

反弹非反转

— 2019年7月宏观经济月报

- 海外宏观：宽松力度加码，对冲下行风险。**全球制造业的下滑显著，新订单、新增出口和制造业就业持续下降，金属及采矿业、汽车及汽车配件等产品的产量继续萎缩。日、韩、中国香港等东亚出口导向型经济体的出口持续下降，反映外需的减弱和全球贸易的困难局面。7月初日韩贸易摩擦升级，将对韩国半导体产业带来较大冲击。美国6月消费数据回暖，前瞻地看，私人消费和政府支出将在短期内支撑美国经济，但投资将保持疲软，预计美国二季度的GDP增速将趋于温和，较一季度3.1%的增速将有明显的放缓。IMF敦促各大央行做好加码货币刺激政策的准备，6月以来相继有俄罗斯、印度、智利、澳大利亚和韩国等国家的央行加入降息行列，美联储在7月大概率将进行“预防式降息”。
- 实体经济：6月经济数据有所回暖。**汽车类消费增速大幅提升是6月社零增速反弹的主要原因，但汽车消费反弹不可持续，在居民收入增长放缓、就业压力增加以及房地产销售疲弱的背景下，后续社消增速仍然面临压力。上半年城镇固定资产投资同比增长5.8%，主要受基建和制造业投资拉动。基建投资增速仍有上行动力，专项债作为资本金的政策出台有望拉动后续基建投资增速约2个百分点。受内外需低迷和出口疲弱影响，制造业投资增速仍面临下行压力。预计土地购置费增速继续下滑、地产信托与美元债政策收紧，都意味着下半年房地产投资仍面临下行压力。贸易方面，衰退式顺差的格局短期难以扭转。
- 通货膨胀：CPI通胀下行在即。**6月CPI同比在水果猪肉等供给端因素支撑下持平前月，而减税降费部分对冲了PPI下行压力。3季度PPI大概率进入通缩，但幅度有限。全年CPI难大幅走高，年内高点难突破3.0%。
- 下半年展望：2019年二季度，中国GDP（不变价）同比增长6.2%，上半年GDP同比增长6.3%，与我们的年中预测一致。**展望下半年，房地产调控趋紧、剩余专项债额度不多、居民消费意愿减弱、贸易摩擦可能升级的背景下，我国经济增长仍面临较大下行压力，财政政策将继续发力、托底经济。
- 货币金融：6月反弹主要受短期因素推动，下半年增长仍然存在压力。**在内外需疲弱叠加贸易摩擦的大背景下，企业融资需求仍然羸弱；今年地方专项债发行前置特征明显，下半年社融口径下专项债发行剩余额度低于去年同期；在“房住不炒”的政策基调下，房地产信托监管近期有所强化，表外融资增长仍然承压；信用分层所可能导致的中小银行缩表也对社融增长不利，值得持续关注。
- 财政收支：非税收入大增难掩财政收支矛盾，基建继续领跑支出。**上半年财政收入端受减税降费的政策影响较大，支出端前置特征明显。如果税收增速进一步放缓，那么预计未来特定国有金融机构和央企利润，以及国有资源（资产）有偿使用收入的上缴力度也将进一步加大。财政支出积极态势有所减弱，基建领域支出增速领跑，交通运输、节能环保和科学技术支出的累计同比增速较高。若下半年经济下行压力可控，那么预计财政政策将不会大幅加码，以便为明年稳增长留出政策空间。

	GDP	固定资产 投资	社会消费 品零售	社融	财政实际 赤字率	十年期 国债	汇率 (USDCNY)
2019H2	6.3	6.2	7.8	11.0	4.5	2.9-3.3	6.75
2020	6.1	5.5	7.8	11.2	5.0	3.1	6.60

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

谭卓, 博士

电话: (86) 755 8316 7787

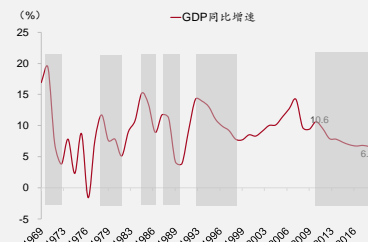
邮件: zhuotan@cmbchina.com

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

中国实际 GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

相关报告

- 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望（7月4日）
- 乍暖还寒——2019年5月中国宏观经济月报（5月21日）
- 经济开局平稳，政策相机抉择——2019年4月宏观经济月报（4月23日）
- 经济开局暂稳，财政积极发力——3月中国宏观经济月报（3月22日）

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

一、 海外宏观：宽松力度加码，对冲下行风险	3
(一) 全球制造业滑坡加剧、贸易逆风持续.....	3
(二) 美国：6月消费数据回暖，二季度GDP增速将显著放缓.....	4
(三) IMF促各国央行推新刺激，美联储降息箭在弦上.....	4
二、 实体经济：半暖浮光	6
(一) 生产：低基数下反弹.....	6
(二) 消费：汽车销售贡献绝对增量.....	6
(三) 投资：基建和制造业驱动下反弹.....	7
(四) 贸易：衰退式顺差或将延续.....	8
(五) 物价：CPI通胀下行在即.....	10
三、 货币金融：社融增速或达年内高点	12
(一) 信贷：需求仍然羸弱.....	12
(二) 社融：表外融资低基数+专项债发行放量推动反弹.....	13
(三) 货币：M2-M1剪刀差收敛.....	14
四、 财政收支：非税收入大增难掩财政收支矛盾	15
(一) 财政收入下滑：减税降费叠加经济基本面趋弱.....	15
(二) 财政支出：积极态势有所减弱，基建领域支出增速领跑.....	17

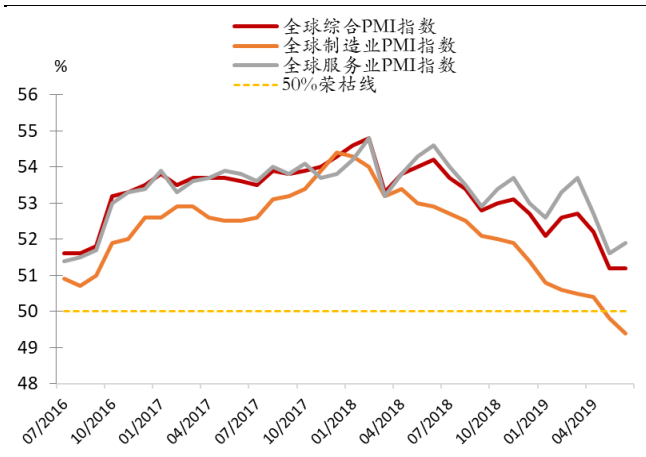
一、海外宏观：宽松力度加码，对冲下行风险

(一) 全球制造业滑坡加剧、贸易逆风持续

全球经济增长在二季度仍持续放缓。受金融服务等行业景气度支撑，6月全球服务业稍有回暖，服务业PMI由5月的51.6小幅上升至51.9，而消费者信心整体下降意味着服务业未来增长仍将承压。全球制造业的下滑则十分显著，工业产出录得自2012年10月以来的首次萎缩，中间产品和投资产品出现负增长，而消费品的生产降至三年以来最低增速，拖累全球制造业PMI由5月的49.8降至49.4，在荣枯线下方继续下探。分指标看，新订单、新增出口和制造业就业持续萎缩，且下滑速率加快。分国家看，PMI指数样本中的30个国家地区当中有18个出现制造业萎缩，包括中国、日本、德国、韩国、意大利和俄罗斯等。分行业看，金属及采矿业、汽车及汽车配件等自去年10月以来持续萎缩。预计二季度美国、英国等主要经济体的GDP增速将出现显著回落。

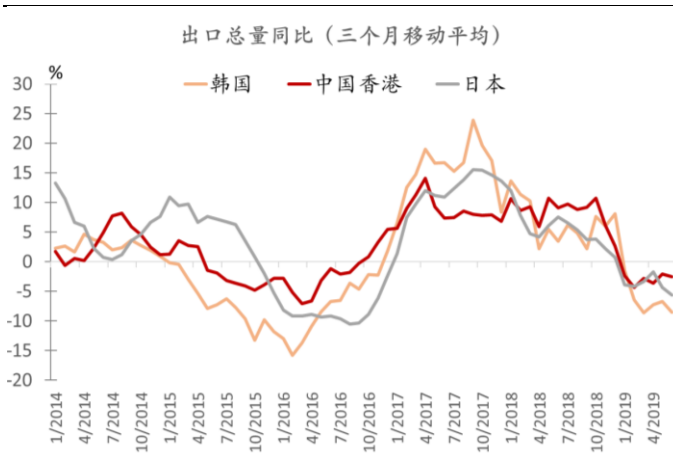
全球贸易“逆风”持续。日本、韩国、香港等东亚出口导向型经济体的出口同比仍处于负值区域，而作为全球贸易的晴雨表，这些经济体出口持续萎缩反映出外需的减弱和全球贸易的困难局面。7月初，日韩贸易摩擦升级，日本限制其国内对韩国出口三种重要的半导体、芯片产业材料，将对韩国半导体产业带来较大冲击，也进一步提高了全球贸易政策的不确定性。在经济内外交困的情况下，韩国不断下调经济增长预期，其央行于7月18日宣布降息25个基点，为三年以来的首次降息，以防止经济过快衰退。

图1：全球制造业持续萎缩



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图2：亚洲出口导向型经济体出口持续萎缩



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图3：主要经济体综合PMI指数

	18年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月	3月	4月	5月	6月
美国	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5
欧元区	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2
英国	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7
日本	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.7	50.8
中国	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6

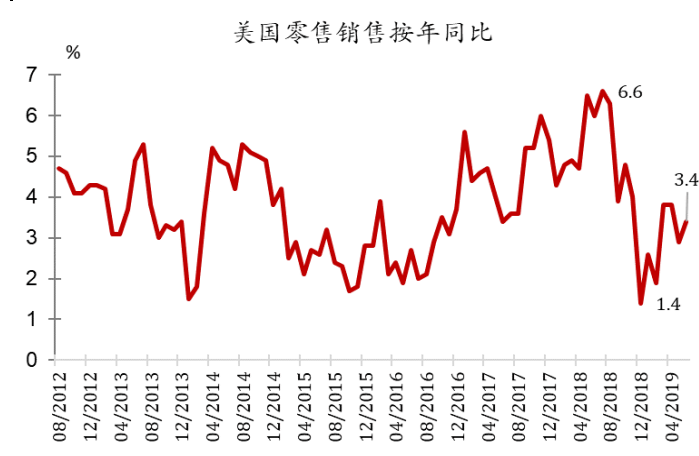
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 美国：6月消费数据回暖，二季度GDP增速将显著放缓

美国6月多项经济数据出现回暖。受汽车和服装等商品销量的提振，6月美国零售销售按月环比增长0.4%，同比增长3.4%，均超出市场预期，显示美国零售销量暂时走出今年一季度的低谷而逐步企稳。由于消费占美国经济活动的接近七成，6月零售数据证明现时美国经济仍然稳健。另一方面，由于贸易关税提升以及对商业环境的乐观情绪下降，美国消费者信心指数下滑超出预期，意味着零售增速将在下半年放缓。6月新增非农就业回升至22.4万，远超预期，失业率小幅提升至3.7%，就业市场整体需求仍然较好。

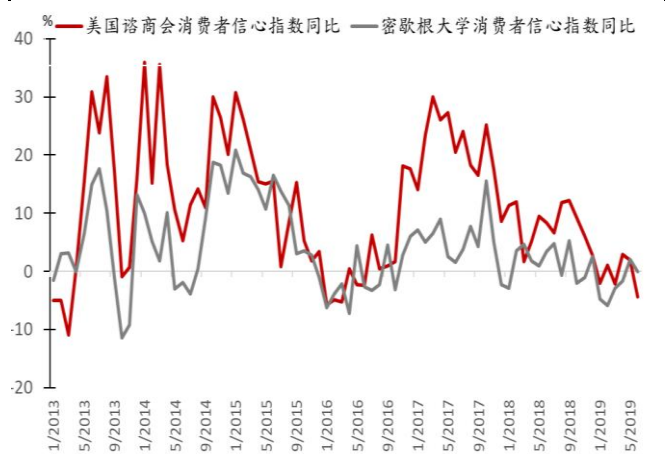
前瞻地看，私人消费和政府支出将在短期内支撑美国经济，但商业投资疲软，住宅建设投资将持续萎缩。综上，随着去年初施行的大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，预计美国二季度的GDP增速将趋于温和，较一季度3.1%的实际GDP增速将有明显的放缓，大概率降至2%以下。当前亚特兰大联储的GDPNow模型预估二季度美国GDP增速为1.6%。

图4：6月美国零售销量稍有回暖



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图5：美国消费者信心超预期下滑



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

(三) IMF促各国央行推新刺激，美联储降息箭在弦上

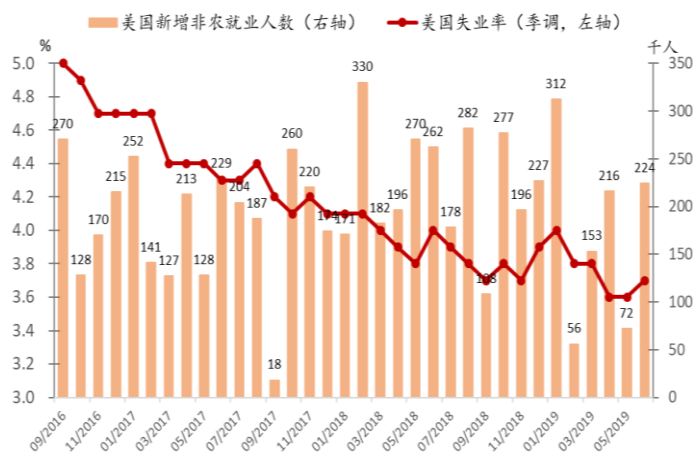
近日，IMF代理总裁敦促各大央行做好加码货币刺激政策的准备，以支持增长乏力的全球经济，示意赞同美联储和欧央行的宽松转向。6月以来，相继有俄罗斯(25bp)、印度(25bp)、智利(50bp)、澳大利亚(25bp)和韩国(25bp)等国家的央行加入了降息的行列，以提振正在减速的经济。

7月10日，美联储主席鲍威尔出席美国国会听证会，阐释美联储的半年度货币政策报告，并发表对美国经济形势和货币政策的看法，强调贸易紧张局势和全球经济放缓已经拖累美国经济增长及其前景。鲍威尔偏鸽派的言论进一步强化了市场对于其降息的预期。结合此次听证会的最新信息，我们仍预计美联储会在今年下半年择机降息1-2次，每次幅度为25bp。鲍威尔释放的鸽派信号可被视为7月议息会议前的“预期管理”，因此在7月“预防式降息”25bp、开启新一轮降息周期的概率仍然很高，但直接降息50bp的必要性和可能性都极低。在此基础上，美联储或于四季度再视经济走势降息一次。此外，原定于9月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。但如前所述，当前金融市场对降息预期已过分反应、押注过

高，因此7月若降息对于市场提振将有限。更值得提防的是美联储货币政策立场不达市场预期后所引发的回调风险。

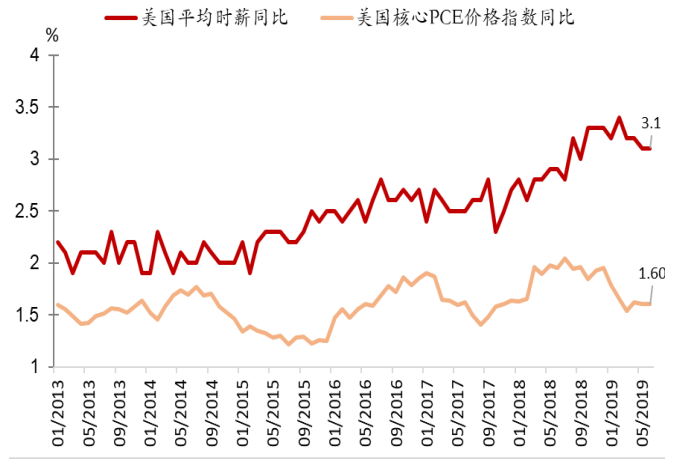
由于美联储当前更多根据的是“经济前景的不确定性”而非既成事实来调整货币政策，6月经济的回暖和核心通胀的提升并没有影响美联储即将降息的立场，鲍威尔在7月16日重申了美联储将采取适当行动维护经济扩张，此外他还承认全球其他央行对美联储货币决策具有影响。若美联储于本月底如期降息，将减弱对美元的支撑。全球主要央行相继推出宽松或刺激政策也为中国央行的政策操作进一步打开空间。

图6：美国就业市场仍健康发展但增速边际趋缓



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图7：美国核心PCE通胀增长放缓，持续难及目标



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

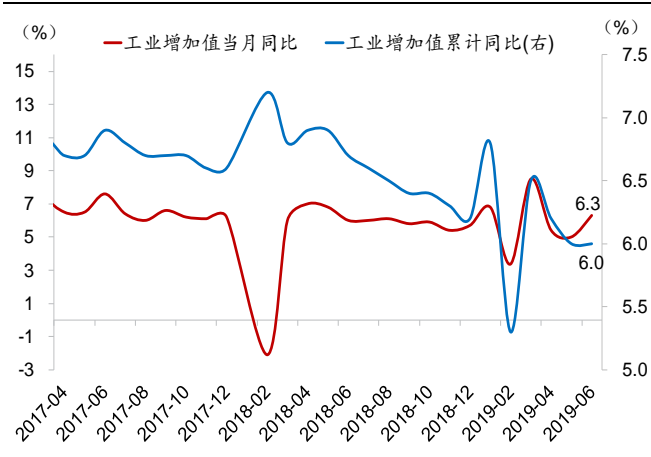
二、实体经济：半暖浮光

2019年二季度，中国GDP（不变价）同比增长6.2%，上半年GDP同比增长6.3%，两个增速均与我们在《静水流深，峰回路转——2019年中期宏观经济与资本市场展望》中的预期一致。

（一）生产：低基数下反弹

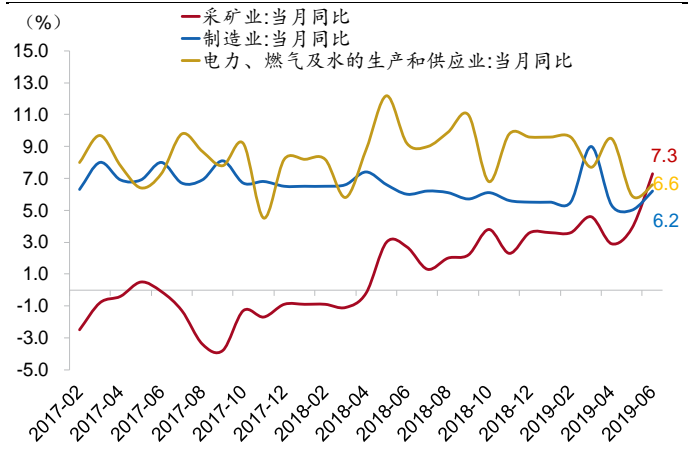
6月工业增加值同比增长6.3%，增速较前值提升1.3个百分点，主要由低基数导致。去年6月工业增加值同比增速较去年5月下滑0.8个百分点，对今年6月工业生产增速反弹构成重要支撑。此外，汽车销售反弹也对生产形成部分提振。分三大门类看，采矿业、制造业、公用事业增速均显著提升。分行业看，交通运输设备、有色金属冶炼压延、电器机械、汽车、食品等行业增加值增速显著提升；农副食品加工、金属制品、非金属矿物制品、橡胶塑料、计算机通信等行业增加值增速有所下滑。

图8：工业生产同比增速反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图9：采矿业、制造业、电热燃气水业均有反弹



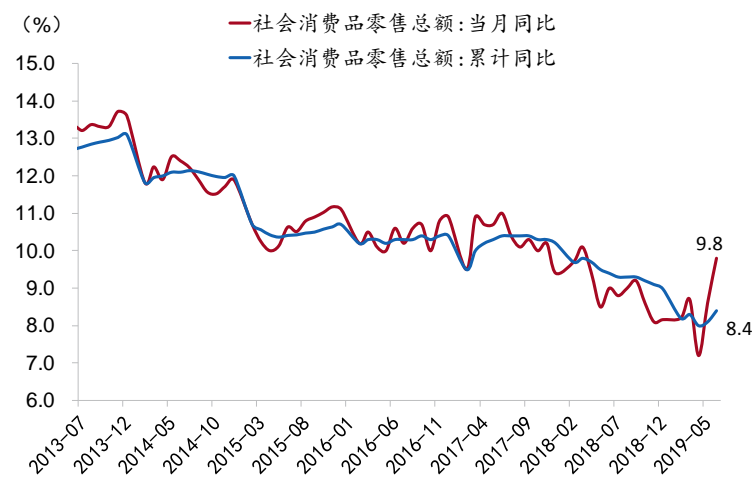
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（二）消费提升：汽车销售贡献占绝对比重

6月社会消费品零售总额同比增长9.8%，较前值提升1.2个百分点，社消零售总额实际同比增长7.9%，较前值提升1.5个百分点。分类看，限额以上零售额中汽车类、化妆品、文化办公、金银珠宝、家具、装潢等消费增速提升显著。其中汽车类消费增速大幅提升15.1个百分点，是6月社零增速反弹的主要原因：在国五国六标准切换和新能源补贴过渡期将于6月26日结束的刺激下，汽车销售增速在6月大幅反弹。

前瞻地看，汽车消费反弹不具有可持续性，在居民收入增长放缓、就业压力增加以及房地产销售疲弱的背景下，后续社消增速仍然面临压力。

图 10：社会消费品零售总额增速显著反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（三）投资反弹：制造业和基建驱动

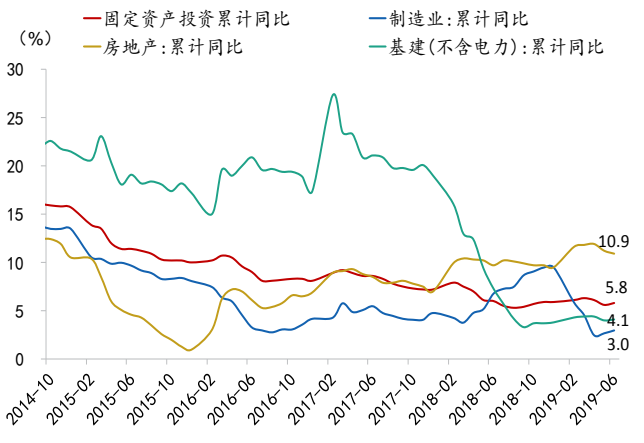
1-6月，城镇固定资产投资同比增长5.8%，较前值提高0.2个百分点，主要受基建和制造业投资拉动。

基建投资（不含电力）同比增长4.1%，增速较前值提升0.1个百分点；全口径基建投资同比增长3.0%，较前值提升0.4个百分点。基建投资增速回升主要受到专项债发行加速的推动，6月一般政府专项债发行规模4,966亿元，环比增长3,791亿元。**前瞻地看，基建投资增速仍有上行动力：**一方面，专项债作为资本金的政策出台有望对后续基建投资增速形成约2个百分点的拉动；另一方面，去年同期基数走低也对下半年基建增速形成支撑。

制造业投资同比增长3.0%，增速较前值提升0.3个百分点。在减税降费利好释放的背景下，5月工业企业利润增速有所提升，利好制造业投资增速反弹。分行业看，有色金属冶炼压延、计算机通信、化学原料、通用设备、食品制造等行业投资增速反弹较为显著。**前瞻地看，受内外需低迷和出口疲弱影响，制造业投资增速仍面临下行压力。**

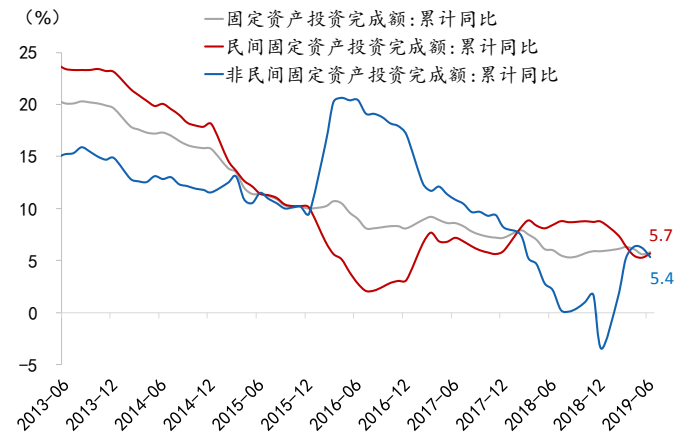
房地产投资同比增长10.9%，增速较前值回落0.3个百分点。新开工面积同比增速较前值下滑0.4个百分点，竣工面积同比增速下滑0.3个百分点。施工面积增速与前值持平，指向土地购置费增速继续下滑。房地产销售面积与金额同比增速均有所下滑，开发商资金来源同比增速进一步下行，但在部分热点城市带动下，土地购置面积和土地成交价款增速有所反弹，但仍处于低位。**前瞻地看，土地购置费增速大概率继续下滑、地产信托与美元债政策收紧，都意味着下半年房地产投资仍面临下行压力。**

图 11: 基建与制造业对投资形成拉动



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 12: 民间投资增速支撑投资增速反弹



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

(四) 贸易: 衰退式顺差或将延续

以美元计, 2019年6月出口金额 2,128 亿美元, 同比下降 1.3% (市场预期-2.3%), 较前值下滑 2.4 个百分点; 进口金额 1,619 亿美元, 同比减少 7.3% (市场预期-2.5%), 较前值提升 1.2 个百分点。

外需疲弱导致出口增速下滑。6月出口金额同比增速较5月有所回落, 主要受到外需疲弱影响。6月全球制造业 PMI 录得 49.4, 连续 2 个月位于荣枯线以下, 创 2012 年 11 月以来最低值。其中欧元区制造业 PMI 为 47.6, 较前值下滑 0.1 个百分点; 日本制造业 PMI 为 49.3, 较前值下滑 0.5 个百分点; 韩国制造业 PMI 47.5, 较前值下滑 0.9 个百分点; 美国 ISM 制造业 PMI 为 51.7, 较前值下滑 0.4 个百分点。全球制造业进入弱周期, 对中国出口增长形成拖累。

分国家和地区看, 6月我国对东盟、日本、韩国出口金额同比增速有所回升, 对美国、欧盟、金砖国家、中国香港、中国台湾出口金额同比增速有所下滑。分产品看, 目前公布的数据中纺织品、服装、鞋类、箱包、玩具、家具、发电机发动机、塑料等产品出口增速下滑显著。自动数据处理设备、集成电路、玩具等产品出口金额增速有所提升。

基数效应推升进口增速回升。6月进口金额同比增速较前值提升, 主要受基数效应影响。去

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_11238

