能出现共振，加之对美出口加征关税完全取消的概率较低，下半年出口可能持续负增长。国内汽车销售可能出现库存周期底部，消费增速可能比 6 月之前稍有好转。下半年财政加码的情况下，基建还有一定改善空间。制造投资增速大致是经验底部区域，但年内出现明显反弹的可能性也较低。

详见报告：《从6月数据看下半年经济走势》

行业层面，多数制造业行业仍然处在景气度下行期，部分行业景气度接近触底并有望步入上行期，例如受益于房地产建安施工强度回升和上游采矿需求旺盛的专用设备制造（混凝土机械、起重机、矿山机械等设备工器具）；受益于竣工加速提振需求的有色金属制造；受益于制造业技术改造投资高速扩张的仪器仪表制造；受益于行业自身产能整合、成本下降、需求回升的电气机械和器材制造（风电、光伏、锂电池等电力设备）；受益于食品通胀上行的农林牧渔和农副食品加工业；受益于排放标准升级带来旧库存加速消化见底的汽车制造。

下半年，在稳增长、稳就业的权衡下，逆周期政策仍有腾挪空间：广义财政支出有望再次提速，配合专项债作为重大工程项目资本金，推升基建增速；专项债发行进度已过三分之二，专项债余额较人大批准的上限还有 1.2 万亿的空间，也有下半年扩容的可能；货币政策在总量层面结合财政需求可适当进行降准或定向降准的配合，在结构层面继续推动对小微民营企业和制造业的融资支持；房地产企业的前端融资短期不会放松，局部地区因城施策的微调不会改变房住不炒的顶层设计风格。

但是中长期来看，潜在经济增速、债务风险、人口老龄化等中长期问题的束缚越来越明显，中美关系也在经历一次历史的转身，政策的落脚点绕不开降低制度成本的改革。金融/地产周期顶部回落的背景下，信用收缩的大环境没有变，无论是金融供给侧改革还是结构性去杠杆，都与过去三年的总体政策思路一脉相承。虽然 2018 年之后的经济短周期下行压力迫使政策更多聚焦于逆周期对冲，如果 2019 年下半年经济的下行风险逐渐消退，政策的天平可能在 2020 年重新向中长期目标倾斜。

二、下半年大类资产展望

上半年，股债等大类资产经历了过山车行情，大宗商品表现极为分化（详见《大类资产回顾：多少人看对了上半年》）。下半年，投资时钟将逐渐从衰退象限末尾逐渐进入弱复苏象限，配置风格偏积极，适度超配股票和可转债等风险资产，标配利率债和高等级信用债等避险资产，低配中低等级民企信用债，可超配化工和有色金属中的部分品种，低配黑色金属。

去年底，我们提出了 2019 年 A 股 N 字形走势的判断（详见《胜而后战：2019 年中国宏观经济和策略展望》）。上半年，A 股经历了 N 字形的前两笔，5 月经历了第二笔的急剧向下，6 月进入了第二笔的磨底期。2 季度末-3 季度初，市场处于等待中美谈判进展、等待重要会议确认下半年政策基调、等待海外央行降息预期落地的纠结阶段。随着行业基本面见底或改善的预期逐渐带动估值修复，预计 N 字形的第三笔将在下半年展开。

下半年，A 股在国内经济、内外政策和中美关系这三条线上都存在积极因素：经济方面，3 季度中后期经济或将阶段性企稳，基本面恶化风险边际减弱；政策方面，由于中美谈判尚未达成协议，同时经济下行仍在继续，逆周期政策大概率还有加码空间，全球主要央行降息对风险资产也有支撑；中美方面，双方经历了变好之前先变坏的过程，已经重回谈判。

但是，以上积极因素也都存在限度：首先，中美关系的长期问题没有解决迹象，中美谈判的门槛和难度都比去年更高；第二，宽货币和积极财政的方向大概率不变，但年初杠杆率快速上升之后，政策意愿和空间都相比年初有所收缩；第三，3 季度中后期经济阶段性企稳（走平或下行明显放缓），但中长期下行趋势没有改变，短期也较难看到反弹动力。同时，美股波动率释放可能对国内市场有溢出效应，潜在的信用风险可能重现。

因此，下半年 A 股市场较难重现 1 季度的无差别估值修复行情，市场可能更加以基本面为主线（业绩稳定、通胀受益、业绩超预期），风格倾向于进攻，重点跟踪景气度见底或持续向上的行业（消费电子、半导体、电力设备等），关注科技成长（科创概念、券商）、早周期（非银金融、地产）、基建（工程机械、建筑建材）和贵金属（金、银）的阶段性机会。市场的主要风险是海外市场波动和国内信用风险，但两者均是阶段性而非趋势性的。

下半年，利率债在震荡中仍有做多机会：一方面，3 季度国内基本面走平或略微走弱，叠加通胀预期缓和，名义 GDP 增速还将二次回落；另一方面，随海外央行降息，国内央行降

准或降低货币市场政策利率的预期也会得到强化。但是整体而言，利率已是债牛末尾，空间比较有限：一方面，经济阶段性企稳的预期可能逐渐形成共识，地方债发行的压力短期内不会消失；另一方面，由于海外市场对央行降息预期打的过满，美联储降息后长端利率可能出现震荡反弹。长端利率下行空间的释放，需要货币政策或风险事件的催化。如果央行不跟随降息，3.0 可能是 10 年期国债收益率的底部；如果央行降息，底部可能突破 3.0，但回到 2016 年国债低点的可能性较低。

信用方面，2 季度以来出现了一级市场的信用债发行停滞和二级市场的信用利差走阔，下半年信用利差维持震荡的概率较高。配置以高等级信用债为主，需要提防中小制造民企和边缘城投的潜在信用风险。由于监管收紧房企前端融资和海外发债，关注区域房企的资金链风险。

基于以上对股票和利率债的判断，转债在 A 股的左侧具备明显的配置价值。人民币汇率依然不会破七，美联储开始降息后，汇率升值的概率更高。化工和有色的库存周期接近见底或回升，可根据具体品种做进攻型配置；黑色的库存周期接近见顶，向上空间有限，中性配置偏防御。

三、工业企业利润：绝对底部已出现，3 季度小幅回落，4 季度企稳

工业利润的主要构成部分包括销售量、售价、销售利润率三大类，分别对应了经济指标中的工业增加值、PPI、营业收入利润率。今年工业利润增速的大幅下滑对应了三项指标的不同程度回落：1-5 月工业增加值累计同比 6%（去年同期 6.9%）、PPI 累计同比 0.4%（去年同期 3.7%）、营收利润率累计 5.72%（去年同期 6.36%，2019 年指标定义稍有调整）。

5 月当月，在工业增加值和 PPI 双回落的情况下，单月利润增速由负转正，主要原因是受益于 4 月之后增值税税率下调，拉动企业营收利润率快速反弹。但客观来看，减税降费无法完全对冲经济下行期产品销量和价格的下滑，1-5 月利润仍然负增长 2.3%，远低于去年同期的 16.5%。

下半年，工业增加值和 PPI 同比中枢下移，预计工业部门整体处于去库存阶段（-），增值税减税对企业营收利润率有拉升效应（+）。总体来看，可以做出三个推断：

- 1) 排除春节原因，今年工业利润累计增速的绝对底部大概率在 1 季度前后（-3.4%），减税降费将绝对底部的出现时间提前了 2 个季度左右；
- 2) 虽然年内的绝对底部可能已经出现，但尚不能确认利润增速触底后将持续回升。可能性较高的情形是：利润增速在 2 季度反弹后，3 季度再次小幅回落，4 季度企稳，这一结果与名义 GDP 增速走势大致相同。
- 3) 预计全年利润增速仍将是小幅负增长，乐观情形下，利润增速可能接近转正。

四、房地产投资：融资收紧，增速回落，3 季度有韧性，4 季度斜率较大

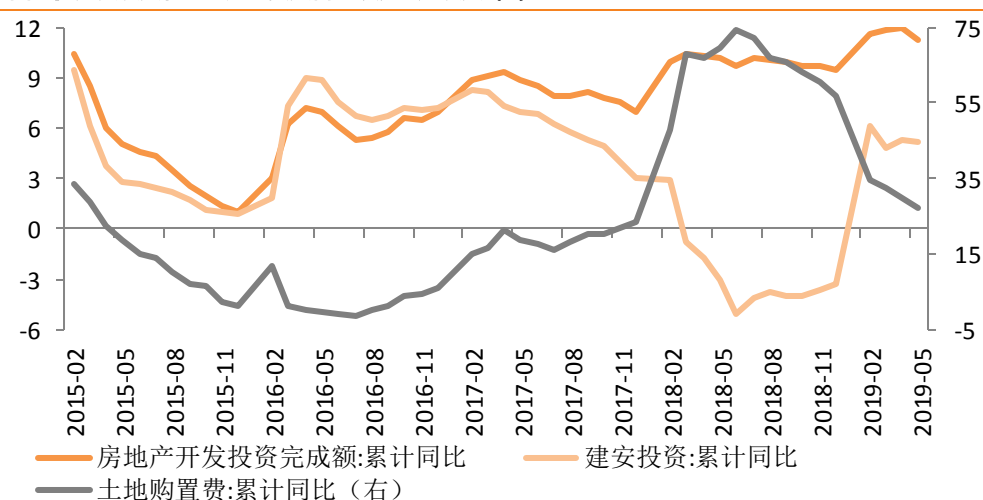
房地产开发投资增速在 2016-2018 年间连续上台阶，但驱动因素有所不同：2016 年的主要动力是建安投资，背景是房地产热销后房屋新开工和施工增速的大幅反弹；2017-2018 年的主要动力是土地购置费，背景是融资宽松时期房企大举拿地和地价高速上涨，目前土地购置费占房地产开发投资的比重已经从 2016 年的 18% 升至 30%。

土地购置费的主要影响因素是即期和过去一年间的土地市场热度，随着近期影子银行、房企前端融资信托监管、房企海外发债等政策再度收紧，预计下半年土地购置费增速将加速回落，全年增速 10% 左右。预计全年房屋新开工面积增速 7%，2 季度为全年高点。

经历了 2017 年下半年-2018 年的高周转后，前期预售期房的竣工交付需求将使得施工进度持续回补。因此，尽管新开工增速回落、近期融资条件再收紧，预计施工强度全年都将保持在较高水平，显著强于去年，建安投资增速也将受益于此，预计下半年建安投资增速

将维持 4.5-5.5%左右。

图 1：建安投资和土地购置费交替拉动房地产投资（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

综合对建安投资和土地购置费的判断，如果下半年房企融资政策持续收紧，预计房地产开发投资全年增速 6%-7%，均值约 6.5%，明年增速将进一步下滑。节奏上，预计 2 季度开始逐季回落，下半年加速回落，主要拖累因素是土地购置费增速的加速下滑。

详见报告：《后续房地产投资增速怎么看？》《“小阳春”之后的楼市方向》

五、基建投资：增速缓慢回升，专项债影响幅度

去年 7 月下旬的两个重要会议（723 国常会、731 政治局会议）提升了基建托底经济的重要性，但此后基建投资增速反弹仍然乏力——自去年 9 月增速触底至今年 6 月，统计局口径的基建增速仅反弹 0.8%，全口径基建增速反弹 2.6%。究其原因，基建项目的配套融资条件虽然有所改善，但整体仍处于结构性去杠杆的大环境中，明股实债等隐性杠杆被拆除后，项目资本金筹措难度加大，撬动融资并转化为投资的能力大不如前。在此背景下，6 月中办、国办联合印发《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》，提出对于符合条件的重大公益性项目，允许将专项债券资金作为一定比例的项目资本金，**补充基建项目资本金来源**。

粗略计算，下半年专项债资本金带动的配套基建投资金额在 929-4645 亿之间，对应全口径基建增速的拉动在 0.5%-2.7% 之间（均值为 1.6%），将拉动社融增速 0.05%-0.23%（均值为 0.14%）。根据各类基建资金来源占比和增速对全年基建增速进行估计，**预计专项债可作资本金后的基建投资增速为 4.4%-7.5%（均值为 5.9%）**。在房地产难以刺激的制约下，基建成为总量逆周期政策对冲经济下行的有限选择，预计后续基调偏积极，全年增速落在均值上方的概率更高。如果下半年追加专项债额度 2500/5000 亿，则可再拉升基建增速最多 0.5%-1%。

表 1：2019 基建投资增速估算（不考虑专项债扩容）

	占比	2018	2019 前 5 月	19 增速悲观	19 增速乐观
国家预算内资金	16.1%	8.7%	12.5%	8.8%	11.0%
国内贷款	15.6%	13.2%	13.4%	12.9%	13.5%
利用外资	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
基建型政府性基金	14.5%	31.3%	20.9%	18.0%	21.6%
自筹和其他资金	53.5%	-11.2%	-6.8%	-6.0%	-2.0%
全口径基建投资增速	100%	2.0%	3.5%	4.4%	7.5%

资料来源：WIND，天风证券研究所

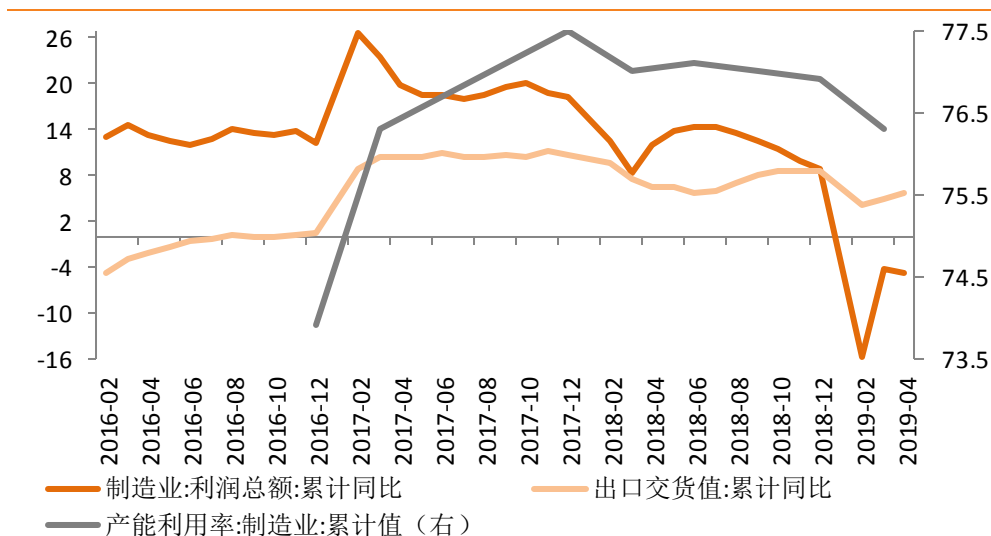
详见报告：《政策空间还有多大？》

六、制造业：投资顺周期回落，年内难有明显好转

制造业过去一段时期面临的不利因素较多，一方面是企业经营环境受到国内经济下行和信用收紧的双重冲击，另一方面是国际贸易环境的高度不确定性叠加全球经济走弱后的外需下滑，制造业投资增速相应出现大幅下滑。

从总量层面看，2%-3%可能是年内制造业投资增速的底部区间，但制造业投资增速尚不具备明显好转的条件，全年增速 2.5%-3.5% 之间。从企业经营情况来看，未来一段时间制造业整体利润增速将处于底部，年内暂时难有明显好转。从产能利用率来看，制造业产能利用率从 2017 年的 77.5% 回落至今年 1 季度的 76.3%，扩建性质的制造业投资可能持续负增长。从资金周转情况来看，领先指标 5000 户工业企业资金周转状况指数已经改善。综合考虑以上因素，下半年制造业投资增速应该在磨底期。

图 2：制造业利润下滑、产能利用率回落、外需趋弱（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

制造业投资增速的结构正在改善。过去几年高技术制造业投资增速始终保持在 10% 以上，今年上半年增速 10.4%，占制造业投资比重从 2012 年的 10.6% 上升至 15.6%。制造业技术改造投资也保持了相当的韧性，1-5 月增速 15%，与去年同期基本持平。

另外，过去一段时间制造业投资外迁规模可能相对较小。参考商务部相关数据，2018 年中国对外非金融类直接投资 1205 亿美元，其中制造业占比 15.6%，约 188 亿美元（1260 亿人民币）；2019 年 1-4 月对外非金融类直接投资 346.4 亿美元，同比下滑 2.6%，因此预计制造业对外直接投资金额与每年超过 20 万亿人民币的国内制造业投资相差尚远（2018 年占比 0.58%），总量层面暂时不会产生明显影响。

详见报告：《2019 年制造业投资增速怎么看》

分行业来看，多数周期性制造业行业处于库存周期的“被动补库存”和“主动去库存”阶段，说明制造业仍然处于景气度下行期，但是越来越多的行业景气度已经接近触底或开始步入上行期。

例如受益于房地产建安施工强度回升和上游采矿需求旺盛的专用设备制造（混凝土机械、起重机、矿山机械等设备工器具）；受益于竣工加速提振需求的有色金属制造；受益于制造业技术改造投资高速扩张的仪器仪表制造；受益于行业自身产能整合、成本下降、需求回升的电气机械和器材制造（风电、光伏等电力设备和锂电池等电动车零部件）；受益于食品通胀上行的农林牧渔和农副食品加工业；受益于排放标准升级带来旧库存加速消化见底的汽车制造。

表 2：多数制造业行业处于库存周期回落阶段，少数接近触底并有望步入上升期

库存周期位置	周期性制造业行业
被动去库存	有色金属冶炼及压延加工业，专用设备制造业，仪器仪表制造业
主动补库存	农副食品加工业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，黑色金属冶炼及压延加工业
被动补库存	纺织业，纺织服装服饰业，非金属矿物制品业
主动去库存	电气机械及器材制造业（ 经验底部 ），造纸及纸制品业（ 经验底部 ），汽车制造业（ 接近经验底部 ），化学原料及化学制品制造业（ 接近经验底部 ），家具制造业，化学纤维制造业，金属制品业，通用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，橡胶和塑料制品业

资料来源：WIND，天风证券研究所

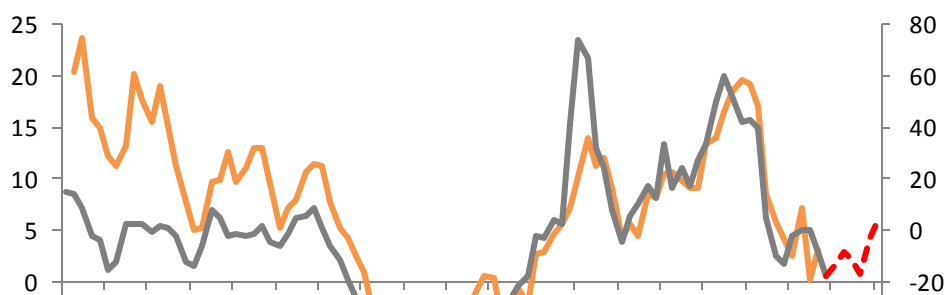
七、必选消费企稳，可选消费改善，社零增速有望 4 季度回升

虽然近年限额以上消费占社零比重从峰值 50% 回落至 36%，但二者的同比增速变化始终保持着高度相关性，因此可以通过各类限额以上消费品前瞻社零走势。

必需消费：粮油食品饮料、烟酒、纺织服装、日用品、中西药品，占比 32.6%。上述消费品属于必需品，因此短期内增速变化比较平稳，2016 年至今始终在 8%-10% 区间内波动。从指标间相关性来看，居民可支配收入增速领先必需消费增速约 3-4 个季度，CPI 则与必需消费的同期相关性较高。最近 1 年城镇居民可支配收入增速在 7.8%-7.9% 之间，波动较低；CPI 则预计会在 3 季度回落，4 季度反弹，下半年中枢略高于上半年，因此必需消费增速可能在 3 季度小幅回落后，4 季度有所好转。

石油及制品类消费：占比 14.4%。此项与原油价格高度相关，但油价的不确定性较高，根据下半年油价基数效应，石油及制品类消费增速可能在 4 季度好转。

图 3：石油及制品类消费增速年底有望好转（%）



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_11187

