

迎来转机：从金融条件“收紧”到“再次放松”

2019年07月29日

宏观

深度报告

——2019年下半年中国宏观经济和资产配置展望

首席宏观分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	康明怡 电话：021-25102840 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	
分析师	汤黎明 电话：010-66554033 邮箱：tang_lm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519010003

投资摘要：

贸易争端形势不断发酵、全球经济不确定性增加和中国经济下行压力增大是2019年上半年全球经济和中国经济的典型特征。我们认为中国一些经济周期的驱动因素正在发生积极变化，2019年下半年中国经济将迎来“转机”。(1)全球流动性环境由“加息周期”逐渐进入到“降息周期”，流动性边际更加宽松，有利于经济趋稳和复苏；(2)中国“去杠杆”和“金融条件收紧”的边际影响逐渐递减，我们看到一系列金融扩张指标已经触底后趋势性回升，国际环境也有利于实施宽松的货币政策，金融条件由“收紧”逐渐演变到“放松”；(3)汽车消费将逐渐触底回升，房地产产业链消费品需求也将逐渐企稳，这两项在限额以上社会消费品零售总额的占比高达40%左右；(4)2019年2季度中国工业行业产能利用率再次上升，工业品价格仍然处于高位，目前周期性行业供需关系仍然处于“紧平衡状态”，具备资本开支扩张的行业景气度条件。

伴随着“转机”的到来，2019年下半年中国宏观经济将呈现“需求缓慢向上、物价平稳、流动性边际宽松”的特征。我们预计3-4季度GDP增速分别为6.3%、6.5%，宏观经济将呈现“弱复苏”的特征；物价涨幅仍然温和；流动性会边际更加宽松；盈利周期将会逐渐触底，整体上市公司盈利水平将会逐渐缓慢回升。

我们认为2019年下半年资产配置，权益市场机会大于债市，大宗价格仍然坚挺。伴随着金融条件的放松和M2、社融增速的触底反弹，总需求将会触底回升，盈利周期也将触底回升，对权益市场比较有利。中国总需求缓慢回升，全球经济总需求也将逐渐平稳，国际大宗商品价格仍然将坚挺。2019年下半年债券收益率预计将低位震荡或者小幅上行，不存在大的交易性机会。

首推“金融条件放松”相关受益行业。“金融条件放松”，银行和影子银行会直接受益。对于银行来说，资产的扩张速度将会进入一个上升周期，企业、居民、存款类金融机构和非银金融机构的资产扩张速度都将会上升，银行的利润增速也将进入上升周期。对于信托等影子银行来说，之前“去杠杆”出台的大量监管规定的影响将边际减缩，这些机构资产扩张的速度也将逐渐回升，即将在新的监管框架下开展新的业务，业务规模将逐渐恢复。

风险提示：中国货币政策宽松力度不及预期；美国经济严重衰退；全球贸易争端进一步恶化。

东兴证券研究所宏观经济数据预测(%)

	2015	2016	2017	2018	2019F			
GDP	6.90	6.70	6.80	6.60	6.3			
CPI	1.40	2.00	1.60	2.10	2.3			
PPI	-5.20	-1.40	6.30	3.50	0.0			
全社会固定资产投资	10.00	8.10	7.20	5.90	7.0			
社会消费品零售	10.70	10.40	10.20	8.98	9.0			
出口	-2.94	-7.73	7.90	9.87	0.0			
进口	-14.27	-5.46	16.11	15.83	-5.0			
	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q	2019 2Q	2019 3Q (F)	2019 4Q (F)
GDP	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.3	6.5
CPI	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.3	2.1

资料预测：国家统计局，东兴证券研究部预测

目录

引言.....	4
1.迎来转机：从金融条件“收紧”到“再次放松”.....	4
1.1 2019 年下半年中国宏观经济有望“弱复苏”.....	4
1.2 2019 年下半年中国宏观经济将呈现“需求缓慢向上、物价平稳、流动性边际宽松”的特征.....	8
2.对资本市场的启示：利好权益，“金融条件放松”相关产业链直接受益.....	9
2.1 对资本市场的启示：权益市场机会大于债市，大宗价格仍然坚挺.....	9
2.2 主要的主题性投资机会：首推“金融条件放松”相关受益行业.....	9
3.中国经济基本面展望：.....	11
3.1 GDP：触底、温和复苏.....	11
3.2 投资：受益于制造业投资增速再次回升，固定资产投资增速有望触底回升.....	12
3.3 消费：汽车消费有望触底回升，社会消费品零售总额增速迎来拐点.....	15
3.4 出口：将逐渐企稳.....	18
3.5 物价：仍然温和，无碍货币政策宽松.....	19
3.6 盈利：内需逐渐回暖，盈利迎来回暖周期.....	21
4.中国宏观政策展望.....	21
4.1 货币政策：松货币+宽信用+定向调控.....	21
4.2 财政政策：收支承压，基建有望大幅反弹.....	23
5、风险提示.....	25

表格目录

表 1：产业发展及小微企业、民营企业发展支持政策.....	错误!未定义书签。
表 2：全球各央行利率的调整情况.....	错误!未定义书签。

插图目录

图 1: GDP 变化趋势及预测	4
图 2: M2 与社融增速	5
图 3: 社会融资规模存量增长变化	5
图 4: 其他存款性公司总资产、对其他存款性公司债权、对非金融机构债权以及其他资产的	5
图 5: M2 增速与名义 GDP 增速的变化关系	6
图 6: 汽车销量当月同比变化	7
图 7: 房地产销售面积累计同比增速与相关消费增长的相关关系	7
图 8: 工业产能利用率与 PPI 定基指数处于高位	8
图 9: 其他存款性公司总资产、对其他存款性公司债权、对非金融机构债权以及其他资产的	10
图 10: 居民信贷余额增速与商品房销售的相关关系	10
图 11: 居民信贷余额增速与汽车销售的相关关系	10
图 12: 对外依存度和出口依存度变化：外需占比下降	11
图 13: GDP 变化趋势及预测	12
图 14: 工业产能利用率与 PPI 定基指数处于高位	13
图 15: 采矿业和制造业投资增长趋势	13
图 16: 我国城镇化率及城镇化率环比增长率	14
图 17: 房地产短周期	错误!未定义书签。
图 18: 公共财政收入与政府性基金收入增速变化	15
图 19: 居民信贷余额增速与社会消费品零售总额增速的相关关系	16
图 20: M2 增速与社会消费品零售总额的相关关系	16
图 21: 居民杠杆率国际对比	17
图 22: 汽车销量当月同比变化	17
图 23: 房地产短周期	18
图 24: 鲜果价格周期性下降	20
图 25: 猪肉价格和生猪存栏量变化关系	20
图 26: M2、GDP 和 CPI（非食品）增速变化	20
图 27: CPI 变化趋势及预测	21
图 28: M2 与社融增速	22
图 29: 社融的表外部分有望趋势性回升	22
图 30: 政府部门杠杆率	24
图 31: 公共财政收入、政府性基金收入增速	25
图 32: 公共财政支出、政府性基金支出增速	25
图 33: 基础设施建设投资增速	25

引言

贸易争端形势不断发酵、全球经济不确定性增加和中国经济下行压力增大是 2019 年上半年全球经济和中国经济的典型特征。上半年不利因素较多，市场对于经济前景产生了很多担忧情绪。对于 2019 年下半年中国经济的展望，很多机构给出了“下行”的判断。但是，我们认为中国一些经济周期的驱动因素正在发生积极变化，2019 年下半年中国经济将迎来“转机”。

这种“转机”体现在以下几个方面：（1）全球流动性环境由“加息周期”逐渐进入到“降息周期”，流动性边际更加宽松，有利于经济趋稳和复苏；（2）中国“去杠杆”和“金融条件收紧”的边际影响逐渐递减，我们看到一系列金融扩张指标已经触底后趋势性回升，国际环境也有利于实施宽松的货币政策，金融条件由“收紧”逐渐演变到“放松”；（3）汽车消费将逐渐触底回升，房地产产业链消费品需求也将逐渐企稳，这两项在限额以上社会消费品零售总额的占比高达 40% 左右，有利于中国消费总需求的企稳回升；（4）2019 年 2 季度中国工业行业产能利用率再次上升，工业品价格仍然处于高位，目前周期性行业供需关系仍然处于“紧平衡状态”，具备资本开支扩张的行业景气度条件。

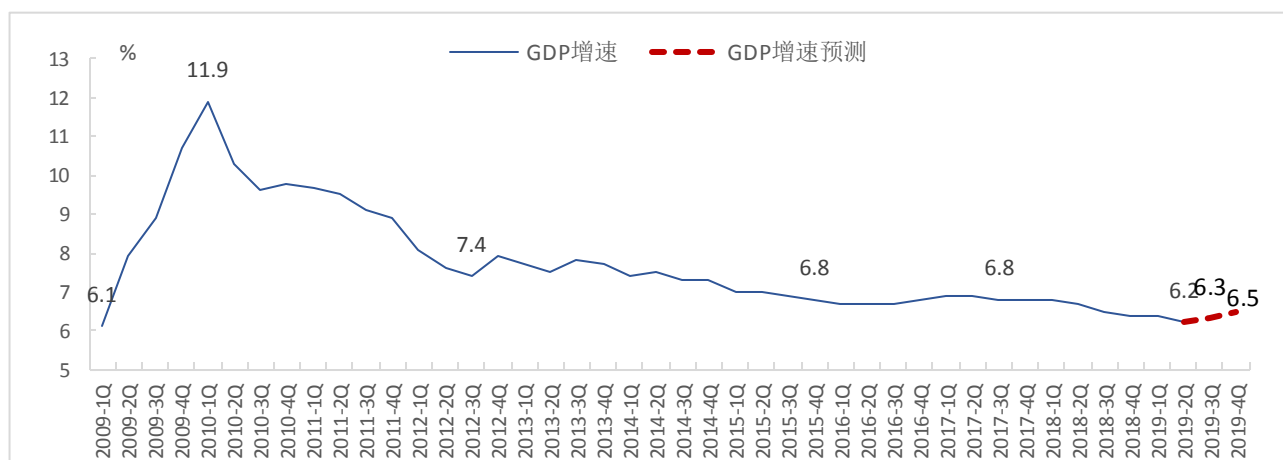
伴随着“转机”的到来，2019 年下半年中国宏观经济将呈现“需求缓慢向上、物价平稳、流动性边际宽松”的特征。盈利周期将会逐渐触底，整体上市公司盈利水平将会逐渐缓慢回升。2019 年下半年我们建议“股票>大宗商品>债市”的大类资产配置顺序。对于主题性投资机会，我们首推银行和影子银行等直接受益于“金融条件放松”的相关行业。详细论述和展望请看正文。

1. 迎来转机：从金融条件“收紧”到“再次放松”

1.1 2019 年下半年中国宏观经济有望“弱复苏”

2019 年 1、2 季度中国 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%，2 季度比 1 季度回落 0.2 个百分点，上半年中国经济下行压力较大。我们预计 3-4 季度 GDP 增速分别为 6.3%、6.5%，宏观经济将呈现“弱复苏”的特征，主要逻辑如下：

图 1：GDP 变化趋势及预测

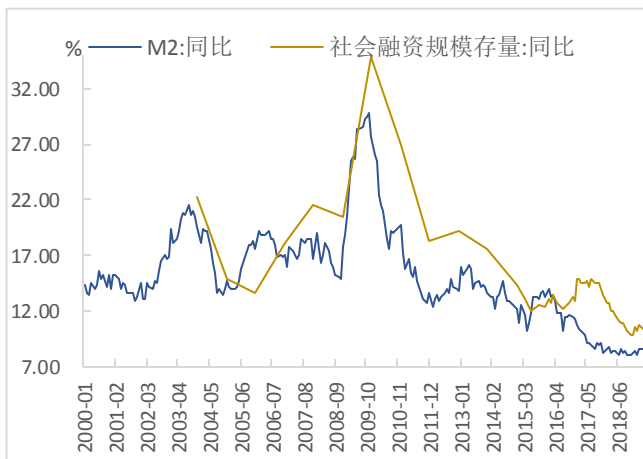


资料来源：Wind，东兴证券研究所

核心论据一：金融条件将由“收紧”到“再次放松”

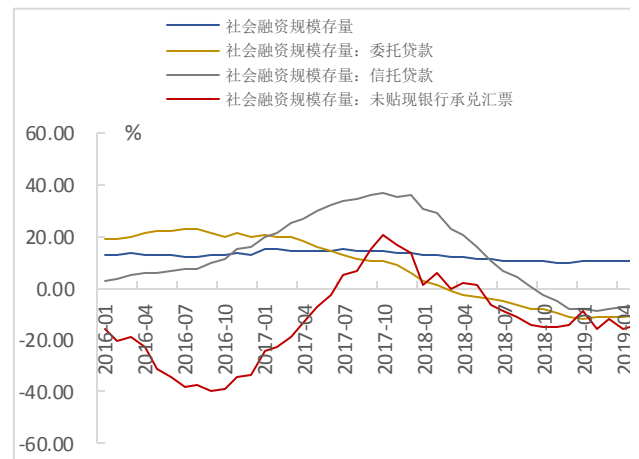
我们认为金融条件“收紧”是 2018 至 2019 年上半年中国经济下行压力大的首要原因。金融条件“收紧”有几个重要特征：一是表现在宏观上，以 M2、社会融资规模为代表的流动性指标增速持续走低或者持续处于低位；二是表现在微观上，以银行和影子银行为代表的金融机构资产扩张速度持续下降；三是表现在金融机构的运行机制上，货币派生或者金融体系运行的效率是下降的。这些表现在 2018-2019 年上半年的中国宏观经济数据中体现格外明显。

图 2：M2 与社融增速



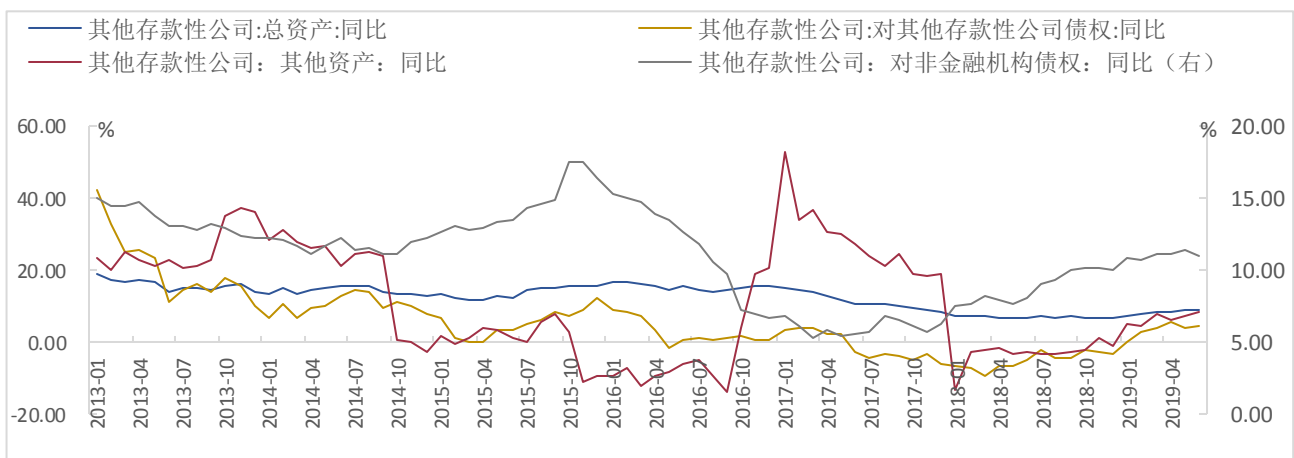
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：社会融资规模存量增长变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：其他存款性公司总资产、对其他存款性公司债权、对非金融机构债权以及其他资产的增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

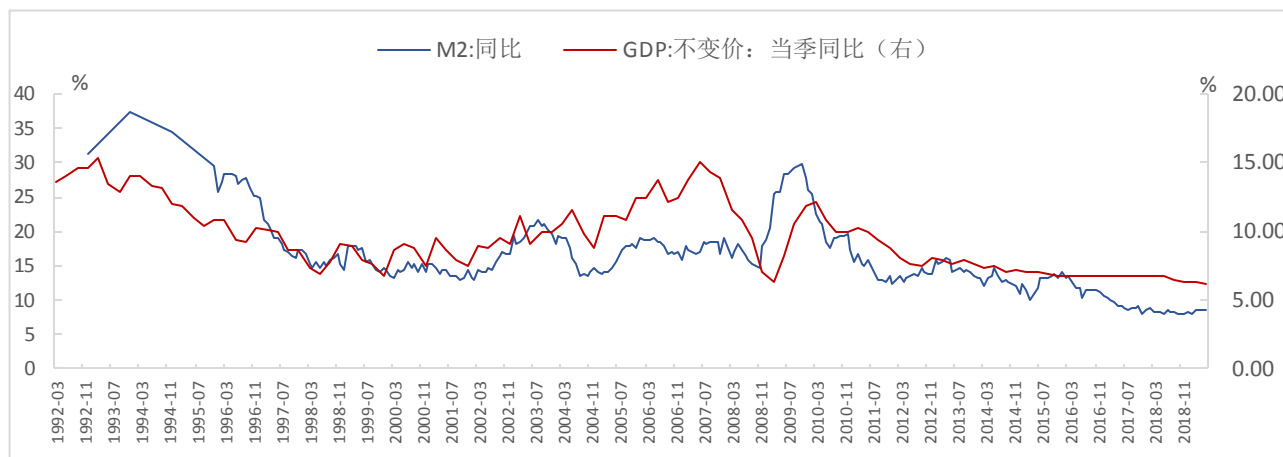
展望 2019 年下半年，驱动“金融条件收紧”的要素正在发生变化。总结 2017-2018 年中国金融条件收紧的因素有以下几个：一是 2017 年中国经济呈现复苏态势，对流动性的需求降低；二是中央认为金融体系集聚了比较多的风险，因此出台了大量的监管规定“防金融风险”，监管规定的大量出台限制了银行和影子银行的扩张速度；三是“去杠杆”宏观政策也客观上限制了金融体系的扩张，削弱了金融体系的运行效率。2019 年下

半年，这些因素将发生根本性的变化。首先，经济下行压力持续存在，客观上要求流动性更加宽裕，要求货币政策更加宽松；其次，金融体系集聚的风险在 2017-2018 年得到了一定程度的释放，“防金融风险”现在不是最紧要的任务；再次，2018 年 12 月份召开的中央经济工作会议提出“强化逆周期调节”，目前“逆周期调节”比“去杠杆”放在更加重要的位置上；最后，2017-2018 年出台的一系列监管新规带来的边际影响已经越来越小。

我们认为 2019 年下半年金融条件将明显放松，体现在以下几个方面：一是 M2 和社会融资规模的增速将会持续性回升，流动性环境将会更加宽松；二是银行和影子银行的扩张速度加快，尤其是影子银行的扩张将得到大幅度的修复，体现在社融数据里，信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票等分项扩张速度将会触底回升；三是货币派生和金融体系的运转效率将逐渐修复。

金融条件的放松将会带来什么影响呢？体现在居民部门，消费者可以拿到更多的信贷资源，可以有更多的支出来购买商品；体现在企业部门，企业可以借到更多的钱用来投资和经营性支出。从中国 M2/社融和 GDP 的历史关系来看，当宏观流动性指标回升之后，总需求在半年左右也将回升。

图 5：M2 增速与名义 GDP 增速的变化关系



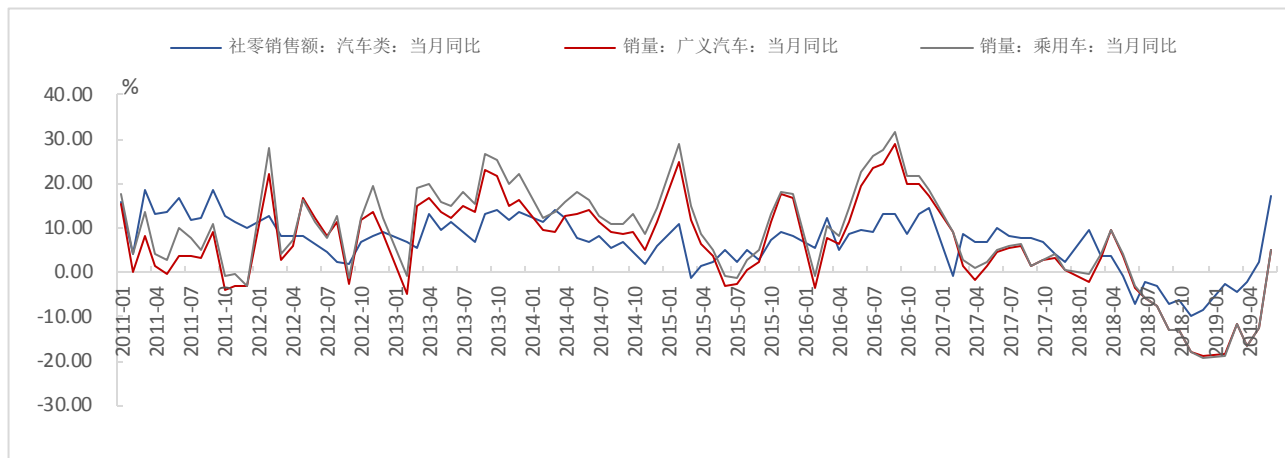
资料来源：Wind，东兴证券研究所

核心论据二：汽车消费将触底回升，房地产消费产业链将逐渐触底

2019 年以来中国消费数据一直比较低迷，这和两类消费低迷有直接的关系，一是汽车相关消费，二是房地产相关消费。根据 2019 年中国限额以上零售总额分项数据，汽车和房地产相关消费需求占比高达 40% 左右，其中汽车占比 30% 左右。未来汽车和房地产相关消费品需求一定程度上决定了未来消费需求的走势。

我们认为未来半年至 1 年汽车消费需求将出现回升。由于之前购置税优惠政策对未来需求的透支已经逐渐消化；伴随着 2018-2019 年持续的负增长，汽车消费的基数也走低了，高技术效应逐渐淡化；而且未来流动性边际宽松将会有利于汽车等大宗消费品需求的回升。

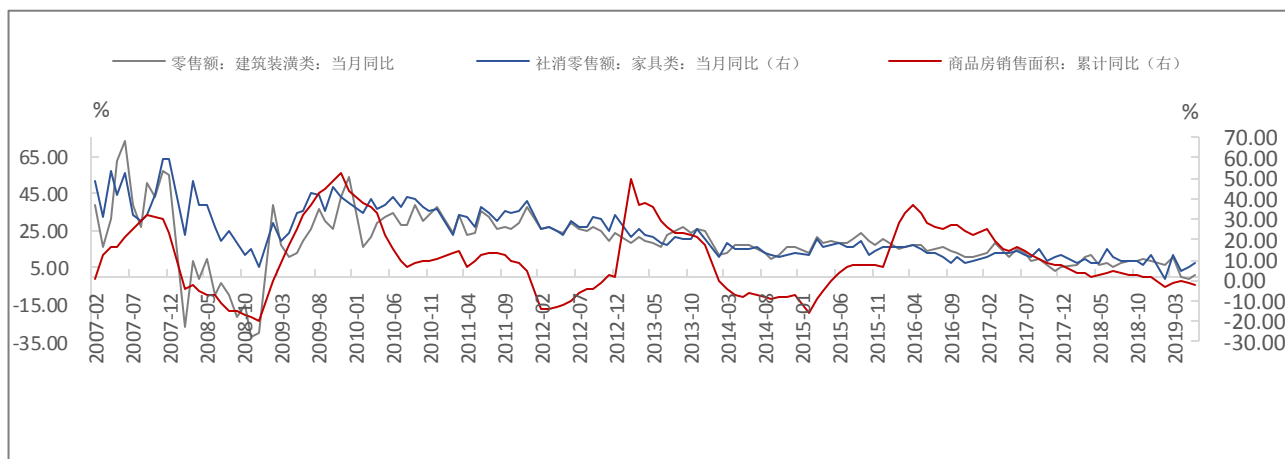
图 6：汽车销量当月同比变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

对于房地产相关产业链消费需求，我们认为将逐渐触底。目前距离“317 新政”已经有 2 年多的时间，根据过去“限购政策”和销售数据之前的历史关系，一般在限购政策密集出台 2 年之后，房地产的销售面积增长将逐渐平稳。由此带来的影响是家具家电、建筑装潢材料等房地产相关消费产业链需求也将逐渐平稳。

图 7：房地产销售面积累计同比增速与相关消费增长的相关关系

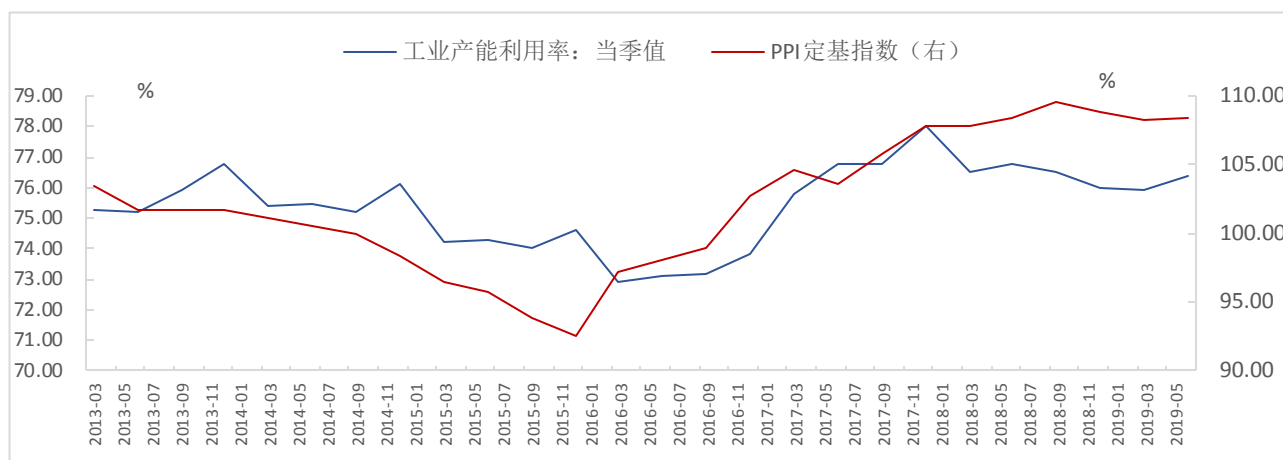


资料来源：Wind，东兴证券研究所

核心论据三：周期性行业供需关系仍然“紧平衡”，资本开支扩张只欠“东风”

2019 年 1-2 季度的工业产能利用率分别是 75.9%、76.4%，PPI 定基指数仍然维持在与 2010-2011 年左右的水平。这说明目前工业行业整体价格水平仍然处于景气区间，产能利用率也处于比较高的水平，供需关系仍然处于“紧平衡”的状态。工业行业尤其是制造业具备正常资本开支扩张的行业景气度条件。

图 8：工业产能利用率与 PPI 定基指数处于高位



资料来源：Wind，东兴证券研究所

与此形成对比的是，制造业投资持续低迷。制造业投资持续低迷的原因除了美国加征关税之外，我们认为更重要的原因是之前的“金融条件收紧”，尤其是影子银行扩张受限导致了企业的信用扩张不足，最终导致了资本开支意愿的不足。

展望 2019 年下半年，伴随着“逆周期调节”和“金融条件放松”，我们认为工业部门资本开支扩张将缓慢展开。

但是，我们不认为金融条件会“大开大放”，经济快速回暖的条件并不具备。2019 年下半年宏观经济增速完全可以通过宏观调控控制在一定范围之内，并不存在失速风险，因此不会存在货币政策大幅放松的可能性。同时，房地产限购政策不会轻易放松，相比之前几年，目前的信用扩张渠道少了一个。很多地方“隐性”债务高企，未来基建增速大幅改观的可能性也不大。

1.2 2019 年下半年中国宏观经济将呈现“需求缓慢向上、物价平稳、流动性边际宽松”的特征

在“金融条件放松、汽车周期拐点向上、周期性行业供需紧平衡”的背景下，我们认为 2019 年下半年中国宏观经济将呈现“需求震荡向上、物价平稳、流动性边际宽松”的特征。

(1) 中国经济总需求：货币政策的边际宽松和金融条件放松将会提供更多的流动性 居民和企业信贷

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_11140

