

经济工作年中对表（一）

政策前瞻：哪些已做？哪些待做？

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315127

Email: tangjun@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨畅

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

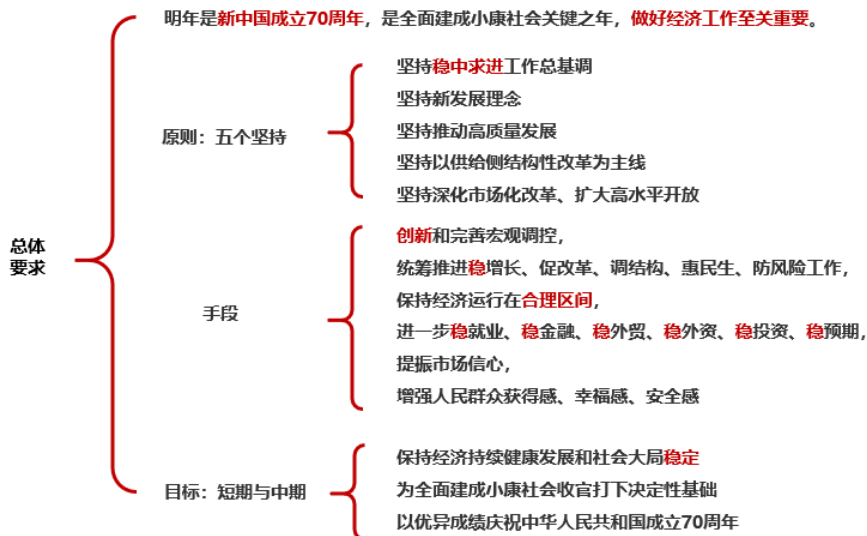
- 主要观点：
- 2019年已步入中段，回顾上年中央经济工作会议，对表相应的工作任务，或许能防止政策分析视角的走偏，并对下半年政策方向进行前瞻，进而摸清下半年的投资机会与市场空间。
- 本篇聚焦“总体要求”部分，结合上半年数据表现，进行如下判断：
- 1、三驾马车及稳外贸方面：2019年一季度与上年一季度相比，内需大幅下降下降了2.5个百分点，而净出口大幅回升了2.1个百分点。由于外部经济形势复杂多变，出口波动性较强，未来政策托底重点仍然是内需，在稳外贸方面，政策着力点更多是降低出口的波动性，并逐步扩大进口。
- 2、稳就业方面：数据稳定，但在失业率下降、工作时间增加的背景下，在整体经济产出并没有明显向上修复，生产效率或许出现了回落。
- 3、稳金融方面：考虑到以“稳”为主，未来对于金融供给侧结构性改革的政策力度或许将更加慎重，防止出现系统性风险和大幅波动，或是政策着力的重点。
- 4、稳外资方面：外商工业企业的经营状况出现改善迹象。预计下半年支持外商企业的政策，有望维持现有力度。
- 5、稳投资方面：基建投资伴随近日印发专项债相关文件，下半年有望修复。但由于工业产能利用率并未上行，且利润增速仍在回落，下半年制造业投资增速难有起色。在商品房销售面积增速尚未见底背景下，若政策仍保持较强战略定力，预计下半年房地产开发投资增速仍有较大可能性下行。综合来看，对基建投资的推动和对制造业投资的拉动，仍为下半年政策发力重点。
- 风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险

内容目录

2018 年中央经济工作会议文件的“总体要求”部分	3 -
对表:	3 -
1、“稳中求进”、“保持经济运行在合理区间”、“保持经济持续健康发展和社会大局稳定”	3 -
2、“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。	5 -
风险提示事件: 政策变动风险, 外部环境波动风险, 经济超预期下行风险	9 -
投资评级说明:	10 -

2018 年中央经济工作会议文件的“总体要求”部分

2018年中央经济工作会议



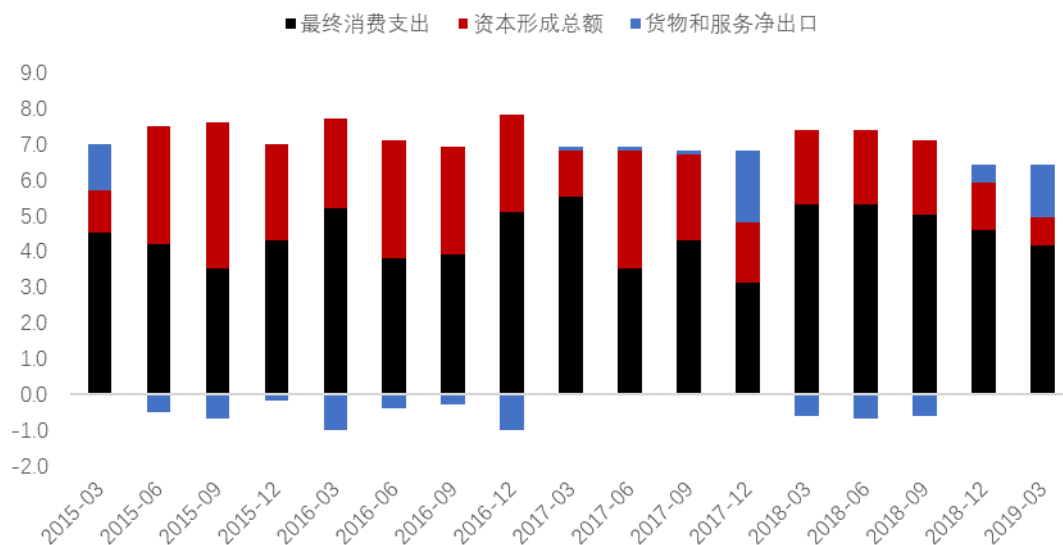
对表：

1、“稳中求进”、“保持经济运行在合理区间”、“保持经济持续健康发展和社会大局稳定”

- 2019 年一季度 GDP 增速 6.4%，连续两个季度保持在 6.4%的水平。经济短期企稳迹象明显。但值得关注的是，2019 年一季度与 2018 年一季度相比，增速回落了 0.4 个百分点，尤其是结构发生了明显变化，最终消费支出和资本形成总额合计增长了 4.9%，较去年同期合计 7.4%的增速，大幅下降了 2.5 个百分点。而净出口在 2018 年一季度同比下降 0.6%，到 2019 年一季度同比增长 1.5%，提升了 2.1 个百分点。

图表 1 三大需求对 GDP 当季同比的拉动

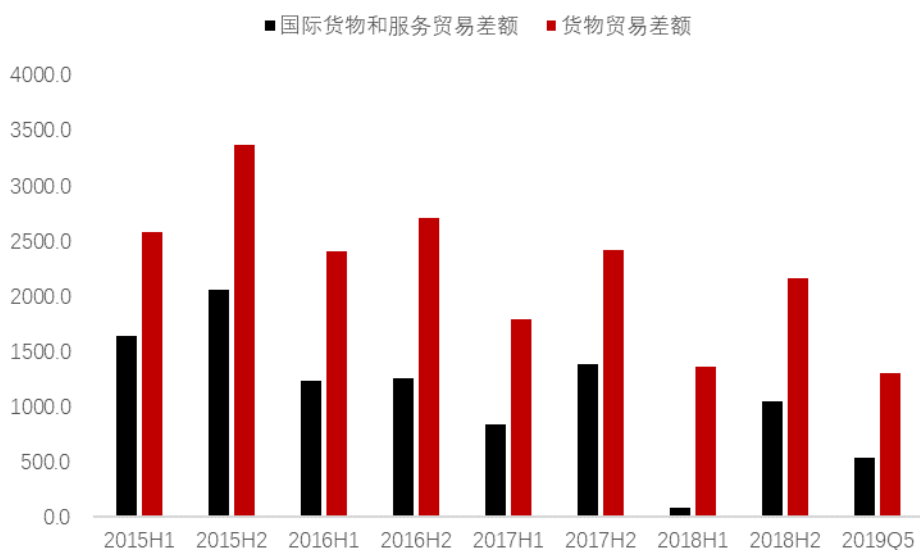
三大需求对GDP当季同比的拉动



资料来源：WIND，中泰证券研究所

- 净出口的回升，的确支撑了短期的经济平稳。但时间拉长，近年来贸易差值有几个明显的特征，首先，货物与服务贸易差值呈现逐年降低的态势，一方面是服务贸易逆差较大，另一方面是货物进口增速明显；其次，上下半年的区别明显，往往下半年的贸易差值要大于上半年。因此，下半年净出口存在走高的可能性，对于 GDP 的增速，仍然有一定的拉动作用。下半年在地方政府专项债发行提速进而拉动投资的背景下，未来经济增速保持在 6-6.5% 区间，仍然是较大可能的事件。由于外部经济形势复杂多变，出口波动性较强，未来政策托底重点仍然是内需，在稳外贸方面，政策着力点更多是降低出口的波动性，并逐步扩大进口。

图表 2 国际货物与服务贸易差额（半年度）

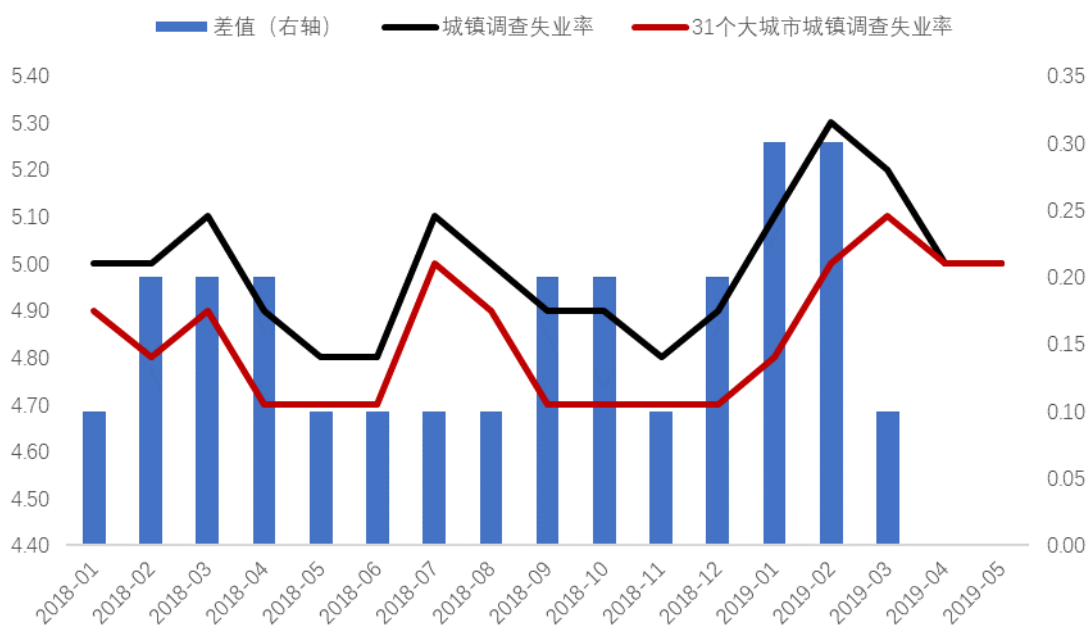


资料来源：WIND，外汇管理局，中泰证券研究所

2、“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。

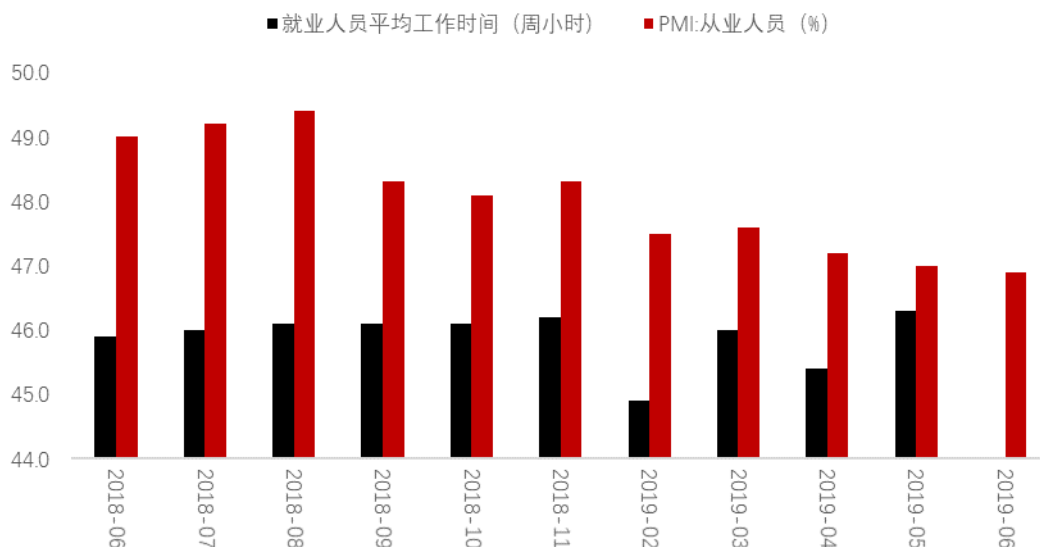
- （1）稳就业：按照政府工作目标的要求，2019 年城镇调查失业率是低于 5.5%，就国家统计局公布的数据来观察，最高值出现在 2019 年 2 月的 5.3%，随后开始回落，表明短期就业压力并不大。城镇调查失业率与 31 个大城市失业率的差值收窄，也大致反映中小城市的就业压力减小。但形成反差的是，国家统计局公布的就业人员平均工作时间出现了增加的迹象，也就是说，在失业率下降、工作时间增加的背景下，在整体经济产出并没有明显向上修复，生产效率或许出现了回落。另外，值得关注的是，2019 年 6 月制造业 PMI 从业人员指数为 46.9，较上月回落 0.1 个百分点，再次录得 2009 年 2 月以来的最低值，表明制造业短期就业压力仍在加大。

图表 3 城镇调查失业率



资料来源：WIND，中泰证券研究所

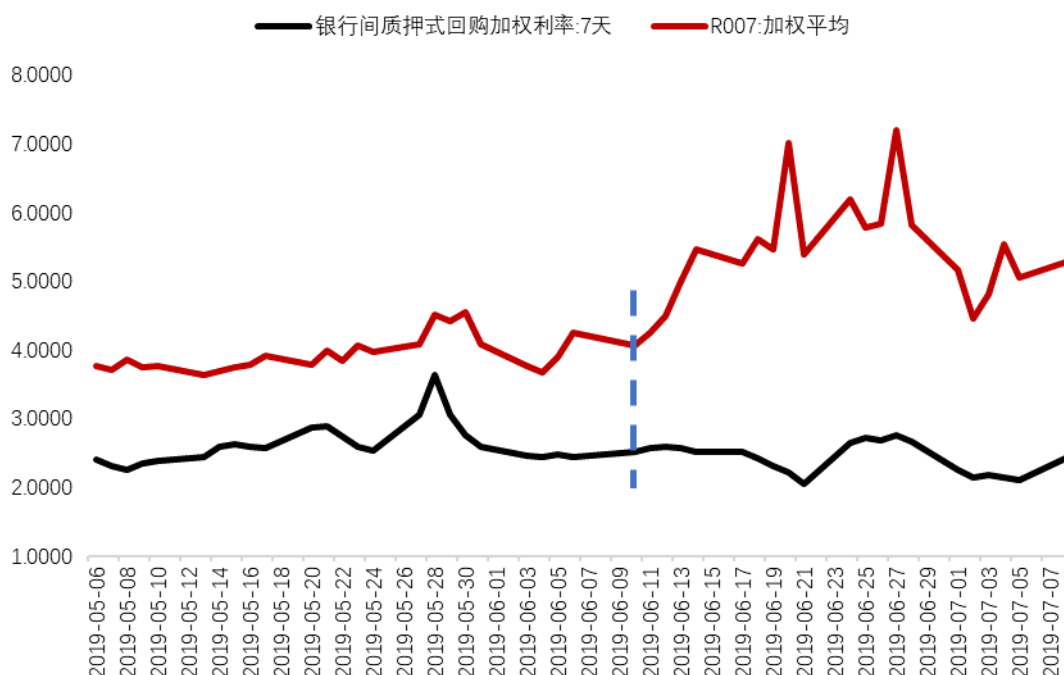
图表 4 就业人员平均工作时间与 PMI 从业人员指数



资料来源：WIND，中泰证券研究所

-
- (2) 稳金融：以某银行为例，在数据表现上，事件发生反映全市场回购利率的 R007 大幅攀升，而银行间回购利率 DR007 出现回落，避险情绪充分显现。从单个事件上观察，不管是个案还是针对某公司治理差的纠偏，或是打破刚兑、针对高风险烂资产高杠杆的清理，对于金融行业的影响都是重要的。但考虑到以“稳”为主，未来对于金融供给侧结构性改革的政策力度或许将更加慎重，防止出现系统性风险和大幅波动，或是政策着力的重点。
-

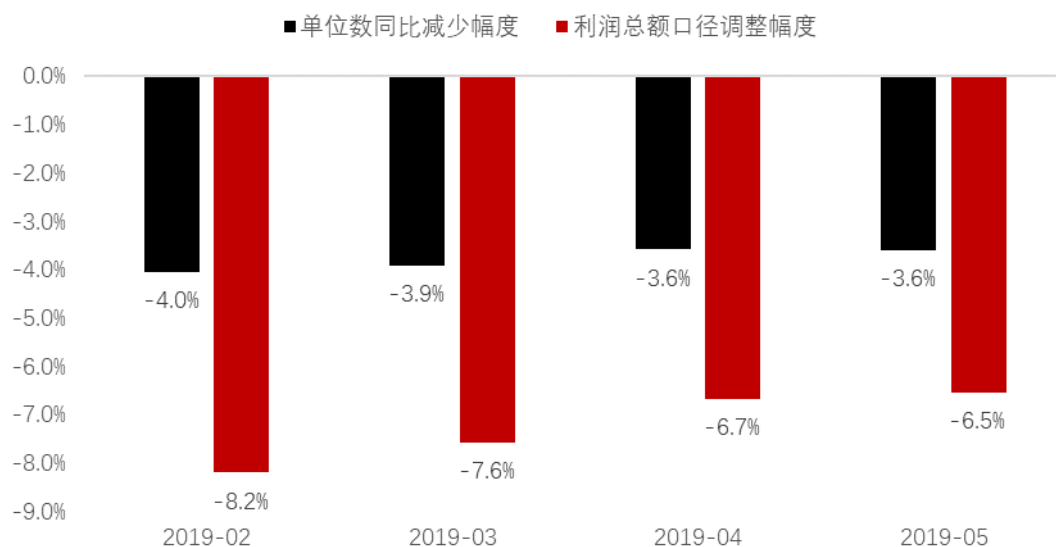
图表 5 R007 与 DR007 走势



资料来源：WIND，中泰证券研究所

-
- (3) 稳外资：今年 3 月 15 日第十三届全国人民代表大会第二次会议通过了《中华人民共和国外商投资法》，目的在于“进一步扩大对外开放，积极促进外商投资，保护外商投资合法权益，规范外商投资管理，推动形成全面开放新格局”。就 2019 年 2-5 月数据观察，外商工业企业经营状况确实改善，根据国家统计局公布的数据计算，外商工业企业单位数同比减少幅度出现了收窄迹象，而根据当月利润累计数折算后，计算利润调整口径，也出现了收窄迹象。可以认为，利润口径的调整由两部分组成，一部分是由于单位数量的减少，导致利润总额的下降，另一部分是由于企业经营状况的恶化，导致利润总额的下降。如果用利润口径调整幅度与单位数减少幅度的差值来反映外商经营状况的话，可以发现，2-5 月外商工业企业的经营状况出现了一定的改善迹象。因此，下半年预计支持外商企业的政策，有望维持现有力度的，进一步观察政策效果。
-

图表 6 外商及港澳台工业企业单位数减少幅度与利润总额口径调整幅度



资料来源：WIND，中泰证券研究所

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_11557

