

7月是政策重要观测窗口

——宏观经济周度观察第95期

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

● 下半年经济有望企稳，7月是政策重要观测窗口

二季度经济整体偏弱，结构分化。2019年二季度制造业 PMI 均值为 49.6%，较一季度的 49.73% 回落，与出口和制造业投资增速中枢下移表现一致。而二季度建筑业 PMI 均值为 59.1%，仍然维持较高景气度，与建安投资和基建投资增速回升表现一致。制造业与建筑业景气度分化可能还会持续，第一，虽然 G20 结果比较乐观，美国暂时不再加征新的关税，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脉冲还未结束，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。第二，由于贸易摩擦具有长期、不确定性，因此无论 G20 谈判结果如何，短期内企业的贸易、投资、生产预期就会受到影响，长期内产业链发生迁移的趋势或许无法逆转。第三，出口、制造业与外部环境关联较大，国内政策（如出口退税）难以完全扭转外需回落给出口、制造业带来的压力，相反，建筑业往往受益于国内政策宽松。

下半年经济有望企稳。PMI 原材料库存季调 TC 项下行速度在放缓，原材料库存先于产成品库存变动，考虑到库存处于低位，若需求能发生边际改善，则企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，企业在 G20 前可能处于观望状态，而 G20 结果相对乐观；二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键。若如此，建筑业（内需）能够对冲出口（外需）的下滑，保守估计，产成品库存滞后于原材料库存在四季度开始回补，按照规律，经济在此之前有望企稳。

7月是下半年政策走向的重要观测窗口。按照惯例，历年7月召开的政治局会议是下半年政策部署最重要的会议之一。从经济和就业指标来看，逆周期政策应该会持续。但从价格指标来看，政策基调还存在不确定性，一方面，PPI 和核心 CPI 增速趋于下行。另一方面，由于巨大的供需缺口，下半年猪肉价格将大幅上涨，农业农村部在 6 月 26 日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升。从历史来看，猪周期与货币政策收紧存在较强的相关性，例如 2006-2007 年、2010-2011 年，刚好对应前两轮严重的猪疫情，但当时货币政策收紧还对应着需求过热。

● 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、 下半年经济有望企稳，7月是政策重要观测窗口	3
2、 6月 PMI 低位企稳	7
3、 一周高频数据观察	9
3.1、 唐山环保限产加码，生产指标全面回落	9
3.2、 原油价格上涨	9
3.3、 猪肉、蔬菜价格上涨	10
3.4、 房地产销售面积增速回落	11
3.5、 DR001 跌破 1%，跨季资金面宽松	11
3.6、 美元指数下跌，人民币升值	12
4、 本周主要关注点（2019.7.1-2019.7.7）	13

图表目录

图 1: 二季度 PMI 下行 (%)	4
图 2: 出口增速调整可能还不充分	4
图 3: 建筑业（内需）对冲出口（外需）的下滑	4
图 4: 原材料先于产成品库存调整 (%)	5
图 5: PMI 原材料库存季调 TC 项下行速度在放缓	5
图 6: 库存增速滞后于房地产周期调整 (%)	5
图 7: 建安投资领先库存增速 (%)	6
图 8: 融资指标领先库存增速	6
图 9: 库存增速触底前，经济先行企稳	6
图 10: 猪肉价格向其他肉类价格传导	7
图 11: 猪周期与货币政策收紧似乎存在相关性 (%)	7
图 12: 生产经营活动预期指数回落 (%)	8
图 13: 就业压力增加	8
图 14: 高炉开工率显著下降 (%)	9
图 15: 发电耗煤量回落 (%)	9
图 16: 油价上涨（美元/桶）	10
图 17: 猪肉价格大涨（元/公斤）	10
图 18: 蔬菜价格上涨（元/公斤）	11
图 19: 房地产销售面积增速回落 (%)	11
图 20: DR001 一度跌破 1%	12
图 21: 美元指数下跌	12
图 22: 人民币升值	13
表 1: 央行公开市场操作（2019.6.24-6.28）	12

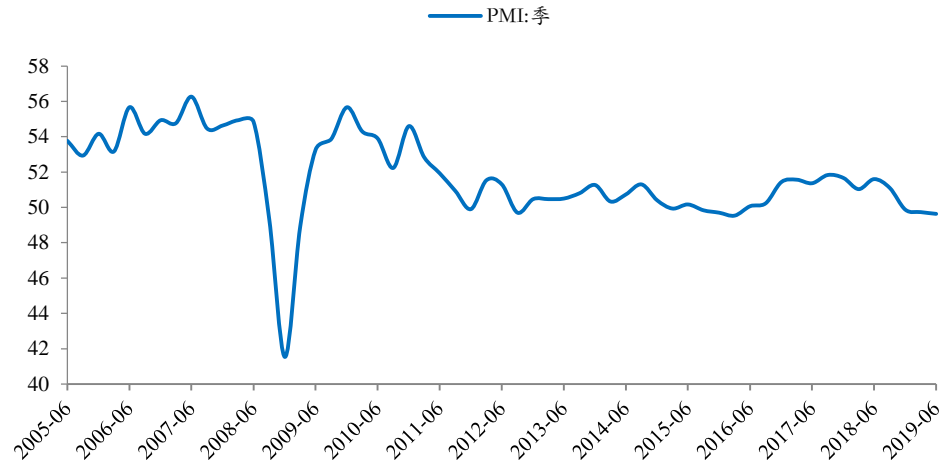
1、下半年经济有望企稳，7月是政策重要观测窗口

二季度经济整体偏弱，结构分化。2019年二季度制造业PMI均值为49.6%，较一季度的49.73%回落，与出口和制造业投资增速中枢下移表现一致。而二季度建筑业PMI均值为59.1%，仍然维持较高景气度，与建安投资和基建投资增速回升表现一致。制造业与建筑业景气度分化可能还会持续，第一，虽然G20结果比较乐观，美国暂时不再加征新的关税，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脉冲还未结束，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。第二，由于贸易摩擦具有长期、不确定性，因此无论G20谈判结果如何，短期内企业的贸易、投资、生产预期就会受到影响，长期内产业链发生迁移的趋势或许无法逆转。第三，出口、制造业与外部环境关联较大，国内政策（如出口退税）难以完全扭转外需回落给出口、制造业带来的压力，相反，建筑业往往受益于国内政策宽松。“专项债+市场化融资”政策具有信号意义；货币政策委员会2019年第二季度例会提到“外部不确定不稳定因素增多”、“适时适度实施逆周期调节”。

下半年经济有望企稳。PMI原材料库存季调TC项下行速度在放缓，原材料库存先于产成品库存变动，考虑到库存处于低位，若需求能发生边际改善，则企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，企业在G20前可能处于观望状态，而G20结果相对乐观；二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键，中国经济周期本质是房地产周期，库存周期是房地产短周期调整的结果。2018年新开工规模很大，但由于融资环境紧缩，施工和竣工增速偏低。2018年新开工面积将部分转换为2019年施工面积，政策宽松使得这一转换更加顺畅，同时竣工仍在低位，这将支撑建安投资增速，但前提是融资环境较2018年改善这一逻辑没有被破坏，若如此，建筑业（内需）能够对冲出口（外需）的下滑，保守估计，产成品库存滞后于原材料库存在四季度开始回补，按照规律，经济在此之前有望企稳。

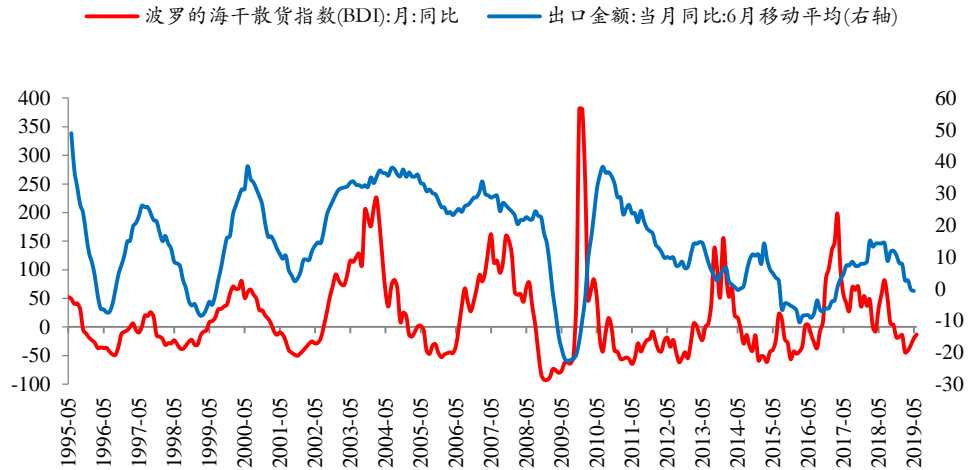
7月是下半年政策走向的重要观测窗口。按照惯例，历年7月召开的政治局会议是下半年政策部署最重要的会议之一。从经济和就业指标来看，逆周期政策应该会持续。但从价格指标来看，政策基调还存在不确定性，一方面，PPI和核心CPI增速趋于下行，6月PMI出厂价格和原材料购进价格指数均大幅回落，叠加基数抬升，PPI增速调整幅度可能变大，同时，5-6月油价同比降幅持续扩大，就业指标走弱，加上减税可能拉低非食品价格增速，核心CPI增速可能也继续回落。另一方面，由于巨大的供需缺口，下半年猪肉价格将大幅上涨，农业农村部在6月26日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升。从历史来看，猪周期与货币政策收紧存在较强的相关性，例如2006-2007年、2010-2011年，刚好对应前两轮严重的猪疫情，但当时货币政策收紧还对应着需求过热。

图1： 二季度PMI下行 (%)



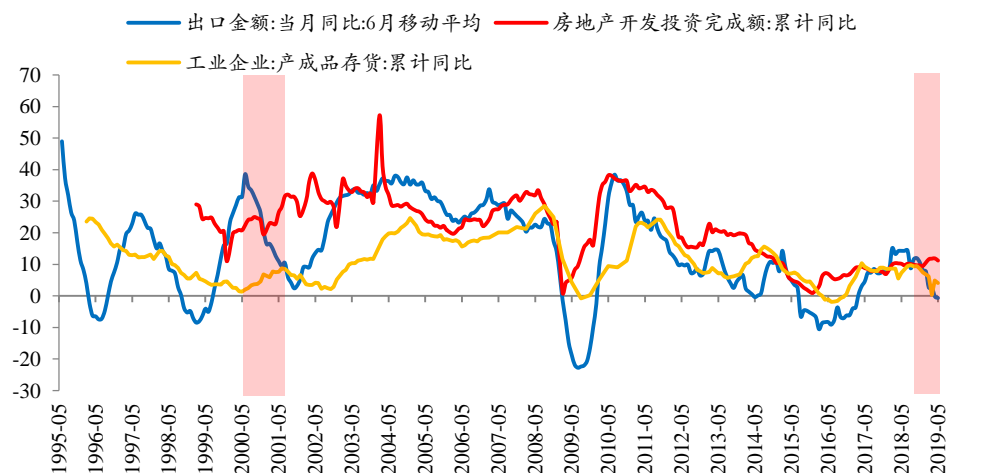
资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图2： 出口增速调整可能还不充分



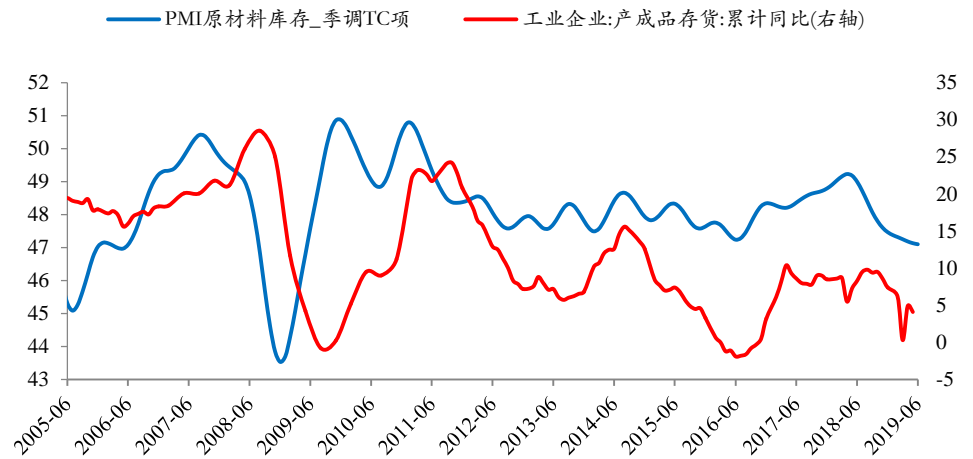
资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图3： 建筑业（内需）对冲出口（外需）的下滑



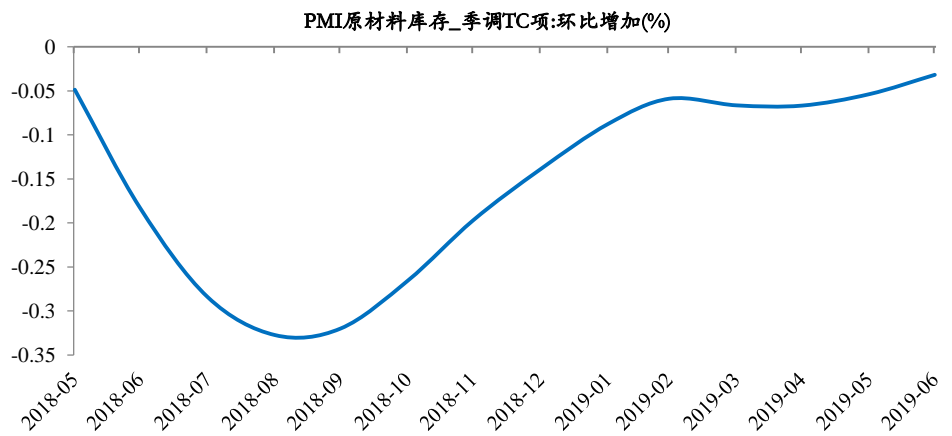
资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图4： 原材料先于产成品库存调整 (%)



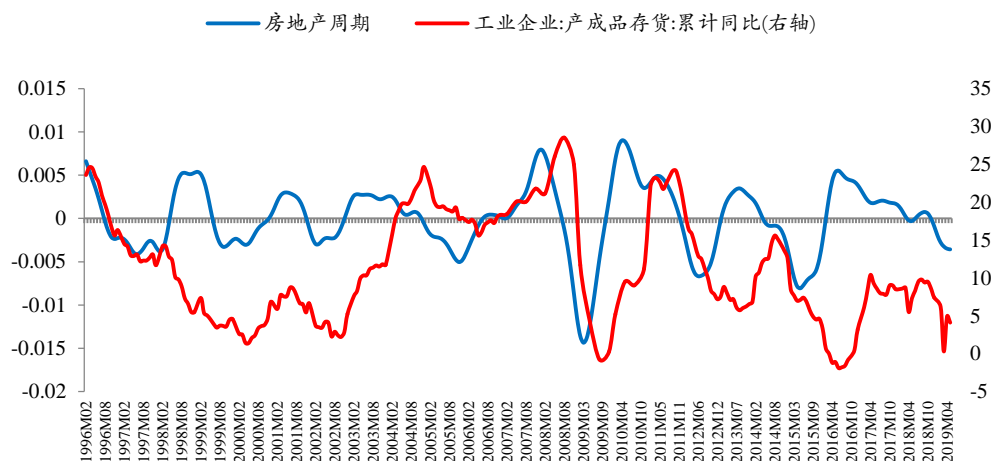
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： PMI 原材料库存季调 TC 项下行速度在放缓



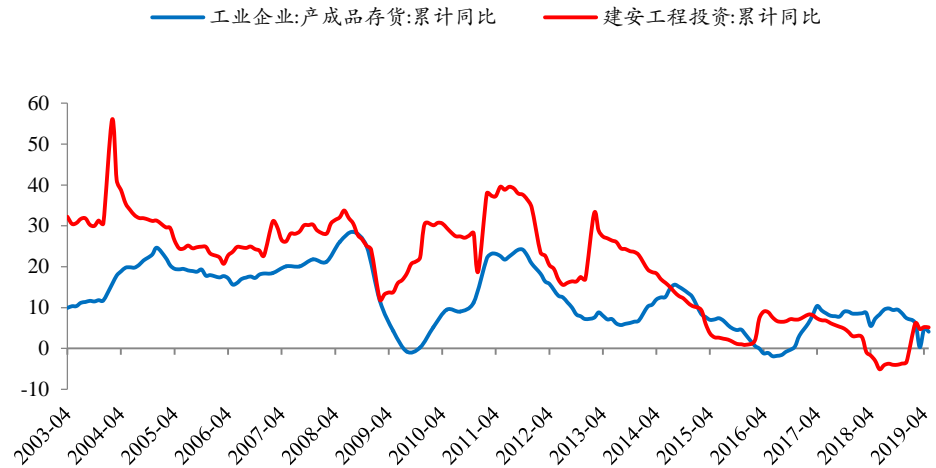
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 库存增速滞后于房地产周期调整 (%)



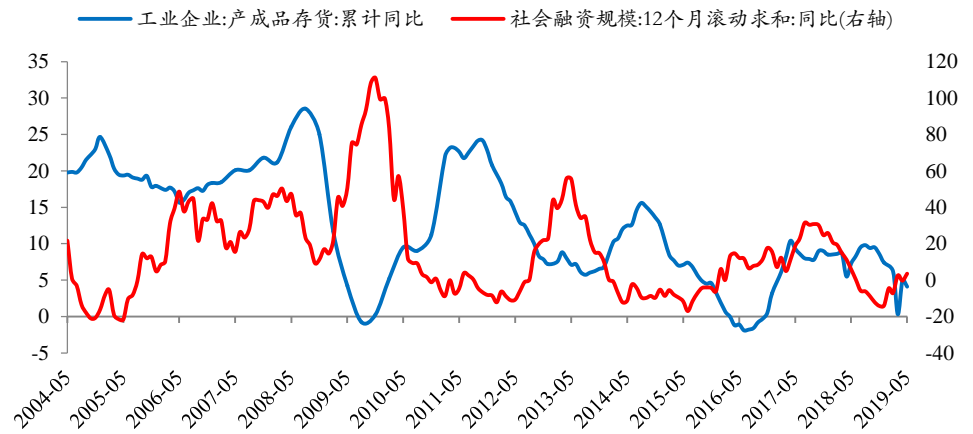
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 建安投资领先库存增速 (%)



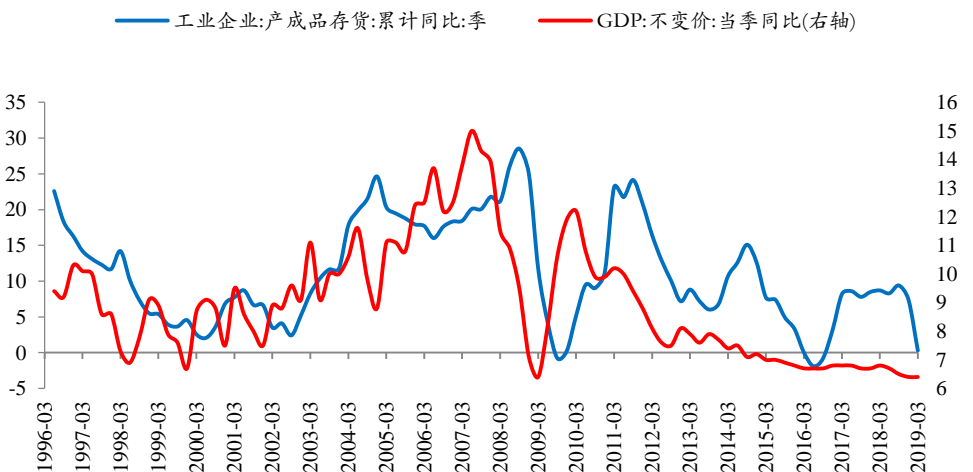
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 融资指标领先库存增速

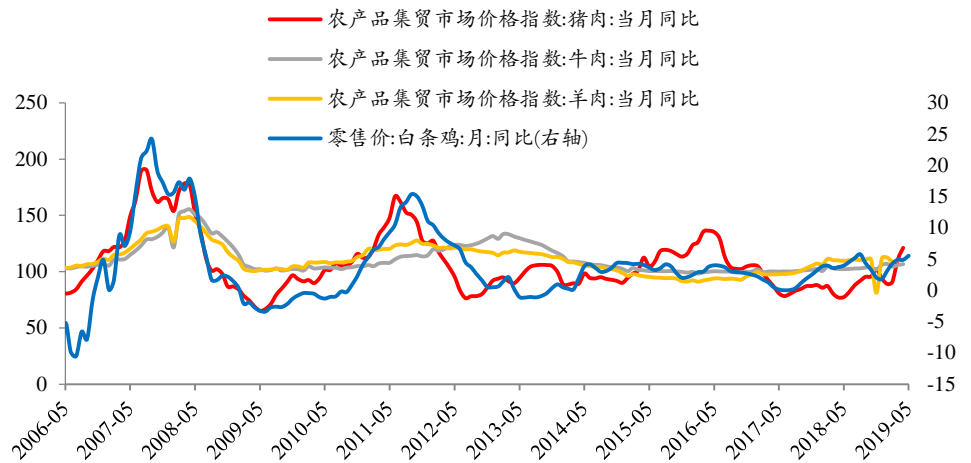


资料来源：Wind，新时代证券研究所

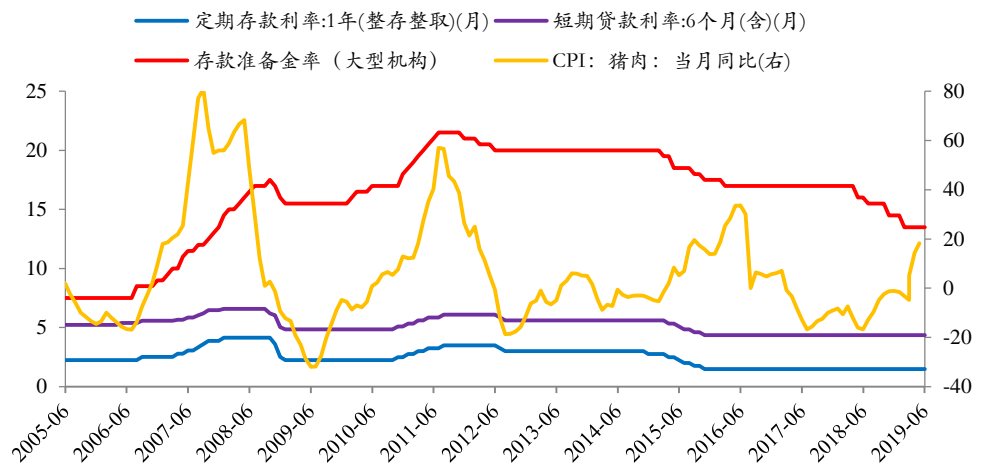
图9： 库存增速触底前，经济先行企稳



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10：猪肉价格向其他肉类价格传导

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：猪周期与货币政策收紧似乎存在相关性（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、6月PMI低位企稳

6月PMI持平于49.4%，各分项指标涨跌互现，生产、新订单、从业人员指数拉低PMI，原材料库存、供货商配送时间拉升PMI，我们对各细分项数据理解如下。

其一，生产指数回落，一定程度上可能与G20前企业处于观望状态有关。生产指数回落0.4个百分点至51.3%，企业生产经营预期指数回落1.1个百分点至53.4%，一方面，新订单指数继续回落至49.6%，需求端疲弱仍制约生产；另一方面，企业在G20前处于观望状态，生产预期相对谨慎。

其二，外需拖累新订单回落。新订单指数回落0.2个百分点，主要受外需拖累，新出口订单回落0.2个百分点至46.3%，相对而言，内需表现较为稳定。对于外需回落，G20之前出口企业处于观望状态影响斜率，海外经济放缓则影响趋势。

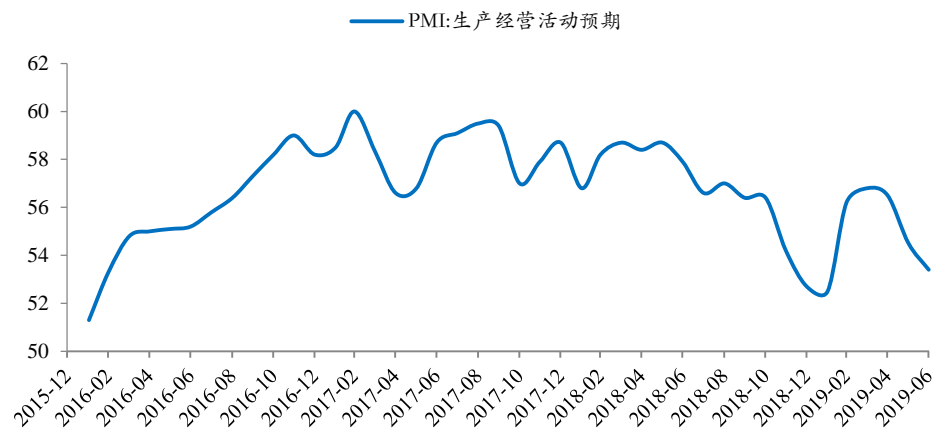
其三，原材料库存回补需要继续观察。一般而言，原材料库存与价格指数在趋

势上一致，5月原材料购进价格指数大幅下降，而原材料库存指数从47.4%回升至48.2%，原材料库存连续2个月回补，受增值税减税扰动，4月原材料库存大幅回落，库存水平降至低位，5-6月可能是正常回补，由于原材料库存先于产成品库存调整，原材料库存回补趋势需要继续观察。

其四，价格指数大降，6月PPI增速或继续下行。出厂价格指数从49%降至45.4%，原材料购进价格指数从51.8%降至49%。同时，从高频数据来看，5月大宗商品价格指数(BPI)环比降幅从0.67扩大至2.36%，6月(截至6月29日)BPI环比降幅为-2.27%；5月流通领域重要生产资料价格环比增速从-0.43%下降至-1.7%，6月中上旬环比降幅扩大至2.3%。综合来看，6月PPI环比增速很可能出现下滑，同时，基数继续抬升，预计6月PPI同比增速出现回落。

其五，就业压力继续增加。从业人员指数继续降低至46.9%，为历史同期最低，同时，6月BCI企业招工前瞻指数从67.83%显著降低至61.15%，反映就业压力增加。一方面，制造业与外部环境关联很大，贸易摩擦升级固然影响出口企业预期，然而贸易摩擦的不确定性通过产业链转移等途径影响就业偏长期，即便贸易摩擦不加剧，外需放缓下，制造业的就业压力可能也会加剧。另一方面，BCI指数代表中小和民营企业，一是与贸易环境有关，二是与信贷货币指标回归中性有关。

图12： 生产经营活动预期指数回落 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 就业压力增加

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_11726

