

# 政策“天平”的再平衡

## ——宏观经济季度展望

### 摘要

2019年下半年，经济基本面可能出现两项重要变化：第一，GDP增速企稳，市场对经济下行的担忧或减轻；第二，消费品领域通胀压力减轻，CPI同比中枢稳中有降，但工业品领域通缩风险显现。

在经济下行风险减轻的环境下，宏观杠杆率在政策“天平”上的重量或上升。虽然从票据融资来看，信贷投放节奏已经有放缓的迹象，但同比基数偏低仍将使2019年货币社融增速高于2018年。在名义GDP增速放缓的背景下，这或许意味着宏观杠杆率的抬升。因此，货币政策进一步宽松的空间相对有限，可能呈现出不松不紧的状态。

**关键词：经济展望**

宏观研究部

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

郭于玮

分析师

电话：021\_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

蒋冬英

分析师

电话：021\_22852639

邮箱：

jiangdongying@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP  
获取更多研究成果

图表 1 中国季度宏观经济数据预测

年度	公布	预测				与 2019 年 6 月预测比较	
	2019	2019		2020		2019	
指标	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP (%)	6.2	6.3	6.3	6.2	6.2	-0.1	-0.1
工业增加值 (%)	5.6	5.7	5.8	5.4	5.5		-0.1
CPI (%)	2.6	2.6	2.4	2.3	1.8	0.1	0.1
PPI (%)	0.5	-0.5	-0.5	0.5	0.2	-0.3	-0.4
M1 (%)	4.4	5.2	8.0	8.0	7.7	0.2	-0.2
M2 (%)	8.5	8.4	8.4	8.3	8.4	-0.1	-0.3
新增贷款 (万亿)	3.9	4.7	3.3	6.0	4.9	-0.1	
信贷增速 (%)	13.0	13.0	13.0	12.6	13.0	-0.5	-0.5
社会融资总量 (万亿)	5.1	5.7	3.9	8.0	5.9		-0.4
社融余额增速 (%)	10.9	11.0	11.0	10.8	11.0		-0.3
社会消费品零售额 (%)	8.5	8.5	8.6	8.4	8.2	0.1	
固定资产投资 (%)	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	-0.8	-0.9
出口 (%)	-1.0	-1.0	2.0	4.0	2.0	2.0	1.0
进口 (%)	-4.1	-5.0	-2.0	1.0	3.0	-5.0	-7.0
法定存款准备金 (大行, %)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	0.5	0.5
1 年定存基准利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5		

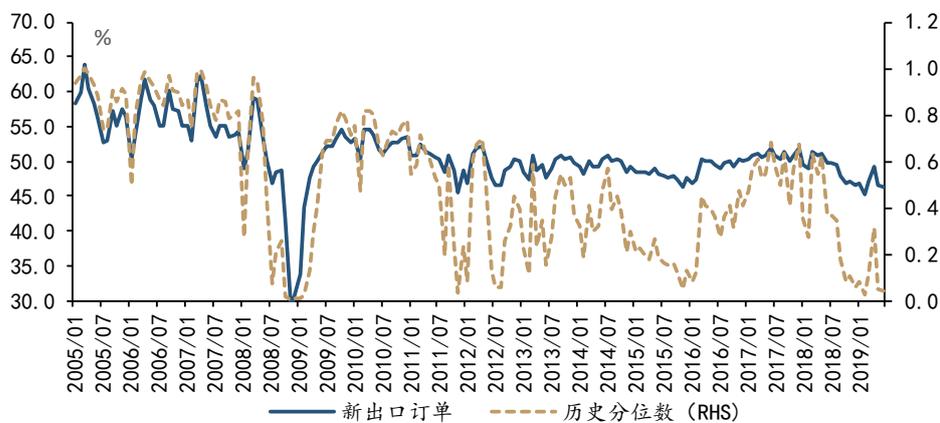
注：工业增加值、社会消费品零售与进出口增速为当季增速，空白表示与前期预测无变化。上表中存款准备金率为大型银行存款准备金率，中小银行存款准备金率或有更大的调降空间。

资料来源：WIND，兴业研究

## 1、上调出口增速，下调进口增速

出口方面，基于中美经贸谈判重启，贸易摩擦加剧风险下降，我们上调出口增速预期。具体而言，2019年6月底中美两国元首会晤并确认重启中美经贸磋商进程，随后根据新华社，第十二轮中美经贸高级别磋商将于7月30至31日在上海举行。中美经贸高级别磋商重启缓和了此前中美经贸冲突恶化的情绪，有助于改善出口预期。同时数据显示新出口订单已降至历史相对低值，后续随着中美经贸磋商重启或有所回升。

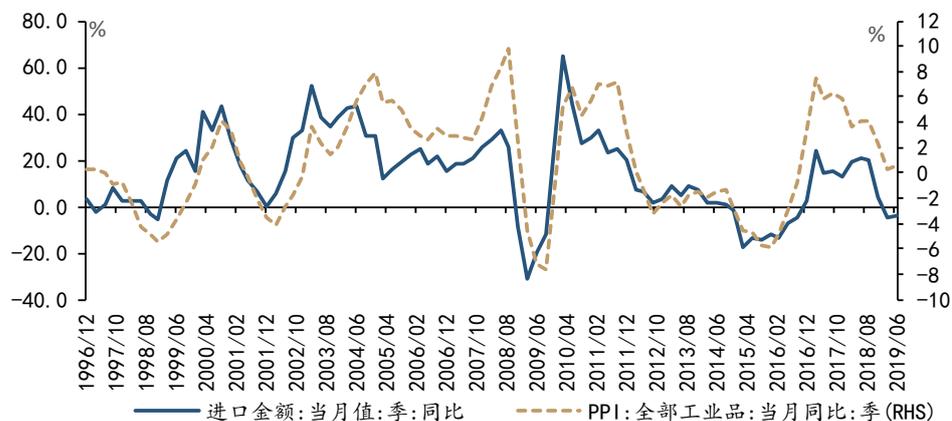
图表2 新出口订单与历史分位数



资料来源：WIND，兴业研究

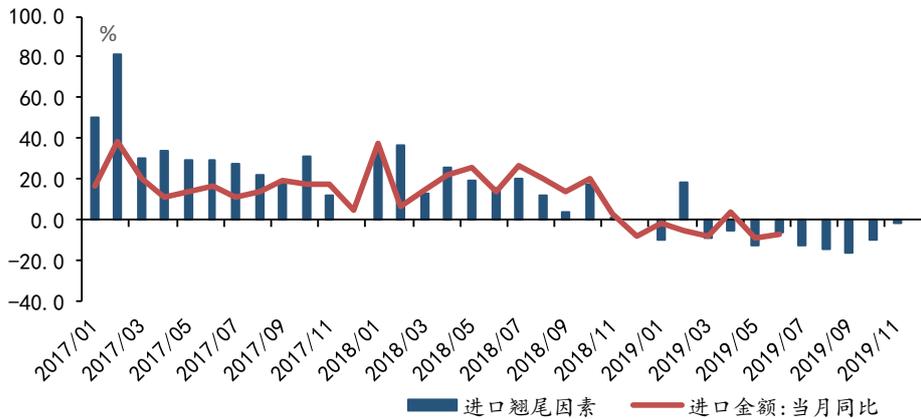
进口方面，基于工业品通缩风险加剧，我们下调进口预期。我国进口商品结构以工业品原材料为主，其走势与工业品价格较为一致。2019年6月我国PPI跌至0，同时根据我们的预测7月PPI或转负，这将从价格方面施压我国进口读数。从走势上看，2019年进口读数将在第三季度见底，随后逐步回升。

图表3 进口同比与PPI同比



资料来源：WIND，兴业研究

图表4 进口同比与进口翘尾

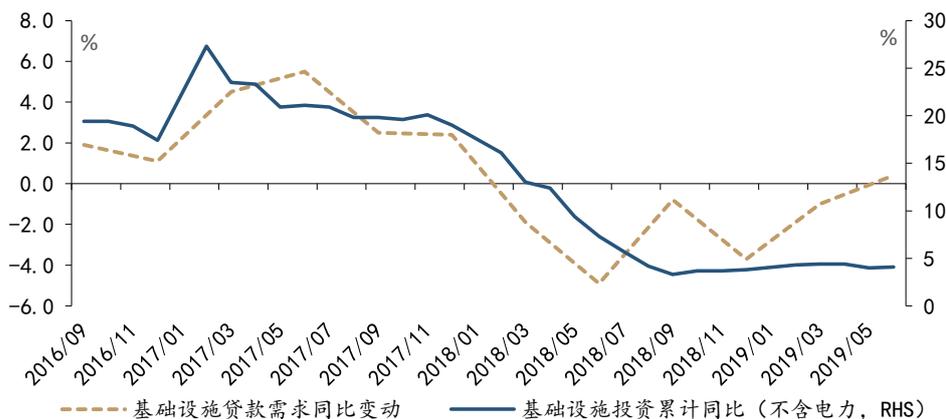


资料来源：WIND，兴业研究

## 2、下调固定资产投资增速

2019年以来，基建投资增速虽然企稳，但回升力度不及预期。据此，我们调低了全年固定资产投资增速。不过，展望2019年下半年，固定资产投资回落的压力不大。第一，2019年6月中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大公益性项目资本金。第二季度基建融资需求同比也小幅转正，反映出基建投资正在回温。

图表5 基建融资需求与投资

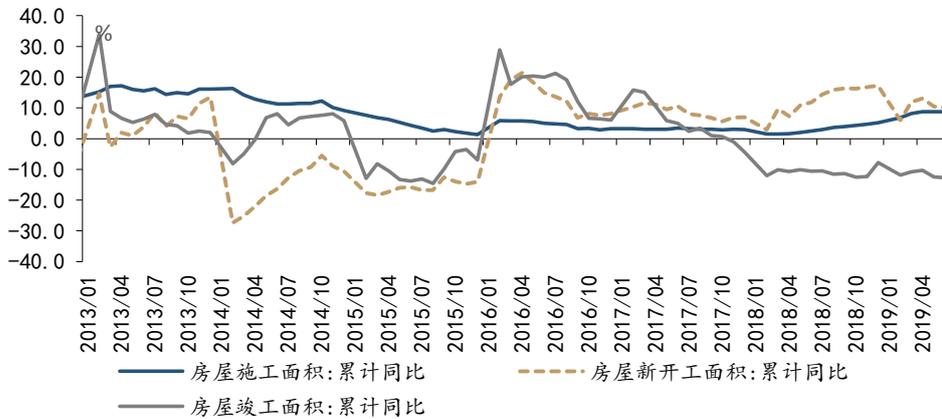


资料来源：WIND，兴业研究

第二，正如我们在4月发布的报告《期房：房地产“小强”的秘密》中所指出的，目前房地产投资的稳健增长主要归因于依赖期房销售的“高周转”模式。虽然在土地成交降温的背景下，高周转模式难以长期持续，但2019年6月

房屋竣工增速创下 2016 年以来的新低，房屋新开工面积增速也仍然在施工面积增速之上，这意味着房地产投资增速的下降可能是较为平缓的。

图表 6 房屋开发情况

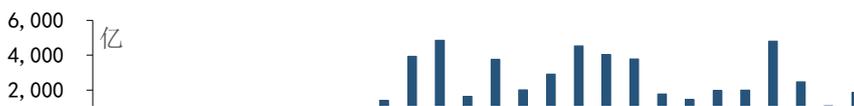


资料来源：WIND，兴业研究

### 3、下调贷款与社融增速

2019 年第二季度贷款投放节奏较历史同期偏慢，且 5 至 6 月票据融资同比由正转负。这可能表明，在社融增速企稳回升、宏观杠杆率有上行风险的环境下，保持较快信贷投放的必要性有所下降。因此，我们调低了下半年贷款与社融增速。然而，由于同比基数较低，2019 年社融与 M2 增速仍可能高于 2018 年，宏观杠杆率上升的风险仍然存在。

图表 7 票据融资



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\\_11081](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11081)

