



市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：经济下行压力仍大 政策效果仍待显现

本期导读：

2019 年在全球经济增速放缓，国际贸易局势紧张的背景下，国内经济内外需求疲弱，投资增速放缓、出口压力较大，经济内生动力不强，下行压力加大。预测 2019 年第二季度经济增速将在 6.3% 的水平。展望 2019 年下半年，中国经济面临最大的冲击是来自于外部的国际贸易和国际金融条件变化，GDP 或将继续降至 6.1%。但 G20 峰会上中美贸易局势传递出缓和迹象，以及宏观逆周期调控政策托底效应的逐步显现，预计明年下半年的经济预期可能将有所好转。

目 录

一、2019 年上半年国内宏观经济运行概况	1
二、2019 年下半年国内宏观经济展望	2
（一）经济增长：预计 2019 年 GDP 增速降至 6.1%	2
（二）三大需求承压，经济存下行压力	6
1. 一季度房地产持续高增，但年中或迎来拐点	6
2. 专项债新政增加有效投资，基建投资成稳增长抓手	7
3. 制造业表现仍疲弱，更大范围减税势在必行	8
（三）消费增速保持平稳，未来料稳中有升	10
（四）出口形势严峻，对外贸易隐忧难解	11
（五）通胀保持温和，PPI 有通缩风险	12
三、宏观政策：货币趋于宽松，财政持续发力	14
（一）财政政策：加大力度减税降费，促进企业增长及居民消费	14
（二）货币政策：保持合理宽松，适时预调微调	15

一、2019 年上半年国内宏观经济运行概况

从领先指标 PMI 来看，中国 6 月官方制造业 PMI 为 49.4，继 5 月份后再次跌破荣枯线，新出口订单持续回落，表明需求放缓。6 月中国官方非制造业 PMI 54.2，比上月回落 0.1 个百分点，表明非制造业继续保扩张态势，但增幅回落。另外，5 月工业增加值继续回落，虽工业增加值疲弱有高基数的影响，但结合制造业 PMI 创下同期新低可以看出，工业生产仍在转弱。其中，电力、汽车、医药、电子等行业增速明显下滑，拖累显著。

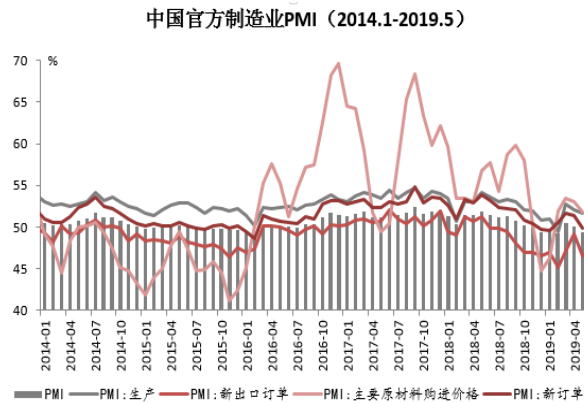
2019 年一季度中国 GDP 增长 6.4%，与 2018 年四季度持平，比上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点。经济增长的三驾马车中，固定资产投资有所下滑，其中房地产投资反弹，基建投资维稳，制造业投资下滑。419 政治局会议重申“房住不炒”，5 月房地产销售增速大幅回落，融资环境受限，料下半年房地产投资将受限。消费增速有所回升，因假期错位及低基数而反弹。进出口方面，受全球经济放缓、中美贸易战升级的影响，出口压力较大。

总体来看，经济下行压力仍大。1-5 月的经济金融数据表明，当前经济内生动力不强，下行压力加大，主要体现在外需回落出口压力大、内需房地产投资迎来拐点等因素。同时，2019 年全球经济增速放缓，且中美贸易紧张局势升级，导致固定资产投资和工业生产增速继续下滑，因此预计二季度经济增长将有所放缓。

社会融资规模稳步回升。当前口径社会融资存量增速从去年 12 月的 9.78%回升至今年 5 月的 10.59%，主要与表外融资收缩力度放缓、债市融资恢复性增长等因素有关。但企业中长期贷款较弱，反映出企业内生性融资需求可能仍较为不足，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有待加强；M2 同比低位徘徊，M1 同比从年初的 0.4%回升至 5 月的 3.4%，基本与企业存款增加相对应，表明企业流动性压力有所好转。

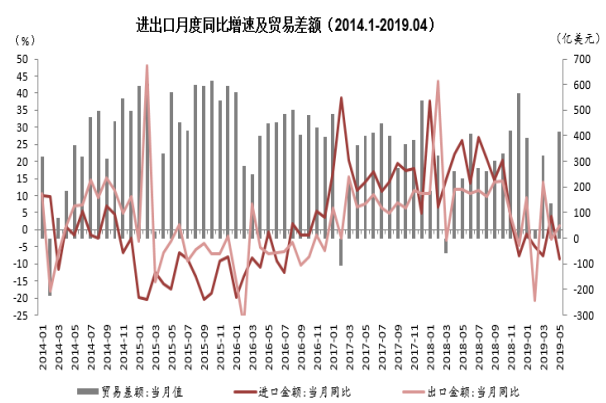
CPI 同比涨幅持续扩大，5 月 CPI 创 15 个月来新高，鲜果及猪肉价格的上涨是带动 5 月 CPI 增长的主要因素，是由于去年苹果和梨减产，今年库存不足，加之今年南方阴雨天气较多，时令鲜果市场供应减少带动价格上涨。5 月 PPI 增速由年初的反弹回落，主要受国际油价下跌，生产需求偏弱以及高基数因素的影响。

图1 5月中国官方制造业PMI



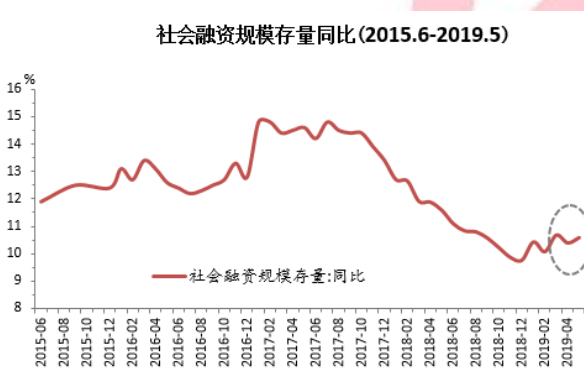
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图2 5月进口同比下降、出口回升、逆差扩大



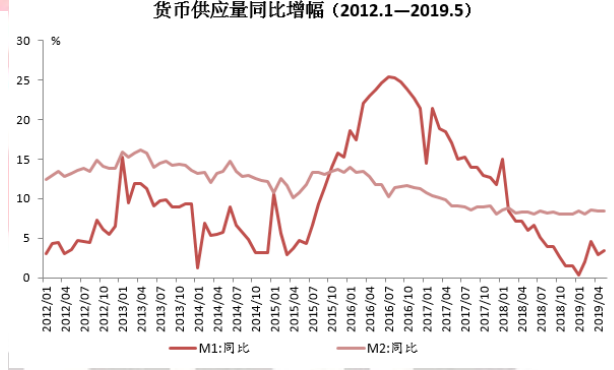
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图3 社融增速稳步回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图4 M1增速回升、M2增速低迷



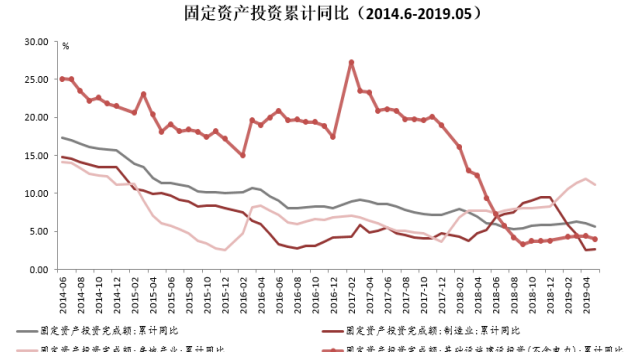
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图5 工业生产趋弱



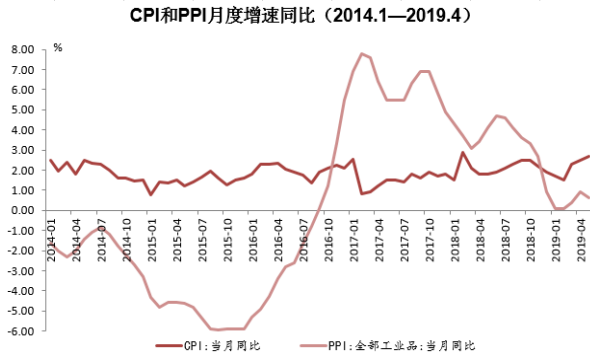
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图6 固定资产投资下滑



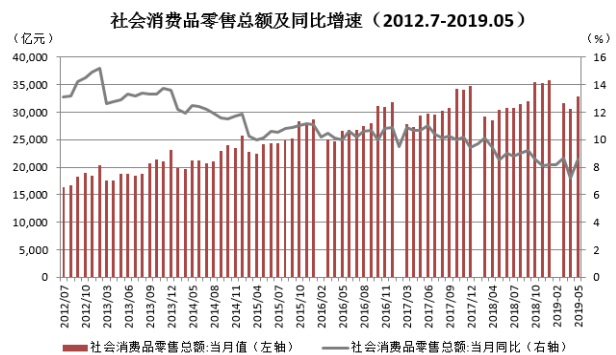
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图7 CPI涨幅扩大、PPI增速反弹回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图8 5月社零增速同比回升



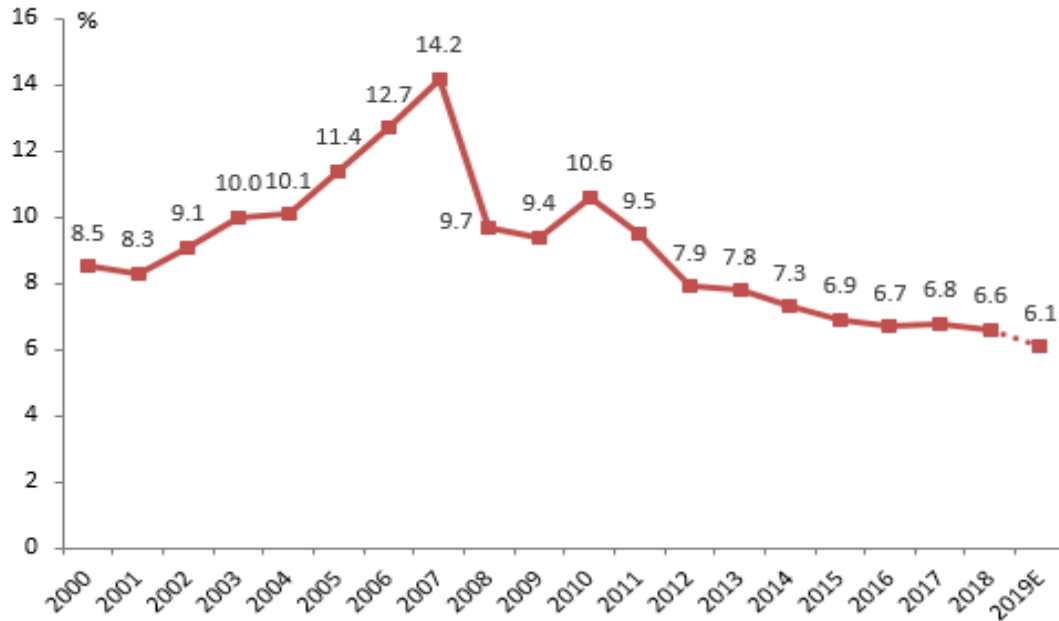
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

二、2019年下半年国内宏观经济展望

（一）经济增长：预计2019年GDP增速将降至6.1%

2019年下半年，中国经济增速仍存在下行压力。一方面，中美贸易紧张局势升级对中国出口增速的影响将逐渐显现出来。虽然数据显示中国5月出口超预期回升，贸易顺差扩大77.9%。但5月出口好于预期是由于“抢出口”效应带来的反弹，企业抢在加征关税前将货物出口，因此造成了5月出口反弹。目前美国占中国外贸总值降至11.7%，但仍是第三大贸易伙伴，若中美贸易局势没有改变，下半年出口将会受到影响。除此之外，5月进口同比的大幅下降也显示了国内需求有所放缓的迹象。另一方面，受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦以及内外需求同步放缓的影响，国内市场信心遭受冲击，固定资产投资和工业生产增速可能继续下滑。此外，419政治局会议重申“房住不炒”，5月房地产销售增速大幅回落，融资环境受限，这意味着房地产投资增速也可能温和回落。在制造业及基建投资增速没有太大改善的情况下，固定投资增速疲软态势难以根本扭转。从消费来看，5月消费受五一假期影响出现了明显的反弹，网上零售占比继续提高，随着6月“稳定汽车消费”等政策出台，汽车消费有望筑底回升，料消费增长将会给经济带来新动力。综合来看，预计二季度的GDP增速将温和降至6.3%。而下半年下行压力将持续强化，虽然中国经济展现出一定的韧性，短期内还需要政策加大力度支撑，因此预计2019年实际GDP增速为6.1%。

图9 2019年中国GDP增速将回落至6.1%左右



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）三大需求承压，经济存下行压力

1. 一季度房地产投资持续高增，但年中或成拐点

2019年上半年我国房地产市场表现超预期，表现出超强的韧性。房地产投资、新开工面积等均有较大回升。但5月份的数据显示房地产投资和销售均回落，在拿地见顶、“房住不炒”以及融资环境受限的背景下，预计房地产景气度或见顶缓慢回落。

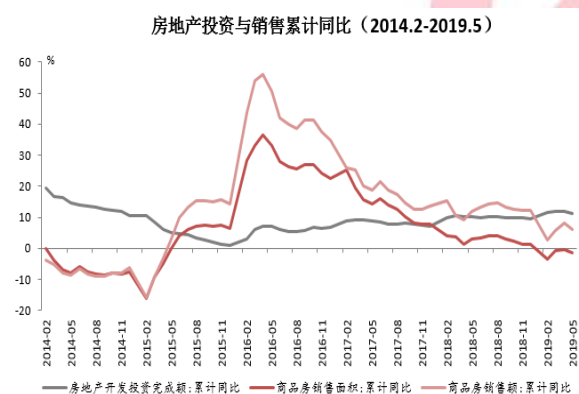
商品房销售面积累计同比增速下滑幅度有所扩大。2019年1-5月商品房销售面积为5.55亿平方米，累计同比增速为-1.6%，下滑幅度较前四个月扩大了1.3个百分点；1-5月商品房销售额5.18万亿元，累计同比增长6.1%，增速较前四个月收窄了2个百分点。在去年5月份高基数的影响下，今年5月单月的销售面积增速为-5.5%，为年内单月销售面积增速的低点。商品房销售面积回落主要是受信贷政策在5月份开始有所收紧以及三四线城市销售情况进一步恶化的影响。一季度地产超预期的表现逐渐引起监管层的注意，信贷政策在5月份开始有所收紧，涉及暂停部分拿地激进房企融资、部分城市调升房贷利率等。4月19日政治局会议上重申“房住不炒”总基调对销售情况的影响会有一定延续，预计6月份累计销售面积增速下滑趋势或将扩大。

房企融资端阶段性收紧，预计房地产投资增速将缓慢下行。受5月份监管部门出台房企融资监

管政策影响，房企到位资金增速从高位开始回落。1-5月房地产开发企业到位资金6.67万亿元，同比增长7.6%，增速较前四个月回落了1.3个百分点。除了国内贷款增速继续提升外，房企其它资金来源增速均有所下降，其中利用外资累计同比增速下滑幅度最大。从投资来看，2019年1-5月房地产投资增速达到11.2%，较前四个月回落了0.7个百分点。房地产投资虽回落但仍在高位，主要由于施工面积增速较高，从而带动建安费用增加，对开发投资形成支撑。

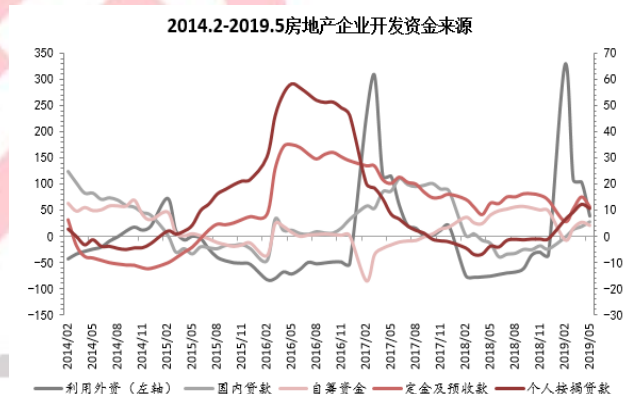
总体来说，由于一季度房地产市场回暖力度过大，部分城市出现过热现象，导致5月以来监管部门再度强调“房住不炒”和“调控不放松”的总基调，房地产融资环境受到一定限制，叠加地产销售面积下滑，预计6月份地产投资增速仍将缓慢下行。但随着整个宏观经济下行压力逐步加大，未来存在政策调控再度边际放松，地产投资及销售面积增速有再度好转的可能。

图10 房地产销售面积、销售额累计同比下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图11 房企融资阶段性收紧



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

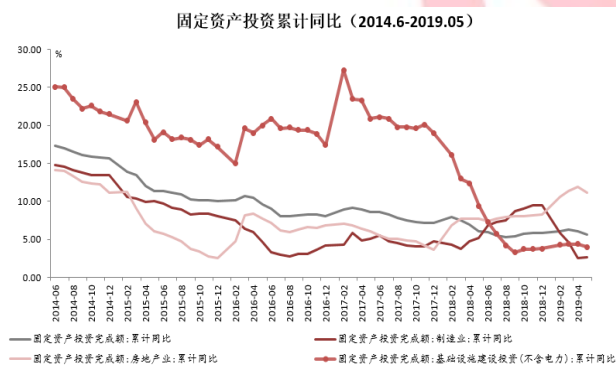
2. 专项债新政增加有效投资，基建投资成稳增长抓手

5月基建投资增速小幅回落至4.0%，虽然今年以来财政支出进度较快，但影子银行融资萎缩、政府举债全面规范，仍对基建投资形成制约，1-5月基建投资增速基本呈现弱企稳态势。不过，近期新公布的专项债新政有望助力基建投资增速回升。6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，通知允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持，充分发挥基建投资稳增长的作用。6月19日召开的国务院常务会议，提出加快改造城镇老旧小区，在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。

近期的一系列政策重点聚焦于“旧改”，根据国务院参事仇保兴的初步估算，我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上，这能够有效起到“稳投资”的作用。另外，“旧改”能够通过补齐幼儿园，小超市等短缺的服务设施消除居民的消费障碍，另一方面也能够开拓幼儿消费、银发消费、节能减排等新消费模式，持续有效地促进国民消费增长。更重要的是，与传统“铁公基”投资项不同的是，老旧小区改造项目投资周期很短（一般半年内完成）、边际效益明显、资金周转很快、能迅速转化为消费能力。

目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，“旧改”有助于抑制改善性购房需求的过快增长，遏制房地产粗放开发以及平衡市场供给。此次旧改接棒棚改，可以看出两者都是在经济下行压力增大的情况下，结合人民生活实际需求，找到的稳经济政策精准切入点。预计下半年基建投资在稳定的基础上能看到一定的回升。

图 12 5 月基建投资弱企稳 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3. 制造业表现仍疲弱，更大范围减税势在必行

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_11581

