



经济下行压力仍存，关注四中全会

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观摘要：三季度宏观经济数据表现较为弱势，展望四季度宏观数据，我国经济下行的压力依旧不容忽视，经济数据的表现虽不至于过于悲观但也难言好转。投资方面，地产投资逐步下行，基建投资和制造业投资的上行带动固定资产投资增速企稳。消费方面四季度消费增速有上涨的空间但空间相对有限。工业方面四季度工业增加值增速将继续维持低位，工业企业利润增速预计会有回落。通胀方面预计四季度CPI同比增速仍将继续维持在2%以上的区间而PPI仍将进一步下滑。进出口方面出口增速继续承压。金融方面预计四季度外汇储备规模保持相对稳定，货币增速难以上行，表外转表内的融资结构变化依旧持续，而社融规模继续上行的空间有限。财政方面预计财政收入增速略有放缓。

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人：

蔡超

四季度宏观上最大的关注点在于十九届四中全会的召开。预计四季度召开的四中全会将会像以往的三中全会那样侧重于对未来经济发展方向的确定。从以往几次三中全会来看，几次三中全会都是在当时的宏观经济背景之下提出了解决特有时代背景下存在问题的方法，那么从目前来看，我们认为当下存在的现实问题是经济下行的压力，而压力的来源一方面在于国内需求的疲软、另一方面在于贸易战的逐步升级下外贸形势的不确定性增强。另外四季度还有几个重要风险点值得注意。一是美联储的加息节奏，另一大风险点在于中东冲突的进一步升级。

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

策略：谨慎看空地产下游

风险点：地产投资超预期上涨

相关研究：

[贸易战扰动市场，人民币再次贬值](#)

2018-07-16

[国内环保和地产调控加码，贸易战](#)

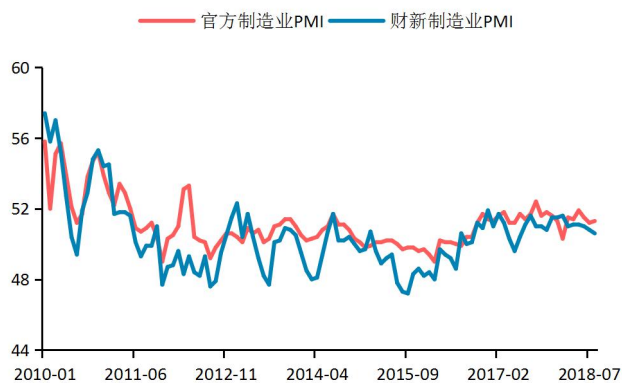
[正式开打](#)

2018-07-09

三季度经济数据分析

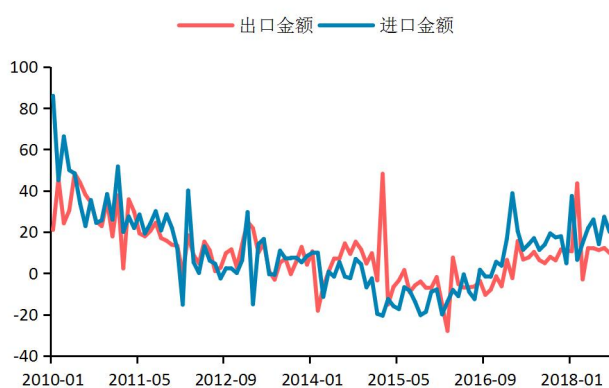
三季度宏观经济数据表现较为弱势，其中景气度方面，无论是官方制造业 PMI 还是财新制造业 PMI 都出现一定程度的下滑。外贸方面，虽然进口增速依旧保持强势，但是出口增速明显下行，贸易战的影响已经开始显现。通胀方面，CPI 同比增速在食品项价格上涨的作用之下近期出现了明显的上涨，PPI 翘尾因素虽然逐步下行，但在大宗商品价格维持相对强势的情况下，PPI 同比增速下行缓慢。消费方面，消费增速持续低位徘徊，通讯器材消费大幅下滑，汽车关税减免后汽车消费未见明显好转；投资方面，在制造业投资增速持续上行、地产投资维持强势的背景之下，基建投资增速持续大幅下行，固定资产投资在基建的拖累之下持续下行，总体来看需求端表现疲弱。工业方面，需求端的低迷传导到了生产端，三季度至今工业增加值增速始终维持低位。金融方面，在美元指数的继续上涨之下外汇储备出现下滑，社融规模出现了一定程度的好转，其中表外融资的收缩仍在继续，而广义货币供应量 M2 依旧维持低增速。财政方面减税降费的环境之下，税收增速的明显下滑拖累了财政收入的上行，财政支出增速同样维持较低水平。

图 1： 官方 PMI (%)



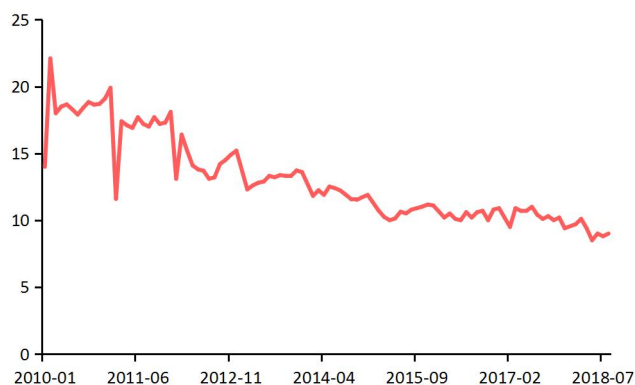
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 进出口当月同比 (%)



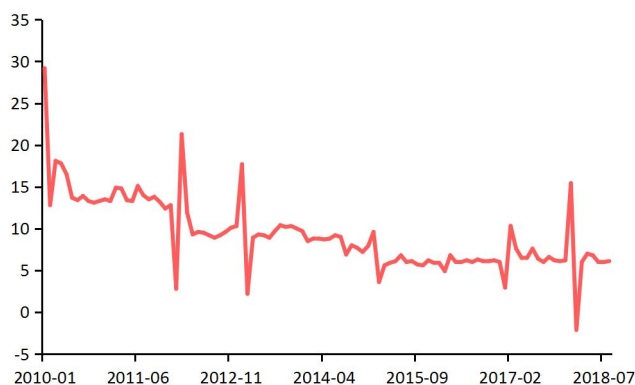
数据来源：Wind 华泰期货研究院

圖 3: 社會消費品零售總額當月同比 (%)



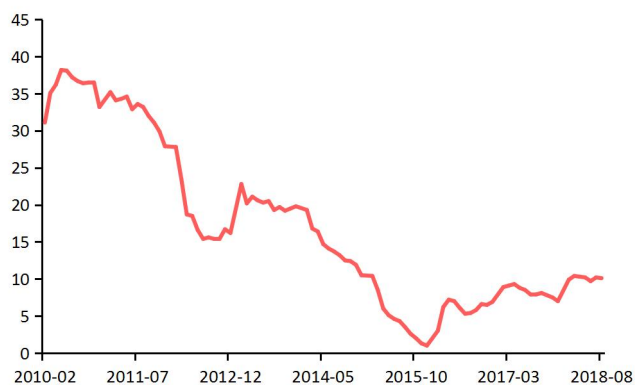
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

圖 4: 工業增加值當月同比 (%)



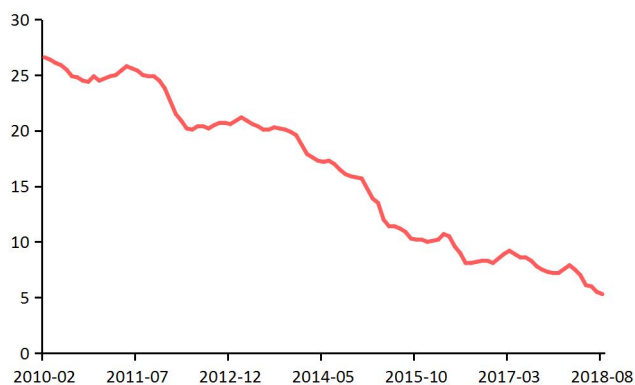
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

圖 5: 房地產開發投資累計同比 (%)



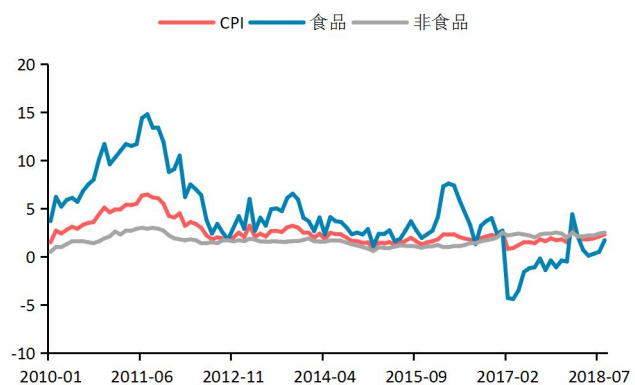
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

圖 6: 固定資產投資累計同比 (%)



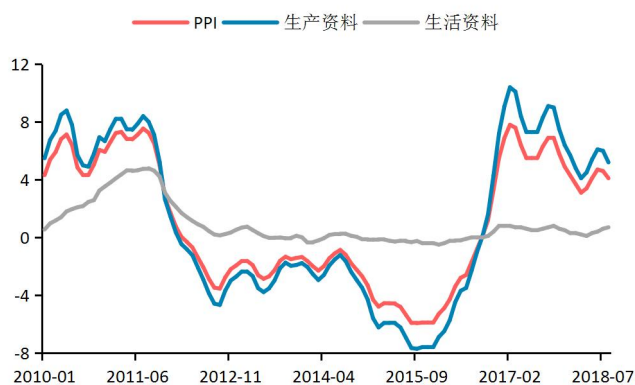
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

圖 7: CPI 同比 (%)



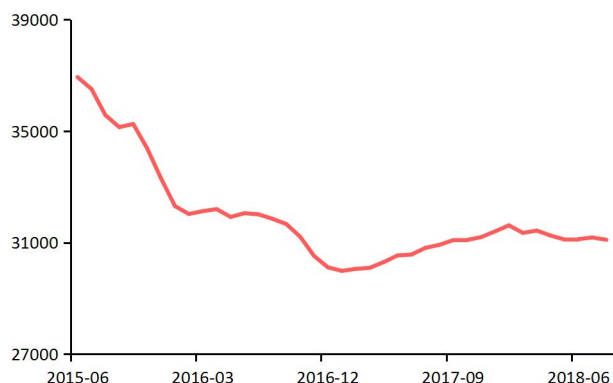
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

圖 8: PPI 同比 (%)



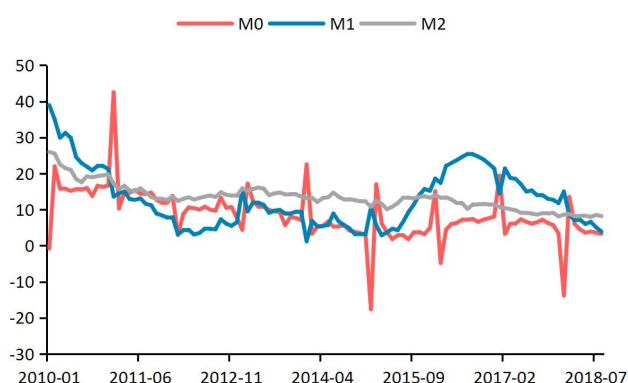
數據來源: Wind 華泰期貨研究院

图 9: 外汇储备 (亿美元)



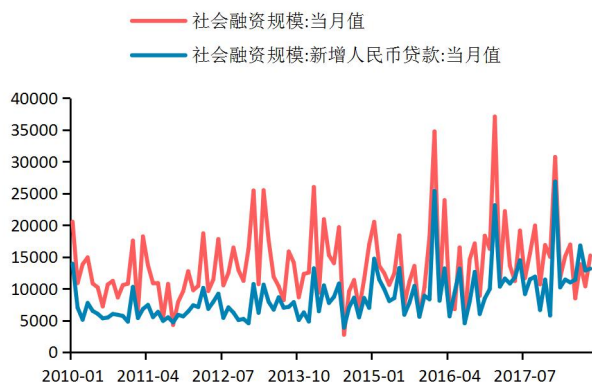
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 货币供应量当月同比 (%)



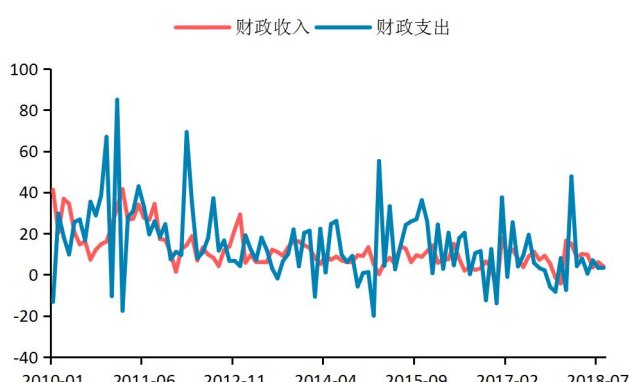
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 社会融资规模 (亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 财政收支当月同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

四季度数据展望

展望四季度宏观数据,在三季度经济数据表现平淡的情况之下,我国经济下行的压力依旧不容忽视,经济数据的表现虽不至于过于悲观但也难言好转。首先从投资方面来看,在地产投资方面,今年以来土地购置费的大量增长继续支撑了地产投资的增速,截至今年7月底,土地购置费累计同比增速达到72.3%,较去年年底大幅上涨48.9%,在国内信贷收紧情况下,房企开发资金来源中的国内贷款部分增速持续下行,自筹资金增速的上涨带动了房企到位资金增速的加快并支撑了土地购置费的增长。但是我们注意到一方面土地市场的成交热情明显下滑,据中原地产统计,今年1-7月,全国流拍土地接近800宗,平均每天4宗,流拍建筑面积近8000万平方米。其中一二线城市流拍率峰值在今年6月,分别达19%和7%,

属于 2013 年以来的峰值水平。另一方面严调控之下地产销售未见好转，通过销售回款来筹集资金面临一定的压力，因此未来继续依靠自筹资金来带动房企继续购置土地能否持续值得怀疑，我们认为伴随着土地购置费增速上涨的可持续性减弱，未来地产投资将逐渐步入下行期。

图 13： 房地产开发投资和商品房销售 (%)



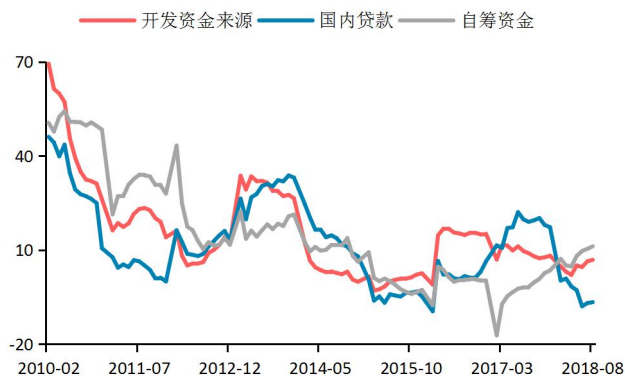
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 土地购置同比增速 (%)



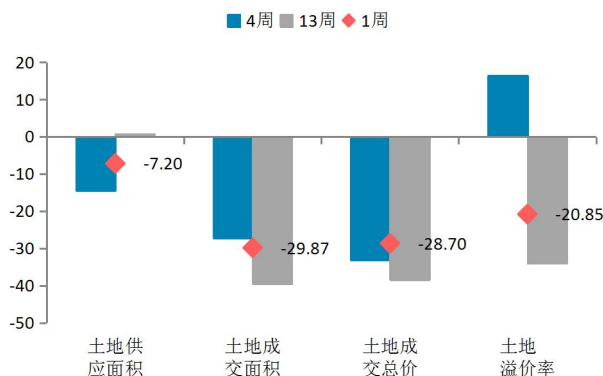
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 房地产开发资金来源同比增速 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 土地成交变化 (%)

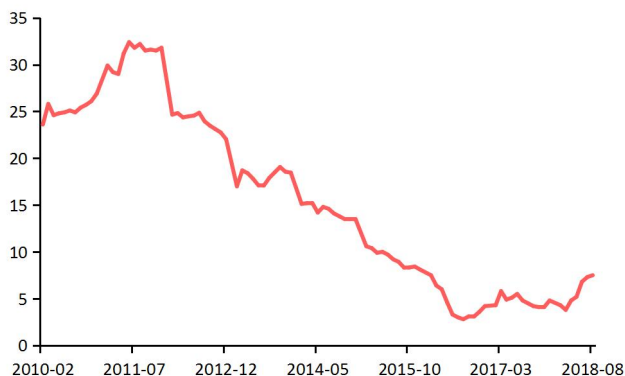


数据来源：Wind 华泰期货研究院

制造业方面，今年以来制造业投资增速持续上行，2018 年 4 月 4 日财政部和国税总局发布《关于调整增值税税率的通知》，通知中指出纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 17% 和 11% 税率的，税率分别调整为 16%、10%。纳税人购进农产品，原适用 11% 扣除率的，扣除率调整为 10%。纳税人购进用于生产销售或委托加工 16% 税率货物的农产品，按照 12% 的扣除率计算进项税额。原适用 17% 税率且出口退税率为 17% 的出口货物，

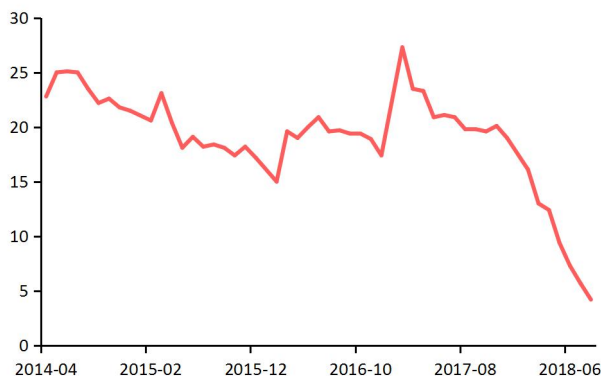
出口退税率调整至 16%。原适用 11% 税率且出口退税率为 11% 的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整至 10%。在降税举措之下，预计将继续支撑制造业利润，并带动制造业投资的回暖。

图 17: 制造业投资同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 基建投资同比增速 (%)

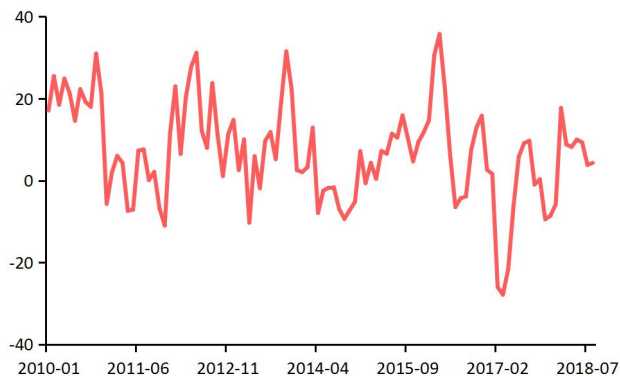


数据来源: Wind 华泰期货研究院

在地产投资逐步下行的情况之下，基建投资将和制造业投资一起成为支撑投资增速的重要方面。今年 7 月 31 日，中央政治局会议强调“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”，此前国务院常务会议要求要紧扣国家规划和重大战略，加大“三区三州”等深度贫困地区基础设施、交通骨干网络特别是中西部铁路公路、干线航道、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设；发改委在新闻发布会上称将在坚决有效防范地方政府债务风险的前提下，加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资，不断提高投资效益，确保把有限的资金投向那些能够增加有效供给、补齐发展短板的领域，推动实现高质量发展，未来基建领域尤其是交通设施的短板将加速补上。政策扶持之下预计四季度基建投资增速将逐步上行，并带动固定资产投资增速低位企稳，结合预算内资金、政府性基金、地方政府专项债以及 PPP 的落地等基建资金来源来看，整个下半年基建投资可以获得约 5.88 万亿的资金。

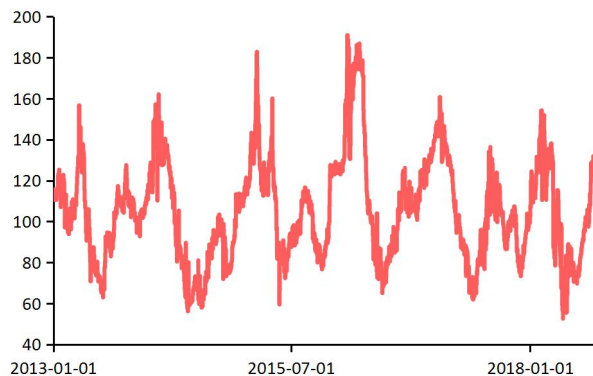
通胀端，非食品方面石油价格的相对强势继续支撑非食品项价格的上涨，食品方面，猪肉四季度的季节性消费旺季有望继续支撑猪肉价格的上涨，蔬菜方面从多年历史价格数据看，冬春季往往是全年菜价高点，之后随着天气转暖、露地菜上市增加，价格持续下跌至年内低点，暑期随着全国进入大范围高温多雨天气，菜价止跌回升。从今年以来的蔬菜市场运行情况看，也基本符合这个规律。因此我们认为四季度 CPI 同比增速仍将继续维持在 2% 以上的区间。PPI 方面，四季度在环保等因素的影响之下，大宗商品的价格或还能维持强势，但是 PPI 翘尾因素未来将加速下行，在此情况下我们预计四季度 PPI 仍将进一步下滑。

图 19: CPI 鲜菜同比增速 (%)



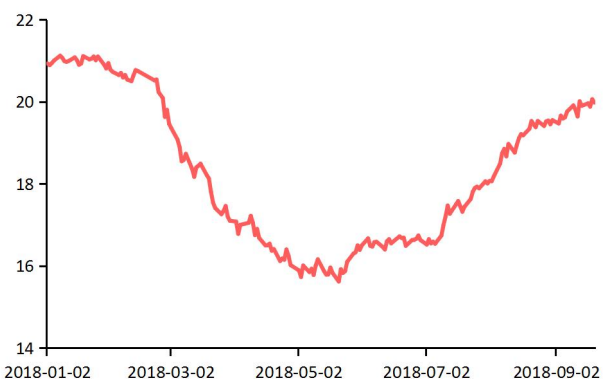
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 山东蔬菜价格指数



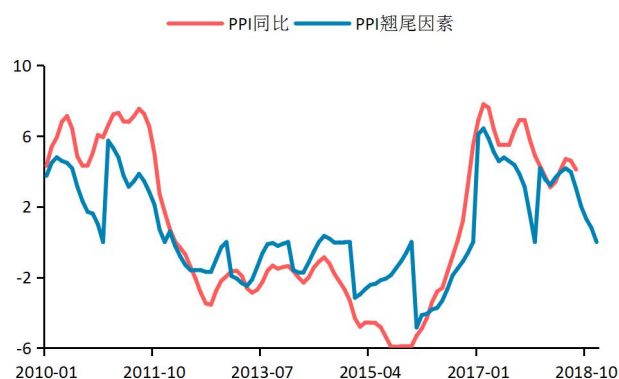
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 猪肉平均批发价



数据来源: Wind 华泰期货研究院

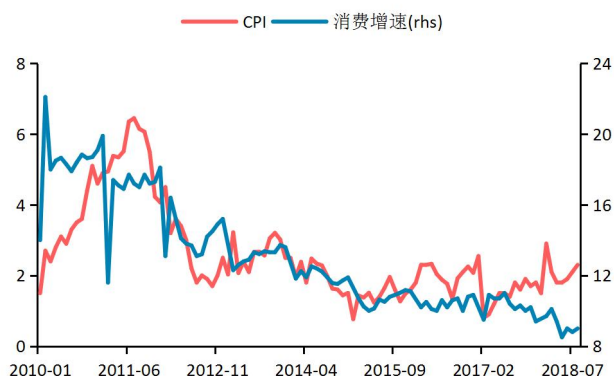
图 22: PPI 同比和 PPI 翘尾因素 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

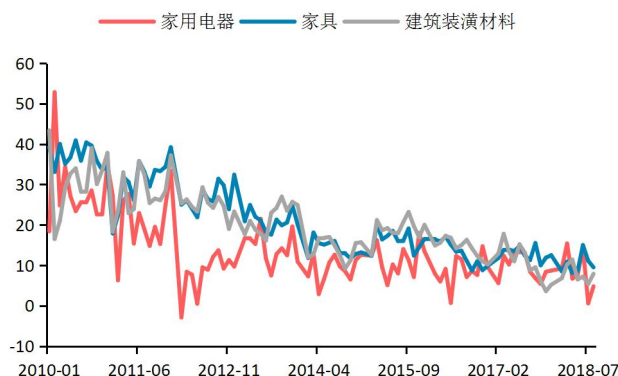
消费端由于四季度的三个月中有十月的国庆假期、十一月的双十一这些重要消费节点,并且物价有望维持在较高水平,因此四季度消费增速有上涨的空间,不过虽然近日国务院出台了《关于完善促进消费体制机制,进一步激发居民消费潜力的若干意见》,意在提振消费需求,但是在目前需求总体表现较为疲弱的背景下,四季度消费增速上涨的空间相对有限。

图 23: 物价和消费 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

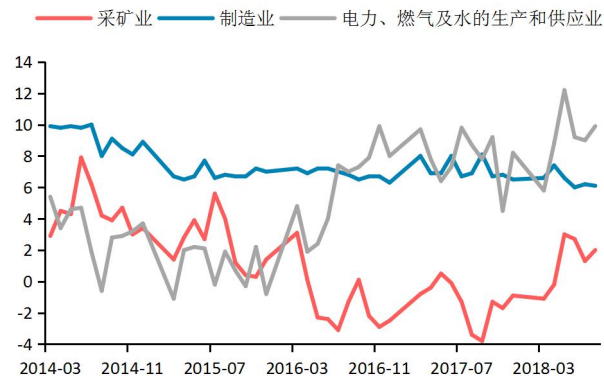
图 24: 地产类消费同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

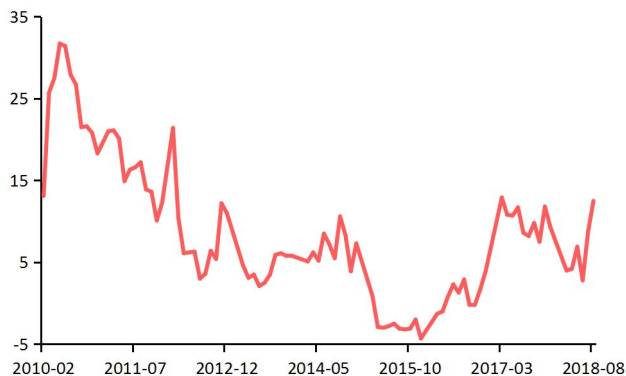
工业方面，一方面目前需求端的疲弱正在向生产端传导，另一方面贸易战之下近期工业企业出口交货值同比增速的高增恐难持续，我们预计四季度工业增加值增速将继续维持低位。而在工业增加值维持低位的情况下，受制于工业价格 PPI 的回落，工业企业利润增速预计会有回落。

图 25: 工业增加值同比增速 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 工业企业出口交货值当月同比 (%)

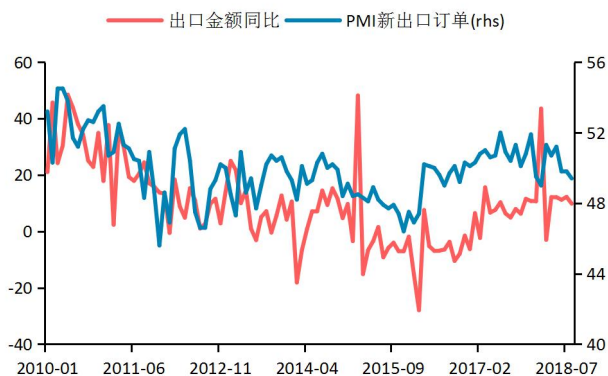


数据来源: Wind 华泰期货研究院

进出口方面 9 月 18 号美国对我国价值 2000 亿美元商品加征的关税正式落地, 对外贸易环境变得愈发恶劣, 从近几个月的 PMI 出口细分项数据来看, 出口的压力已经显现, 官方制造业 PMI 中的新出口订单指数自今年 5 月以来持续下行, 目前已经连续三个月位于荣枯线下方, 而在财新 PMI 方面, 目前新出口订单指数已经连续五个月处于收缩区间, 我们认为四

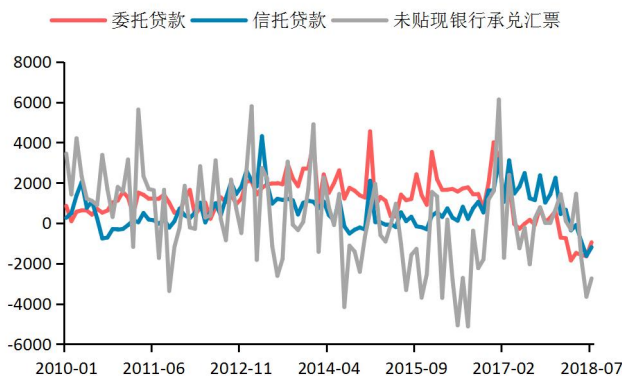
季度出口增速将继续承压，具体来看对该 2000 亿美元商品加征 10% 的关税会造成对美出口减少大约 192 亿美元左右，占 2017 年我国全年总出口额的大约 0.85%。

图 27: 出口金融同比增速和 PMI 新订单指数 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 表外融资规模 (亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

金融方面，虽然美联储的加息节奏存在不确定性，但是四季度美元反弹已经面临压力，预计四季度外汇储备规模保持相对稳定。近期关于国有企业资产负债约束的文件正式下发，结构性去杠杆将进一步深入，预计货币增速难以上行，表外转表内的融资结构变化依旧持续，而在经济承压的情况下，需求端的疲弱将抑制新增信贷的规模，在社融规模已较前期出现一定反弹的情况之下，预计四季度社融规模继续上行的空间有限。财政方面随着个人所得税改革的正式实施，预计财政收入增速略有放缓。

四季度关注点

四季度宏观上最大的关注点在于十九届四中全会的召开。今年 2 月 26 日至 28 日在北京召开了中国共产党第十九届中央委员会第三次全体会议，一般而言一中全会侧重于政治，一般选举确定党的主要领导人；二中全会侧重于政治，一般选举确定向人大推荐国家领导人名单；三中全会侧重于经济，一般确定五年内重点发展方向，例如十一届三中全会会议题是讨论把全党的工作重点转移到社会主义现代化建设上来；十二届三中全会会议题是贯彻执行对内搞活经济、对外开放方针，加快以城市为重点的经济体制改革的步伐；十三届三中全会会议题是治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革；十四届三中全会会议题是建立社会主义市场经济体制；十五届三中全会会议题是 2010 年建设有中国特色社会主义新农村；十六

屆三中全會議題是討論研究完善社會主義市場經濟體制問題和修改憲法部分內容的建議；十七屆三中全會議題是中共中央政治局向中央委員會報告工作，研究推進農村改革發展的問題；十八屆三中全會議題是全面深化改革。而今年三中全会無論是召開的時間上還是開會的內容上都與以往歷屆三中全會不太一樣，因此預計四季度召開的四中全會將會像以往的三中全會那樣側重於對未來經濟發展方向的確定。從以往幾次三中全會來看，幾次三中全會都是在當時的宏觀經濟背景之下提出了解決特有時代表背景下存在問題的方法，那麼從目前來看，我們認為當下存在的現實問題是經濟下行的壓力，而壓力的來源一方面在於國內需求的疲軟、另一方面在於貿易戰的逐步升級下外貿形勢的不確定性增強。

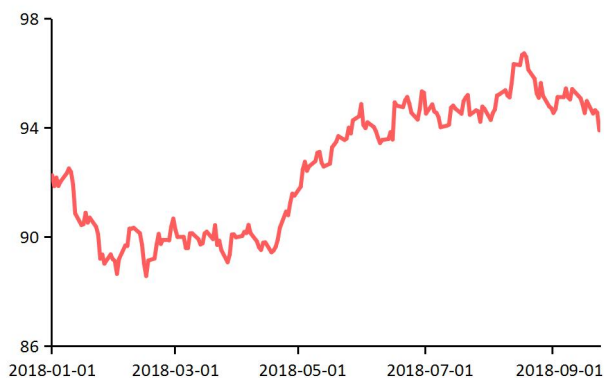
內需方面此前國務院常務會議要求要緊扣國家規劃和重大戰略，加大“三區三州”等深度貧困地區基礎設施、交通骨幹網絡特別是中西部鐵路公路、幹線航道、樞紐和支線機場、重大水利等農業基礎設施、生態環保重點工程、技術改造升級和養老等民生領域設施建設；發改委的新聞發布會上發改委也稱將在堅決有效防范地方政府債務風險的前提下，加大基礎設施等領域补短板力度，穩定有效投資，不斷提高投資效益，確保把有限的資金投向那些能夠增加有效供給、补齐發展短板的領域，推動實現高質量發展，未來基建領域尤其是交通設施的短板將加速補上。近日國務院更是印發了《關於完善促進消費體制機制，進一步激發居民消費潛力的若干意見》的文件，提出居民消費率穩步提升、全國居民恩格爾系數逐步下降等具體目標，未來或有更多通過基建端的投資以及居民消費領域來刺激內需增長的措施推出。另外此前李總理曾表示政府正在研究明顯降低企業稅費負擔的政策，接下來企業所得稅、增值稅的改革值得期待。

外貿方面9月18日美國對我國價值2000億美元商品加征的關稅正式落地，明年還將對該部分商品加征更高的關稅，今年以來中美貿易摩擦經歷了試探、緩和、加速升級的過程，我們認為明年貿易形勢將比今年更為糟糕。在9月18日進行的國務院常務會議上，為進一步擴大開放、保持進出口穩定增長，會議確定了包括推進更高水平貿易便利化，今年將進口和出口整體通關時間、進出口監管證件再壓減1/3並降低通關費用等措施。“保持進出口穩定增長”的措辭罕見提及，意味著出口的压力較為明顯，在採取降低通關費等措施後，會否有更多的促進進出口舉措值得關注。

另外四季度還有幾個重要風險點值得注意。一是美聯儲的加息節奏，目前最近一次美聯儲議息會議結果將在9月27日凌晨正式公布，此次議息會議上加息已是市場普遍預期，但是對於未來的加息節奏市場存在分歧，目前投資者普遍預期今年美聯儲還會再加息兩次，而明年的加息次數從此前預計的三次降為兩次，但高盛、摩根大通和加拿大皇家銀行都預期2019年美聯儲將加息4次，此前美聯儲決策者在6月的預測為明年升息三次，在9月利率決議上是否會改變原計劃的加息節奏值得關注，若出現加息節奏超預期的情況，將進一步支撐美元的走勢，並壓縮我國外匯儲備的規模。另一大風險點在於中東衝突的進一步升級。

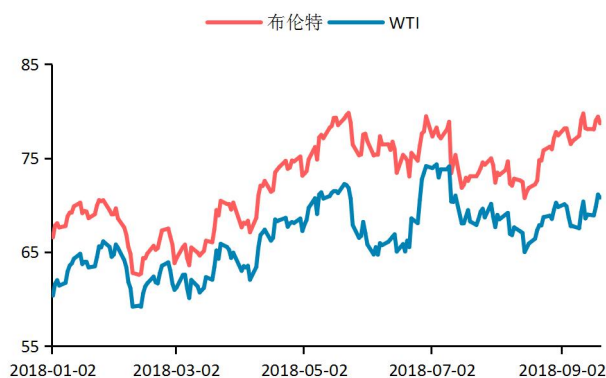
目前叙利亚局势依然焦灼、对伊朗的制裁时点日益临近，但美伊两国冲突丝毫没有缓和的迹象，若中东冲突进一步升级，或将推升油价上涨的压力。

图 29： 美元指数



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30： 国际油价(美元/桶)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com