国内需求见顶了吗？

引言：从总量来看，一季度 GDP 受到就地过年影响表现偏弱，预计二季度环比有所回升；但随着低基数效应的消退，4 月以来经济增长的结构性问题逐步凸显。我们分别从总量和结构数据来判断当前我国需求是否已经见顶，并在此基础上，对未来的货币政策、财政政策和大类资产走势做出相应的判断。

一、总量来看，我国经济增长内生动能开始走弱。首先，去年下半年信用收缩对我国下半年名义 GDP 增长形成约束。总体信用供给增速从去年 9 月的 11.12%逐步回落到 8%左右，意味着今年名义 GDP 在 3 季度后期将面临一定的下行压力。**其次，**PMI 和宏观经济景气先行指数纷纷高位回落，供需双双走弱。制造业 PMI 从今年 3 月的 51.9 回落至 6 月的 50.9，先行指数从 1 月的 105.65 回落至 4 月的 104.10，表明我国经济景气程度在今年 1 季度已经到达了高峰。**第三，**BCI 指标从 2 月以来连续回落。6 月虽然 BCI 企业前瞻指标小幅回升，且企业融资环境也有所改善，但企业销售指标出现回落，反映的是景气度依然较高但需求放缓。

二、结构来看，我国经济倚重点逐步从“外需”走向“内需”。首先，下半年消费预计相对疲软。短期来看，占社零比重较大的分项后续上涨的动力减弱。长期来看，疫情过后居民债务/可支配收入处于上行趋势，对消费形成挤兑。**其次，供给约束下固定资产投资高位回落，下半年制造业和基建支撑仍存但力度不大。**从房地产投资来看，30 城商品房销售环比和新屋开工同比已经转负，且房地产调控难以放松，下半年房地产投资不改下行趋势；从基建投资来看，地方政府专项债加速发行，但对冲需求回落力度预计有限；高新技术对全年制造业投资形成支撑，但上下游产业结构表现分化，制造业回升动力并不强。**第三，外需景气程度放缓，下半年进出口支撑有限。**出口后续围绕着两条主线：1）欧美发达国家需求；2）东盟疫情。从总量来看，欧美发达国家外需需求放缓，我国出口替代效应的优势有所减弱。从结构上来看，东盟疫情反复，我国在塑料制品和橡胶制品相关产品的出口替代韧性仍存。进口逐步从“量跌价升”过渡至“量价齐跌”。

三、需求筑顶下，货币政策“稳”中偏松，财政政策为调整经济结构的主要抓手。首先，全年 6% 的增长目标压力并不大，全面放松货币对冲下半年经济下行压力的必要性不高，结构性调整仍然需要财政政策。**其次，**从“去杠杆”过渡至“稳杠杆”，按住房地产“灰犀牛风险”依然较重要。今年 1-5 月，新增信托贷款缩量了 6192 亿元，新增居民中长期贷款也从 3 月高位回落，后续将依然严防投机资金流入到房地产市场，进而对实体经济形成挤兑。**最后，**美联储确定性 Taper，我国货币政策全面宽松的概率不高。4 月中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示“以我为主开展国际宏观政策的协调，保持好宏观政策的领先态势”，意味着除非下半年经济增长下滑超预期，不然货币政策总基调“以稳为主”。

四、流动性边际变化对资产价格的影响加大。从大宗商品来看，需求见顶，国内大宗商品价格上涨动能减弱，未来呈现结构性分化。和房地产周期相关的水泥、铝、螺纹钢商品价格难以冲破前期的高点。和基建相关的铜和沥青价格下半年仍然存在产业链端的支撑。**从 A 股来看，**风险偏好回落背景下估值难以进一步上行。另外，当前 PPI 同比高点已显，工业企业利润总额后续超预期有限，科技和制造业成长主线的优势稳步回归。**从利率债来看，**通胀对于债市的抑制有所缓解，但是债券供给上行，利率债下行的空间亦有限，我们预计 10 年国债收益率维持在 2.9%-3.3%之间震荡。

风险提示：疫情出现新的变化、我国货币政策宽松不及预期、需求回落超预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

内容目录

一、总量来看，我国经济增长内生动能开始走弱 3
二、结构来看，我国经济倚重点逐步从“外需”走向“内需” 5
2.1 下半年消费预计相对疲软 5
2.2 供给约束下固定资产投资高位回落，下半年制造业和基建支撑仍存 7
2.3 外需景气程度放缓，下半年进出口支撑有限 11
三、需求筑顶下，货币政策“稳”中偏松，财政政策为调整经济结构的主要抓手 13
四、流动性边际变化对资产价格的影响加大 15

图表目录

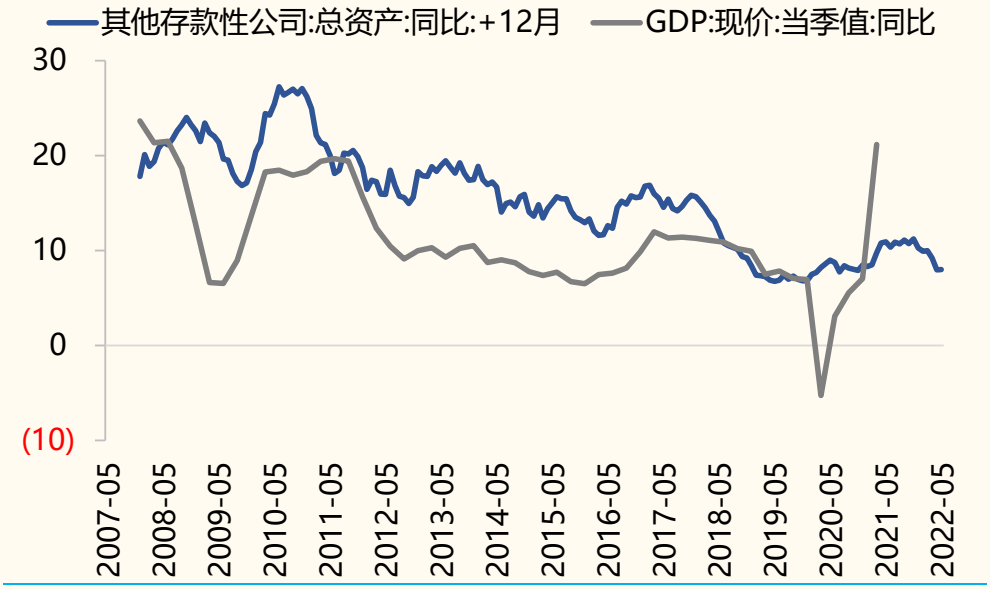
图表 1：去年下半年信用收缩对我国下半年名义 GDP 增长形成约束 3
图表 2：领先指标显示当前经济景气指数回落 4
图表 3：BCI 指标出现回落 5
图表 4：社零分项占比 6
图表 5：居民债务总额的同比增速高于居民收入同比增速 6
图表 6：疫情前，居民债务-居民收入和社零呈现反比趋势 6
图表 7：居民债务总额的同比增速高于居民收入同比增速 7
图表 8：限额以上零售销售两年平均增速回落 7
图表 9：2018 年我国人均基建已经超过 OECD 平均值 7
图表 10：2018 年我国人均设备投资远低于 OECD 平均值 8
图表 11：5 月销售面积累计同比进一步回落 9
图表 12：5 月土地购置面积低于季节性增长 9
图表 13：5 月房屋新开工面积当月同比负值 9
图表 14：5 月 30 大中城市商品房成交面积环比为负 9
图表 15：5 月地方政府专项债分布 10
图表 16： 6 月地方政府专项债分布 10
图表 17：地方政府专项债发行加快 10
图表 18： 6 月传统基建相关的公共财政存季节性上行 10
图表 19： 高新技术制造业投资表现韧性仍强 11
图表 20：机电和高新技术相关的出口占比份额上行 12
图表 21：美国核心资本品耐用品订单同比高位回落 13
图表 22：东盟新增病例累计值和我国塑料、橡胶制成品出口金额较同步 13
图表 23：今年以来新增信托贷款缩量 14
图表 24：5 月居民中长期贷款同比多增由正转负 14
图表 25：商品房销售面积领先铝型材企业开工率 2 个月左右 15
图表 26：铜价和沥青价格在 6 月走势分化 15
图表 27：PPI 高点已经显现，工业企业利润上行动力减弱 16
图表 28：R007 和 DR007 预计维持紧震荡 17

引言： 从总量来看，一季度 GDP 受到就地过年影响表现偏弱，预计二季度环比有所回升，但 4 月以来经济数据随着低基数效应散退，结构性问题逐步凸显，具体体现在外需对于经济的拉动力仍然较强、制造业投资企稳回升，但房地产投资高位回落，消费和基建表现持续低于预期，我们分别从总量和结构数据来判断当前我国需求是否已经见顶，并在此基础上，对未来的货币政策、财政政策和大类资产走势做出相应的判断。

一、总量来看，我国经济增长内生动能开始走弱

去年下半年信用收缩对我国下半年名义 GDP 增长形成约束。信用供给主要是为各类融资渠道提供的信用支持，围绕着“央行-商业银行”体系下，一方面受到央行货币政策调节的影响，另一方面也受到各类金融机构对未来经济预期的信用投放意愿的影响。我们将“其他存款性公司总资产”对总体信用供给进行衡量，其增速从去年 9 月的 11.12%的高点逐步回落到目前的 8%左右，且从时间序列来看，信用供给领先名义 GDP 增速一年左右，这也意味着 我国名义 GDP 从今年 3 季度开始将面临一定的下行压力。

图表 1：去年下半年信用收缩对我国下半年名义 GDP 增长形成约束

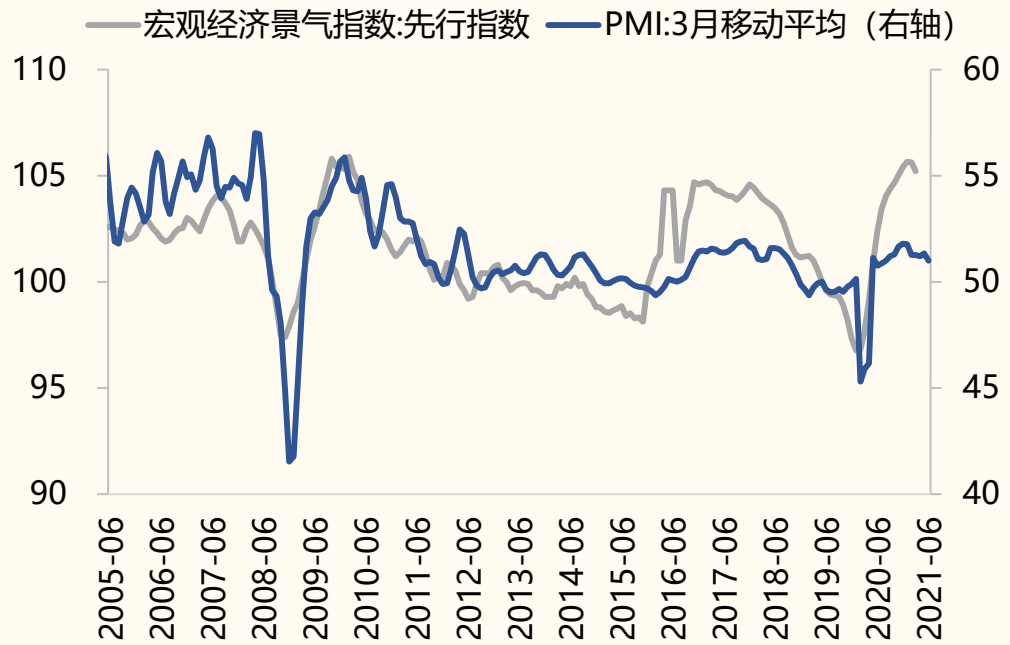


来源：Wind、国金证券研究所

PMI 和宏观经济景气指数高位回落，供需双双走弱。PMI 体系主要是由新订单、生产、从业人员、供应商配送以及原材料库存反应制造业景气程度的细分指标构成。中国宏观经济景气指数主要包括先行指数和一致合成指数，其中先行指数主要是有产品销售率、货币供应量、新开工项目、物流以及消费者预期等指数构成。疫情后，对内需冲击的时间滞后于对供给的冲击，所以体现在去年生产-新订单指数急速探底，随着 2020 年 3-4 月出台了减税降费和租金减免等一系列的政策落实，有效纾解了疫情给企业生产经营带来的困难，企业信心稳步恢复，新订单指数和生产指数均呈现出“报复式反弹一短暂回落”的特征，直至 2020 年 6 月内需和供给持续改善信号初步显现。目前作为经济的两个主要前瞻性指标，制造业 PMI 从今年 3 月的 51.9 回落至 6 月的 50.9，且生产、新订单、新出口订单和进口指数均从同期的高点回落，宏观先行指数从 1 月的 105.65 回落至 4 月的 104.10，表明我国经济景气程度在今年 1 季度已经到达了

高峰。

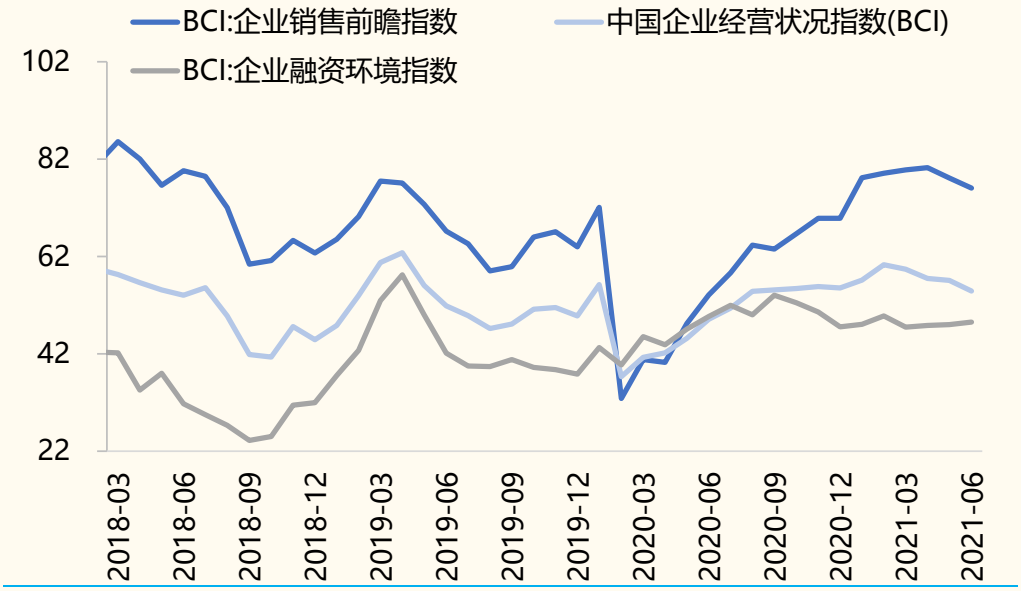
图表 2：领先指标显示当前经济景气指数回落



来源：Wind、国金证券研究所

BCI 指标已经从 2 月以来连续回落。数据显示 6 月 BCI 指数为 54.9，从 2 月高点的 60.34 连续四个月回落。6 月以来大宗商品价格逐步回落，上游成本挤压对于企业利润的影响逐步边际减弱，与此相呼应的是本轮受大宗商品成本压力较严重的中间品的价格压力也进一步回落，数据显示 BCI 中间品价格的前瞻性指数从 5 月的 64.92 回落到 59.48。虽然通胀压力的回落带动 BCI 企业前瞻指标从前值的 58.18 小幅回升至 59.89，且企业融资环境也从前值的 48.01 回升至 48.50，表明流动性较为宽裕，但是企业销售指标出现回落，从前值的 78.14 下降至 76.06，反映的是我国经济景气度依然较高但需求状况有所放缓。

图表 3：BCI 指标出现回落



来源：Wind、国金证券研究所

二、结构来看，我国经济倚重点逐步从“外需”走向“内需”

2.1 下半年消费预计相对疲软

从短期来看，占社零比重较大的分项后续上涨的动力减弱。占社零比重来看，前几大占比分别为汽车（28%）、粮油食品、饮料烟酒类（15%）、石油及制品类（14.5%）、服装鞋帽、针、纺织品类（9.7%）和地产后周期链条（9.5%），上半年汽车消费、房地产周期链条和石油及制成品拉动社零恢复，但是下半年这三大分类对于社零的支撑力度将有所回落：

首先，从汽车消费来看，乘联会公布的数据显示，6 月前四个周乘用车零售数量同比下降 5%，乘用车批发数量同比下降 19%，主要由于芯片供应短缺和广东疫情所致，往后看芯片供应短缺和疫情对于汽车销售的干扰仍存不确定性，另外随着低基数效应散退，以及前期对汽车的集中消费，汽车销售不改下行趋势，但是跌幅可能有所收窄。

其次，随着房地产投资下行压力显现，对于地产后周期链条的支撑也将走弱。

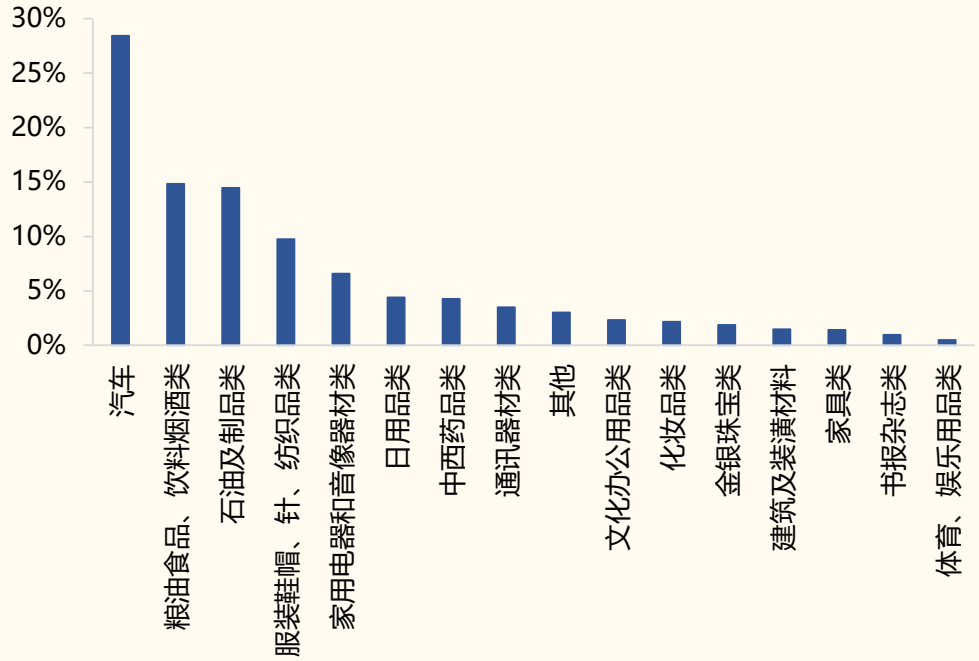
第三，去年以来，受益于全球宽松的货币政策叠加供给恢复较需求更缓慢的影响，原油价格持续上涨，带动石油及制品类分项大幅回升。但是往后看，供需缺口逐步收窄以及美联储后续 Taper 均将对原油价格形成干扰，原油价格大幅上涨的概率并不高，从“价”上对社零的提振边际减弱。

第四，5 月限额以上企业商品零售总额两年平均增速已经从 3 月的 8.68%回落至 5 月的 6.71%，意味着全部商品零售后续的提振将更多依靠于限额以下消费复苏，但疫情后贫富差距分化较为显著，低收入人群的消费意愿依然有待观察。

从长期来看，疫情过后居民债务/可支配收入处于上行趋势，对消费形成挤兑。一方面虽然当前居民可支配收入基本已经回到疫情前的水平，但是去年以来全

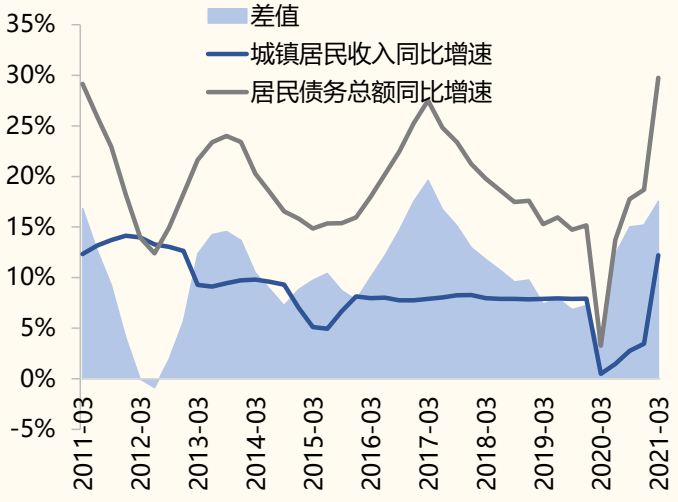
国房地产价格不同程度上行，居民债务的同比增速仍然持续高于居民可支配收入的回升增速，表明房地产对边际消费倾向的制约作用较强。另一方面，从人行公布的调查数据显示，1 季度居民对于更多储蓄占比从 51.40%回落至 49.1%，但是储蓄的回落并没有带动消费意愿的回升，1 季度更多消费的占比也从前值的 23.3%回落至 22.30%，表明贫富差距分化、疫情扰动和居民杠杆率高企约束消费内生性动能修复的斜率。

图表 4：社零分项占比



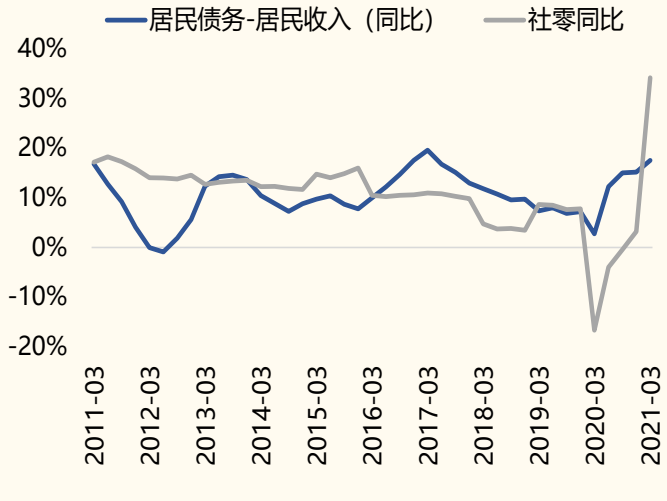
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：居民债务总额的同比增速高于居民收入同比增速



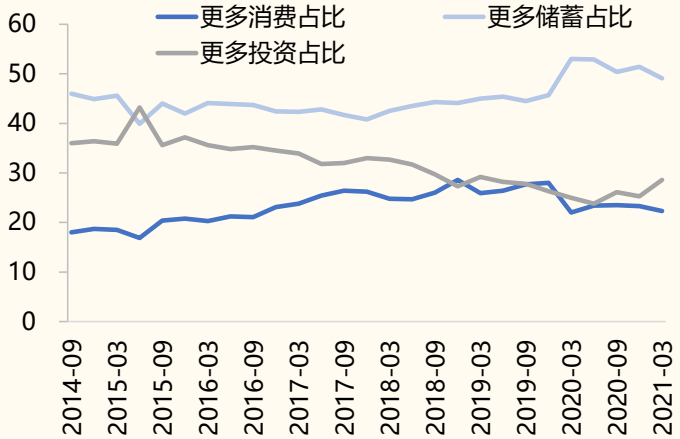
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：疫情前，居民债务-居民收入和社零呈现反比趋势



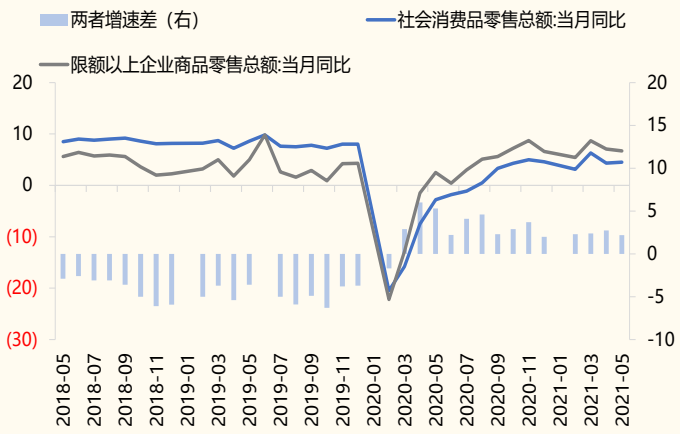
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：居民债务总额的同比增速高于居民收入同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：限额以上零售销售两年平均增速回落

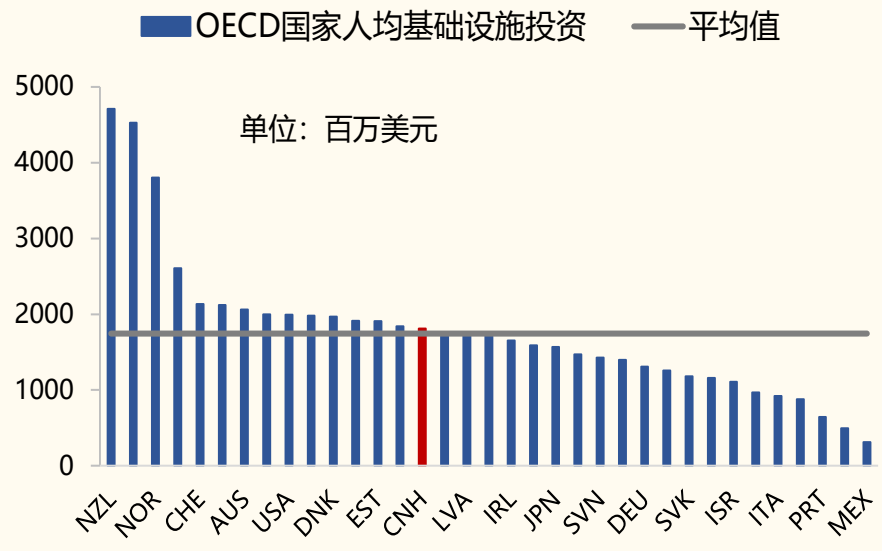


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 供给约束下固定资产投资高位回落，下半年制造业和基建支撑仍存

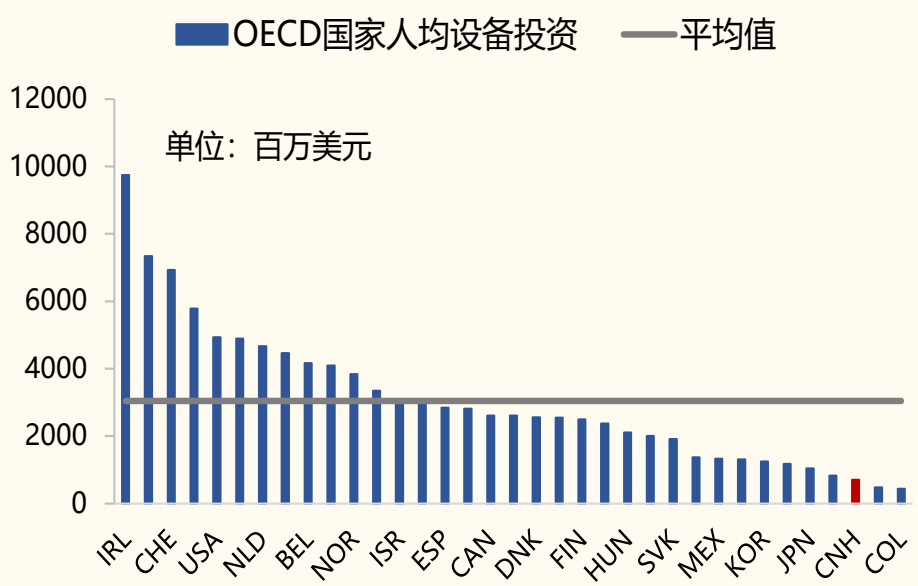
从投资方面来看，我国主要依靠基础建设、房地产和制造业设备三大构成。在过去大规模城镇化伴着工业化的过程中，我国房地产和基建投资存量基本已经有所饱和，相较之下，设备投资依然还存在较大的空间。数据显示，截至 2018 年，我国人均基础设施投资为 1812.3 百万美元，高于 OECD 平均值 1744.7 百万美元，但我国人均设备投资（运输设备+通用设备+专业设备+仪表电子设备）为 703 百万美元，说明设备投资上行的空间依然非常大。本轮疫情后，我国提前复工复产，带动经济企稳回升后更倾向于调整结构性问题，基建和地产投资分别于去年 2、3 季度见顶，政府对于“住房不炒”的总基调没有发生改，且为防止投机情绪，进一步颁布了相关政策以约束房企融资能力。基建投资在今年增长压力不大的背景下，地方政府发债的意愿降低，上半年以来处于稳中回落的趋势。

图表 9：2018 年我国人均基建已经超过 OECD 平均值



来源：OECD、国金证券研究所

图表 10：2018 年我国人均设备投资远低于 OECD 平均值



来源：OECD、国金证券研究所

从房地产投资来看，30 城商品房销售环比和新屋开工同比已经转负，且房地产调控难以放松，下半年房地产投资不改下行趋势。首先，5 月 30 大商品房销售面积环比为-1.83%，且从 6 月前三周的高频数据显示，商品房销售面积较 5 月进一步回落。5 月新开工面积当月同比为-6.07%，商品房销售面积拐点领先新开工面积 4-6 个月左右，在销售面积持续回落的背景下，带动新开工面积进一步回落。建安投资累计同比增速已经从 2 月的 45.9%回落到 5 月的 19.9%，随着基数效应渐退以及房屋销售面积的回落，建安投资预计后续进一步回落。**其次，**5 月土地购置面积为 1094.64 万平方米，明显低于 2020 年、2019 年和 2018 年的 1601.1、1587.5 和 2330.2 万平方米，说明在政策约束和房地产融资环境收紧下，房企拿地积极性有所回落且金融机构对于房地产企业的支持力度减弱。为抑制房地产泡沫进一步发展，房地产政策短期难以放宽，后续地产投资进一步回落。

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_20632