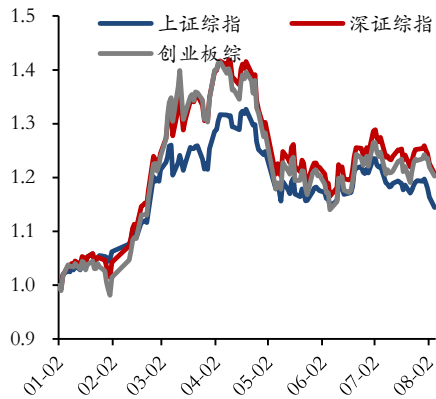


全球降息潮起，国内维稳有定力

图表 1 近半年主要指数走势



分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

二季度微滞胀、三季度仍有压力。二季度名义 GDP 增速由一季度 7.84% 上升至 8.30%，实际 GDP 增速由 6.4% 下降至 6.2%，经济呈现微滞胀。上半年工业企业利润同比-2.4%，跌幅较一季度收窄 1 个百分点，出现企稳迹象，整体符合“盈利震荡筑底”的判断。三季度经济增长仍有压力，预计四季度逐步企稳。工业增加值累计同比 6.0%，增速较一季度下降 0.5 个百分点；PPI 累计同比 0.3%，较一季度提高 0.1 个百分点，价升量减主要由于产业链分化影响，基建和房地产上拉黑色产业链价格，出口预期恶化下拉制造业产量。**制造业 PMI 边际改善，下行压力仍在。**7 月统计局 PMI 49.7%，前值 49.4%，仍处于荣枯线下；生产持续处于扩张区间，但内外需求疲软；库存继续收缩，PPI 处于下行通道，企业仍在主动去库存。大型企业回升，中小企业继续回落，经济下行背景下中小企业首当其冲，马太效应明显。**需求端面临下行压力，逆周期政策或发力。**2019 年上半年固定资产投资和民间投资增速分别为 5.8% 和 5.7%，较一季度均出现回落。**房地产投资累计增长 10.9%，制造业投资 3%，基建 4.1%。**随着地产融资渠道收紧，土地购置费增速大概率继续下滑，下半年房地产投资仍面临下行压力。**制造业由于工业企业利润持续下滑和下游需求不振颓势难以扭转，基建随着专项债发行提速预期步入上升期。**社零整体较为低迷，必选消费保持较快增长，化妆品增幅扩大，服装鞋帽、地产相关类表现平平，汽车类受国五去库存影响，6 月单月增速达 17.2%。**衰退型顺差扩大、出口承压。**上半年对欧盟和东盟国家进出口保持平稳增长，对美进出口呈萎缩态势，结构变化或将延续。

实体经济流动性改善，企业有效信贷需求不足，非标延续改善，专项债提速在即。6 月 M1 同比 4.4%，前值 3.4%，二季度以来 M1 震荡回升，6 月新增社融 2.26 万亿，同比多增 0.78 万亿，二季度新增社融规模回归正常水平；从结构来看，二季度新增人民币贷款同比少增 1846 亿，主要是长期贷款需求不足。新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多增 2039 亿、2713 亿和 1499 亿，对社融增速的拖累作用大为减弱。地方专项债 6 月放量，预计三季度迎来高峰期。**美联储降息落地，全球宽松空间开启，国内国币政策仍将维持宽松。**美联储 7 月议息会议决定下调联邦基金目标利率 25BP 至 2.00%-2.25%，并立即结束缩表计划，但鲍威尔对后续货币政策的表述偏鹰。我们认为美联储年内降息预期依然很高，而且全球降息潮涌动，国内货币政策仍将维持宽松，但是在国内流动性整体充裕的情况下，央行未必降息，而是使用结构性工具缓解流动性分层的问题。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，美联储转“鹰”，全球经济增长进一步放缓、通胀超预期。

目录

一、	国内经济：二季度微滞胀、三季度仍有压力.....	4
二、	全球降息潮起，国内货币政策空间扩大.....	10

图表 1	近半年主要指数走势	1
图表 2	GDP 增速 (%)	4
图表 3	全国固定资产投资增速: 分类 (%)	4
图表 4	PPI: 当月同比: 上游原材料 (%)	4
图表 5	PPI: 当月同比: 下游 (%)	4
图表 6	制造业 PMI 指数 (%)	5
图表 7	制造业 PMI 指数: 按企业规模 (%)	5
图表 8	非制造业 PMI 指数 (%)	5
图表 9	GDP 三驾马车贡献率 (%)	6
图表 10	社会消费品零售总额增速 (%)	6
图表 11	社会消费品零售额累计增速 (%)	6
图表 12	社会消费品零售额累计增速: 地产相关 (%)	7
图表 13	社会消费品零售额累计增速: 汽车、石油 (%)	7
图表 14	主要贸易伙伴进出口金额占比	8
图表 15	主要出口国家金额占比	8
图表 16	固定资产投资增速 (%)	9
图表 17	固定资产投资增速: 分行业 (%)	9
图表 18	房地产开发投资增速: 分项 (%)	10
图表 19	房地产销售、施工、开工增速 (%)	10
图表 20	制造业投资增速: 分行业 (%)	10
图表 21	全球宽松格局开启	11
图表 22	CPI 月度同比 (%)	11
图表 23	CPI 月度同比 (%)	11
图表 24	菜篮子产品批发价格 200 指数	12
图表 25	主要工业品价格及指数 (美元/桶)	12
图表 26	货币利率走势 (%)	13
图表 27	不同信用评级存单的到期收益率 (%)	13
图表 28	货币供应量增速 (%)	14
图表 29	社会融资规模增速 (%)	14
图表 30	新增社融: 分项: 同比多增 (亿元)	14

一、国内经济：二季度微滞胀、三季度仍有压力

二季度名义 GDP 增速由一季度的 7.84% 上升至 8.30%，而实际 GDP 增速则由 6.4% 下降至 6.2%，经济呈现微滞胀局面。上半年工业企业利润同比 -2.4%，跌幅较一季度收窄 1 个百分点，虽然增速仍然为负，但已出现企稳迹象，采矿业利润同比 4.2%，制造业利润 -4.1%，整体符合我们“盈利震荡筑底”的判断，但三季度经济增长仍有压力，预计四季度逐步企稳。

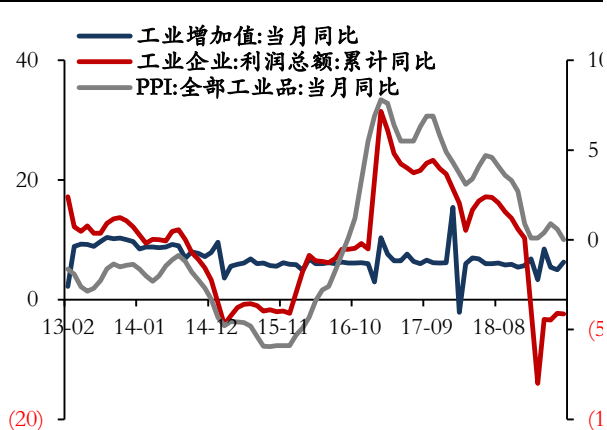
工业增加值累计同比 6.0%，增速较一季度下降 0.5 个百分点，采矿业累计、制造业累计分别增长 3.6% 和 6.4%，分别较一季度变化 1.3 和 -0.8 个百分点；PPI 累计同比 0.3%，较一季度提高 0.1 个百分点，价升量减，主要由于产业链分化影响，基建和房地产上拉黑色产业链价格，出口预期恶化下拉制造业产量。

图表 2 GDP 增速 (%)



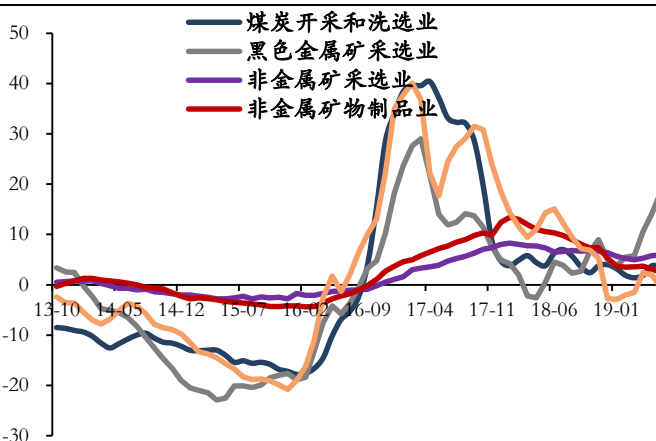
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 全国固定资产投资增速：分类 (%)



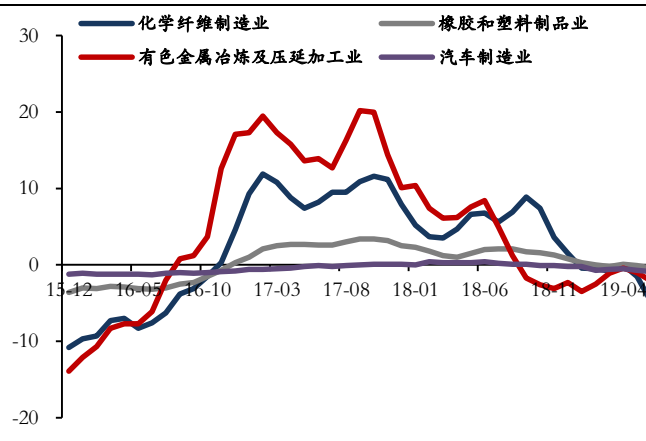
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 PPI: 当月同比: 上游原材料 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 PPI: 当月同比: 下游 (%)

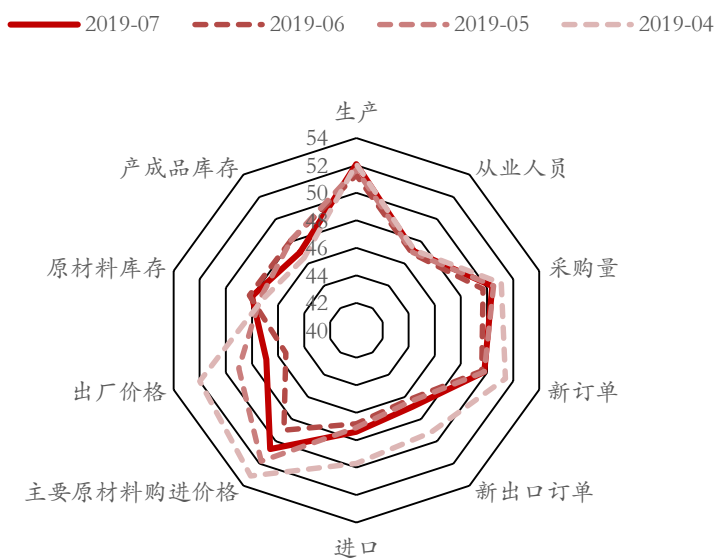


资料来源：Wind，万和证券研究所

制造业 PMI 边际改善，下行压力仍在。7 月统计局 PMI49.7%，前值 49.4%，仍处于荣枯线下。分项看，生产（52.1%）持续处于扩张区间；新订单（49.6%）连续 3 月在荣枯线下，新订单出口（46.9%）回升 0.6 个百分点，进口（47.4%）回升 0.6 个百分点，但仍处于收缩区间，指向内外需求疲软；原材料库存、产成品库存继续收缩，原材料购进价格与出厂价格回升，但 PPI 仍处于下行通道，企业仍在主动去库存。从企业规模看，大型企业 PMI 上升 0.8 个百分点至 50.7，中小企业分别回落 0.4 和 0.1 个百分点至 48.7 和 48.2，经济下行背景下，中小企业首当其冲，马太效应明显。

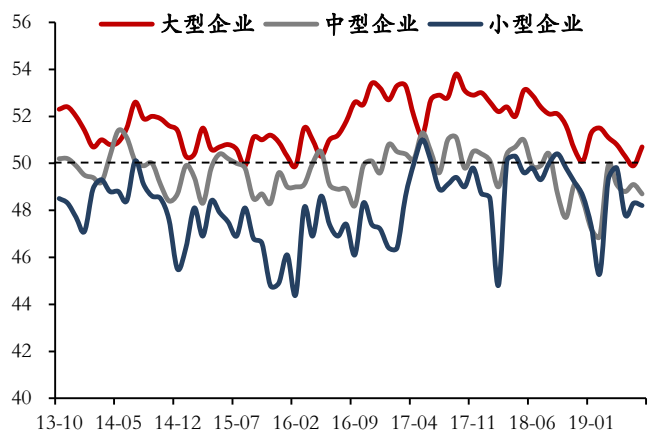
非制造业 PMI 小幅回落。7 月商务活动 PMI53.7%，其中服务业 52.9%，建筑业 58.2%，三者均较上月回落 0.5 个百分点，但仍处于扩张区间

图表 6 制造业 PMI 指数 (%)



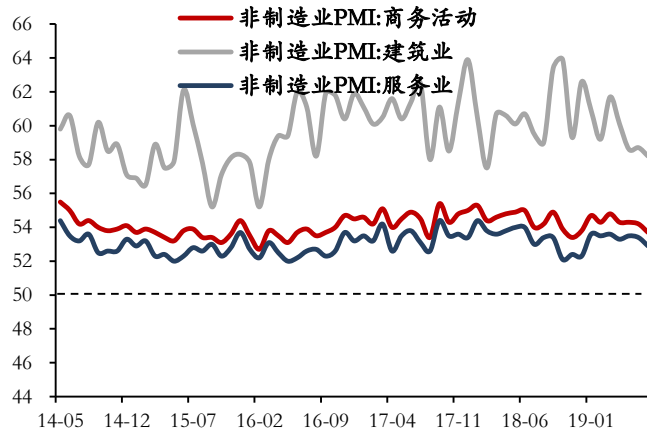
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7 制造业 PMI 指数：按企业规模 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

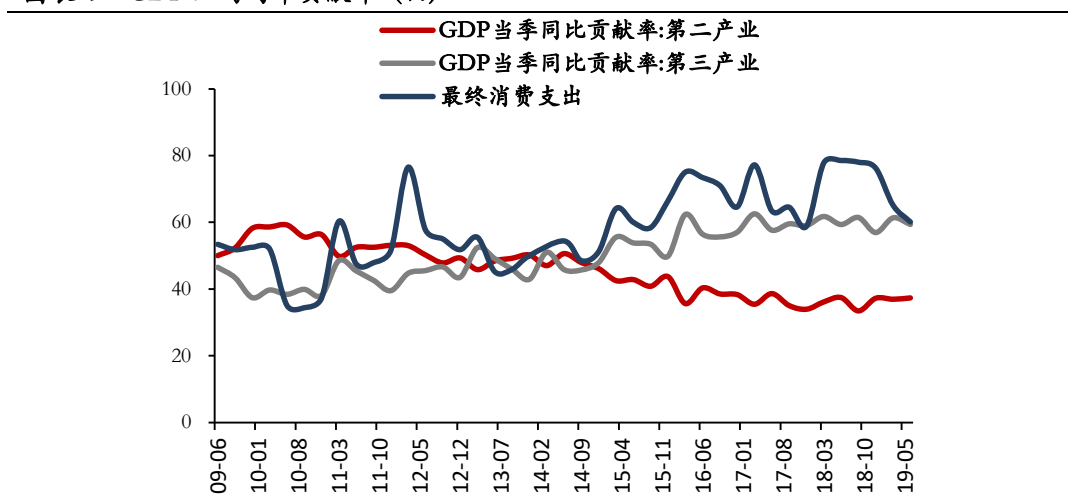
图表 8 非制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

从对 GDP 累计同比贡献率来看，最终消费支出贡献 60.1%，下降 5 个百分点；资本形成总额贡献 19.2%，提高 7.1 个百分点；货物和服务净出口贡献 20.7%，下降 1.9 个百分点。

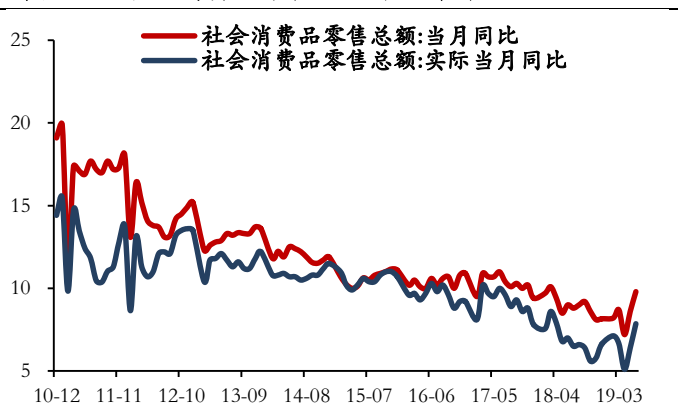
图表 9 GDP 三驾马车贡献率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

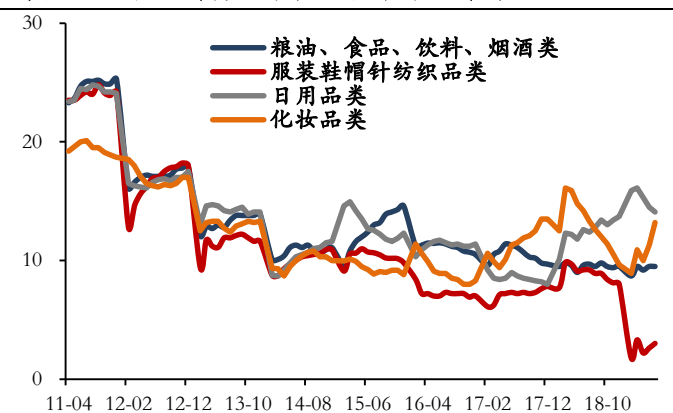
消费：必选坚挺，可选分化。1-6 月社会消费品零售总额累计增长 8.4%，实际增长 6.7%，较一季度略有回落，社零数据二季度整体低迷，主要受 6 月单月高增速拉动。分品类看，食品饮料烟酒大类和日用品整体保持较快增长，可选消费中，服装鞋帽类增长缓慢，化妆品增幅不断扩大，家用电器、家具类增速基本保持稳定，而建筑装潢材料增速下滑 4.5 个百分点，主要受地产销售低迷影响，汽车类累计增速提高 4.6 个百分点，6 月单月增速达 17.2%，主要由于国六排放标准施行，厂商加大力度去库存影响，预计未来几个月汽车零售增速逐步回归个位水平。

图表 10 社会消费品零售总额增速 (%)



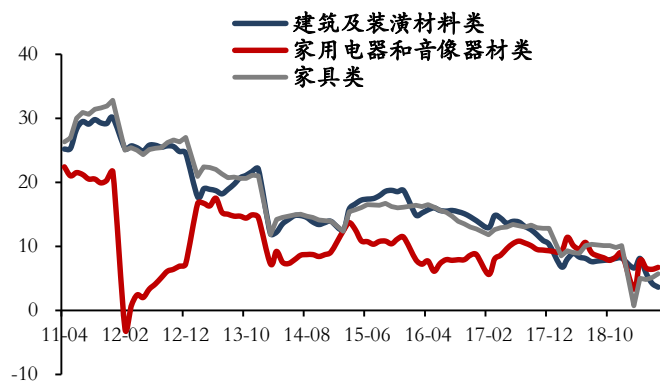
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 社会消费品零售额累计增速 (%)



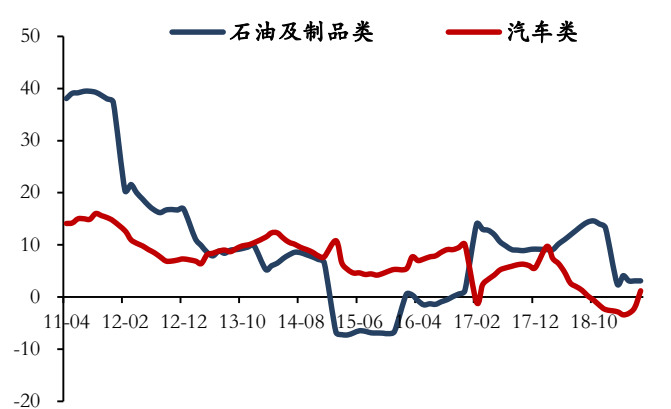
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 社会消费品零售额累计增速：地产相关 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 社会消费品零售额累计增速：汽车、石油 (%)



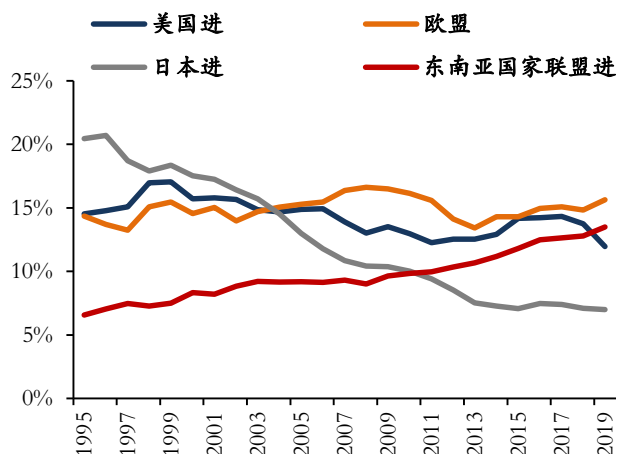
资料来源：Wind，万和证券研究所

外贸：衰退型顺差扩大、出口承压、结构变化或延续。1-6月我国进出口累计金额 2.16 万亿美元，同比-2%，其中出口 1.17 万亿美元，同比 0.1%，进口 9900 亿美元，同比-4.3%，进口大幅衰退导致贸易差额累计增长 33.93%。

从国别和地区看，上半年对欧盟和东盟国家进出口分别增长 4.58%和 3.80%，继续保持平稳增长，对日本进出口同比-4.0%，有所下降；对美进出口、出口、进口分别下降 14.45%、8.54%和 29.78%，呈萎缩态势；对美进出口金额占总金额的 11.95%、出口占 17.02%，仅次于欧盟，美国仍然是我国最重要的贸易伙伴之一，2500 亿商品关税仍具有一定负面影响，而且中美贸易摩擦可能升级，美国或对 3000 亿中国进口商品加征 10%的关税，出口仍然面临下行压力。我国与东盟贸易往来不断加强，进出口金额占比已提高至 13.5%，贸易结构的改变受国家战略导向影响较大，趋势有望延续。

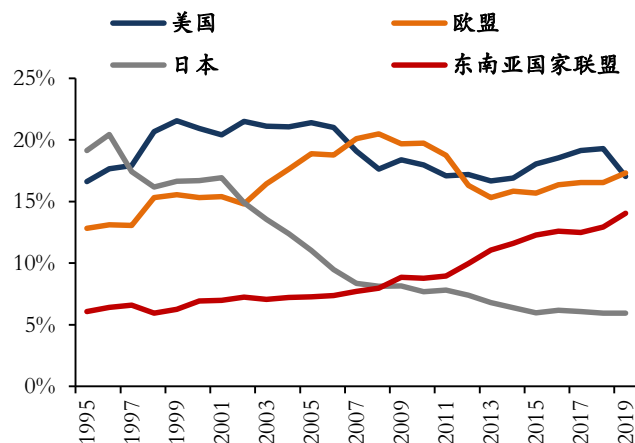
从产品来看，上半年主要进口产品中，铁矿石、原油、汽车同比分别增长 15.99%、6.32%和 5.15%，农产品同比 3.56%，增速较一季度放缓，大豆同比 -18.66%，跌幅扩大。主要出口产品中，自动数据处理设备、机械设备同比分别-0.26%和-1.67%，降幅不大；农产品、服装同比分别-2.72%，-5.75%，降幅明显；无线电话出口金额大幅下降 17.65%，集成电路则大幅增长 19.12%，抢出口效应仍然存在。

图表 14 主要贸易伙伴进出口金额占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 主要出口国家金额占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

投资：地产承压、制造业颓势难扭转，基建是重要发力点。2019 年上半年固定资产投资和民间投资增速分别为 5.8%和 5.7%，较一季度均出现回落，占总投资六成的民间投资增速疲软一定程度上反映企业对经济的下行预期尚未扭转，内生动力不足。固定资产投资主要行业中，房地产投资累计增长 10.9%，制造业投资 3%，基建 4.1%，较一季度增速均有所回落，制造业增速下滑仍是最大拖累。

房地产融资渠道收紧，下半年支撑力度减弱。2019 上半年房地产开发投资同比 10.9%，增速较 1 季度回落 0.9 个百分点，高于 2018 年增速 1.4 个百分点，是固定资产投资的主要支撑。分项来看，土地购置费同比 24.2%，增速持续下滑，其前瞻指标土地成交价款同比下降 27.6%，但跌幅收窄；施工端则表现坚挺，建筑工程同比 9.4%，但新开工面积增速不断下滑，建筑工程投资增速下半年或放缓。销售端仍然表现低迷，未见回暖趋势，且竣工面积跌幅扩大，指向企业累库意愿弱，对未来销售信心不足，企业资金来源面临

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_10919

