

中国经济金融展望报告

2019 年第 3 季度（总第 39 期）

报告日期：2019 年 6 月 26 日

要点

●上半年，中国经济发展的外部环境面临更多更大的不确定性。但在“六稳”等政策作用下，经济运行总体平稳，呈现增长放缓、通胀上行、就业稳定和收支平衡性增强四大特点。预计二季度 GDP 增长 6.2% 左右，比一季度小幅放缓。

●下半年，中美贸易摩擦充满变数、中美互加关税的实质影响将持续显现，全球经济大概率减速，主要经济体货币政策开始转向。国内地方政府债务风险凸现，近期一些中小银行的信用风险、流动性风险引起了市场的高度关注，中小民营企业债务违约事件仍有发生。“六稳”政策料将加快实施，加上低基数因素，预计中国经济将在三季度企稳，全年 GDP 增长 6.4% 左右。

●本轮经济下行是内因（新旧动能转换）和外因（全球经济减速、中美贸易摩擦）共同导致的。政策取向方面：一是财政政策应加力增效，但需解决财政可持续性；二是货币政策继续发挥逆周期调节作用，降息应成为重要选项；三是推进供给侧结构性改革，增强市场活力和信心；四是坚持因城施策，防止房地产市场大起大落；五是千方百计消除非经济因素对经济金融的冲击。

中国经济季度增长走势图



中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

成员：李佩珈

梁婧

范若滢

李赫

鄂志寰（中银香港）

王卫（中银国际）

瞿亢（伦敦分行）

张翔（中银基金）

徐阳（中银基金）

杨雷（中银基金）

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com

应对外部冲击和动力切换需要加大逆周期调节

——中国银行中国经济金融展望报告（2019 年第 3 季度）

上半年，中国经济发展的外部环境面临更多更大的不确定性。但在“六稳”等政策作用下，经济运行总体平稳，呈现增长放缓、通胀上行、就业稳定和国际收支平衡性增强四大特点。预计二季度 GDP 增长 6.2% 左右，比一季度小幅放缓。下半年，中美贸易摩擦充满变数、中美互加关税的实质影响将持续显现，全球经济大概率减速，主要经济体货币政策开始转向。国内地方政府债务风险凸现，近期一些中小银行的信用风险、流动性风险引起了市场高度关注，中小民营企业债务违约事件仍有发生。“六稳”政策料将加快实施，加上低基数因素，预计中国经济将在三季度企稳，全年 GDP 增长 6.4% 左右。本轮经济下行是内因（新旧动能转换）和外因（全球经济减速、中美贸易摩擦）共同导致的。政策取向方面：一是财政政策应加力增效，但需解决财政可持续性；二是货币政策继续发挥逆周期调节作用，降息应成为重要选项；三是推进供给侧结构性改革，增强市场活力和信心；四是坚持因城施策，防止房地产市场大起大落；五是千方百计消除非经济因素对经济金融的冲击。

一、2019 年上半年经济形势回顾与下半年展望

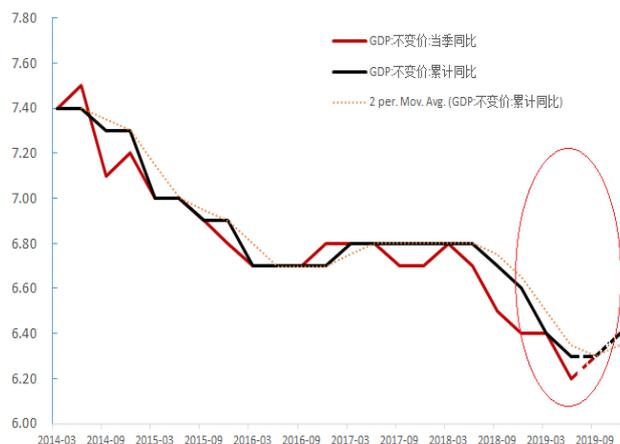
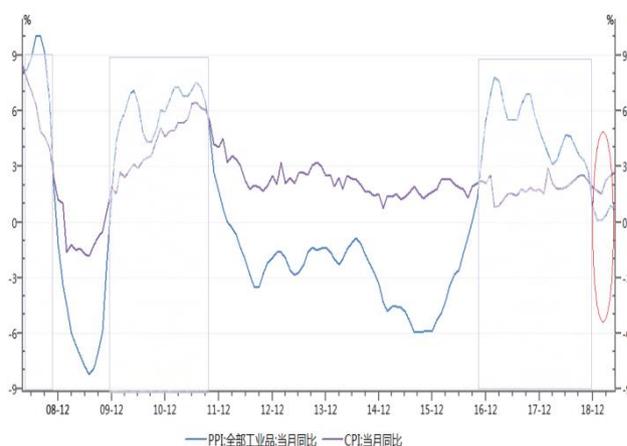
（一）上半年经济形势回顾：开局良好但近期出现反复

上半年，中国经济发展的外部环境面临更多更大的不确定性，一些国家抢着关税“大棒”在全球各地追求所谓的“公平贸易”，贸易摩擦此起彼伏，全球产业链、价值链和供应链遭受重创，世界贸易哀鸿遍野¹。但在“六稳”等政策作用下，中国经济运行总体平稳，呈现增长放缓、通胀上行、就业稳定和国际收支平衡

¹ 据 WTO 统计，今年一季度，在全球主要经济体中，除了美国（1.5%）、中国（1.4%）的出口实现小幅增长外，法国（-2.6%）、德国（-5.5%）、意大利（-5.8%）、英国（-2.9%）、日本（-5.8%）、韩国（-8.2%）等国家出口均为负增长。

性增强四大特点。一是经济增长稳中趋降，内需较为稳定但外需大减。一季度 GDP 增长 6.4%，好于市场预期。但进入 4、5 月份以来，受中美贸易摩擦升级、全球经济减速、政策有所收紧和市场预期改变等因素的影响，中国经济景气再度回落，下行压力增大，预计二季度 GDP 增长 6.2% 左右，低于一季度 6.4% 的增长。与上年需求减弱但供给较好不同，今年上半年供给和需求呈同步放缓态势。从供给端看，工业、服务业和农业三大产业齐放缓；从需求端看，消费和投资增长小幅放缓，而出口减速比较明显。二是就业状况总体稳定，城镇调查失业率小幅上升。前 5 个月，城镇新增就业人数 597 万人，比去年同期减少了 16 万人。城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率均有上升，5 月份均为 5%。三是通胀小幅回升，PPI 和 CPI 负“剪刀差”扩大。前 5 个月 CPI 累计上涨 2.2%，涨幅同比扩大 0.2 个百分点。据测算，在前 5 个月 CPI 上涨 2.2% 中，翘尾因素为 1.5% 左右，新涨价因素为 0.7% 左右。食品价格上涨是 CPI 抬升的主因，前 5 个月拉动 CPI 上涨 2.17 个百分点。与 CPI 不断走高相反，受需求减弱和高基数的影响，PPI 涨幅明显收窄，前 5 个月累计仅上涨 0.4%，同比放缓 3.3 个百分点。PPI 和 CPI 的“剪刀差”²由去年 5 月份的正 2.3% 变为今年 5 月的负 2.1%，也印证了宏观经济景气处在下行通道。四是国际收支平衡性持续提高，经常项目和资本项目出现分化。一季度，国际收支总差额占 GDP 的比重降为 0.32%，比去年同期回落 1.76 个百分点。经常项目差额占 GDP 的比重由 2018 年一季度的 -1.1% 提高到 1.85%，扭转了 1998 年以来持续下降的态势；资本和金融账户差额占 GDP 的比重由上年一季度的 3.17% 转变为 -1.54%。前 5 个月，贸易顺差累计为 1304.7 亿美元，比去年同期增加了 361 亿美元。

² 根据经验，PPI 与 CPI 涨幅之差即“剪刀差”是预判经济景气很重要的参考指标，如果其为正，表明经济景气在回升，反之，则经济景气在回落。这从经济学原理上也容易得到解释，每当经济景气上升，生产、投资、消费等经济活动扩张，对能源原材料需求增大，进而导致 PPI 短期爬升且超过 CPI 涨幅，此时“剪刀差”就为正。反之则反是。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

图 2：PPI 和 CPI“剪刀差”转负


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

对于当前和未来的中国经济形势，各方判断分歧较大。我们认为：第一，当前中国经济依然处在新旧动能转换的关键时期（即前期报告中提到的“大调整”），这意味着即使不考虑中美贸易摩擦和政策超调的冲击，经济下行的压力也是客观存在的。因此，认识中国经济当下所面临的问题，既不能简单地认为中国经济下行都是中美贸易摩擦惹的祸，也不能以中国经济存在十足的韧性、空间和回旋余地等为由放任经济走低，而要通过宏观调控和体制改革，努力使经济运行在合理区间。事实上，本轮中国经济下行是由内因（新旧动能切换）和外因（全球经济减速、中美贸易摩擦）共同导致的。中长期的结构性问题需要继续通过制度变迁比如供给侧结构性改革推升潜在增长率，短期的周期性问题则需要宏观政策加力增效，发挥逆周期调节作用，为结构性改革和增长动力转换赢得时间。

第二，全球经济减速和贸易保护主义加剧，使得 2019 年中国外贸出口面临更大压力，中国经济面临的最大的不确定性和挑战更多来自于外部，这与 2018 年压力主要来自于内部完全不同。今年外贸出口将出现低增长甚至负增长，对此要有充分的认识和准备³。当然，从国民经济核算的角度看，净出口对经济增长

³关于中美贸易摩擦对中国产业经济的影响，详见本报告的专题研究（一）。

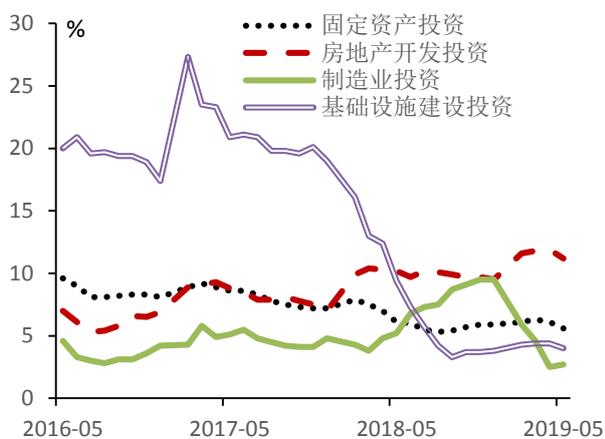
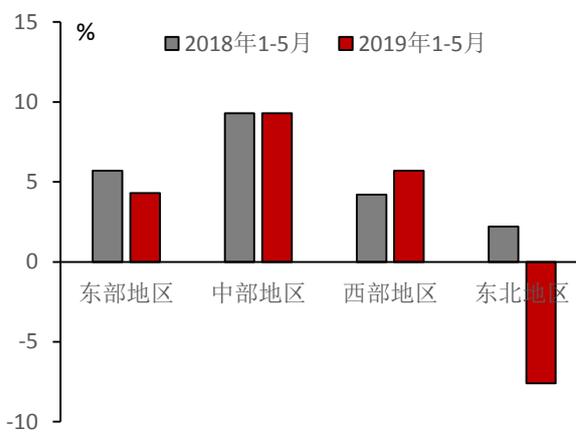
的拉动作用不一定下降，反而还可能会提升，但这主要不是由于出口高增长而是进口增速下滑更快造成的，即“衰退型顺差”。出口对过去、现在和将来的中国经济都很重要。那种认为出口可有可无，即使没有出口中国经济依然能保持6%以上增长的观点是站不住脚的，尤其是在高度全球化的今天。

第三，中国经济面临的非经济性扰动因素亟待重视和解决。经济体是一个有机体，千万个经济指标相互联系、相互影响，有其自身的运行逻辑和机理。经济运行出了问题，确实需要诊断和解决，用政府“有形之手”消除“市场失灵”，诸如环境污染、诚信缺失、金融欺诈、投机炒作等方面的问题。但政策“用药”过量过猛，必然会带来很大的副作用。近些年来，为解决经济金融领域的老问题而引致的新问题不在少数，即所谓“处置风险的风险”时有发生。比如2017年下半年的环保风暴，2018年上半年的政策“超调”，以及今年上半年全国性的拆迁潮等。

1. 投资增速小幅下滑，三大投资增速呈分化态势

前5个月，固定资产投资增速累计增长5.6%，较去年同期和去年全年分别回落0.5和0.3个百分点，是有统计数据以来同期最低值。分类别来看，基建投资和房地产投资呈回升态势，而制造业投资持续下滑。前5个月，基建投资（不含电力）累计增长4%，较去年同期下滑了5.4个百分点。但受政府加大基础设施领域补短板政策、地方政府专项债加快发行等因素影响，基建投资从去年年底后逐步企稳，前5个月基建投资累计增速较去年全年回升0.2个百分点。受土地开发加速影响，前5个月房地产投资累计增长11.2%，强于市场预期，较去年同期和去年全年分别加快了1和1.7个百分点。但由于PPI走低、企业盈利下滑等原因，前5个月制造业投资累计增长2.7%，较去年同期和去年全年分别下降了2.5和6.8个百分点（图3）。民间投资增速依然较低，既与民企对经济前景的预期依然较为悲观有关，也有出口下降的影响。前5个月，民间投资累计增速为5.3%，较去年同期下降2.8个百分点，民间投资增速时隔一年再次

低于固定资产投资增速。从不同地区来看，东部、中部和西部投资较为稳定，前5个月分别累计增长4.3%、9.3%和5.7%，但东北地区投资累计下降7.6%，较去年同期大幅度放缓9.8个百分点，成为拖累全国投资增长的主要地区（图4）。东北地区投资下降主要是受房地产投资拖累，前5个月东北地区房地产投资较去年同期下降12.8%。

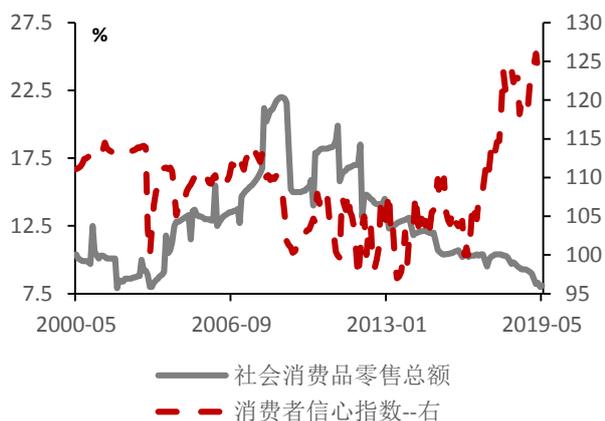
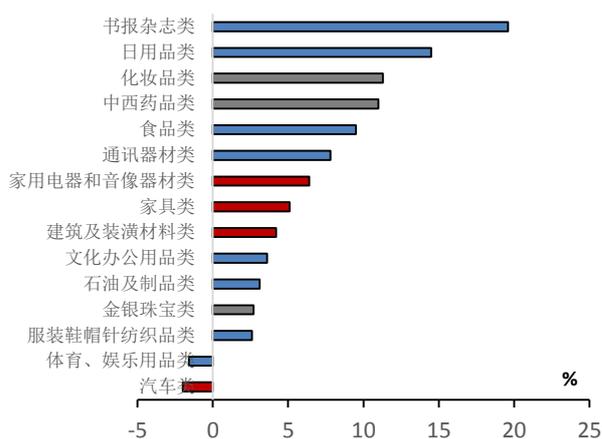
图3：三大类投资增速

图4：前5个月各地区投资增速


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. “稳消费”政策尚未完全显效，消费增长继续走低

前5个月，社会消费品零售总额累计增长8.1%，增速分别比去年同期、去年全年回落1.4和0.9个百分点（图5）。主要特征如下：**第一**，“三驾马车”中消费对经济贡献率有所下降，但依然是稳定经济的主要力量。2019年一季度，消费对经济增长的贡献率为65.1%，较去年同期下降12.7个百分点，与社会消费品零售总额增速的下滑趋势相符。**第二**，三大居住类消费和汽车消费较为疲弱。虽然今年促进家电、汽车消费等“稳消费”政策陆续出台，但效果尚不明显，消费增速依旧下行。受部分消费需求被提前透支、汽车市场进入阶段性存量市场等影响，前5个月汽车销售额累计下降2%，增速较去年同期下滑6.8个百分点。受房地产销售增速下滑影响，前5个月家具、家用电器和音像器材、建筑及装潢材料分别累计增长5.1%、6.4%、4.2%，比去年同期分别下降3.8、3.2和4.1

个百分点（图6）。第三，新业态消费继续保持快速增长。前5个月，实物商品网上零售额累计增长21.7%，增速比社会消费品零售总额高13.6个百分点，占社会消费品总额比重为18.9%，比去年同期提高2.3个百分点。

图5：社会消费品总额增速

图6：2019年前5个月各类消费增速


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 外需不稳、内需疲弱，外贸进出口持续走弱

前5个月，中国货物贸易出口、进口累计增速分别为0.4%、-3.7%，较去年同期分别回落12.5、25.1个百分点（图7）。主要特征如下：**第一**，中美互加关税的实质影响逐渐显现，对美出口快速下滑。从中国前四大贸易伙伴的出口增速来看，对美出口累计增速下滑最为明显。前5个月对美国出口累计增速下滑，较去年同期下降了22个百分点（欧盟、东盟、日本分别下滑4、11.8和10个百分点）（图8）。**第二**，一般贸易、加工贸易、机电产品等出口增速均比较低迷。

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_11793



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>