

内需改善可对冲外需下行

——2019年下半年出口与投资展望

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 2019年下半年出口与投资展望：内需改善可对冲外需下行

贸易摩擦暂时缓和不改出口增速下行趋势。中美贸易摩擦暂时缓和，短期避免了贸易条件进一步变差的结果，一定程度改善出口企业的预期，但2000亿美元关税对出口增速的影响还未结束，同时5-6月3000亿美元商品抢出口透支了需求，将加速未来出口增速的下行，并且抛开贸易摩擦因素，出口增速的调整可能还不够充分，摩根大通全球综合PMI、BDI同比、OECD综合领先指标均回落到2016年全球经济复苏起点的水平，预示出口增速中枢或继续下移。

制造业投资增速大趋势向下，波段上有起伏。企业资本开支没有启动，去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑以及外需回落将滞后体现在未来制造业投资数据上，制造业投资增速下滑是大趋势，这从企业家宏观经济热度指数、盈利指数等领先指标也可以看出。不过在波段上可能会有起伏，从建筑业建安工程产值增速、建筑业竣工厂房仓库房屋价值增速、出口交货值增速等领先指标看，制造业投资增速在三季度可能会小幅回升。

基建投资增速有望加速回升，但幅度有限。但一方面本轮政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率等问题待解，年内推进力度可能较为有限。综合来看，基建投资增速上行幅度有限。

建安投资增速缺乏进一步大涨的动力，但仍具有韧性。其一，地产销售走弱叠加调控政策收紧，施工增速可能会放缓。其二，统计制度改革对建安投资的干扰减弱。其三，建安投资的支撑在于低竣工以及货币宽松。

内需地产与出口都是顺周期，大多数情况走势一致，但也有例外，例如2000年下半年、2007年下半年、2011年。在中美贸易关系不再显著变差以及货币政策不转向的情况下，基于上文对基建投资与建安投资的判断，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，经济有望企稳。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 2019年下半年出口与投资展望：内需改善可对冲外需下行.....	4
1.1、 下半年出口展望：贸易摩擦暂缓不改下行趋势.....	4
1.2、 下半年制造业投资展望：大趋势向下，波段上有起伏.....	6
1.3、 下半年基建投资展望：有望加速回升，但幅度依然有限.....	8
1.4、 下半年房地产建设展望：支撑仍在，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键.....	10
1.5、 内需改善可对冲外需下行，下半年经济有望企稳.....	12
2、 一周高频数据观察.....	13
2.1、 生产指标回落.....	13
2.2、 原油价格上涨.....	13
2.3、 蔬菜价格大涨.....	14
2.4、 房地产销售面积增速回升.....	14
2.5、 DR001反弹至2%.....	15
2.6、 美元指数下跌，人民币汇率平稳.....	16

图表目录

图 1： 摩根大通全球综合 PMI 接近 2016 年初的低点.....	4
图 2： OECD 综合领先指标领先出口增速.....	5
图 3： 价格因素拖累出口.....	5
图 4： BDI 同比接近 2016 年初的低点，近期 BDI 指数飙升主要由于船只供给收缩而非全球贸易活动显著回暖.....	5
图 5： 出口增速下行期间，名义 GDP 增速一般不会太好.....	6
图 6： 出口增速下行期间，实际 GDP 增速一般不会太好.....	6
图 7： 企业家宏观经济热度指数领先制造业投资增速 2 季度.....	7
图 8： 以 2014 年为分界线，盈利指数领先制造业投资增速 1-2 季度.....	7
图 9： 建筑业建安工程产值增速领先制造业投资增速.....	7
图 10： 出口交货值增速领先制造业投资增速 1 年.....	8
图 11： 建筑业竣工厂房仓库房屋价值增速领先制造业投资增速 1 季度.....	8
图 12： 本轮资金投入基建反弹的时滞可能比之前更长.....	9
图 13： 茅台股价对数收益率的逆序领先基建投资.....	9
图 14： 基建投资具有逆周期性.....	10
图 15： 地产销售走弱将拖累建安投资（%）.....	11
图 16： 2017-2018 年建筑业建安工程产值增速与建安投资增速分化明显（%）.....	11
图 17： 房企融资环境较 2018 年改善（%）.....	11
图 18： 融资环境紧缩时，新开工与销售往往负相关.....	12
图 19： 房地产投资对冲出口下滑.....	12
图 20： 唐山高炉开工率显著下降（%）.....	13
图 21： 发电耗煤量回落（%）.....	13
图 22： 油价上涨（美元/桶）.....	14
图 23： 蔬菜价格上涨（元/公斤）.....	14
图 24： 房地产销售面积增速回升（%）.....	15
图 25： DR001 上升至 2% 附近.....	15
图 26： 美元指数下跌.....	16
图 27： 市场力量在 7 月 12 日拉低人民币汇率.....	16
图 28： 人民币贬值预期下降.....	17

表 1: 央行公开市场操作 (2019.7.8-7.12) 15

1、2019年下半年出口与投资展望：内需改善可对冲外需下行

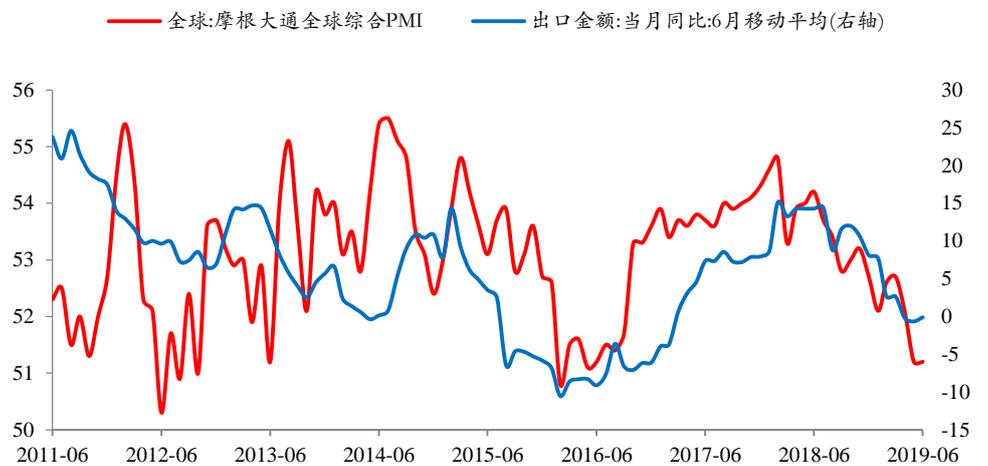
简单回顾2019年上半年出口与投资形势。最近四个季度出口增速分别为11.7%、3.9%、1.3%、-1%，处于逐渐下降的趋势，但衰退式顺差对一季度GDP有很大支撑。外需走弱加上贸易摩擦的不确定性给出口企业带来压力，制造业投资增速不断回落至2016年的低点。基建投资不温不火，尚未完全发力。在上一年低竣工面积以及融资环境改善的带动下，房地产建设成为投资端重要支撑，建安投资增速从2018年末的-3.29%显著上升至2019年5月末的5.16%。

1.1、下半年出口展望：贸易摩擦暂缓不改下行趋势

贸易摩擦暂时缓和不改出口增速下行趋势。中美贸易摩擦暂时缓和，短期避免了贸易条件进一步变差的结果，一定程度改善出口企业的预期，但2000亿美元关税对出口增速的影响还未结束，同时5-6月3000亿美元商品抢出口透支了需求，将加速未来出口增速的下行，并且抛开贸易摩擦因素，出口增速的调整可能还不够充分，摩根大通全球综合PMI、BDI同比、OECD综合领先指标均回落到2016年全球经济复苏起点的水平，预示出口增速中枢或继续下移。同时，可比经济体韩国出口增速在6月进一步下行至-13.5%。

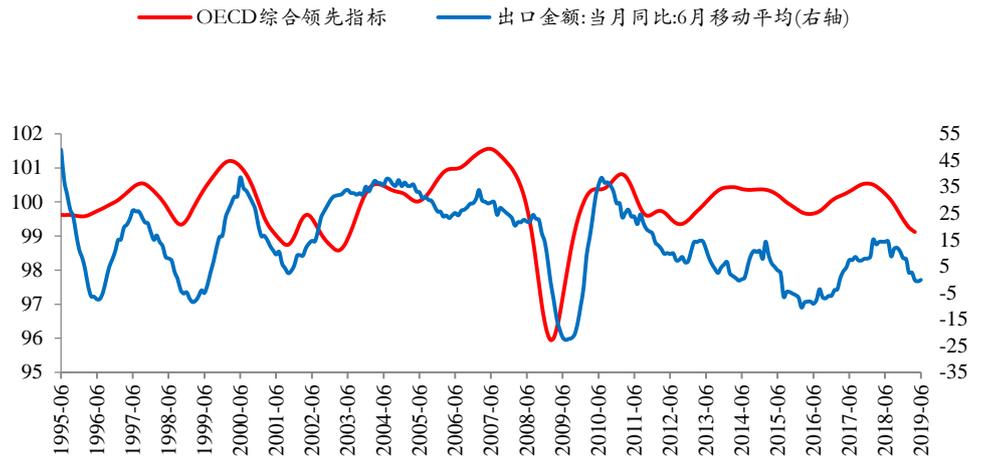
出口具有顺周期性，出口增速下行期间，名义GDP与实际GDP增速一般不会太好。出口对经济的拉动不仅直接体现在净出口额本身，出口还具有投资溢出效应、消费溢出效应，另外，贸易还具有技术外溢效应，这会影响中国的长期经济增长。历史数据表明出口增速下行期间，名义GDP与实际GDP增速一般不会太好。

图1：摩根大通全球综合PMI接近2016年初的低点



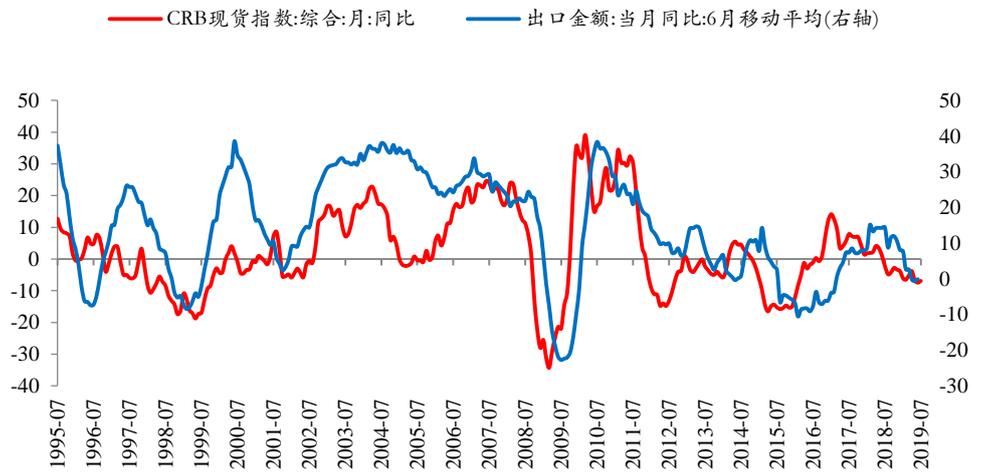
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2: OECD 综合领先指标领先出口增速



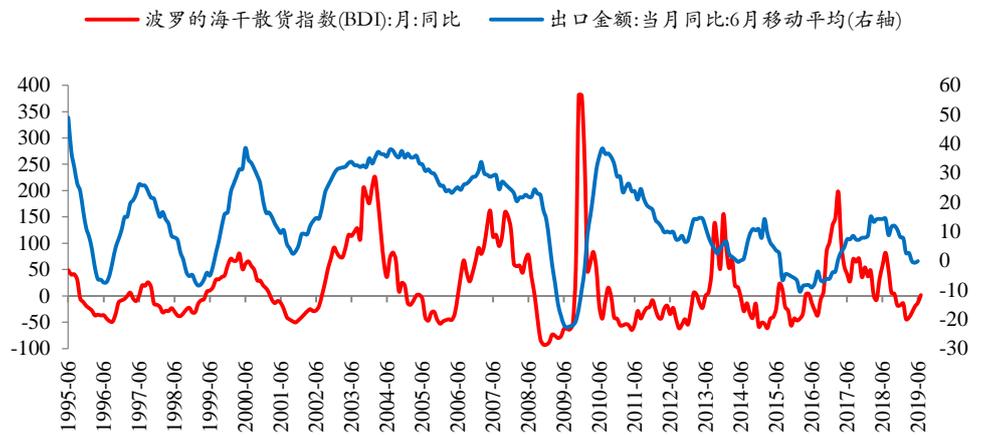
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 价格因素拖累出口



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

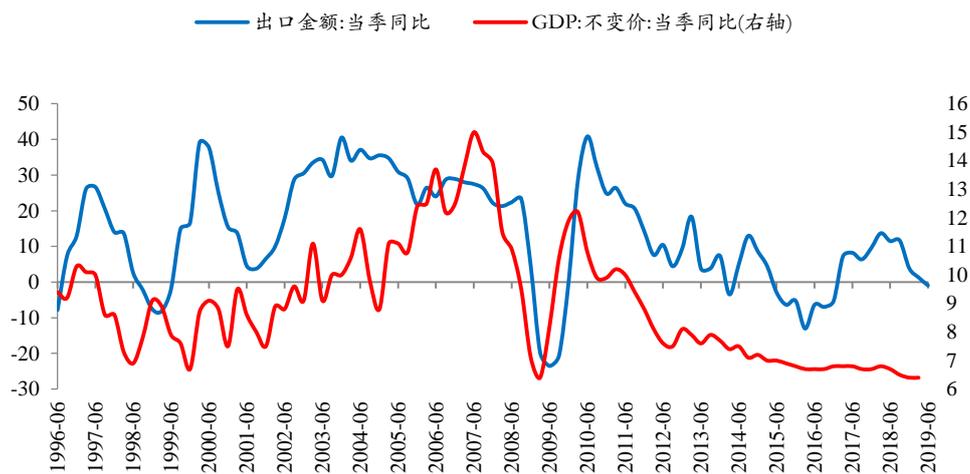
图4: BDI 同比接近 2016 年初的低点, 近期 BDI 指数飙升主要由于船只供给收缩而非全球贸易活动显著回暖



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5： 出口增速下行期间，名义GDP增速一般不会太好

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 出口增速下行期间，实际GDP增速一般不会太好

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 下半年制造业投资展望：大趋势向下，波段上有起伏

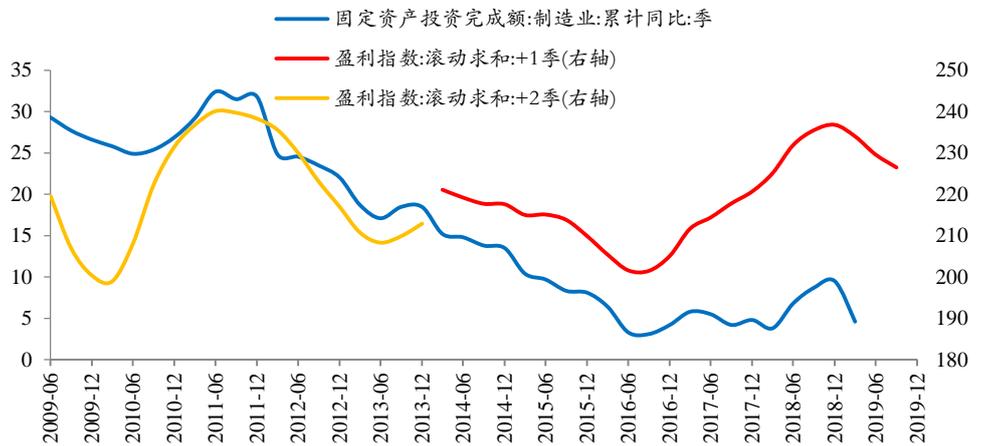
制造业投资增速大趋势向下，波段上有起伏。企业资本开支没有启动，去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑以及外需回落将滞后体现在未来制造业投资数据上，制造业投资增速下滑是大趋势，这从企业家宏观经济热度指数、盈利指数等领先指标也可以看出。不过在波段上可能会有起伏，从建筑业建安工程产值增速、建筑业竣工厂房仓库房屋价值增速、出口交货值增速等领先指标看，制造业投资增速在三季度可能会小幅回升。

图7： 企业家宏观经济热度指数领先制造业投资增速 2 季度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 以 2014 年为分界线， 盈利指数领先制造业投资增速 1-2 季度

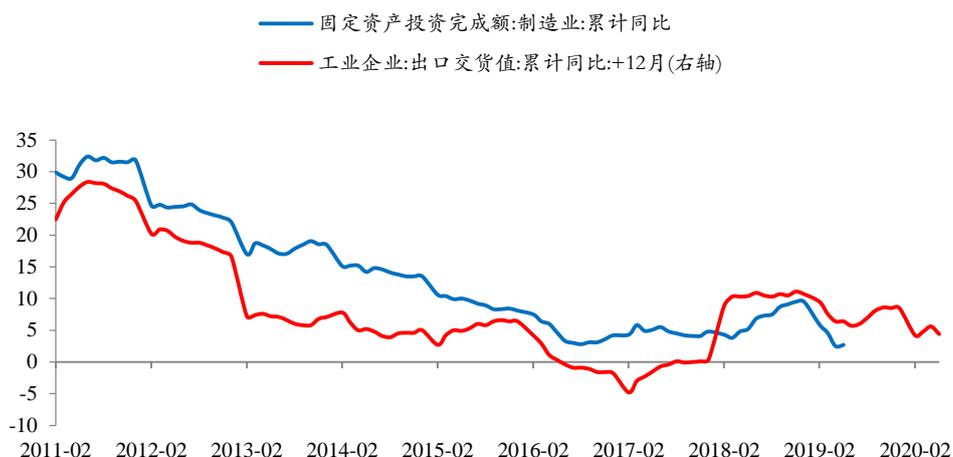


资料来源：Wind，新时代证券研究所

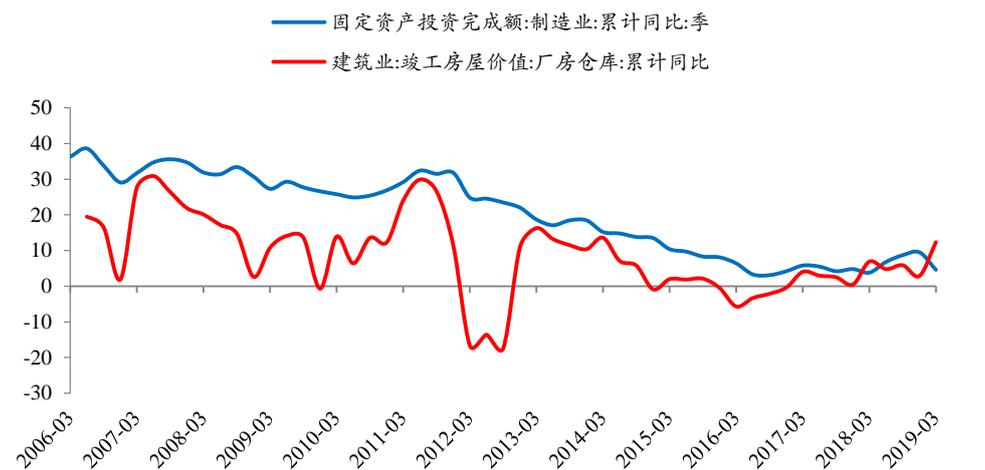
图9： 建筑业建安工程产值增速领先制造业投资增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10: 出口交货值增速领先制造业投资增速1年

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 建筑业竣工厂房仓库房屋价值增速领先制造业投资增速1季度

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_11436

