

2019年07月23日

稳增长政策能抵御经济下行压力吗？

——2019年上半年宏观经济形势分析与展望

摘要

◇ 经济逐季回落，下半年下行压力加大，全年经济或增长6.1%

上半年GDP增速逐季回落，实际GDP同比增长6.3%，较去年同期回落0.5个百分点，较上年底回落0.3个百分点，预计全年GDP或将增长6.1%。

供需两端均面临不同程度的下行压力。从需求端来看，投资内部走势分化，稳增长政策效果显现基建投资回稳，建安投资支撑房地产投资保持高位增长，但制造业与民间投资依旧疲弱，但在财政收支压力下基建投资回暖幅度受限，房地产融资收紧房地产投资或面临下行压力，叠加内生性投资疲弱，下半年投资仍面临压力；居民消费持续疲软，在居民收入增长放缓及高杠杆约束下未来回暖动力受限。在抢出口效应逐渐消退、中美贸易摩擦持续背景下出口同比大幅回落，未来在全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦不确定因素仍存背景下仍面临边际放缓压力。从供给端来看，终端需求低迷，总供给持续趋缓，在需求端无法实质改善的基础上，未来生产结构性下行风险仍比较大。

通胀走势持续分化。上半年鲜果、猪肉等食品价格上涨支撑CPI走高，核心CPI仍保持平稳；供给侧改革力度边际减弱，PPI同比回落。后续来看，随着季节性影响因素消退及翘尾因素影响回落，CPI走势或仍可控；国内需求不足翘尾因素走弱，PPI仍有通缩压力。

金融数据整体改善但结构性问题仍存。宽信用背景下M2、社融总体平稳，下半年或将延续平稳运行趋势，但金融数据结构恶化态势值得关注。上半年人民币受多重因素影响，整体呈现由“相对稳定——波动——相对稳定”的状态，后续由于全球步入降息周期人民币贬值压力缓解。

◇ 政策稳增长受多重制约，微观主体活力不足

当前依然处于防范和化解重大风险等三大攻坚战的关键时期，随着经济下行，中国经济面临四方面挑战：一是在实体融资需求较为低迷背景下，宽货币向宽信用传导机制不畅，可能引发结构性泡沫；二是财政收支压力进一步加大，财政政策的发力空间受限；三是宏观杠杆率增长加快，债务风险仍然需要高度关注；四是经济下行期微观主体活力下降，政策短期刺激效果受限。

◇ 对冲经济下行，宏观政策逆周期调控加大

上半年宏观政策的逆周期调整在一定程度上对冲了经济下行，“预计下半年政策“稳增长”基调仍将延续：货币政策有望继续保持稳健基调，结构性调整持续；财政政策继续加力提效，减税降费激活微观主体活力，在一般公共财政和政府性基金收支压力较大情况下，专项债有望在稳增长方面发挥更大作用；金融监管仍将以“稳”为主，并注重防范“处置风险的风险”；改革开放持续推进。

◇ 小结与展望

展望下半年，中国经济供需两弱格局仍将延续，中美贸易摩擦不确定性因素仍存，中国经济仍有进一步的下行压力。为了应对经济下行，政策“稳增长”力度仍将延续，但考虑到当前经济运行性中高杠杆、高资产价格约束持续存在，政策“稳增长”的力度和效果仍受到一定程度的限制。但是，鉴于扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到约束但也能在一定程度上发挥经济下行“缓冲垫”的作用，中国经济增长仍有一定韧性。

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

相关报告：

经济下行压力持续，政策发力稳增长，2019年6月21日；

月度宏观数据走弱，经济持续底部波动，2019年5月24日；

稳增长效果显现，宏观经济缓中回稳，2019年4月26日；

经济下行隐忧持续，积极因素有所显现；2019年3月27日；

如何看待房地产投资的高位增长？2019年3月26日；

开年宏观数据超预期，基本面仍需谨慎；2019年3月6日；

政策动态求稳，经济下行不减；2019年1月14日。

一、宏观经济形势：经济逐季回落，下半年增长进一步趋缓，全年经济或将增长 6.1%

2019 年上半年，在“六稳”政策和系列改革举措的提振作用下，虽然中国经济在一定程度上抵御了各种下行风险的冲击，在稳增长政策效果显现的背景下，一季度 GDP 增速与上年四季度持平，好于市场预期，但供需两弱的局面并未得到根本改观。二季度在中美贸易冲突的影响下经济下行压力有所加大。2019 年下半年经济运行的主逻辑与上半年相比并没有大的变化，中美贸易冲突的不确定性持续存在，政策“稳增长”态势仍将持续，但随着“稳增长”政策面临的约束加大、经济运行的微观基础的恶化，下半年经济下行的压力或将大于上半年。但是，鉴于中国经济扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到一定约束但也能在一定程度上提供经济下行“缓冲垫”的作用，全年保持在 6% 以上的经济增速目标没有悬念，预计全年 GDP 或将增长 6.1%。

表 1 2019 年上半年中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2018 年（累计）				2019 年（累计）		变化
	1 季度	上半年	前 3 季度	全年	1 季度	上半年	
GDP 累计同比（%）	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	6.3	↓
工业增加值同比（%）	6.8	6.7	6.4	6.2	6.2	6.0	↓
固定资产投资（%）	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	↓
全社会消费品零售额（%）	9.8	9.4	9.3	9.0	8.3	8.4	↓
出口同比（%）	13.73	12.52	12.22	9.88	1.40	0.10	↓
进口同比（%）	19.44	20.06	20.17	15.84	-4.80	-0.30	↓
贸易顺差（亿美元）	448.5	1354.07	2194.01	3511.41	763.10	1811.6	↑
M2 同比（%）	8.2	8	8.3	8.1	8.6	8.5	↑
社会融资规模（亿元）	58535	100691	154027	192584	81800	132300	↑
CPI（%）	2.1	2.0	2.1	2.1	1.8	2.2	↑
PPI（%）	3.7	3.9	4.0	3.5	0.2	0.3	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与 2018 年同期相比，2019 年 2 季度指标出现下降、上升或持平）

（一）GDP 增速逐季回落，经济下行压力持续显现

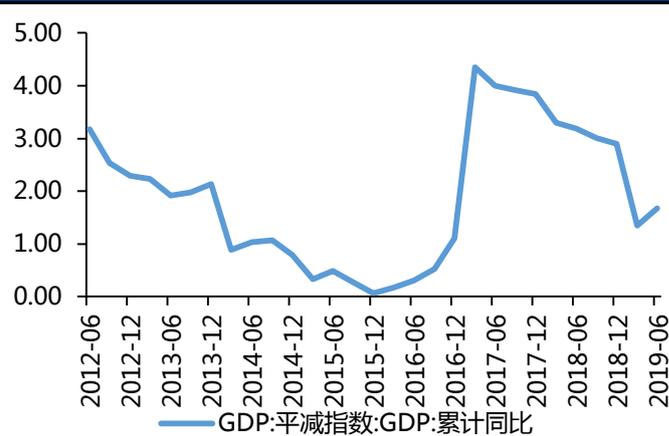
上半年，实际 GDP 同比增长 6.3%，较去年同期回落 0.5 个百分点，较去年底回落 0.3 个百分点。分季度来看，一季度同比增长 6.4%，二季度同比增长 6.2%，虽然一季度在稳增长效果显现的情况下呈现缓中趋稳迹象，GDP 增速与上年四季度持平，但二季度供需两弱，GDP 走弱压力加大。CPI 上行带动平减指数回升，名义 GDP 从上年底的 7.84% 上升至 8.08%，较上年同期回落 1.9 个百分点。从三大产业来看，三大产业增速均有所下降，不过第三产业回落较快，其占比有所回落，产业结构有所恶化。分三大需求来看，进出口虽同比回落，但整体略超预期，所以净出口对经济增长的贡献率由负转正，大幅上升 30.6 个百分点；消费对经济增长的贡献率降幅较大，同比下降 18.4 个百分点，但仍然保持在 60% 以上。

图 1：GDP 现价与不变价累计同比走势图



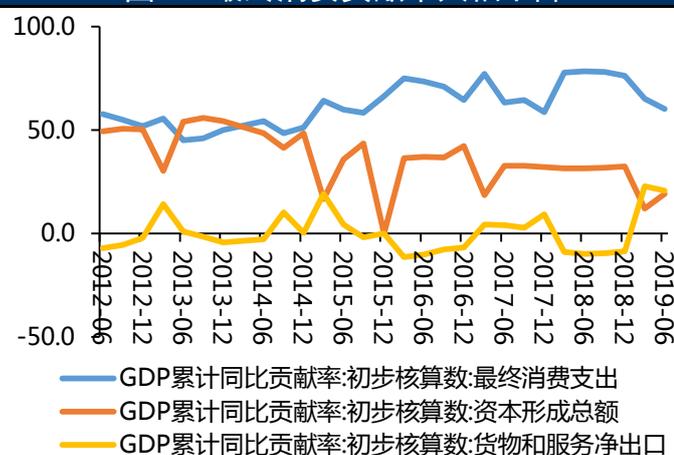
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：GDP 平减指数持续回落



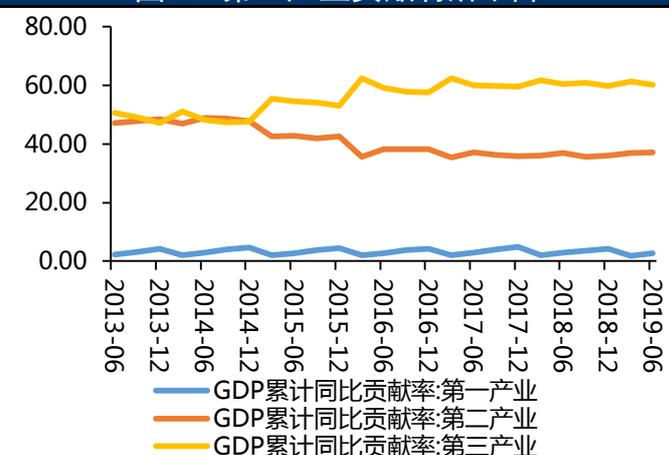
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：最终消费贡献率大幅下降



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：第三产业贡献有所下降



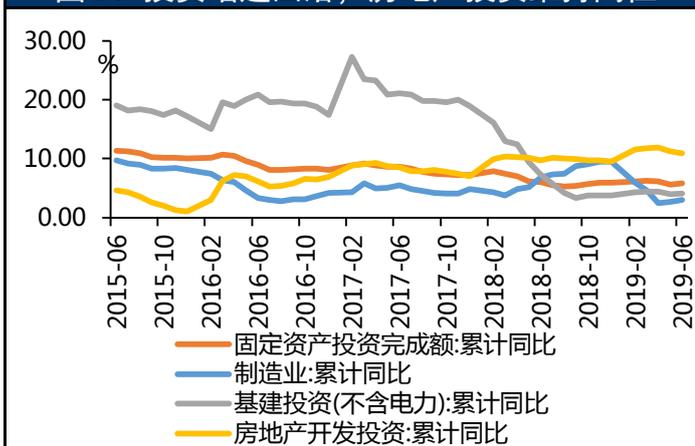
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）基建与房地产给投资带来一定支撑，但下半年投资仍存在多方面的下行压力

上半年，投资同比增长 5.8%，虽然较上年末仍小幅回落 0.1 个百分点，但回落幅度好于市场预期。“稳增长”政策效果显现背景下基建投资的回暖以及建安投资支撑房地产投资保持高位增长对上半年固定资产投资有所支撑；不过制造业投资持续低迷，上半年制造业投资累计同比增长 3.0%，较去年同期与去年全年均显著回落，对固定资产投资有所拖累。

后续来看，下半年地方政府财政收支压力加大，基建投资对投资的支撑作用依然有限；二季度以来，房地产调控进一步趋严，地方上调控政策趋紧。从房地产融资方面，监管部门向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了窗口指导，要求控制房地产贷款额度；银保监会相关负责人表示，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示；此外，上半年房地产债券发行规模整体呈下降趋势，同时发改委发文对房企海外发债进行规范，“只能置换未来一年内到期的境外债务”，在很大程度上收紧了房企通过发行外债融资的渠道。房地产融资收紧明显，房地产投资面临进一步的回落压力；与此同时，民间投资与制造业投资等内生性投资依然不足，制造业投资虽然近两个月以来有所回暖，但全年或仍将保持缓步回升的态势，难以大幅上扬，无法对投资起到有效支撑的作用，未来投资低位运行持续。

图 5：投资增速回落，房地产投资维持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：民间固定资产投资走势

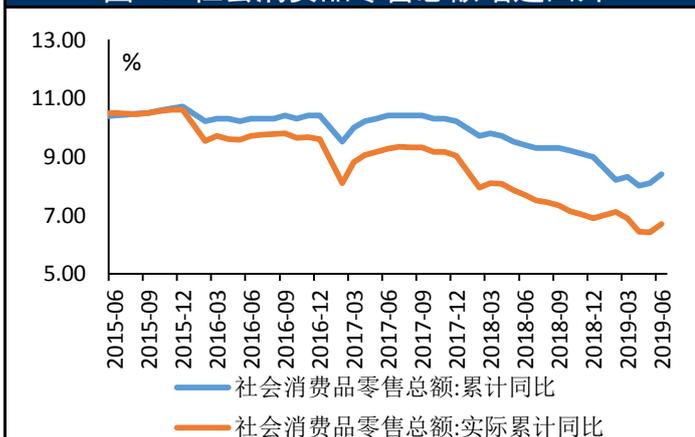


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）居民消费持续疲软，未来回暖动力受限

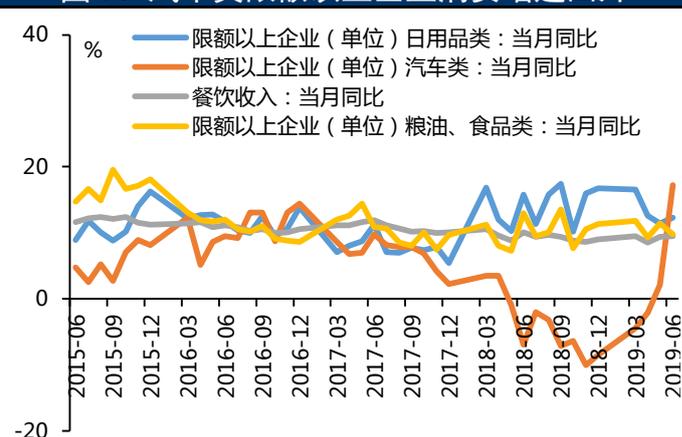
上半年，社会消费品零售总额同比增长 8.4%，较去年同期下降 1 个百分点，消费整体依然呈现疲弱态势。分区域来看，虽然在低基数、扶贫攻坚等因素的支撑下农村消费增长依然高于城市消费，但城市与农村消费均呈现同比回落势头，上半年城镇消费累计同比增长 8.3%，较去年同期下降 0.9 个百分点；农村社零额累计同比增长 9.1%，较去年同期下降 1.4 个百分点。分季度来看，二季度随着国五国六标准切换背景下汽车促销加大，汽车类消费边际改善对社零额起到了带动作用，同时叠加个税减免政策效果显现的背景下女性消费、生活必需品消费较为稳健，二季度社零额呈现边际改善的势头，同比增长 8.4%，较一季度回升 0.1 个百分点。但是，在居民收入增长放缓和杠杆率走高背景下，由于内生动力不足，且政策对社零额的拉动作用偏于短期，全年社零额回暖仍有限。

图 7：社会消费品零售总额增速回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：汽车类限额以上企业消费增速回升



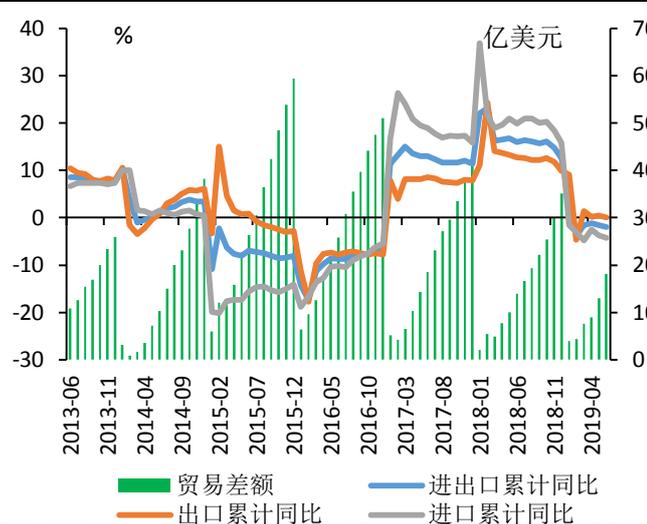
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）全球经济放缓与中美贸易摩擦下，出口面临不确定性

上半年，进出口总额同比下降 2%。其中，出口同比增长 0.1%，较上年同期回落 12.9 个百分点，但在抢出口效应逐渐消退、中美贸易摩擦持续背景下，出口能保持正增长已经在一定程度上超出市场预期；进口同比增速下降 4.0%，内需不足对进口的拖累作用显现。顺差 1811 亿美元，贸易顺差大幅扩大，

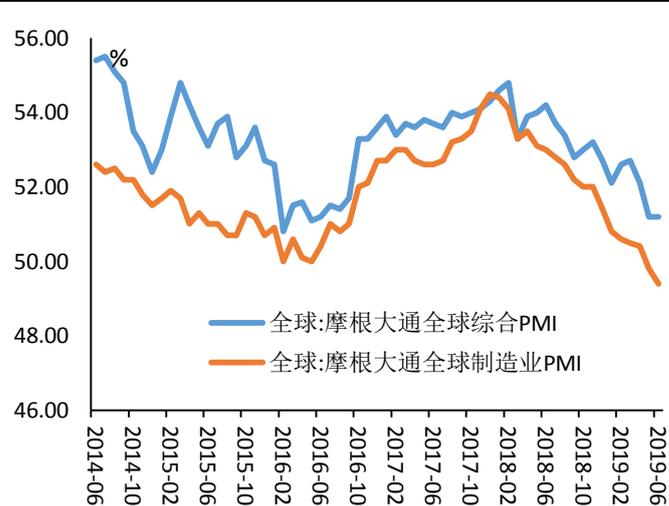
较上年同期扩大 29.8%，衰退型顺差表现明显。从后续来看，世界银行下调世界经济增速预期，比世行今年 1 月份的预测值分别下调 0.3 和 0.1 个百分点，全球经济走弱叠加中美贸易摩擦不确定性仍存，未来出口面临进一步的放缓压力。从进口来看，我国 PMI 进口指数同样持续下行且处于荣枯线以下，同时国内居民收入增速有所放缓，杠杆率持续提高，国内需求仍较为低迷，进口走势仍堪忧。

图 9：出口增速回落，进口增速持续走弱



数据来源：中诚信国际整理

图 10：摩根大通全球制造业 PMI 持续回落

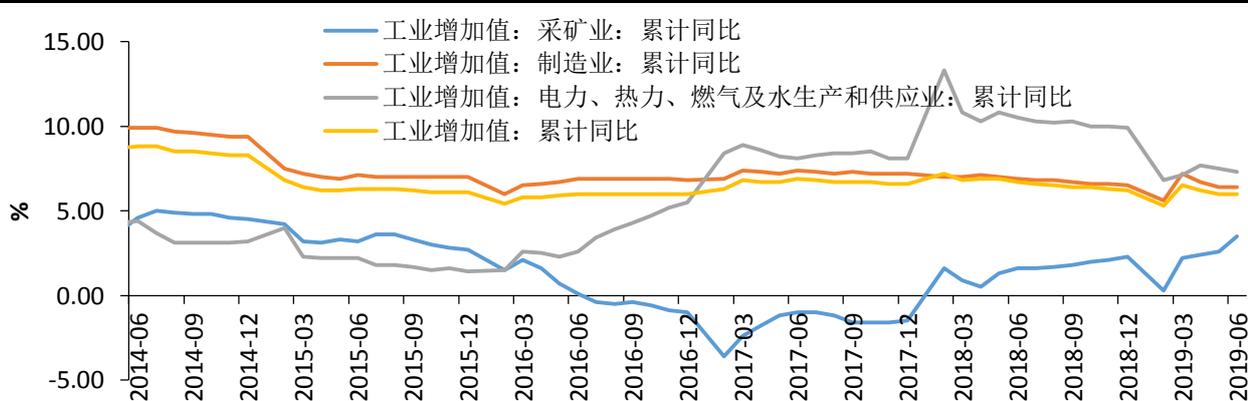


数据来源：中诚信国际整理

（五）总供给持续趋缓，下半年结构性下行风险依然较大

工业增加值趋缓，采矿业累计同比高于去年同期。上半年，规模以上工业增加值累计同比增长 6.0%，较去年同期下降 0.7 个百分点，较一季度累计同比回落 0.2 个百分点。三大门类增加值均放缓，采矿业与制造业较同期回升。从后续来看，夏季生产高峰的来临，对工业增加值得改善有着推动作用，位于上游的采矿业投资与增加值均较去年同期有所回升，制造业边际有所放缓，不过在终端需求较弱的背景下，上游增速的加快更多的是带来库存的积累，无法从实质上改善供给端，未来结构性下行风险仍比较大。

图 11：工业增加值增速持续回落

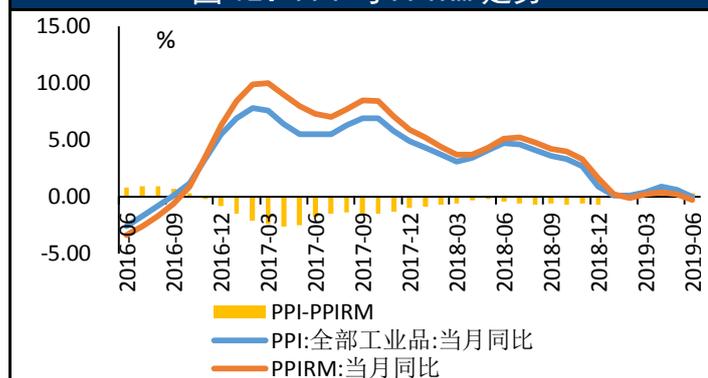


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（六）CPI 与 PPI 走势分化，下半年 CPI 仍可控，PPI 有通缩风险

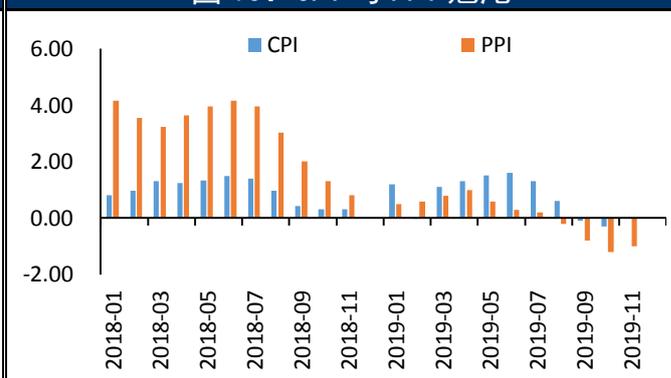
从上半年价格数据来看，鲜果、猪肉等食品价格持续大涨是支撑 CPI 保持在高位的主要原因；受制于全球需求不足，国际原油价格未能有效上升，生产资料价格止升转跌，PPI 同比加速回落。从 CPI 来看，短期内鲜果供求难以明显改善，但随着季节性扰动因素逐渐退去，后续鲜果价格将回归正常水平，对 CPI 的拉动作用将减弱；同时，受“猪周期”上行影响，猪肉价格仍将上涨，但随着消费结构改变，涨幅或有所收窄；此外，考虑到去年低基数效应及翘尾因素影响，支撑 CPI 保持高位的动力不足，CPI 或将有所回落，全年通胀仍较温和。从 PPI 来看，受制于全球需求低迷及边缘政治问题持续升温影响，国际原油价格回升空间或有限，同时国内经济下行，工业品通缩担忧依然存在，叠加基数效应及翘尾影响，年内 PPI 同比或跌入负值。

图 12: PPI 与 PPIRM 走势



数据来源：中诚信国际整理

图 13: CPI 与 PPI 翘尾

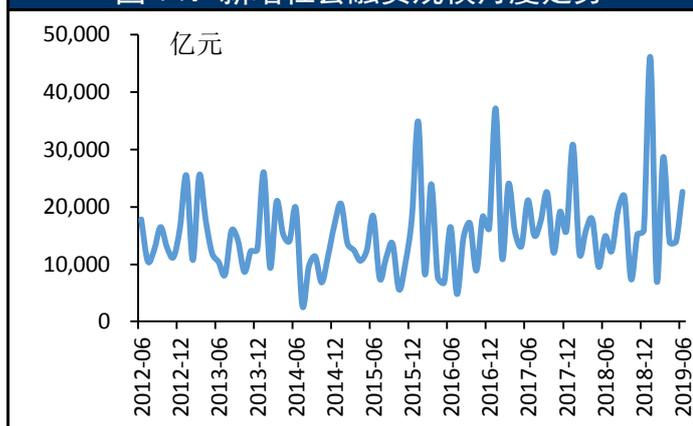


数据来源：中诚信国际整理

(七) M2、社融总体平稳，但金融数据结构恶化态势值得关注

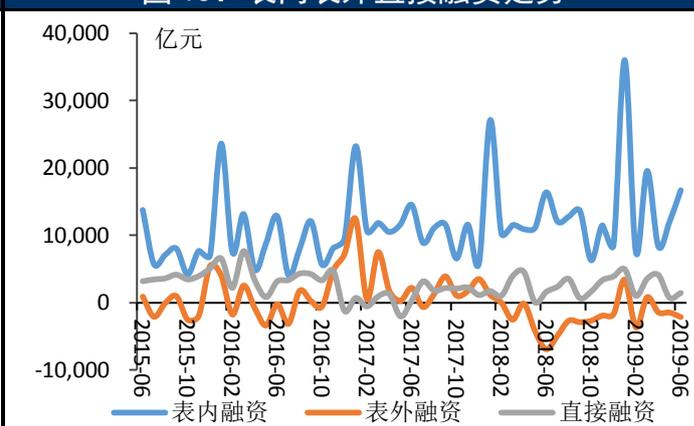
宽信用背景下 M2 平稳运行，社融同比回暖。上半年，M2 同比增长 8.5%，与上年同期相比上升 0.5 个百分点，去年底上升 0.4 个百分点。上半年，新增社会融资规模为 13.23 万亿元，比上年同期多增 3.18 万亿元，上半年表内融资新增 10.03 万亿元，较上年同期多增 1.28 万亿元，表内融资继续保持较高位增长；在监管的边际调整下，表外融资降幅大幅收窄，上半年表外融资减少 4394 亿元，同比少减 8193 亿元，上半年表外融资减少收缩趋势明显，不过二季度末受包商银行被接管对非银流动性冲击，叠加房地产调控收紧使得占表外融资比例较大的房地产融资受到影响，表外融资减少的边际收缩趋势减弱。在利率保持较低位平稳运行的背景下，新增直接融资 15805 亿元，较去年同期多增 2877 亿元，实体经济融资有所改善。

图 14：新增社会融资规模月度走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 15：表内表外直接融资走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

在货币政策保持稳健、金融监管调整持续结构性宽信用的背景下，虽然社融有所回暖，但其结构恶化的态势值得高度关注。从新增贷款结构上来看，企业中长期贷款占比同比有所降低且上半年整体降低趋势明显，说明企业投资意愿较低；居民中长期贷款同比上升，短期贷款同比下降，表明在一季度房地产短期升温的背景下居民被动投向房地产，消费有所降低。

从后续来看，针对小微和民营企业的结构型宽松政策将继续，新增贷款对社融企稳运行的支撑将持续，表内融资稳定态势将延续；二季度地方上陆续出台房地产调控政策，未来房地产融资将有所收紧，在此背景下新增表外融资降幅或将扩大；由于新增地方政府专项债券发行进度已超过 64%，未来地方政府专项债券发行将有所放缓，地方债对社融的支撑将持续减弱。后续社融 6 月份水平有所回落，但在宽信用支持下，不会出现大幅收紧的态势，仍将保持相对平稳运行。7 月份央行官员表示将“密切监测国内外经济金融形势的变化，在统筹平衡好内外均衡的前提下，要坚持以我为主的原则，重点要根据中国的经济增长、价格形势变化及时进行预调微调”；此外银行发行永续债，多渠道的补充银行的资本金的措施将持续推进，为此我们认为，下半年 M1 与 M2 的增速或将持续保持稳定。

（八）人民币汇率相对平稳，全球步入降息周期人民币贬值压力减弱

人民币兑美元汇率整体平稳，美联储释放降息信号人民币短期压力进一步缓解。上半年人民币受多重因素影响，整体呈现由“相对稳定——波动——相对稳定”的状态，年初随着中美谈判传递出顺利的信号，人民币短期相对稳定，不过随着美国一季度数据强劲以及中美贸易再起波澜，人民币汇率波动加大。在 G20 过后，随着中美贸易又有所缓和，同时 6 月份美国 CPI 增速不及预期，核心 CPI 超出预期，美联储降息预期增大，人民币对美元汇率整体趋于稳定。与此同时外资增持中国债券的力度明显加大，对人民币汇率保持稳定起到积极作用。同时全球其他经济体降息大幕已经开启，人民币贬值压力减弱。

图 16: 人民币汇率走势



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 17: 中美利差持续走扩



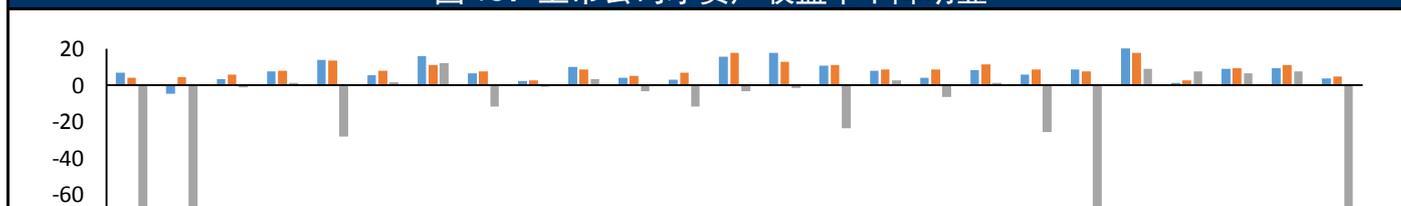
数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

二、经济运行中存在的问题：政策稳增长受多重制约，微观主体活力不足

（一）在实体融资需求较为低迷背景下，宽货币向宽信用传导机制不畅，可能引发结构性泡沫

当前国内实体经济需求低迷，从上市公司 ROE 数据来看，绝大多数行业 2018 年全年净资产收益率较前三季度有所下降，2019 年一季度大多数行业净资产收益率延续着下降的势头，制造业、民间投资等内生性投资较为疲弱，如果持续实施“宽货币”的政策，投放的大量货币难以有效投放至实体经济。在实体经济投资回报率偏低的情况下，资本的逐利属性使得过量的货币仍有可能在股市、债市及商品等领域寻找其他逐利机会，进而可能引发结构性泡沫。去年以来，在一些商品领域，货币的流入推动了价格的快速上涨，仍然值得高度关注。比如最近一年的苹果在产量大幅降低的情况下，资本大量进入了苹果期货市场，进而推动了苹果现货市场价格。

图 18: 上市公司净资产收益率下降明显



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_11219

