

船到中流浪更急——2019 年下半年宏观经济展望



报告发布日期 2019 年 06 月 30 日

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860515070001
王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518050001

联系人 陈至奕
021-63325888-6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
曹靖楠
021-63325888-3046
caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

盈利增速转正, 资产负债率下降	2019-06-29
生产下行, 消费回升	2019-06-16
社融小幅改善, 企业贷款仍然疲软	2019-06-12
抢跑效应暂时驱动出口增速转正	2019-06-12
鲜果拉动 CPI, 工业品价格回落	2019-06-12
专项债可作资本金, 鼓励配套融资支持	2019-06-11
PMI 提示经济下行压力	2019-06-02

研究结论

- 二季度部分经济数据转冷叠加中美贸易摩擦反复多变, 市场对国内经济未来走向的担忧有所加剧, 本文试图通过回答以下问题, 对下半年进行展望:
- **一季度企稳主要由政策拉动实现, 这一增长动能最终能否传导到企业? 我们认为, 民间投资改善仍需时日, 从库存周期来判断, 工业企业增长动力改善可能需要到明年:** (1) 宽信用为企业加杠杆提供了条件, 但企业利润率降低所体现的盈利能力不足是企业加杠杆的更关键原因; (2) 相比信用环境, 企业的债务期限结构更具参考价值, 当前非国有上市公司的负债已经连续七个季度趋向于短期化; (3) 从库存周期的角度, 如果将被动去库、主动补库视为“向好”, 则需要 3-4 年出现一次, 而上一轮相对景气的阶段在 2016-2017 年, 距离目前时间偏短。
- **面对外部风险, 政府还有哪些政策工具储备? 我们认为如果外部风险与内部下行压力升级, 历史上超常规举措有再现可能,** 包括腾挪财政资金 (改变部分预算内资金的用途)、增加开支计划 (如增发国债、发行特别国债)、加大力度稳外贸 (调高出口退税率、扩大出口买方信贷、降低出口信用保险费率、推出相关金融工具)。
- **稳就业如何破题? 改善劳动力技能结构、各省出台配套措施是本轮稳就业看点:** (1) 成立国务院就业工作领导小组, 高规格开展部门间统筹; (2) 支持省内组织调剂就业 (如广东的用工大市与省内精准扶贫对口帮扶市的人力资源合作), 因地制宜出台配套措施 (开发乡村公益性岗位、非遗扶贫就业工坊等); (3) 高职超大力度扩招 (一年内扩张 27%)、开展职业技能培训 (侧重于紧缺与新兴行业, 既有高呼声的家政、养老服务, 也有人工智能、云计算、大数据等新职业)。
- **传统财政、货币、产业政策还有多大空间? 我们认为货币政策定向宽松、空间尚在, 而致力于稳消费的产业政策从提高供给质量, 培育内生动力入手, 将成为未来主要看点:** (1) 货币政策在位待命: 当前大型存款类金融机构存款准备金率已经突破 2008 年宏观调控后的低点 15.5%, 达到 13.5%, 但距离上世纪 90 年代末 6% 的水平还有很大的调降空间, 降息不失为一个选项, 预计将以 LPR 利率降低的形式出现。尽管尚有空间, 给予薄弱部门以定向支持仍然是重心所在, 不会大水漫灌, 我们测算认为一季度天量社融很难再现, 社融存量增速高点在 7、8 月份, 全年增速为 10.6%; (2) 专项债新政带来制度突破, 稳基建仍然是下半年关键词; (3) 财政政策受到年初赤字率与编制完成的预算制约, 下半年变数已经不大, 以供给侧改革、高质量发展为目标的产业政策将是下半年的主旋律, 尤其是稳消费 (改善传统购物的环境和设施、推动汽车、家电、消费电子产品更新、为养老、家政、幼托等服务业提供良好环境等等); (4) 资本市场方面: 利用资本市场哺育初创、高科技企业, 房地产市场方面保障合理住房需求。
- **政策的约束何在? (1) 年初至今快节奏“稳增长”, 导致财政开支与发债募资进度均高于预期, 制约下半年财政资源; (2) 金融监管体系逐步走向完善的大方向不变, 以往的监管空白仍将持续填补, 尤其是小额信贷、互金平台、金控集团。**
- 风险提示: 美国对华贸易摩擦出现反复, 大幅扰动中国企业家投资信心; 稳增长政策后续力度不足, 基建增速失去支撑。

目录

引言	3
民间投资改善或需明年	3
非国有上市公司短债比例继续提高但有所收窄	6
库存周期显示工业企业增长动力改善或需明年	9
面对外部风险，政府还有哪些政策工具储备？	11
历史上有哪些超常规举措？	11
腾挪财政资金（改变部分预算内资金的用途）	13
增加开支计划（如增发国债、发行特别国债）	13
加大力度稳外贸	14
稳就业如何破题？	14
高规格开展相关工作	16
稳字当先，省内解决，因地制宜	16
利用职业教育与培训吸收一部分劳动力	17
传统政策还有多大空间？	19
货币政策：定向放松，在位待命	19
稳基建：专项债新政带来制度突破	23
稳消费：提高供给质量，培育内生动力	23
资本市场：发展直接融资，降低稳增长带来的杠杆增量	27
约束何在？快节奏“稳增长”与结构性去杠杆	28
年初至今进度高于预期，制约下半年财政资源	28
结构性去杠杆与防风险	29
风险提示	30

引言

开年以来宏观经济好于预期，首个季度 GDP 增速即出现企稳，然而进入二季度后，部分数据转冷，叠加中美贸易摩擦反复多变，市场对国内经济未来走向的担忧与分歧有所加剧，即便 G20 中美元首会晤释放积极信号，后期谈判的艰巨性和长期性也已经成为不容忽视的变量，影响对国内经济的判断。

这种担忧区别于去年年末——当时经济下行态势明确，甚至工业品价格存在通缩风险，政策密集出台以托底经济成为共识。但到今年，一系列大力度、超预期的稳增长政策已经释放（如 2 万亿减税降费、多次降准、一季度天量社融、财政开支前置），货币政策开始面临一季度经济企稳、通胀上行、结构性去杠杆目标重现等等因素的制约，这也意味着在“政策对冲内外部压力”与“国内长期追求高质量发展”之间必须取得平衡。

在此背景下，对宏观经济进行前瞻，就意味着要解决几方面的问题：（1）当前的经济增速很大程度上由政策拉动实现，这一增长动能能否传导到企业？（2）未来政策力度怎么看，我们是否拥有足够的工具去应对外贸、科技乃至传导到经济各个部门的压力，政策空间有哪些制约？（3）居民消费的动力来自何处，稳消费由何处着手？本文作为 2019 年年中宏观经济展望，试图通过回答以上几个问题，来理解当下经济的特征，探究之后的演绎方向。

民间投资改善或需明年

1-5 月，固定资产投资累计增速 5.6%，前值 6.1%，结束了自去年 9 月起的连续改善，第 2 个月呈现下滑，民间投资增速更低，5 月累计同比 5.3%，前值 5.5%，今年以来不断走弱。

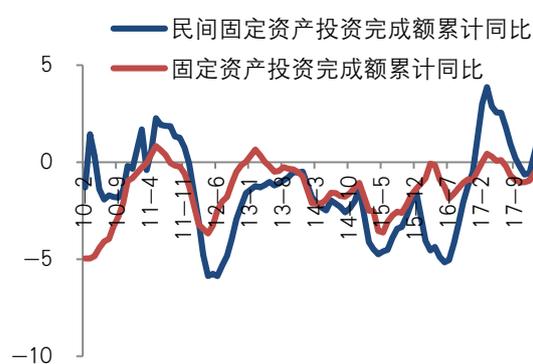
我们用扣除过去一年均值后的增速来衡量其变化，可以发现民间固定资产投资增速的下探更加明显。从稳增长政策的角度，这一现象不难理解——经济下行，民间部门感受更为直接，投资相应减少，但政府及国有企业是“稳增长”的主要执行者，受到基建项目与财政支出的驱动，下行幅度相对小，加总后就造成了民间弱于整体的现象。

图 1：民间投资与整体固定资产投资增速（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：民间投资与整体固定资产投资增速（扣年均值，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

在货币相对宽松，私营企业加杠杆幅度更大（相比去年年末，私营企业资产负债率提高 1.7 个百分点，而国有企业降低 0.4 个百分点）的背景下，为何杠杆未能带来投资增速的提升？我们认为，两者并不存在稳固的联系，即宽信用不一定能带来民间投资的提升。

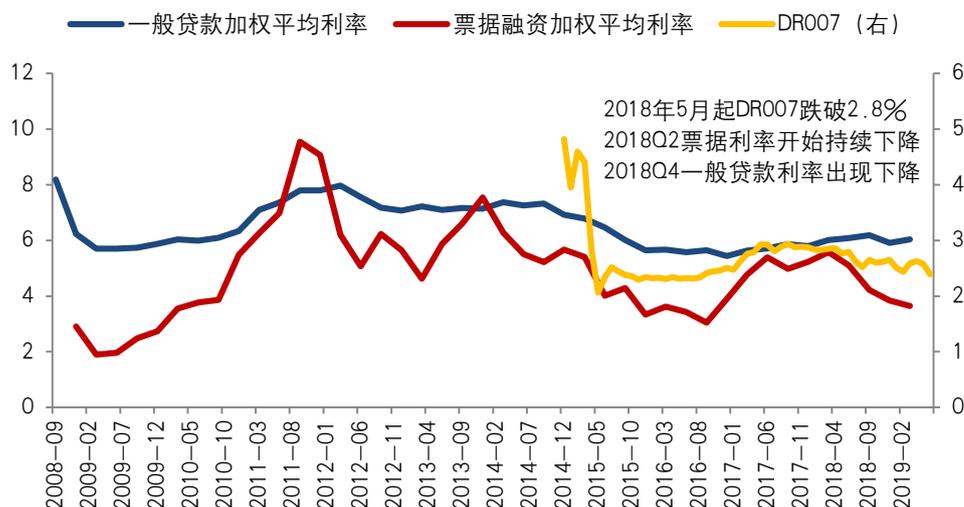
从 2018 年 7 月国务院常务会议和政治局会议先后召开，奠定稳增长政策基调，到 2019 年 4 月央行货币政策委员会一季度例会、政治局会议、财经委员会会议三会连开，基调不变但超预期宽松降温，扶植小微和民营企业、打通货币政策的传导渠道、拒绝“大水漫灌”，就一直是政策部署的要点。从采用的货币政策工具来看，本轮边际宽松没有降息，而是盯住 DR007 等更加反映资金市场供需的利率指标，避免人为干涉存、贷款利率，不因为经济下行压力而偏离利率市场化的进程。

强调灵活性和市场化，就格外要求传导链条的通畅，而从效果来看这一链条不可谓不通畅。从银行间利率下降（2018 年 4 月），到一般贷款利率下降（2018Q4）间隔了约半年时间，2019 年 3 月社融存量增速企稳回升，期间企业中长期贷款增速波动较大，但多次出现阶段性的改善信号。

表 1：近 4 次政治局会议对稳增长政策的表述演变

会议	要点
2019 年 4 月政治局会议	1、认为一季度经济数据较好：“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好” 2、首次承认“体制性”问题：“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难” 3、首次提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求” 4、再提财政、货币政策基调“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度” 5、重提“结构性去杠杆”
2018 年 12 月政治局会议	1、坚定信心，积极有为：“要辩证看待国际环境和国内条件的变化，增强忧患意识，继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期，坚定信心，把握主动，坚定不移办好自己的事”
2018 年 10 月政治局会议	1、对当前形势的判断较为严峻：“当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策” 2、针对广受关注的民营企业经营问题，会议要求“坚持‘两个毫不动摇’，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”
2018 年 7 月政治局会议	1、对经济环境的判断出现变化：“当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化。要抓住主要矛盾，采取针对性强的措施加以解决” 2、再提扩内需，“积极的财政政策……要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用” 3、首次提出“六稳”，即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期 4、将补短板作为重点任务：“加大基础设施领域补短板的力度”

数据来源：新华社，东方证券研究所

图 3：本轮宽松中，利率降低的传导链条呈现为银行间利率→票据利率→一般贷款（%）


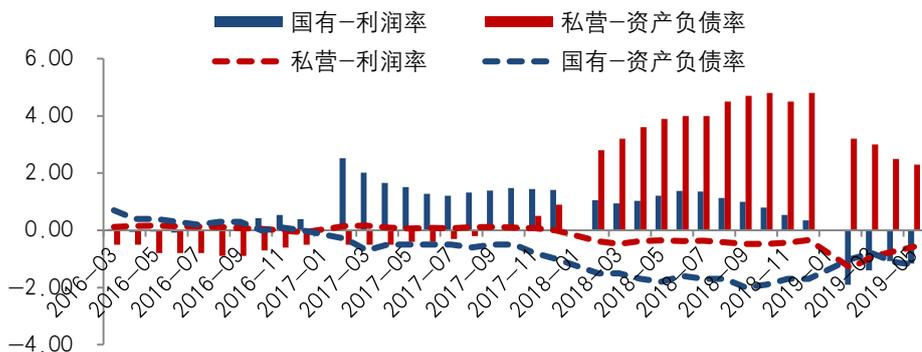
数据来源：Wind，东方证券研究所

流动性放宽意味着经济各部门存在了加杠杆的可能性，环比来看确实有明显上升。5 月份采矿、制造业杠杆率分别为 59.5%、55.9%，去年年末为 58.8%、55.5%。私营企业较国有企业加杠杆速度更快，体现出了对宽信用更大的弹性，目前国有企业资产负债率 58.3%，较去年年末降低 0.4 个百分点，私营企业资产负债率 58.1%，较去年年末提高了 1.7 个百分点。

但值得注意的是，在充分考虑季节性因素的情况下，加杠杆并没有环比数据所显示的那么显著，也并非货币宽松后才开始。历年一季度银行有“早放贷早获益”的动机，和去年同期相比，今年一季度末私营工业企业资产负债率较去年同期高 3 个百分点，这一增量低于去年下半年的水平（4 个百分点以上），且 4、5 月份有进一步回落。考察宽信用之后上市公司债务结构的变化也可以看到，银行信贷的增加不甚明显：在 26 个申万（剔除金融）行业中，仅 11 个行业长短期借款/总资产相对去年同期出现提高，主要集中在 TMT（电子、计算机、通信、传媒）和中游制造（机械设备、电气设备、国防军工、汽车）。

加杠杆并不迅猛，是否是由于去年上半年信用过于紧张，导致企业有更强动力降低负债？并不尽然。区分资产、负债端可知，当前（5 月）私营企业负债同比增速 8.9%，去年中枢 8.6%，2、3 月份更双双超过 10%，系 2015 年以来新高，因此近期资产负债率的变化仍由资产、负债两方面所共同驱动，并非简单的“加快还债”现象。

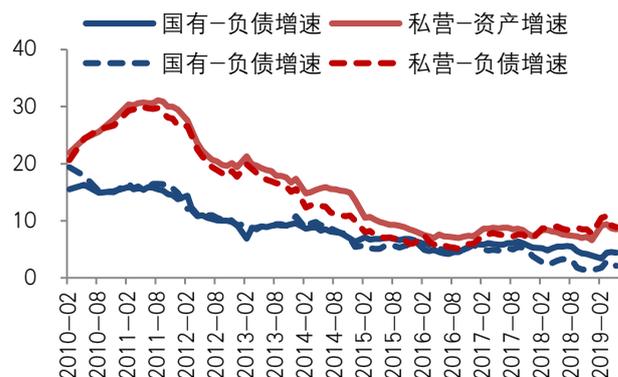
宽信用的政策环境为企业提供了加杠杆的可能性，但企业利润率降低所体现的盈利能力不足是企业不断加杠杆的主要原因，民间投资也难以仅仅因为货币政策宽松而提高。早在去年年初甚至 2017 年年末，私营企业资产负债率（需要注意的是，2018 年统计局开展了加强统计执法、剔除重复计算、非工业生产经营活动剥离等举措，对数据的前后可比性产生一定影响，但年内的增减趋势仍有一定参考价值）就已经进入了上升通道，与利润率的持续降低一致，同期国有企业集中的上游行业正在进行供给侧改革，对去杠杆的要求更严且行业格局的改善带来了相对稳健的利润率，其资产负债率也因此呈现了与私营企业完全不同的走势。

图 4：国有、私营工业企业利润率与资产负债率（均扣除过去一年均值，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：整体工业企业利润率变化（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：国有、企业资产、负债扩张速度（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

展望后续，我们认为利润率有望改善。尽管目前私营、国有企业利润率双双低于去年同期水平，企业加杠杆冲动仍在，但考虑到今年的减税降费措施力度前所未有，未来利润率或继续改善，对需求下滑、盈利下行起到一定缓解作用——增值税是价外税，企业可以提高含税价格将其转嫁到下游，最终由消费者全部承担，因此增值税税率的降低不一定能带来利润的提高，但实际上，由于各个行业普遍存在价格刚性，增值税改革对企业利润仍然存在利好，从扣除过去一年均值后的利润率来看，所有工业企业利润率的变化在 17 年较为强劲，18 年整体下了一个台阶，19 年更是由正转负，但当前几个月幅度有所收窄，可能是一个向好的信号。

非国有上市公司短债比例继续提高但有所收窄

如何对投资增速进行考察？一些常用的指标包括企业家信心指数、企业信贷等等，但这些指标都有缺陷：

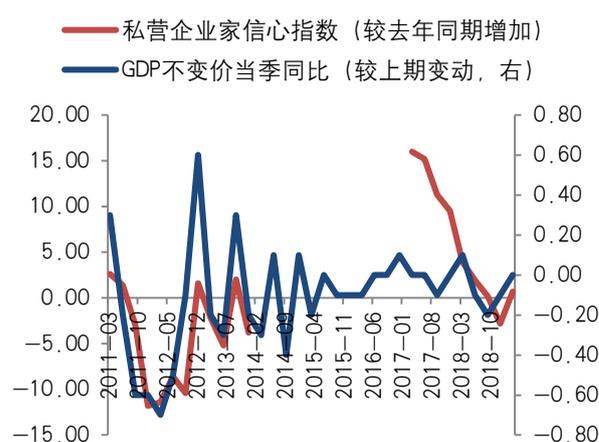
(1) 私营企业家信心指数：该指标与民间固定资产投资增速相关性很强，但今年一季度出现分化，部分原因在于季节性因素：2017、2018 年 Q1 企业家信心都出现了短暂的提高，不代表之后能够

维持。此外,尽管企业家信心与投资增速相关,这一指标更可以被看作是宏观经济增长的同步指标,比较企业家信心(相比去年同期变化以剔除季节性因素)与GDP增速(较上期变化)可以发现,两者相关性非常强,即信心水平是随着宏观经济增长的波动而波动的;

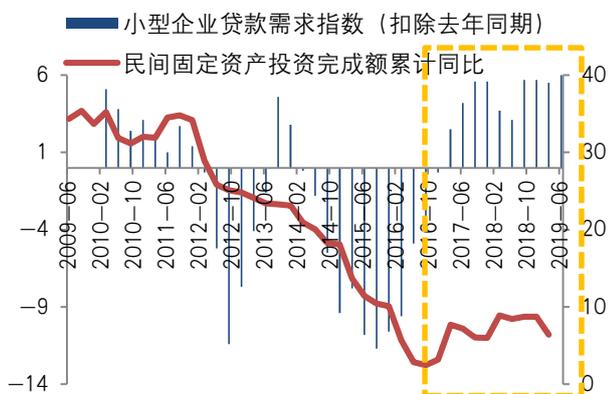
(2) 贷款需求指数与企业中长期贷款增速:用这两个指标指代信心的变化在直观上非常容易理解,但前者存在明显缺陷:如我们前文所分析,贷款需求指数并不能表明企业的经营信心,尤其是去杠杆后民营企业对信贷的需求未必出于投资,而是与盈利能力下降,对资金的需求增加有关,近两年来,小型企业贷款需求指数(相比去年同期变化以剔除季节性因素)明显攀升,民间固定资产投资增速却在走低;而对于企业中长期贷款增速来说,不仅受到前述因素影响,且混合了政府基建投资获得的贷款,历史数据来看,企业中长期贷款增速与基建增速一致性很强。

图 7: 私营企业家信心与民间投资增速 (%)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 8: 私营企业家信心与 GDP 增速 (%)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 9: 小型企业贷款需求指数与民间投资 (%)


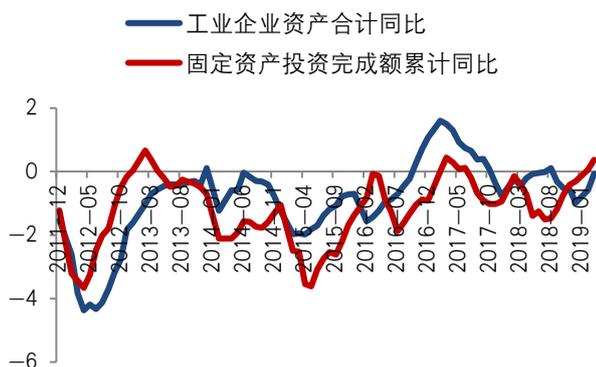
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 10: 基建增速与企业中长期贷款增速 (%)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

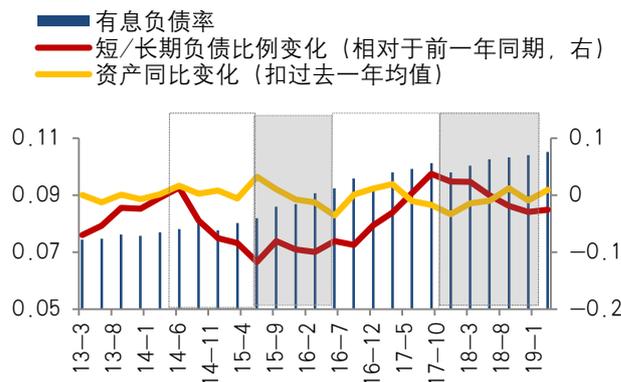
那么如何判断企业的投资意愿？我们认为企业的债务期限结构有一定参考价值。考察整体上市公司数据，通过短/长期有息负债=（短期借款+短期应付债券）/（长期借款+长期应付债券）来考察债务结构（相比金融机构长、短期贷款余额，这一指标包含了债券）来看，上市公司总体处在长期负债比例扩张的阶段，去年 Q3 起短/长比例跌破 30%，之前已连续 5 个季度高于 30%（最新季度数据显示有小幅度的反弹）。对比上市公司的资产增长可以发现，短/长期债务比例与资产增长呈现负相关关系，即上市公司的负债越倾向于长期，则资产的增速越快，由于资产的增长往往需要投资来实现，因此可以认为长期负债有利于投资。

图 11：固定资产投资与资产增速（均扣除过去一年均值，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：上市公司的资产增长与债务结构（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

但如果将上市公司实际控制人为国资委、国家机关的企业与其他企业进行区分，可以发现，在考虑季节性因素的情况下，非国有企业的债务结构正在趋向于短期化，尽管变化幅度正在收窄，但 2019Q1 的短/长债务比例仍比去年同期高 0.76 个百分点，这种增长已经延续了 7 个季度，而国有企业的情况恰好相反，当前的债务结构正在变得长期化，2019Q1 较去年同期低 3.11 个百分点，近 3 个季度都比较稳定。此外，从资产的增速来看，非国有企业当前正处于低谷，与短期债务比例的提高相一致。

图 13：国有&非国有负债结构

—— 国有 短/长期负债率

图 14：非国有企业债务结构与资产的变化（右）

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_11710



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>