

首席宏评（第71期）

不畏浮云遮望眼——2019年上半年中国宏观经济回顾与下半年展望

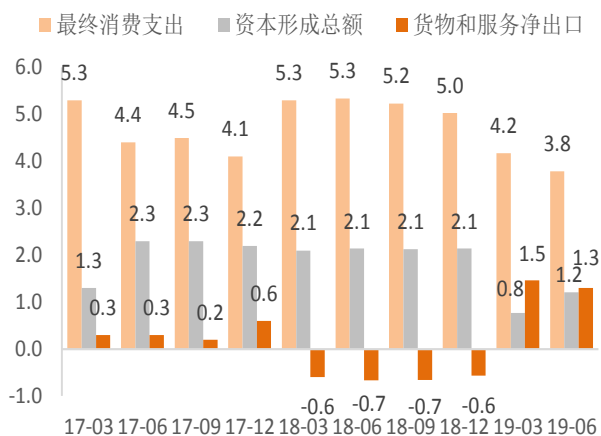
■ 核心摘要

- 1) 2019 年上半年经济下行的主要原因是消费与投资，而贸易战对净出口的负面影响尚未充分体现出来；
- 2) 2019 年下半年中国宏观经济仍面临较大下行压力。第三、四季度，中国宏观经济增速可能继续下行至 6.1%与 6.0%，全年中国经济增速约在 6.2%上下。而导致中国经济在 2019 年下半年继续下行的原因，首先是净出口，其次是投资。
- 3) 在 2019 年下半年的三大投资增速走向中，制造业投资增速将会大致保持低位稳定，出口增速的放缓与增值税减免大致可以相互对冲；房地产投资增速将会高位回落，基建投资增速将会显著反弹。总体来看，固定资产投资增速在下半年将会大致保持稳定，但也可能略微下降。
- 4) 财政政策方面，不排除在 2019 年下半年，财政部增加国债发行规模，以及中央政府批准地方政府发行更多专项债券的可能性。货币政策方面，预计 2019 年下半年仍有两次降准的空间，央行在公开市场操作方面将会保持更大力度，而公开市场操作的目标利率可能继续下调。
- 5) 资产配置方面，2019 年下半年，看好利率债的表现；人民币计价黄金将继续上涨；人民币兑美元汇率将依然维持大致稳定，除非中美贸易战继续升级；中国股市仍然面临震荡调整压力，但总体下行力度较为有限；大宗商品价格总体上将会面临下行压力。

2019 年第一、二季度，中国 GDP 同比增速分别为 6.4%与 6.2%。CPI 同比增速由 2019 年 1 月份的 1.7%逐渐上升至 6 月份的 2.7%，但剔除了食品与能源价格的核心 CPI 同比增速却由 1 月的 1.9%下降至 6 月份的 1.6%。PPI 同比增速则先由 1 月份的 0.1%上升至 4 月份的 0.9%，之后又回落至 6 月份的 0.0%。不难看出，在 2019 年上半年，中国宏观经济整体上面临着一定的下行压力。

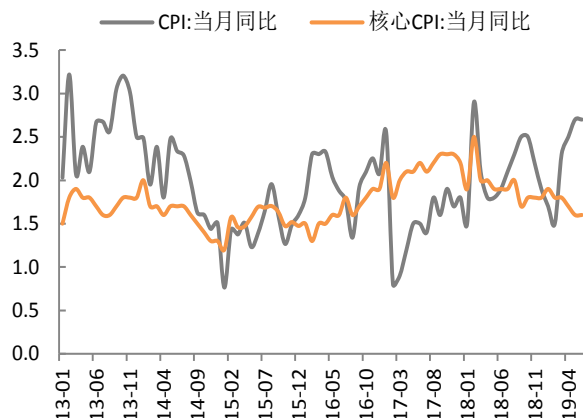
在 2019 年第一季度，最终消费支出、资本形成总额与货物和服务贸易净出口对 GDP 当季同比增速的拉动分别为 4.2、0.8 与 1.4 个百分点，而在 2019 年第二季度，上述三驾马车的拉动分别为 3.4、1.6 与 1.2 个百分点。与 2018 年各季度相比，在 2019 年上半年，消费与投资对 GDP 增长的贡献显著下降，而净出口对 GDP 增长的贡献显著上升。从分析中可以看出，2019 年上半年经济下行的主要原因是消费与投资，而贸易战对净出口的负面影响尚未充分体现出来。

图表1 2019 上半年净出口是 GDP 的重要支撑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 核心 CPI 位于低位 (%)



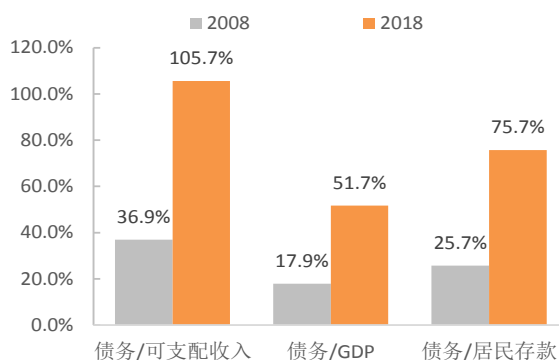
资料来源: WIND, 平安证券研究所

社会消费品零售总额同比增速在 2018 年年初由过去两位数的增速下降至单位数增速,并在 2019 年 4 月达到 7.2%的多年来增速新低。近年来,消费对中国经济增长的贡献率总体上在上升,但消费增速却整体上呈现稳中有落的趋势。**导致消费增速稳中回落的原因,一是近年来城乡居民可支配收入整体上是逐渐下降的;二是过去十年中国家庭杠杆率上升太快,可能对消费增长产生了负面影响。**虽然 6 月的社会消费品零售总额同比增速回升至 9.8%,但这主要受汽车经销商在上半年末以较大力度促销排放标准较低的车辆推动,未来难以持续。

固定资产投资完成额累计同比增速由 2019 年 3 月的 6.3%下降至 6 月的 5.8%。**造成固定资产投资下滑的主要原因是制造业投资增速的下滑,**随着去年一度高涨的固定资产改建浪潮(这与节能环保监管的强化有关)的结束,制造业投资增速已经由 2018 年年底的 9.5%回落至 2019 年 4 月的 2.5%,到 6 月缓慢回升至 3.6%(这或许与 4 月份之后的制造业企业增值税下调 3 个百分点有关)。房地产投资增速今年上半年一直稳定在 11%上下,而基建投资增速今年上半年一直稳定在 4.0-4.5%左右。

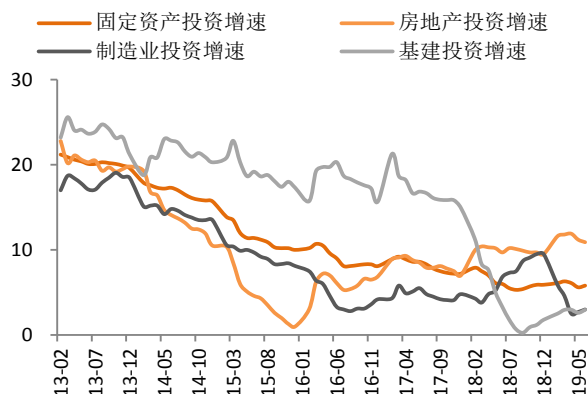
在 2019 年上半年,净出口对经济增长贡献持续为正,这一点与市场预期存在显著差异。尤其是在 2019 年第二季度,月度货物贸易顺差由 4 月份 137 亿美元上升至 6 月份的 510 亿美元。不过,贸易顺差的上升并非是由于出口增速强劲(5、6 月出口同比增速仅为 1.1%与-1.3%),而是由于进口增速的低迷(5、6 月进口同比增速分别为-8.5%与-7.3%),而进口增速低迷又源自国内消费尤其是投资增速的低迷。这种“衰退型顺差”并不能让我们欢欣鼓舞,且在中美贸易摩擦加剧的背景下难以维持。

图表3 居民杠杆率在过去 10 年快速上升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 制造业投资快速下行 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

展望 2019 年下半年中国宏观经济，我们认为，短期内经济增速仍面临较大下行压力。在宏观对冲政策发力有限的前提下，我们认为，**第三、四季度，中国宏观经济增速可能继续下行至 6.1%与 6.0%，全年中国经济增速约在 6.2%上下。而导致中国经济在 2019 年下半年继续下行的原因，首先是净出口，其次是投资。**

2019 年 5 月，美国政府宣布将中国 2500 亿美元商品的进口关税由 10%提高至 25%，这一次加征关税对中国出口的负面影响，将在 2019 年下半年充分体现出来。此外，最近特朗普又进一步宣布，将在 9 月 1 号将中国剩下 3000 亿美元商品加征 10%的关税。这两次新增关税将对**中国未来的出口增速产生显著负面影响，而中国进口增速未来有望保持稳定。这就意味着，中国的贸易顺差将在 2019 年下半年显著缩小，而这将会使得净出口对中国经济的贡献由正转负。**

我们认为，在 2019 年下半年的三大投资增速走向中，制造业投资增速将会大致保持低位稳定，出口增速的放缓与增值税减免大致可以相互对冲；**房地产投资增速将会高位回落**，这是因为近期针对房地产融资的监管显著增强，二是因为近期召开的政治局会议强调“不将房地产作为短期经济刺激手段”，三是因为过去半年多以来土地购置费增速持续下降；**基建投资增速将会显著反弹**，这是因为基建投资政策将会成为未来财政政策“加力提效”的主要抓手。总体来看，固定资产投资增速在下半年将会大致保持稳定，但也可能略微下降。

2019 年下半年，通货膨胀不会成为中国货币政策的重要掣肘因素。虽然非洲猪瘟对中国猪肉市场产生了显著冲击，但如果猪肉价格上涨没有能够带动其他价格上涨，但凭猪肉价格的上涨，很难将 CPI 同比增速拉至 3%以上。此外，近期蔬菜水果价格增速已经有所回落。我们认为，**下半年 CPI 增速将依然稳定在 2.5-3.0%的范围内，而 PPI 增速则可能出现通缩局面。**

在经济增速继续下行、通胀压力波澜不惊的前提下，2019 年下半年中国宏观政策总体上将会更加放松，但放松的程度又是比较有限的（毕竟防控系统性金融风险与结构性去杠杆的大方向并没有变化）。按照 7 月份政治局会议的提法，财政政策要“加力提效”，货币政策要保持“流动性合理充裕”。

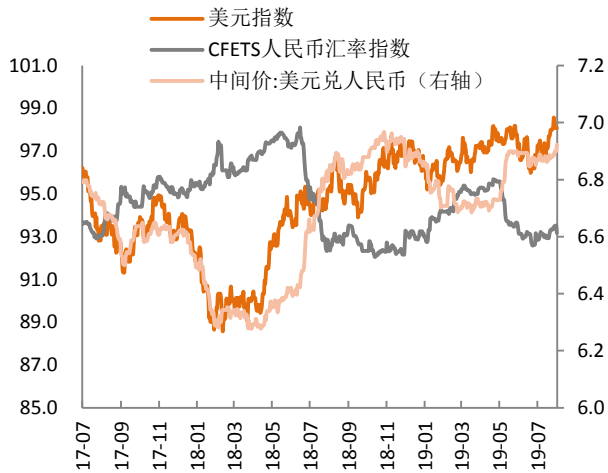
在财政政策方面，2019 年上半年，中国政府在财政资源投放方面存在典型的“政策前移”现象，也即更多财政资源被投放在上半年，这会造成下半年财政资源总体有限的情况。不过，**不排除在 2019 年下半年，财政部增加国债发行规模，以及中央政府批准地方政府发行更多专项债券的可能性。**这些财政支出将被重点投向基建短板以及新型基建，例如城镇老旧小区改造、城市停车场、冷链物流与信息网络等。

在货币政策方面，在 2019 年下半年，货币政策预计将以降低法定存款准备金率以及加大公开市场操作力度的方式继续放松。我们预计，**2019 年下半年仍有两次降准的空间，央行在公开市场操作方面将会保持更大力度，而公开市场操作的目标利率可能继续下调。**事实上，美联储在 7 月底开启降息周期，以及最近人民币兑美元汇率破 7，也为中国央行下调公开市场操作利率打开了空间。不过，受房价维稳以及央行“两轨并一轨”的贷款利率市场化改革影响，短期内央行下调存贷款基准利率的概率依然不高。

从国内资产配置来看，在 2019 年下半年，我们认为，**避险资产的表现相对较好，而风险资产依然面临一定的调整压力。**首先，由于 2019 年下半年宏观经济依然面临下行压力，且中国央行将会继续放松货币政策，我们较为看好利率债的表现；其次，受美元指数高位回落、人民币兑美元汇率可能贬值，以及各方面不确定性上升的影响，人民币计价黄金将在 2019 年下半年继续上涨；再次，虽然人民币兑美元汇率破 7 带来了一些不确定性，但我们目前依然认为，2019 年下半年人民币兑美元汇率将依然维持大致稳定，除非中美贸易战继续升级。这意味着，适当配置美元依然是必要的；第四，中国股市仍然面临震荡调整压力，但总体下行力度较为有限。2019 年下半年，可能是定投具有低估值、真实高利润的行业龙头企业的较好时间窗口；第五，大宗商品价格总体上将会面临下行压力；第六，房地产调控政策不会松动，房地产市场波澜不惊，三四线城市房地产的下行压力将会显著高于一二线城市。房地产造富的时代可能已经永久性地过去了。

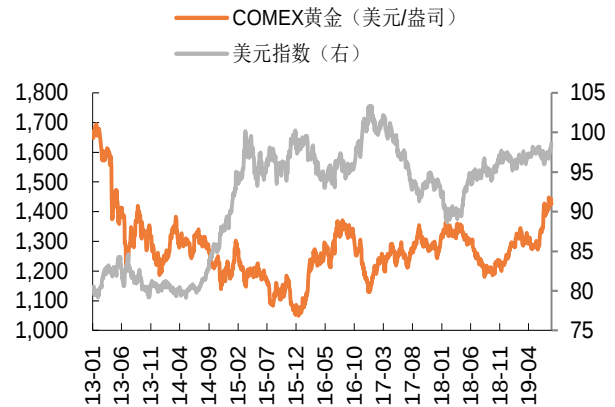
当前来看，国内经济形势短期并不乐观，各种下行压力未来都可能交织出现，颇有“总为浮云能蔽日，长安不见使人愁”之感。不过，我们也不必过于悲观。中国经济在结构性改革方面依然有很大潜力与空间，例如企业所有制改革、土地流转改革、服务业向民间资本的进一步开放、更具包容性的城市化等。而且**从历史经验来看，通常面临较大阻力的结构性改革，都是在面临内忧外患的压力环境下突破与推进的。**只要我们具备穿越周期的长期眼光、保持足够的战略定力与决策韧性，继续推动结构性改革与对外开放，继续大力防控系统性金融风险，中国经济就能够克服当前的各种困难，实现可持续增长，以至于最终跨越中等收入陷阱而成长为发达经济体。正所谓“不畏浮云遮望眼，只缘身在最高层”。

图表5 下半年人民币汇率大致保持稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 近期金价显著回升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_10927

