

中国经济何时企稳，需关注海外风险传导

宏观专题报告

2019年08月19日

报告摘要：

- 民生证券宏观解运亮团队致力于建立以“全球视野——投资导向——数据验证”为主线的研究框架，持续向市场提供前瞻、明确、可验证的研究成果，推出多组系列深度专题报告，如“海外经济剖析”“中国宏观预测展望”“房地产研究”“改革升级版”“区域和人口”等。

● 当前主要研究成果

- 第一，2020年美国衰退风险高，全球经济进入多事之秋；
- 第二，库存周期在可预见的未来仍将处于去库存阶段；
- 第三，中国逆周期调节加码对冲或在今年底。

● 核心逻辑

第一，2020年美国衰退风险高，全球经济进入多事之秋。美国失业率触底回升是企业债务负担触顶的领先指标，其上升趋势形成领先债务负担顶点三个季度左右。十年来大量增发的BBB债券为危机埋下种子，我们推算美国企业债务周期将在2020年触顶。美国10Y-2Y关键期限利差倒挂，进一步推升美国经济衰退风险。

第二，库存周期在可预见的未来仍将处于去库存阶段。有观点认为，从目前中国库存周期的经验位置看，本轮库存周期底部可能在四季度出现。我们认为，库存周期本质上是一个全球变量，反映的是经济中可贸易部门的情况，主要经济体库存周期具有高度同步性。库存周期真正的领先指标是全球贸易景气，从全球经济进入多事之秋来看，短期内库存周期触底并不现实。

第三，中国逆周期调节加码对冲或在今年底。新一轮政策窗口期将在今年底明年初打开，届时贷款实际利率进一步下降、全面降准、地方政府专项债扩容、新一轮减税降费等多种措施都可以期待。

● 前瞻性观点小辑

- 【经济暂稳不等于内生企稳】(20190413报告)
- 【股市进入震荡调整期】(20190415报告)
- 【抓手黄金、牵手利率债、垂手股市】(20190721一财专访)
- 【美国失业率拐点】(20190726报告)

● 风险提示

全球经济加速放缓、中国逆周期调节不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

一、2020 年美国衰退风险高，全球经济进入多事之秋

我们深信，海外经济（尤其是美国经济）和中国经济存在复杂和深刻的相互影响，好的宏观研究，既不能脱离中国看海外，也不能脱离海外看中国，而是应该把二者纳入一个统一的视野之中。

美国经济今年一季度超预期，至今失业率和消费等指标仍然不错，容易给人留下美国经济韧性犹存的印象。我们大半年来持续提示美国经济风险，形成了三大标签式观点，开始是少数派，目前来看，正在一步步成为市场的主流观点。

——**美国失业率进入上行周期。**7月26日，我们在市场上率先判断——美国失业率即将迎来拐点，将于三季度掉头向上。我们指出，如果以失业率作为衡量指标，美国就业市场目前看上去仍是一片繁荣，但失业率是经济的滞后指标，不能代表当下及未来的经济走向，而先行指标每周工时已连续三季度下降，揭示出美国企业正在收缩生产经营（图1）！从数据来看，美国失业率月度低点已于4月份出现，为3.58%，5-7月分别为3.62%、3.67%、3.71%，连续3个月上升。我们预计，今年底美国失业率将升至4%左右，明年将进入加速上升阶段。

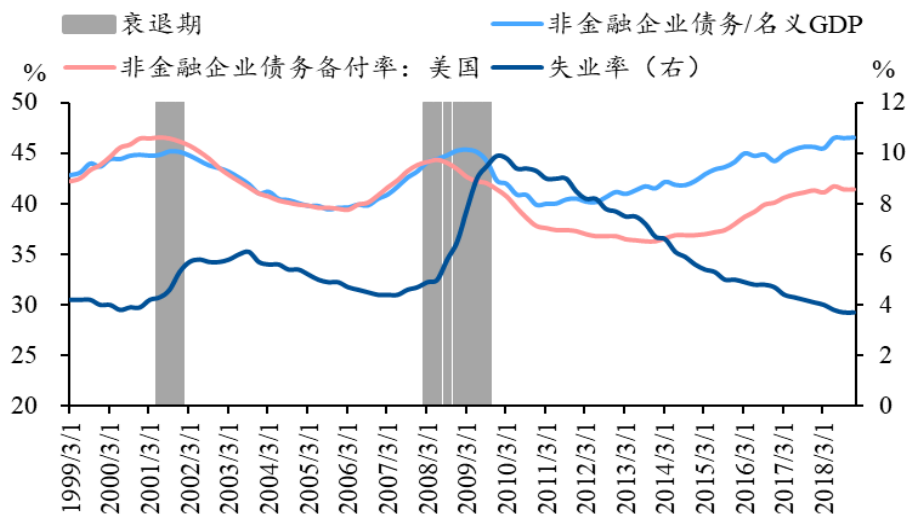
图1：从先行指标来看，美国失业率将于三季度掉头向上



资料来源：Wind，民生证券研究院

——**美国企业部门债务成为重要风险源。**在美国失业率拐点判断的基础上，我们进一步研究发现，美国失业率触底回升是企业债务负担触顶的领先指标，其上升趋势形成领先债务负担顶点三个季度左右（图2）。当前美国企业债务负担已超上一轮峰值，触顶概率逐渐上升。2008年至今，企业债券增量超3万亿美元，其中BBB债券增量就达2.2万亿美元，占比从08年的36.4%上升至18年的47.4%。十年来大量增发的BBB债券为危机埋下种子，我们推算美国企业债务周期将在2020年触顶，可能导致美国经济陷入衰退。

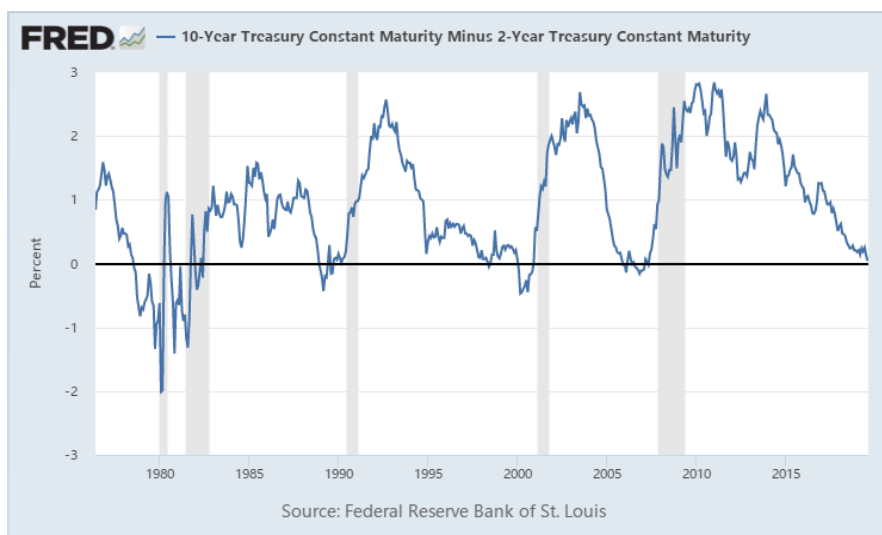
图 2：美国失业率拐点是企业债务负担拐点的领先指标



资料来源：FED，民生证券研究院

——美国关键期限利差如期倒挂，进一步指向衰退风险上升。3月25日，我们发布美国期限利差深度研究报告，预判10Y-2Y期限利差2019年度可能倒挂。8月14日这一关键期限利差如期出现倒挂（图3），引起美国避险情绪急剧升温。本轮美国国债期限利差倒挂具有特殊性，诸如10Y-3M先于10Y-2Y期限利差倒挂为历史首次、风险中性期限利差为正值时期利差倒挂为历史首次等。期限利差倒挂意味着长期回报率低于短期回报率，企业家会减少长期投资，银行因借短贷长的盈利将减少而紧缩长期信贷，2020年美国衰退风险进一步上升。

图 3：美国 10Y-2Y 国债期限利差为金融危机后首次倒挂



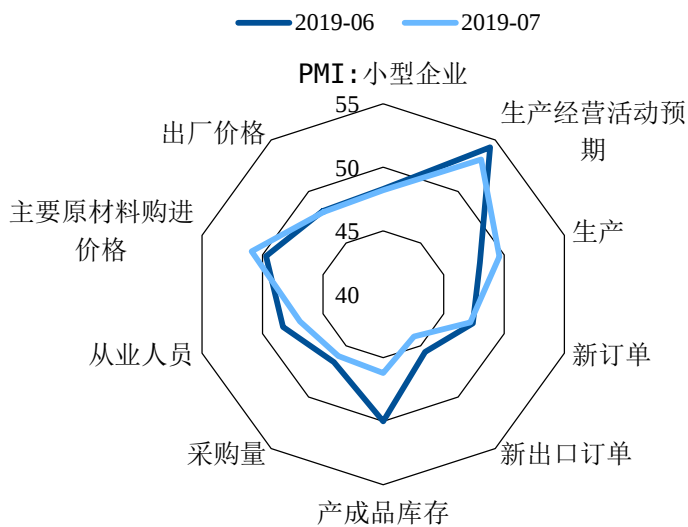
资料来源：FRED，民生证券研究院

一句话，2020年将是全球经济的多事之秋。

二、中国经济何时企稳，需关注海外风险传导

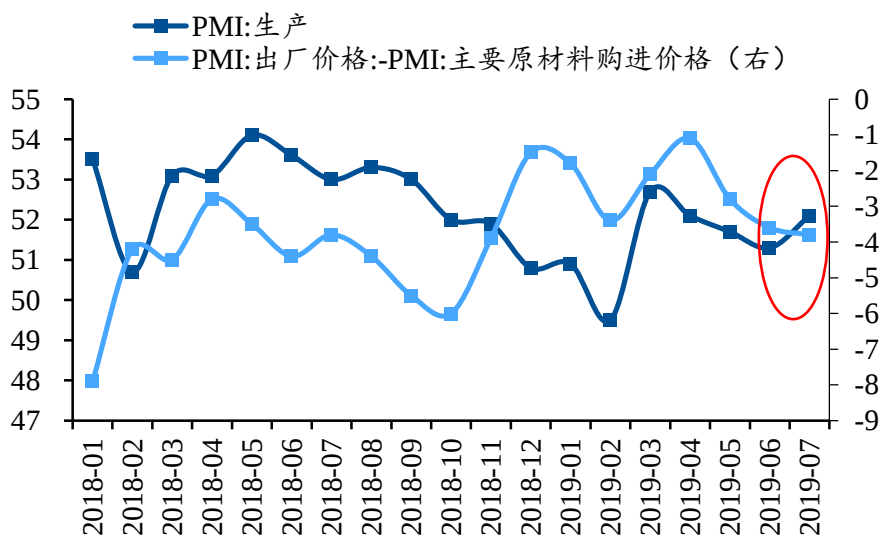
一季度我们准确判断“经济暂稳不等于内生企稳”。今年一季度，我国信贷、社融、经济增长等重要经济指标全面超出市场预期，造成市场认识出现重大分歧，不少人士认为中国经济已经实现企稳。我们当时明确指出，经济暂稳不等于内生企稳，中国经济仍高度依赖房地产等传统动能，内生动能并未提供足够支撑。此后的经济走势一如我们所料。

图 4：7 月小型企业 PMI 生产指数大幅回升，其他指标均有收缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：7 月 PMI 生产指数明显回升，但产品价差继续扩大



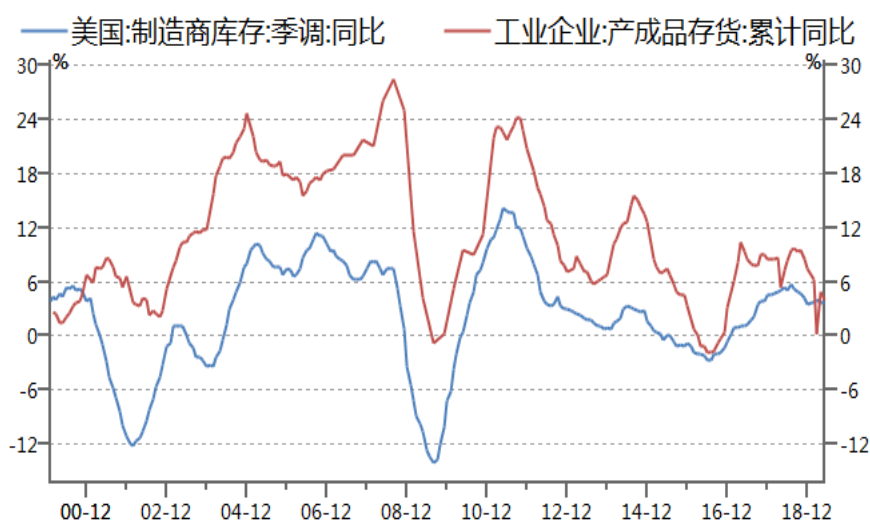
资料来源：Wind，民生证券研究院

两周前判断“生产虚高”再次得到验证。7 月制造业 PMI 全面超市场预期，各项指标均有改善，其中生产指数回升尤其明显。当时市场人士普遍对此感到乐观，但我们细究数据间关系后发现存在“四大背离”：生产与价差背离、生产与需求背离、生产与库存背离、小型企业

生产与其他各项指标背离（图 4-5），据此我们判断 PMI 生产指数可能虚高。最终，7 月经济数据不及预期，工业增加值增速超预期下滑，我们的判断再次得到验证。

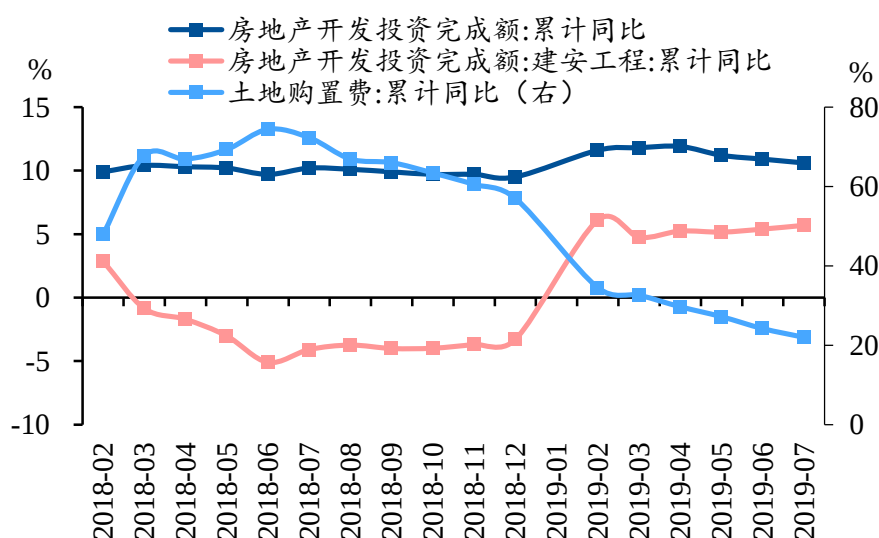
当前市场分歧较大的一个问题是，四季度库存周期能否触底回升？有一种观点认为，从目前中国库存周期的经验位置、领先指标的经验规律等角度看，本轮库存周期底部可能在四季度出现。在我们看来，这一观点犯了“脱离海外看中国”的错误。本质上，库存周期是一个全球变量，反映的是经济中可贸易部门的情况，主要经济体库存周期具有高度同步性（图 6）。库存周期真正的领先指标是全球贸易景气，从全球经济进入多事之秋来看，本轮去库存周期可能延续更长时间。

图 6：中美库存周期具有高度同步性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：高施工和建安工程对房地产投资构成支撑

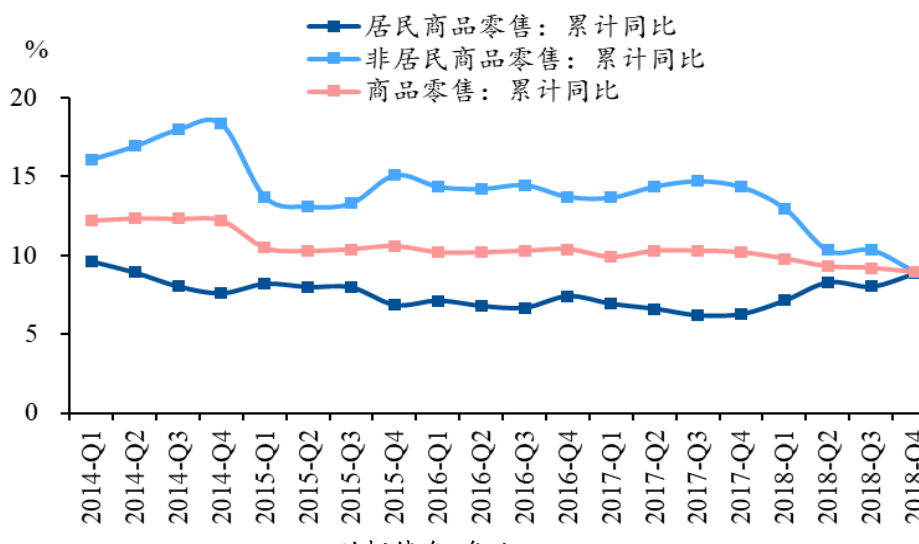


资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产挤出效应已大于拉动效应，但年内房地产投资韧性犹存。为什么这一次中央对房地产调控的态度如此坚决？房地产对居民消费和企业投资既有拉动效应也有挤出效应，我们研究发现，当前挤出效应已大于拉动效应，中国经济正由投资驱动转向消费驱动和创新驱动，放任房地产过度发展不利于人口出生率上升和中国经济的转型升级。在“房住不炒”大背景下，房地产投资已经进入并将继续处于下行通道。但也要看到，在低库存和高施工支撑下，房地产投资全年增速大概率不低于名义 GDP 增速（图 7）。

中期看，消费将是经济增长的中流砥柱。7 月社会消费品零售总额当月同比 7.6%，较上月回落 2.2 个百分点，主因是汽车、房地产和油价三重拖累。但这些因素更多属短期因素，中期看消费仍将是经济增长的重要支撑。主要原因在于，从分部门视角看，社会消费品零售不仅包括居民消费，也包括非居民消费，2018 年两者在商品零售中大体上各占一半。过去一年多，社零增速曾不断下降，主要归因于非居民部门消费不断下滑，这一块下半年具有边际改善空间（图 8）。此外，在减税降费和促进消费政策下，下半年居民消费也有进一步回升空间。

图 8：非居民消费增速在 2018 年明显下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

逆周期调节加码对冲或在今年底。尽管市场上对于中国经济仍有下行压力已经有不少认识，但在全球经济统一视野下，考虑到全球经济进入多事之秋，中期内中国制造业和出口将继续承压，中国经济的下行压力仍然需要高度关注。不论是政策应对，亦或是资产配置，都必须警惕海外风险对中国的传导影响。我们预计新一轮政策窗口期将在今年底明年初打开，届时贷款实际利率进一步下降、全面降准、地方政府专项债扩容、新一轮减税降费等多种措施都可以期待。

三、继续坚持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”的配置策略

“股市进入震荡调整期”成为现实。今年 4 月 15 日，在一季度金融数据和经济数据接连发布、市场正处于一片狂热的时候，我们提出“股市将进入震荡调整期”的重磅判断，发出了市场上领先的股市调整风险提示并多次重申，此后上证指数从 3200 点下行至 2800 点。

“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”合理配置。7月21日，在黄金经过5-6月大涨后横盘、市场对于黄金后市迷茫之时，我们提出“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”资产配置策略，坚定判断中期内黄金仍有一波行情，同时看好利率债配置机会。此后伦敦金现从1400美元/盎司左右涨至1500美元/盎司上方，10年期国债收益率下行15个BP至3%。

继续战略性看多避险资产。基于我们对全球经济和中国经济的判断，我们继续维持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”的配置策略，战略性看多黄金、利率债等避险资产。我们预计，中期内黄金价格将向上突破2011年高点（1900美元/盎司），10年期国债收益率将向下突破2016年低点（2.6%）。

风险提示

全球经济加速放缓、中国逆周期调节不及预期等。

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_10644

