

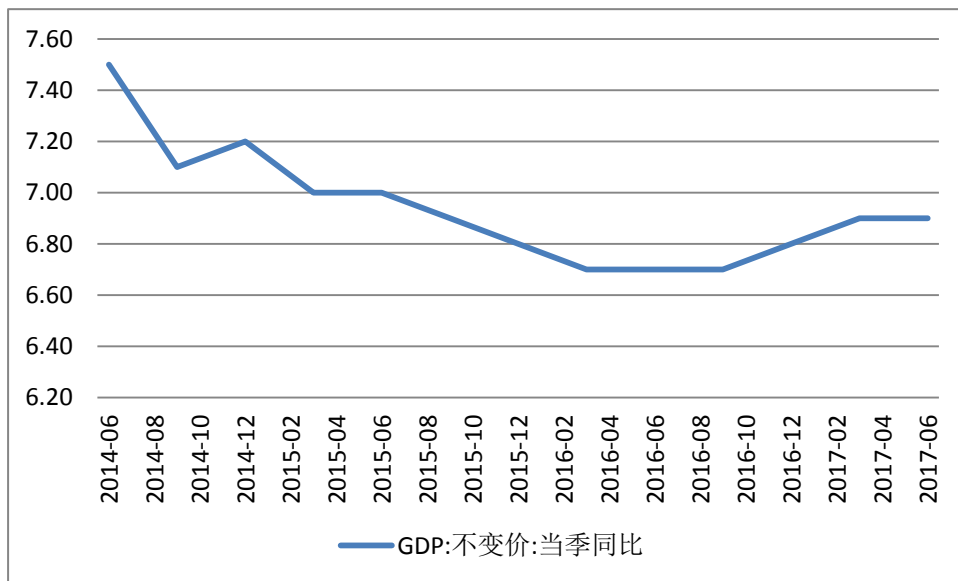
## 经济稳定增长，供需背离忧虑未消 ——二季度宏观经济数据的信托视角

研究员：应汇康

发布日期：2017年7月18日

国家统计局近日公布上半年宏观经济数据：二季度 GDP 同比增长 6.9%，持平于一季度值，高于市场普遍预期；1-6 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，超过前值 0.2 个百分点，录得今年以来最高值；固定资产投资完成额累计同比增长 8.6%，与前值持平，投资表现弱于市场预期。宏观经济在生产端的持续发力下保持平稳增长，显示出较强的韧性。短期内，经济料无二次探底的“近忧”，但复苏局面能否持续的“远虑”仍值得思考。目前看来，最大的忧虑在于供需关系的持续背离——生产旺盛，需求乏力。

图 1：GDP 同比增长

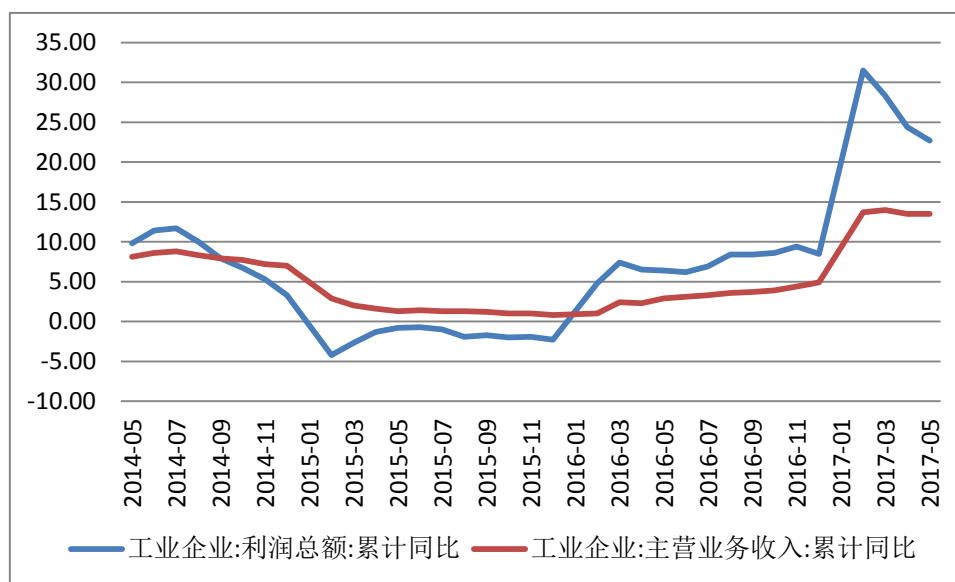


来源：Wind，中建投信托博士后工作站

## 一、生产端快速扩张，经济增长有韧性

今年上半年，生产端的数据表现良好。1-5月规模以上工业企业利润同比增长22.7%，主营业务收入同比增长13.5%，尽管相比一季度数据有所下滑，但仍处于近年来的高位，扩张之势仍强劲。在利润复苏的驱动下，1-6月规模以上工业增加值录得6.9%，超出市场普遍预期。

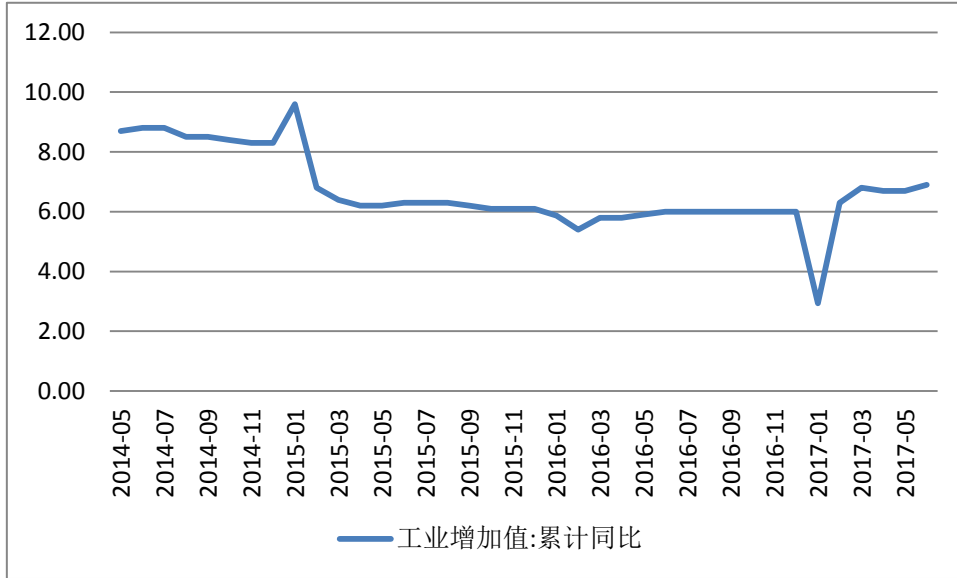
图 2： 规模以上工业企业利润与主营业务收入累计同比增长



来源：Wind，中建投信托博士后工作站

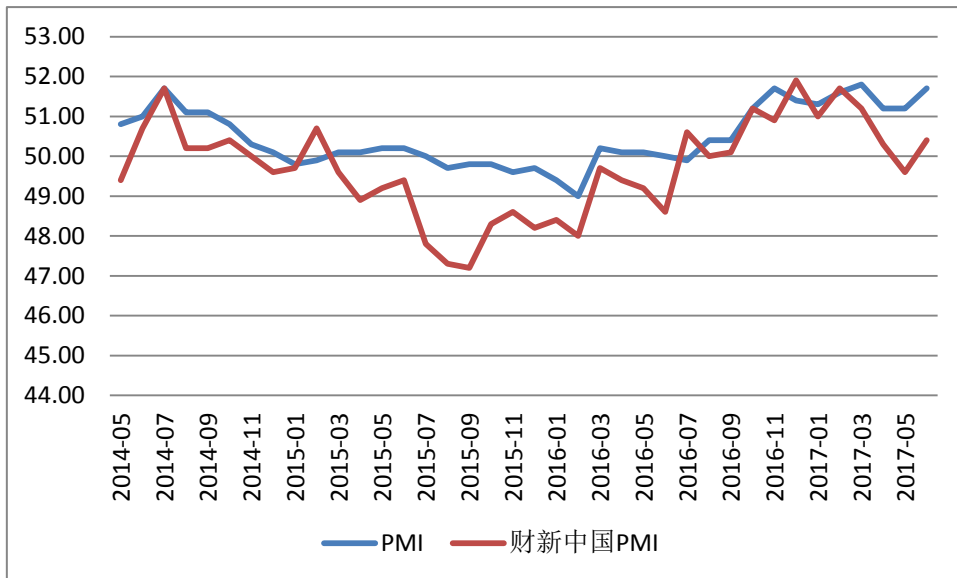
受利润复苏和产能增加的影响，6月中采PMI超预期上涨0.5个百分点至51.7%，接近几年来的最高值；财新PMI则上涨0.8个百分点至50.4%，重回枯荣线之上。尤其亮眼的是PMI中的生产指数涨至54.4%，高出前值整整1个百分点，足见制造业生产处于扩张区间且增速有提高之势。

图 3: 规模以上工业企业工业增加值同比增长



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

图 4: PMI 走势



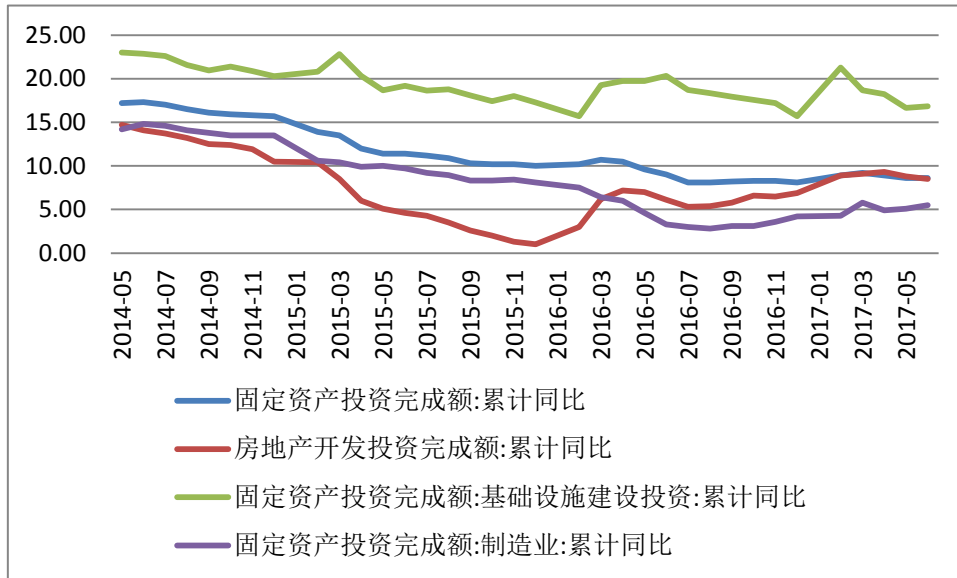
来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

## 二、投资需求低迷，信托增长放缓

生产端的稳定扩张表明经济具有较好的韧性，但扩张之势能否长久持续，关键在于有无相应的需求与之相匹配。事实上，今年以来需求侧的表现一直不甚理想，投资的整体回落是需求不振的主要因素。二季度开始，固定资产投资整体上处于下行通道，同比增幅为近年来的低谷，1-6月固定资产投资同比增长8.6%，与前值持平，连续两月录得今年最低值。

投资需求的低迷是造成上半年信托公司经营数据低增长的重要因素之一。据银行间市场披露的55家信托公司半年报数据显示（截至7月17日），信托行业上半年度营业收入平均同比增长仅为0.71%，信托收入平均同比下滑-0.07%。据用益信托网统计的公开发行的信托产品数据显示，6月份投向金融、房地产、基础产业、工商企业和其他产业的产品成立规模分别较上月同时点统计值下跌了7.46%、39.48%、7.14%、30.79%和58.93%。受需求下降影响，新增信托产品规模呈现全面大幅下跌趋势。

图 5: 固定资产投资同比增长



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

分产业看, 房地产开发投资完成额累计同比降至 8.5%, 较前值低了 0.3 个百分点, 连续两月呈现明显下滑。随着限购限贷政策在多地持续加码, 房地产销售面积已出现大幅回落。截至 6 月末, 30 大中城市商品房成交面积累计同比大降 33.54%。销售额的下降, 加上货币政策和地产融资监管双双收紧, 开发商的资金来源面临更多不确定性。由于其他融资渠道受阻, 房地产企业更多地借助信托融资。6 月份公开发行的集合信托产品中, 投向房地产行业的规模占比为 21%, 连续两月高于 20%, 房地产信托平均预期收益率为 6.97%, 较上月值小幅攀升。

基础设施建设投资累计增速为 16.8%, 同样处于下降通道。基建投资同样面临着资金来源的困境, 不仅财政预算对基建的支撑力度明

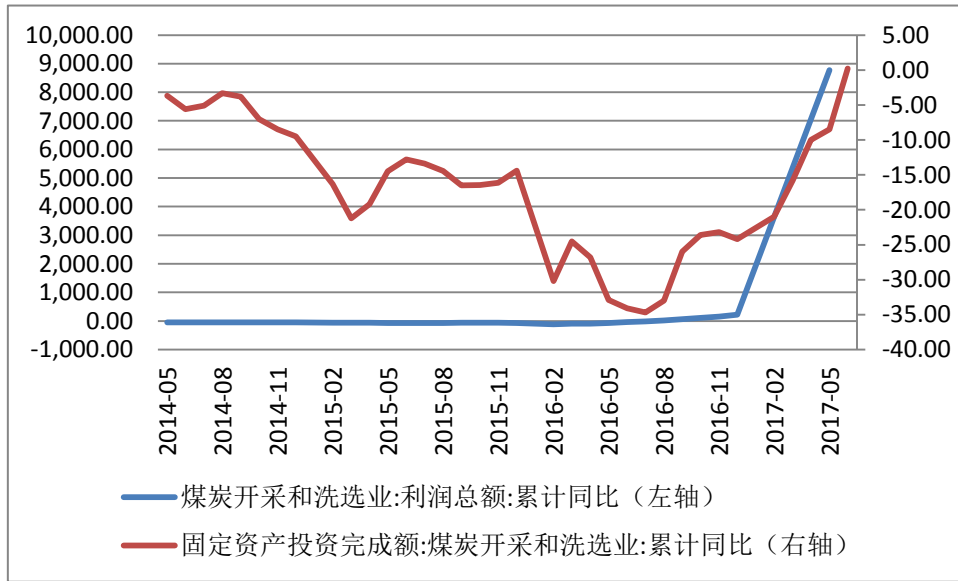
显下降，地方政府的土地财政收入也伴随着地产的下行周期有所下滑，对基建投资造成一定的拖累。此外，财政部等多部委连续出台规范地方政府融资平台融资行为的文件，监管部门也要求金融机构防控地方债务风险，基建投资在多重因素下难以快速增长。6月份公开发行的集合信托产品中，投向基础设施产业的规模占比处于7%的低位，收益率为6.77%，基本与上月持平。

生产端与投资需求的时滞性背离无法长时间持续，需求的低迷将通过价格因素传导到供给侧。当前形势下，“地产+基建”仍是持续拉动总需求扩张的重要动力，两大需求的低迷势必造成价格指数普遍走低，从而影响生产端利润，抑制供给侧的持续扩张。

### 三、制造业结构脆弱，信托谨慎展业

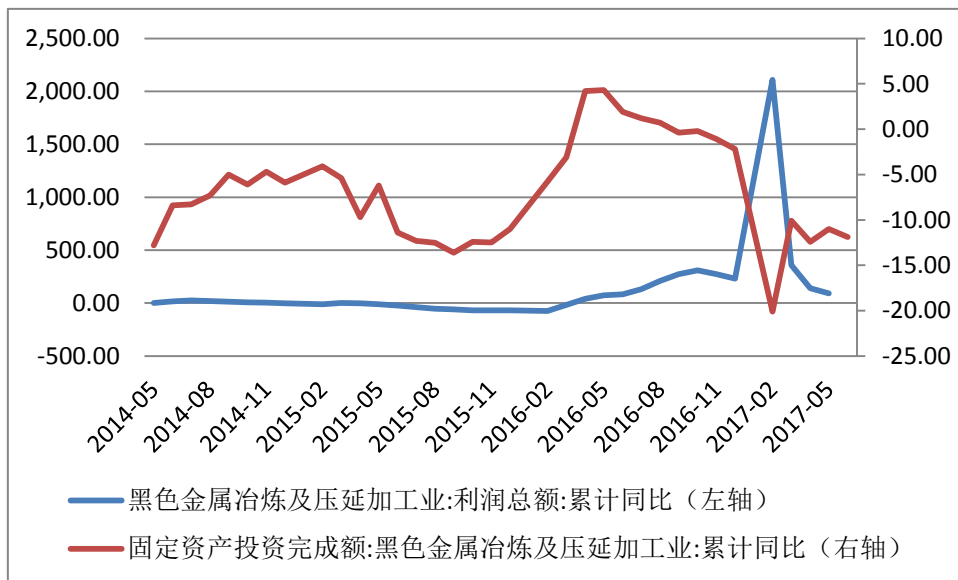
1-6月制造业固定资产投资同比增长5.5%，比前值上涨了0.4个百分点，可以说是固定资产投资数据的唯一亮点。然而，制造业投资的扩张在结构上并不乐观。受政策影响，利润增幅最快的行业投资意愿反而较为薄弱，煤炭、钢铁等企业的利润增长几乎没有传导至投资增长，在盈利不断回暖的形势下，实际投资却没有增长。1-5月煤炭开采与选洗业的利润累计同比增长达80倍之多，而该行业1-6月的投资完成额同比增长虽有所回升，但整体仍处在负增长区间。同样，钢铁等上游工业行业也存在利润与投资背离的情形。

图 6: 煤炭开采和选洗业利润与投资



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

图 7: 黑色金属冶炼及延压利润与投资



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

一方面，这是由于煤钢企业在国家去产能政策的压力下主动减产，补库存意愿不强，扩大产能的动力较弱。另一方面则是由于这些企业的利润改善被优先用于修复资产负债表，降低财务杠杆，主动投资的意愿和能力均显不足。在此情形下，制造业供给端的生产和利润修复必然会遭遇瓶颈，抑制制造业整体的持续复苏。

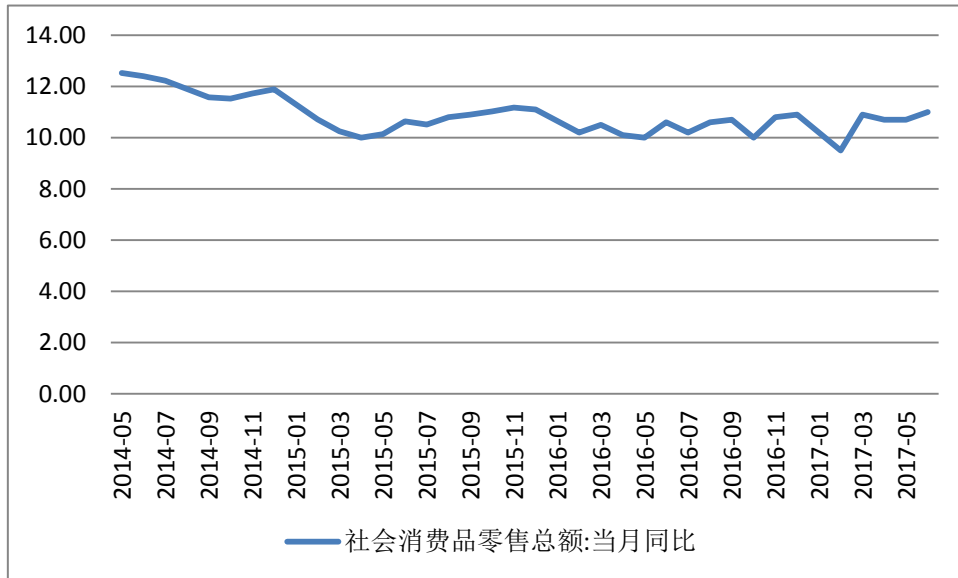
在生产与投资背离的情形下，信托公司在制造业领域开展业务应当关注行业所在的发展周期和企业的杠杆率变化情况，注重风险防范，谨慎选择进入时机。

#### 四、消费出口回暖，持续性有待观察

6月社会消费品零售总额增速回升至11%，较前值上涨了0.3个百分点，达到了近两年来的峰值。支撑消费需求回暖的重要因素是居民的可支配收入在今年上半年有所回涨，二季度居民可支配收入同比上涨6.5%，同样录得近两年的最高值。但是，消费增长的持续性仍有待后续观察。当前消费端实际上并无明显亮点，在房地产销售增速回落的环境下，家居家电类消费品的需求将会逐步降低，从而影响消费增长的持续性。

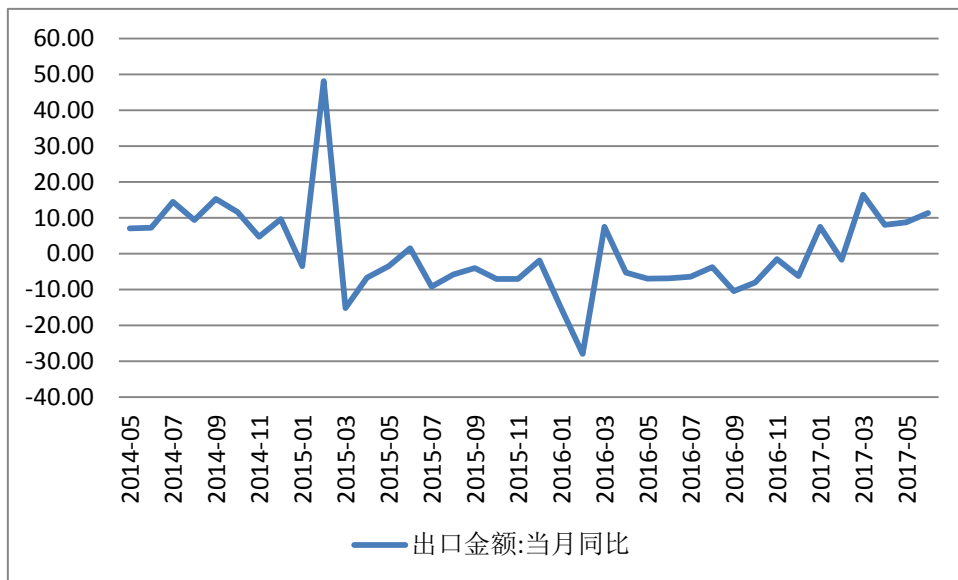


图 6: 社会消费品零售总额同比增长



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

图 7: 出口同比增长



来源: Wind, 中建投信托博士后工作站

6月出口金额同比增长11.30%，较前值大幅上涨2.3%，去年的低基数效应对出口增幅影响显著。但由于出口的增长完全依赖于外部需求，而外部需求回升的基础并不稳定，导致出口同比波动幅度较大。从美国非农就业人口增涨情况和通胀率来看，美国经济增速已经接近潜在增速，美联储连续加息，经济刺激政策前景尚不明朗，而欧洲日本等地区经济增长复苏乏力，外部需求进一步提升的空间也较为有限。

中建投信托博士后工作站