

证券研究报告 / 宏观专题

风雨兼程，砥砺前行——2019 年国内宏观中期展望

报告摘要：

预计猪价下半年持续上升，为 CPI 上涨主动力。但减税影响在未来数月将逐渐显现，部分对冲猪价上涨等因素。中性情景下 CPI 高点在年中年末，分别 2.7%、2.9%，破 3% 概率不大。但须警惕猪价提升风险。

预计下半年地产销售依然乏力：(1)棚改货币化安置边际作用减少；(2)稳杠杆基调下住户贷款增长将放缓，资金端承压；(3)后续地产调控政策大概率趋向收紧。预计下半年房地产投资将继续回落：(1)销售对投资的向下牵引效应将逐渐显现；(2)二季度后新开工、施工面积的高基数效应会愈加明显；(3)房企到位资金上面临调控收紧压力。

下半年消费有望企稳复苏。消费后续演变关键在三点，居民可支配收入、M1、油价。可支配收入持续受益于降低增值税、社保减负及减个税，预计能拉动社零增速 1 个百分点。我们认为减税降费利好有望先在非耐用品及汽车类消费上体现。但贸易摩擦为后续不确定性核心来源，若 3000 亿关税加征，则政策促消费力度有望继续加码。

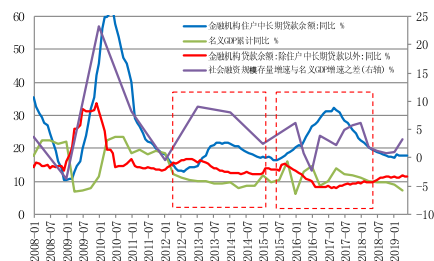
制造业景气度走弱背景下，后续出口难有明显改善。此外，贸易摩擦已挫伤企业投资热情，表现为机械设备出口明显滑落。若后续贸易谈判迎来转机，则亦有望在机械设备出口上率先体现。

我们认为 5 月基建投资边际回落是暂时现象，预计下半年基建投资将继续回暖。若 3000 亿关税加征，则基建投资有望继续加码，如适当降低最低资本金比例、实践中放宽《通知》对项目的限制条件等。

预计制造业投资将企稳复苏，全年中枢 3%-6%。我们认为贸易摩擦对经济影响的不确定性以及政策的阶段性调整是上半年投资失速主因。后续政策将发力托底经济、企业盈利与库存逐渐改善，且技改、产能投资需求有望持续释放，均有利于制造业投资的企稳乃至复苏。

预计未来货币政策仍以定向降准等结构性政策工具为主，总量边际宽松但不会大水漫灌，以降低民营小微企业融资成本为重。减税降费利好将持续释放。若贸易摩擦激化，不排除降低政策利率，财政政策将加码以拉动基建、消费，但经济真正企稳将延后。

风险提示：中美贸易摩擦激化，经济基本面不及预期



相关报告

《全球经济走弱，货币宽松，美元指数下行》
(20190624)

《2019 年国内宏观经济研判及自筹配置建议》(20181128)

《2019 年基建将迎来黎明，政府债务仍可控——基建投资与政府债务专题报告之一》
(20181113)

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. CPI 年内破 3 概率不大，但须警惕猪肉价格风险.....	4
2. 预计后续住房销售依然乏力，房地产投资将继续回落.....	6
3. 消费将企稳复苏，3000 亿关税若落地则促消费有望加码.....	10
4. 三四季度出口难有明显改善，贸易谈判后续演化是关键.....	13
5. 下半年基建投资有望继续回暖，为经济托底.....	15
6. 预计制造业投资将企稳复苏，全年中枢 3%-6%.....	17
7. 预计结构性去杠杆思路不变，政策砝码向稳增长边际倾斜	23

图 1: 生猪及母猪存栏大幅下降	4
图 2: 猪肉价格将大幅上升	4
图 3: 近期水果价格快速上涨	5
图 4: 减税乐观情景下的 CPI 预测.....	5
图 5: 减税中性情景下的 CPI 预测.....	6
图 6: 减税悲观性情景下的 CPI 预测	6
图 7: 住户中长期贷款增速在趋势上与社融、名义 GDP 增速差一致.....	8
图 8: 近期商品房销售面积与住宅价格增速分化	9
图 9: 二三线城市房价涨幅明显	9
图 10: 二季度后新开工面积迎来高基数	10
图 11: 土储高企带动土地成交价款增速下行	10
图 12: 房企开发到位资金累计值及同比	10
图 13: 限额以上商品零售消费总额中各类别占比	11
图 14: 四大类消费品在增速上具有明显差异性	11
图 15: 非耐用消费品(除石油制品)零售额影响因素.....	12
图 16: 石油及制品类零售额影响因素	12
图 17: 耐用消费品(除汽车类)零售额影响因素.....	12
图 18: 汽车类零售额影响因素	12
图 19: 中美欧日四大经济体制造业出口金额与全球出口总额在增速上趋势一致	14
图 20: 主要经济体制造业 PMI 维持疲弱.....	14
图 21: 美国零售销售与耐用品订单数据趋弱	14
图 22: 主要经济体投资信心指数持续下滑	15
图 23: 日本机械出口与海外机械订单数据趋弱	15

图 24: 我国机械及运输设备出口率先回落	15
图 25: 土地出让收入不足将通过资本金直接影响到基建项目开工	16
图 26: 日本产能利用率与制造业利润/总资产一致	17
图 27: 美国产能利用率与制造业利润/总资产一致	17
图 28: 我国产能利用率的延拓	18
图 29: 我国发电量与工业企业在形态上总体同步	18
图 30: 日本产能利用率领先于制造业投资	18
图 31: 产能利用率同比领先制造业投资约 1 年	18
图 32: 美国产能、生产指数、产能利用率关系	19
图 33: 我国产能指数同比估计与 GDP 同比增速	19
图 34: 发达经济体产能扩张情况与全球 GDP 增速	20
图 35: 各主要经济体 GDP 增速	20
图 36: 我国企业家信心指数领先制造业投资约 1 年	20
图 37: 产能利用率同比领先制造业投资约 1 年	21
图 38: 国内订单指数领先制造业投资约 1 年	21
图 39: 产能利用率同比领先制造业投资约 1 年	21
图 40: 产能利用率处于相对健康水平	21
图 41: 纺织行业景气平稳	21
图 42: 钢铁行业景气仍处扩张区间	21
图 43: 物流业景气修复, 有色金属产业平稳	22
图 44: 光伏产业景气走高	22
图 45: 计算机、通信和其他电子设备制造业民间投资占比偏低	22
图 46: 费城半导体指数与计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速差扩大	23
表 1: 各省市 2019 年计划开工情况与 2017-18 年实际开工情况(单位: 万套)	7

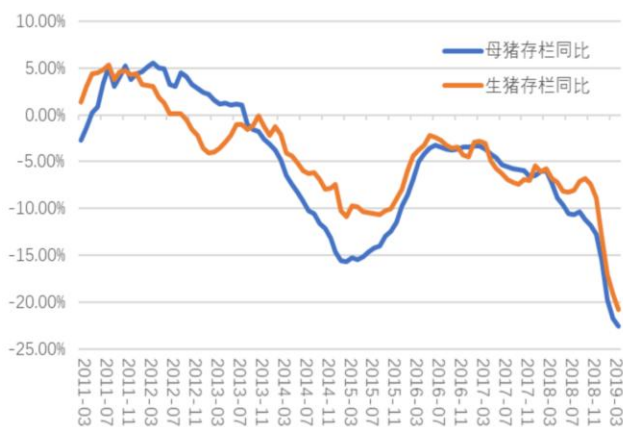
1. CPI 年内破 3 概率不大，但须警惕猪肉价格风险

我们去年 10 月在《四因子驱动下的 2019 年通胀走势预判》报告中就指出新一轮猪周期已经开启，未来猪肉价格会迎来大幅上涨，并带动通胀上行。到目前为止，我们的判断与事实完全吻合。

今年国内的通胀压力较大，主要原因是猪肉价格持续上升。近期来看，水果价格大幅上升，也对短期内的通胀产生较大压力。此外对通胀影响较大的还有原油价格。我们在减税影响的基础上，再加入猪价和水果价格的考量。油价我们假设维持在当前水平不变。

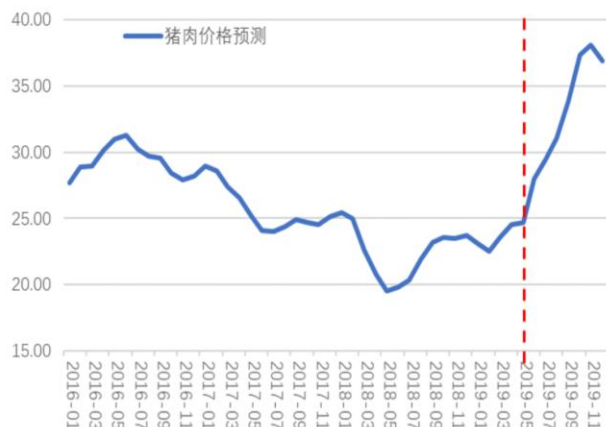
为了分析下半年通胀形势，必须先预测猪价，这里我们仍采用此前专题报告的预测方法，并加入非洲猪瘟的影响因素。在非洲猪瘟的影响下，我国生猪与母猪的存栏量大幅下降，截至 4 月份，生猪与母猪的存栏量同比降幅都超过了 20%，为历史最高降幅。非洲猪瘟目前尚未得到有效防治，对猪肉供给的影响还将在较长一段时间内存在，我们模型结果显示猪价将在下半年持续上升，为拉动 CPI 的主要动力。

图 1：生猪及母猪存栏大幅下降



数据来源：东北证券，Wind

图 2：猪肉价格将大幅上升



数据来源：东北证券测算

另外一个值得注意的问题是近期水果价格明显上升。农业部发布的 7 种重点监测水果的日频数据显示，5 月份鲜果价格环比涨幅达 20.31%，我们对 7 种重点监测水果的数据与 CPI 鲜果项做回归分析，结果显示二者相关性极高，回归计算可得 5 月份 CPI 鲜果项将上升 8.04%。由于 CPI 鲜果项的权重为 1.88%，仅鲜果一项对 5 月份 CPI 环比拉动可达 0.15%。

近期水果涨价主要是因为陕西、山东等主产区的苹果、梨等水果减产，以及今年开春后，华东、华中等主产区持续低温阴雨天气，北方部分地区气温大幅波动，对果蔬生产造成一定负面影响。供给短缺导致的价格上涨很难快速消退，目前水果价格尚无回落迹象，预计 6 月还会有一定影响，但随着上市量的不断增加，预计其影响在 6 月之后会逐渐消退。

图 3: 近期水果价格快速上涨

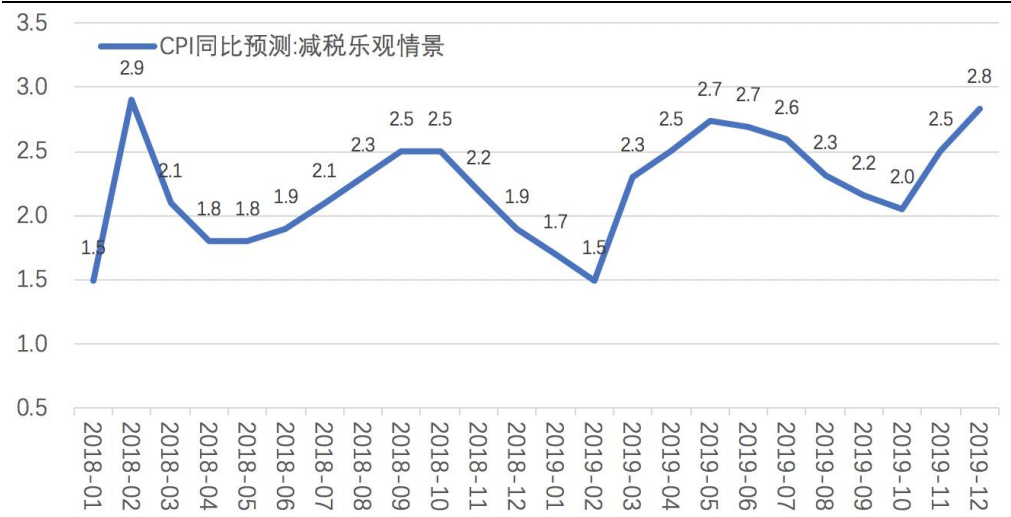


数据来源: 东北证券, Wind

综合考虑减税、猪价和水果的影响, 以及 CPI 中其它项的季节性变化, 我们测算出今年 CPI 的走势。按照前期报告《预计减税单因素会拉低 CPI 0.3%-0.5%》的情景假设, 在乐观情形下 (增值税实际降幅能达到理论降幅的 90%), CPI 将在 5、6 月达到高点 2.7% 左右, 然后逐渐下降, 至年末会再度提升至 2.8%; 在中性情形下 (增值税实际降幅能达到理论降幅的 60%), 年末高点会提升至 2.9%; 在悲观情形下 (增值税实际降幅能达到理论降幅的 30%), 年中高点于 6 月达到 2.8%, 年末高点将突破 3%, 达到 3.1%。

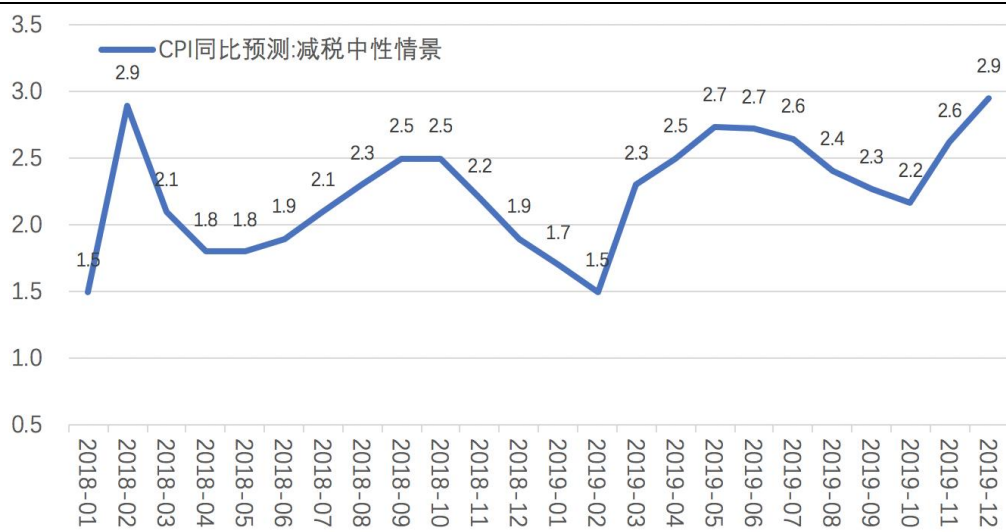
我们认为减税对 CPI 的影响可达 0.3%~0.5%, 会在未来数月逐渐显现, 一定程度上会对猪价上涨等因素引发的通胀压力起到对冲效果。中性假设下, CPI 高点在年中及年末, 分别为 2.7% 和 2.9%, 破 3% 概率不大。但须警惕非洲猪瘟带来的猪价提升风险。若猪肉价格大幅上升超过预期, CPI 破 3% 的可能性会大大增加。

图 4: 减税乐观情景下的 CPI 预测



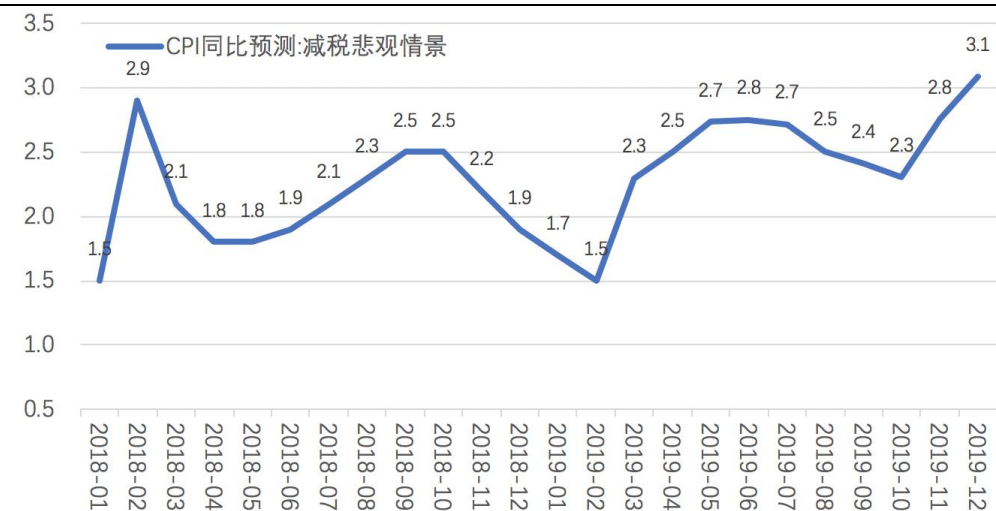
数据来源：东北证券测算

图 5: 减税中性情景下的 CPI 预测



数据来源：东北证券测算

图 6: 减税悲观性情景下的 CPI 预测



数据来源：东北证券测算

2. 预计后续住房销售依然乏力，房地产投资将继续回落

今年一季度房地产市场经历了一轮“小阳春”，商品房销售超市场预期，同时房地产投资表现出了韧性。在当前经济下行压力显现的背景下，楼市的后续演变已成为判断经济形势的主线索之一。

销售方面，我们预计下半年地产销售依然乏力。逻辑有三：(1)棚改货币化安置边际作用减少；(2)稳杠杆基调下住户贷款增长将有所放缓，使资金端承压；(3)出于抑制房价过快上涨的考虑，下半年地产调控政策大概率趋向收紧。

(1)棚改货币化安置边际作用将减少。我国于 2005 年在辽宁省首次试点棚户区改造政策，2008 年进行了推广，随后棚改逐渐取代了廉租房、经济适用房，成为了城镇保障性安居工程的重要组成部分。2015 年以前，棚改的方式主要以实物安置为主，以 2014 年为例，当时货币化安置比例仅为 9%。但 2015 年后，为解决房地产市场高库存的问题，货币化安置比例稳步提升，2015、2016、2017 年分别达 29.9%、48.5%、53.9%，受益于此，这几年里三四线城市库存去化效果显著，但房价也因此不断攀升。

随着库存回归合理水平，且房价已有过快上涨的势头，2018 年后棚改货币化安置迎来了降温。2018 年 6 月，国开行放出货币化安置收紧的信号，10 月国常会提出对于商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

而总量方面，2019 年棚改计划开工量则是同比腰斩。今年 4 月，财政部下发《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，显示今年城镇棚改区计划改造 285 万套，比去年实际开工减少了 341 万套，大幅低于市场预期。

表 1: 各省市 2019 年计划开工情况与 2017-18 年实际开工情况(单位: 万套)

省份	2019 年计划开工量	同比变动	2018 年实际开工量	2017 年实际开工量
江西	24.85	-5%	26.15	22.65
江苏	22.00	-28%	30.60	33.74
安徽	21.18	-27%	29.19	45.91
四川	19.78	-21%	25.15	24.53
山东	18.52	-77%	82.09	74.96
甘肃	18.18	-22%	23.23	16.68
浙江	17.50	-37%	27.71	14.41
河南	15.00	-77%	64.11	43.28
新疆	14.69	-68%	45.28	21.10
广西	12.00	31%	9.15	19.57
河北	11.92	-46%	21.98	20.63
云南	10.07	-35%	15.61	16.06
陕西	9.81	-45%	17.79	21.59
湖北	9.01	-40%	14.92	39.20
湖南	8.00	-72%	28.19	37.77
贵州	7.55	-81%	38.82	44.11
福建	6.34	117%	2.92	7.03
内蒙古	5.13	-56%	11.63	20.84
重庆	5.00	-21%	6.35	6.64
山西	3.24	-72%	11.64	9.88
吉林	3.11	-67%	9.47	11.47
上海	3.00	-38%	4.83	1.78
青岛	2.86	-24%	3.75	6.33
天津	2.58	31%	1.97	3.05
黑龙江	2.39	-82%	13.13	16.95

广东	2.05	10%	1.87	1.93
北京	2.00	-23%	2.59	4.45
西藏	1.89	7%	1.77	3.62
辽宁	1.85	-70%	6.14	8.76
青海	1.00	-62%	2.63	5.64
宁波	0.80	-35%	1.22	3.16
宁夏	0.75	-76%	3.07	5.30
海南	0.71	-65%	2.01	2.80
合计	284.78	-51%	586.95	615.78

数据来源：住建部、财政部，东北证券整理

综合而言，下半年棚改货币化安置将对住房销售产生拖累。假设去年和今年的货币化安置比例为 60%、年内计划开工套数与实际值一致、户均住房面积 80 平方米，则测算显示棚改货币化安置部分将拉低全年商品房销售面积增速 9.5 个百分点，考虑到棚改需求通常在年中前集中释放，下半年货币化安置缩量的拖累效应可能较为明显。

(2) 稳杠杆基调下住房贷款增长将有所放缓，使资金端承压。2008 年为了缓解次贷危机带来的经济下行压力，我国实施了“四万亿”经济刺激计划，此后投资逐渐成为我国经济发展的主动力，每当经济下行压力加剧时，政府就会放开地产销售以注入流动性，并借由土地财政链条拉动房地产投资与基建投资，实现稳增长。在这个过程中，社融增速显著高于名义 GDP 增速，实体经济杠杆率不断爬升，对明斯基时刻的担忧逐渐发酵，随后从 2016 年开始，去杠杆成为了历年政府工作报告的关键词。

今年经济承压，但政府稳杠杆、结构性去杠杆的意愿强烈，强调广义货币、社融增速与名义 GDP 增速要保持一致，我们认为政策关键在于控制房贷增速。数据表明，住房贷款(以住户中长期贷款表征)增速在趋势上和社融增速、名义 GDP 增速之差一致，而其他贷款余额增速则显著负相关，指向楼市“蓄水池”是抬升实体经济杠杆率的主要推手，预计下半年房地产贷款大概率趋紧。

图 7: 住户中长期贷款增速在趋势上与社融、名义 GDP 增速差一致

60

25

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_11746

