

经济触底尚需时日

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

宏观摘要：经济数据方面，我们预计下半年出口形势难有乐观表现，进口增速仍将继续维持较低水平；消费增速难有明显的上涨空间；固定资产投资增速上行空间依旧受限；工业生产增速面临的下行压力将进一步加大；CPI 下半年走势前低后高，但再出现通胀明显上升的可能性较小；PPI 下半年将呈现前低后高的走势，出现大幅下滑的可能性较小。

从各项经济数据来看，下半年各分项指标仍难见明显好转，从整体经济走势来看，我们预期经济触底仍尚需时日。从信贷结构来看，信贷投放依旧朝居民部门倾斜，衡量实际经济融资需求的企业部门中长期贷款依旧薄弱，从加杠杆的范围来看，我们认为目前地产和制造业投资下半年依旧偏弱、楼市严调控下居民部门加杠杆受限，因此我们认为这一轮经济见底的时间将有所延后。

宏观贵金属研究员

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人：

蔡超

宏观研究员

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

在内部经济下行压力仍存、贸易磋商进展仍存在不确定性、外围主要经济体经济周期见顶回落的大背景之下，我们认为应当加大对于逆周期调节的重视程度，未来宏观政策需要加大财政端专项债的支持力度和转移支付。货币政策仍需保持定力，在推进金融供给侧改革的同时，通过结构性的流动性供给改善经济融资结构。预计下半年社融增速仍将缓慢回升，需要担忧的是减税和经济放缓背景下财政收入增速放缓对于整体财政支出力度的限制。

策略：谨慎看多避险类资产**风险点：**宏观刺激政策超预期**相关研究：**[贸易谈判道路曲折](#)

2019-05-13

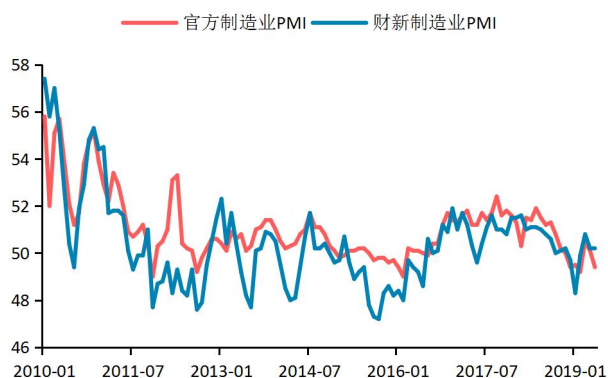
[一季度经济表现较好，但尚不能充分乐观](#)

2019-05-06

上半年经济数据分析

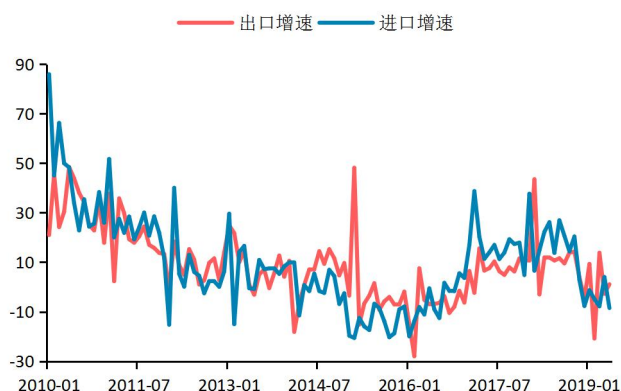
2019 年上半年国内宏观经济仍处于回落周期，各项宏观指标仍未现明显好转，唯一的亮点在于地产投资增速的强劲。具体来看消费方面一季度消费增速较去年全年增速下滑明显，二季度节假日的影响导致了消费增速的明显波动，但 5 月消费增速已回到年内次高水平。投资方面一季度投资增速受到地产投资的上行以及基建投资的逐步扩张影响出现小幅上行，二季度在基建投资增速放缓、制造业投资明显下行的背景下，投资增速出现明显回落。外贸方面出口增速一季度受春节因素、欧美订单的继续回落影响出现较大波动，二季度贸易战再次爆发、出口增速进一步放缓，进口上半年始终处于低增速水平。信贷方面在一季度信贷资金需求出现改善的情况下，二季度信贷需求依旧表现平淡。通胀方面 CPI 增速受食品价格下滑的影响一季度持续下行，但此后受到猪肉价格的明显上涨和蔬菜水果价格的大幅上涨影响，二季度 CPI 扭转跌势出现了非常明显的上涨，PPI 则维持较低增速。

图 1： 制造业 PMI (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 进出口当月同比 (%)



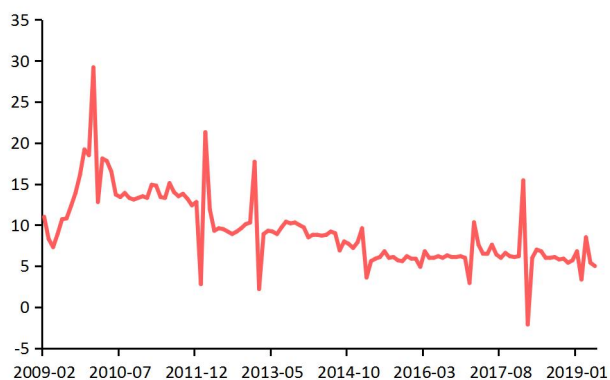
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 工业增加值当月同比 (%)



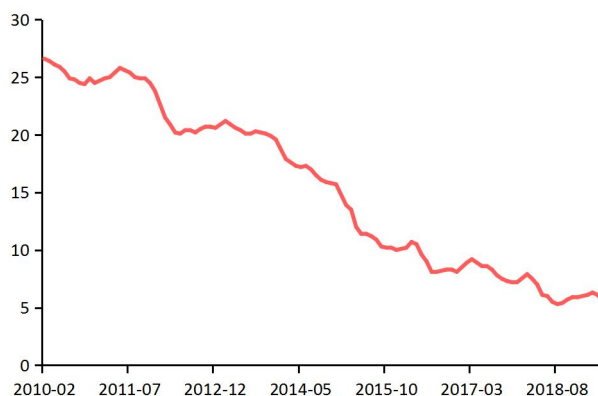
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 房地产开发投资累计同比 (%)



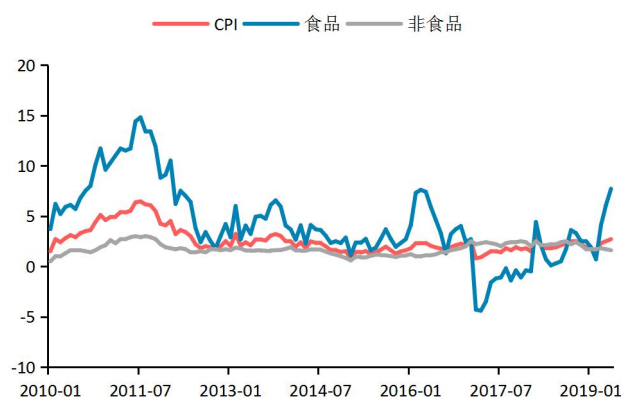
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 固定资产投资累计同比 (%)



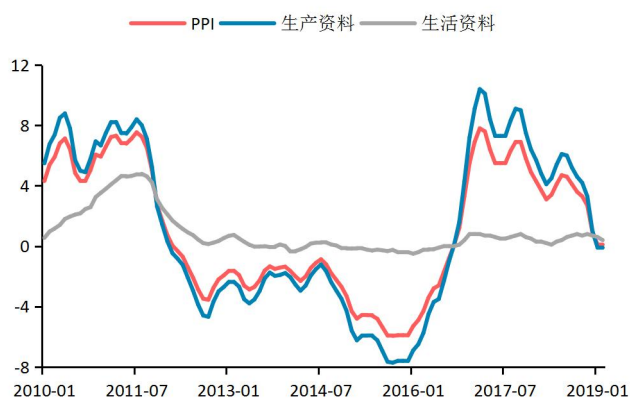
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: CPI 同比 (%)



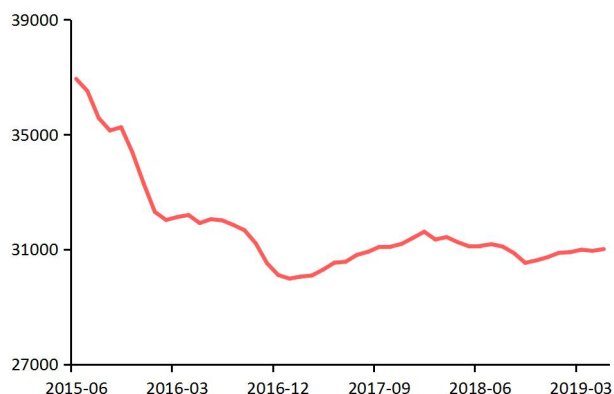
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: PPI 同比 (%)



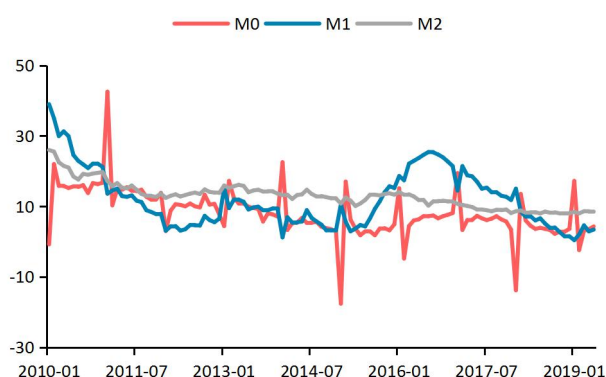
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 外汇储备 (亿美元)



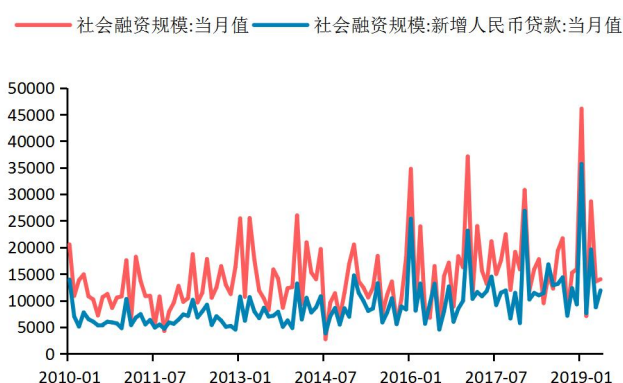
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 货币供应量当月同比 (%)



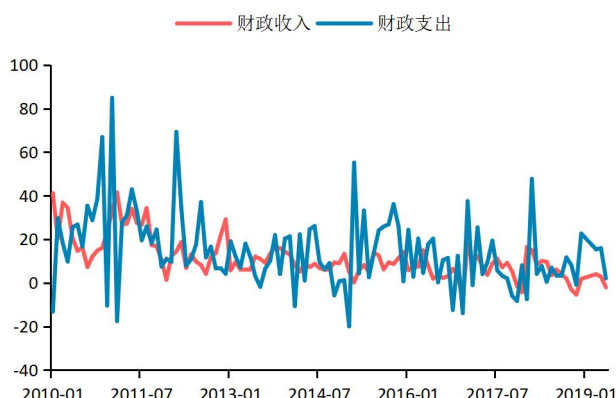
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 社会融资规模 (亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 财政收支累计同比增速 (%)



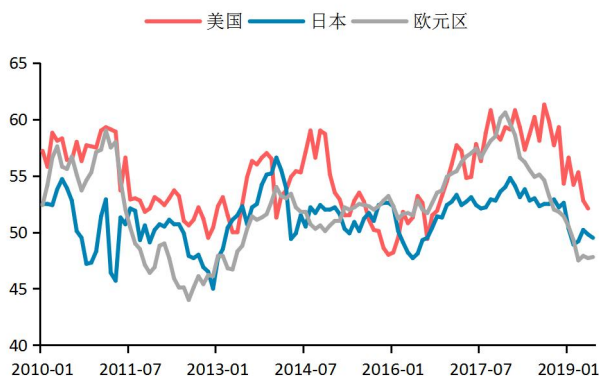
数据来源: Wind 华泰期货研究院

下半年宏观数据展望

外贸方面, 出口增速一季度受春节因素、欧美订单的继续回落影响出现较大波动, 二季度贸易战再次爆发、出口增速进一步放缓。目前来看下半年主要经济体经济活动的继续放缓的风险依然存在, 此前世贸组织发布的《全球贸易数据与展望》报告将今年全球贸易增长预期由此前的 3.7% 大幅下调至 2.6%; 联合国因担心贸易紧张局势、经济政策不确定性和商业信心减弱下调了 2019 年和 2020 年全球经济增长预期, 预期今年全球经济增长 2.7%, 2020 年增长 2.9%, 而此前在 1 月份的报告中, 联合国对今明两年全球经济增长的预期均为 3%;

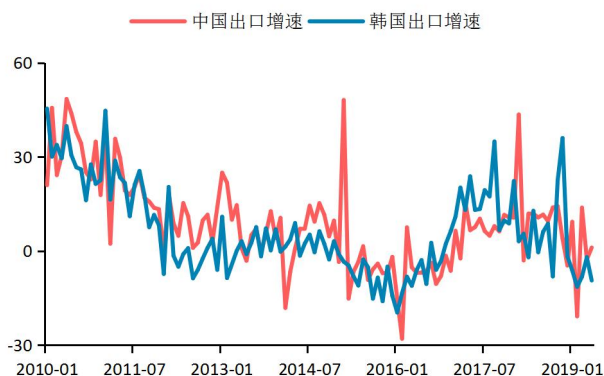
世行将今年全球经济增长预计放慢至 2.6%，贸易增长预测为十年来最弱，并且预计美国增速今年将放缓至 2.5%，2020 年进一步放慢至 1.7%，2020 至 2021 年欧元区增速将在 1.4% 左右徘徊。放缓的经济增长将拖累出口增速，而贸易战已经加征的关税仍将持续影响出口节奏和总量，因此预计出口形势下半年难有乐观表现。在进口方面，当前我国内需依旧相对偏弱，预计下半年进口增速仍将继续维持较低水平。

图 13： 主要经济体制造业 PMI (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

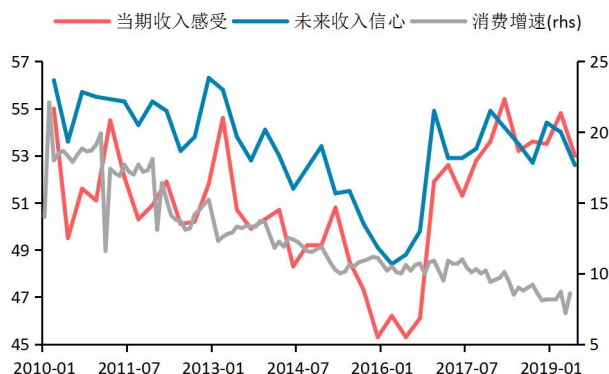
图 14： 中韩出口同比增速 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

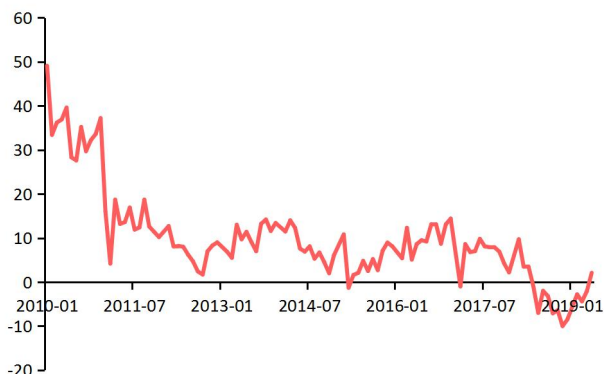
消费方面，当前消费需求依旧不旺，做为消费的重要组成部分，汽车消费依旧低迷，6 月 12 日，中汽协发布 5 月乘用车销量情况，中汽协此次发布的数据显示，今年 5 月国内乘用车销量 191.3 万辆，同比下降 16.4%。而今年 1-5 月，乘用车累计销售 839.87 万辆，同比下降 15.17%，降幅比 1-4 月略有扩大。在当前的消费形势下，促消费政策频出，此前国家发改委出台《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020）》要求严令各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用。近期广州、深圳更是放宽有关汽车限购和摇号限制，在 2020 年末两地将新增汽车牌照 10 万张和 8 万张，成为近年来一线城市首次放松汽车限购的政策。在一系列政策的推动下，叠加上部分节假日的影响，下半年消费增速或有脉冲式上涨，但总的来看收入因素依然制约着消费的上漲，此前央行发布了二季度央行调查问卷，其中城镇储户调查问卷显示本季收入感受指数为 53.0%，比上季低 1.8 个百分点。其中，88.8% 的居民认为收入“增加”或“基本不变”，比上季低 1.0 个百分点。收入信心指数为 52.6%，比上季低 1.4 个百分点。在收入增速难以上漲的环境下，下半年消费增速难有明显的上漲空间。

图 15: 消费增速和收入感受 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

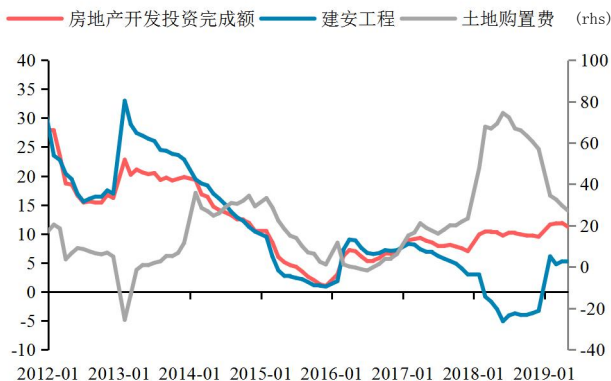
图 16: 汽车消费增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

投资端，在地产投资方面，上半年施工面积和新开工面积始终保持较快增长，在施工和新开工的带动下，建安工程增速明显上行，并成为在土地购置费明显下行的背景下支撑地产投资保持强劲的主要因素，但是我们认为下半年地产投资增速将会走弱。首先当前的楼市调控依旧严格，此前全国多地对调控进行加码，银保监会近期印发的《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资，严调控下地产销售和后续的资金支持都难言乐观。其次土地购置费在2018年高周转模式下支撑地产投资上行，19年在提前透支以及土地成交价款回落的背景下未来面临进一步下行的风险。另外2019年我国各地棚户区改造任务约285万套，这远低于外界此前450万套的预期，与2018年的626万套相比，今年棚改开工计划目标已经腰斩，大幅减少的棚改仍将在下半年拖累地产投资。虽然施工和新开工仍有望给地产投资带来一定的支撑，但预计地产投资下半年将缓慢下行。

图 17: 房地产开发投资增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

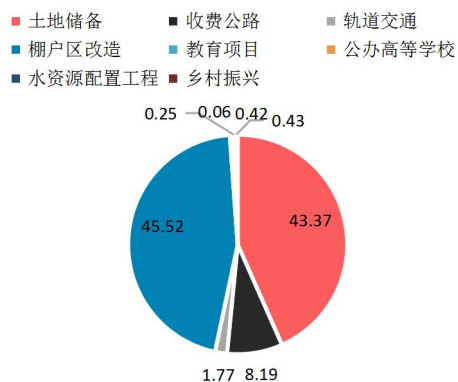
图 18: 土地成交价款和土地购置费增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

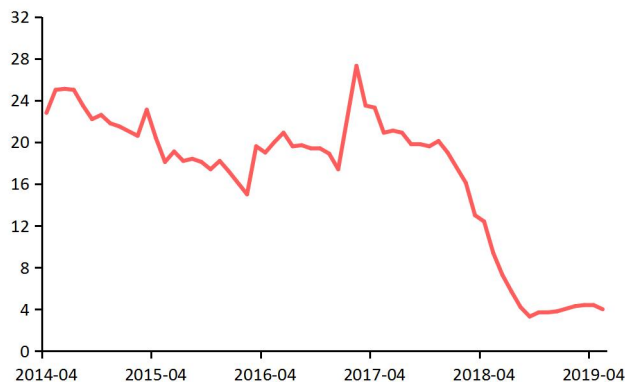
在基建投资方面，此前中办、国办印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。通知要求合理明确金融支持专项债券项目标准、精准聚焦重点领域和重大项目，鼓励地方政府和金融机构依法合规使用专项债券和其他市场化融资方式，重点支持京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化发展、推进海南全面深化改革开放等重大战略和乡村振兴战略，以及推进棚户区改造等保障性安居工程、易地扶贫搬迁后续扶持、自然灾害防治体系建设、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保、医疗健康、水电气热等公用事业、城镇基础设施、农业农村基础设施等领域以及其他纳入“十三五”规划符合条件的重大项目建设。通知积极鼓励金融机构提供配套融资支持，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。地方政府要按照一一对应原则，将专项债券严格落实到实体政府投资项目，不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源，不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资，避免层层嵌套、层层放大杠杆。另外通知要求合理提高长期专项债券期限比例，对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，鼓励发行 10 年期以上的长期专项债券，更好匹配项目资金需求和期限。并且通知要求加快专项债券发行使用进度，各地要均衡专项债券发行时间安排，力争当年 9 月底前发行完毕，尽早发挥资金使用效益。“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”拓宽了以往专项债只能做配套资金的用途范围，专项债作为资本金用于符合条件的重大项目，通过杠杆效应将可以撬动更多的基建融资规模；另一方面，鼓励金融机构提供配套融资支持，将为基建提供更多资金支持，叠加上发行进度加快的要求，此次通知的印发未来将推动基建投资增速的上行。

图 19： 前六个月地方政府专项债投向占比 (%)



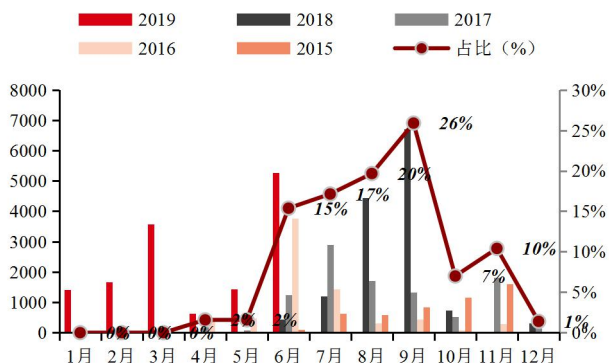
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 基建投资增速 (%)



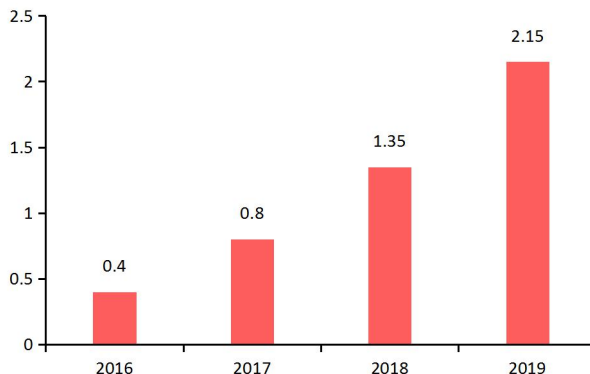
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21： 地方政府专项债（亿元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22： 地方政府专项债新增额度（亿元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

制造业投资方面，在增值税减税的背景下，上半年制造业投资增速并未出现好转，展望下半年，我们认为一方面企业利润增速的低迷将压制制造业企业投资的扩张，另一方面，从库存周期的角度来看，当前工业企业依旧处于主动去库存阶段，库存的去化仍将对制造业投资增速的反弹造成抑制。结合此前对基建和地产投资的分析，下半年固定资产投资增速上行空间依旧受限。

图 23： 工业企业利润增速（%）

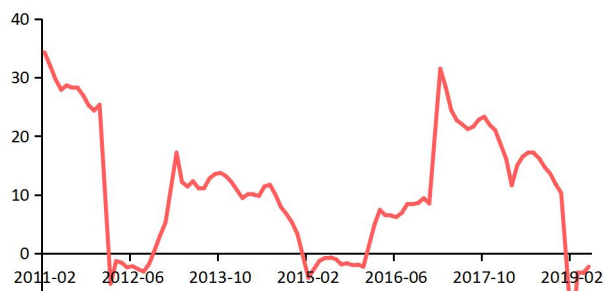
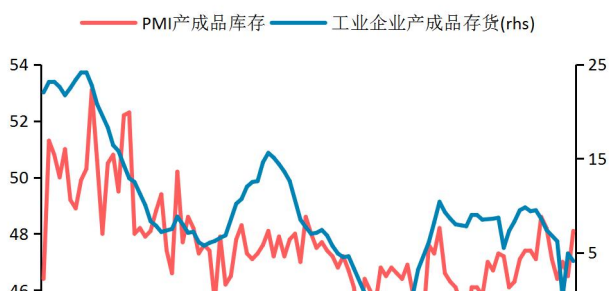


图 24： 库存周期（%）



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_11706

