2019 年 9 月 23 日
陈骁；魏伟；郭子睿

宏观周报

如何理解当前经济与金融数据的背离

■ 核心观点

第一，自 2018 年 12 月底以来，金融数据整体表现为触底企稳迹象，而经济依然处于下行态势。8 月份的外贸、消费以及投资数据全面回落，后续下行压力依然较大，这与当前金融数据出现一定的背离。

第二，国际金融危机之后，在经济下行期，金融数据与经济数据走势相对一致，而且金融数据通常较经济数据提前 1-2 个季度反弹，主要逻辑在于：大量的资金流向房地产和基建领域，二者是我国稳增长的重要抓手，因此在金融数据反弹之后，实体经济也出现反弹。

第三，当前经济与金融数据背离的主要原因可能如下：其一， 随着非金融部门杠杆率的攀升，单位资金对经济增长拉动的边际效果在递减，这会降低金融数据和经济数据之间的相关性；其二，对房地产融资的严监管导致一季度之后房地产开发资金来源增速持续下行并且大幅低于社融增速，这会加大房地产投资的下行速度；其三，今年以来社融增速的反弹企稳很大程度上是由于地方政府专项债的额度增加以及提前发行，但并没有带来基建投资的大幅反弹，这进一步加剧了金融数据与经济数据的背离。

第四，展望后市，在房地产调控趋严的背景下，可能会导致社融增速出现回落，但若 2020 年专项债部分额度提前发行，这又会对社融增速形成一定的支撑，金融数据的企稳与经济数据的回落可能还会延续。

本周市场重点

自 2018 年 12 月底以来，社融存量增速持续震荡上行，表现出触底企稳迹象；M2 同比增速表现相对弱势，但整体也表现出触底反弹迹象。但 GDP 实际同比增速和名义同比增速自 2018 年底以来还处于下行趋势，并未有企稳迹象。最新公布的 8 月份经济和金融数据也延续背离态势，8 月份的外贸、消费以及投资数据全面回落，后续下行压力依然较大；8 月份的社融存量同比增速与 7 月持平，M2 的同比增速较上月略反弹 0.1 个百分点。

国际金融危机之后，在经济下行期，金融数据与经济数据走势相对一致，而且金融数据通常较经济数据提前 1-2 个季度反弹，如社融和 M2 同比增速在 2008 年四季度触底反弹，GDP 同比增速在 2019 年一季度开始反弹；社融和 M2 同比增速在 2012 年一季度反弹，GDP 同比增速在 2012 年三季度开始震荡反弹。从需求端来看，金融危机之后，经济的短暂企稳反弹主要依赖投资的企稳反弹，固定资产投资一直是我国稳增长的重要抓手。基建投资和房地产投资具有较强的逆周期性，制造业投资具有较强的顺周期性，通常在总需求回升后才会出现一定的反弹。因此，我们也可以看到社融和 M2 同比增速与固定资产投资资金来源增速尤其是房地产投资资金来源增速保持较高的相关性。

导致当前经济与金融数据背离的主要原因可能如下：

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

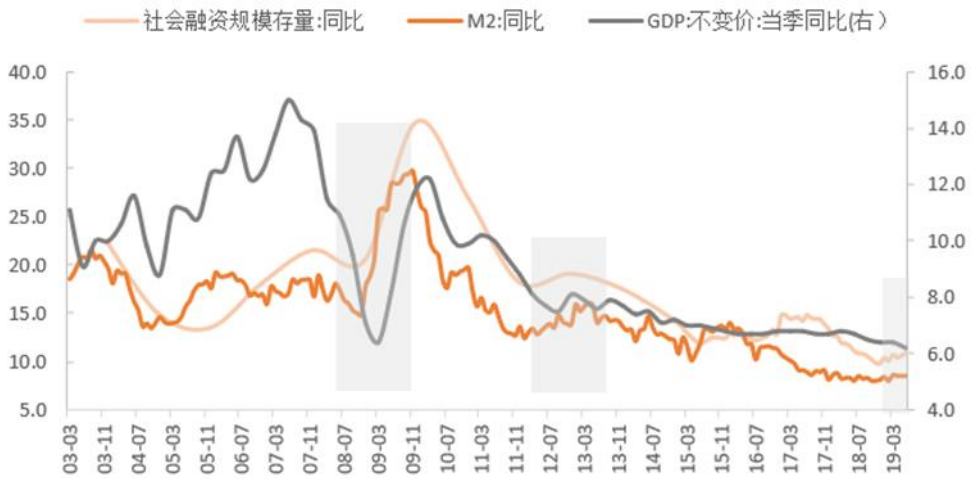
其一，整体来看，**过去金融数据能领先实体经济反弹主要源于我们是通过不断的加杠杆来刺激经济增长，随着非金融部门的杠杆率不断攀升，需要偿还的利息支出也在急剧增加，这就意味着新投入的资金资源有越来越大的比例用于偿还利息而非扩大资本开支，单位资金对经济增长的拉动作用边际递减，这就表现为金融数据和经济数据之间的相关性在降低**

其二，金融危机之后，房地产投资一直是我国稳增长的重要抓手，伴随着金融数据的好转，房地产开发资金来源增速也会大幅反弹，而且反弹的幅度通常高于社融和 M2 同比增速，这也说明大量的资金资源流向房地产，通过拉动房地产投资来稳增长。**但自 2017 年以来，房地产开发资金来源增速持续低于社融增速，虽然房地产开发资金来源增速在今年一季度出现一定的反弹，但依然低于社融增速**。自 5 月份我国对房地产融资以及开发贷加强监管以来，房地产开发资金来源增速持续下行，这可能也会进一步加大房地产投资增速的下行速度。

其三，**今年以来社融增速的反弹企稳很大程度上是由于地方政府专项债的额度增加以及提前发行**，但由于减费降税导致地方政府税收收入下滑、房企拿地锐减导致地方政府土地出让金收入大幅下滑、地方政府隐性债务监管较严以及地方政府专项债的资金 70%流向棚改和土储，基建投资反弹一直低于市场预期。在房住不炒以及不把房地产作为短期刺激经济的手段的定位下，基建投资的缓慢反弹也加大了实体经济的下行压力，**这也进一步加剧了金融数据与经济数据的背离**。

展望后市，在房地产调控趋严的背景下，可能会导致社融增速出现回落，但若 2020 年专项债部分额度提前发行，这会对社融增速形成一定的支撑，金融数据的企稳与经济数据的回落可能还会延续。

图表1　2019 年以来经济与金融数据背离（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款

上周市场动态

■ 8 月工业增加值、投资、消费增速均下滑

事件：9 月 16 日，国家统计局公布了 8 月工业增加值、投资及消费数据：8 月工业增加值增速 4.4%，较 7 月的 4.8%下滑 0.4 个百分点，今年 1-8 月固定资产投资累计增速 5.5%，较 1-7 月小幅下滑 0.2 个百分点，连续两个月下滑。8 月社零消费增速小幅回落 0.1 个百分点至 7.5%，实际消费增速同样小幅回落 0.1 个百分点至 5.6%。

点评: 8 月份的工业、投资以及消费数据延续回落态势，显示经济下行压力依然较大。近期针对经济下行的逆周期调控政策密集出台，如 20 条稳消费举措、可能提前发行 2020 年地方债部分额度、全面降准+定向降准等。但我们应该看到，本轮逆周期调控政策是通过深化改革的方式来优化存量结构，宏观政策着力于从供给端和中长期发挥作用，这与之前从需求端进行短期的大规模刺激存在显著的不同。这也意味着本轮的经济下行可能会持续更长的时间。考虑到总需求的低迷以及工业企业利润增速低位震荡徘徊，工业增加值总体将继续在波动中维持弱势。房地产行业已经确定进入下行周期，随着房企融资的持续收紧，房企拿地热情大幅下降，并将逐渐传导至新开工和施工，未来房地产投资增速大概率继续下行，不排除断崖式下跌的风险。基建投资一直是本轮经济下行稳增长的重要抓手，随着国家要求加快地方债资金的使用以及可能将 2020 年地方债的部分额度提前在今年四季度发行，并放松地方债作为项目资本金的要求，预计四季度基建投资将有可能显著反弹。汽车消费依然是拖累我国消费增速最主要的因素，随着各城市对放松汽车限购的落实，这一定程度上有助于缓解汽车消费的持续下滑。

■ LPR 第二次报价出炉，1 年期 LPR 调降 5bp

事件：9 月 20 日，改革后的贷款市场报价利率(LPR)迎来第二次报价。全国银行间同业拆借中心公布的数据显示，1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。相比于 8 月 20 日首次公布的 LPR 报价，1 年期调降 5 个基点，5 年期与上次持平。

点评：本次报价受到 16 日央行降准的影响，8000 亿元的资金释放使得银行负债成本下降，因此，1 年期 LPR 报价下行 5bp；同时，由于 MLF 利率尚未调降，因此整体幅度不大。5 年期以上 LPR 保持不变，有助于保持房地产市场调控的连续性。当前仍处在 LPR 的下行周期内，但下行幅度不会很大。短期来看，由于猪肉价格尚未稳定，CPI“破 3”压力仍存，且我国经济下行压力存在但并无大幅下行的预兆，因此短期内预计央行不会对公开市场利率进行下调。根据央行要求，各银行在新发放的贷款中要参考 LPR 定价，LPR 报价的下行有利于降低实体融资成本，但同时也导致了银行的净息差收窄，可能会对银行业的信贷投放提出更高要求。

■ 五部委联合印发《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》

事件：9 月 20 日，财政部、人社部、国资委、税务总局、证监会发布《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》。明确了国资划转社保基金时间表，即中央和地方划转部分国有资本充实社保基金工作于 2019 年全面推开。其中，中央层面，具备条件的企业于 2019 年底前基本完成，确有难度的企业可于 2020 年底前完成，中央行政事业单位所办企业待集中统一监管改革完成后予以划转；地方层面，于 2020 年底前基本完成划转工作。

点评：国资转社保的主要考量是当前我国养老金充足性存在不足，由于我国人口结构老龄化情况日益严峻，养老金缺口在逐步扩大，且由于养老金的特殊性，其资本补充只能通过开源来实现。因此，在国资转社保试点完成的条件下今早推出是合理的。这也是时间表安排较为紧凑，要求 2019 年及 2020 年两阶段全部完成的原因。当前我国国有资产大约 180 万亿元，按照 10%的比例划转大约为 18 万亿元。由于社保基金需要履行 3 年以上禁售期义务，且不干预企业日常管理，本次转股对于国有企业的管理影响应该不大。

重要数据跟踪

图表2　重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.9.20)	最新值分位	本周均值 (2019.9.16-20)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.82	93.2%	2.68	91.4%	13.42	-2.80
R007	2.91	86.3%	2.84	84.6%	7.53	-0.42
SHIBOR:3M	2.71	78.4%	2.71	78.1%	0.25	4.45
1 年期国债收益率	2.55	81.3%	2.57	81.1%	-4.27	0.04
10 年期国债收益率	3.11	71.8%	3.11	71.5%	5.44	2.13
1 年期国开债收益率	2.75	79.0%	2.75	78.4%	-1.79	6.37
10 年期国开债收益率	3.50	73.1%	3.51	73.0%	2.27	5.62
美元兑人民币:中间价	7.07	72.9%	7.07	72.6%	0.00%	0.30%
美元指数	98.48	64.5%	98.45	62.7%	0.30%	1.30%

资料来源：WIND，平安证券研究所

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_9974