

2019 年 7 月 7 日

安辞定色，顺势而为

宏观专题

——宏观半年度报告

华鑫证券 研究发展部

分析师：

曹慈川

执业证书编号：S1050517070001

电话：021-54967586

邮箱：caoxc@cfsc.com.cn

● 上半年宏观经济形势概述

2019 年上半年，宏观经济走势基本与我们年初判断一致，投资、消费与进出口的增速较去年末及去年同期均有所放缓，但整体流动性有所改善，通胀水平略有提高。我们认为，上半年宏观层面依旧保持在较为稳定的水平，但各项指标的表象变化并未体现其内在结构发生的改变。

● 观察三大核心提供的经济驱动力

从基本面及政策面看，我们依旧有足够空间应对下行压力，但推动经济复苏仍有难度，也就意味着中国经济的真正企稳需要依靠经济新动能的快速发展，我们认为新动能中新基建、制造业改善及消费升级这三个核心是短时间内可以快速成长为经济发展提供动能的，也就是说下半年在三大核心如何走将决定中国经济复苏的力度。其中以“5G”相关投资为代表的新基建将是决定投资增长情况的关键力量；制造业上半年表现不佳，下半年在预期转暖后应有明显改善；消费提升潜力巨大，将决定经济下行的底在哪里。

● 政策方向大概率维持稳定

货币政策灵活可期，宽松未必。下半年不应期待整体货币政策的进一步宽松，叠加目前较低的市场利率水平，降息的实际意义并不大，预计央行大概率维持目前的操作节奏，维持流动性在中性偏松的环境下。积极的财政政策有望延续，但空间有限。2019 年财政赤字率较 2018 年略高 0.2 个百分点，以目前收入增速下滑的趋势推测，下半年财政支出增速也将逐渐放缓。或意味着下半年财政引导的方向可能更多的是政策优惠及产业引导，财政资金直接投放的空间并不大。

● 下半年大类资产配置：顺势而为

股市估值仍有优势，减税降费带来的企业盈利提升可能使估值优势更明显，科创板开板在向国际接轨的同时也能吸引更多外资；债市基本面持续，信用环境有所修复，利率处于低位，但下行空间有限；地产价格难有大波动，商办类地产的投资价值或有提升；大宗商品及外汇方面，避险类资产价值显现，关注宽松预期下价格变化。

● 风险提示：宏观经济超预期下行；PPI 超预期下行；美联储加息超预期；中美贸易摩擦加剧。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

一、上半年宏观经济形势概述.....	5
二、观察三大核心提供的经济驱动力	6
（一）新基建决定固定投资未来走向.....	6
1.地产投资降速后谁来接棒？	6
2.需要传统基建托底.....	7
3.以 5G 投资为代表的“新基建”或能撑起未来五年投资增速.....	8
（二）制造业下半年应有改善	9
1.制造业投资或企稳回升.....	9
2.企业预期或有回温.....	10
（三）消费依旧是有有力支撑.....	12
1.我国人均消费情况仍有明显上涨空间.....	12
2.消费价与量的变化是关键.....	13
3.通胀角度出发消费实际情况可能好于预期.....	14
三、政策方向大概率维持稳定	15
（一）货币政策灵活可期，宽松未必.....	15
（二）积极的财政政策有望延续，但空间有限	16
四、下半年大类资产配置：顺势而为	17
（一）股市估值仍有优势，科创板带来新活力	18
（二）债市基本面持续，利率下行空间有限	18
（三）地产价格难有大波动.....	19
（四）避险类资产价值显现，关注宽松预期下价格变化	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：2019 年 1-5 月部分经济指标情况	5
图表 2：2017 年电子设备制造业占比示意图	6
图表 3：2019 年 1-5 月电子企业与工业企业整体数据	6
图表 4：房地产建设相关累计增速情况.....	7
图表 5：地产投资与到位资金累计增速情况.....	7
图表 6：固定资产投资与基建投资累计增速情况.....	7

图表 7：通讯相关投资及固定资产累计投资增速情况.....	8
图表 8：制造业及部分子行业投资增速.....	9
图表 9：制造业投资工业企业利润投资增速.....	10
图表 10：地产投资与到位资金累计增速情况.....	10
图表 11：PPI 及 PPIRM 走势情况.....	10
图表 12：PMI 及 PMI 新订单情况.....	10
图表 13：信贷增速及非金融企业融资情况.....	11
图表 14：工业企业存货情况.....	11
图表 15：PMI 库存类走势情况.....	11
图表 16：制造业增加值及利润情况.....	12
图表 17：PMI 新出口订单走势.....	12
图表 18：目前我国人均消费增长空间仍然较大.....	12
图表 19：城镇居民消费仍有潜力.....	13
图表 20：部分消费品产量变化.....	14
图表 21：消费品零售额变化.....	14
图表 22：居民消费实际构成与 CPI 估算构成.....	14
图表 23：2018 年以来准备金率调整情况.....	15
图表 24：市场利率水平变化.....	15
图表 25：OECD 在 2018 年末与 2019 年 5 月对全球经济增速预期变化.....	15
图表 26：市场隔夜利率处于历史低位.....	16
图表 27：宏观杠杆率有所抬头.....	16
图表 28：上半年人民币兑主要货币中间价涨跌幅.....	16
图表 29：人民币汇率指数与美元指数走势.....	16
图表 30：历年前 5 月财政收支占全年预算情况.....	17
图表 31：历年前 5 月政府性基金收支占全年预算情况.....	17
图表 32：历年前 5 月税收收入占财政比重及增速.....	17
图表 33：历年前 5 月土地出让金收入情况.....	17
图表 34：上半年全球重要指数涨幅及市盈率情况.....	18
图表 35：债券到期收益率走势.....	19
图表 36：中美国债期限结构情况.....	19
图表 37：1 年短融信用利差走势.....	19
图表 38：3 年中票信用利差走势.....	19
图表 39：房地产投资及销售情况.....	20

图表 40：历年前五个月地产均价估算及涨跌幅.....	20
图表 41：70 大中城市住宅价格指数同比增速	20
图表 42：伦敦金价格走势.....	21
图表 43：日元汇率走势.....	21
图表 44：部分商品价格走势示意.....	21
图表 45：BDI 与 CRB 指数走势	21

一、上半年宏观经济形势概述

2019 年上半年，宏观经济走势基本与我们年初判断一致，受国际经济增速放缓及中美贸易摩擦加剧因素影响，尽管二季度开始减税降费已开始正式实施，但多数经济指标相较于 2018 年底有所下滑。从 1-5 月的经济数据表现上看，投资、消费与进出口的增速较去年末及去年同期均有所放缓，但整体流动性有所改善，通胀水平略有提高。我们认为，上半年宏观层面依旧保持在较为稳定的水平，但各项指标的表象变化并未体现其内在结构发生的改变。

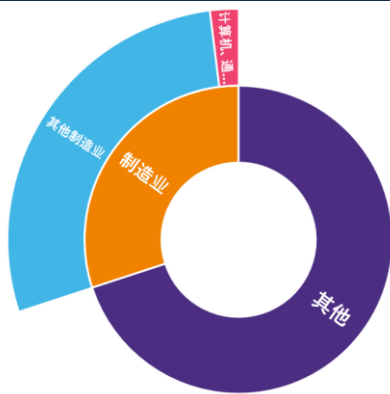
图表 1：2019 年 1-5 月部分经济指标情况

2019年1-5月中国部分经济数据				
经济指标	相比4月数据	5月（同比）	2018年末	2018年同期
GDP	-	-	6.40%	-
CPI	↑	2.70%	1.90%	1.80%
PPI	↓	0.60%	0.90%	4.10%
M2	↑	8.50%	8.10%	8.30%
社会融资增量	↑	13952亿	15898亿	9518亿
新增贷款	↑	11800亿	10800亿	11500亿
制造业PMI	-	49.40%	49.40%	51.90%
工业增加值（累计）	↓	6%	6.20%	6.90%
城镇固定资产投资（累计）	↓	5.60%	5.90%	6.10%
民间固定资产投资（累计）	↓	5.30%	8.73%	8.12%
房地产开发投资（累计）	↑	11.20%	9.50%	10.20%
社会消费品零售（累计）	↓	8.10%	8.98%	9.50%
外汇储备（美元）	↑	31010亿	30727亿	31106亿
出口（人民币）（累计）	↓	6.10%	7.10%	5.20%
进口（人民币）（累计）	↓	1.80%	12.90%	12.90%
贸易顺差（人民币）（累计）	↓	8934亿	23247亿	6160亿

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

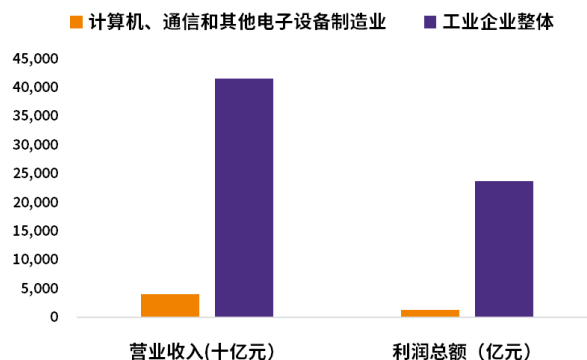
目前的经济总量已具备相当规模，维持全面的高增速难度较大，但依旧存在诸多体量较小有足够发展空间的细分行业，增速也较为可观，但由于体量原因短期内仍难产生支撑作用。以计算机、通信及其他电子设备制造业为例，其投资增速及营收增速高于相关指标的总水平，2017 年行业固定资产投资额 1.29 万亿元，约占制造业投资总额的 6.7%，而制造业约占当年固定投资总额的 30%。2019 年 1-5 月计算机、通信及其他电子设备制造业营业收入占规模以上工业企业的 9.76%，利润总额占 5.49%，作为高端制造业中规模较大的子行业，不论是投资还是经营水平占比相对于传统支柱性产业依旧有差距，其体量上的劣势也决定了短期内为总体增速托底的能力有限。由于新兴产业在经济总量中占比较小，仍不足以对冲由传统行业下滑带来的负面影响，所以从表象上看，宏观经济下行的趋势依旧明显，但如果仔细观察各细分行业或指标，不难发现部分好的结构变化已经出现。

图表 2：2017 年电子设备制造业占比示意图



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：2019 年 1-5 月电子企业与工业企业整体数据



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们认为，上半年中国宏观经济的走势十分明显地反映了经济结构转型时期的特点，传统经济降速但新兴经济接棒乏力将在短期内持续影响中国经济。2018 年下半年开始的全球经济放缓，在客观上给转型提升了难度，尽管国内宏观层面政策频出，货币政策经历了多次降准，财政政策也实行了大规模的减税降费，但效果的体现需要一定时间，而更强的政策刺激能带来的实际影响也将边际递减。下半年中国经济大概率维持目前缓步改善的节奏，是否能企稳复苏要观察政策效果及经济新动能变化，保持稳定是发展的核心所在。

二、观察三大核心提供的经济驱动力

从基本面及政策面看，我们依旧有足够空间应对下行压力，但推动经济复苏仍有难度，也就意味着中国经济的真正企稳需要依靠经济新动能的快速发展，我们认为新动能中新基建、制造业改善及消费升级这三个核心是短时间内可以快速成长为经济发展提供动能的，也就是说下半年在三大核心如何走将决定中国经济复苏的力度。

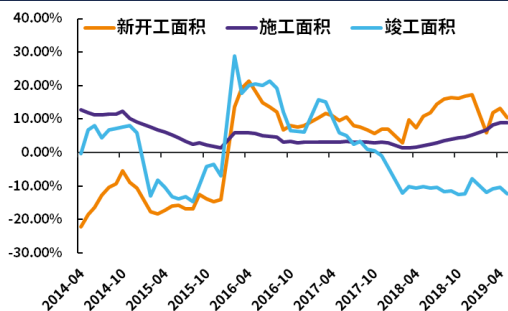
（一）新基建决定固定投资未来走向

在国民经济中，投资的重要性不言而喻，而对过去的中国经济来说基建投资是构成投资增长的主要动力，尽管市场上认为依靠基建拉动的投资不具备可持续性，我们依旧认为以“5G”相关投资为代表的新基建将是决定投资增长情况的关键力量。

1. 地产投资降速后谁来接棒？

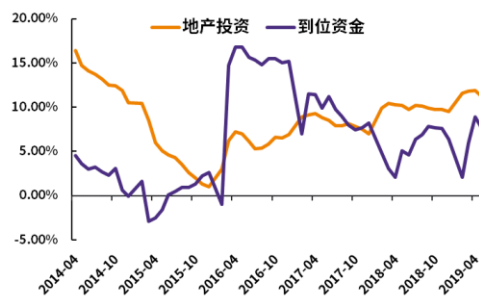
由于 1-5 月地产投资超预期的增速，使得固定投资增速并未像消费及进出口数据一样出现超预期下滑，从中既反映出地产投资在固定投资中较高的占比，另一方面也埋下了隐患即地产投资如果降速，固定投资增速会出现明显下降。我们粗略测算，1-5 月地产投资为整体固定资产投资提供了 2 个百分点的正向影响，也就意味着如果未来数月地产投资增速下滑，固定投资增速将再度承压。

图表 4：房地产建设相关累计增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：地产投资与到位资金累计增速情况



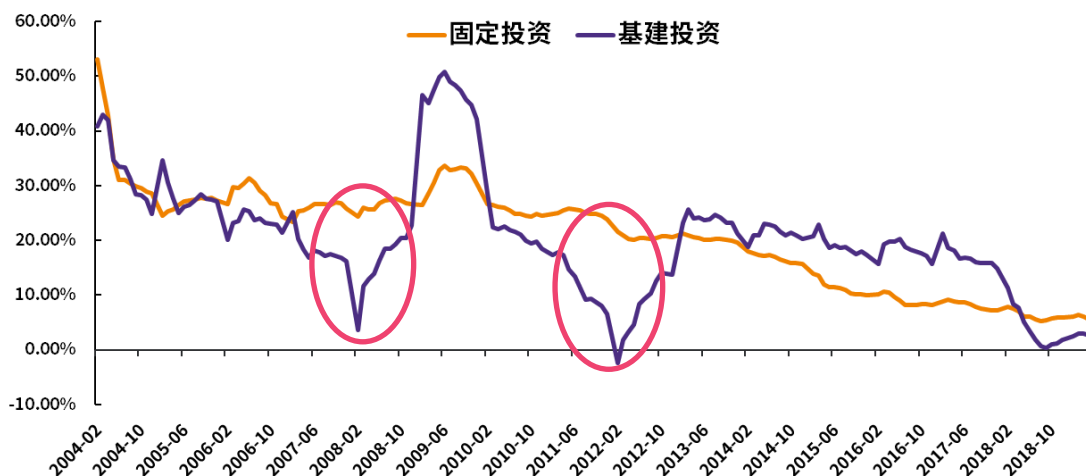
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

而从历史经验看，地产到位资金增速出现低于地产投资增速的情况往往预示着地产投资进入下行周期，另一方面，施工面积持续正增长但竣工面积出现负增长也通常意味着房地产市场景气度下行。可以说多种迹象表明，房地产投资的景气度下行将逐渐显现，而我们年初也判断在地产新开工面积快速上行阶段，地产投资仍能维持一至两个季度的高景气度，而从 2019 年年初开始，地产新开工面积增速停止上升趋势，或意味着地产景气度高点已于上半年出现，下半年的地产投资增速大概率逐步下行。

2.需要传统基建托底

毋庸置疑的是，传统基建仍是投资中非常重要的构成，以“铁公基”为主导的传统投资陷入困局，原因有多方面，一是中央财政压力加大，二是东部人口密集地区基建水平已明显提高，三是人口与经济分布的不均衡客观上制约了传统基建发展的空间。但我们也可以清晰的认识到，占总投资比重 30%左右的基建投资能否企稳决定了投资增速的底线。正如我们年初判断的，基建增速在 2019 年上半年有一定的企稳回升迹象，

图表 6：固定资产投资与基建投资累计增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

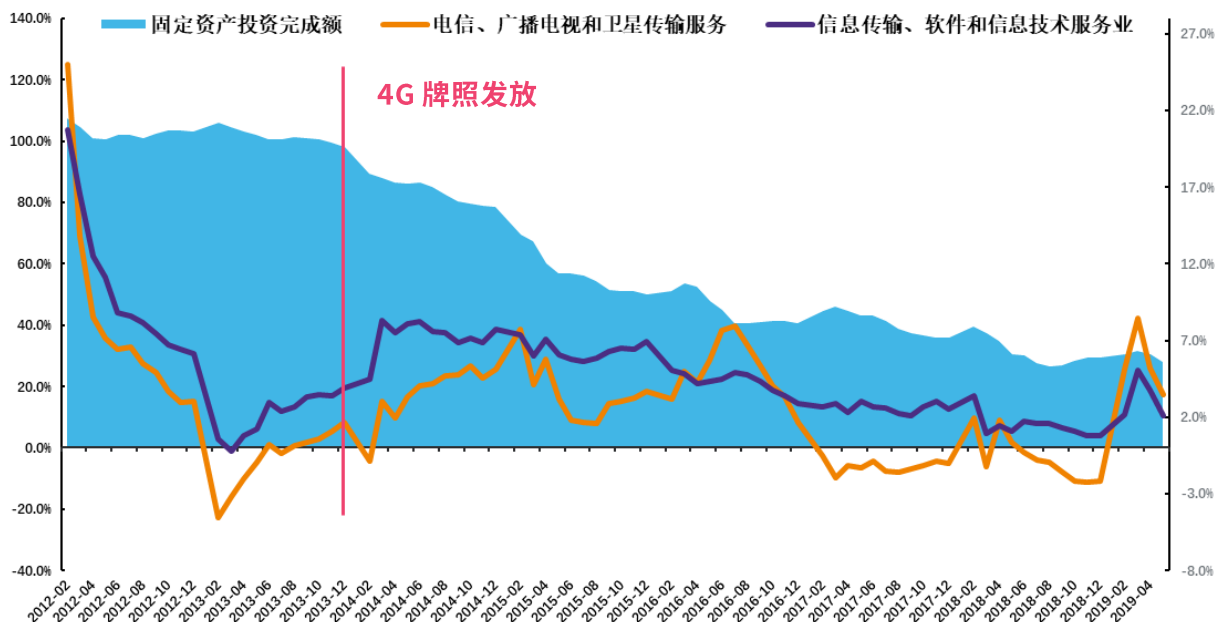
而从实际情况看，基建更多的是被当成类似财政政策的延续，由于其投资金额大，建设周期较长，对于固定投资的拉动长效有力。可以看到 2004 年至今有两次较大的基建周期，均在周期初期改变了投资下行的趋势。我们认为，

目前指望新一轮基建大周期并不现实,但由于过去基建投资存在一定的结构性问题,农村基建及中西部基建仍是值得关注的焦点,另一方面城市化进程的持续推进也将带来更多的市政建设增量,传统基建绝不会失速下行,在调换投资结构的同时大概率能有稳定的增长,为整体投资托底。

3.以 5G 投资为代表的“新基建”或能撑起未来五年投资增速

2019 年 6 月 6 日,工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照,标志着 5G 元年的开始。事实上,早在 2018 年末的中央经济工作会议上便提出:“加快 5G 商用步伐,加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。5G 仅是新基建中较为典型的代表,也是眼下新基建中的主力核心。从目前推算的结果看,5G 投资规模大约是 4G 的 1.5 倍,我们可以观察到从 2013 年开始的 4G 投资对整体投资增速起了一定的正面的影响,5G 带来的影响应更为可观。

图表 7: 通讯相关投资及固定资产累计投资增速情况



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

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_11618

