

## 经济触底仍有待进一步信号确认

### ——2019 年上半年经济运行点评

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观研究员

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号: F3035843

#### 报告摘要:

昨日公布了 2019 年上半年宏观经济运行报告, 数据显示, 实际 GDP 同比增长 6.3%, 其中一季度同比增长 6.4%, 二季度增长回落至 6.2%; 二季度居民人均可支配收入实际增长 6.5%, 比经济增速高 0.2 个百分点。单月来看, 6 月工业增加值同比增长 6.3%, 增速比 5 月份加快 1.3 个百分点; 6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%, 增速比 5 月份加快 1.2 个百分点; 6 月固定资产投资累计同比增长 5.8%, 增速比 1-5 月份加快 0.2 个百分点。二季度增速的回落和 6 月增速的反弹形成了反差, 市场分歧在于经济企稳的时间。

#### 主要结论:

**数据企稳仍有待季节性影响的消除, 但不妨碍短期市场的乐观。**我们注意到, 从中国信贷周期的角度来看, 今年上半年信贷的快速增长对于经济周期的改善带来的正面和积极的作用, 一般意义上滞后半年的角度经济将呈现企稳的态势。虽然 6 月经济数字呈现出反弹的特征, 但是年初以来虽然我们看到企业的盈利和投资周期仍未转向右侧, 经济微观行为的更快速出清带来未来经济改善的信号在增强。随着外部压力的阶段性缓和, 以及全球货币竞争性环境下流动性预期的改善, 预计将继续改善风险资产, 股指负基差继续修复。

**结构优化过程仍在继续, 影响在于中长期。**上半年的宏观数据中, 人均可支配收入增速的超出经济增速, 显示出社会分配结构继续调整和改善, 有利于中长期经济增长的稳定性。但是短期随着经济利润的再分配过程延续, 我们认为对于传统经济部门——像银行部门等盈利性将继续面临挑战, 从而削弱经济企稳向上的斜率。伴随着市场风险偏好的继续改善, 我们预计结构性政策仍将延续, 后期类 419 行情存在再次重复的可能, 关注阶段性基差修复带来的对冲机会。

#### 相关研究:

[当前对于中美周期的市场关注点](#)

2019-05-22

[周期谢幕, 守望余光](#)

2018-12-03

[本轮供给侧改革和未来改革方向](#)

2018-09-14

[理财新规以及资管新规执行通知政策点评](#)

2018-07-23

[全球产业链再分工之殇](#)

2018-06-19

[商品的全面调整风险](#)

2018-03-20

[地产春天还未到来](#)

2018-03-15

[1998 年供给侧改革的回顾](#)

2018-02-27

[周期的末端还是再启动](#)

2017-07-03

附图

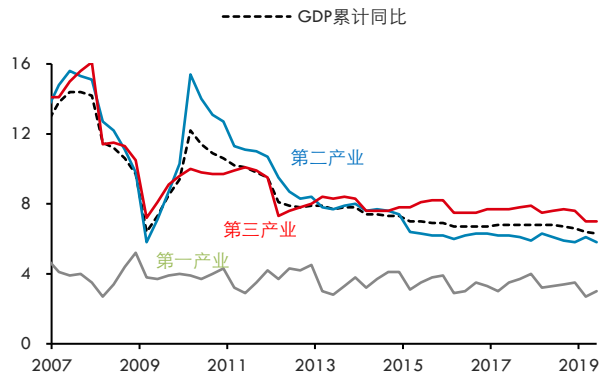
表 1: 部分机构观点汇总

机构简称	观点	依据
SW	预计下半年 GDP 同比增速有望小幅回升至 6.5%左右	1.增值税减税+个税减税增加居民收入、降低可选品商品价格的主线逻辑仍将持续推升商品消费。2.投资方面，制成品终端需求边际回暖或带动企业投资意愿回升，下半年制造业投资或低位小幅改善；地方政府专项债加速发行，基建投资预计延续小幅改善趋势；供地增速回落，地产投资或进一步下行但不会失速；加之去库存或扭转为加库存，下半年资本形成对 GDP 贡献有望持续改善。3.净出口方面外部环境变化影响波及全球，我国顺差有望维持强劲
ZS	3、4 季度经济增速继续恶化的可能性降低	季末 6 月经济数据明显上行，经济数据反映了基本面触底的征兆，叠加中美贸易摩擦的缓和与政策的边际调整
XSD	经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳	基建投资增速加速回升、建安投资存在韧性，加上汽车行业去库存对经济的拖累将减弱，下半年内需改善可对冲外需回落
JT	经济运行缓中趋稳，全年增速有望落在目标区间	宏观政策逆周期调节和减税降费已经并将逐渐释放效力，有助于经济走稳
LX	消费高增速的趋势很难维持；工业增加值进一步反弹的空间也有限；基建投资增速回升的空间有限	1.6 月汽车大促销意味着透支了未来的需求，居民部门在经历几年加杠杆后偿债负担都明显上升。2.终端的需求并不强，并不足以支撑生产持续高位，钢铁、煤炭等的库存出现回升将对上游企业生产形成负反馈。3.在地方债务监管没有实质性放松前，地方政府撬动债务性资金来为基建加杠杆的积极性并不强。
GF	中性假设是三季度仍处于压力期	1.关税升级滞后影响和外需基本面约束出口，预计出口-制造业链条仍将是经济主要拖累。2.地产各条线会有分化，估计整体贡献会低于上半年。
ZY	下半年经济稳增长的压力仍在	当前全球即将面临的问题是美联储在 7 月底的降息，预计届时将通过汇率市场和利率市场的波动，进而影响国内贸易部门和 GDP
MNT	中国经济放缓不容置疑，但放缓节奏或许可控	1.汽车消费有一定“虚火”，预计难以持续，收入增长和就业状况也不支持消费反弹的持续。2.大型房企资金来源依然畅通，预计房地产投资能够稳步回落。
GTJA	经济不改阶段性放缓的局面，三季度压力较大	1.制造业内外交困的局面仍然没有解决。2.房地产受融资窗口指导和调控政策影响，投资进入稳中下行区间。3.基建受限于项目落地的时效性，短期内快速增长的可能性不大。
XY	近期经济数据显示出在下行周期中经济仍有韧性	1.企业库存水平仍处低位，企业生产意愿可能在短期难以明显提升。2.结合 2 季度城镇人均收入同比继续回升同时消费支出同比反弹来看，居民消费仍有一定韧性。
MS	消费将成为中国经济增长的中流砥柱，中国正在告别投资驱动经济增长的时代	1.在减税降费和鼓励消费政策支持下，下半年社零增速有望稳中回升。2.受销售负增长、土地成交缩量、融资条件收紧等因素影响，房地产投资进入下行通道；综合考虑基数效应、贸易前景、库存周期、融资条件等因素，短期内制造业投资增速可能低位徘徊；专项债作资本金政策见效存在时滞，年内基建投资回升幅度有限。

ZJ 7月下旬政治局会议在稳增长和防风险之间的把握可能较为“平衡” 6月经济活动指标全面超出预期，3季度大规模减税降费的效果达到“峰值”，有望对企业盈利和消费带来有效的支撑

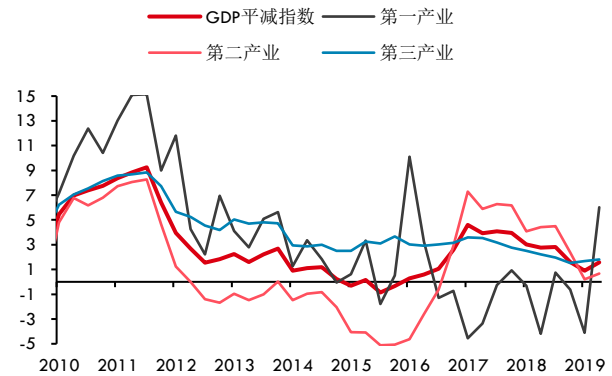
来源：各机构报告

图 1: 三大产业 GDP 增速对比



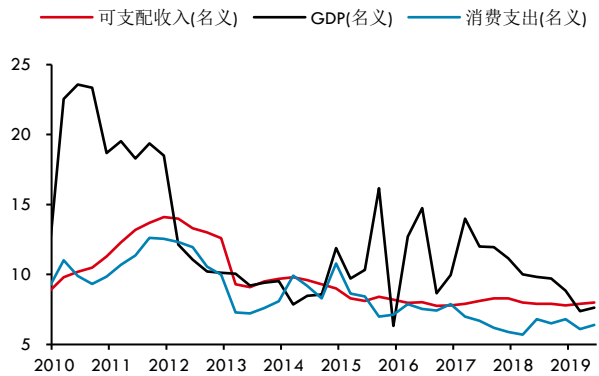
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: GDP 平减指数企稳



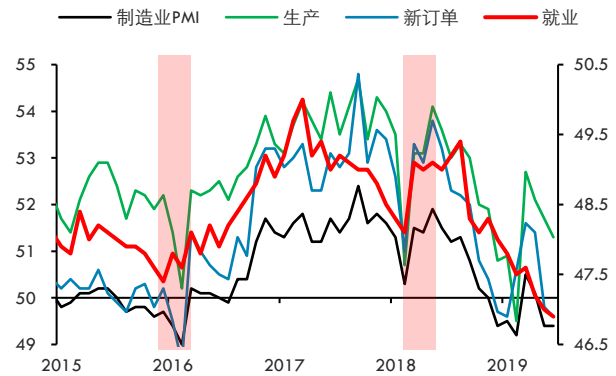
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 可支配收入改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4: 景气指标仍在低位



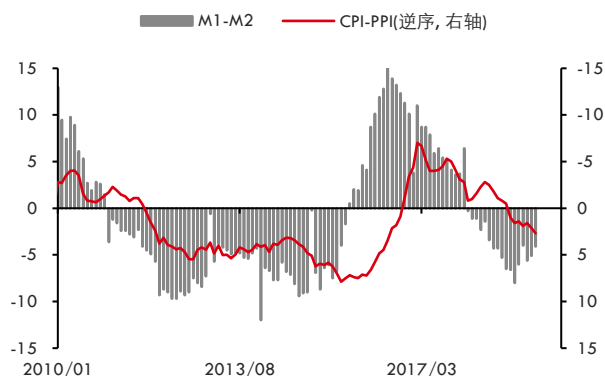
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 食品价格可能处在阶段性高点



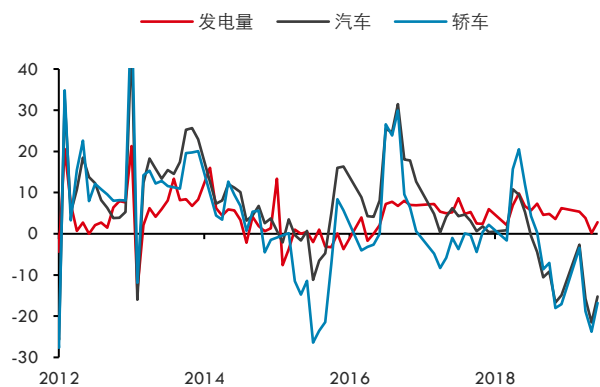
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 流动性和通胀缺口对比



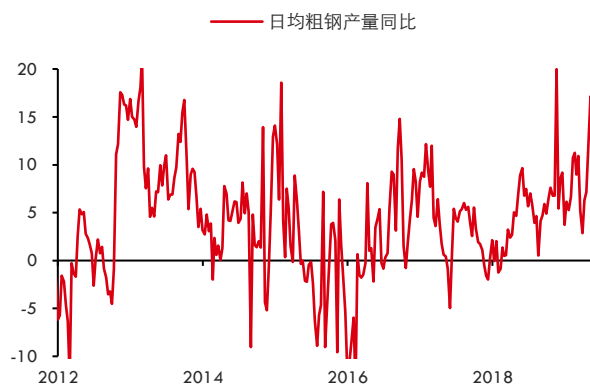
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 经济结构性分化 (1)



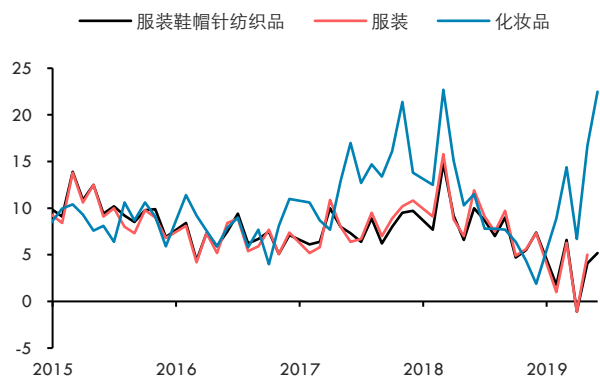
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 经济结构性分化 (2)



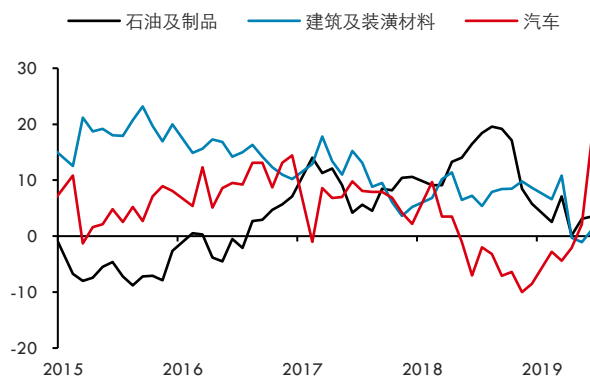
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 消费的结构性分化 (1)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 消费的结构性分化 (2)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2: 去年底以来财政部国债做市以随卖为主

日期	期限	方向	金额	中标利率	国债收益率	利差(BP)
12月18日	3年期	随卖	14.6 亿	2.92%	2.93%	-1.73
1月15日	1年期	随卖	11 亿	2.44%	2.43%	0.3
2月19日	1年期	随卖	13.2 亿	2.28%	2.31%	-3.91
3月19日	1年期	随卖	11 亿	2.35%	2.48%	-12.87
4月16日	1年期	随卖	5.9 亿	2.34%	2.59%	-24.56
5月21日	5年期	随卖	9.9 亿	3.13%	3.14%	-0.33
6月18日	1年期	随卖	9.5 亿	2.55%	2.73%	-17.96
7月16日	3年期	随卖	16.4 亿元			

来源: 财政部

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\\_11373](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11373)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn