

专题研究

2019 年 08 月 22 日

中诚信国际
宏观经济

宏观数据走弱经济下行持续，LPR 改革落地币策延续结构调整

——2019 年 7 月宏观经济形势分析与展望

概述

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

庞鸿泽 010-66428877-136

hzpang@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告:

稳增长政策能抵御经济下行压力吗？2019 年 7 月 23 日；

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；

◇ 宏观政策：LPR 改革落地，未来一段时间内关注央行续作 MLF 利率情况

- 8 月 17 日，央行决定改革完善 LPR 形成机制。新的定价机制更有效地体现政策利率的变动，使得货币政策传导更通畅，贷款利率市场化程度提高，改革后贷款利率对货币政策的反映或将更加及时，与货币市场、债券市场利率走势同步性或将有所提高。
- 从国内经济基本面和外部环境来看，货币政策仍存在一定的结构性调整的空间，而在 LPR 与 MLF 挂钩后，MLF 利率或将成为央行调控市场利率的重要工具，未来不排除央行通过小幅下调 MLF 利率引导实体经济融资成本降低，需密切关注未来一段时间内央行续作 MLF 的利率情况。

◇ 经济基本面：宏观数据整体偏弱

- 从需求端来看，地产投资继续小幅走弱，财政收支压力制约下的基建投资增速回落，制造业投资虽小幅回暖；出口暂回暖，对新兴经济体出口的改善在一定程度上增强了出口的韧性，国内需求低迷进口同比增速继续回落；受汽车类促销力度大幅减弱的影响社零额显著回落。
- 从供给侧来看，在需求低迷以及季节性因素的影响下，制造业生产回落明显。
- 从价格水平来看，随着食品价格涨幅进一步走阔，CPI 小幅上升，不过需求低迷下生产资料价格持续下跌，高基数效应下 PPI 同比跌入负区间。
- 从先行指标来看，PMI 小幅回升但仍处于荣枯线以下，经济景气程度仍不足。

◇ 结构性宽松货币政策延续，利率短期波动但总体维持较低水平

- 企业缴税集中叠加信贷放缓，7 月份 M1 与 M2 双双回落。后续结构性宽松货币政策持续，M2 或有望企稳运行。
- 新增社融大幅下降，表内大幅回落表外降幅继续扩大，后续新增社融仍有压力或将呈小幅放缓趋势。
- 7 月总体货币市场利率水平仍维持较低位运行，后续随着货币政策结构性调整和降低利率政策的落实，利率或仍有小幅下行空间。
- 人民币虽然破“7”但考虑到国内经济仍有一定韧性，全球进入新一轮宽松周期外部压力减轻，跨境资本流动仍基本平衡，人民币并无快速贬值之忧。

◇ 展望：供需两弱格局未改，经济走弱压力仍存

- 从投资角度来看，地方财政收支平衡压力下基建投资对整体投资支撑有限；房地产调控之下房地产投资下行压力继续显现，未来将对投资有所拖累；政治局会议中提出要加大对中小企业融资的力度，但能否对制造业投资形成推动，仍需要观察。
- 从消费角度来看，在居民杠杆率持续提升的背景下，短期内消费难有改善。
- 从外需角度来看，全球经济持续低迷、美国反复不定的态度等不利因素影响持续，不过人民币贬值以及其他经济体对形成一定支撑，未来在多方面因素的影响下出口虽有一定韧性不过长期下行压力不减。
- 综合来看，需求端整体面临制约，生产不断趋缓，短期内经济下行压力仍存。

一、宏观政策：政治局会议重提六稳，以市场化改革推动实际利率降低

科创板开市，首批 25 只科创板股票开始交易。习近平主席于 2018 年 11 月 5 日首届中国国际进口博览会宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，2019 年 7 月 22 日科创板开市，首日 25 只股票价格实现翻倍，交易人气高涨。近一月以来，科创板运行良好，总市值稳步增长，成交额出现下降，换手率回调，投资者情绪趋于理性。相比于已有板块，科创板拥有试点注册制、上市条件多元包容、退市制度严格、新股发行市场化等创新点。

经济下行压力加大，政治局会议注重稳增长。7 月 30 日政治局会议肯定了上半年经济总体平稳的运行情况，但对下半年经济形势更为谨慎，对宏观形势研判从“外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力”转变为“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大”。对此，会议再次提出做好“六稳”工作，财政政策继续强调积极和落实，货币政策在松紧适度的基础上额外提出“保持流动性合理充裕”，未提到“坚持结构性去杠杆”，在消费方面提出“用改革办法扩大消费”，同时也确认了不将房地产作为短期刺激经济的手段。下半年“稳增长”压力凸显，以老旧小区改造和贷款市场报价利率形成机制改革完善为例，财政政策进入下半年发力区间，货币政策开始进一步改革。

央行完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。8 月 16 日，李克强总理主持召开国务院常务会议提出部署运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决融资难问题，次日央行决定完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。与原有的 LPR 形成机制相比，新的 LPR 报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成，报价行在原有的 10 家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各 2 家。同时增加 5 年期以上的期限品种，报价频率由每日降为每月。这一措施增强了 LPR 的代表性，促进贷款利率单轨化、市场化，有助于运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率。

二、经济基本面：宏观数据整体偏弱，后续下行压力持续

7 月份宏观数据整体偏弱。从需求侧来看，固定资产支撑的主要因素之一房地产投资继续小幅走弱，财政收支压力制约下的基建投资增速回落，制造业投资虽小幅回暖；出口暂回暖，对新兴经济体出口的改善在一定程度上增强了出口的韧性，出口虽有所改善，国内需求低迷出口同比增速仍在下降；受汽车类促销力度大幅减弱的影响社零额显著回落，在居民高杠杆背景下社零额仍难以改善。从供给侧来看，在需求低迷以及季节性因素的影响下，制造业生产回落明显。从价格水平来看，随着食品价格涨幅进一步走阔，CPI 小幅上升，不过需求低迷下生产资料价格持续下跌，高基数效应下 PPI 同比跌入负区间。从先行指标来看，PMI 小幅回升不过仍处于荣枯线以下，经济景气程度仍显不足。

表 1 2019 年 7 月中国宏观经济核心指标一览表

	2019 年							去年同期	最新变化
	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月		
工业增加值同比 (%)	4.80	6.30	5.00	5.40	8.50	6.1	NA	6.0	↓
固定资产投资累计同比 (%)	5.70	5.80	5.60	6.10	6.30	6.10	NA	5.5	↓
社会消费品零售额同比 (%)	7.60	9.80	8.60	7.20	8.70	8.20	NA	8.8	↓
出口：当月同比 (%)，美元	3.30	-1.30	1.10	-2.70	14.20	-20.70	9.10	12.2	↑
进口：当月同比 (%)，美元	-5.60	-7.30	-8.50	4.00	-7.60	-5.20	-1.50	27.3	↑
贸易顺差 (亿美元)	450.50	509.80	416.60	138.40	326.50	41.20	391.60	280.50	↓
CPI	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	2.1	↑
PPI	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	4.6	↓
M2：同比	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.00	8.40	8.5	↓
社会融资规模 (亿元)	10100	22629	14000	13600	28600	7030	46353	12254	↓

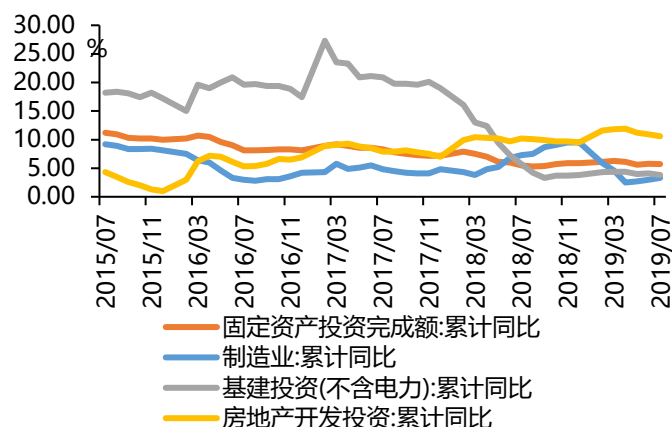
(注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2019 年 7 月指标出现下降、上升或持平)

(一) 需求端数据走势分化，投资、消费回落，出口增速短时回升

1. 基建与房地产投资回落拉低投资增速，政策稳增长难改投资筑底格局

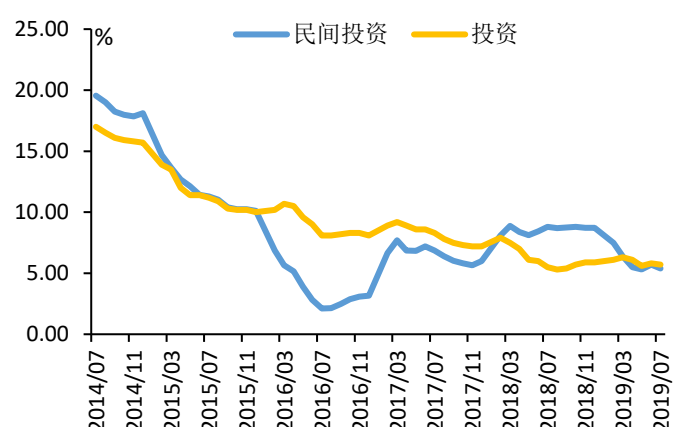
基建、房地产投资回落，制造业投资持续回升。7 月份，固定资产投资完成额累计同比增长 5.7%，较去年同期回升 0.2 个百分点，较上半年累计同比小幅回落 0.1 个百分点。房地产投资的持续下降拖累固定资产投资：近几个月，针对房地产融资的措施频出，房地产融资收紧，1-7 月份房地产投资累计同比增长 10.6%，较 1-6 月累计增速下降 0.3 个百分点，不过仍是 2015 年以来同期最高。受地方政府收支压力影响，基建投资增速有所放缓，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-7 月累计同比增长 3.8%，较 1-6 月放缓 0.3 个百分点。制造业投资累计同比增长 3.3%，较 1-6 月上升 0.3 个百分点，在前期减税降费的推动下，制造业投资有所回升，不过在中美贸易摩擦持续、需求低迷以及企业投资意愿较低的背景下，制造业改善仍有压力。分所有制来看，民间投资累计同比增长 5.4%，较去年同期下滑 3.4 个百分点，较 1-6 月下降 0.3 个百分点，民间投资改善的趋势未能延续。

图 1：制造业回升，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

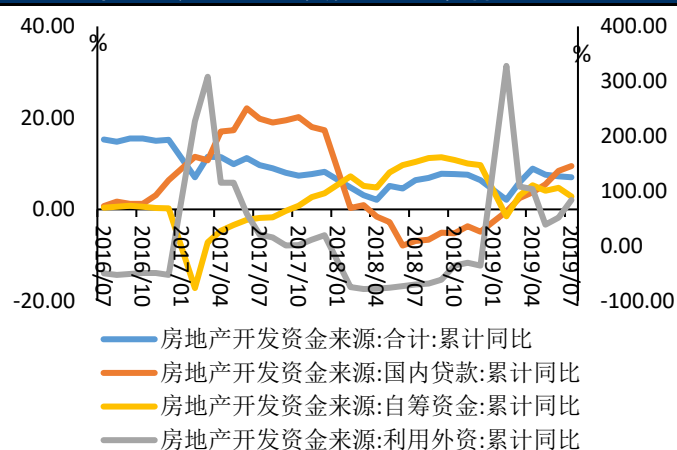
图 2：民间固定资产投资下降



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

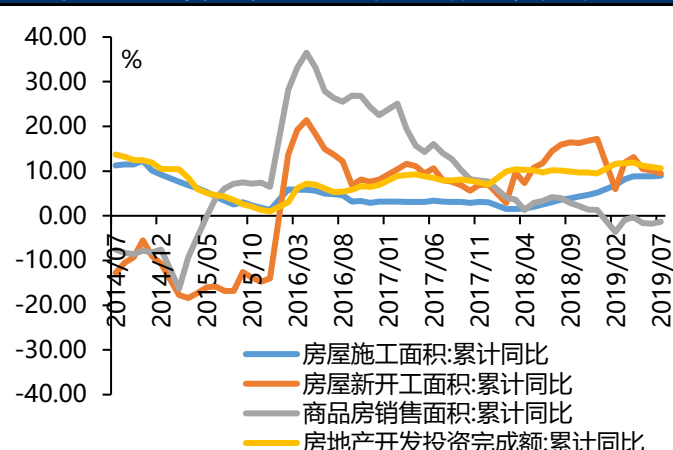
财政平衡压力背景下稳增长政策对基建投资改善有限，房地产四季度增速或将跌破两位数，经济下行制造业和民间投资或难有明显改善。7月底的政治局会议中提出要“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设”，上述项目对经济增长的促进作用要大于传统的基础设施建设；在当前政府收支压力较大的背景下，稳增长政策短期内对基建投资改善仍有限。7月底的政治局会议再次提出“坚定房子是用来住的、不是用来炒的定位”，首次明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。此前监管已对房地产融资已有所限制，8月初人民银行工作电视会议提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，按照‘因城施策’的基本原则，持续加强房地产市场资金管控”，银保监会也出台通知进一步规范信托资金流向房地产。多地房地产贷款利率有所上调，同时房地产新开工面积持续走低，累计同比增长跌破两位数，为9.5%。在此背景下后续房地产投资销售与融资均承压，四季度房地产投资或将跌破两位数增速。前期减税降费背景下制造业投资持续改善，不过民间投资有所下降，作为与民间投资相关性较大的制造业，持续改善趋势难以持续。综合来看，在房地产投资走弱、基建投资难改善、制造业投资改善难持续的背景下，后续固定资产投资或难出现明显改善。

图 3：房地产开发资金来源增速回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：销售疲软地产投资高增长难以持续



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

2. 汽车类消费大幅下降拖累社零额，需求低迷社零额增长难乐观

汽车类消费大幅下降拖累社零额。7 月份，社会消费品零售总额名义同比增长 7.6%，较去年同期下降 1.2 个百分点，较上月下降 2.2 个百分点。分区域来看，城乡消费均有所下降，城镇消费同比增长 7.4%，较上月下降 1.4 个百分点；农村社零额同比增长 8.6%，较上月下降 1.5 个百分点。分消费产品来看，日用品类持续回暖，同比增长 13%，较上月上升 0.7 个百分点；餐饮类同比增长分别为 9.4%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；粮油，食品类同比增长 9.9%，较上月小幅上升 0.1 个百分点。社零额中占比较高的汽车类消费大幅下降，汽车类限额以上企业商品零售类同比下降 2.6%，较上月大幅回落 19.8 个百分点，由于 7 月 1 日是部分省市国五国六标准切换的时间点，6 月份汽车促销力度较为集中，汽车销售大幅增长，对后续汽车类消费有所透支，所以造成了汽车类消费的大幅波动。

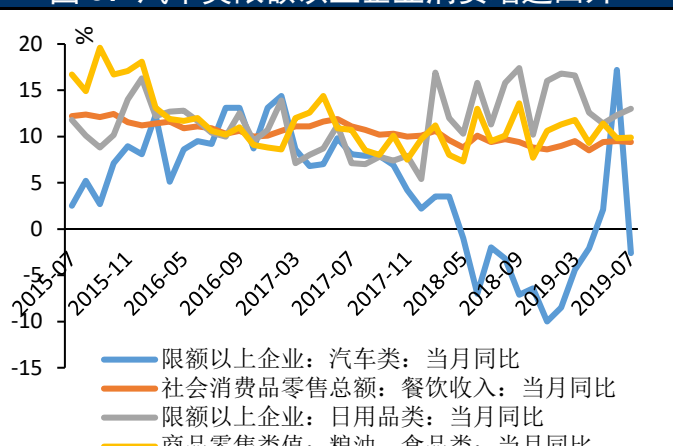
社零额增长难乐观，关注扩大内需改革情况。政治局会议上提出要“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”，在当前经济下行压力以及居民杠杆率较高的前提下，社零额难以很快改善。不过随着房地产政策收紧，居民端杠杆率增速或将有所放缓，由于整体居民杠杆率仍偏高，社零额短期难有改善。此外政治局会议上的“多用改革办法扩大消费”或预示未来将会有针对消费的改革政策出台，后续社零额改善还需关注政策的制定以及落实情况。

图 5：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 6：汽车类限额以上企业消费增速回升



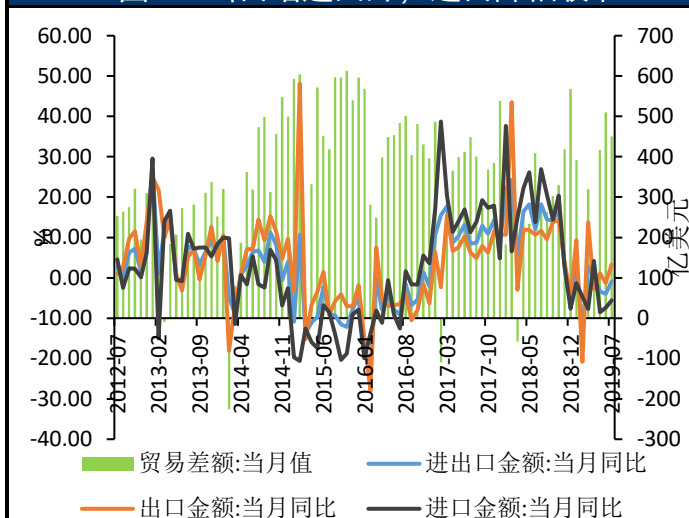
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

3. 出口短期回暖，内需低迷进口持续负增长

新兴经济体支撑出口，中美贸易短期缓和进口改善。7 月份，进出口总值 3980 亿美元，同比下降 0.8%，较上月收窄 3.2 个百分点。其中，出口 2215.3 亿美元，同比增长 3.3%；进口 1764.8 亿美元，同比下降 5.6%，降幅较上月收窄 1.8 个百分点。贸易顺差有所收窄，为 450.5 亿美元，较上月减少 59.2 亿美元。**从出口来看**，7 月份，我国出口有所改善，从出口商品来看，高新技术产品和机电产品占比虽有所下降，二者合计为 83.89%，为年内最低，但同比增速均有所改善，高新技术和机电产品比重的降低的原因主要是整体产品出口有所改善。分区域来看，G20 峰会后，中美贸易有缓和迹象，对美出口稍有改善，欧盟、东盟以及新兴经济体对我国出口支撑较强，受香港经济社会不确定因素影响通过香港进行的转口贸易继续大幅下降。**从进口来看**，2019 年上半年，在“稳增长”政策发力和一系列改革措施

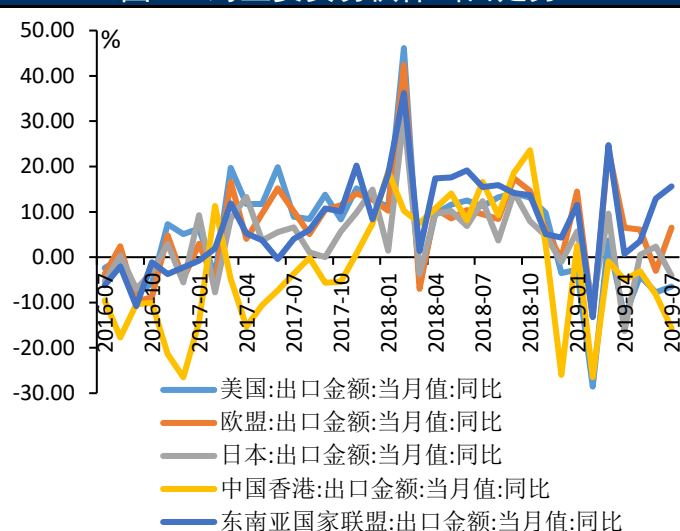
的提振下，中国经济弱企稳，不过由于基本面仍未有效改善，需求持续低迷。不过 7 月份进口 PMI 指数虽处于荣枯线以下但小幅上升，同时中美贸易短期改善，在此背景下，进口小幅改善。从主要进口商品来看，大豆、原油、纸浆和钢材等主要进口产品数量和价格均小幅改善。

图 7：出口增速回升，进口降幅收窄



数据来源：中诚信国际整理

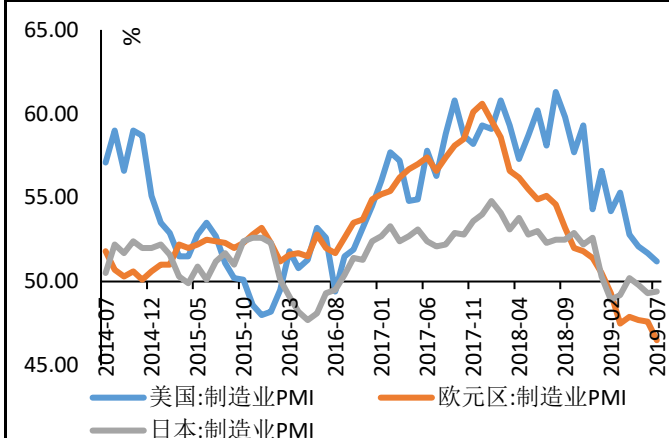
图 8：对主要贸易伙伴出口走势



数据来源：中诚信国际整理

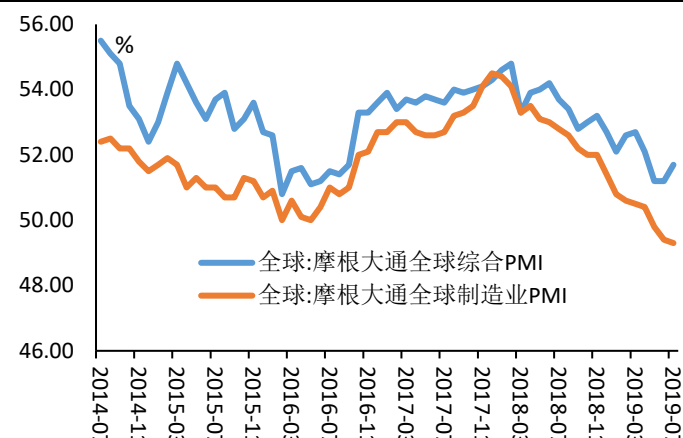
多方面因素影响出口长期下行压力加大，内需疲弱叠加人民币贬值进口难改善。后续来看，8 月初特朗普再度变卦，声称从今年 9 月 1 日起，对从中国进口的 3000 亿美元商品加征 10% 的关税，中国对美出口再度面临压力，不过 8 月 13 日美国对华关税中特定品类的启动推迟到 12 月 15 日，或导致部分产品抢出口，加大出口的波动。7 月份，美欧 PMI 指数延续着下降的趋势，摩根大通全球制造业 PMI 年内持续下降，全球经济低迷不改。8 月 5 日，自 2015 年“811”汇改以来，人民币对美元汇率首次破“7”，人民币的贬值在一定程度上对出口有一定的促进作用；同时在中美贸易摩擦的背景下，我国贸易对象结构有所改变，新兴经济体对我国出口的支撑作用不断提升，能在一定程度上对冲对美出口下降的影响；不过在国内需求低迷的背景下，人民币贬值也增大了进口的负担，在进口持续不振的情况下，进口下行的压力进一步加大。综合来看，在多方面因素影响下，出口短期面临的不确定性加大，不过长期来看下行压力仍较大；不过新兴经济体对我国出口的增速支撑作用不断增强，如果后续新型经济体对出口形成稳定支撑，那么将会在一定程度上对冲对美出口下降的影响，后续出口或将形成新稳态；进口在国内需求低迷以及人民币贬值的背景下，进口增速短期内难有改善。

图 9：美欧 PMI 回落，日本 PMI 回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10：摩根大通全球制造业 PMI 持续回落

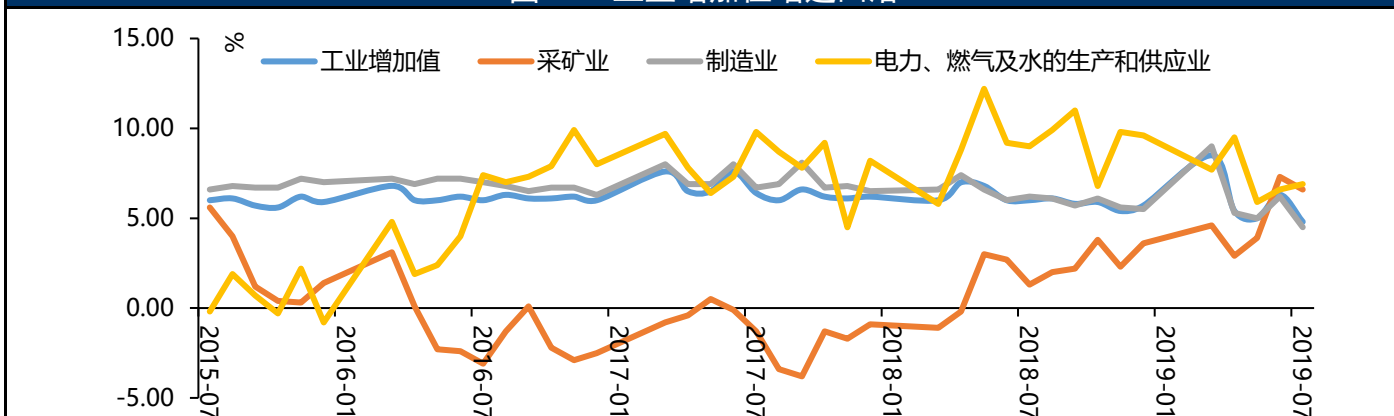


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）二季度季末冲量的滞后效应叠加需求放缓，工业增加值增速回落

需求放缓工业增加值增速回落。7 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.8%，较去年同期回落 1.2 个百分点，较 6 月份回落 1.5 个百分点，需求放缓导致工业增加值回落。分三大门类看，制造业与采矿业回落拖累工业增加值；制造业增加值持续回落，7 月份同比增长 4.5%，较上年回落 1.7 个百分点，较 6 月份回落 1.7 个百分点；采矿业同比增长 6.6%，较 6 月份回落 0.7 个百分点，未能延续连续的回升趋势；电力、燃气和水的生产 7 月份同比增长 6.9%，较上月增速上升 0.3 个百分点连续两个月回升。7 月份工业增加值回落一方面是由于需求持续低迷，另一方面 7 月份工业增加值的大幅下降与 6 月季末冲量有关。如果与 5 月份工业增加值增速相比，7 月份回落幅度较小，从历史数据来看 5、6、7 三个月份的工业增加值，如果 6 月波动较大，那么 7 月将会反向波动。尽管有季节冲量有关，但在需求低迷的背景下，工业增加值下行压力仍较大。

图 11：工业增加值增速回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）CPI 与 PPI 分化加剧，高基数效应下 PPI 由正转负

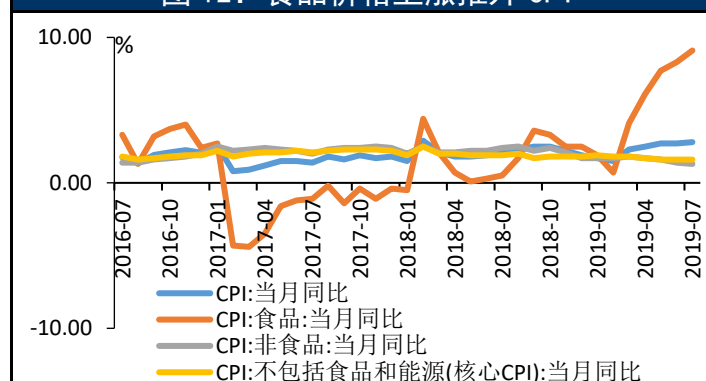
食品价格涨幅进一步走阔，CPI 小幅上升。7 月 CPI 同比上涨 2.8%，较上月小幅上升 0.1 个百分点；其中食品价格仍是支撑 CPI 维持高位的主要因素，鲜果价格同比持续高位以及猪肉价格同比涨幅

持续走高带动食品类价格走阔；非食品价格以及剔除了食品和能源的核心 CPI 同比涨幅为 1.6%，与上月持平。服务类价格同比持平，消费品类同比回升，消费品对 CPI 的支撑不断加强。

需求低迷生产资料价格持续下跌，高基数效应下 PPI 同比跌入负区间。7 月，PPI 同比下降 0.3%，较上月回落 0.3 个百分点。其中，生产资料价格跌幅持续扩大，扩大 0.4 个百分点至-0.7%；生活资料同比上涨 0.8%，回落 0.1 个百分点。高基数效应叠加需求疲弱，煤炭、石油及钢铁价格同比持续回落。7 月欧佩克原油产量为五年来低点，原油供应趋紧，但在当前全球经济低迷背景下，原油需求端不足，国际油价进一步下滑，受此影响石油和天然气开采业同比跌幅进一步扩大，此外整体上游行业均现颓势。

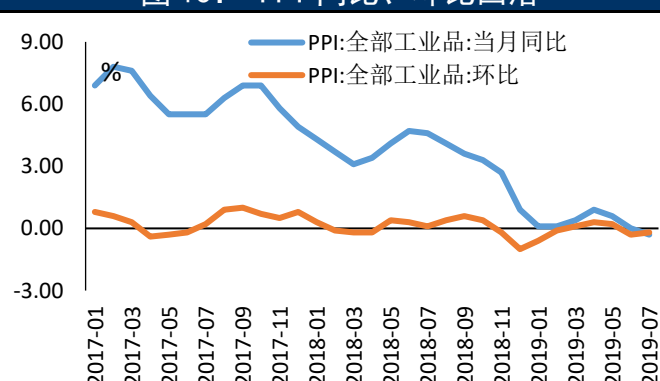
8 月 CPI 或小幅上行，PPI 跌幅或继续小幅走阔。后续从 CPI 来看，当前食品类价格涨幅已超季节性，且 8 月以来部分地区受台风等恶劣天气影响鲜菜鲜果价格或持续上涨，仍将形成对 CPI 的有力支撑；同时，8 月以来伴随中美贸易摩擦再度升级，人民币汇率波动加大，短期贬值压力显现，需关注后续带来的输入性通胀对 CPI 的影响；但考虑到 8 月翘尾走弱叠加基数走高，8 月 CPI 上行幅度或有限。从 PPI 来看，由于全球经济持续低迷，需求仍维持弱势，且受贸易保护主义等多种不确定性因素影响，原油价格上升空间受限；叠加翘尾由正转负，8 月 PPI 同比跌幅或小幅走阔。但值得注意的是，7 月 PMI 出厂价格和原材料价格均大幅上升，一定程度上显示工业品价格并未完全进入下行通道，年内 PPI 同比跌幅或不会大幅走阔，大幅通缩风险较小。

图 12：食品价格上涨推升 CPI



数据来源：中诚信国际整理

图 13：PPI 同比、环比回落



数据来源：中诚信国际整理

（四）供需短期改善，制造业 PMI 暂回升

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_10560

