

8 月份宏观月报

下半年经济的预期差可能出现在哪里？

■ 核心观点

第一，上半年的经济数据落地，国内经济增长在继续下滑，与一季度相比，消费、净出口对经济的支撑有所减弱，而投资对 GDP 拉动上升，这与贸易局势的变化和逆周期调控政策的逐步发力相一致。7 月高频经济数据平淡，此前受短期扰动因素冲高的工业增加值、消费增速很可能在 7 月重新回落。政治局会议显示政策重心再度聚焦稳增长。

第二，市场与政府目前对于下半年宏观经济的严峻形势认识已较为清晰，三个明显趋势决定了经济面临的下行压力仍然较大：一是房地产开发投资及行业整体的回落趋势难以扭转；二是下半年出口形势受外需及贸易摩擦的拖累，将较上半年表现更差；三是上半年整体偏宽的信用环境可能有所收缩，社融增速可能下滑。

第三，下半年宏观层面仍有一些不确定性因素，可能经济存在预期差的地方，这也将使得经济的下行更为温和。一是制造业投资增速可能止跌而呈低位震荡；二是消费增速在政策刺激与减税效益的影响下，改善幅度可能超预期；三是非常规财政政策存在启用的可能性，对经济起到一定支持作用。

本月市场重点

■ 7 月经济数据走弱，政治局会议聚焦稳增长

今年上半年的经济数据在 7 月全部落地，重要的关注点包括：①二季度 GDP 增速 6.2%，较一季度下滑 0.2 个百分点。上半年 GDP 增速 6.3%，较去年全年的 6.6% 下降 0.3 个百分点。可以看出，目前国内的经济增长在小幅下滑。②与一季度相比，消费、净出口对经济的支撑有所减弱，而投资对 GDP 拉动上升，这与贸易局势的变化和逆周期调控政策的逐步发力相一致；而与去年相比，今年上半年净出口对 GDP 的拉动较大程度弥补了消费和投资增长动能的下滑，这背后是国内进口弱于出口所带来的衰退式顺差所致，而这使得未来国内经济增长前景更具不确定性。③6 月单月工业增加值和消费增速出现了超预期上升，但这较大程度是国 5 向国 6 转型背景下，企业加快生产国 6 标准汽车、降价促销国 5 汽车带来的短期扰动，可能不具备回升趋势。④上半年 CPI 仅 2.2%，但是走势上连连冲高，5 月和 6 月的 CPI 增速均高达 2.7%，且下半年在猪价的影响下，很可能会继续冲高。⑤上半年工业企业利润增速仅-2.4%，远低于去年全年 10.3%，经济下行趋势对企业盈利情况产生了较为明显的负面影响。

进一步观察 7 月的经济形势，高频指标表现也相对平淡：①景气度指标小幅回升。7 月 PMI 为 49.7%，出现了小幅的反季节回升，但是目前仍处于收缩区间，且低于历史同期的平均水平。②发电、建材等数据走弱。7 月 6 大发电集团耗煤增速小幅下滑至-13.9%；7 月钢材的社会库存的累库速度连续 4 周上行；7 月水泥价格继续小幅下滑；6 月挖掘机销量增速小幅回升，但增速水平仍弱，且仍处于下行趋势。③房地产销售和拿地增速走弱。7 月份，30 城商品房成交套数同比增速下滑 4.8 个百分点至 3.0%，环比增速为负。7 月百城土地成交面积同比增速从-5.9%降至-23.4%，环比增速低至-24.4%。④汽车销售增速大幅回落。根据乘联会数据，7 月乘用车批发、零售合计的销量增速从 9.2%大幅回落至-17.6%。⑤BDI 指数回暖，全球 PMI 下行。7 月 BDI 指标明显回升，但是进入 7 月下旬后又再度显著回落。另外 7 月美、欧和全球 PMI 都继续下滑。

7月底，中央政治局对下半年经济工作进行了定调。会议明确表示不将房地产作为短期刺激经济的手段，但强调“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”；同时，会议还重点部署了深挖需求扩大消费、稳制造业投资、加快新基建、做好“六稳”等工作；政策重心明显有偏向稳增长的趋势。

综合来看，目前国内的经济增长继续下行，上半年投资、消费对经济的支撑较去年在减弱，如果美国在9月再度加征关税，则净出口（衰退式顺差）对经济的支撑可能也会有明显转弱；7月份高频经济数据表现平淡，受短期扰动因素冲高的工业增加值、消费增速很可能在7月重新回落。不过，7月底的政治局会议基调较为偏向稳增长，所以未来政策支持可能会部分对冲经济的下行压力。

■ 下半年经济的预期差可能出现在哪里？

市场与政府目前对于下半年宏观经济的严峻形势认识已较为清晰，以下三个明显趋势决定了经济面临的下行压力仍然较大：

第一，房地产开发投资及行业整体的回落趋势。持续低迷的商品房销售势必拖累房地产投资增长，这是市场的共识。而从政策来看，5月份23号文对房地产公司融资约束收紧；7月中旬房地产信托新规对部分房企通过信托融资形成了较大冲击；7.30政治局会议更是明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。上述迹象让我们可以再一次明确政府对房地产市场调控、以及遏制资金大量进入楼市的决心，也意味着短期内房地产投资及行业的整体回落趋势难以扭转。

第二，下半年出口形势较上半年会更差。第一，全球经济景气仍在回落，外需表现的持续疲弱；第二，5月美国将中国2000亿商品关税提升至25%，对企业的负面效应可能还将进一步显现；第三，特朗普近日威胁将在9月继续对剩余3000亿美元中国出口商品加征关税，这也将对我国出口带来一定冲击。

第三，上半年整体偏宽的信用环境可能有所收缩，社融增速可能下滑。上半年社融的改善存在一些结构性支撑，但这些因素在下半年都可能弱化。一方面，财政前置发力带来专项债的大规模发行，叠加去年同期的低基数，造成专项债对社融增量支撑明显；而目前专项债剩余额度9600亿，根据今年在9月底之前全部发行完毕的要求，未来3个月每月发行量在3000多亿元，加上去年下半年开始基数抬升，专项债分项将对社融增速形成拖累。另一方面，非标融资的边际修复对上半年社融同比的改善也有所贡献，但随着政府对票据融资的监管趋严，以及近期对信托融资的控制，加上低基数效应的减弱，非标融资对社融的支撑也会有所减弱。

不过，下半年宏观层面仍有一些不确定性因素，可能是在市场一致看空经济基本面的背景下，存在预期差的地方，这也将使得经济的下行更为温和：

第一，制造业投资增速可能止跌而呈低位震荡。利润增速的低迷压制了制造业企业的投资动力，政府和国企投资的强势对以民企为主的制造业投资存在挤出效应。但值得注意的是，制造业投资增速从去年底到今年上半年持续回落，目前已经在2-3%左右的历史低位；而今年政府对企业大规模的减税降费也一定程度减轻了企业的负担；因此，制造业投资进一步下行的空间可能已经比较有限，可能呈现低位震荡的态势。那么，下半年若房地产投资的下行与基建投资的改善相互对冲，整体固定资产投资下半年有望维稳。

第二，消费增速的改善幅度可能超预期。从中长期来看，消费增速受制于居民收入增速的下行、居民杠杆率的高企，可能不会有亮眼的表现。但从短期来看，一是年初以来政府实际上已出台了一系列刺激消费的政策，包括实物消费和服务消费；二是今年个税改革对中低收入人群的可支配收入有积极的效果。从这两个角度考虑，下半年社零增速可能比上半年表现略好；且进一步在GDP最终消费口径下，由于服务消费的改善，可能对经济带来更强的支撑。

第三，非常规财政政策启用的可能性。积极财政效应的前置是今年一季度经济表现超预期的重要因素，也让市场格外担忧下半年财政支出的放缓与政策效应的弱化。7.30政治局会议强调财政政策要延续“加力提效”，我们认为一些非常规的财政工具有启用的可能性，如发行特别国债、扩大专项债的额度限制等。这将一定程度上加大下半年财政政策对经济的支持效应。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q2	2019-06	2019-07	2019Q3	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.2	-	-	6.1	6.2
工业增加值同比 (%)	6.2	5.6	6.3	6.0	5.3	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.8	5.8	5.6	5.7	5.5
名义消费同比 (%)	9.0	8.5	9.8	8.2	8.5	8.4
出口同比 (%)	9.9	-1.0	-1.3	-2.0	-3.0	-2.0
进口同比 (%)	15.8	-4.1	-7.3	-5.0	-5.0	-3.0
贸易盈余 (亿美元)	3518	1064	510	325	930	3653
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	2.6	2.7	2.7	2.8	2.5
PPI 同比 (%)	3.5	0.5	0.0	-0.2	-0.3	-1.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.5	8.5	8.4	8.3	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	6.87	6.87	6.88	6.90	6.60

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 土地增值税法意见稿出台

事件描述: 7 月 16 日, 财政部会同国家税务总局起草了《中华人民共和国土地增值税法 (征求意见稿)》。

点评: 征求意见稿中调整内容主要包括: 1) 将集体房地产纳入征税范围, 这主要是为了与目前“允许集体经营性建设用地 (集建地) 入市和转让, 实行与国有建设用地同等入市、同权同价”的改革方向相衔接; 2) 增加税收优惠的灵活性, 以提升相机抉择、因地制宜的空间。总体上看, 本次土地增值税条例上升为法律主要是为完成在 2020 年落实税收法定原则的改革任务, 内容上, 征求意见稿相对于以前的暂行条例并没有太多实质性的变化, 只是进行些许微调以更好地与当前的改革方向和房地产调控导向相匹配, 由此本次立法的推进暂时不会对楼市带来明显影响。对于备受关注的个人销售住房的土地增值税征收方面, 本次征求意见稿并未额外提及 (和暂定条例一样, 只是在定义上表示土地增值税的征收对象是“单位和个人”), 那么《财政部国家税务总局关于调整房地产交易环节税收政策的通知》(财税 [2008] 137 号) “对个人销售住房暂免征收土地增值税”的规定大概率将继续沿用。

■ 金融委会议释放三大信号

事件描述: 7 月 19 日, 国务院金融稳定发展委员会召开第六次会议, 开展“不忘初心、牢记使命”主题教育, 研究分析当前经济金融形势, 部署金融领域重点工作。

点评：本月金融委会议有如下几点值得关注：1) **稳增长与调结构并重**。政策基调介于去年“7.31”和今年“4.19”政治局会议之间。这意味着下半年稳增长的逆周期调控政策可能难以转向大幅宽松，追求经济结构调整和高质量发展依然是政策当局的重要目标，稳增长的目的为了更好的经济结构转型；2) **防范化解系统性金融风险没有动摇**。会议坚持在推动高质量发展中防范化解风险，更加重视化解中小金融机构流动性风险。自2月下旬银保监会加强对票据套利监管，5月份23号文加强对房地产公司融资约束的收紧、以及本月公布的房地产信托新规，表明金融监管再次有所收紧。此外，7月19日发布的银行优先股《指导意见》允许非上市中小银行可以通过发行优先股补充其他一级资本，有助于增强中小银行资本金实力以及抵御金融风险的能力；3) **扩大金融开放稳步推进**。金融业对外开放有助于金融机构的良性发展、丰富居民的投资渠道、拓宽企业融资渠道，降低资金成本。但研究表明，只有当一国的金融基础设施完善到一定程度时，金融业扩大开放才会促进本国的金融发展和经济增长。在金融开放的过程中，保持一定的资本账户管制是非常有必要的。

■ 7月份中央政治局会议召开

事件描述：7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

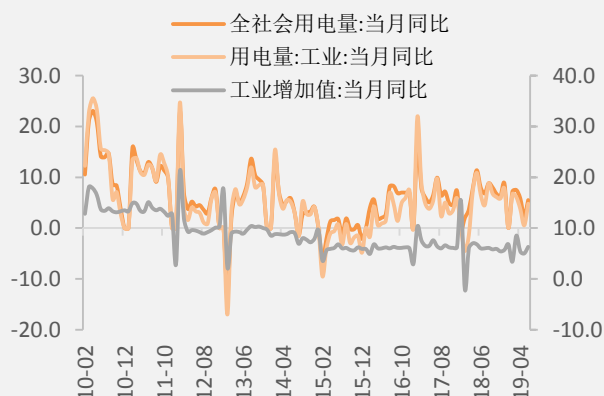
点评：我们认为7月份政治局会议的政策基调重心重新回到稳增长，但稳经济不走老路。具体来看，如下几点值得关注：1) **政策重心偏向稳增长**。本次会议认为当前经济下行压力加大，必须增强忧患意识，对经济判断较为谨慎。从最近的二季度经济数据也可以看出，出口、房地产投资、制造业投资以及消费都存在不同程度的下行压力，稳增长的必要性增加。此外，本次会议没有继续提“结构性去杠杆”，重提“六稳”，说明下半年的政策重心将偏向稳增长；2) **房地产短期内不会放松**。本次会议第一次提及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，说明我国不会再走放松地产调控刺激经济的老路，一方面有助于引导居民对房价形成理性预期，另一方面也体现了政府坚决调控房地产的决心以及对房地产潜在金融风险的重视。3) **财政政策延续“加力提效”，货币政策要“保持流动性合理充裕”**。下半年财政政策要延续“加力提效”，可能会出台一些非常规的财政工具，如发行特别国债、扩大专项债的额度限制。货币政策更多的是结构性宽松，公开市场操作的力度加大，不排除针对中小银行定向降准的可能，利率并轨有望加速；4) **稳增长的举措进一步细化**。稳增长的举措聚焦在扩大农村消费、制造业投资和基建补短板以及新型基建，没有再提到铁路、公路等重大基础设施，再次体现稳增长不走老路；5) **稳增长的同时继续深化体制机制改革**。稳步推进结构性和体制性改革不仅有利于提升中长期经济增速，在短期内还有助于提升市场主体的信心，避免由于外部环境不确定性增加带来的收缩效应。

月度经济数据预测

■ 工业：预计7月工业增加值增速6.0%。

2019年7月份制造业PMI为49.7%，生产、需求、进口、出口、从业人员等分项指标均有不同程度回升。但目前仍处于临界值之下，且低于历史同期平均值。

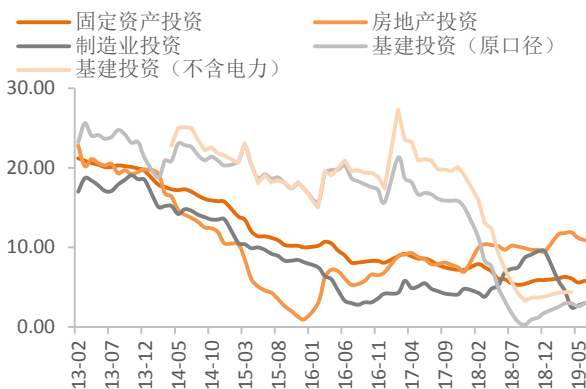
7月高频数据表现平淡，工业整体表现弱势：6大集团发电耗煤增速再度下滑至-14%；汽车销量增速由升转降；钢材累库速度连续4周上行；水泥价格继续环比下跌且降幅走阔。总体而言，预计7月工业增加值6.0%。



■ 投资：预计 7 月固定资产投资增速 5.6%

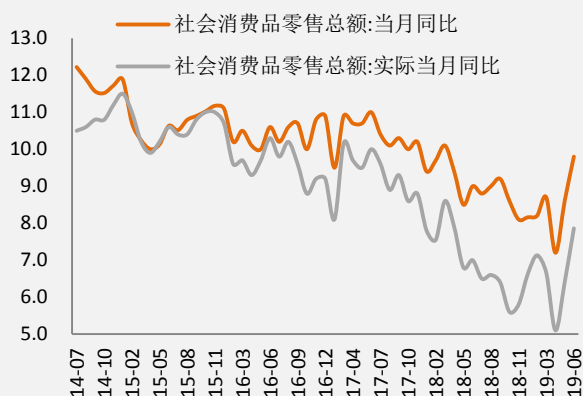
考虑到土地购置费下行压力、销售增速转弱以及近期房地产融资渠道收紧，预计房地产投资增速继续下行；

制造业投资增速连续两个月回升，不过考虑到地产景气度下行、出口不确定性仍大，回升持续性仍需谨慎看待。展望来看，预计 7 月投资增速小幅降至 5.6%。



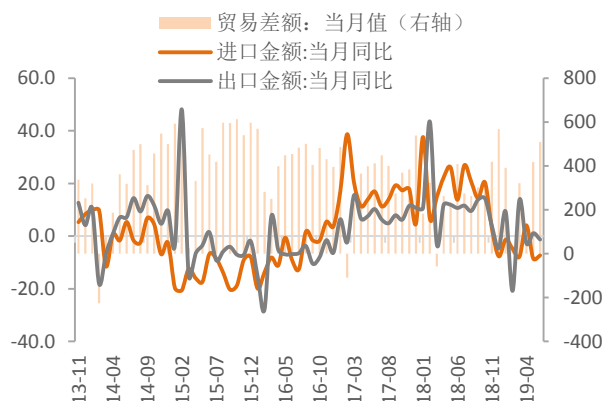
■ 消费：预计 7 月社零消费增速 8.2%

6 月社零消费增速大幅反弹主要受到了汽车厂家降价促销以清理国 5 车型库存的影响，但促销过后会带来透支效应，且高频数据显示汽车增速在 7 月大幅回落。与此同时 6 月电商打折促销效应也不再存在，由此，预计 7 月消费增速会大幅降至 8.2%。



■ 外贸：预计 7 月出口增速-2.0%，进口增速-5.0%。

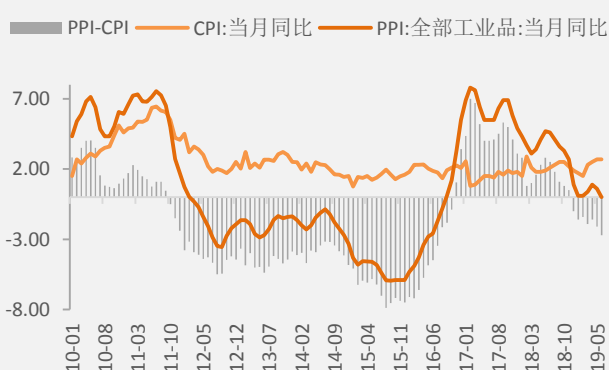
7 月份 PMI 进、出口指标分别回升 0.8 和 0.2 个百分点至 52.1%和 49.8%。BDI 和 CCFI 指数在 7 月也有回升。但是中期来看，全球经济增长动能还在继续减弱(全球 PMI 持续下行)、美国可能在 9 月再度加关税，所以我国外贸形势并不乐观。短期预计 7 月出口增速降至-2.0%，进口增速回升至-5.0%。



■ 通胀：预计 7 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比-0.2%

7 月，商务部食用农产品价格指数同比增速由 10.2%降至 9.0%，农业部农产品批发价格指数同比增速由 14.5%降至 11.2%。7 月 22 省市平均猪价环比上涨 7.6%，同比上涨 42.6%。7 月布伦特油价环比 0.3%，同比降至-13.7%。最终预计 CPI 同比维持在 2.7%。

7 月，PMI 主要原材料购进价格指数上升 1.7 个百分点至 50.7%，PMI 出厂价格指数上升 1.5 个百分点至 46.9%。预计 7 月 PPI 同比增速降至-0.2%。



图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 (2019.06)	当月预测 (2019.07)	下月趋势 (2019-08)
工业	6 大发电日均耗煤量同比	-10.12%	-13.85%	↓
	发电量同比 (规上口径)	2.80%	2.70%	↓
	高炉开工率	67.96%	66.71%	↓
	粗钢产量同比	10.00%	9.00%	↓
	水泥价格同比	-1.74%	-1.85%	↓
	工业增加值同比	6.30%	6.00%	↓
	工业企业利润累计增速	-2.40%	-2.60%	↓
投资	新增中长期贷款占比	0.51	0.40	↓
	发改委基建项目批复规模 (亿元)	0	1948.55	↑
	固定资产投资增速	5.80%	5.60%	↓
消费	消费者信心指数	123.40	122.40	↓
	城镇居民人均可支配收入同比	8.00%	8.10%	↑
	社会消费品零售总额增速	9.80%	8.20%	↓
外贸	PMI 新出口订单	46.30	46.90	↑
	PMI 进口指数	46.80	47.40	↑
	BDI 指数	1354.00	1868.00	↑
	CCBFI 指数	1071.52	1019.52	↓
	CCFI 指数	818.97	823.95	↑
	出口同比增速	-1.30%	-2.00%	↓
	进口同比增速	-7.30%	-5.00%	↑
	外贸差额(亿美元)	510	325	↓
通胀	农产品批发价格 200 指数	119.09	120.41	↑
	食用农产品价格指数	109.47	109.77	↑
	猪肉价格周环比	-3.30%	1.90%	↑
	布伦特原油价格月同比	-13.55%	-13.67%	↓
	CPI 同比	2.70%	2.70%	↑
	PPI 同比	-0.30%	-0.20%	↑

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_10985

