宏观研究

# 中国经济内需还有若干潜力可以挖掘

宏观事件点评 | 2020 年 8 月 14 日


报告摘要：

- 近日黄金价格调整的根本原因是获利盘套现离场，直接原因则是疫苗消息。黄金价格趋势仍是上涨，调整提供加仓机会。低利率本身是对黄金有正面影响的，同时各国颁布的数亿万亿计的财政政策也可能导致高通胀环境也是对黄金有利的，这两个政策目前来看没有实质的转向。
- 中国经济内需还有若干潜力可以挖掘，一块是制造业投资和民间投资，一块是新型城镇化带动投资和消费。居民长期贷款上半年显著提高，也就是房地产消费增长迅速，这与疫情引发的全球性宽松有关。在上半年杠杆明显增长的基础上，下半年信用增速将边际放缓。下半年经济增速有望继续逐季提高，全年可实现正增长。
- 风险提示：全球政治经济不确定性加大、中国逆周期调节不及预期等。



民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com


相关研究

**本周黄金为什么调整？**本周黄金最大单日跌幅跌破 1900 整数支撑关口，黄金价格调整的根本原因是获利盘套现离场。年初以来黄金价格积累了 35% 的涨幅。如果从 3 月份美国市场流动性危机时的底部算起，则积累了 40%的涨幅。达到 2000 美元这个关口的时候，创下历史新高，确实有调整的要求。直接原因则是疫苗消息。8 月 11 日，俄罗斯宣布注册全球首个新冠疫苗。这成了当天金价大幅调整的导火索。但是我们也看到，黄金价格很顽强，很有韧性，短暂跌破 1900 美元后，又重新回到 1900 美元上方。这表明，这只是一波调整，而不是行情的反转。

**黄金价格趋势仍是上涨，调整提供加仓机会。**从金价的决定机制来看，影响黄金价格的主要有美国国债名义利率、通胀预期、避险情绪、美元指数等。美国国债名义利率和通胀预期，这两者共同决定了美国实际利率。美国实际利率决定了黄金价格的趋势。实际利率越走低，越利好金价上涨。避险情绪波动比较大，往往会造成金价的大幅波动，但避险情绪造成的是金价的波动项，而不是趋势项。从趋势项来看，美联储承诺 2023 年前不会加息，与此同时，美国通胀预期不断上升，因此美国实际利率将继续下降，这就决定了黄金价格的趋势是继续上涨。所以我们的结论就是，短期调整就是加仓黄金的机会。

**美元仍处于贬值通道。**美元贬值的基础从 3 月底美联储大放水时已经具备：第一，美欧基准利率差缩小，美联储的 QE 最为激进，海量的美元供给将推动美元走弱；第二，避险属性消退， 3 月流动性危机已经解除，各项经济数据已有所反弹；第三，美国巨大的财政赤字和贸易赤字可能会增加持有美元风险，导致美元吸引力下降。以下因素出现后，触发了美元贬值。一方面是美国经济重启以来，通胀预期不断上升。自 4 月下旬美国强行开启经济重启以来，美国通胀预期呈逐步走高态势。分析通胀指数国债（TIPS）可知，4 月下旬 TIPS 隐含的通胀预期不到 1%，到 7 月下旬已上升到 1.5%左右。另一方面是美国疫情二次爆发，经济复苏欧强美弱的局面基本已经确定。今年在疫情的控制上，欧洲做得远远比美国要好，欧洲实现了有序复工而没有出现疫情大面积反弹。反观美国，自 6 月中旬起疫情出现二次反弹。根据谷歌公司的经济活动指数，欧洲经济复苏情况明显好于美国。长期以来美国经济表现略好于欧洲，过去 24 年里有 17 年美国 GDP 增速高于欧元区 GDP 增速，但未来一到两年，欧元区经济增长将超过美国，IMF 预测 2021 年欧元区 GDP 增长 6%，高于美国 1.5 个百分点。

**低利率本身是对黄金有正面影响的，同时各国颁布的数亿万亿计的财政政策也可能导致高通胀环境也是对黄金有利的，这两个政策目前来看没有实质的转向。**未来一个阶段中美通胀走向存在明显差异，中国通胀向下，美国通胀向上。这背后的逻辑在于，美国经济复苏的特征是生产弱于需求，这跟中国的生产强于需求恰好相反。例如，6 月美国零售同比增速已经转正（2.3%），而同期美国消费品产出同比增速仍为负增长（-6.9%）。美联储释放基准利率长期不变信号，美国实际利率确定性下降。基于失业率难以在 2023 年前达到自然失业率，美联储预计 2023 年前不会加息。这意味着短期内看不到实际利率反转的信号。

**中期继续看好黄金。**从一年期的中期角度，继续看好黄金。2020 年下半年和 2021 年上半年，预计黄金仍然会有不错的表现。

**中国经济内需还有哪些潜力可以挖掘？**一块是制造业投资和民间投资。上半年总体投资增速是-3.1%，但民间投资的增速一直低于总体投资增速，制造业投资上半年是两位数以上负

增长。还有一块是新型城镇化带动投资和消费。新型城镇化是今年的一个重要看点。两会政府工作报告有过重点表述，发改委也发布了 120 个县城新型城镇化建设示范名单。7.30 政治局会议专门强调，要以新型城镇化带动投资和消费需求。这块潜力很大。

**居民长期贷款（长期杠杆率）上半年显著提高，也就是房地产消费增长迅速，这与疫情引发的全球性宽松有关。**前工业化时代，过多的货币追求过少的商品，就会出现通货膨胀。后工业化时代，产能能够迅速扩大，所以商品短缺很难大面积和长时间出现，这个时候更加容易出现资产价格上涨。当然，资产中包括不动产和金融资产。疫情爆发后，全球宽松潮，全球股市都出现上涨，美国房地产价格也出现明显上涨。因为我们坚持了房住不炒，所以我们的房地产价格涨幅还算比较低的。

**在上半年杠杆明显增长的基础上，下半年信用增速将边际放缓。**7 月新增贷款已经放缓，这是疫情爆发以来，首次出现贷款单月同比少增的情况。根据易纲行长 6 月中旬在陆家嘴论坛的讲话，全年贷款增速应为 13%。7 月贷款余额较上月回落了 0.2 个百分点，恰好也是 13%。这应该不是偶然，而是体现了货币政策的“精准导向”。年内剩下的几个月，贷款余额增速保持在 13%附近，应该是大概率事件。未来几个月，预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开，降息概率大大降低，结构性支持更加明显，防范化解金融风险的权重重新提升。

**下半年经济增速有望继续逐季提高，全年可实现正增长。**从单月来看，我们做了一个月度的 GDP 指数，结果显示，中国单月 GDP 是从 5 月份实现转正的。从 GDP 生产法核算角度，我有几个重要观察：第一个观察是 3 月份以来，工业经历了一个明显的爬坡期，目前看，这一爬坡过程即将结束，工业增长将进入稳态。第二个观察是中国的服务业和工业类似，也经历了一个明显的爬坡期，只不过启动时间比工业略晚，工业爬坡从 3 月启动，服务业爬坡是从 4 月份启动的，目前服务业仍然处在爬坡过程中，预计三季度末爬坡完成进入稳态。整体来看工业和服务业的爬坡状态，我们的结论就是下半年中国经济增速仍然会逐季爬升，到四季度回到潜在增速附近。全年 GDP 增速可以达到 2.5%左右。

**根据中债登最新披露的托管数据，“其他特殊结算成员”在 7 月大幅增持国债 1965 亿元，创下历史新高，这一现象值得关注。**其他特殊结算成员包括央行、政策性银行、交易所、中央国债公司和中证登等结算公司。在这些机构里，应该说，央行有最大的嫌疑。目前我们还没有足够的证据证明央行购买了国债，这个证据要等到最新的央行资产负债表发布后才能确定央行有没有买。从财政政策和货币政策协调配合的角度看，7 月份财政部发行了 10000 亿抗疫特别国债，这会对银行间流动性造成抽离的效果。此前市场一直有预期，央行会降准予以配合。但实际上，7 月份央行没有降准，银行间流动性也基本保持平稳。那么就存在一种可能，央行通过在二级市场上购买国债，定向补充了一些流动性。如果是这样的话，这只是货币政策精准导向配合财政政策的一种手段，不是大水漫灌，也没有特别的含义。

## 风险提示

全球政治经济不确定性加大、中国逆周期调节不及预期等。

## 分析师与研究助理简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。

**付万丛**，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。