

# 外松内稳

## ——宏观经济季度展望

### 摘要

回顾 2019 年第一季度，在社融增速企稳和增值税率调整的影响下，GDP 增速保持平稳，市场悲观预期显著缓解。

展望未来，贸易方面，由于中美贸易关系改善，我们上调了 2019 年全年出口增速和工业增加值增速。投资方面，2019 年第一季度房地产投资增速较 2018 年进一步提高，据此我们将 2019 年全年固定资产投资增速调高 0.3 个百分点至 6.9%。物价方面，由于 2019 年第一季度 PPI 同比与环比失联，且油价韧性较强，我们调高全年 PPI 同比中枢至 0%，维持第三季度 PPI 同比可能转负的判断。

总体来看，社融增速企稳和中美贸易关系改善减轻了经济下行压力。但在稳定宏观杠杆率的政策背景下，社融增速回升空间受限，经济难以出现超预期的反弹。货币政策不会全面转紧，而可能根据经济形势的边际变化动态调适。

**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

李苗献

分析师

电话：021\_22852637

邮箱：880206@cib.com.cn

郭于玮

分析师

电话：021\_22852641

邮箱：880210@cib.com.cn

蒋冬英

分析师

电话：021\_22852639

邮箱：880208@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1月预测的比较		
	2019	2019			2020	2019		
指标	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP (%)	6.4	6.3	6.4	6.4	6.3	0.1	0.1	
工业增加值 (%)	6.5	5.8	5.9	6.0	5.7	0.4	0.2	
CPI (%)	1.8	2.7	2.5	2.3	2.1	0.3	0.3	0.2
PPI (%)	0.2	0.3	-0.5	-0.4	0.7	0.5	0.3	0.3
M1 (%)	4.6	5.6	6.8	8.8	9.9	0.3	0.2	0.2
M2 (%)	8.6	9.1	8.7	8.9	8.9	-0.1	-0.1	-0.1
新增贷款 (万亿)	5.8	4.8	4.7	3.3	6.4			
信贷增速 (%)	13.7	13.8	13.7	13.7	13.6			
社会融资总量 (万亿)	8.2	5.1	5.7	4.3	8.2			0.1
社融余额增速 (%)	10.7	11.0	11.1	11.3	11.2	0.3	0.3	0.3
社会消费品零售额 (%)	8.3	8.8	8.5	8.6	8.1	-0.1	-0.3	
固定资产投资 (%)	6.3	6.8	7.1	6.9	6.7	0.8	0.9	0.3
出口 (%)	1.4	1.0	2.0	4.0	6.0	8.0	8.0	2.0
进口 (%)	-4.8	-2.0	5.0	8.0	8.0	5.0	10.0	5.0
法定存款准备金 (大行, %)	14.5	13.5	13.0	13.0	13.0	0.5	0.5	1.0
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

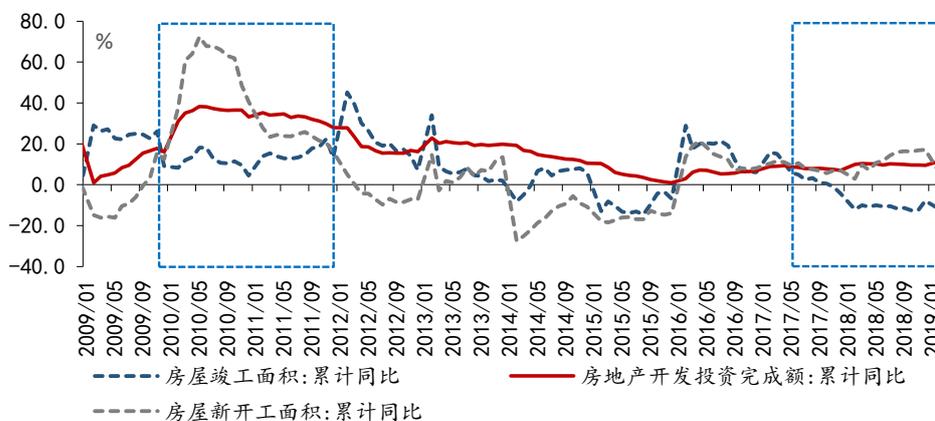
回顾 2019 年第一季度, 宏观经济的两项变化对市场预期产生了深刻影响: 其一, 社融增速企稳回升, 宽信用从预期照进现实; 其二, 增值税率调整与春节错位使工业生产和出口数据出现跳变。在中美贸易关系改善的背景下, 这两项变化显著缓解了市场上的悲观预期, 也带来了货币政策的边际调整。展望未来, 宏观经济的改善能否持续, 货币政策会不会发生转向? 本文将基于经济数据的最新变化调整季度预测, 探讨宏观经济与政策的走向。

## 1、上调固定资产投资增速

2019 年第一季度房地产投资增速达到 11.8%, 较上季度末提高了 2.3 个百分点, 超出市场预期。据此, 我们将固定资产投资增速上调 0.3 个百分点至 6.9%。

2019 年以来基建投资增速企稳回升、制造业投资增速回落, 都与市场预期较为一致, 但房地产投资的亮眼表现超出市场预期。房地产投资超乎寻常的韧性与依赖期房销售的高周转模式有关。2017 年以来, 为应对融资环境的收紧, 房地产企业开始增加期房的销售, 通过加快开工节奏、放慢竣工节奏的方式改善现金流, 表现为新开工面积增速较高, 但竣工面积增速偏低。

图表 2 房地产开发



资料来源: WIND, 兴业研究

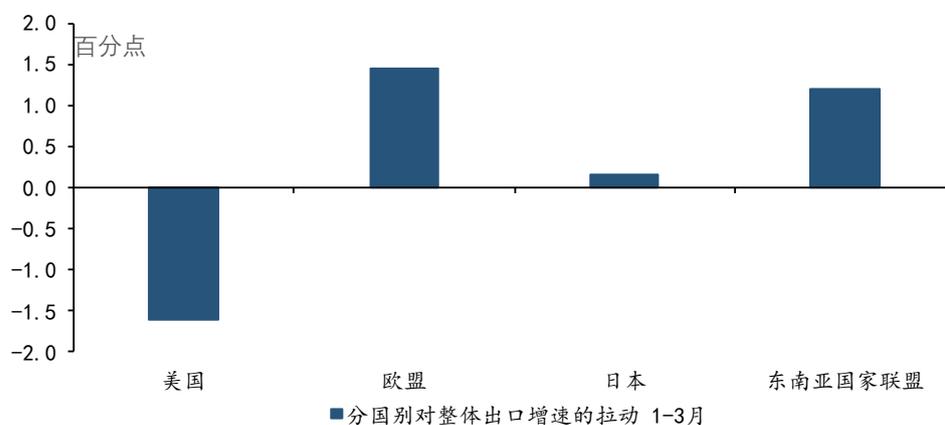
目前, 房地产新开工面积增速依然高于施工面积增速, 意味着第二季度房地产投资仍将保持一定的韧性。然而, 这种高周转模式难以长期持续。从新开工面积来看, 2018 年下半年 100 城土地供应面积增速放缓, 或将带动 2019 年房屋新开工面积增速下行。从竣工面积来看, 根据规定, 商品房预售时应当已经确定竣工交付日期。历史经验显示, 在高周转模式开启后约 25 个月, 随着期房交付日期的临近, 竣工增速将被动上升。这意味着 2019 年下半年, 高周转模式可能逐渐逆转, 给房地产投资增速带来下行压力。

## 2、上调进、出口增速

基于中美贸易摩擦前景乐观预期及经济失速下滑风险缓解，与前期相比我们将出口和进口上调。

出口方面，当前中美贸易谈判稳步推进，朝着达成协议的方向发展，为我国出口的外部环境进行松绑。具体而言，第一季度我国出口同比增长 1.4 个百分点，增速较去年第四季度下滑 2.5 个百分点。其中，分国别观察，第一季度我国对美国出口同比下滑 8.5%，共拉低我国整体出口增速 1.6 个百分点。由此，中美经贸冲突对我国出口具有显著的抑制效应。伴随中美贸易谈判达成一致，中国对美出口增速有望逐步修复。

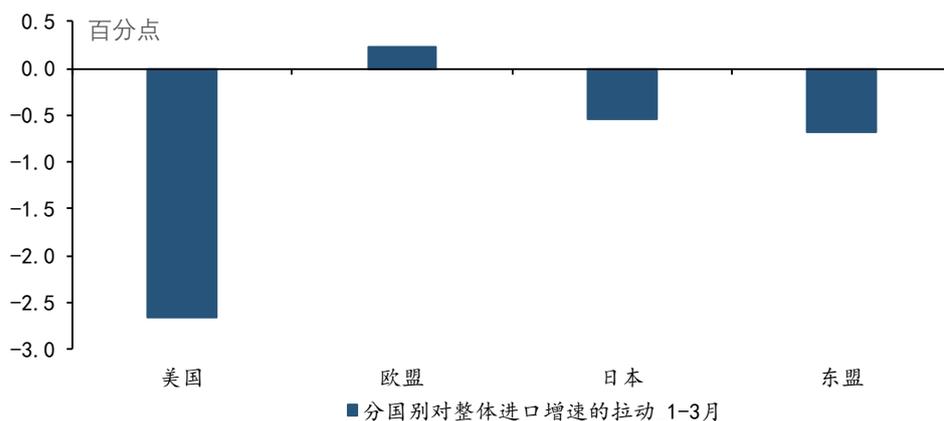
图表 3 分国别对整体出口增速的拉动（第一季度）



资料来源：WIND，兴业研究

进口方面，2019 年第一季度我国进口同比下降-4.8%，其中中国自美国进口同比下降-31.8%，共拉低整体进口增速-2.7 个百分点。由此表明，中美贸易冲突在有损于中国对美国出口的同时，也在抑制美国对中国出口。这意味着，中美达成一致有助于修复中国自美进口增速。

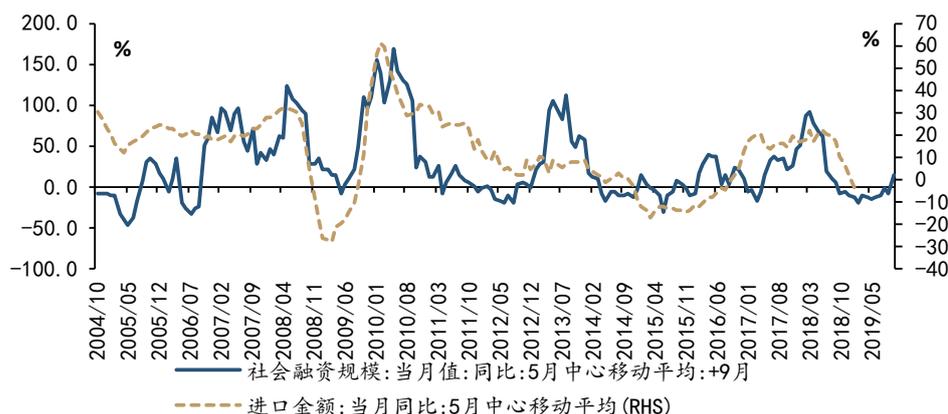
图表 4 分国别对整体进口增速的拉动（第一季度）



资料来源：WIND，兴业研究

此外，社融增速反弹带动国内经济企稳，进而有望带动进口需求回升。数据显示，社会融资增速大致领先进口增速 9 个月。

图表 5 分国别对整体进口增速的拉动（第一季度）



资料来源：WIND，兴业研究

### 3、上调 PPI 同比增速

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\\_12442](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12442)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn