

宏观经济专题系列

2019年上半年宏观经济形势回顾 与下半年展望

张志前 高级研究员

主要观点

- ▶ 2019年上半年，在全球经济增长乏力的背景下，中国GDP增速仍然达到6.3%，其中二季度增幅为6.2%，保持了比较平稳的增长速度，实属不易，但也创下了2009年二季度以来的新低。
- ▶ 中央政治局会议对当前形势的判断是“面临新的风险挑战，经济下行压力加大，必须增强忧患意识”。相比一季度政治局会议认为的“总体平稳、好于预期，开局良好”，形势明显更加严峻。
- ▶ 中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。”在经济下行压力加大的背景下仍然强调“房住不炒”，反映出中央对房地产调控态度的坚决。
- ▶ 美国经济基本面仍较好，但也存在进入放缓初期的可能。贸易战也将损害美国的经济增长。市场普遍预测，年内美联储还可能还会降息1-2次，一些国家也会跟随美联储降息。
- ▶ 下半年，在基建提速带动下，我国的投资增速有望出现回升。下半年基建投资有望实现两位数增长，“托底”经济作用会有所显现。实现全年6%-6.5%的增速目标不存在问题。

目 录

一、上半年宏观形势回顾	3
(一) 投资方面, 民间投资拉动制造业回升	3
(二) 消费方面, 消费升级带动消费整体改善	4
(三) 进出口方面, 受贸易战影响双双疲弱	5
(四) 物价方面, CPI 涨势温和, PPI 基本平稳	5
二、中央政治局会议定调	6
(一) 当前形势: 下行压力加大	7
(二) 政策思路: 重提“六稳”	7
(三) 坚持房地产调控不动摇	7
(四) 多管齐下扩大国内需求	8
(五) 深化金融供给侧结构性改革	8
三、下半年宏观形势展望	9
(一) 世界经济可能继续放缓	9
(二) 投资增速可能逐渐企稳	10
(三) 出口面临不利因素较多	10
(四) 货币政策可能会适度宽松	11

一、上半年宏观形势回顾

2019年上半年，受贸易战等因素的影响，全球经济增长趋缓。今年二季度美国GDP的年化季度增长率为2.1%，远低于一季度的3.1%，创两年来新低。在这样不利的国际环境下，2019年上半年，中国GDP增速仍然达到6.3%，其中二季度增幅只有6.2%，保持了比较平稳的增长的速度，但也创下了2009年二季度以来的新低。在全球经济低迷和贸易战的背景下，这样的成绩来之不易。这主要得益于减税降费政策的推进和金融环境的改善、利率水平保持下行趋势。从总量上看，拉动经济增长的三驾马车走势平稳，增速虽有所回落，但并没有出现大幅波动的态势，更没有出现断崖式下滑。

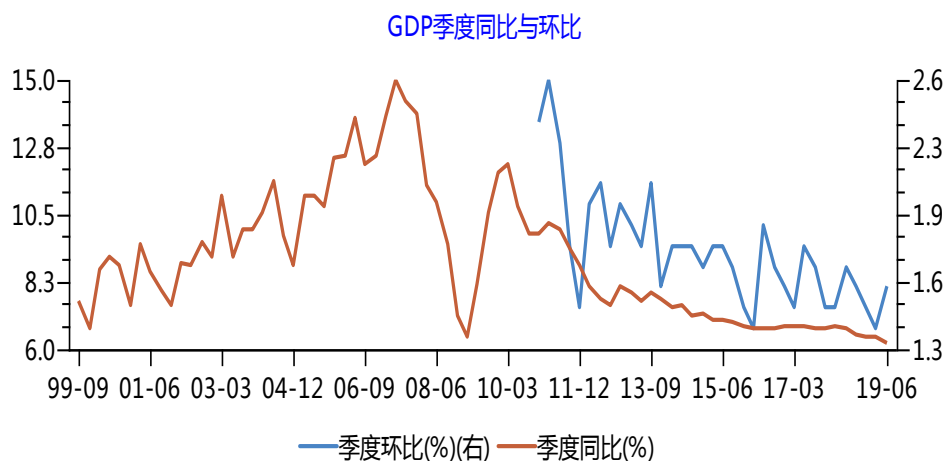


图1 中国GDP增速走势图

(一) 投资方面，民间投资拉动制造业回升

上半年，全国固定资产投资（不含农户）299100亿元，同比增长5.8%。固定资产投资端的改善主要由制造业增速回升贡献，6月

制造业投资同比增长 3%，较上月回升 0.3 个百分点，包括化学原料和化学制品、医药制造和计算机电子设备三个行业均超过 8% 的增长。而与制造业投资相关性极高的民间投资也出现明显回升，6 月同比增长 5.7%，较上月回升 0.4 个百分点。另一方面，基建投资回升 0.1 个百分点，主要体现在道路运输和铁路运输领域。上半年，地方政府专项债券成为新增社会融资的重要部分，随着资金和项目逐步落地，仍将对下半年基建持续带来助力。

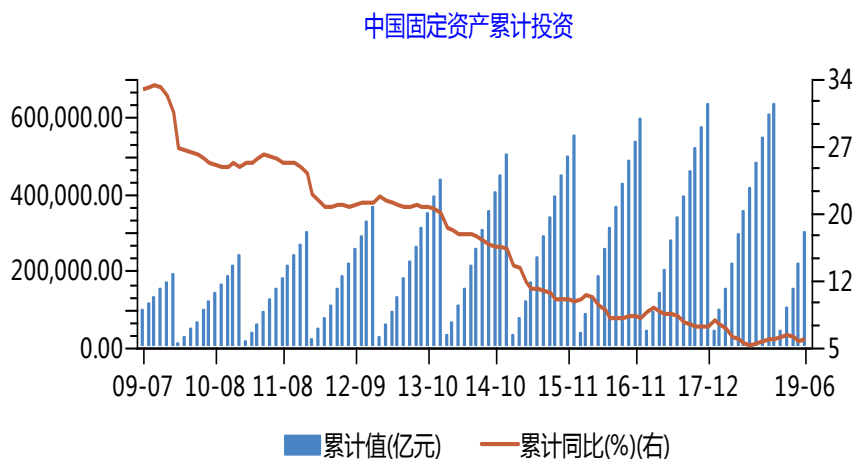


图 2 中国固定资产投资累计增幅

(二) 消费方面，消费升级带动消费整体改善

上半年，社会消费品零售总额 195210 亿元，同比增长 8.4%。受到占比 30% 的汽车消费拉动，6 月限额以上企业商品零售总额同比增长 4.7%。由于统计口径的差异，乘联会数据乘用车销量上半年同比下滑 9%，中汽协统计同比下降 14%，但相较前两个月也有不同程度的回升，国五促销是重要因素。除汽车销售出现回升外，以日用品、化

妆品为代表的日用消费品作为第二大消费品类，在年初以来消费走弱的同时依然保持平稳增长。这也在某种程度上反映出居民对于日常消费品的升级需求依然巨大，居民可支配收入实际增长 6.5%，超过经济整体增速，电商购物数据维持 20%以上的高速增长，由此也可以窥见居民消费的潜力。

（三）进出口方面，受贸易战影响双双疲弱

受全球经济增长乏力和贸易摩擦影响，上半年，出口同比增速为 0.1%，低于同期。受国内经济下行影响，内需仍然较弱，进口同比增速为-4.3%，低于同期。从国别看，上半年，我国对东盟、欧盟和“一带一路”沿线国家的出口增速相对稳定。中国对美出口同比增速为-8.1%，自美进口同比增速为-29.9%，对美进出口增速为近年来最差水平；对美贸易顺差扩大 14.2%。从商品类别看，原油和成品油出口增速大幅提升，对出口拉动明显。汽车和计算机出口增速加快，劳动密集型商品总体放缓。受 2018 年汽车关税下调前低基数影响，6 月份汽车和汽车底盘进口同比大幅增长 127.3%；集成电路、计算机及其零部件、液晶显示板进口增速分别为-3.5%、-6.8%、-16.9%，均较 5 月有所回升。

（四）物价方面，CPI 涨势温和，PPI 基本平稳

2019 年上半年，CPI 同比上涨 2.2%，涨幅比一季度扩大 0.4 个百分点，其中猪肉蔬菜上涨影响较大。其中，城市和农村均上涨 2.2%。

分类别看，食品烟酒价格同比上涨 3.9%，衣着上涨 1.8%，居住上涨 2.0%，生活用品及服务上涨 1.1%，交通和通信下降 1.0%，教育文化和娱乐上涨 2.5%，医疗保健上涨 2.6%，其他用品和服务上涨 2.2%。在食品烟酒价格中，粮食价格上涨 0.5%，猪肉价格上涨 7.7%，鲜菜价格上涨 9.2%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 1.8%，涨幅比一季度回落 0.1 个百分点。6 月份，CPI 同比上涨 2.7%，涨幅与上月持平；环比下降 0.1%。

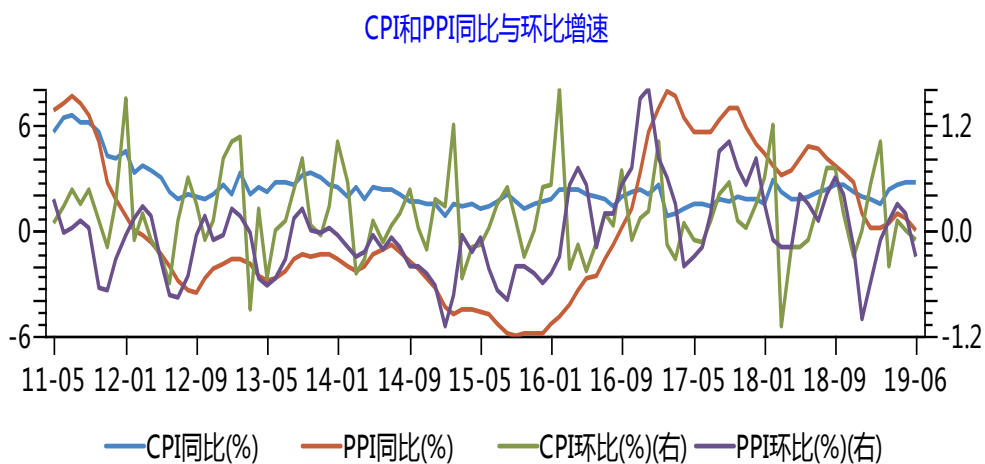


图 3 中国 CPI 和 PPI 走势图

二、中央政治局会议定调

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。通常，中央政治局每个季度开一次会议（4 月末、7 月末、10 月末、12 月末），分析当前经济形势，定调宏观调控方向，布置下一步改革政策措施。这次会议是在我国经济下行压力加大，国际国内经济形势错综复杂的情况下召开的一次重要会议。

（一）当前形势：下行压力加大

今年一季度，随着逆周期宏观调节政策发力，我国 GDP 实现了 6.4% 的同比增长，因此 一季度中央政治局会议认为我国经济运行“好于预期、开局良好”，并认为经济下行压力更多是“结构性、体制性”而非“周期性”的，相应淡化了逆周期调节的地位。但随着二季度我国 GDP 同比增速滑落至 6.2%，中央对于经济形势的判断明显趋于谨慎。会议对当前形势的判断是“面临新的风险挑战，经济下行压力加大，必须增强忧患意识”，相比一季度政治局会议认为的“总体平稳、好于预期，开局良好”，形势明显更加严峻。

（二）政策思路：重提“六稳”

今年是新中国成立 70 周年，会议特别强调“做好下半年经济工作意义重大”，并“要坚持稳中求进工作总基调”。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。此次会议重提“六稳”，而没有再提“去杠杆”，强调“把握好风险处置节奏和力度”。在 2019 年第二季度，包商银行等金融机构风险事件发生后，市场风险偏好有所下降。为了保障下半年经济运行平稳，需要防范流动性分层转向信用分层的转化。这客观上要求政策当局把握好处置风险的节奏，稳定市场信心。

（三）坚持房地产调控不动摇

这次会议强调“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，不将房地产作为短期刺激经济的手段。”在经济下行压力加大的背景下，中央依然强调“房住不炒”，反映出中央对房地产调控态度的坚决。虽然2018年以来房地产市场在严格的调控下有所降温，但2019年6月全国70城二手房价格指数同比仍然在7.3%的较高水平，100城土地溢价率也达到19.2%，折射出中国楼市韧性仍然较强。此次中央政治局会议要求：“落实房地产长效管理机制”，意味着房地产调控将延续偏紧基调，不会放松。

（四）多管齐下扩大国内需求

这次会议部署了多项举措扩大国内需求。在投资方面，会议要求：“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。”针对上半年制造业投资回落的问题，本次会议要求：“稳定制造业投资”。在消费方面，会议要求：“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。”我国农村居民收入增长较快的同时，消费占收入的比例也在波动上升，反映出农村消费市场有极大的潜力等待挖掘。

（五）深化金融供给侧结构性改革

这次会议强调“要紧紧围绕‘巩固、增强、提升、畅通’八字方针，深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平。”整体延续了今年一季度中央政治局会议和中央经济工作会议的精神。会

议要求“推进金融供给侧结构性改革”。这包括两个层次：第一个层次是优化资金的供给。在间接融资领域，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资；在直接融资领域，要求“科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量”。第二个层次是防范化解风险。会议要求“把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。”

三、下半年宏观形势展望

下半年，宏观经济形势依然复杂，不确定很多。美联储虽然已经降息，但美国经济依然难改颓势，世界经济将继续放缓。从上半年的数据看，中国经济虽然还在下行，但是下行速率已经放缓，三季度经济虽然可能还会有所回落，但是可能不会低于二季度的水平。下半年，在中央一系列政策的作用下，消费有望阶段性企稳，固定资产投资回落速度逐渐放缓，出口仍然存在很大不确定性，可能还会持续回落，中国经济的韧性很大，回旋余地也很大，实现全年6%至6.5%的增速目标应该不存在问题。

（一）世界经济可能继续放缓

7月底，美联储决定降息25bp，提前2个月结束缩表，但特朗普对此并不满意，认为美联储的降息还没有达到他期望的幅度。总体看，美国经济基本面仍较好，但从经济领先指标、内生性增长动能趋弱以及时薪增速持续下滑等因素评估，美国经济存在进入放缓初期的可

能。贸易战也将损害美国的经济增长。美债利率多次出现倒挂，从历史上看，首次出现倒挂后一年左右时间经济呈现边际放缓。市场预测，年内美联储还可能还会降息1-2次，一些国家也会跟随美联储降息。要警惕降息不及预期可能对市场造成短期冲击。此外，欧元区经济经济增长尚未见底，英国“硬脱欧”风险仍存变数。

（二）投资增速可能逐渐企稳

下半年，在基建提速带动下，投资增速将有望出现回升。在各项政策的刺激下，下半年基建投资有望实现两位数增长，“托底”经济作用会有所展现。随着近期影子银行、房企前端融资信托监管、房企海外发债等政策再度收紧，预计下半年土地购置费增速将加速回落，房地产投资随之回落。在制造业投资方面，受到诸多不利因素影响：一方面是受到国内经济下行和信用收紧的双重冲击，另一方面是国际贸易环境的高度不确定性叠加全球经济走弱后的外需下滑。制造业投资增速自去年底下滑，6月止跌反弹至3%。受外部贸易摩擦与内部需求不振等因素影响，预计下半年制造业投资难有大的起色，有待政策进一步的刺激。

（三）出口面临不利因素较多

上半年出口增速出现明显下滑，在春节效应与抢出口效应消退之后，整体出口金额增速同比在0附近徘徊。贸易战对出口的影响存在时滞，下半年出口形势将更加不乐观。虽然G20后3000亿美元出口

品关税没有加征，但此前已加征关税的 2500 亿美元出口品中的绝大部分还没有豁免。通常情况下，从关税生效到对应商品出口增速显著下滑存在一个季度左右的时滞。2000 亿美元出口品关税税率从今年 6 月起由 10% 升至 25%，预计对出口的负面影响将在今年三季度末开始显现。近日，美方又提出要从 9 月 1 日期对 3000 亿美元中国输美商品加征关税。这些都将对下半年的出口产生影响。

（四）货币政策可能会适度宽松

下半年，央行将坚持货币政策稳健中性灵活调控的基调。总量方面，M1 和 M2 同比增速将继续回升，社融增速也将保持反弹。结构方面，上半年社融增量主要来源于地方政府专项债，去杠杆转为稳杠杆导致的表外融资收缩幅度减小，但企业中长期贷款未见持续回升。美联储降息后，短期内中国不大可能跟随降息。预计下半年，央行货币政策的主要内容仍是定向调节，疏通宽货币向宽信用的传导机制。今年 6 月份 CPI 同比 2.7%，增速略超市场预期。预计全年物价水平相对稳定，通胀水平可控。6 月 PPI 同比增速降至 0，延续了年初以来的下行趋势。随着下半年稳增长政策的推进，PPI 有望摆脱上半年的下行趋势，筑底回升。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。