

限制地产后的逆周期政策加码

——兼评8月进出口数据

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 限制地产后的逆周期政策加码

近期逆周期政策力度明显加大,我们认为政策力度出现调整的背景至少有以下几点:(1)最近几个月经济数据波动加大,政策当局对当前经济形势定调为“当前外部环境更趋复杂严峻,国内经济下行压力加大”。(2)就业压力增加。7月城镇调查失业率上升至5.3%,8月PMI从业人员指数、BCI企业招工前瞻指数再度回落,反映就业压力巨大。(3)8月CPI增速可能出现回落,带动物价上涨的主力暂时只剩下猪肉,核心CPI疲弱,而当前政策对于稳定猪肉价格主要从增加供给入手。(4)8月美国ISM制造业跌破荣枯线,9月美联储大概率降息,在汇率层面上打开货币政策进一步宽松空间。

(5)在此之前,政策在限制房地产方面做了很多工作,这是不同于以往的变化。政治局会议已经表明不用房地产刺激经济的态度,不以房地产为载体的信用扩张是非常缓慢的,需要加大政策力度来稳增长,而处于高位的房价是掣肘,因此,在进一步宽松之前要限制房地产市场,虽然不能保证资金一定流入实体经济,但至少尽可能避免资金流入房地产市场进而推升房价。

● 关税与欧洲经济放缓拖累出口增速

关税和欧元区经济增速放缓拖累出口增速。8月出口同比增速再度转负(-1%),环比增速为-3.05%,明显弱于近年同期水平,拆分来看,对美国、欧盟出口环比增速均明显弱于近年同期水平,一方面,虽然美国8月初宣布将在9月加征3000亿美元关税可能导致一定程度抢出口行为,但之前的抢出口因素消退、2000亿美元商品对出口影响还未结束对出口负面影响更大;另一方面,欧元区经济景气度下降拖累出口增速,目前主要经济体中,美国和日本制造业PMI均接近2016年的低点,而欧元区制造业PMI早已突破2016年低点并正在接近2012年低点。

影响未来出口增速的几个关键因素:(1)全球经济下行。2019年8月摩根大通全球制造业PMI自2018年5月以来首次回升,关注其回升的持续性,若其能止跌企稳,则全球经济可能在年底企稳,对中国出口增速的拖累将减弱。(2)贸易摩擦。贸易摩擦反复,影响扰乱出口节奏与企业预期。(3)汇率贬值。8月初人民币大幅贬值,出口增速可能滞后受到提振。不过从基本面与政策目标角度来看,未来人民币持续单边贬值可能性相对较小,汇率贬值提振出口的持续性和力度可能较为有限。(4)价格因素。三季度可能是PPI同比增速底部区域,四季度重回上升趋势,因此,三季度价格因素对出口增速可能拖累较大。

整体而言,在全球经济企稳或者贸易环境显著改善(例如停止加征关税)之前,出口增速在大趋势上还是下行,从价格和基数分布来看,三季度可能是出口压力较大的时期,同时,关税、汇率可能会扰乱出口节奏与出口企业预期。

● 风险提示:政策落实不及预期

相关报告

宏观报告:经济复苏预期升温,谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告:债市大跌,未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告:4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告:对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告:未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告:两会前瞻:期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告:全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告:1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告:逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告:本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告:汽车、家电消费政策出台后,消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告:承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 限制地产后的逆周期政策加码.....	3
2、 关税与欧洲经济放缓拖累出口增速.....	5
3、 一周高频数据观察.....	8
3.1、 高炉开工率回升.....	8
3.2、 原油价格上涨.....	8
3.3、 猪肉价格大涨.....	9
3.4、 房地产销售面积增速回升.....	9
3.5、 货币市场利率下降.....	9
3.6、 美元指数回落，人民币汇率升值.....	10

图表目录

图 1: 地产销售受益于货币宽松.....	4
图 2: 就业压力加大 (%).....	4
图 3: 物价依靠猪肉价格支撑 (%).....	4
图 4: 8 月出口环比增速明显弱于近年同期水平.....	5
图 5: 8 月对美国出口环比增速明显弱于近年同期水平.....	6
图 6: 8 月对欧盟出口环比增速明显弱于近年同期水平.....	6
图 7: 2019 年 8 月摩根大通全球制造业 PMI 自 2018 年 5 月以来首次回升 (%).....	6
图 8: 欧元区制造业 PMI 下跌幅度大于美国和日本 (%).....	7
图 9: 大宗商品价格下跌拖累进口增速.....	7
图 10: 8 月原油进口增速为 2017 年以来最低.....	7
图 11: 高炉开工率回升 (%).....	8
图 12: 原油价格上涨 (美元/桶).....	8
图 13: 猪肉价格大涨 (元/公斤).....	9
图 14: 房地产销售面积增速回升 (%).....	9
图 15: 货币市场利率下降 (%).....	10
图 16: 美元指数回落.....	11
图 17: 人民币汇率升值.....	11
表 1: 央行公开市场操作 (2019.9.2-9.6).....	10

1、限制地产后的逆周期政策加码

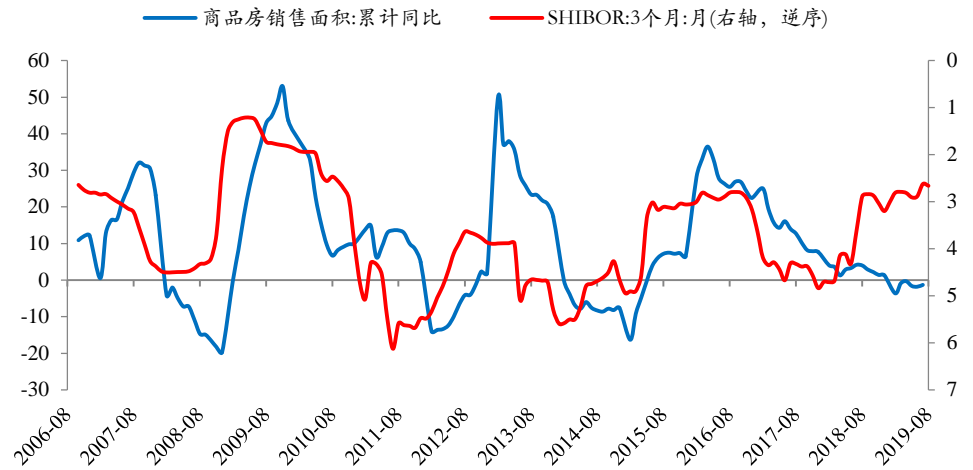
近期逆周期政策力度明显加大。近期各大会议的措辞都指向政策发生了调整：

(1) 8月31日召开的金稳会第七次会议将“适时适度进行逆周期调节”改为了“加大宏观经济政策的逆周期调节力度”，对货币政策表述调整为“下大力气疏通货币政策传导”。(2) 9月5日召开的全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议再次强调“加大逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导机制”。(3) 9月4日召开的国务院常务会议提出“加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”、“按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围”。(4) 国家统计局官员在中国发展高层论坛2019年专题研讨会上表示“加大逆周期调节力度，及时运用普遍降准和定向降准等工具”。(5) 9月6日降准落地。

政策力度出现调整的背景是什么？我们认为至少有以下几点：(1) 最近几个月经济数据波动加大，政策当局对当前经济形势定调为“当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大”。(2) 就业压力增加。7月城镇调查失业率上升至5.3%，8月PMI从业人员指数、BCI企业招工前瞻指数再度回落，反映就业压力巨大。(3) 8月CPI增速可能出现回落，带动物价上涨的主力暂时只剩下猪肉，核心CPI疲弱，而当前政策对于稳定猪肉价格主要从增加供给入手。(4) 8月美国ISM制造业跌破荣枯线，9月美联储大概率降息，在汇率层面上打开货币政策进一步宽松空间。(5) 在此之前，政策在限制房地产方面做了很多工作，这是不同于以往的变化。政治局会议已经表明不用房地产刺激经济的态度，不以房地产为载体的信用扩张是非常缓慢的，需要加大政策力度来稳增长，而处于高位的房价是掣肘，因此，在进一步宽松之前要限制房地产市场，虽然不能保证资金一定流入实体经济，但至少尽可能避免资金流入房地产市场进而推升房价。

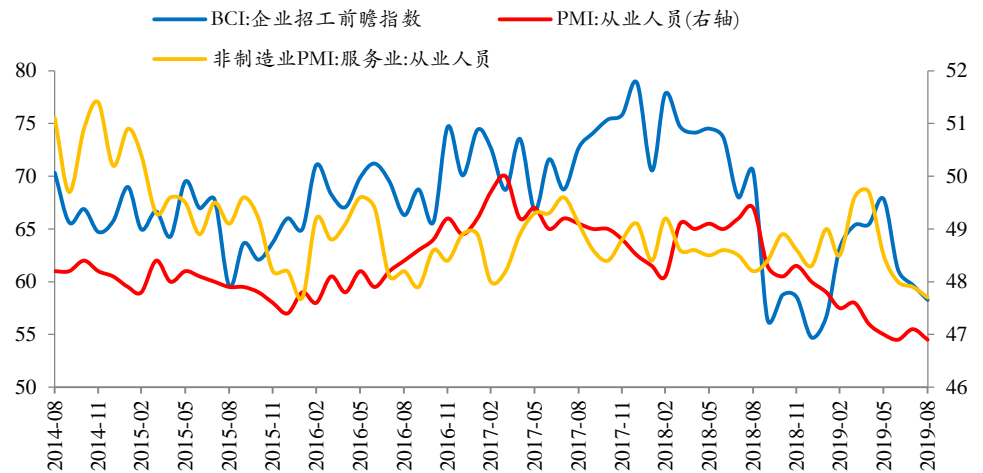
对近期主要政策的理解：(1) 货币政策方面。主要变化有两个，一个是及时运用全面降准，定向降准是符合预期的，而全面降准就不仅仅是结构性宽松了；另一个是“下大力气疏通货币政策传导机制”，银行风险偏好不高的问题存在已久，而未来中小银行可能缩表，加上不以房地产为载体的信用扩张非常缓慢，因此需要在疏通货币政策传导机制方面加大力气。(2) 专项债政策对于年内基建投资提振作用不大，2020年可期。提前下达2020年专项债部分新增额度并扩大使用范围，并非在2019年就开始使用新增额度，即便开始使用，资金投入到基建投资反弹也存在时滞，年内基建投资增速可能还是弱反弹。该政策对明年基建投资可能提振较大，一方面，提前下达专项债部分新增额度，确保2020年初即可使用见效，另一方面，仅仅在“量”上做文章还不够，2019年专项债同样大幅放量，但投向土储、棚改的部分占比最大，国常会提到“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”、“重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”，这样以来，确保资金最大程度投向基建项目。

图1: 地产销售受益于货币宽松



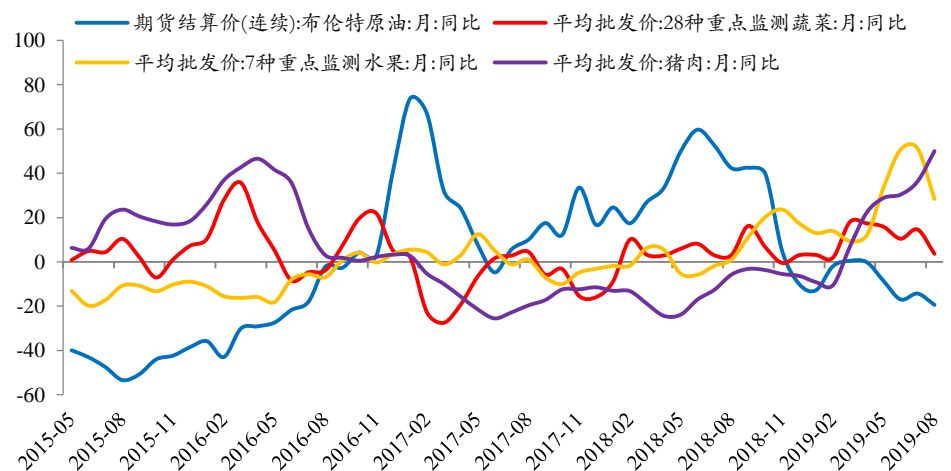
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 就业压力加大 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 物价依靠猪肉价格支撑 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、关税与欧洲经济放缓拖累出口增速

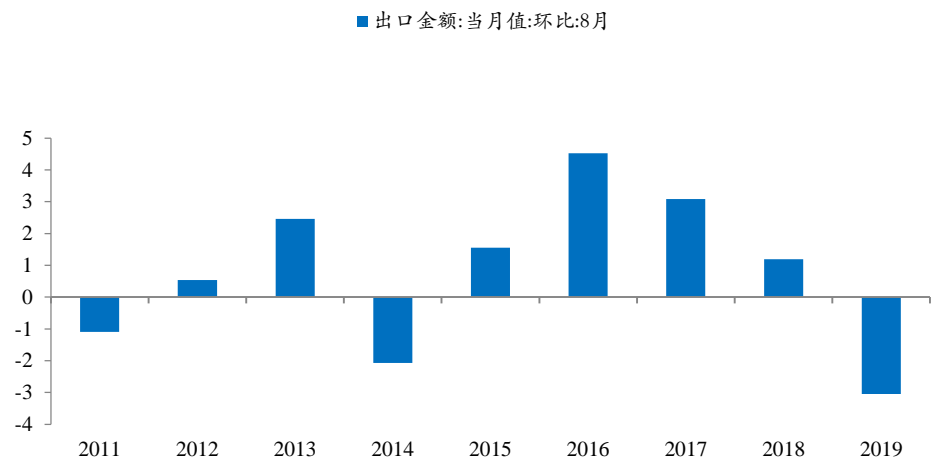
关税和欧元区经济增速放缓拖累出口增速。8月出口同比增速再度转负(-1%)，环比增速为-3.05%，明显弱于近年同期水平，拆分来看，对美国、欧盟出口环比增速均明显弱于近年同期水平，一方面，虽然美国8月初宣布将在9月加征3000亿美元关税可能导致一定程度抢出口行为，但之前的抢出口因素消退、2000亿美元商品对出口影响还未结束对出口负面影响更大；另一方面，欧元区经济景气度下降拖累出口增速，目前主要经济体中，美国和日本制造业PMI均接近2016年的低点，而欧元区制造业PMI早已突破2016年低点并正在接近2012年低点。

影响未来出口增速的几个关键因素：(1) 全球经济下行。2019年8月摩根大通全球制造业PMI自2018年5月以来首次回升，关注其回升的持续性，若其能止跌企稳，则全球经济可能在年底企稳，对中国出口增速的拖累将减弱。(2) 贸易摩擦。贸易摩擦反复，影响扰乱出口节奏与企业预期。(3) 汇率贬值。8月初人民币大幅贬值，出口增速可能滞后受到提振。不过从基本面与政策目标角度来看，未来人民币持续单边贬值可能性相对较小，汇率贬值提振出口的持续性和力度可能较为有限(4) 价格因素。三季度可能是PPI同比增速底部区域，四季度重回上升趋势，因此，三季度价格因素对出口增速可能拖累较大。

整体而言，在全球经济企稳或者贸易环境显著改善(例如停止加征关税)之前，出口增速在大趋势上还是下行，从价格和基数分布来看，三季度可能是出口压力较大的时期，同时，关税、汇率可能会扰乱出口节奏与出口企业预期。

8月进口金额降幅略有扩大，一方面，内需略有回落，8月“新订单指数-新出口订单指数”小幅回落；另一方面，8月大宗商品价格指数同比降幅从2%扩大至3.3%，其中，受油价下跌影响，8月原油进口增速下降至-3.5%，为2017年以来最低。

图4：8月出口环比增速明显弱于近年同期水平



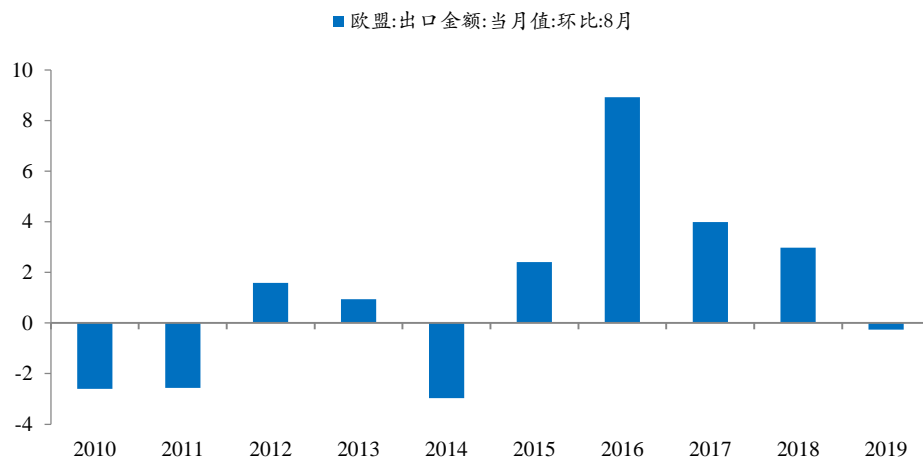
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 8月对美国出口环比增速明显弱于近年同期水平



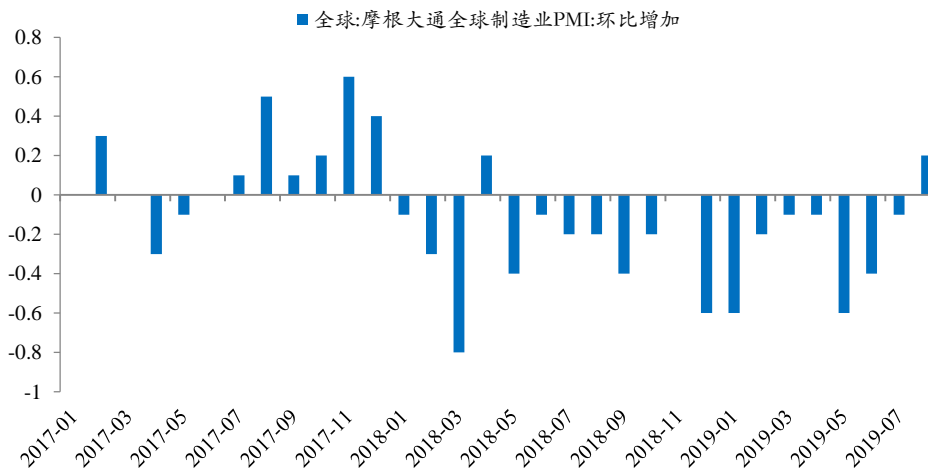
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 8月对欧盟出口环比增速明显弱于近年同期水平



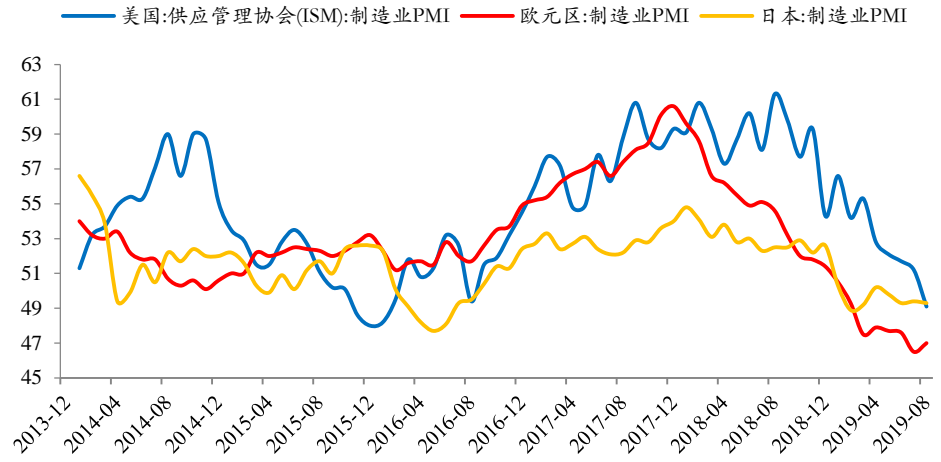
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 2019年8月摩根大通全球制造业PMI自2018年5月以来首次回升 (%)



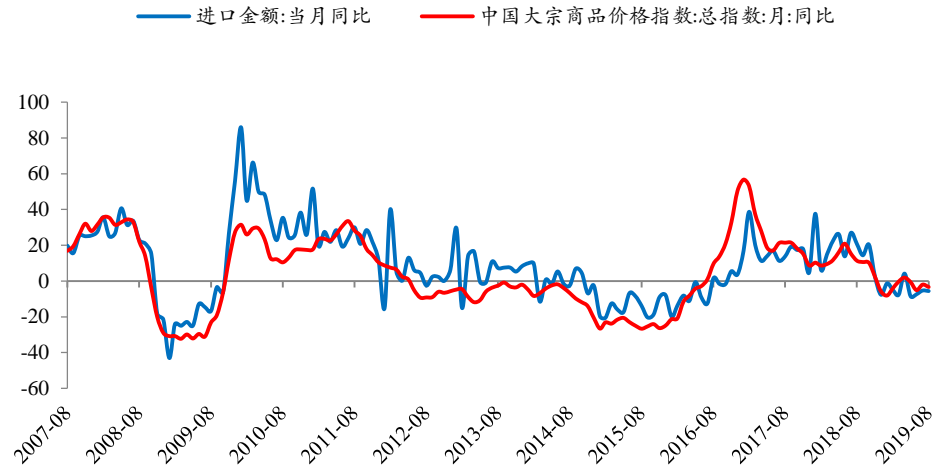
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 欧元区制造业 PMI 下跌幅度大于美国和日本 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 大宗商品价格下跌拖累进口增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 8月原油进口增速为2017年以来最低



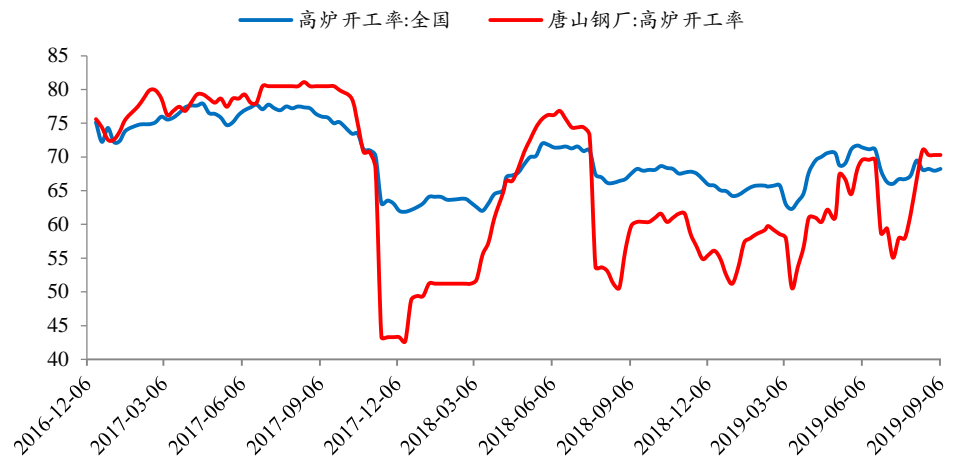
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、一周高频数据观察

3.1、高炉开工率回升

上周(2019年8月31日-2019年9月6日,下同),全国高炉开工率回升0.4%至68.23%;近期部分地区气温下降,6大发电集团日均耗煤量环比下降12.6%至67.64万吨。

图11: 高炉开工率回升 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、原油价格上涨

上周,钢材社会库存环比下降2.7%,降幅继续扩大,螺纹钢期货价收涨3.1%。截至8月30日当周,美国原油库存减少477.1万桶至4.23亿桶,连续3周录得下滑,市场预估为减少248.8万桶,原油价格上涨,布油价格一周收涨1.8%,WTI原油价格收涨2.6%。

图12: 原油价格上涨 (美元/桶)



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_10263



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>