

主要结论

政策方面：我们从产出缺口、货币流动性以及政府杠杆率三个角度来分析，认为今年上半年货币投放的量明显得加大，节奏明显提前。所以对于下半年来说，货币政策的执行空间并不是很大，即使降息降准对于经济的拉动作用也不会太明显。整体流动性或会小于上半年。但由于国内经济下行压力较大，各部门杠杆率较高，不排除会从房地产政策、基建、棚改方面寻找新的突破口。

人民币汇率方面：我们从国内外宏观环境以及中美利差三个方面对比人民币在2018年4月的状态，认为人民币未来破7的可能性较小，没有大的贬值基础。

中美贸易方面：中美贸易从5月份的冲突升级到6月份的缓和，市场渐渐适应了事件冲击带来的波动，但是我们始终认为，中美贸易不仅仅是贸易问题，谈成贸易框架并不是一件困难的事，但是中美贸易涉及到的有关于中国发展模式和结构改变的问题，将会是一个长期且持久的问题。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

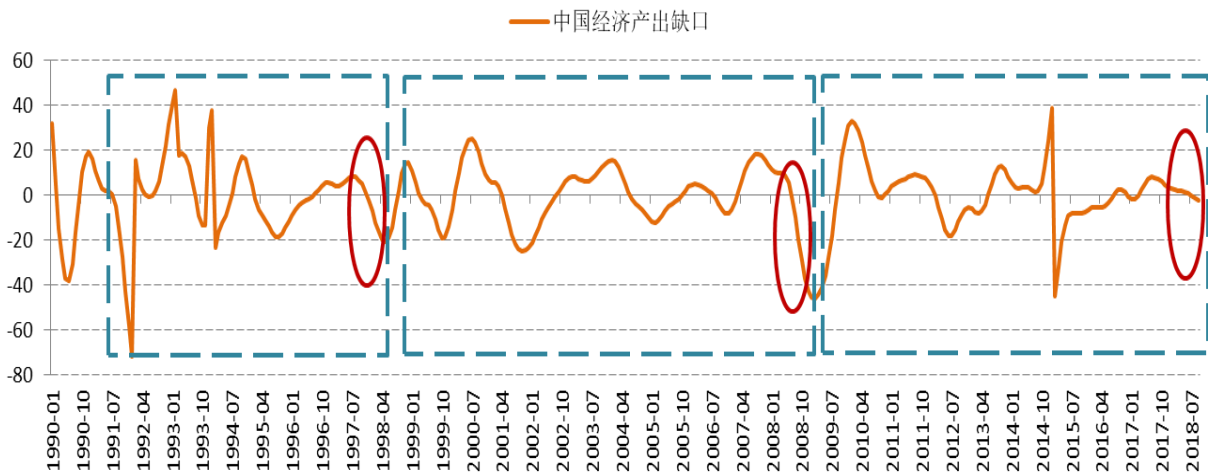
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

中国经济数据细致解读

一、政策方向：从三个角度观察贸易冲突下政策的发力点

A 从产出缺口角度看宽松的刺激政策只能推升通胀：上半年1季度货币执行报告中，非常罕见的提到了，当前经济的产出缺口接近于0，产出缺口的公式是： $(\text{实际产出缺口} - \text{潜在产出缺口}) / \text{潜在产出缺口}$ 。即产出缺口表示的是实际经济产出相较于潜在经济产出的偏离度，而潜在经济产出指的是一国在一定时期内可供利用的经济资源在充分利用的条件下所能生产的最大产量，也就是该国在充分就业状态下所能生产的国内生产总值。当前产出缺口趋于0也表示，经济已经达到了其最大的产出效率。过多的宽松经济政策的刺激只能推升物价的上行，但是对于经济拉动作用非常的少，这也是我们认为从产出缺口的角度来看，宽松经济政策可以实施的

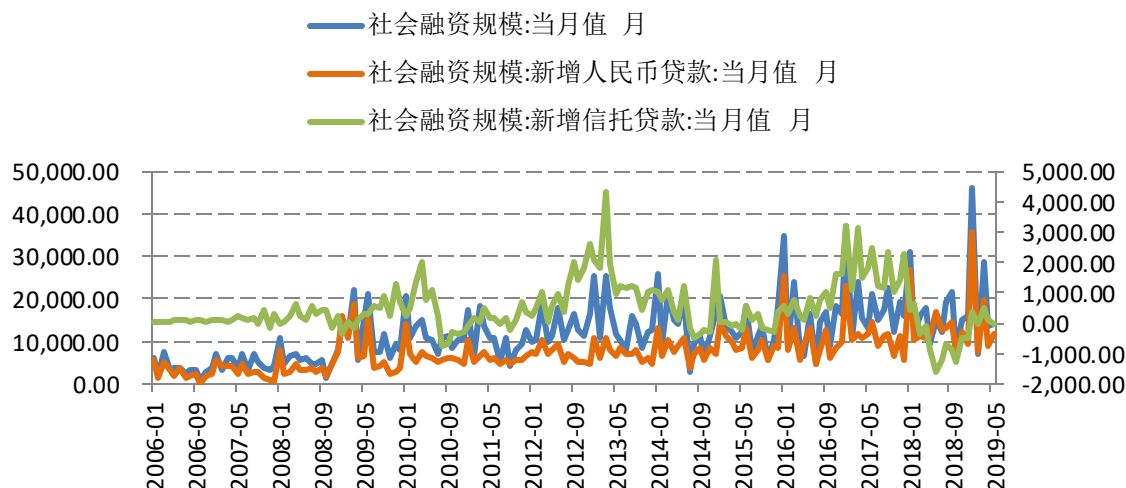
图：中国产出缺口



数据来源：wind 国信期货

B 从货币投放的角度来看节奏提前空间缩小：根据2019年政府工作报告，2019年全年M2增速需要和名义GDP增速相匹配。预计今年名义GDP增速在8%-9%之间，则M2的增速则也会在7%-8%之间，2018年整体M2总体增量预计在12-13万亿之间，但是我们通过观测新增贷款以及新增信贷规模发现，今年1-5月份整体货币投放规模已经占全年投放的50%，即今年货币投放节奏整体来看是前移的，规模上来看是扩大的。所以根据今年规模和节奏来看，除非投放的口子扩大，今年下半年货币投放的空间有所减小。

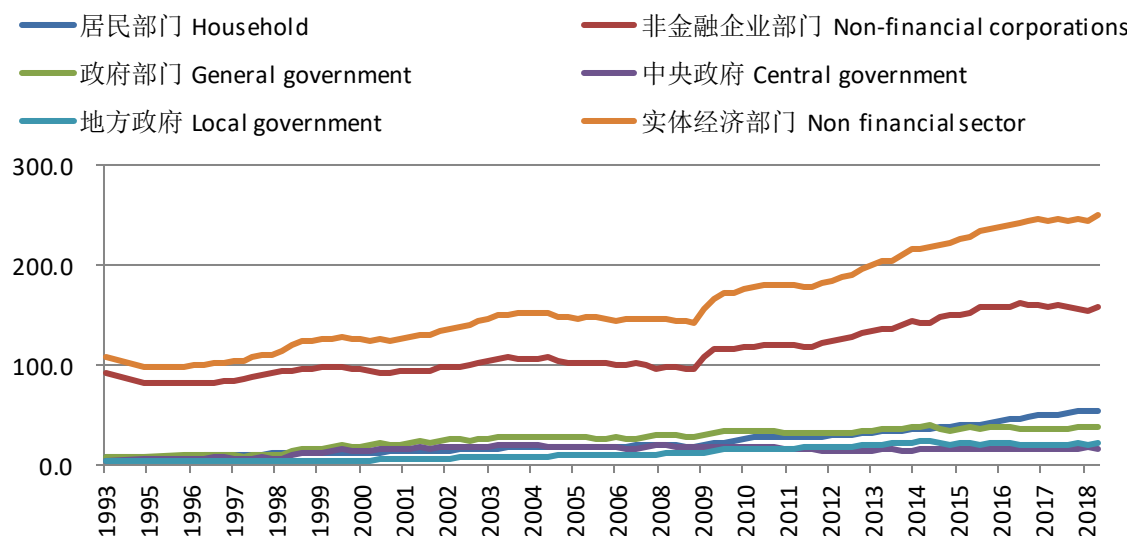
图：信贷投放规模



数据来源: wind 国信期货

C 从政府的杠杆率来看，2019年地方政府债务杠杆率已经回到2016年的高位：中共中央办公厅和国务院办公厅在6月10日发布通知称，允许将地方政府专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持，鼓励专项债券发行时采取本金分期偿还方式。受中美贸易冲突升级的影响，净出口方面预计从7月份之后将会面临一定的下行冲击。在拉动经济的三驾马车之中，分为消费、投资和净出口。虽然净出口的占比最低，但是他的变动对于经济增速的冲击较大。所以当前政府放开专项债的投资范围也在情理之中。从前4个月的经济数据来看，虽然1季度资金投放规模力度空前，但对于基建投资来说，并没有出现比较明显的成效。而地方债主投的范围就是交通运输和公共服务类，预计将释放资金缺口4000亿左右，预计将撬动新增基建投资约1.2万亿。值得注意的是，此次在通知中，额外规定了对于合规项目不认定为隐形债务问责情形，或会刺激地方政府加快基建投资的热情。但是我们也注意到了一件事情，即2015年的时候国家也曾经设立专项基金支持基建，但是随着政府和企业部门的债务和杠杆率的迅速上升，该基金逐渐淡出市场。值得注意的目前政府的杠杆率已经接近于2016年的杠杆率的高点，所以未来用基建来撬动经济增长的空间也并不大。

图：国家杠杆率

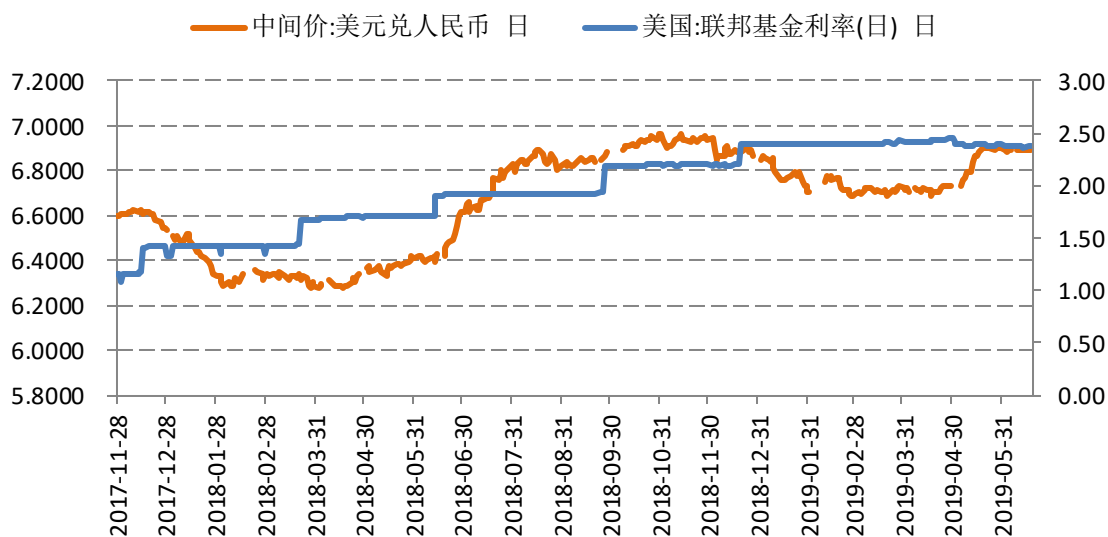


数据来源: wind 国信期货

二、人民币汇率大概率不会破7：从3个角度来分析

人民币自从811汇改之后便进入了有管制的浮动区间中，我们从三个角度来看人民币汇率未来的走向。首先从国内宏观环境来看，人民币2015年以来有两次跳贬接近于7，一次是2018年7月份，美国对中国实施关税，另一次则是2019年5月，特朗普突发推特向中国征收3250亿美元的关税，人民币再次跳贬至6.98。但是我们来看一下这两次的宏观环境，首先，国内流动性相较于2018年7月，货币政策的方向不同，当时是紧货币紧信用，但是现在的货币政策方向已经转向了宽松，并且叠加1季度大规模的释放，流动性的相对宽松已经成为一个既定事实，所以从国内流动性来看，人民币没有到大幅贬值的基础。其次，从国外环境来看，决定人民币涨跌最重要的因素，是美联储的加息预期。但是我们发现2018年4月份的时候美联储还处于加息周期中，但是现在美联储在一季度的时候已经停止了加息，并且今年下半年降息的可能性正在加强，所以当前人民币的外部下行压力有所缓解。最后从中美利差的角度来看，当前中美利差稳定在中枢位置，资金并没有大幅流入流出的危险，所以当前人民币没有重大的贬值基础。

图：联邦基金利率与人民币走势



数据来源: wind 国信期货

三、中美贸易争端再起：但总体还是谈而不崩的状态

特朗普5月份开始对中国加征关税意味着中美贸易战硝烟再起，而6月底对于谈判态度的妥协也意味着现在中美贸易处于谈而不崩的状态中。我们对于中美贸易的态度一直是，中美贸易战不完全是贸易问题，即中美之间极有可能达成关于贸易的一个框架性协议，但是涉及中美贸易的深层次利益，例如：工业补贴、中国对外开放程度以及技术转让协议等等，这些问题涉及中国根本性的发展模式 and 结构，所以中美贸易并不是贸易关税问题谈妥就能解决的，他应该是一个长期且持久的问题。交易方面我们整理了特朗普每次发表反转讲话时，商品市场的异动情况。从2018年4月份开始，特朗普在10次认为中美贸易战有所缓和的讲话中，黑色系上涨概率达到70%，在12次认为中美贸易关系紧张的讲话中，蛋白粕板块上涨概率达到60%，供参考。

四、中国经济数据细致解读

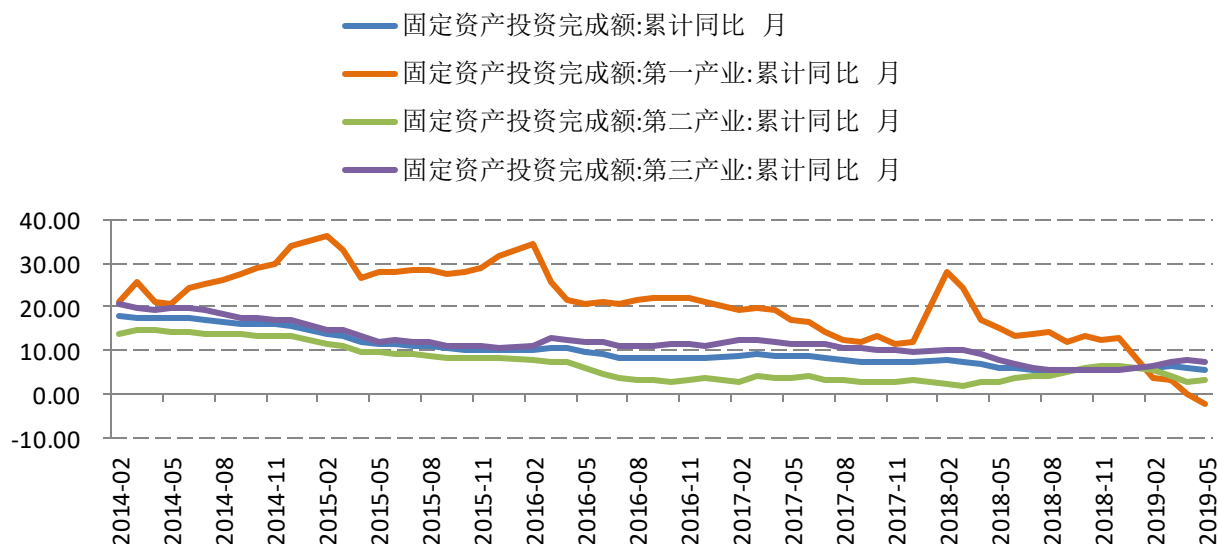
1、5月固定资产投资及房地产数据点评：固定资产投资放缓 下行压力较大

2019年1—5月份，全国固定资产投资（不含农户）217555亿元，同比增长5.6%，增速比1—4月份回落0.5个百分点。从环比速度看，5月份固定资产投资（不含农户）增长0.41%。其中，民间固定资产投资130823亿元，同比增长5.3%，增速比1—4月份回落0.2个百分点。2019年1—5月份，全国房地产开发投资46075亿元，同比增长11.2%，增速比1—4月份回落0.7个百分点。其中，住宅投资33780亿元，增长16.3%，增速回落0.5个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为73.3%。

本月固定投资数据和房地产数据均有不同程度的回落。数据中有两点值得关注：1、从固定投资来看，第一产业增速回落，但是第二第三产业增速回复明显。主要是由于采矿业和制造业的回暖。但是分项来看，基础设施建设中道路运输业投资增速放缓较为明显，但预计随着专项债投资规模的放开，未来撬动的基建规模将会上升，或会带动固定投资规模的上升。2、房地产开发投资方面，商品房销售面积持续回落，新开工面积方面依然有一定的下行压力。

固定投资数据增速节奏放缓明显，但是当前政策边际效应正在递减，宽松政策对于经济刺激作用逐渐减少，未来需要持续观察专项债后续工作的展开，或会对基建带来一定的提振。

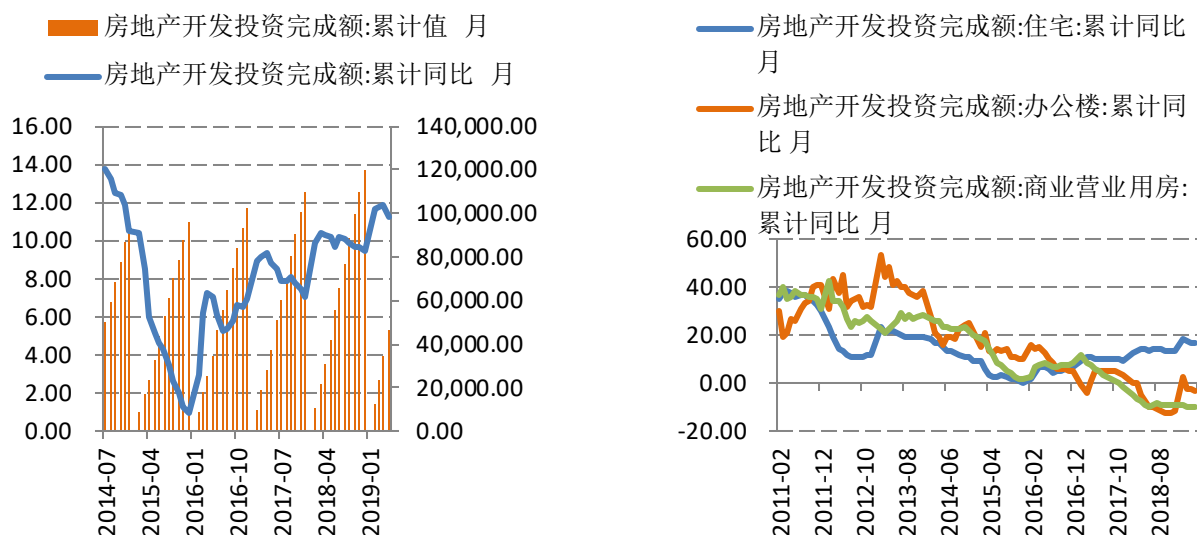
图：固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

图：房地产数据

图：房地产投资数据细分项



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

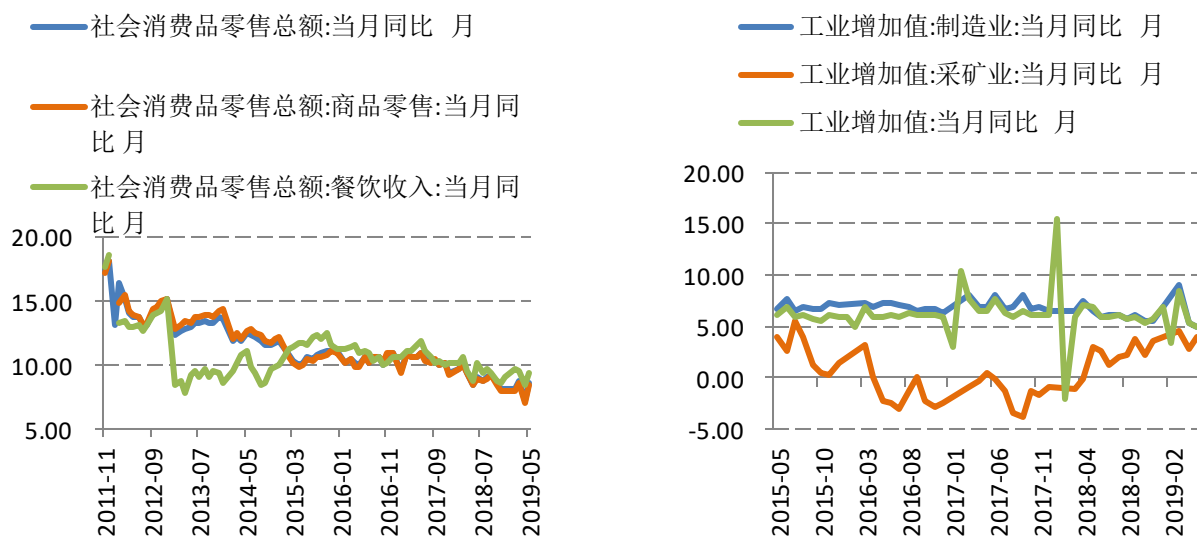
2、5月社会消费及工业增加值数据: 消费数据回暖 工业增加值创新低

2019年5月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.0%(以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率),比4月份回落0.4个百分点。从环比看,5月份,规模以上工业增加值比上月增长0.36%。1-5月份,规模以上工业增加值同比增长6.0%。2019年5月份,社会消费品零售总额32956亿元,同比名义增长8.6%(扣除价格因素实际增长6.4%,以下除特殊说明外均为名义增长)。其中,限额以上单位消费品零售额11694亿元,增长5.1%。

5月消费数据回升主要受益于节假日因素的影响,同时汽车类消费的止跌也有助于稳定消费的增速。而工业增速方面,创了17年以来的新低,主要还是受到中美贸易冲击升级影响。但是5月份的数据并不是最差的数据月份,因为3250亿美元的关税可能将推迟至7月份征收,所以5月份的数据还存在一定抢出口因素的干扰。

图: 消费数据

图: 工业增加值数据



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

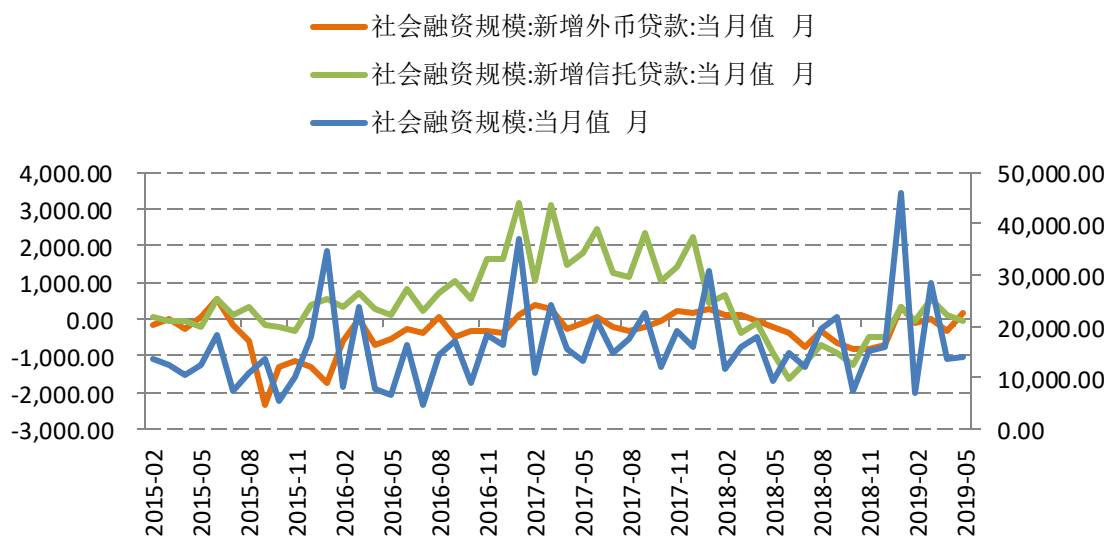
3、5月社融数据: 总体稳定 3季度增速有回落的可能

中国央行周三公布, 5月新增人民币贷款1.18万亿元, 略低于此前路透1.225万亿元的调查均值; 当月末广义货币供应量(M2)同比增长8.5%, 路透调查均值为8.6%。5月末人民币贷款余额144.31万亿元, 同比增长13.4%; 路透调查均值为13.5%。此外, 5月社会融资规模增量为1.4万亿元人民币, 与此前路透1.41万亿元的调查均值基本一致, 比上年同期多4,466亿元。

5月社融数据整体稳定, 从细分结构来看, 中长期贷款有所回落, 但仍是新增贷款的重要组成部分, 房地产韧性犹存, 部分地区市场的回暖带动了融资的需求, 但是受到中美贸易冲突升级的影响, 企业观望情绪加重, 企业方面中长期融资意愿回落。同时受到股票市场趋势下行的影响, 整体融资数量减少。

我们认为未来社融规模总体体量会维持不变甚至是回落的态势。主要有三个原因: 1、当前实体企业的杠杆率过高, 如果维持降杠杆的政策方向不变, 则未来社融规模的增速将不可避免的减少; 2、房住不炒的方向没有变化, 未来如果房地产政策趋紧, 则新增贷款的总量会有减少的可能; 3、当前产出缺口趋于0, 持续宽松的货币和财政政策的刺激对于经济的拉动作用在减少, 但确可能会造成通胀。所以考虑到这三点, 未来社融规模回落的可能较大。

图: 社会融资规模



数据来源: wind 国信期货

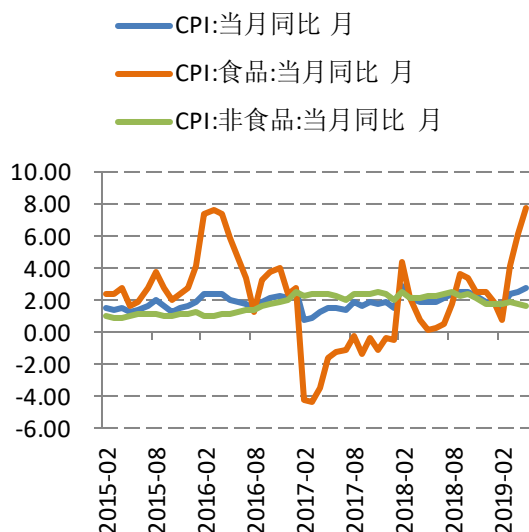
4、通胀数据: CPI上行 未来PPI或能止跌回稳

中国5月CPI同比上涨2.7%, 创2018年2月以来最大涨幅(当时为2.9%)。其中, 食品价格同比上涨7.7%, 创2012年1月以来新高(当时为10.5%)。5月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨0.6%

本月通胀数据出现了较大比例的上涨, 数据中有两点值得关注: 1、CPI方面, 食品价格及水果价格的大幅上升, 是带动本月通胀上升的主要因素, 约1.48%。但是需要注意的是, 本月通胀上行受到了季节

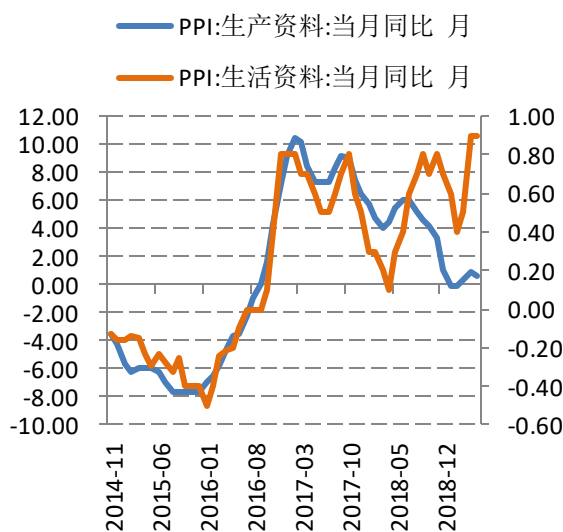
性水果上市以及翘尾因素的干扰。2、PPI方面，由于工业品价格涨幅收窄拖累数据回落。但值得注意的是，政策方面刚刚放开了对于地方专项债的投资范围，未来基建投资可被撬动的规模约在1.2万亿左右，所以预计未来PPI或会有止跌企稳的可能。

图：CPI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PPI 数据



数据来源：wind 国信期货

5、进出口数据：抢出口现象犹存 进出口数据分化

以美元计价 5 月出口同比增长 1.1%，进口同比下降 8.5%，路透调查预估中值均为下降 3.8%；进口同比降幅为 2016 年 7 月以来最大，当时降幅为 12.5%。5 月贸易顺差为 416.5 亿美元，扩大 38.3%；路透预估中值为顺差 200 亿美元。

本月数据中进出口出现了分叉，对美贸易顺差扩张幅度较大，本月数据有 2 点值得关注：1、进口方面，由于原油价格的下行，以及内需较弱，例如对于铁矿石的进口需求大幅下滑，是导致本月进口数据大幅下行的主要原因。2、出口方面，美国对于商品加征关税的时间延长至 6 月 15 日，同时 3250 亿关税最早是在 7 月初加征，所以出口数据的上行存在一定的抢出口的现象的干扰。

中美贸易冲突升级，但是由于抢出口的现象，目前数据还没有真正体现出真实的进出口现状。未来关注点还是要集中在 G20 峰会中美首脑会晤后事件的走向。

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_11827

