

经济面临内外压力 维稳不改战略定力

——2019年8月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019年8月2日

证券分析师

周喜

022-28451972

- 7月份以来外围风险日渐强化，全球经济扩张动能的衰弱令降息浪潮此起彼伏。美联储降息落地，但在经济现状尚可的情况下，对未来政策路径的表述并未呈现出鸽派倾向，这导致导致美元走高、黄金走弱以及国债收益率的提升。欧元区方面，制造业 PMI 指数的持续回落表明经济的疲弱仍在延续，加之英国新首相上任后有关脱欧的强硬表态，也令欧元区、乃至全球经济的潜在风险急剧提升。

相关研究报告

- 国内二季度 GDP 同比增速由一季度的 6.4% 小幅回落，虽 6 月经济数据表现亮眼但超预期的经济数据背后仍有隐忧，经济下行压力犹存。从三驾马车看，贸易端对经济的拉动作用小幅弱化；消费端，虽仍是拉动 GDP 增速的主要力量，但较一季度对 GDP 的拉动作用边际再度走弱；而投资对 GDP 的拉动作用回升偏快。整体来看，上半年经济仍运行在合理区间之中，但全球经贸摩擦不确定性对出口、制造业和就业的冲击犹存，政府财力对逆周期调节政策力度的制约仍在，在企业投资意愿偏弱与居民终端需求不足的背景下，实体经济仍有一定下行压力。
- 通货膨胀方面，尽管叠加翘尾因素有所回落，但是猪肉、鸡蛋、鲜菜环比均维持上涨态势，于是 7 月 CPI 同比增速仍将维持 2.6% 左右的高位。PPI 方面，尽管 7 月原油价格中枢较 6 月小幅抬升，但考虑到翘尾因素的回落以及全球需求偏弱影响，其同比增速仍将小幅回落至 -0.1%。
- 面对经济下行压力的加大，管理层维稳经济的诉求持续提升，但是在此过程中，对于“供给侧结构性改革”主线地位以及对于“房住不炒”原则的强调，都表明管理层希望诉诸于改革、诉诸于新的动力来维稳经济，而不是依靠大水漫灌和刺激房地产这些老办法。
- 在货币政策刺激需求无力的情况下，财政政策的补位责任难以推卸，正如 730 政治局会议所言，“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策”。然而值得注意的是，维稳经济的目的依旧是为改革创造良好的环境，因此稳需求政策必然适可为止，托底而非托举经济。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 美国预防式降息落地 欧洲疲弱难以改观	4
1.1 经济尚可下降息虽至 但联储表述不及预期	4
1.2 欧洲日本化已在路上 脱欧不确定有增无减	5
2. 国内经济增长承压 CPI 仍将维持高位	7
2.1 经济景气度偏弱 生产仍有回落压力	7
2.2 出口增速回落 进口仍处低位	7
2.3 消费表现超预期 投资仍有下行压力	8
2.4 减税降费效果渐显 利润增速仍将维持低位	11
2.5 CPI 小幅回升 PPI 超预期上行	11
3. 推进改革诉求不变 稳增长依托新动力	13
3.1 直面经济压力 稳增长不改定力	13
3.2 货币搭台财政唱戏不变 拖底非托举为改革而动	14

图 目 录

图 1: 美国制造业 PMI 指数继续回落.....	5
图 2: 美国消费者信心指数维持高位.....	5
图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好.....	5
图 4: 消费是美国二季度 GDP 增长主力.....	5
图 5: 美国核心通胀水平略有抬升.....	5
图 6: 美联储降息预期概览.....	5
图 7: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落.....	6
图 8: 欧元区消费者信心和投资者信心指数低位徘徊.....	6
图 9: 欧元区通胀水平维持平稳.....	6
图 10: 欧元相对于美元持续走弱.....	6
图 11: 工业增加值同比增速回升偏快.....	7
图 12: 采矿业、制造业、公共事业同比增速均有所回升.....	7
图 15: 出口增速小幅回落 进口增速略有回暖.....	8
图 16: 对美进口同比增速小幅回落.....	8
图 17: 国五换国六背景下, 社零同比增速大幅回升.....	9
图 18: 汽车同比升幅明显.....	9
图 19: 固定资产投资增速小幅回升.....	9
图 20: 地产投资增速小幅回落.....	9
图 21: 地产销售延续回落.....	9
图 22: 新开工面积、竣工面积增速均有所回落.....	9
图 23: 基建投资同比增速小幅回升.....	10
图 24: 地方政府债券发行情况.....	10
图 25: 收入增速回落拖累利润增速.....	11
图 26: 仅中游制造业利润率增速回落偏快.....	11
图 27: CPI 同比增速持平于上月.....	12
图 28: PPI 同比零增长.....	12
图 29: 食品项表现强于季节性, 交通通信表现较差.....	12
图 30: 猪价同比涨幅依旧明显.....	12
图 31: 社融存量同比变动情况.....	15
图 32: 社融增量结构特征 (不含信贷).....	15
图 33: 存贷款同比增速及贷存比.....	15
图 34: 新增信贷结构特征.....	15

7 月份以来外围风险日渐强化，全球经济扩张动能的衰弱令降息浪潮此起彼伏，因新首相上任英国脱欧对欧元区、乃至全球经济的潜在冲击急剧提升；国内方面，需求不足对经济增长的制约仍未见改观，宽信用在此环境下成效亦不显著，尽管管理层维稳经济增长的意图十分明显，但是 730 政治局会议的表述说明其推进改革、不走老路的定力。

1. 美国预防式降息落地 欧洲疲弱难以改观

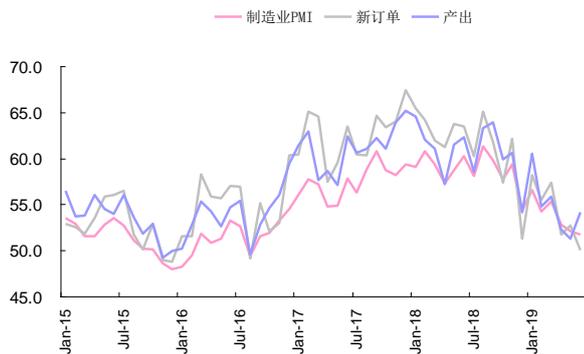
1.1 美联储降息虽至 但前瞻表述不及预期

7 月份以来数据的波动以及美联储官员的表态，令市场有关降息的预期大幅波动。上旬显著好于预期的非农就业数据一经发布，美国 7 月份降息 50bp 的概率由近三成大幅降低至不足 10%，此后鲍威尔的证词又令该预期骤然反弹至非农就业数据发布前的水平，然而在静默期前纽约联储主席的讲话则令 7 月降息 50bp 的预期窜升至六成，面对于此纽约联储立刻发表声明，从而令市场认为又是虚惊一场，7 月降息 50bp 的概率也回落至 20% 附近。

其实相较于市场对美联储预期的大幅波动，当月发布的经济数据总体保持平稳，多空因素相互杂糅，现状尚可与前景担忧的态势并未改变。信心指数方面，美国 ISM 制造业 PMI 指数继续回落，中美贸易争端加剧及全球经济活力下降对美国制造业景气的影响逐步显现；相较于此，消费者信心则依旧维持高位，特别是密歇根大学消费者预期指数仍在震荡走高之中。在硬数据方面，尽管二季度美国 GDP 增速较一季度明显回落，但却高于市场预期，其中消费依旧是 GDP 增长的坚强支柱，7 月零售数据也呈现低位企稳迹象，这得益于美国依旧良好的劳动力市场，低失业率与和缓的工资增长令消费预期得以保持，且不至于显著推升通胀预期。

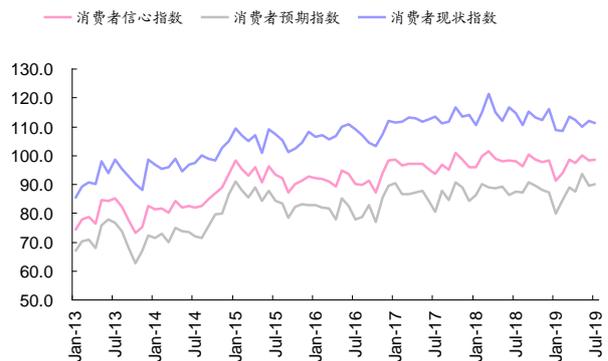
目前数据难以表明美国即将出现衰退，于是货币调控在力度和节奏上都将亦步亦趋，边调整边观察。7 月 31 日美联储议息会最终议决定降息 25bp 并提前结束缩表，自 2009 年以来重回降息通道，但是美联储对于经济的表述与此前会议如出一辙，从一个侧面表明联储对于当前经济态势的认可，正如其指出降息是因为全球经济和通胀，对国内经济却并未重点提及；此外，在未来政策路径上，美联储并未给出明确解答，将视数据而定的态度依然如故。符合预期的调控行为依然被市场 Price-in，而有关未来政策取向的表述则显然不达预期，进而导致美元走高、黄金走弱以及国债收益率的提升。

图 1: 美国制造业 PMI 指数继续回落



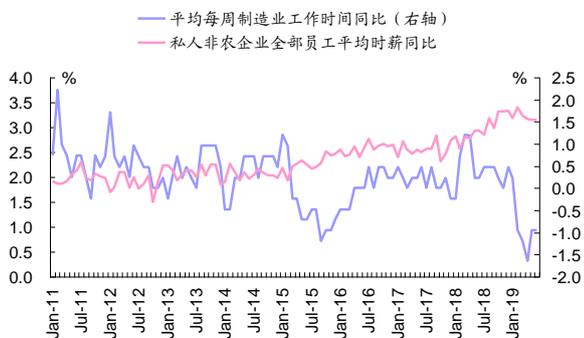
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国消费者信心指数维持高位



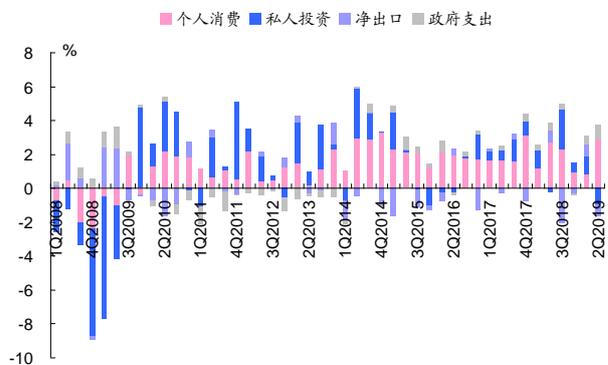
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好



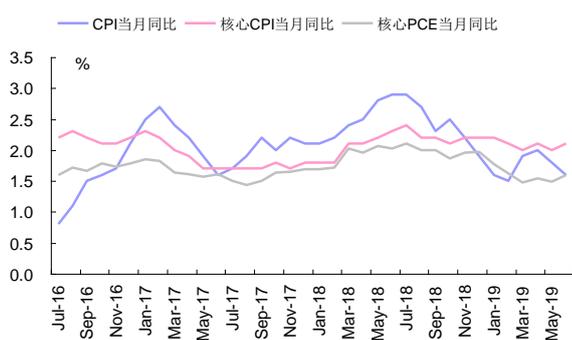
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 消费是美国二季度 GDP 增长主力



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国核心通胀水平略有抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美联储降息预期概览

MEETING DATE	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18				0.0%	56.5%	43.5%
2019/10/30		0.0%	0.0%	24.2%	50.9%	24.9%
2019/12/11	0.0%	0.0%	6.8%	31.7%	43.6%	17.9%
2020/1/29	0.0%	1.9%	13.7%	35.0%	36.5%	12.9%
2020/3/18	0.4%	4.5%	18.4%	35.3%	31.3%	10.1%
2020/4/29	1.0%	6.6%	20.9%	34.7%	28.1%	8.6%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

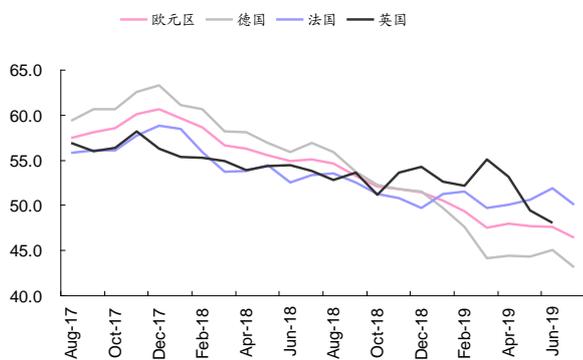
1.2 欧洲日本化已在路上 脱欧不确定有增无减

欧元区经济的疲弱仍在延续，区内制造业 PMI 指数持续回落，其中德国降幅尤为明显，较 6 月份回落近 2 个百分点至 43.1%，法国虽略好于德国，但也已临近荣枯分界线。面对区内经济的不堪，7 月份欧央行议息会议再度强化宽松表态，并

提升对通胀的容忍。一方面，即将卸任的德拉吉不断将鸽派言论推向高潮，另一方面，可能接任的拉加德也被认为将带来更为宽松的货币环境，但是可以预想到的是，即便货币宽松进一步前行，在需求不足而非供给受限的情况下，宽松对经济扩张的推动已难见效果。

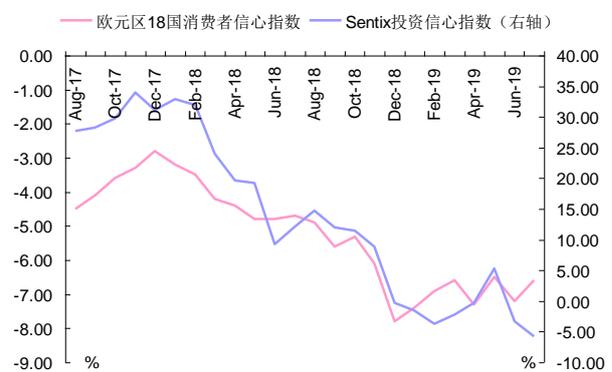
与此同时，英国脱欧风险因为新首相鲍里斯-约翰逊的当选而大为提升，其在脱欧方面的强硬态度令硬脱欧概率大增，这一结果显然是欧元区准备不足的，区内经济的疲弱叠加事件风险的陡升，欧央行只能在宽松的道路上越走越远。

图 7: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落



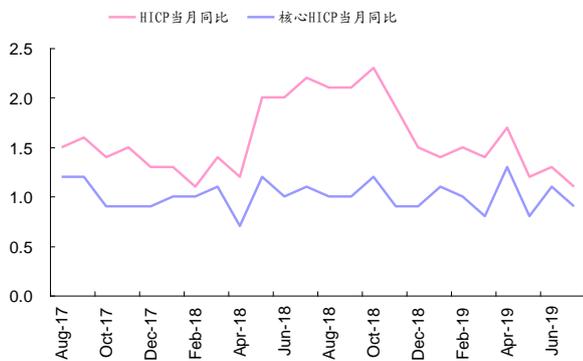
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区消费者信心和投资者信心指数低位徘徊



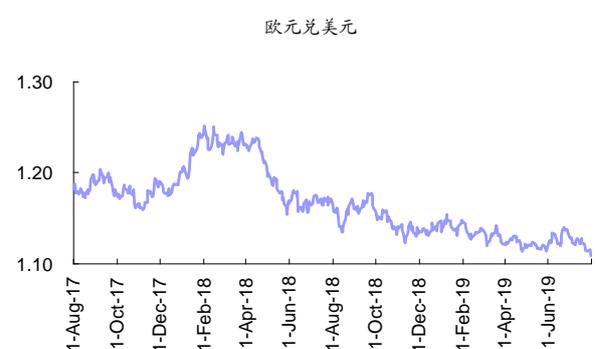
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 欧元区通胀水平维持平稳



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 欧元相对于美元持续走弱



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 国内经济增长承压 CPI 仍将维持高位

国内二季度 GDP 同比增速由一季度的 6.4% 小幅回落，虽 6 月经济数据表现亮眼但超预期的经济数据背后仍有隐忧，经济下行压力犹存。从三驾马车看，贸易端对经济的拉动作用小幅弱化；消费端，虽仍是拉动 GDP 增速的主要力量，但较一季度对 GDP 的拉动作用边际再度走弱；而投资对 GDP 的拉动作用回升偏快。整体来看，上半年经济仍运行在合理区间之中，但全球经贸摩擦不确定性对出口、制造业就业的冲击犹存，政府财力对逆周期调节政策力度的制约仍在，在企业投资意愿偏弱与居民终端需求不足的背景下，实体经济仍有一定下行压力。通货膨胀方面，CPI 同比仍将维持高位，而 PPI 同比则将进一步小幅回落。

2.1 经济景气度偏弱 生产仍有回落压力

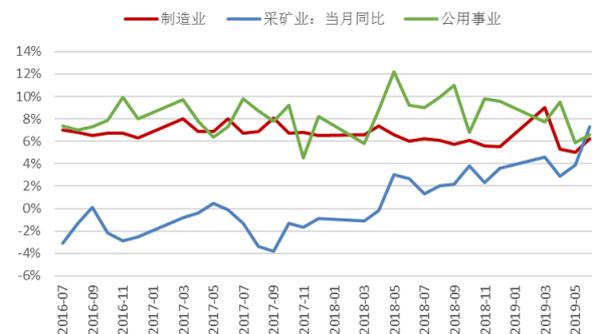
从生产端看，6 月工业增加值同比增速为 6.3%，较前两月大幅回升，既有去年同期偏低的基数效应影响，又与逆周期调节政策的大幅发力有关。从结构上看，采矿业、制造业、公共事业同比增速均有所回升，其中采矿业边际升幅较大，制造业次之，公共事业居于末位，考虑到采矿业权重较小，制造业是拉动本期生产的主要力量。从行业看，铁路、黑色金属、汽车制造业、有色金属等行业回升较快，主要应与逆周期政策的落地有关。展望未来，一方面从 7 月政府债券发行力度来看，专项债与一般债均有一定程度的下滑，即逆周期调节政策力度有所弱化；另一方面，从基数效应来看，去年 7 月工业增加值环比增速较 6 月小幅回升，故而生产增速仍有一定回落压力。

图 11: 工业增加值同比增速回升偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 采矿业、制造业、公共事业同比增速均有所回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2 出口增速回落 进口仍处低位

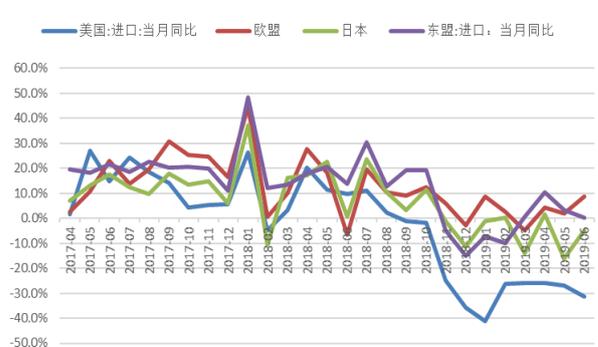
出口方面，以美元计，6月出口同比增速-1.3%，较上月小幅回落，外需扩张动能的放缓以及贸易摩擦负面效应的显现是拖累出口增速的主要原因。此外，对东盟地区的出口增速有所回升，这或许与经贸摩擦升级背景下产业链转移引致的贸易需求有关。展望未来，IMF再度下调全球经济增长预期0.1个百分点，全球经贸摩擦不确定性犹存的背景下，出口增速仍将承压。进口方面，6月进口同比增速-7.3%，较上月跌幅略有收窄，但依旧偏低，主要是受国内经济扩张动能偏弱影响。从数量看，原油、铁矿石同比增速小幅回升，而大豆、铜同比增速则有所回落。展望未来，在国内需求仍待提振的背景下，我国进口增速或将低位徘徊。而贸易顺差在我国扩大对外开放态度不减的情况下，或将呈收窄态势。

图 13: 出口增速小幅回落 进口增速略有回暖



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 对美进口同比增速小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.3 消费表现超预期 投资仍有下行压力

从需求端看，消费方面，上半年社零同比增长 8.4%，较一季度末回升 0.1 个百分点，其中 6 月社零同比增长 9.8%，较上月大幅回升 1.2 个百分点，而实际社零增速也回升了 1.5 个百分点至 7.9%，主要是受国五换国六背景下，企业与经销商去库存力度加大引致汽车销量的回暖影响。从结构上看，必选消费依然发挥稳定器

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_10968

