

经济寻底过程中仍需逆周期调节

宏观摘要：历史上08年以来，历次信用的见底最终都导致了经济的见底，信用改善带来的内需增长是过去几次经济见底的真正原因，而外需方面我们注意到无论是08年、12年还是15年出口增速均出现了下滑，而这一轮在外部经济体经济增长放缓、贸易磋商仍具有极大不确定性的背景下，仍需信贷见底刺激内需增长方能促使经济企稳。拆分信贷增长结构和经济增长结构来看，四季度经济的支撑主要来自于地产的部分支撑和基建的发力，总体而言经济企稳复苏的动力并不强，因此我们认为经济寻底过程中还需逆周期调节的发力。

此前央行行长易纲在新闻发布会上曾提到“我们货币政策主要是服务国内经济，所以我们决定货币政策也主要是以我为主，考虑国内的经济形势和物价走势来进行预调和微调”。我们预计CPI同比增速四季度仍将继续维持强势，而PPI有望在四季度实现阶段性的触底反弹。在当前的经济形势和物价走势组合下，我们认为四季度货币政策难见明显放松，而财政的发力仍应是主要的逆周期调节发力点。

策略：短期经济增长放缓，通胀上行放缓

风险点：宏观刺激政策超预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡超

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

投资咨询号：Z0014736

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[继续防范经济下行风险](#)

——宏观经济观察 002

2019-09-16

[对风险的对冲仍将延续](#)

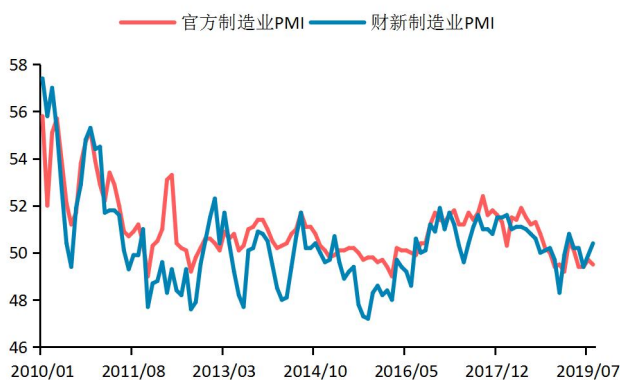
——宏观经济观察 001

2019-09-09

三季度经济数据分析

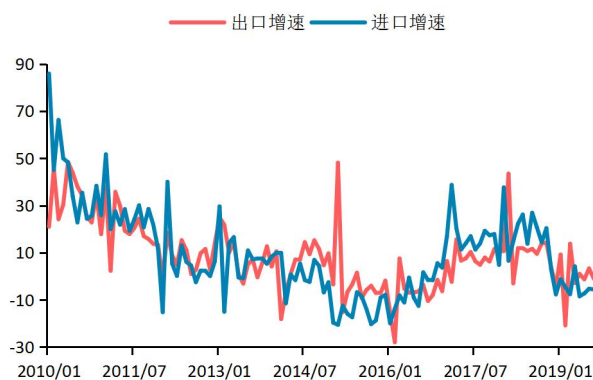
三季度宏观经济数据表现总体不尽如人意，经济下行压力依旧较为明显，也再次印证了此轮经济企稳时间有所延后的判断。其中景气度方面，官方制造业PMI 延续疲弱的表现，目前已经连续四个月位于荣枯线下方。外贸方面，内外需压力依旧非常明显，进口增速已经连续四个月出现负增长，出口增速则长期围绕零增长波动。通胀方面，CPI 同比增速受到食品价格快速的影响再创新高，但是非食品价格增速出现持续性的回落，PPI 同比增速则依旧持续下行。消费方面，受到汽车消费的拖累，三季度消费增速继续回落至年内次低点；投资方面，地产投资延续缓慢下行的状态，制造业投资增速下滑至年内低点，基建投资增速保持平稳，在此情况下固定资产投资增速较上半年出现小幅回落。工业方面，三季度工业生产面临较大的压力，在出口交货值的拖累下，工业增加值增速下滑至年内次低点。金融方面，外汇储备规模总体保持平稳，社融同比增速继续保持平稳。财政方面 1-8 月税收收入累计同比增速已经出现负增长，减税降费的效果进一步显现，而在财政收入的制约之下，财政支出当月增速已经由正转负。

图 1： 制造业 PMI (%)



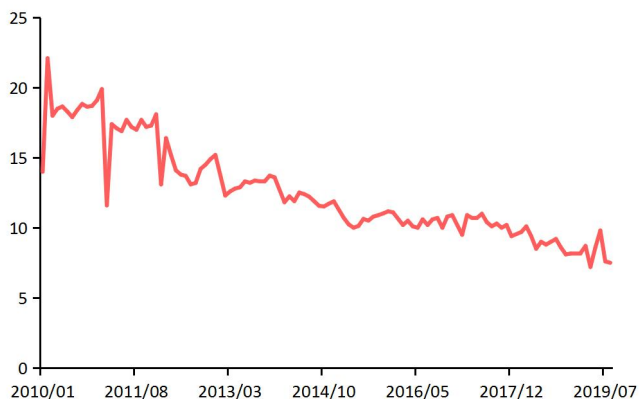
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 进出口当月同比 (%)



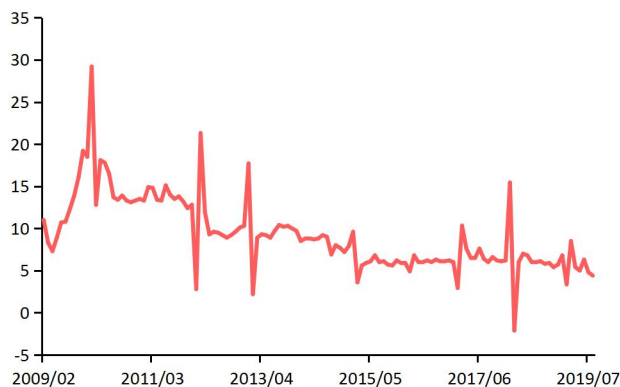
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



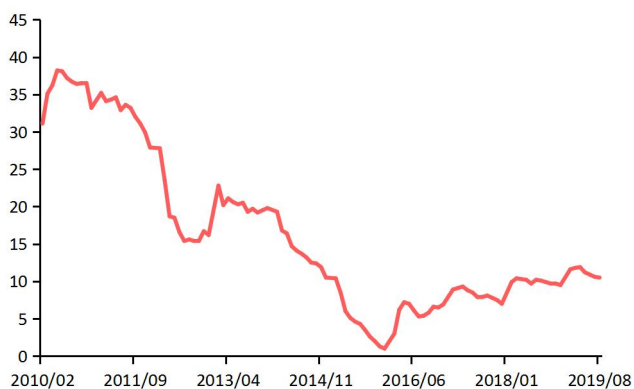
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 工业增加值当月同比 (%)



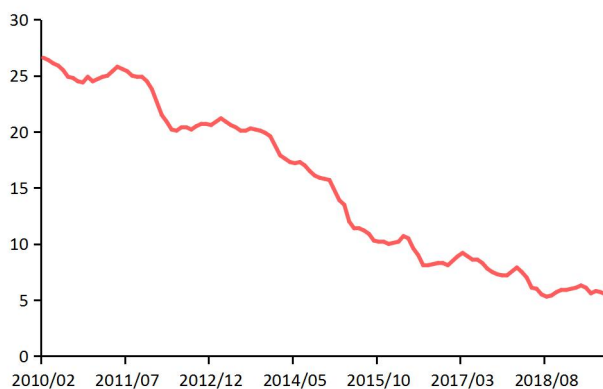
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 房地产开发投资累计同比 (%)



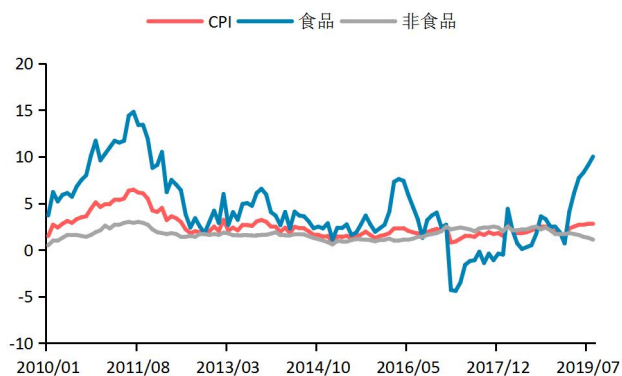
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 固定资产投资累计同比 (%)



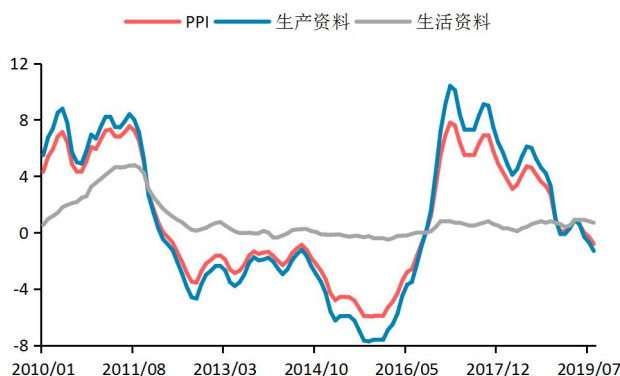
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: CPI 同比 (%)



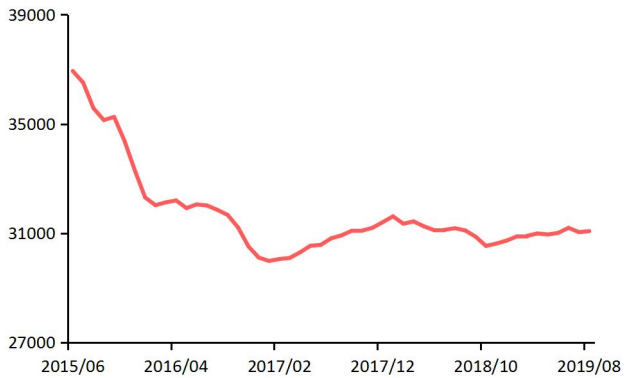
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: PPI 同比 (%)



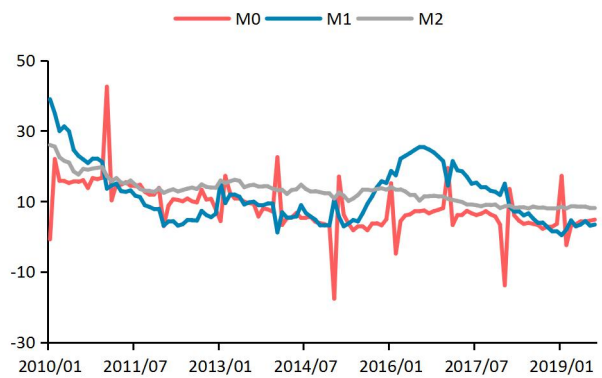
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 外汇储备 (亿美元)



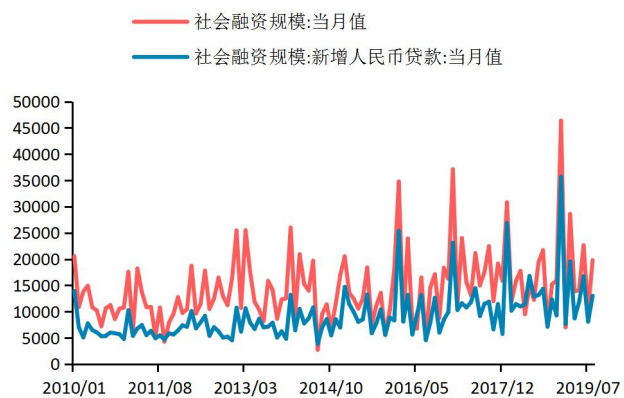
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 货币供应量当月同比 (%)



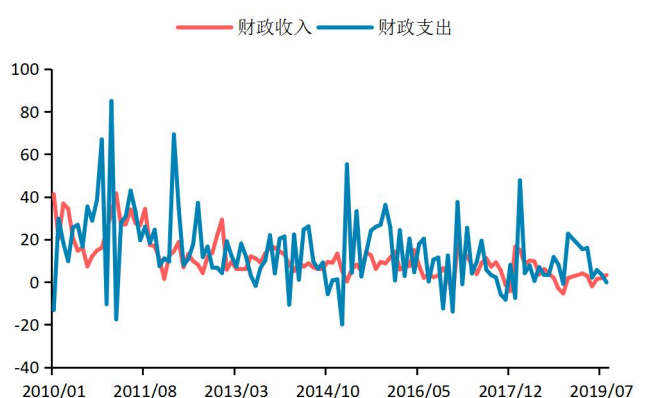
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 社会融资规模 (亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 财政收支累计同比增速 (%)



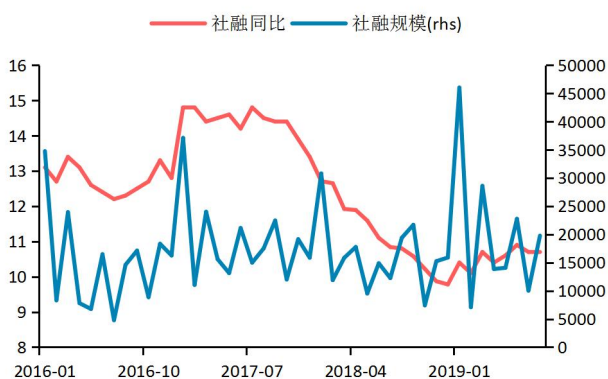
数据来源: Wind 华泰期货研究院

四季度经济走势展望

2018 年开始央行逐步加大了宽信用的力度，2018 年我国分别于 1 月、4 月、7 月、10 月实施了 4 次降准，所释放的流动性规模分别为 4500 亿元、4000 亿元、7000 亿元和 7500 亿元，与此同时央行加大了对小微企业的再贷款、再贴现力度，创设了民营企业债券融资支持工具，在去年一系列的宽信用举措之下，今年一季度我们看到了信用的见底回升。而今年宽信用的力度依旧不减，仅就三季度而言，7 月 31 日人民银行决定增加支小再贷款额度 500 亿元，9 月 6 日央行宣布将采取全面降准和定向降准、释放资金约 9000 亿元。

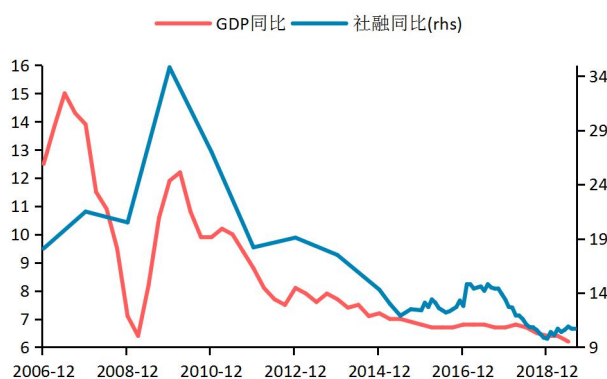
我们注意到历史上 08 年以来，历次信用的见底最终都导致了经济的见底，信用改善带来的内需增长是过去几次经济见底的真正原因，而外需方面我们注意到无论是 08 年、12 年还是 15 年出口增速均出现了下滑，而这一轮在外部经济体经济增长放缓、贸易磋商仍具有极大不确定性的背景下，仍需信贷见底刺激内需增长方能促使经济企稳。信用见底传导至经济见底的逻辑在于当金融注入各经济部门的资金规模的回升后，各经济部门的经济活动也会相应增加，进而形成对经济的支撑，这其中融资需求反弹的快慢影响着信用见底向经济见底传导的时间。

图 13: 社融规模和同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: GDP 和社融同比增速 (%)



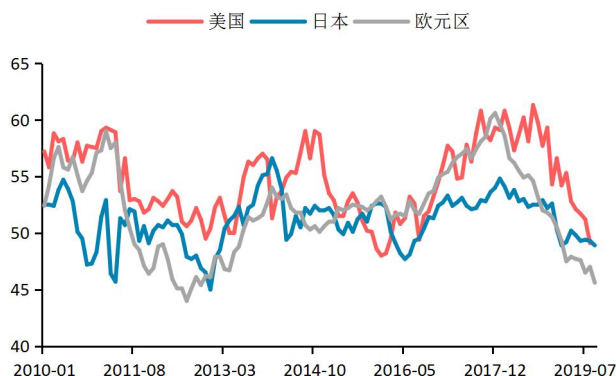
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 出口同比增速 (%)



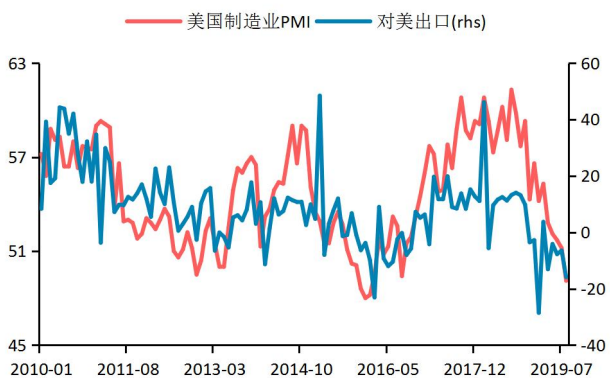
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 制造业 PMI (%)



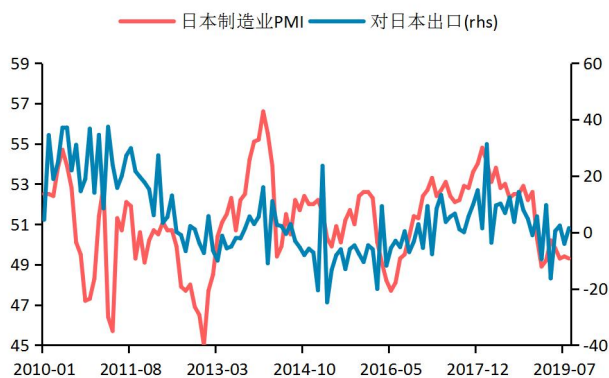
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 制造业 PMI 和出口同比增速 (%)



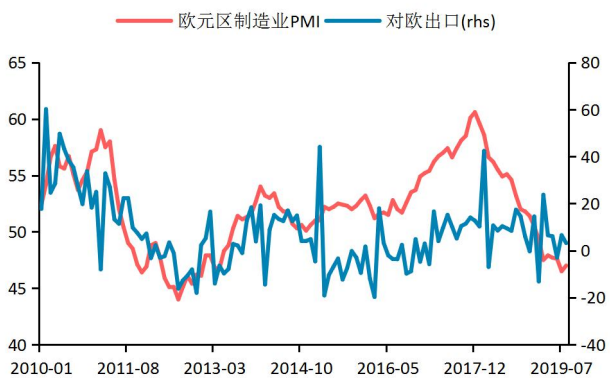
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 制造业 PMI 和出口同比增速 (%)



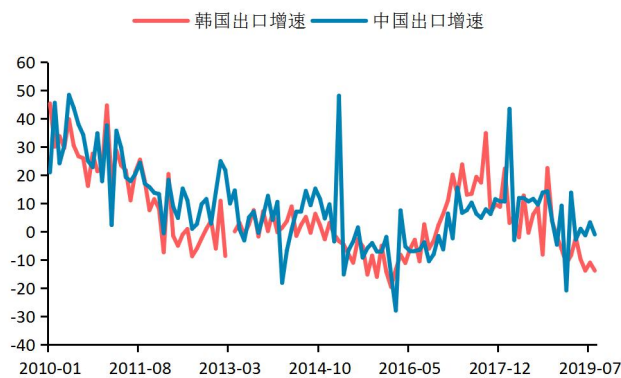
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 制造业 PMI 和出口同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 出口同比增速 (%)

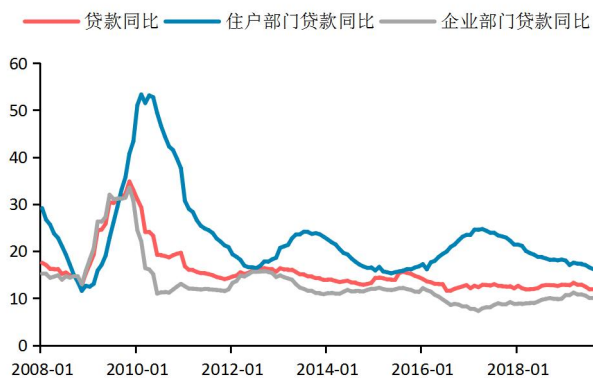


数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们试图通过拆解信贷结构和经济增长结构来预判此轮信贷触底后经济企稳的动力。从历次信用见底反弹的信贷结构来看，2008年和2012年贷款同比增速上升时，住户部门和企业部门的信贷增速都出现了回升；2015年贷款同比增速回升时，住户部门的贷款增速出现了较为明显的增长，而企业部门的贷款增速则没有上升。

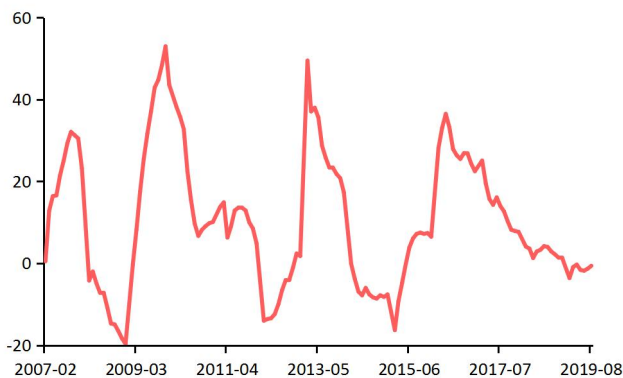
三次信用见底时，住户部门的信贷增速均出现了上涨，伴随着住户部门中长期信贷的增长，商品房销售在2008、2012和2015年均出现了较为明显的增长，销售的增长带动了地产投资的增长并最终支撑了经济。而居民短期消费性贷款仅在2008年出现了增速上行，与之相对应的是过去三轮信用触底的过程中，消费仅仅在2008年对经济触底反弹提供了支撑。

图 21: 贷款同比增速 (%)



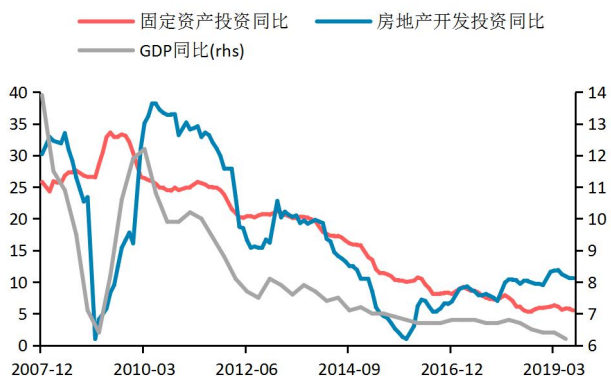
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 商品房销售面积累计同比 (%)



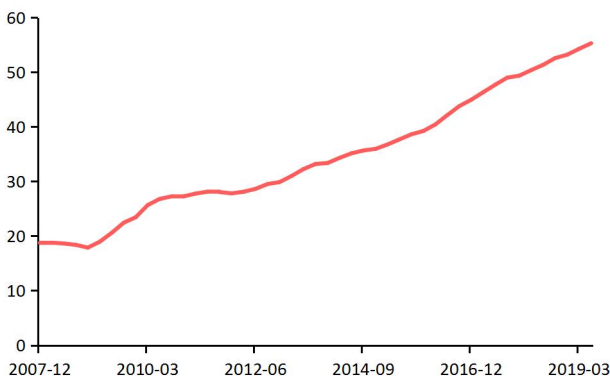
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: GDP 和投资累计同比增速 (%)



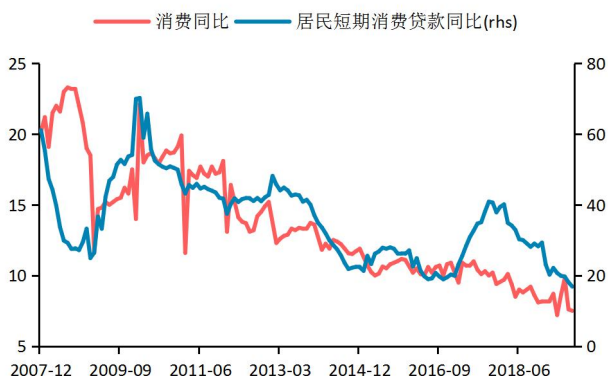
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 居民部门杠杆率 (%)



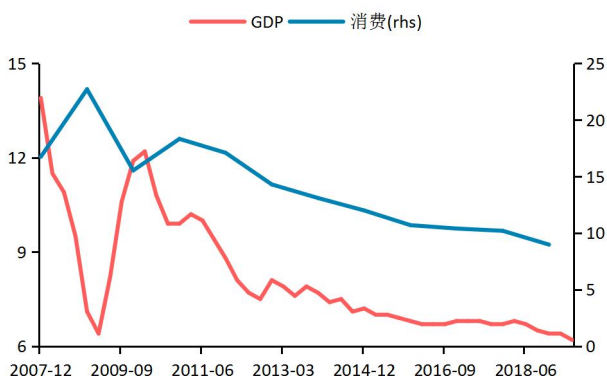
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 消费和消费贷款同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 消费和 GDP 同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从企业部门的角度来看, 2008 年和 2012 年企业短期和中长期贷款增速均出现了回升, 2015 年企业中长期贷款增速出现回落, 企业贷款主要用于经营性支出而非投资。从企业的中长期投资结构来看, 基建投资在 2008 年和 2012 年均出现了触底反弹, 而制造业投资仅在 2008 年出现了反弹, 与之相对应的是制造业的信贷增速在 2012 年和 2015 年均处于回落的趋势当中; 另外房地产企业的信贷增速和居民中长期贷款增速一样在三次信用触底的过程中均出现了反弹。

图 27: 企业贷款同比增速 (%)

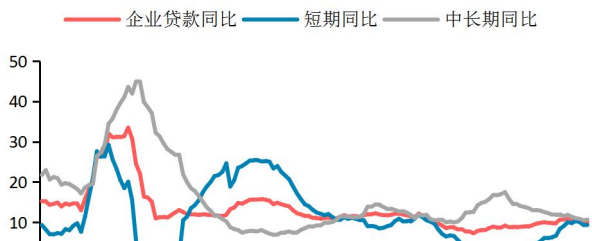
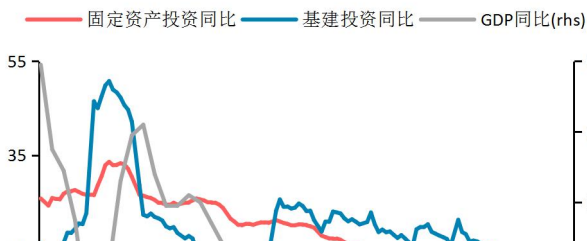


图 28: GDP 和投资累计同比增速 (%)



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_9858



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>