

初心如磐砥砺前行 春华秋实芳满庭

——2019 下半年宏观经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 6 月 26 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 虽然 2019 年一季度经济开局良好，数据超出市场一致预期，但整体来看，良好的经济数据背后仍有隐忧。从三驾马车看，一季度经济企稳的主要拉动力量为净出口，但净出口的增长主要是受衰退式顺差走扩的影响，在全球贸易争端升级、内生扩张动能放缓、抢出口引致的透支效应逐步显现背景下，2019 年下半年贸易顺差对 GDP 拉动作用仍有较大回落压力；消费端，受汽车以及房产链消费增速回落拖累，社零累计增速呈震荡下行的态势，尽管物价上涨将继续对社零增速产生支撑作用，但一方面终端需求依旧偏弱，另一方面政策对消费的呵护作用仍需较长时间显现，故而下半年社零增速仍有一定回落压力；投资端，制造业投资将受制于盈利回落以及高基数，地产投资在销售同比增速回落、地产行业融资有边际收紧趋势的情况下或将重回下行通道，故而基建投资将发挥补位经济的重要作用，近期国务院发文称将允许专项债作为符合条件的重大项目资本金，或将提振基建投资 1.7-2.8 个百分点，一旦经济滑出运行的合理区间或就业形势极为严峻，基建投资仍将是应对经济下行压力的重要手段。
- 从政治局会议重提结构性去杠杆以及经济运行中存在的结构性问题来看，一旦经济显现出企稳态势，管理层结构调整的诉求便将有所攀升；而若外部环境不确定性激增叠加经济内生动力偏弱引致就业形势相对严峻甚至经济滑出运行的合理区间，稳增长便将被赋予更多的权重；一旦经济再现企稳，政策将再次对“进”有所偏好，故而整体来看，未来政策将更多的在稳与进之中谋求平衡。此外，从央行重提货币供给总闸门并强调保持战略定力来看，以杠杆率持续提升的方式稳增长并非政策基调，故而只要经济尚且运行在合理区间之中，结构调整便将是政策关注的核心所在，因此总的来看，下半年经济将保持平稳或稳中略降，全年 GDP 增速或将维持在 6.2% 左右。
- 从政策选择来看，一旦就业形势相对严峻甚至经济滑出运行的合理区间，相较于货币政策，财政政策仍将是托举经济的主力军。一方面，当企业经营目标转变为负债最小化时，货币政策对需求的刺激作用将日渐无效；另一方面，财政支出可以形成有效需求进而对冲投资消费回落的不利影响。但需求刺激重在补位，从长期来看，供给结构调整方是推动经济高质量发展的长久之法。只有供给端的结构调节才可以通过提升效率解决根本问题。对于低端和无效供给，可以通过市场化手段推动兼并重组以降低过剩产能；对于中高端和有效供给，则更多的需要扩大市场准入提升供给效率，并辅之以金融市场改革，为企业融资创造良好渠道。综上所述，在货币宽松对需求刺激作用边际转弱的情况下，对经济刺激呵护作用将更多依赖于财政政策的发力。因此整体宏观流动性环境进一步宽松可能性相对较小，虽然无风险利率将得以低位保持，但是其下行空间十分受限，推动信用利差收窄则仍将是货币政策调控的重点所在。
- 风险提示：全球贸易争端负面冲击和国内经济下行超预期

目 录

1. 一季度经济开局良好 但隐忧犹存.....	4
1.1 “抢出口”重出江湖 净出口拉动或将趋弱.....	4
1.2 投资小幅回落 仍待基建补位.....	7
1.3 政策呵护难乐观 终端需求仍偏弱.....	9
2. 成本推动虽将延续 通胀掣肘无需过虑.....	10
3. 需求刺激重在补位 供给调节立足长远.....	11
3.1 全球扩张动能趋缓 外部掣肘得以弱化.....	11
3.2 短期财政仍为主力 长期还靠供给调节.....	14

图 目 录

图 1: 出口增速回升 进口增速回落偏快	5
图 2: 对各主要国家出口增速均回落	5
图 3: 净出口拉动持续性较差	5
图 4: OECD 预测经常项目差额回落	5
图 5: 出口环比增速具有一定季节性规律	6
图 6: 2018 年抢出口效应强弱	6
图 7: 2019 年出口增速及其相对于季节性表现	6
图 8: 进口环比增速具有一定季节性规律	7
图 9: 2018 年进口环比增速及其相对于季节性表现	7
图 10: 房地产投资虽边际回落但仍处高位	8
图 11: 新开工、竣工增速回落	8
图 12: 城乡社区事务、农林水事务增速回落	8
图 13: 专项债用途分类	8
图 14: 累计社零增速震荡下行	9
图 15: 消费对 GDP 拉动作用边际走弱	9
图 16: 商品零售增速回落	10
图 17: 汽车、地产拖累社零增速	10
图 18: CPI 同比增速小幅回升	11
图 19: 食品项表现强于季节性, 非食品项各分项均偏弱	11
图 20: PPI 同比小幅回落	11
图 21: 石油产业链环比增速较快, 但弱于去年同期	11
图 22: 美国失业率仍处较低水平	12
图 23: 美国初请失业金人数震荡	12
图 24: 美国制造业 PMI 指数震荡下行	12
图 25: 美国消费者信心指数小幅回落	12
图 26: 美国通胀回落	12
图 27: 美联储 7 月降息几成必然	12
图 28: 欧元区制造业 PMI 指数小幅抬升	13
图 29: 欧元区核心通胀低位徘徊	13
图 30: 日本制造业 PMI 指数小幅回落	13
图 31: 日本核心通胀回落且仍处较低水平	13
图 32: 美元指数震荡下行	13
图 33: 日元兑美元保持强势	13
图 34: 中长期贷款增长乏力	14
图 35: 一季度各部门杠杆率均抬升	14

1. 一季度经济开局良好 但隐忧犹存

虽然 2019 年一季度经济开局良好，数据超出市场一致预期，但整体来看，良好的经济数据背后仍有隐忧。从三驾马车看，一季度经济企稳的主要拉动力量为净出口，但净出口的增长主要是受衰退式顺差走扩的影响，在全球贸易争端升级、内生扩张动能放缓、抢出口引致的透支效应逐步显现背景下，2019 年下半年贸易顺差对 GDP 拉动作用仍有较大回落压力；消费端，受汽车以及房产链消费增速回落拖累，社零累计增速呈震荡下行的态势，尽管物价上涨将继续对社零增速产生支撑作用，但一方面终端需求依旧偏弱，另一方面政策对消费的呵护作用仍需较长时间显现，故而下半年社零增速仍有一定回落压力；投资端，制造业投资将受制于盈利回落以及高基数，地产投资在销售同比增速回落、地产行业融资有边际收紧趋势的情况下或将重回下行通道，故而基建投资将发挥补位经济的重要作用，近期国务院发文称将允许专项债作为符合条件的重大项目资本金，或将提振基建投资 1.7-2.8 个百分点，一旦经济滑出运行的合理区间或就业形势极为严峻，基建投资仍将是应对经济下行压力的重要手段。

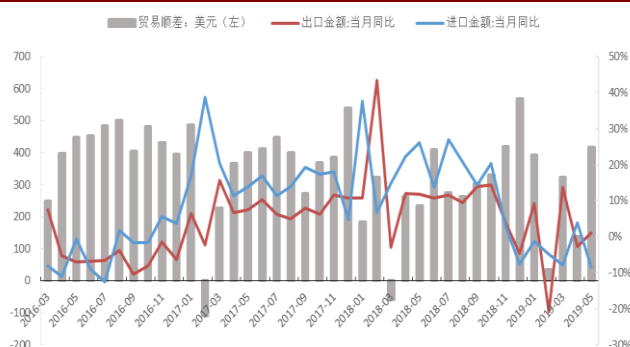
从政治局会议重提结构性去杠杆以及经济运行中存在的结构性问题来看，一旦经济显现出企稳态势，管理层结构调整的诉求便将有所攀升；而若外部环境不确定性激增叠加经济内生动力偏弱引致就业形势相对严峻甚至经济滑出运行的合理区间，稳增长便将被赋予更多的权重；一旦经济再现企稳，政策将再次对“进”有所偏好，故而整体来看，未来政策将更多的在稳与进之中谋求平衡。此外，从央行重提货币供给总闸门并强调保持战略定力来看，以杠杆率持续提升的方式稳增长并非政策基调，故而只要经济尚且运行在合理区间之中，结构调整便将是政策关注的核心所在，因此总的来看，下半年经济将保持平稳或稳中略降，全年 GDP 增速或将维持在 6.2% 左右。

1.1 “抢出口”重出江湖 净出口拉动或将趋弱

从三驾马车看，2019 年一季度经济开局良好主要是受到净出口拉动作用影响。从对 GDP 当季同比拉动来看，2019 年一季度净出口较上期回升 1 个百分点，对冲了投资及消费对 GDP 拉动作用减弱的不利影响。5 月衰退式顺差又有再度走扩的迹象，一方面中美经贸摩擦逐步升温，企业再度显现抢出口行为，尽管去年因抢出口基数较高，但考虑到抢出口商品的量级存在较大差距，故而本期出口增速仍小幅回升；另一方面，受大宗商品价格回落以及我国内需仍待提振影响，进口增

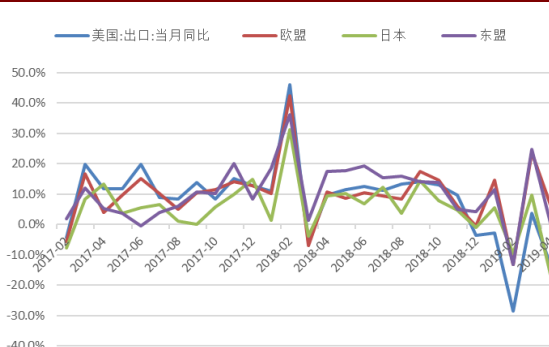
速回落偏快，故而贸易顺差再现“衰退式增长”。

图 1：出口增速回升 进口增速回落偏快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

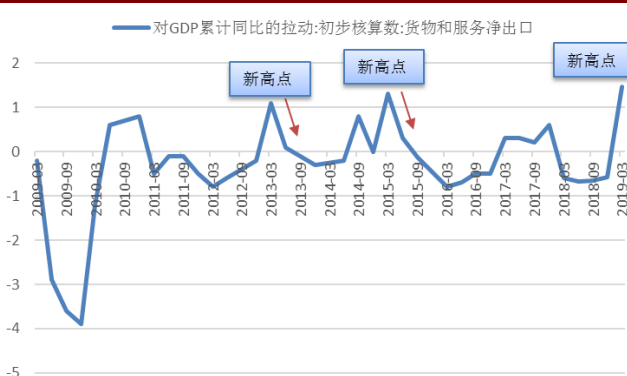
图 2：对各主要国家出口增速均回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

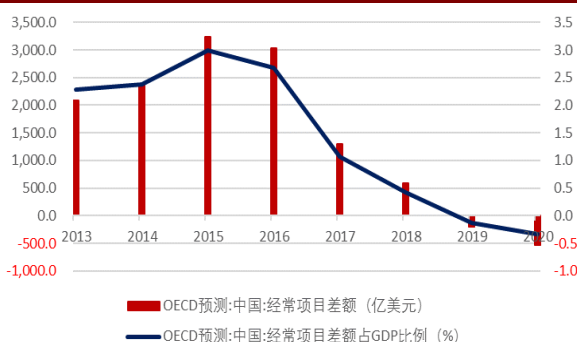
从长远来看，2019 年下半年贸易顺差对 GDP 的拉动作用将有所减弱。从定性角度分析，其一，受全球贸易争端升级及内生扩张动能放缓影响，全球经济增速水平有逐步下滑的趋势，故而外需放缓的情况下，我国出口增速便有一定下行压力；其二，在 3000 亿美元的中国输美商品征税情况尚未尘埃落地之前，抢出口现象将持续存在，故而 5-6 月将是抢出口行为的一个高点。下半年伴随抢出口引致的透支效应的显现，出口增速下行压力便再度增加。其三，以史观之，在净出口对 GDP 累计同比的拉动作用方面，2019 年一季度创下了自有数据统计以来的新高点，且每次创新高点后，数据均会有所下滑，即净出口拉动作用持续性相对偏弱。其四，从 OECD 预测来看，其认为 2019 年中国经常项目差额将达-197 亿美元，而 2019 年上半年受抢出口效应影响贸易顺差将维持在相对高位正值水平，故而 2019 年下半年贸易顺差对 GDP 拉动作用仍有较大回落压力。

图 3：净出口拉动持续性偏弱



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：OECD 预测经常项目差额回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

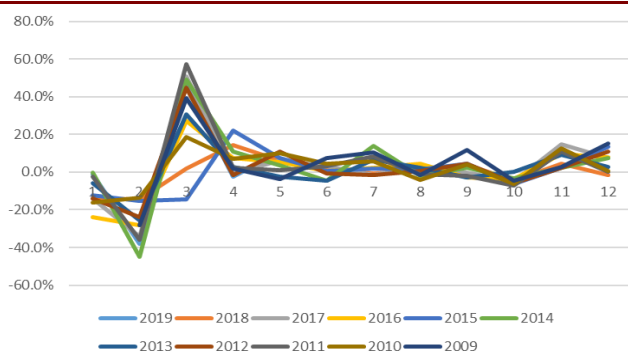
从定量角度分析，预测全年净出口对 GDP 的拉动作用将下滑至 0.6% 左右。出口方面，早在 2018 年 4 月的时候，因 USTR 发布了对价值 500 亿美元出口至中国

商品的关税加征清单，抢出口的现象就曾经出现过。考虑到 500 亿美元商品分别于 7、8 两月落地，给予了生产厂商充分的反应时间，故而当时的抢出口以及随后抢出口带来的透支效应便具有一定的参考意义。

统计 2009 年至 2019 年出口额环比增速不难发现，不同年份单月出口额环比增速具有一定季节性规律，因此 2018 年某月出口额环比增速强于（弱于）季节性的表现便可代表抢出口效应（透支效应）的强弱。若以 10 年来某月环比增速均值代表季节性规律，2018 年 4 月受美国加征关税引致抢出口行为影响，该月出口增速较季节性表现更强。5、6 两月虽也有抢出口现象，但程度已边际大幅弱化。7 月出口表现已大幅弱于季节性，即抢出口带来的透支效应已逐步显现。

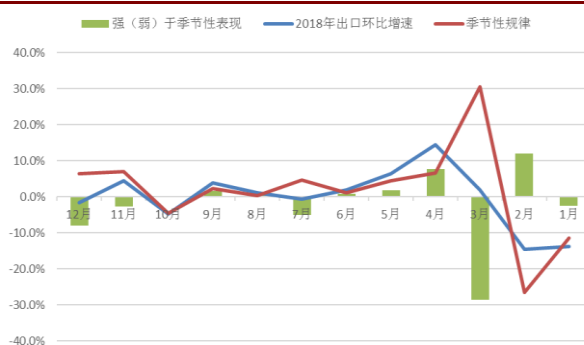
9 月 18 日 USTR 再次公布了一份价值 2000 亿美元的对华商品加征关税清单，但考虑到该清单于 9 月 24 日便正式生效，故而 9 月出口增速仅是稍强于季节性。

图 5：出口环比增速具有一定季节性规律



资料来源：Wind，渤海证券研究所

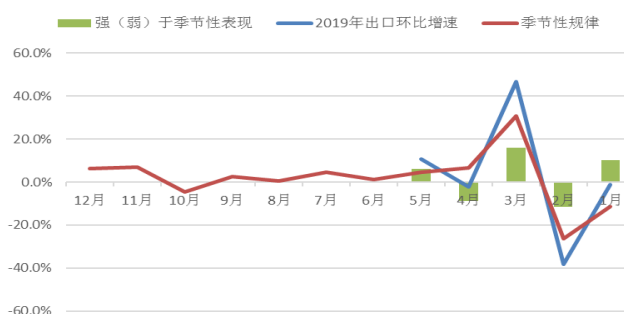
图 6：2018 年抢出口效应强弱



资料来源：Wind，渤海证券研究所

2019 年 5 月，美国单方面将 2000 亿美元中国输美商品的关税由 10% 到 25%，并表示将对剩余 3000 亿中国输美商品加征关税，故而“抢出口”现象重出江湖，从下图中不难看出，5 月出口环比增速表现明显强于季节性规律。

图 7：2019 年出口增速及其相对于季节性表现

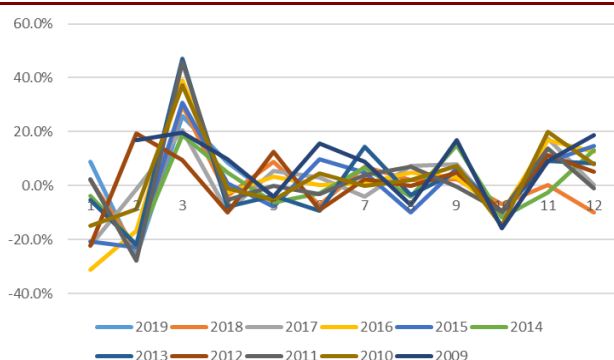


资料来源：Wind，渤海证券研究所

若以 2018 年抢出口现象发生后出口项环比增速变化情况类比今年判断，2019 年出口额大约能达到 23000 亿美元，2018 年出口额为 24867 亿美元。

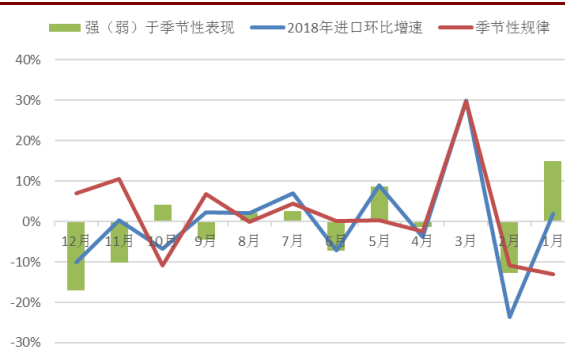
进口方面，2009 年至今进口环比增速也呈现一定季节性特征。从 2018 年进口环比增速变化来看，进口环比增速相较于季节性表现而言有强有弱，但弱多强少，且 2018 年年末进口环比增速相较季节性的降幅更是明显，再结合社零增速回落以及核心 CPI 现处于低位判断，内需不足依然将制约经济扩张动力，2019 年国内需求情况并不会明显好于 2018 年。

图 8：进口环比增速具有一定季节性规律



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 9：2018 年进口环比增速及其相对于季节性表现



资料来源：Wind，渤海证券研究所

以 2018 年进口环比增速相较于季节性变化的情况推演 2019 年进口环比增速，2019 年进口金额大约能达 19000 亿美元，去年同期为 21357 亿元。故而结合贸易顺差判断，全年来看，净出口对 GDP 的拉动作用大约在 0.6% 左右。

当然，近期中美经贸摩擦波澜再起，两国经贸谈判仍有较大不确定性，若中美经贸谈判顺利，中国或将自美进口大量商品，这将导致净出口对经济拉动作用再度走弱。

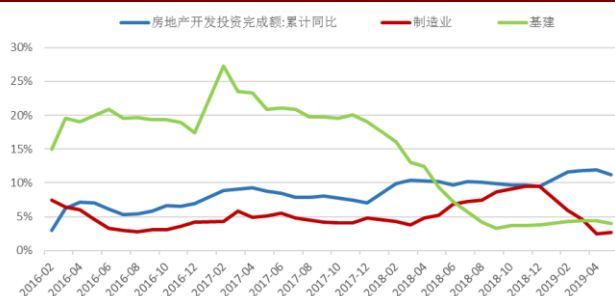
1.2 投资小幅回落 仍待基建补位

虽自 2018 年下半年至 2019 年一季度期间，固定资产投资呈现逐步回升态势，但 2019 年 4 月起，固定资产投资回升的态势便戛然而止。从结构上看，制造业投资边际降幅最为明显，基建投资也有小幅回落，地产投资增速虽下滑但仍处历史相对高位的水平。

具体来说，1-5 月地产投资增速回落至 11.2%。从结构上看，除施工面积同比增速持平于上月外，新开工面积、竣工面积同比增速均有所下滑，结合商品房销售

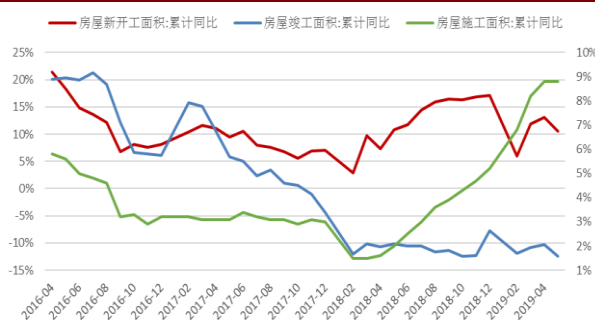
同比增速有所回落判断，地产商加速周转进程或已逐渐步入尾声。此外，在资金来源方面，银保监会近期强调银行、非银领域禁止为房地产项目违规提供融资，地产行业融资有边际收紧的趋势，预计未来地产投资仍将有较大下滑压力。

图 10：房地产投资虽边际回落但仍处高位



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：新开工、竣工增速回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

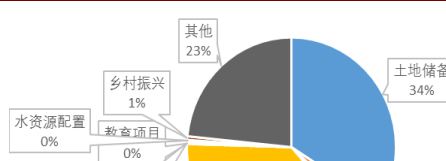
制造业投资方面，虽本期制造业投资较4月回暖0.2个百分点至2.7%，但较3月降幅仍较大，在外部不确定性仍存、去年同期高基数以及企业盈利仍处下行周期的情况下，制造业投资仍有回落的压力。

在制造业投资、地产投资均有下行压力的背景下，基建将成为补位投资的重要一环。但5月基建投资累计增速却因地方政府财政压力显现而小幅回落，财政收入同比增速由正转负、地方财政支持下的城乡事务与农林水事物财政支出增速回落明显便是明显的例证。近期国务院发文称将允许专项债作为符合条件的重大项目资本金，那将对未来基建增速产生多少支撑作用呢？

图 12：城乡社区事务、农林水事务增速回落



图 13：专项债用途分类



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_11761

