

# 旬度经济观察

——国内经济持续承压，美国衰退担忧升温

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2019年8月21日

## 内容提要

7月工业生产的大幅走弱或许更多源于供应层面的短期扰动，而观察经济的需求端，投资和消费仍处于偏弱的水平，这与量价齐跌的社融、信贷数据形成印证。

在此背景下，央行完善LPR形成机制并完成首次报价。LPR的机制设置或许有助于央行通过降息对冲下行的同时，延续对地产偏紧的调控政策。

伴随着中国和德国最新经济数据的走差，美国2年和10年国债收益率出现08年金融危机后的首次倒挂，市场对美国经济进入衰退的担忧加剧，而全球经济的持续走弱也使得中国经济企稳复苏的前路充满挑战。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

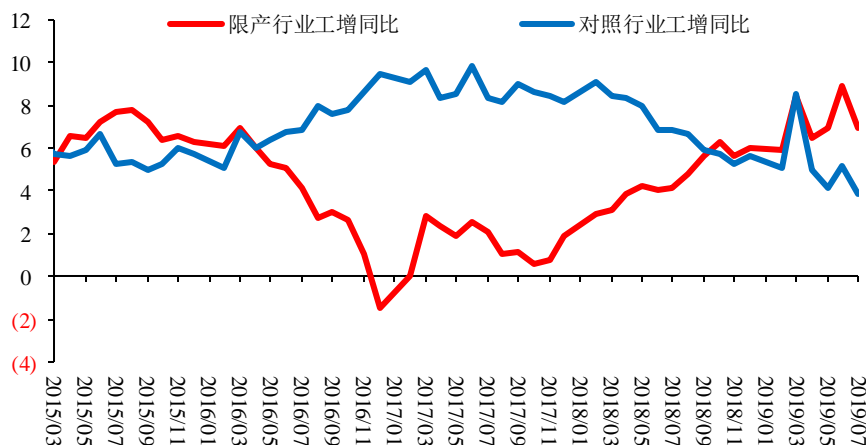
## 一、经济下行压力趋于增加

7月规模以上工业增加值同比增速为4.8%，较上月大幅回落1.5个百分点，创近10年以来新低，其中供改组大幅回落2个百分点，而非供改组回落1.3个百分点。物量数据层面，发电量、发电耗煤、焦炭、粗钢等均出现明显回落。

观察同期的价格数据，PMI主要原材料购进价格小幅反弹，南华工业品价格和PPI环比轻微回升，但价格仍然处于偏弱的水平。

结合量价指标来看，6月相对5月量涨价跌，而7月相对6月量跌价涨，工业增加值增速在最近两个月的波动较大，我们倾向于认为供应层面的短期扰动或许是影响生产数据大幅波动的主因。

图1：限产和非限产行业工业增加值同比增速，%

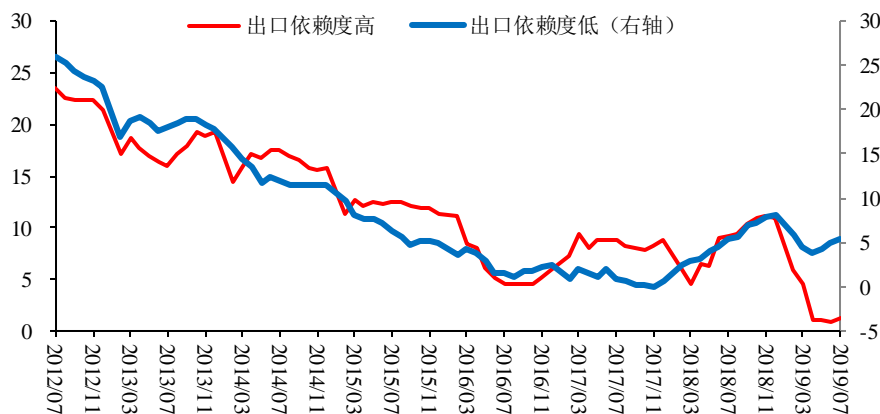


数据来源：Wind，安信证券

而回到需求端来看，经济仍然处于持续下行的趋势之中。贸易战对制造业投资的压制在数据层面持续显现，5月份以来制造业投资的恢复主要集中在内需依赖度更高的行业，而外需依赖度高行业的投资持续在低位徘徊。在贸易战长期化、

经济预期不明朗且民营企业融资成本仍然居高不下的背景下，制造业投资的增速未来可能维持温和。而中央对地方政府债务约束偏严，房地产调控政策趋紧使得基建和地产很难作为对冲经济下行的手段。因此，合并来看，投资的增速下半年可能持续承压。

图2：制造业投资同比：出口依赖度高 V.S. 低，%



数据来源：Wind，安信证券

消费层面，去年去杠杆政策导致消费相对收入出现明显的减速，而当前的情形似乎是中低端劳动力的工资收入开始出现了走弱，这一走弱从今年年初开始，延续至今。近期公布的失业率数据也显示劳动力市场普遍偏弱，这或许意味着劳动力工资可能仍然存在下行的压力，从这个角度来看，消费的企稳反弹可能尚需等待更强有力的政策出台。

内需的持续走弱在信贷数据上也得到印证。7月人民币贷款、非标融资的大幅收缩共同拉低社融增速。而短期贷款、中长期贷款和票据融资纷纷走弱也带动信贷显著回落。在社融和信贷明显收缩的同时，非标市场的利率大幅走低，量价齐跌的组合显示经济的需求在趋势放缓。

图3: 非标市场利率, %



数据来源: Wind, 安信证券

站在当下, 三季度国内经济继续走弱的概率较高, 而何时中国经济会出现企稳甚至复苏尚不明朗。回顾 2010 年至今中国经济的两次复苏, 一次发生在 2012 年下半年, 一次发生在 2016 年下半年, 这两次经济复苏共同的大背景是全球经济和贸易开始出现了同步的复苏: 2012 年下半年欧元区贸易活动从欧债危机的冲击中走出, 进而出现全球范围内贸易活动的加速; 2016 年年中以来由于市场的自然出清, 叠加一些临时性的因素, 全球经济和贸易出现显著的复苏。从这个角度来看, 考虑到美国经济经历了历史上最长的一轮扩张, 经济的减速才刚刚开始, 日本和欧洲的经济走弱也仍在延续, 中国经济目前似乎并没有看到企稳的迹象。

图4：全球工业增速，%



数据来源：荷兰经济政策研究局，安信证券

数据截至 2019 年 5 月

## 二、利率市场化更进一步

近期中国人民银行发布公告称决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，这意味着利率市场化更进一步。

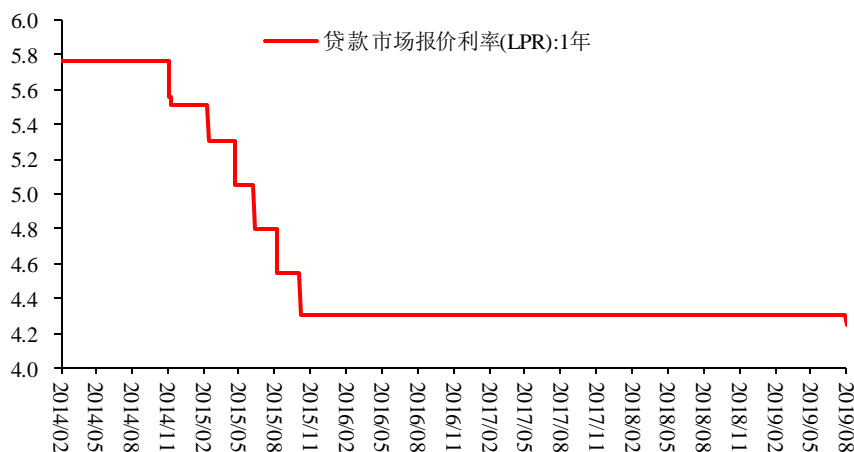
LPR 报价机制的调整主要集中在三点：首先，LPR 的报价方式由银行报价改为公开市场操作利率加点形成；其次，LPR 在原先的 1 年期品种上增加了 5 年期的品种；此外，LPR 还新增 8 家报价行，并将报价频率由日度改为月度。

去年以来全球和中国经济同步减速，海外经济体开始启动新一轮的宽松政策，而国内的通胀未来趋于回落，人民币汇率破“7”以后打开了利率波动的空间，下半年国内也有望启动降息。在此背景下，通过 LPR 引导市场利率下行相比直接下调贷款基准利率的好处在于，LPR 针对的是增量资金而非存量资金，LPR1 年和 5 年期品种共存使得政策可以在降低 1 年期利率的同时，维持 5 年利率稳定，进而既实现降低企业融资成本的目标，又维持对地产的调控政策。此外，LPR 价格形

成机制的变动使得银行间市场利率和信贷市场利率的同步性加强，这将有助于货币政策的传导。

新近公布 1 年期 LPR 为 4.25%，较之前小幅下降 6bp，高出 MLF95bp；5 年期 LPR 为 4.85%，较 MLF 高 155bp。1 年和 5 年期 LPR 的报价基本符合市场预期。考虑到 9 月份美联储可能会开启新一次降息，中国 LPR 的第二次报价出现利率下行的或许情形值得期待。

图5：1 年期 LPR，%



数据来源：wind，安信证券

债券市场方面，8 月初贸易战的进一步恶化以及汇率破“7”使得国债收益率出现大幅回落，而近期 10 年期国债收益率在“3”这一整数关口徘徊。考虑到经济基本面的持续走弱、通胀在未来三个月的回落、LPR 改革下的降息预期以及海外市场国债收益率下行的牵引，我们倾向于认为 10 年期国债收益率仍有进一步下行的空间。

展望未来 3-5 年，伴随中国劳动力供应的持续收紧以及重工业化结束后资本存量增速的趋势放缓，叠加贸易战可能导致的中国技术进步的减速，未来中国经

济增速可能面临趋势下行的压力。而随着中国在 2005-2015 年度过刘易斯拐点，未来工资和通胀的长期趋势可能更多受到经济增速的影响。通胀中枢的趋势下行也将带动利率中枢水平的下降，10 年期国债收益率可能出现趋势回落。

图6: 10年国债和国开债收益率, %



数据来源: wind, 安信证券

### 三、美国 2 年 10 年国债利率危机后首现倒挂

8 月 13 日晚, 美国贸易代表办公室(USTR)宣布推迟对大约 1500 亿美元中国输入美国商品加征 10%关税, 时间向后推移 3 个半月(由 9 月 1 日推移到 12 月 15 日), 该类商品约占 5 月初特朗普宣布加征 10%关税产品清单的一半。

贸易战从去年以来持续发酵, 其对中国经济的冲击已经在制造业投资上有很

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\\_10575](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10575)

