

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

减税降费激发活力, 呵护经济平稳运行

——宏观月度

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019年07月25日

相关研究

- 1 《宏观报告: 多维政策托底经济, 逆周期调节对冲下行压力-宏观半年度》 2019-06-21
- 2 《宏观报告: 二季度开局 PMI 回调, 定向降准预期走强-宏观点评》 2019-05-06
- 3 《宏观报告: 4 月 PPI 或修复, 工业企业利润将触底回升-宏观追踪》 2019-04-29
- 4 《宏观报告: 3 月生产企稳, 能源与猪价修复或支撑物价改善-宏观追踪》 2019-03-25
- 5 《宏观报告: 一季度宏观经济开局平稳, 政策落地料将加快-宏观追踪》 2019-03-18

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

数据:

- 二季度经济平稳收官——7 月 15 日统计局公布上半年经济数据显示, 二季度 GDP 增 6.2% (一季度 6.4%), 上半年增 6.3%。宏观经济稳中有降, 减税降费力度增大。上半年全国累计新增减税降费 11709 亿元, 其中减税 10387 亿元; 增值税改革减税 4369 亿元, 个人所得税两步改革叠加减税 3077 亿元。
- 三季度开启, 景气度指标仍收缩。6 月中采制造业 PMI 报 49.4%, 前值 49.4%; 官方非制造业 PMI 报 54.2%, 前值 54.3%; 综合 PMI 产出指数报 53.0%, 前值 53.3%。6 月财新中国制造业 PMI 为 49.4, 预期 50.1, 前值 50.2。
- 三驾马车: 投资消费超预期。消费受 618 网促和汽车去库提振报 9.8% (前值 8.6%); 投资在低基数作用下增速 5.8% (前值 5.6%); 出口转负报-1.3% (前值 1.1%)。
- 社融稳中有升: 6 月新增社融 2.26 万亿元, 较上月的 4466 亿元, 增幅扩大; M2 余额同比增长 8.5%, 前值 8.5%, 维持适度宽松的货币政策。

观点:

- 经济运行整体平稳——上半年经济增速 6.3%, 距政府工作报告制定的 2019 年经济增长 6% 的底线尚有空间。从 6 月-7 月的经济数据和高频数据看, 没有预想那样悲观, 增速下行是新常态, 关键看结构和质量, 2019 年棋到中局运行依然平稳, 叠加减税降费等政策对冲, 预计下半年中国经济增速在 6.2% 的水平。
- A 股市场跌宕起伏——二季度受外部环境冲击和需求放缓影响, 规上企业利润增速转负, 步入 7 月科创板开锣, A 股震荡整理, 当前在 2900 附近徘徊, 后市期待科创板效应的消化和基本面持续改善以及政策预期落地。
- 债券市场警惕信用风险——世界银行下调全球经济预期, 美元加息进程停止, 月底议息会议降息的概率增大。本周欧洲央行也将讨论降息问题, 我国货币政策的外部环境改善, 叠加缴税大月和科创板开启, 央行流动性对冲发力, 15 日针对中小银行定向降准, 也助力缓解信用偏紧的局势。经济下行, 通胀压力有所缓解, 利好利率债, 但仍需警惕信用违约风险。
- 风险提示: 经济下行压力、外部风险

指标	201907F	201906
CPI (%)	2.7	2.7
PPI (%)	-0.2	0.0
社会消费品零售 (%)	8.0	8.6
工业增加值 (%)	5.7	6.3
出口 (%)	-2.3	-1.3
进口 (%)	-7.0	-7.3
贸易顺差 (亿美元)	400	509.8
固定资产投资: 累计 (%)	5.7	5.8
M2 (%)	8.5	8.5
人民币贷款 (%)	13.5	13.0
美元/人民币	6.85	6.87
1 年期存款利率 (%)	1.50	1.50
1 年期贷款利率 (%)	4.35	4.35

内容目录

1. 宏观经济稳中趋缓	4
1.1. 经济景气度步入收缩域	4
1.1.1. 内需仍弱，生产暂时修复	4
1.1.2. 外部环境复杂，外需趋弱	6
1.2. 物价回暖，通胀压力不大	6
1.3. 三架马车对经济拉动走弱	9
1.4. 货币松紧适度，社融整体平稳	13
2. 投资策略	15

图表目录

图 1: 6 月制造业 PMI 持平上月仍在 50 荣枯线以下	4
图 2: 6 月供需两端震荡回调	4
图 3: 6 月发电耗煤量有所修复	5
图 4: PPI 或将高位下行，利润收窄	5
图 5: 1-6 月高炉开工率震荡爬升	5
图 6: 1-6 月钢材价格波动	5
图 7: 二季度水泥价格驱动产量修复	5
图 8: 上半年建筑机械与重卡行业指数	5
图 9: 二季度建筑业景气度回调	6
图 10: 上半年挖掘机产销量增速下降	6
图 11: 6 月进出口指标回落	6
图 12: 主要工业国家制造业 PMI 整体弱势	6
图 13: 6 月食品分项同比持续高增	7
图 14: 1-5 月食品项加快上涨	7
图 15: 6 月非食品项增速回落	7
图 16: 6 月非食品分项表现	7
图 17: 6 月生产资料价格增速回落	8
图 18: 翘尾因素拖累 PPI	8
图 19: 工业实际增速整体平稳	9
图 20: 二季度下行压力增大	9
图 21: 6 月消费增速恢复	10
图 22: 6 月消费种类	10
图 23: 投资增速主要分项	11
图 24: 5 月民间投资比重修复	11
图 25: 地产三大先行指标走势	11
图 26: 上半年挖掘机销量和基建增速回落	11
图 27: 6 月进出口增速超预期	12
图 28: 5 月汇率贬值，对冲出口下滑	12
图 29: 外贸当月同比增速回落	12
图 30: 航运指数、大宗商品价格震荡下行	12
图 31: M2 增速上半年稳中修复，M2-M1 剪刀差收窄	14
图 32: GDP 名义增速与货币供给增速协同	14

图 33: 短期贷款比重增大, 中长期贷款增速较小	14
图 34: 居民短期贷款增量扩张, 中长期上涨	14
图 35: 企业短期贷款增幅扩大, 短期增量较小	14
图 36: 表外三项合计继续下降成主要拖累	14
图 37: 社融主要受信贷支撑	14
图 38: 社融存量开始修复	14

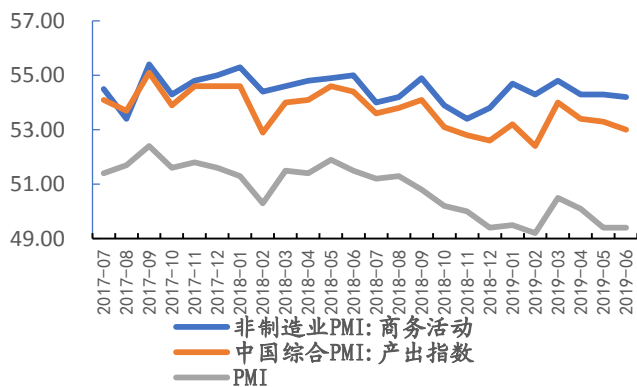
未找到图形项目表。

1. 宏观经济稳中趋缓

1.1. 经济景气度步入收缩域

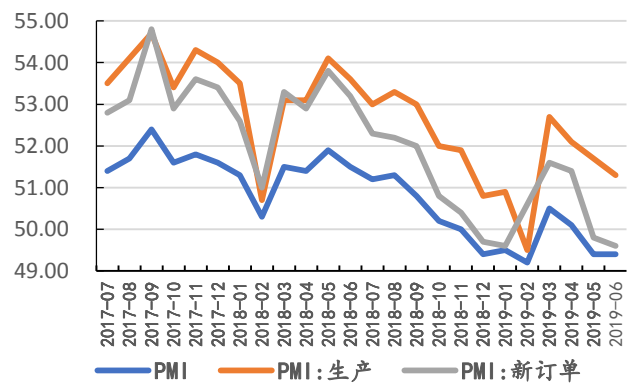
6月制造业景气度数据持平上月，连续三个月处于荣枯分界线下，不及去年同期。宏观经济运行整体平稳，基本面韧性支撑，三季度景气度或围绕荣枯线对抗。供求进一步走弱，结构上，生产表现好于需求，生产指数为51.3，前值51.7；新订单指数为49.6%，前值49.8%，4月以来需求连续2个月收缩，6月消费景气度继续走弱，5月的消费增速修复并未提振6月预期，生产扩张承压。

图 1：6 月制造业 PMI 持平上月仍在 50 荣枯线以下



资料来源：中原证券，wind

图 2：6 月供需两端震荡回调



资料来源：中原证券，wind

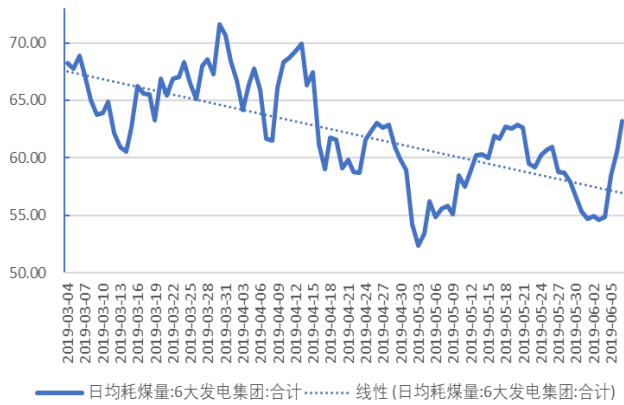
1.1.1. 内需仍弱，生产暂时修复

从 PMI 指标的结构上看，代表供给的生产指数与代表需求的新订单指数均有所回落，生产指数回落幅度略大于需求指数回落幅度，生产扩张受到需求走弱的影响，最终影响 PMI 上升。

结合高频数据看：截止 7 月 17 日，6 大发电厂煤耗峰值达到约 65.65 万吨/月，较 6 月有所修复，6 月发电量边际改善并没有改变年初至今的下行趋势，6 月上旬的微弱上行趋势未能保持，自进入 7 月截至 7 月 12 日，高炉开工率连续两周回落，自 6 月底的 67.96 万吨回落至 7 月上旬的 66.02 万吨，其主要制约因素是钢材综合价格指数较 6 月有所改善但仍呈现下行趋势，生产扩张动力缺失。另一制约因素为 PPI 进一步回落，回落幅度扩大，降至 0.0%，企业扩产意愿受到冲击。

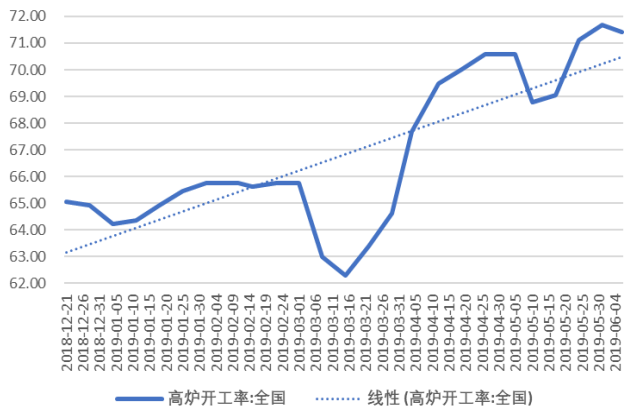
上半年非制造 PMI 表现较好，景气水平维持在 55%附近的扩张区间。6 月非制造业 PMI 较上月有小幅回落，从分项上看：服务业 6 月 PMI 53.4%（前值 53.5%），有所回落；建筑业 58.7%（前值 58.6%），较上月稳中有升。

图 3: 6 月发电耗煤量有所修复



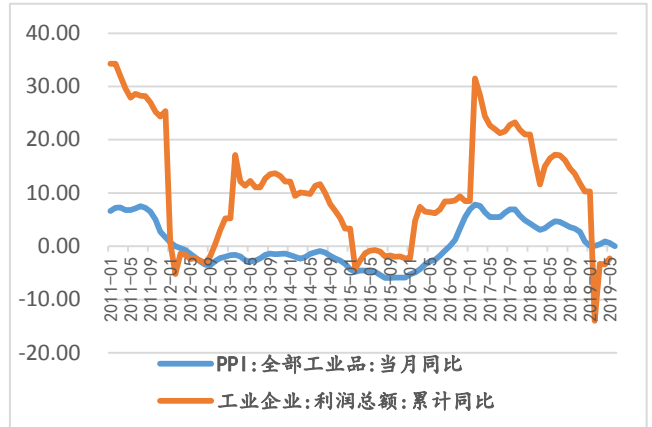
资料来源: 中原证券, wind

图 5: 1-6 月高炉开工率震荡爬升



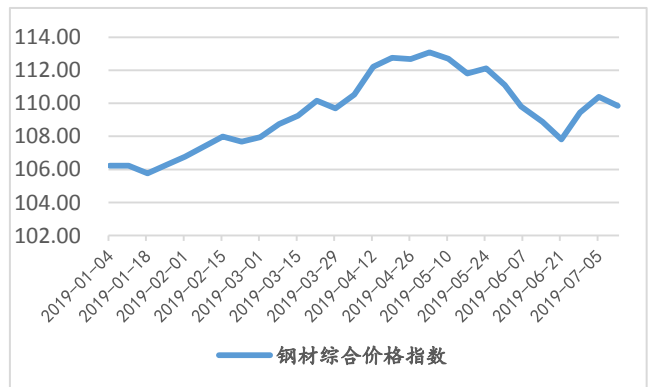
资料来源: 中原证券,wind

图 4: PPI 或将高位下行, 利润收窄



资料来源: 中原证券,wind

图 6: 1-6 月钢材价格波动



资料来源: 中原证券,wind

从行业看, 铁路运输业、航空运输业、邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上的高景气区间。展望三季度, 服务业随小微企业扶植政策到位和信贷环境的改善, 景气度仍将高位, 建筑业在基建和地产的支撑下, 景气度或维持在 55% 以上。同时作为参考指标的挖掘机产销量有所回落, 反映未来建筑投资增速或有下行压力。

图 7: 二季度水泥价格驱动产量修复

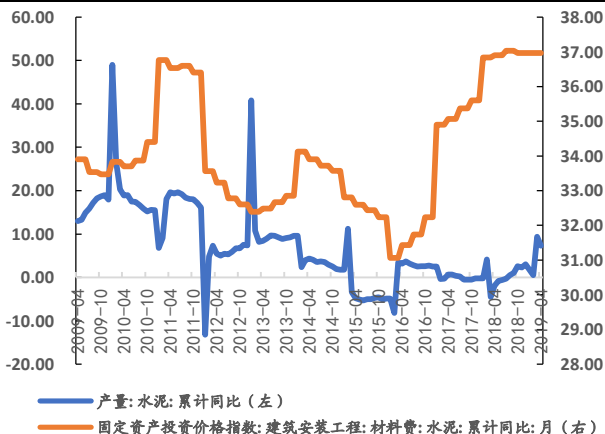
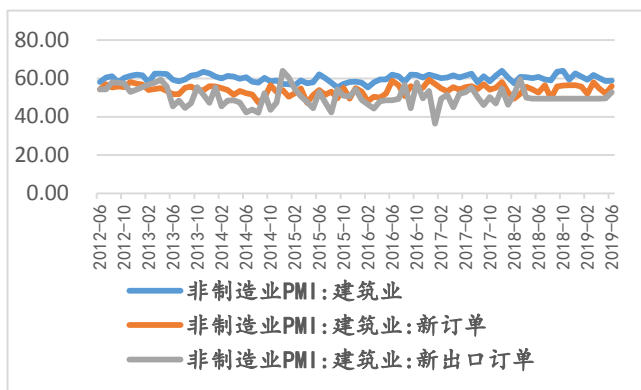


图 8: 上半年建筑机械与重卡行业指数



资料来源：中原证券，wind

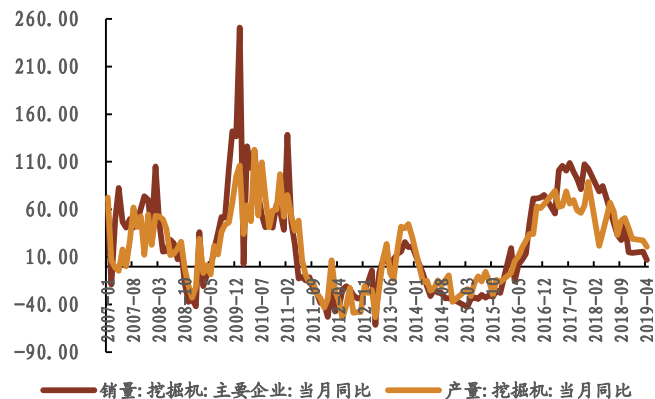
图 9：二季度建筑业景气度回调



资料来源：中原证券，wind

资料来源：中原证券，wind

图 10：上半年挖掘机产销量增速下降

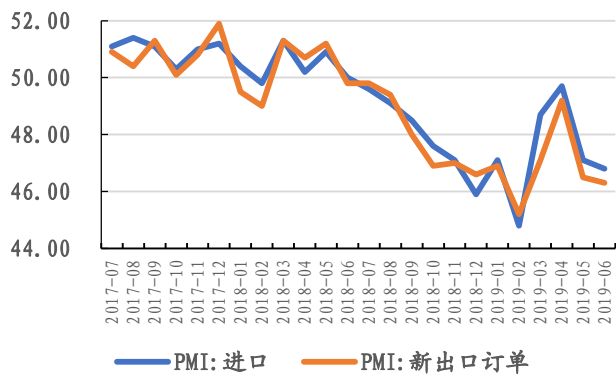


资料来源：中原证券，wind

1.1.2. 外部环境复杂，外需趋弱

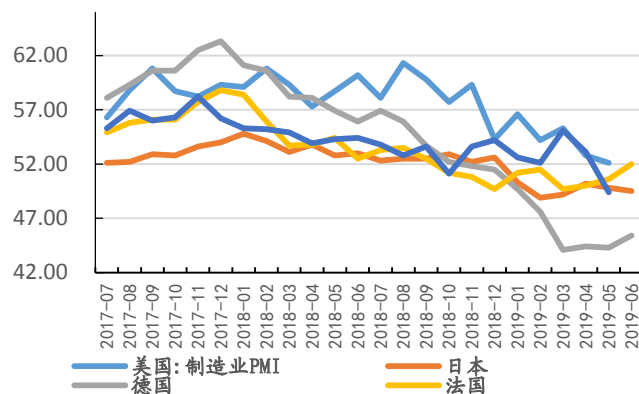
6月进出口指标延续下滑，其中代表出口的新出口订单指数报46.3%（46.5%），较上月回落0.2个百分点；进口指数报46.8%（47.1%），较上月回落0.3个百分点。G20中美元首决定不追加关税，也取消对华为零件出口，中美关系暂时缓和，但此前落地各项附加关税并未取消，上周特朗普在贸易关税上又再次态度反复，可见中美摩擦常态化，边打边谈左右外贸预期，此外，主要经济体PMI指标依然弱势，不确定性仍强。

图 11：6月进出口指标回落



资料来源：中原证券，wind

图 12：主要工业国家制造业 PMI 整体弱势



资料来源：中原证券，wind

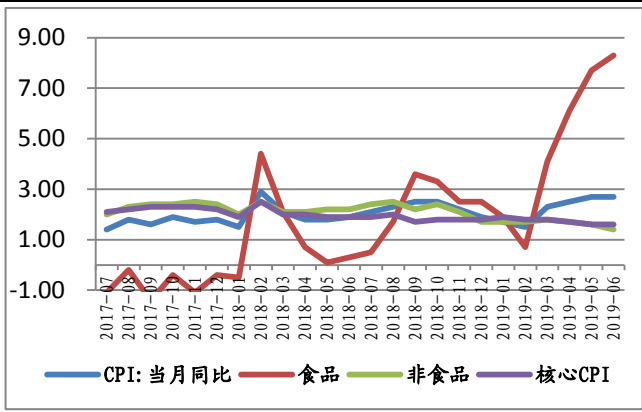
上半年 PMI 徘徊在荣枯线附近，呈现下行趋势，下半年面临较大的下行压力。内需走弱，提振内需刺激消费是核心；G20 峰会达成不再加征关税的协议，国际经济形势存在不稳定性，地缘政治对下半年经济形势仍存在扰动。因此综合来看，加强逆周期调节，切实推进减税降费，刺激新的消费热点和投资增长点，深化供给侧改革是未来宏观经济政策的关注点。

1.2. 物价回暖，通胀压力不大

6月CPI增速持平上月（前值2.7%），核心CPI至1.6%（前值1.6%），。从结构

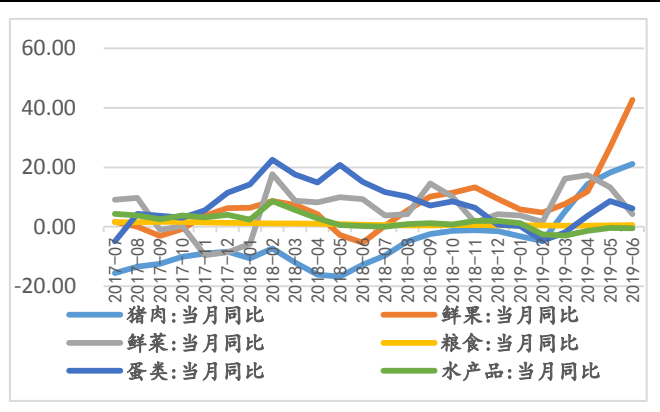
来看，食品项增速加快，非食品项回落。食品项同比增速 8.3%（前值 7.7%），上升 0.6 个百分点；非食品项同比增 1.4%（前值 1.6%），回落 0.2 个百分点。6 月初夏生蔬供给增加，鲜菜价格增速回落，同比上涨 4.2%（前值 13.3%），鲜果同比上涨 42.7%（前值 26.7%），猪肉供给进一步收紧，6 月上涨 21.2%（前值 18.2%），7 月极端气候概率增加，猪肉、鲜果仍带动食品项中枢继续上行，但动能减弱。

图 13: 6 月食品分项同比持续高增



资料来源：中原证券，wind

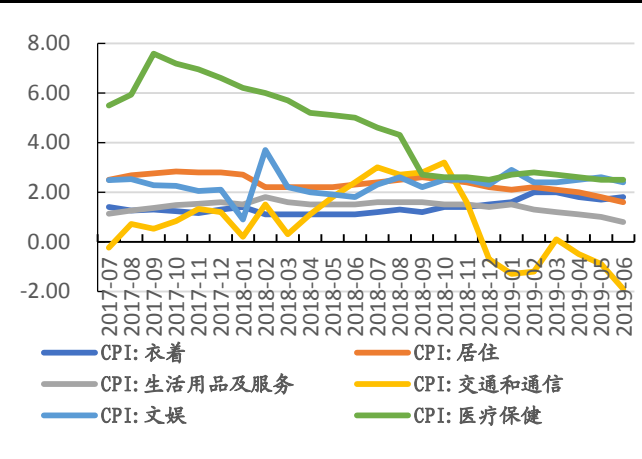
图 14: 1-5 月食品项加快上涨



资料来源：中原证券，wind

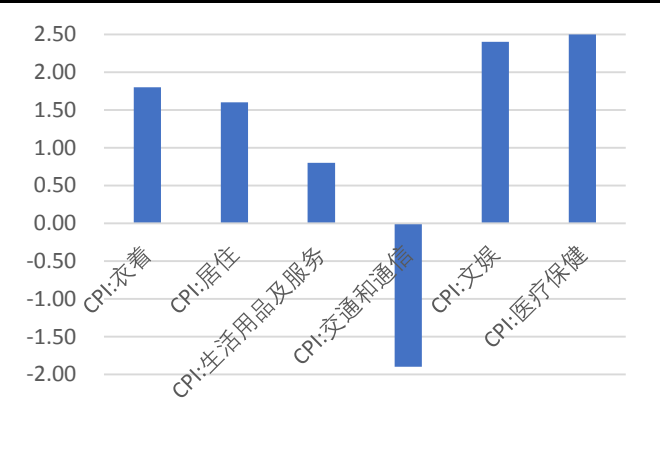
从非食品项看，非食品价格同比小幅回 0.2 个百分点，报 1.4%（前值 1.6%）。六月国际油价震荡下行（6 月布伦特油价回落 64.24%，前值 71.19%）叠加国内成品油增值税率下调 3 个点，运输成本回落，抑制 CPI 上涨约 0.2 个点，6 月交通工具燃料价格同比增速 -6.5%（前值 -1.4%）。此外，医疗保健、教育文化依然涨幅靠前，保持在 2.5% 附近，当前，非食品项价格弹性较食品项大，叠加交通燃料价格下降以及需求端持续走弱，预计 7 月非食品项或趋势下行至 -1.3% 附近。

图 15: 6 月非食品项增速回落



资料来源：中原证券，wind

图 16: 6 月非食品分项表现



资料来源：中原证券，wind

上半年 CPI 走高主要是由食品项拉高。食品项中猪肉和鲜果价格指数是拉动 CPI 上升的主要因素。猪肉类 CPI 为 21.1%，前值 18.2%，非洲猪瘟的影响使猪肉价格存在上升动能，生猪和能繁母猪的产能持续下降，猪肉市场供给趋紧，供需缺口扩大，猪肉价格指数继续上涨的压力较大。鲜果类 CPI 为 42.7%，前值为 26.7%，其中富士苹果、

鸭梨、巨峰葡萄等批发价格均有较大幅度上升。6月重点监测的6种水果均价是每公斤8.39元，环比涨11.1%。6月鲜菜类价格指数为4.2%，前值13.3%，下跌幅度较大，应季蔬菜的上市拉升蔬菜供应量，后期蔬菜价格仍面临下行压力。

市场预计三季度猪肉价格将步入新高点，届时猪肉价格或将突破20元一公斤。猪周期下半年企稳，CPI也将由此带动在2.5%-3%之间，猪肉权重2.35，肉类权重4.26。同时，考虑到需求整体尚未根本修复，PPI仍处于1以内的低位，全年通胀压力不大，CPI高点在3%附近。

PPI二季度呈现下行趋势，从0.9%回落至6月的0.0%。6月生活资料PPI与上月持平，生产资料PPI跌幅扩大，原材料工业、采掘工业、加工工业价格指数均回落。进入二季度以来，PMI原材料库存指数上行，原材料补库是PPI下行的重要驱动因素；内需、外需持续走弱使生产价格指数回升承压。

上半年PPI下行使PPI与CPI的剪刀差扩大。2019年一季度受复产补库带动和中美谈判进展影响，经济基本面有所企稳，上游工业品价格边际修复，企业利润改善，生资对PPI贡献0.24个百分点。但步入二季度，下游需求不足消化产能缺口，供需关系布置成PPI进一步上行，叠加国内产品有增值税减免，二季度PPI持续回落至6月0.0%。下游需求端不足抑制生产价格的提升，PPI回落影响工业企业利润，工业利润累计增速减缓，生产扩张受制于PPI的回落与工业利润增速减缓。

6月PPI同比降至0%，增速比上月回落0.6个百分点。从主要分项来看，生产资料价格增速也下行至-0.3%（前值0.6%）。5月-6月的上游原材价格修复调头转下，主动去库存特征更加明显。分行业来看，涨幅回落的有采掘业，上涨4.5%（前值6.1%）；原材料工业-2.1（前值-0.6%）；加工工业0%（前值0.5%）。剔除去年翘尾因素0.3个百分点，新涨价影响为-0.3%。预计随着翘尾因素叠加补库意愿减弱，PPI增速仍有进一步回落的压力。

图 17: 6月生产资料价格增速回落



图 18: 翘尾因素拖累 PPI



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_11213

