

【申银万国期货】经济走势平稳趋弱，减税释放政策利好 ——9 月份宏观经济报告

2018 年 9 月 3 日

摘要：

- 8 月，生产端较弱，终端需求平稳，中国短期宏观经济企稳回暖迹象还不明显。
- 货币政策 8 月保持稳健，资金面合理充裕。地方债新发节奏较快，全年目标接近完成。个税改革草案过审，将于 10 月 1 日起初步实施，将对国内消费形成支撑。
- 房地产投资短期无忧。销售增速企稳回升，新屋开工增速趋势性回升。房地产库存处于相对低位，居民收支状况缓慢改善，后续税改后新增支撑。地产长效机制有望加快建立，在此之前，鼓励增加房屋供给的基本政策仍在。后续，关注各地的买地情况和税改中房贷利息抵扣的细则。

分析师

宏观及金融研究团队

分析师：金硕

从业编号：F3048724

分析师：汪洋

从业编号：F0306430

分析师：唐广华

从业编号：F3010997

分析师：项歌德

从业编号：F0301231

分析师：林新杰

从业编号：F3032999

电话：021-5058 1151

邮箱：jinshuo@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 8 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn

目录

1、中国短期宏观经济观察	3
1) 工业生产平稳	3
2) 终端需求较弱	4
3) 8月经济运行料稳中偏弱	5
2、中国宏观调控政策跟踪	5
1) 货币金融政策无大的新动作	5
2) 财政政策中的减税大计	5
3、重点行业及事件跟踪	6
1) 房地产投资短期无忧	6
4、风险提示	9

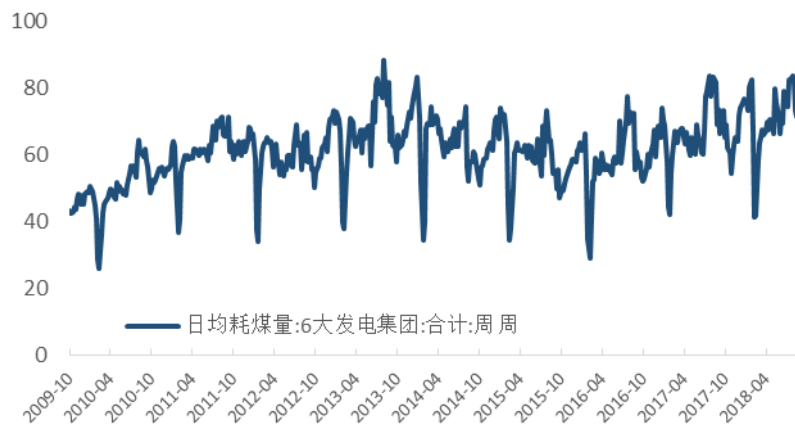
1、中国短期宏观经济观察

1) 工业生产平稳

8月以来,从较高频的数据看,工业生产走势较为较弱,全月增速有可能是小幅走弱。

6大集团发电耗煤数总体走势平稳,自7月以来的扩大趋势不再,前三周同比增速应为-6%左右,相比上月表现较弱。

图 1: 6 大发电集团日均耗煤



资料来源: Wind, 申万期货研究所

钢材社会库存处于历史较低水平。但与上月相比未有明显的下降,整体钢材供需处于相对平衡。近期钢材期货价格有所回落,价格形成波动,可为前期预期炒作的回调。观察到高炉开工率仍处低位,且快进入传统建设高峰,社会库存偏低,后续钢价仍有支撑。

图 2: 钢材社会库存

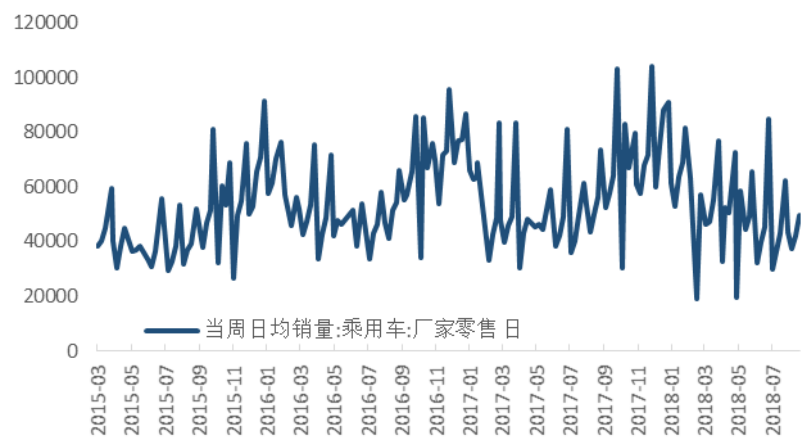


资料来源: Wind, 申万期货研究所

2) 终端需求较弱

耐用品消费：8月以来，随着前期关税下调替代作用的逐渐减弱，汽车消费有所释放，但总体中枢仍然下移。汽车消费量同比仍是10-15%的降幅，较为疲弱。上月我们判断汽车消费会逐渐放量，目前来看这种趋势比较微弱，在房地产政策明确变化之前，耐用品消费可能仍会受到抑制。

图 3：乘用车日均零售销量

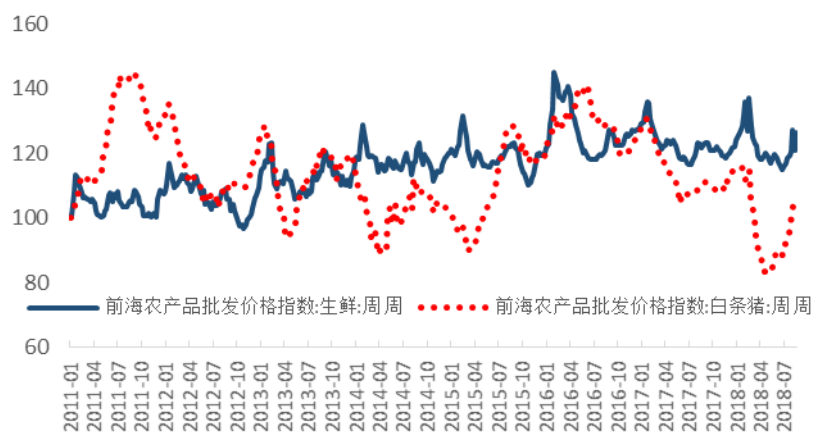


资料来源：Wind，申万期货研究所

30大中城市的房地产销售面积前三周同比增长6%左右，在目前房地产销售限购、贷款限贷的背景下，房屋购置需求受到了一定程度的限制。国家对地产的调控政策短期难以有大的变化，整体对消费支持预计仍较为平稳。

前海农产品价格指数保持回升，猪肉价格平稳增长。近期水灾对蔬果供应产生扰动，国内必需品消费预计保持相对稳健。

图 4：前海价格指数



资料来源：Wind，申万期货研究所

3) 8月经济运行料稳中偏弱

结合生产端和需求端情况来看，8月的宏观经济运行预计稳中略偏弱。经济短期筑底的迹象还不明显。未来1-2个月内，如果内外部环境保持稳定，经济边际上可能在现有基础上受到宏观调控政策宽松的影响而实现企稳。

2、中国宏观调控政策跟踪

1) 货币金融政策无大的新动作

8月21日，个别公司收到窗口指导要求暂停全部房地产业务，业内人士普遍将此事理解为监管部门的对个别公司采取的“暂时措施”；另有部分公司收到口头通知要求谨慎从事房地产信托业务，并未要求暂停全部房地产信托业务。今年以来，信托业务开展受到了监管上的影响，收缩幅度较大，但房地产信托的发放增速仍然较高。

监管当局此举也是从防风险的角度考虑，希望调控信托资金向部分房地产领域的投放。我们认为，在目前整体房地产政策还不明朗的情况下，监管当局倾向于采取保守态度，对部分地区认为地产投资可能有些过热。

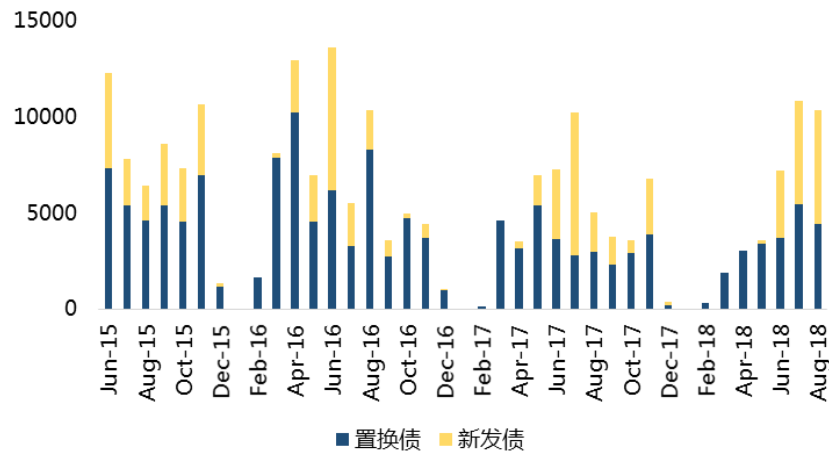
2) 财政政策中的减税大计

8月27日，人大常委会再次审议个税改革草案，草案注重增加低收入者收入，扩大中等收入群体比重，调节收入分配格局。与之前历次修改相比，此次对部分劳动性所得实行综合征税，是个人所得税制度的一次突破性改革。

尽管个税改革的具体细则还有待落地，但整体式10月1日起征点上调，明年1月1日起全面实施基本已成定局。我们认为，税改对于我国扩大内需，尤其是中低收入者的消费需求具有较强的促进作用。

另外，从数据上看，近期地方新发债有非常明显的加速迹象。6、7、8三月地方政府新增债发行已经高达近万亿，完成了全年额度超80%，预计近期将能看到明显的基建开工，财政发力迹象。

但也应看到，对于基建的发力程度不要预期过高。目前国内债务高企，地方政府的隐性债务问题尚未得到有效解决，政府绝不希望中国仍走老路，靠基建投资拉动经济增长。从近期减税举措、发改委严控地方政府隐形债表态来看，基建大幅回升的可能不高。

图 5：地方政府债发行进度


资料来源：Wind，申万期货研究所

3、重点行业及事件跟踪

1) 房地产投资短期无忧

房地产市场尽管受到政策极其严格的调控，但从各项数据来看，整体供需相对平稳，且近期货币政策边际上还有所宽松，在此背景下我们预计房地产投资将保持稳健。

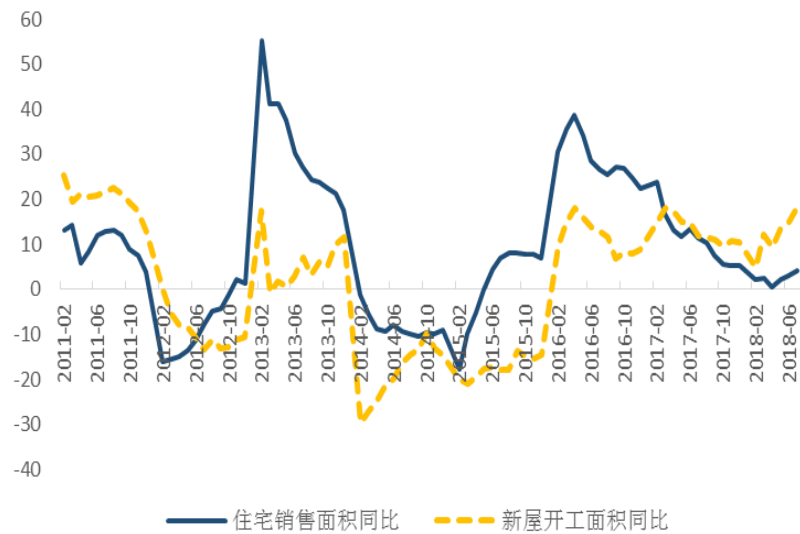
住宅销售企稳，房地产开发提速：图 6 所示，历史上看，住宅销售增速一般领先新房开工增速，但这种关系于今年较弱。从近期的数据来看，住宅新开工面积同比增速已经从年初的 5% 的低位迅速回升至 15%，而住宅销售增速仅趋稳在 3% 左右。当前政策上住宅需求的释放，短期来看地产开发商对未来房屋销售预期并不悲观。

需求端喜忧参半：城镇居民人均可支配收入增速基本保持平稳，但支出增速 2 季度有所加快。历史上看，两者趋势基本一致，但支出增速会受到资产价格、节假日等影响波动大于收入增速。从分项中看，影响支出增速加快的主要分项是教育娱乐支出，我们对其持续性持怀疑态度。料居民基本收支情况基本平稳。

另一方面，居民房贷增速延续回落趋势但仍处于 19% 的高位，未来随着调控政策的从紧执行，预计较高的房贷增速仍将持续回落。

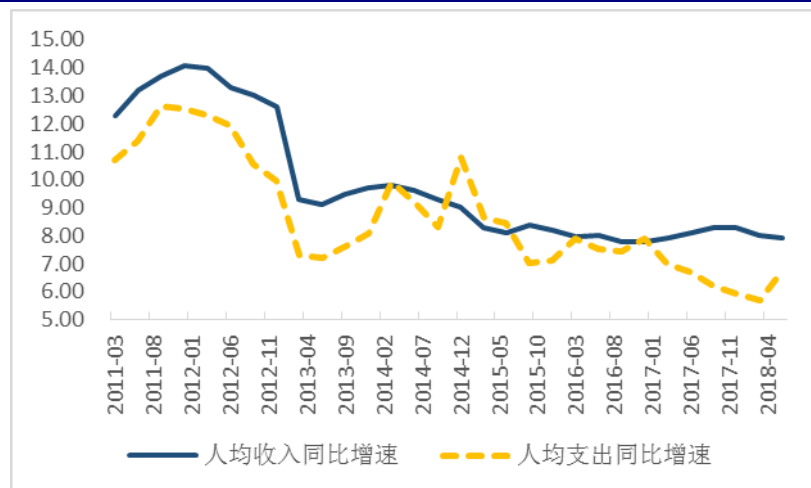
库存有效降低：房地产住宅待售面积经过 2016 以来的快速消化及住宅竣工较少的影响而得到有效去化，截至 6 月底为 2.7 亿平方米，仅相当于 2011 年的库存水平，即使用较为粗略广义去化周期（即待售面积+施工面积）看也得到明显降低（图 9）。相对水平处于多年低位，地产商有补库存的动机。

图 6：住宅销售和房屋开工面积同比增速 (%)



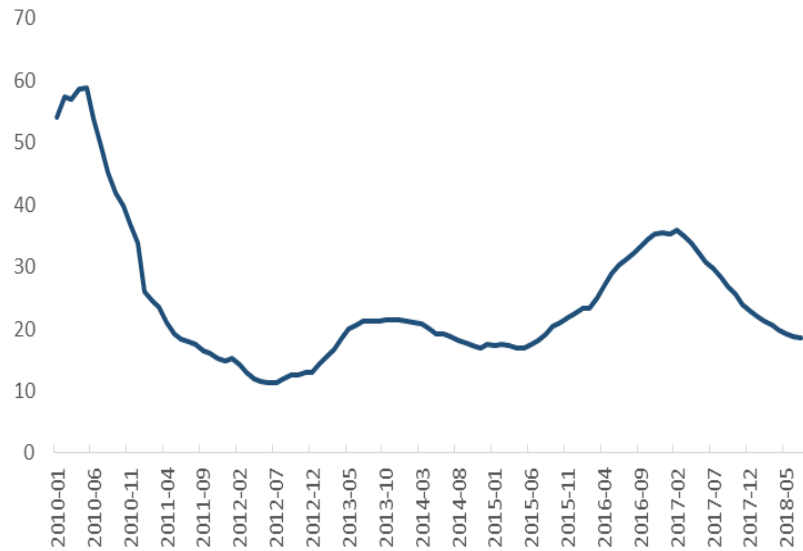
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 7：城镇居民收支情况



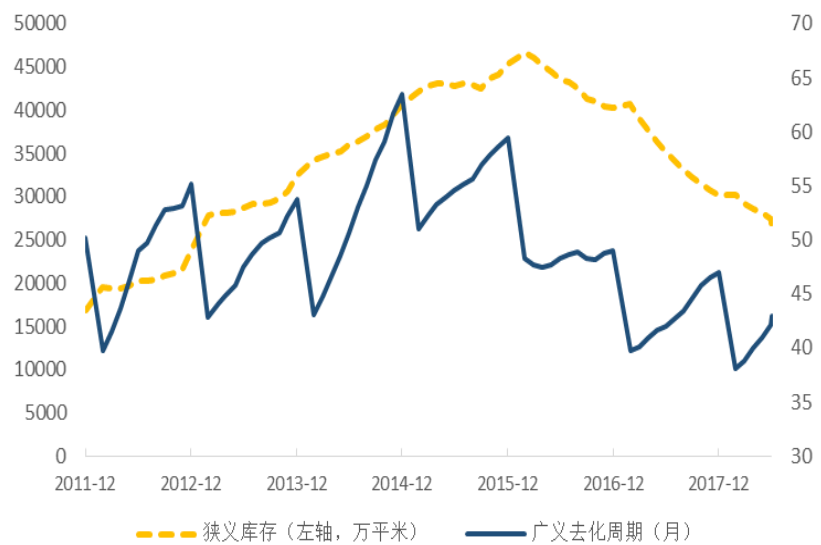
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：居民房贷增速（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：房地产库存



资料来源：Wind，申万期货研究所

4、风险提示

针对 9 月份的宏观走势，潜在风险主要体现在以下几个方面：

1)、中美贸易摩擦再度升级

美国已与墨西哥达成协议，若再与加拿大达成协议，则 NFATA 的重新签署对美国比较有利。美国就 2000 亿美元中国输美产品加征关税的听证会尽管反对声音较多，但仍存在特朗普执行该措施的可能性。

2)、人民币趋势性贬值

贸易战的意料外升级叠加美联储加息，而国内若采取相对宽松的货币政策，人民币汇率届时可能面临不少的贬值压力，存在趋势性贬值从而央行采取市场干预的可能性。

分析师介绍

汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士学历，CFA 三级和 FRM 证书获得者，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。9 年宏观经济研究经验，目前主要研究方向为宏观（侧重中国经济）和股指期货。经常在期货日报和上证报等报刊发表相关研究文章，获得中金所第四届金融期货与期权征文大赛一等奖。

唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货资格讲师，拥有 5 年国债期货从业经验，曾赴德国参加中国期货业协会与欧洲期货交易所组织的《利率衍生品高阶培训班》，参与第一财经《期货周刊》节目录制发布观点并在期货日报、文华财经等主流媒体上发表多篇文章。主要负责宏观、国债期货基本面与策略研究。

项歌德（执业编号：F0301231），计算机技术工程与经济学双硕士，经济学博士，申银万国证券公司博士后。现任申万期货研究所负责人兼机构业务总部副经理。主要从事期货公司战略与计量模型研究。参与过多项国家自然科学基金、社会科学基金、上海软科学基金研究，在经济学权威期刊《经济研究》、《数量经济技术经济研究》、《统计研究》、《科学学研究》等杂志发表十余篇论文。博士论文获评 2012 年上海市优秀博士论文。

林新杰（执业编号：F3032999），新加坡管理大学硕士。主要研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用，擅长从品种的基本面出发利用量化分析手段，把握品种趋势性行情。

金硕（执业编号：F3048724），清华大学金融学硕士。主要研究方向为宏观经济，对整体经济走势的把握和相关政策、事件的影响有较深入的理解，擅长从数据和实际出发把握大的宏观趋势和大类资产的配置。

法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。