

宏观研究/数据综述月报

2019年08月15日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: Q2 经济增速略超预期回落》2019.07
- 2《宏观: 基本面不确定性加剧, 政策相机抉择》2019.06
- 3《宏观: 经济仍具韧性特征, 聚焦供给侧政策》2019.05

贸易摩擦或扰动工业生产预期

2019年7月经济数据综述

贸易摩擦或扰动工业生产预期, 10年期国债收益率有望下行至2.8%

7月份工业生产数据超预期下行, 基建和地产投资增速均小幅回落。中美贸易摩擦仍存不确定性, 我们认为可能使得出口产业链未来下行压力进一步增大。但考虑经济普查可能追溯上调历史GDP增速等因素, 完成年初政府工作报告制定的年度增长目标难度不大。结合7月30日国常会的表述, 我们认为下半年政策仍聚焦供给侧, 重点在降成本和补短板。对于无风险利率, 海外角度来看中美长端利差已经较大, 国内基本面来看下半年经济下行压力仍然存在、通胀大概率在三季度见顶回落, 我们认为我国10年期国债收益率有望下行至2.8%。

7月社零名义同比增速7.6%, 消费有韧性不悲观

7月社零名义同比增速7.6%, 前值9.8%, 1-7月累计同比增速8.3%, 汽车是数据恶化主要拖累。6月国五去库存导致汽车销售前置, 7月兑现后回落, 7月除汽车以外的消费品零售额同比增长8.8%也有验证。我们此前提示失业恶化会冲击消费, 7月失业率恶化也有拖累。7月汽车、家具、家电及建筑装潢等零售同比分别为-2.6%、6.3%、3.0%和0.4%。我们认为, 社零累计同比总体平稳, 仅6、7月平均同比增速也在8.3%之上; 汽车消费逐步出现二阶拐点, 有望出现修复周期, 对消费的负向拖累相对下降; 失业是重要政策底线, 后续会有政策应对; 我们认为消费仍较有韧性。

7月全国调查失业率5.3%环比上行0.2个百分点, 就业形势总体稳定

7月全国城镇调查失业率5.3%, 环比和同比均上行0.2个百分点, 达到今年2月份春节月份高点, 虽未触及5.5%目标值, 但再次上行, 符合我们预期, 主要原因在于经济回落压力及7月大学生毕业季的季节性上行。31个大城市城镇调查失业率为5.2%, 同样环比、同比均回升0.2个百分点。今年失业率中枢较去年明显提升, 年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性, 预计失业率5.5%左右仍将是今年重要的政策底线, 后续相关政策将继续发力托底就业形势。我们预计随着7月季季节性因素消退, 后续失业率可能环比下行, 全年实现5.5%目标难度不大。

7月工业增加值当月同比+4.8%, 1-7月固定资产投资累计同比增速+5.7%

7月工业增加值当月同比+4.8%, 汽车制造、通用和专用设备制造业回落幅度较大。2018Q1~2019Q2, 工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%, 我们认为年内工业增加值季度节奏将延续平缓回落。1-7月制造业投资累计同比+3.3%, 较前值小幅上行; 基建投资累计同比+3.8%, 超预期较前值下行; 整体固定资产投资累计同比+5.7%。中小企业融资情况未见根本性好转, 制造业企业的资本开支可能继续受到制约。总体来看, 我们认为年内基建投资将持续体现结构分化, 增速较难出现大幅上行, 全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

1-7月房地产开发投资同比增10.6%, 比前值下降0.3个百分点

房地产开发投资自4月以来的高点(1-4月累计同比11.9%), 5-7月已经连续三个月增速回落。1-7月份, 房地产开发企业土地购置面积同比下降29.4%, 土地成交价款下降27.6%。开工竣工面积的增速差持续存在, 1-7月房屋新开工面积增长9.5%, 竣工面积下降11.3%, 在资金链压力下, 未来建安投资增长的持续性仍然存疑。我们仍然维持房地产投资未来下行的判断。1-7月份, 商品房销售面积同比下降1.3%, 我们认为, 7月底政治局会议提出绝不将房地产作为短期刺激经济的手段, 预计未来房地产销售增速大幅反弹的可能性也较低。

风险提示: 受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响, 经济走势可能弱于预期。

贸易摩擦扰动工业生产预期，10年期国债收益率有望下行至2.8%

7月份工业生产数据超预期下行，基建和地产投资增速均小幅回落。中美贸易摩擦仍存不确定性，我们认为出口产业链未来下行压力可能进一步增大。在本轮全球经济复苏的龙头——美国经济可能见顶转弱，而新的科技周期尚未到来的背景下，我们认为下半年国内经济增速可能继续小幅下行，但考虑经济普查可能追溯上调历史GDP增速等因素，完成年初政府工作报告制定的年度增长目标（6.0%-6.5%）的难度不大。结合7月30日国常会的表述，我们认为下半年政策仍聚焦供给侧，重点在降成本和补短板，注重推进经济结构性调整 and 高质量发展，提升产业基础能力和产业链水平。

7月23日财新报道，易纲行长表示“总体来说，我们现在的利率水平是合适的”；不过我们认为利率市场化降息仍是未来的重要改革方向。海外角度来看，中美长端利差已经较大；国内基本面来看，下半年经济下行压力仍然存在、通胀大概率在三季度见顶回落，我们认为我国10年期国债收益率有望下行至2.8%。

近期中美贸易摩擦事态紧张，人民币对美元汇率已经贬值“破七”。我们认为不存在一个明确需要调控的汇率点位，关键是是否出现大规模的资本流出，一旦资本大幅流出，央行可能加强调控，此时人民币可能重回升值。汇率贬值容易与资本流出形成负反馈，预计加强跨境资本流动的宏观审慎管理是近期必然趋势。

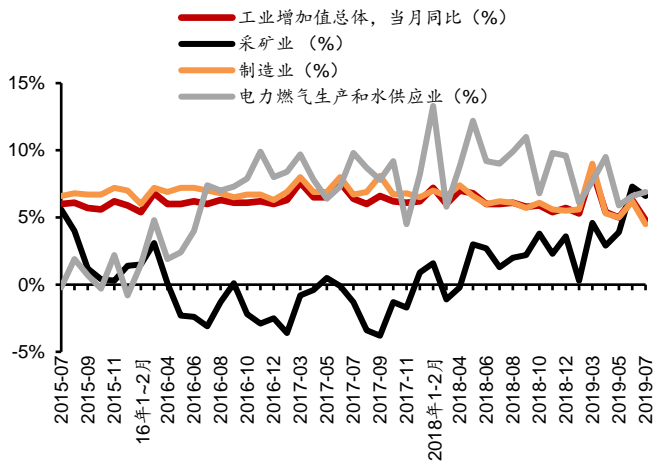
7月工业生产端回落幅度超预期，汽车和设备制造业当月表现较差

7月工业增加值当月同比+4.8%，回落幅度超预期，7月份生产端回落幅度较大的是汽车制造、通用和专用设备制造业。2018Q1~2019Q2，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%，我们认为年内工业增加值季度节奏将延续平缓回落，贸易摩擦的不确定性对企业生产意愿也可能继续产生一定负面影响。

工业企业利润增速是否能在下半年触底回升，我们认为主要取决于减税降费政策的落地及效应体现。我们认为6月49.4%的PMI数值可能是阶段性低位，下半年较难突破新低，但是后续在50%以上趋势性上行的可能性也较低。若PMI环比呈现改善趋势，可能对工业生产和工业企业盈利有正面表征意义。

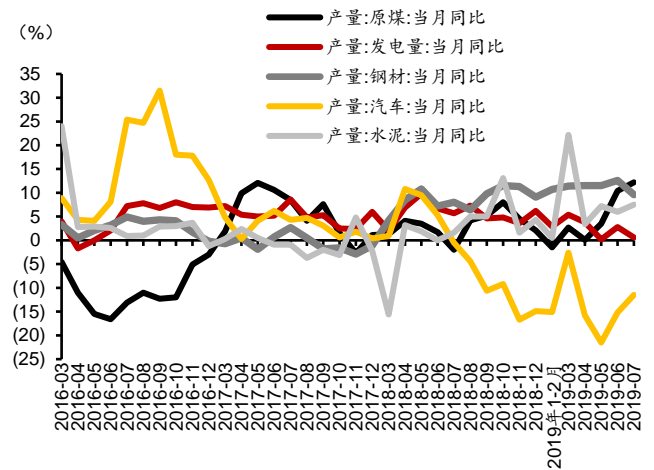
7月份，采矿业增加值同比增长6.6%，增速较6月份回落0.7个百分点；制造业增长4.5%，较前值回落1.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.9%，较前值加快0.3个百分点。根据统计局表述，6月份高技术制造业增加值同比增长6.6%，增速高于整体制造业，新产品新业态增长态势较为明确。

图表1：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：部分工业产品产量当月同比 %

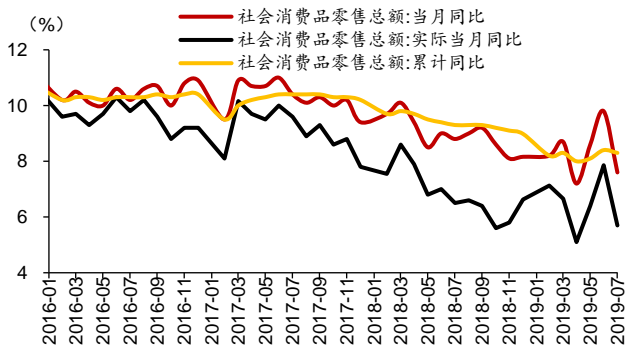


资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月社零名义同比7.6%，超预期下行，消费有韧性不悲观

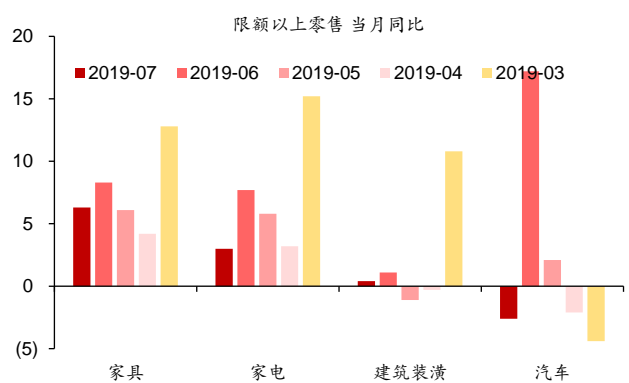
2019年7月，社会消费品零售总额名义同比增速7.6%，前值9.8%，市场预期8.4%，超预期下行。扣除价格因素后，7月社会消费品零售总额实际同比增速5.7%。1-7月社会消费品零售总额累计同比增速8.3%。其中，7月除汽车以外的消费品零售额同比增速8.8%，显著高于总体7.6%的增速。7月限额以上企业商品零售同比增速为2.6%，其中7月汽车、家具、家电及建筑装潢等行业零售额同比增速分别为-2.6%、6.3%、3.0%和0.4%，较6月分别下降19.8、2、4.7和0.7个百分点。

图表3：7月社会消费品零售总额名义与实际同比增速回升



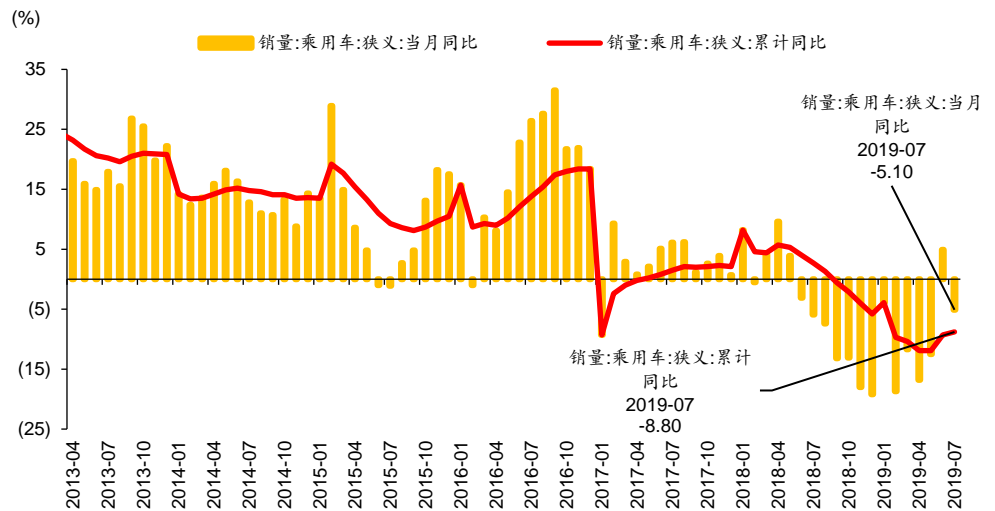
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：7月汽车、家具、家电和建筑装潢等零售同比增速均回落



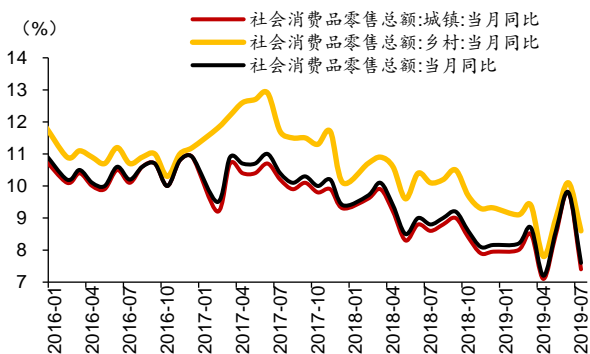
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，7月社零消费同比大幅回落主因是汽车消费拖累所致，失业也有影响。6月国五去库存带动汽车消费需求前置，一定程度上透支了后续需求导致6月汽车消费表现亮眼，7月国六新标准政策正式落地后，汽车销量也相应下滑，因此拖累了整体消费的表现。我们此前提示失业率恶化或导致消费承压，7月城镇调查失业率环比增长0.2%，失业率数据的恶化对消费也有一定负面影响。

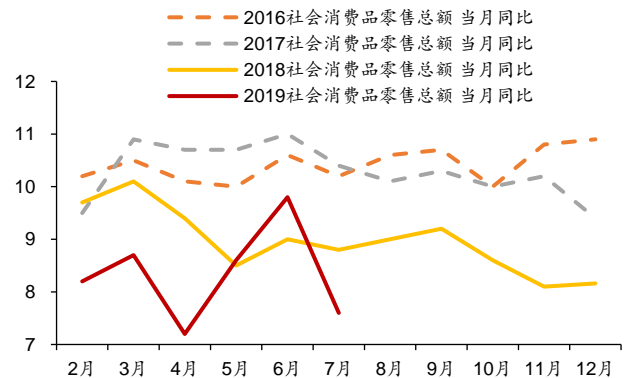
图表5：汽车销售逐步出现二阶拐点，预计将逐步进入修复周期，对消费负向拖累下降


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计年内消费仍有韧性、不悲观。2019年至今，社零累计同比增速总体趋稳，1-7月社零累计同比增速8.3%，1-7月除汽车外消费品零售额同比增长9.2%，汽车有一定拖累，但总体表现出韧性，将国五转国六导致的需求前移整体来看，6、7月这两个月社零平均增速也在8.3%以上，7月大幅下行无需过度悲观。我们认为，汽车消费逐步出现二阶拐点，后续有望出现修复周期，对消费的负向拖累效果是相对下降的。失业作为重要的政策底线，后续也会有相应的政策应对，7月就业恶化也有一定季节性因素。同时，考虑2018年下半年的基数较低，对2019年下半年社零走势也有一定支持。2019年7月政治局会议强调“有效启动农村市场”，近年来乡村消费增速总体高于社零消费及城镇消费增速，7月乡村消费零售额同比增速8.6%，但考虑乡村消费占整体消费比重较低，希望通过提升乡村消费带动整体消费超预期上行的可能性较低，但乡村消费的进一步扩大和发展也会对整体消费产生支撑。综合来看，我们认为2019年下半年消费不悲观，预计仍有韧性。

图表6：乡村消费增速相对较快，但因份额较小影响有限


资料来源：Wind，华泰证券研究所

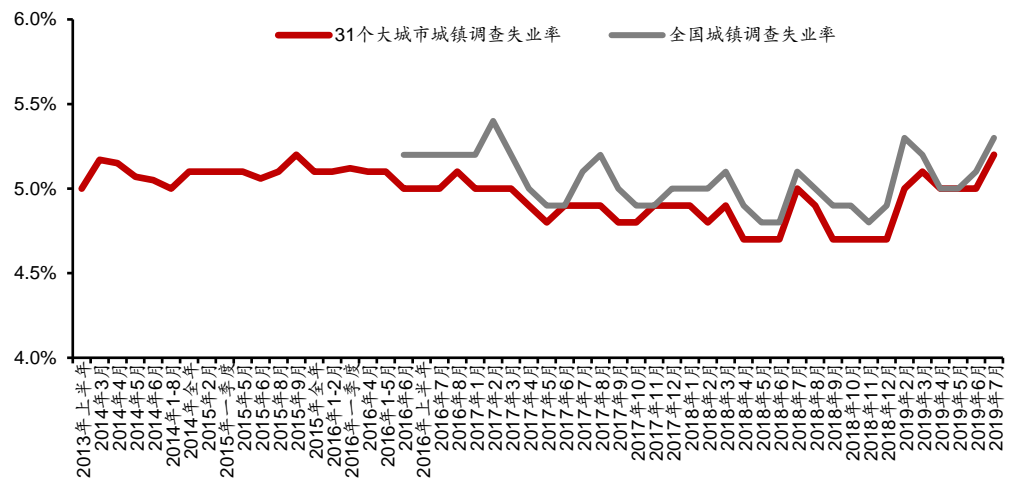
图表7：2018年下半年低基数，预计对2019下半年社零有支撑


资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月全国调查失业率5.3%环比上行0.2个百分点，就业形势总体稳定

7月全国城镇调查失业率5.3%，环比和同比均上行0.2个百分点，虽未触及5.5%目标值，但已达到今年2月春节月份高点。数据上行符合我们预期，主要原因在于经济回落压力及7月大学生毕业季的季节性因素。7月31个大城市城镇调查失业率为5.2%，同样环比、同比均回升0.2个百分点。今年失业率中枢较去年明显提升，年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，预计失业率5.5%左右仍将是今年重要的政策底线，后续相关政策将继续发力托底就业形势。我们预计随着7月季节性因素消退，后续失业率可能环比下行，但或仍高于去年同期水平，整体看，后续较难突破新高，全年实现5.5%目标难度不大。

图表8：7月全国城镇调查失业率5.3%环比走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

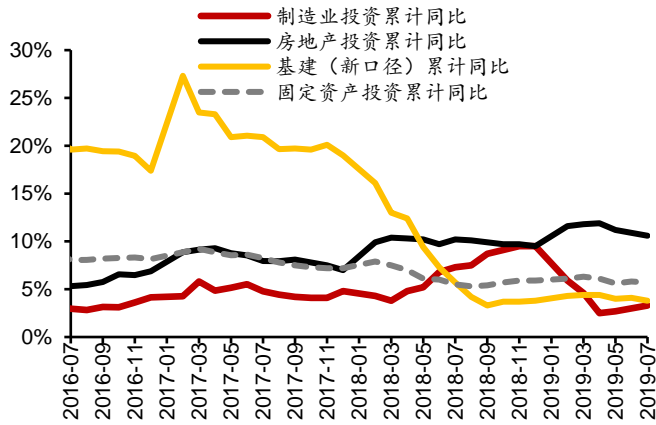
制造业投资意愿延续小幅修复，基建投资延续结构分化

1-7月制造业投资累计同比+3.3%，较前值小幅上行；基建投资（统计局口径）累计同比+3.8%，超预期较前值下行；地产投资累计同比+10.6%，如期较前值小幅回落。1-7月整体固定资产投资累计同比+5.7%。

需求端未见明显复苏，中小企业融资情况未见根本性好转，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。但财政减税降费政策对小微企业经营环境的正面影响可能逐渐体现，边际改善企业盈利状况，并可能推动下半年制造业投资增速小幅回升。1-7月高技术制造业投资增速+11.1%，较1-6月继续加速，未来国家或在高技术行业继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。

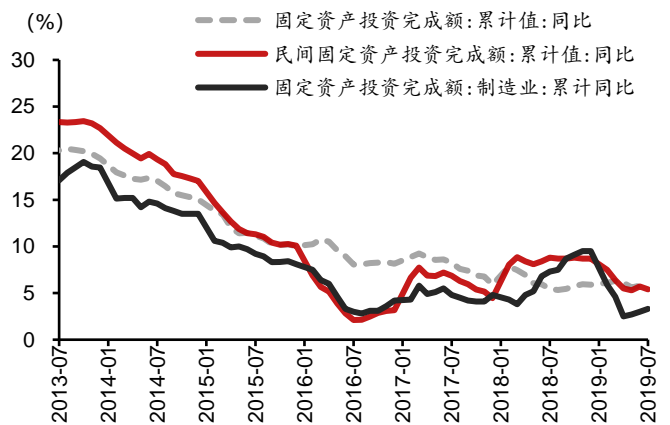
今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-7月同比接近零增长，地方政府基建资金来源仍然受限。我们认为年内基建投资将持续体现结构分化，总体增速较难出现大幅上行，全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

图表9：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



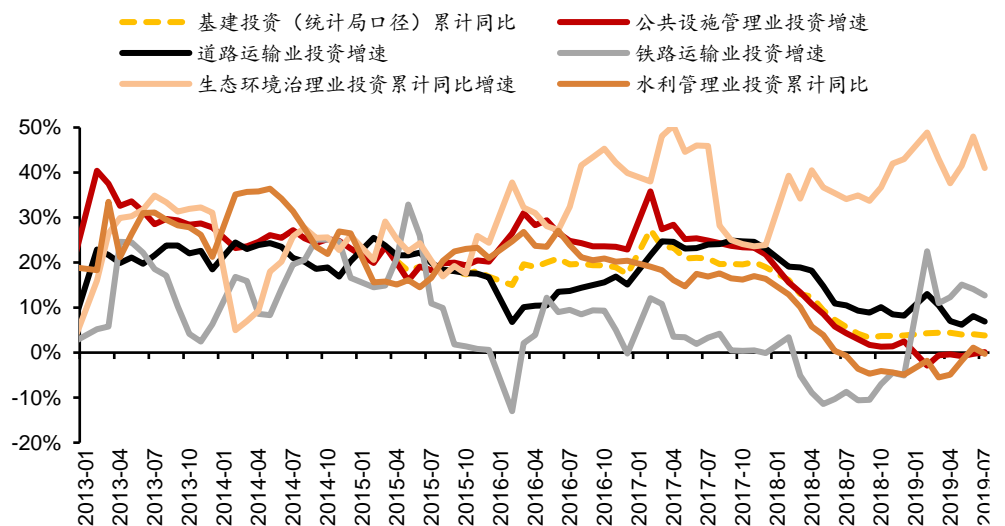
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：铁路投资和公共管理业投资持续分化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-7月房地产开发投资同比增10.6%，比前值下降0.3个百分点

房地产开发投资自4月以来的高点（1-4月累计同比11.9%），5-7月已经连续三个月增速回落，基本符合我们预期。我们认为，此前房地产投资增速维持高位主要有两个原因，其

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_10535

