



经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水

— 2019 年中期国内宏观经济展望

2019 年 6 月 26 日

分析师:

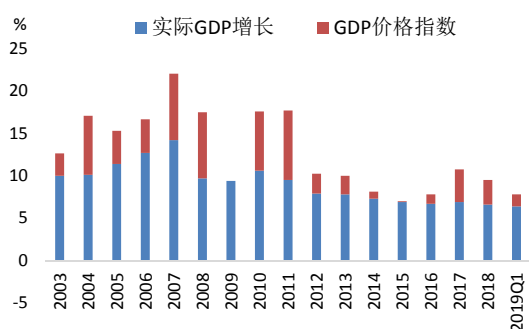
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

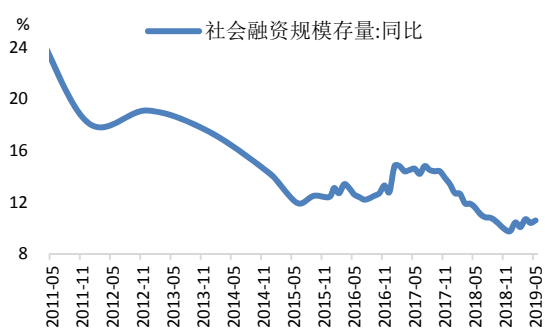
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



社融



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总温和 利润分配转移—2019 年通胀形势展望》
3. 《数据逐步回归常态 政策仍需保持定力—4 月宏观经济数据点评》
4. 《PMI 超预期回落 内外需均偏弱—5 月 PMI 数据点评》

内容提要:

全球经济增长景气度趋于回落,多数国家复苏呈现不同程度的放缓。未来的风险点或来自于贸易争端的不确定性、英国脱欧、部分国家主权债务风险、地缘政治升温等。

上半年国内经济总体平稳,但由于错期及贸易争端升温等因素导致节奏发生变化,部分数据短期波动加大,市场预期也由此经历了谨慎-较为乐观-中性甚至重回谨慎的过程。同时,4-5 月宏观经济数据与 5 月以来的中观高频数据显示经济增长并不如信贷、社融等数据显现出来的光鲜,经济仍有下行压力。未来,经济数据将向常态回归,在面临内外双重压力的情况下,政策仍需保持定力,在稳增长上发力的同时平衡好调结构与内外均衡的关系。

近期 CPI 趋升,市场对通胀或滞胀的预期上升。不过,推动 CPI 的主要因素在于食品价格受短中期因素冲击出现超季节性上涨,但非食品价格持续走弱意味着需求仍然偏弱。在经济仍有下行压力、需求不旺的背景下,通胀难有显著提升可能,下半年工业领域甚至面临通缩风险。

考虑到 1 季度杠杆率上升较快,未来在把握好结构性去杠杆节奏的同时,货币政策保持稳健,不排除在财政支出放缓的情况下重现略松的可能性。但更重要的是,疏通政策传导机制优先于刺激,解决好流动性分层问题,支持好中小企业与民营企业才是关键。

风险提示: 通胀超预期,经济增速超预期下行,贸易摩擦升温,美联储降息节奏过快,地缘政治升温,海外黑天鹅风险等。

目录

一、世界经济：复苏放缓，比差模式开启	3
1、世界经济：下行风险上升	3
2、美国：表现相对较好，但部分指标趋于回落	3
3、欧元区：不确定性较大	5
4、日本：经济走弱、通胀低迷	7
二、国内经济：仍有下行风险，企稳基础仍需夯实	8
1、经济增速走稳但后劲稍显不足	8
2、制造业 PMI 表现较弱	10
3、供给增速趋于回落	11
4、整体投资相对稳定，三大投资表现各不相同	11
5、政策对消费的提振作用尚不显著	15
6、出口或向均值回归，净出口对 GDP 较大贡献难以持续	15
7、就业压力不减	17
8、负债率再度回升	18
9、债务违约问题仍然值得重视	19
10、通胀温和，关注 GDP 平减指数	20
三、政策保持定力，进一步疏通传导机制	22
1、货币政策继续保持稳健	23
2、关注积极财政政策后劲	25
3、放水与否不是关键，首要是解决传导机制问题	26
四、主要经济指标预测	27

图表目录

图 1：IMF4 月下调 2019 年全球经济增长预测 0.2%	3
图 2：全球制造业复苏动力减弱	3
图 3：净出口对 1 季度美国经济贡献较大	4
图 4：美国失业率降至近 50 年以来最低	4
图 5：美国制造业 PMI 趋于下行	4
图 6：美国核心 PCE 物价在 1.5% 左右徘徊	4
图 7：市场对未来美联储议息会议的利率调整预期（6 月 26 日）	5
图 8：特朗普支持率仍在高位	5
图 9：欧元区经济复苏力度偏弱	6
图 10：欧元区制造业景气高点已过	6
图 11：欧洲主要国家制造业景气度见顶回落	7
图 12：欧元区投资者信心回落较多	7
图 13：1 季度日本净出口支撑 GDP 小幅上升	8
图 14：日本出口连续 6 个月负增长	8

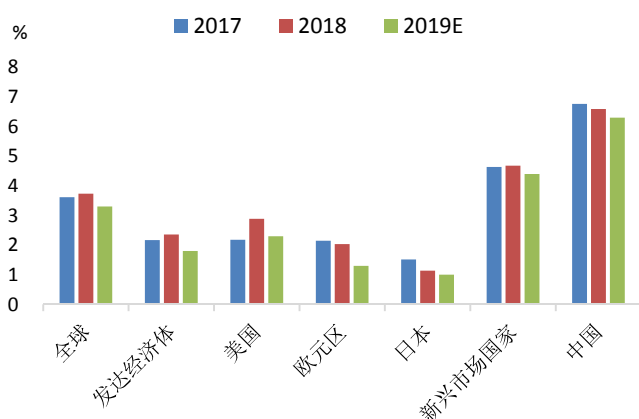
图 15: 2019 年 1 季度财政支出前移且力度较大	9
图 16: 存量社融增速有所恢复	9
图 17: 2019 年 1 季度人民币贷款投放较多	10
图 18: 名义 GDP 增速持续回落	10
图 19: 制造业 PMI 先升后降	10
图 20: 近期制造业 PMI 偏弱势	10
图 21: 4 月以来发电周耗煤量同比持续减少	11
图 22: 工业企业利润持续负增长不利于企业再投资	11
图 23: 三大投资中房地产投资表现较好	12
图 24: 实际固定资产投资增速有所回升	12
图 25: 基建投资增长低于预期	13
图 26: 民间投资增速趋缓	13
图 27: 房地产新开工增速回升对冲土地购置费下降	14
图 28: 土地购置面积同比大幅下行	14
图 29: 商品房销售趋于放缓	14
图 30: 房地产开发资金中其他资金同比仍然较高	14
图 31: 1 季度上市房企货币资金同比增速回升	14
图 32: 房企海外融资规模持续增加	14
图 33: 政策对消费的提振作用尚不显著	15
图 34: 年初以来黄金周消费增速低于去年同期	15
图 35: 近期再现衰退型顺差	16
图 36: 2019 年 1 季度净出口对实际 GDP 贡献较多	16
图 37: PMI 就业指标持续回落	18
图 38: 2019 年就业压力增大	18
图 39: 1 季度实体部门杠杆率再度上升	19
图 40: 民营工业企业杠杆率接近国有国有企业	19
图 41: 2019 年前 5 个月违约规模不减	20
图 42: 经济发达地区债券违约只数与规模上升	20
图 43: 债券违约主要行业中制造业居多	20
图 44: 食品价格走势强与非食品价格疲弱共存	22
图 45: 下半年工业领域面临通缩 (6-12 月为预测值)	22
图 46: R007 回落至近几年低位	24
图 47: 银行体系流动性总体充裕	24
图 48: 贷款需求有所回落	25
图 49: 小型企业融资需求旺盛但资金供给尚缺	25
图 50: 3 季度有大量 MLF 到期需要对冲	27
图 51: 2019 年 4-5 月 PSL 投放大幅放缓	27
表 1: 2018 与 2019 年 1-5 月新增贷款对比 (单位: 亿元)	9
表 2: 2019 年国内主要经济指标预测	27

一、世界经济：复苏放缓，比差模式开启

1、世界经济：下行风险上升

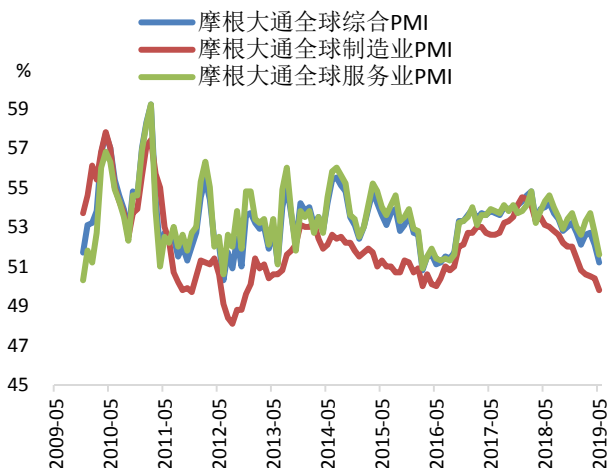
全球经济增长景气度趋于回落，多数国家复苏呈现不同程度的放缓。为此，一些国际机构持续下调全球经济增长预期，其中 IMF 自 2018 年 10 月以来连续 3 次下调全球经济增长预估（3.9%→3.7%→3.5%→3.3%），WTO 则自 2018 年 9 月以来连续 2 次下调全球贸易增长预估（4.0%→3.7%→2.6%），均反映出全球经济增长面临下行风险。IMF 在 2019 年 4 月发布的报告中指出，尽管 3.3% 的全球扩张仍处于合理水平，但很多国家的经济前景仍极具挑战性，短期内将面临重大不确定性，尤其是随着发达经济体增速趋同于适中的长期潜在水平。未来的风险点或来自于贸易争端的不确定性、英国脱欧、部分国家主权债务风险、地缘政治升温等。

图 1：IMF4 月下调 2019 年全球经济增长预测 0.2%



资料来源：IMF，国开证券研究部

图 2：全球制造业复苏动力减弱



资料来源：Wind，国开证券研究部

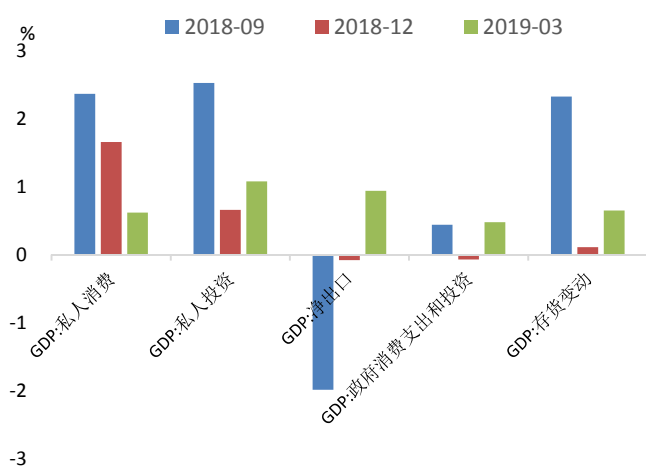
2、美国：表现相对较好，但部分指标趋于回落

美国经济仍然是发达经济体中表现最好的。其中，1 季度实际 GDP 环比折年（终值，下同）增长 3.1%，高出 2018 年同期 0.9 个百分点；4-5 月失业率均为 3.6%，为 1970 年以来最佳；3-6 月密歇根大学消费者信心指数稳定在 98 左右，为 2004 年以来高位。

不过，在上述较好的数据背后仍然存在隐忧。第一，其 1 季度数据中净出口（0.94%）与存货（0.55%）合计贡献 1.49 个百分点，两者皆不具有持续性。从此前 21 个季度数据看，净出口仅有 4 个季度正向拉动 GDP，除去 2018 年 2 季度（中美互加关税前）拉动 1.22 个百分点外，其他季度贡献均低于 0.3 个百分点。第二，具有一定领先意义的制造业 PMI 趋

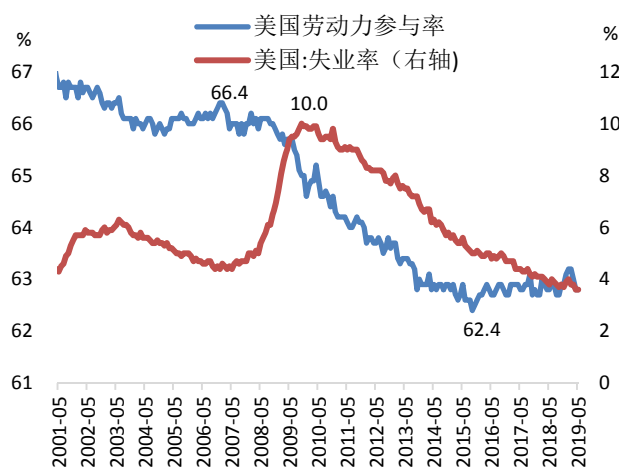
于回落。1-5月ISM发布的制造业PMI指数平均水平为54.2%，为近3年最低，分别较2017、2018年同期回落1.9、4.8个百分点；5月PMI环比回落0.7个百分点至52.1%，为近31个月最低。第三，进入2季度后部分数据走低，市场机构预期回落。其中，4月制造业新增订单同比增长0.6%，为年初以来最低；工业产出环比下降0.5%，前4个月中有3个月出现下降。未来，全球增长放缓，美国国内减税红利减弱，若再叠加贸易争端升级，美国经济回落概率较大。为此，多家机构下调了美国2季度增长预估，其中美国亚特兰大联储的预测模型下调0.5个百分点至1.1%；牛津经济研究院则下调0.1个百分点至1.6%。

图3：净出口对1季度美国经济贡献较大



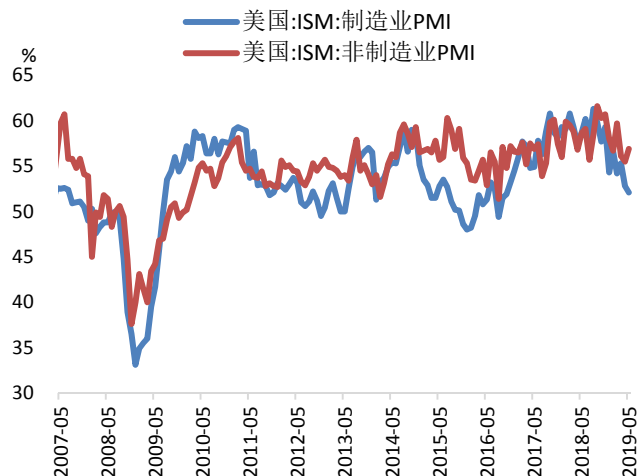
资料来源：Wind，国开证券研究部

图4：美国失业率降至近50年以来最低



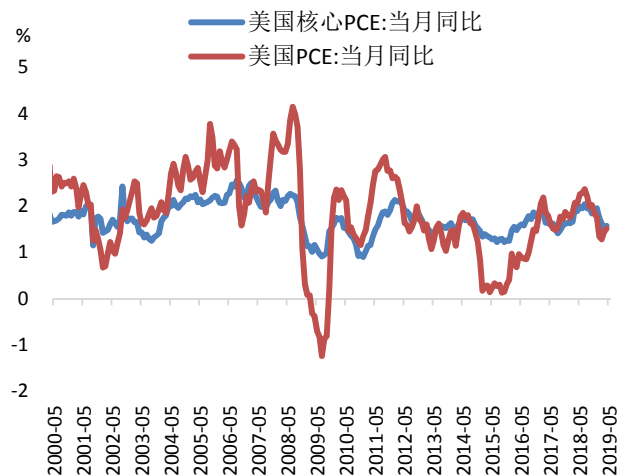
资料来源：Wind，国开证券研究部

图5：美国制造业PMI趋于下行



资料来源：Wind，国开证券研究部

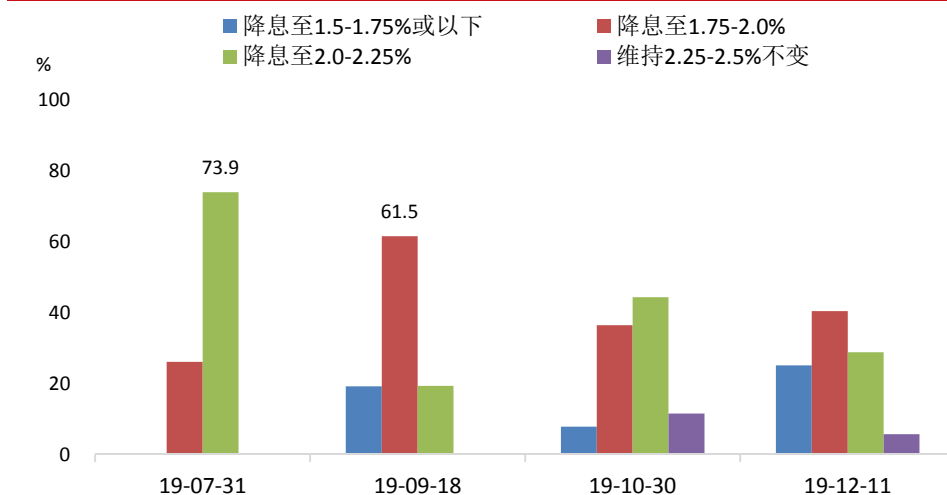
图6：美国核心PCE物价在1.5%左右徘徊



资料来源：Wind，国开证券研究部

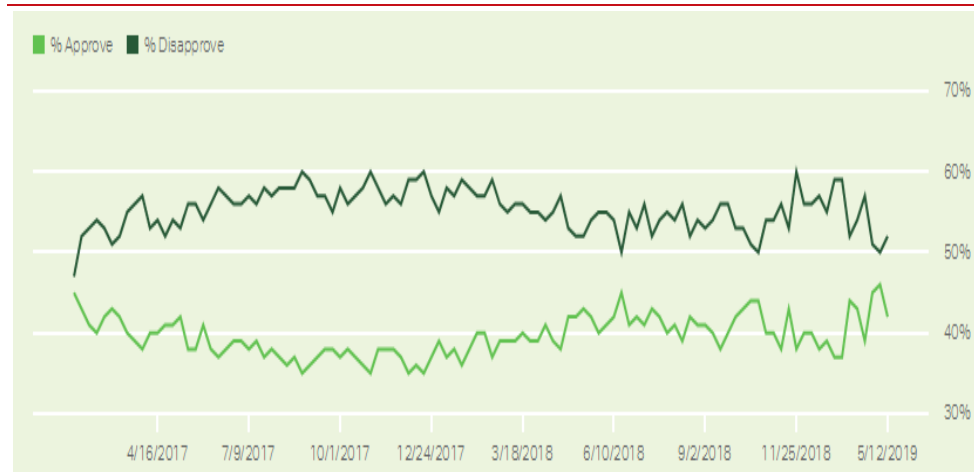
美联储暂停加息并进入观察期。2018 年底市场预期 2019 年美联储还将加息 2-3 次，如今已是暂停加息，甚至有降息预期，中性情况下我们预计年内美联储大概率降息 1 次，未来需继续观察经济、通胀与就业情况。从 6 月 26 日美国联邦基金利率期货交易隐含价格来看，美联储或在 7 月降息 1 次，年内剩余时间还存有 1 次降息可能。

图 7：市场对未来美联储议息会议的利率调整预期（6 月 26 日）



资料来源：CME、国开证券研究部

图 8：特朗普支持率仍在高位



资料来源：Gallup、国开证券研究部

3、欧元区：不确定性较大

在经历了 2018 年的低迷之后，欧元区经济 2019 年开年以来稍有起色。欧元区 1 季度 GDP 环比增长 0.4%，增幅高于 2018 年 4 季度（0.2%）及 3 季度（0.1%）；同比增长 1.2%，好于市场预期（1.1%），增幅持平于 2018 年 4 季度。其中，德国 1 季度 GDP 环比增长 0.4%，好于 2018 年 3 季度（-0.2%）与 4 季度（零增长）；法国环比增长 0.3%，稍低于 2018 年 4 季

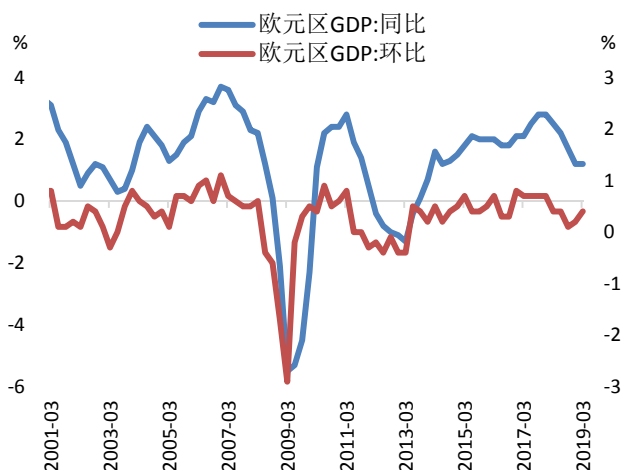
度(0.4%);意大利结束了此前2个季度的负增长,环比增长0.2%;西班牙较好,环比增长0.7%。

不过,从近期欧洲主要国家的PMI情况看,前景仍不乐观。德、英、法、意、西主要国家里,仅有法国和西班牙制造业PMI略高于50%。其中,德国1-5月持续低于50%,3-5月更是在44%左右徘徊,5月较2018年同期大幅下滑12.6个百分点;5月其他4个国家均较2018年同期回落4个百分点左右。同时,在上述5个国家中,仅有意大利4-5月均值高于1季度,其他4个国家则出现不同程度回落。

与上轮欧债危机欧猪5国(PIIGS)拖累欧洲不同的是,欧洲经济自2018年开始的下行从内部看更多的是由核心国家放缓所致。尤其是德国,其占欧元区(19国)比重接近30%,但自2018年1季度起增速趋于放缓,剔除当年2季度同比因为基数原因大涨外(当季环比零增长),连续几个季度增速在1.5%之下。在全球经济放缓的大背景下,德国工业产出及出口趋于收缩,前者自2018年8月至2019年3月的8个月中有7个月同比负增长,后者自2018年9月至2019年3月的7个月中有6个月负增长,均凸显出德国经济增长的疲态。

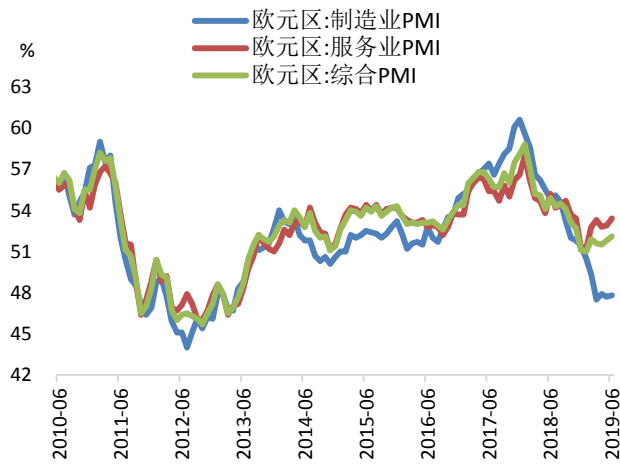
未来,全球经济与外贸增速放缓、英国“脱欧”存有不不确定性以及内部民粹主义等问题,将持续影响欧洲经济。

图 9: 欧元区经济复苏力度偏弱



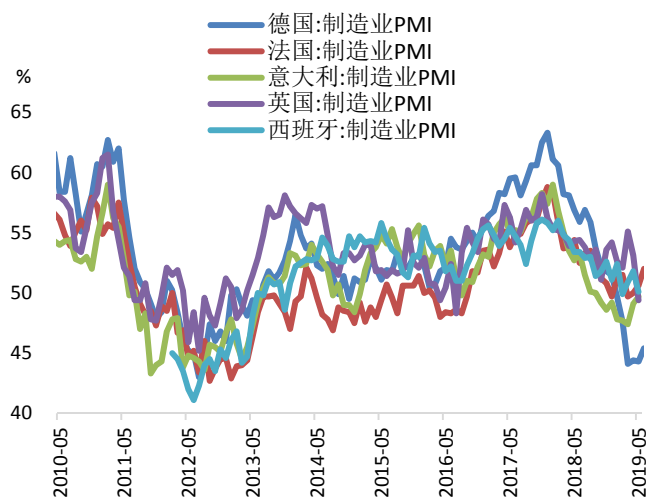
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 欧元区制造业景气高点已过



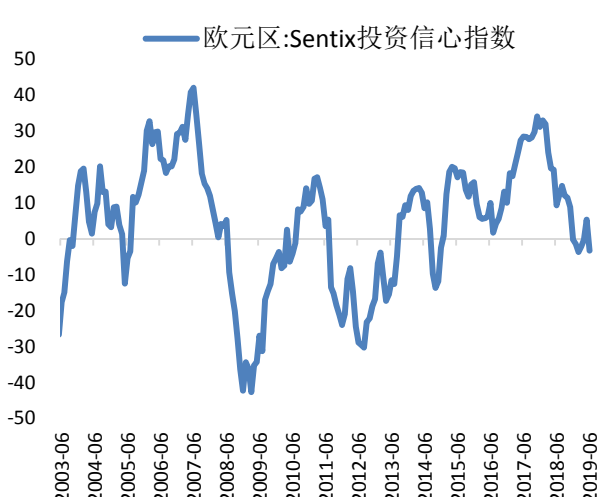
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 11: 欧洲主要国家制造业景气度见顶回落



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 欧元区投资者信心回落较多



资料来源: Wind, 国开证券研究部

4、日本: 经济走弱、通胀低迷

经济有所恢复但难掩问题。日本 1 季度 GDP 环比折年增长 2.1%，为近 3 个季度最高；同比增长 0.8%，亦为近 3 个季度最高，近 16 个季度保持正增长。不过，在看似较好的 GDP 数据背后，问题也是很明显的。第一，1 季度同比增长 0.8%，是在 2018 年同期基数较弱的情况下取得，且低于当期 0.5 个百分点。第二，1 季度净出口拉动实际 GDP（环比）0.4 个百分点，其中出口金额环比下降 2.4%，创 2015 年 3 季度以来最大降幅，进口环比下降 4.6%，创 2009 年 2 季度以来最大降幅，而正是因为进口下跌速度较出口更快导致净出口贡献为正，从而在很大程度上拉动了日本 GDP。全球经济、外贸增速放缓对日本出口影响明显，2018 年 12 月以来已经连续 6 个月同比负增长。第三，日本国内需求仅拉动 GDP（环比）0.1 个百分点，其中私人消费环比下降 0.1 个百分点，企业设备投资环比下降 0.3 个百分点，内需疲软、经济前期不明朗导致私人削减消费，企业投资意愿亦有所下降。此外，近期日本政府官员茂木敏充表示，政

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_11756

