

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

经济数据下行 外部不确定性提高

主要结论:

电话: 010-84555131

2019 经济面临较大的下行压力,7 月份 IMF 下调中国 2019 年经济增速预计为 6.2%。不过由于逆周期调节宏观政策的作用,经济大幅下行概率也不高,不必过于悲观。

相关报告

一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。2019 年二季度 GDP 增长 6.2%,较一季度下降 0.2 个百分点,数据显示二季度经济仍在触底的过程之中。但同时相对于 4、5 月份的数据,6 月份的数据有一定的跳涨,明显强于前两个月,也明显强于市场预期。分析认为 6 月份的数据的可持续性有一定的问题,7 月份大概率回落。

全球经济放缓,经济体之间矛盾加深,国际资本市场波动增加。未来经济预期的不确定性加大。

美国总统声称将对中国 3000 亿货物增加 10%的关税,中美贸易问题再次复杂化严重化。

目 录

一、经济增速下降	1
二、价格指标持平	11
三、进出口增速回落	13
四、金融数据持稳	15
五、欧美经济数据走弱	18
六、后期宏观趋势研判	21

附 图

图 1: GDP.....	1
图 2: GDP 增速分产业.....	1
图 3: 制造业 PMI.....	2
图 4: 非制造业 PMI.....	2
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	3
图 6: 各类型企业 PMI.....	3
图 7: 工业增加值.....	4
图 8: 工业增加值.....	4
图 9: 固定资产投资.....	6
图 10: 基础设施投资.....	6
图 11: 财政收入.....	7
图 12: 财政支出.....	7
图 13: 房地产开发投资.....	8
图 14: 社会消费品零售总额.....	8
图 15: 工业企业利润总额累计值.....	10

图 16: 当月利润	10
图 17: CPI	12
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素	12
图 19: PPI	13
图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素	13
图 21: 进出口同比	14
图 22: 月度进出口数据	14
图 23: 外汇储备	15
图 24: 外汇占款	15
图 25: 货币供应	16
图 26: 社会融资规模	16
图 27: M2、社会融资剪刀差	17
图 28: 贷款余额同比增速	17
图 29: 美国 CPI	18
图 30: 美国 PMI	18
图 31: 美元指数	19
图 32: 中美息差	19

图 33：欧洲 CPI	20
图 34：欧洲 PMI	20

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，目前来看 2019 年开局良好、经济运行平稳。IMF 上调 2019 年中国 GDP 增速预测 0.1%至 6.3%。一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。四月份的经济数据较前期有所回落，五月初中美贸易问题升级，我国面临的外部压力突然增加。全球经济放缓，经济体之间矛盾加深，国际资本市场波动增加。未来经济预期的不确定性加大。6 月末 G20 会议之后，中美贸易问题阶段性缓和，后期市场的关注点将逐步转回国内经济。

一、经济增速下降

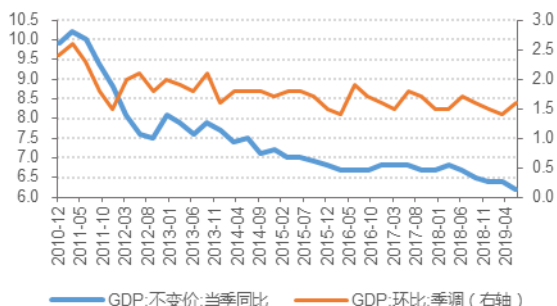
2019 年上半年 GDP 为 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%，与一季度相比小幅下滑。其中一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%，二季度经济增速为近年新低。分产业看，第一产业增加值 23207 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 179984 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 247743 亿元，增长 7.0%。上半年第三产业占比 54.9%，较上年同期提高 0.6 个百分点，第一、二产业占比下降。

IMF 于 7 月 23 日在其最新公布的《世界经济展望》报告中，下调了今年世界经济增长预期 0.1 个百分点至 3.2%，预测反映了 2019 年 5 月美国将中国 2000 亿美元的出口商品关税由 10%上调至 25%以及中国报复行动的影响。下调中国和新兴亚洲的增速预测。IMF 看淡中国，将 2019 年中国经济增长预期由 6.3%下调至 6.2%，同时下调 2020 年中国经济增速为 6.0%。

图 1：GDP

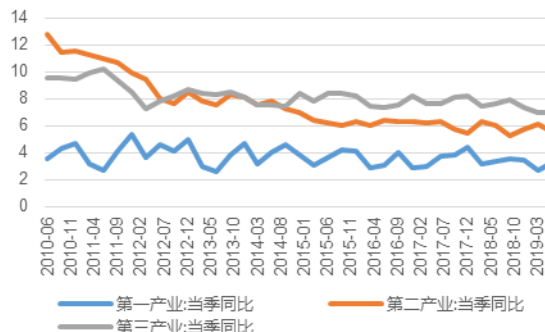
图 2：GDP 增速分产业

GDP季度同比与环比增速



数据来源: Wind、国元期货

三大产业GDP增速



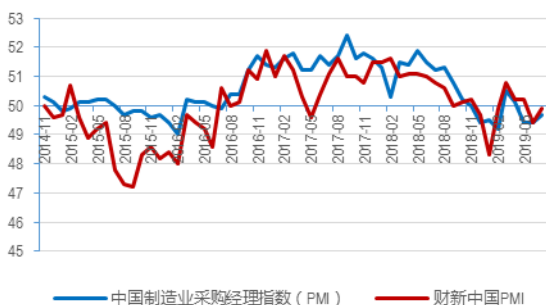
数据来源: Wind、国元期货

领先指标来看, 7 月份制造业 PMI 较上月小幅上升, 仍处于收缩区间, 增长动能较弱。此轮经济周期波动可以由制造业 PMI 的波动清晰的描绘, 制造业 PMI 自 2016 年 8 月从收缩区间跨入扩张区间经济景气度渐行渐高, 2017 年 9 月份到达此轮高点 52.4 之后一直保持较高的景气度, 2018 年 5 月份开始持续回落, 2018 年 12 月首次滑落到收缩区间, 可以判断造业景气度回落, 经济扩张速度放缓。3 月份的制造业 PMI 数据大幅回升至 50.5%, 四个月来再次回到扩张区间, 4 月回落至荣枯临界点边缘, 5 月份再次跌入收缩区间。

图 3: 制造业 PMI

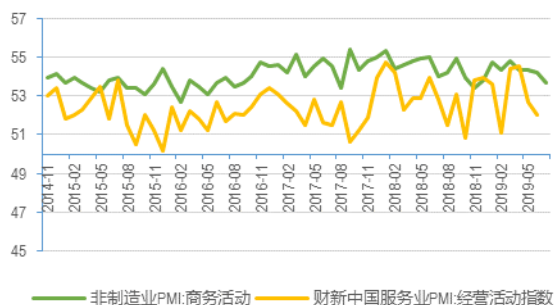
图 4: 非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

非制造业 PMI



数据来源: Wind、国元期货

7 月份 PMI 数据维持弱势，但产需两端并未继续弱化。2019 年 6 月中国官方制造业 PMI 为 49.7%，比上月提高 0.3 个百分点，制造业景气水平略有所回升。财新制造业 PMI 49.9，较 6 月上升 0.5 个百分点，继续处于荣枯分界线以下。官方非制造业 PMI 为 53.7%，比上月回落 0.5 个百分点，位于扩张区间，表明非制造业总体延续较快的发展势头。

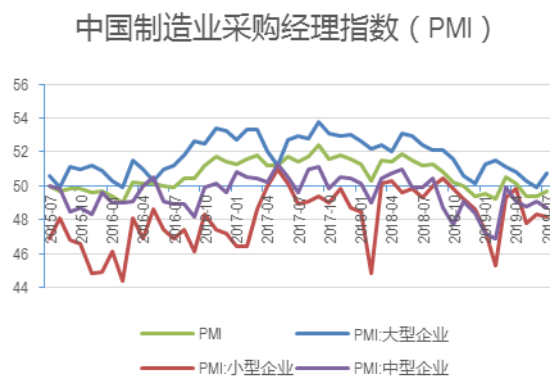
大型企业 PMI 为 50.7%回升 0.8%、中型企业 PMI 为 48.7%回落 0.4%、小型企业 PMI 为 48.2%回落 0.1%。整体呈现景气收缩态势，大型制造业景气度较高好于中小企业。市场预期一些对于中小企业扶植政策的效应有待进一步释放。

图 5: PMI 生产和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

图 6: 各类型企业 PMI



数据来源: Wind、国元期货

从分类指数来看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 52.1%回落 0.8%，位于临界点之上，制造业生产总体扩张加快；原材料库存指数为 48.0%回落 0.2%；从业人员指数为 47.1%回升 0.2%；供应商配送时间指数为 50.1%回落 0.1%。其他指标:新订单指数为 49.8%上升 0.2%，

制造业产品订货量降幅有所收窄。出口新订单指数为 46.9 回升 0.3 个百分点，进口指数为 47.4 回升 0.6 个百分点，显示出 7 月内外需降幅放缓。

产出方面，工业生产数据反弹，规模以上工业增加值增速回升。

2019 年 6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，比 5 月份提高 1.3 个百分点，提速较快。从环比看，6 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.68%。1-6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.0% 与 1-5 月份持平。6 月份规模以上工业增加值增速回升，显示出经济韧性较强。但整体来看还不能够判断工业生产已经摆脱弱势。

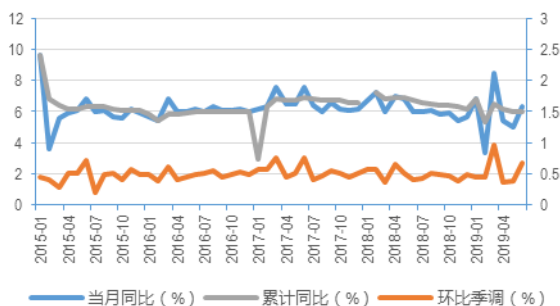
分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 7.3%，较上月加快 3.4 个百分点；制造业增长 6.2%，加快 1.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.6%，加快 0.7 个百分点。分行业看，6 月份，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，比 5 月份减少 2 个。其中汽车制造业同比下降 2.5% 对生产端的拖累最大。分产品看，6 月份，605 种产品中有 339 种产品同比增长，较 5 月份增加 14 种。

7 月以来，从六大集团发电耗煤来看较去年同期下滑幅度较大，工业生产没有显著的改善迹象。

图 7：工业增加值

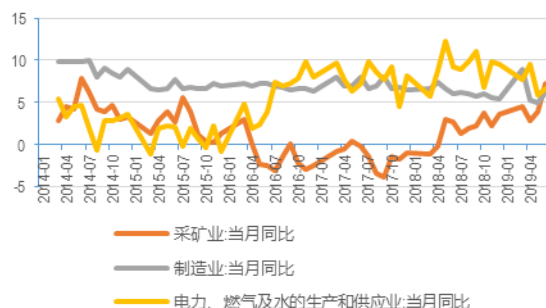
图 8：工业增加值

工业增加值



数据来源: Wind、国元期货

工业增加值三大门类



数据来源: Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速止跌持稳。2009 年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2018 年 8 月份降至 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。2018 年 9 月之后固定资产投资逐步在低位止跌回升，及至目前虽然有财政政策的逆周期调节托底，固定资产投资也一直徘徊在低位将近有 1 年的时间。

6 月份固定资产投资增速小幅回升。2019 年 1-6 月份，全国固定资产投资 299100 亿元，同比增长 5.8%，增速比 1-5 月份提高 0.2 个百分点。环比上，6 月份固定资产投资增长 0.44%。其中，民间固定资产投资 180289 亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-5 月份提升 0.4 个百分点。

分产业看，第一产业投资 8430 亿元，同比下降 0.6%，降幅比 1-5 月份收窄 1.7 个百分点；第二产业投资 100070 亿元，增长 2.9%，增速回落 0.3 个百分点；第三产业投资 190600 亿元，增长 7.4%，增速提高 0.3 个百分点。第二产业投资中工业投资增速较低，在新旧模式转化的过程中对市场心理的影响较大。

2019 年基建投资处于低位、制造业投资增速放缓、房地产政策约束，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面房地产投资增速仍在高位对投资增长仍有贡献，工业企业固定资产投资目前仍保持正增长还未形成整体的拖累，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定资产投资增速稳定在 5% 之上。

其中基建投资方面，自 2017 年 2 月基础设施投资增速创下 27.3% 的高点之后，呈回落趋势，2017 年属于高位缓慢回落，2018 年加速回落于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后虽有小幅回升，但一直处于低位。2019 年初基础设施投资增速继续小幅回升，目前政府对于基建的目的在于托底经济而不在于拉动经济。

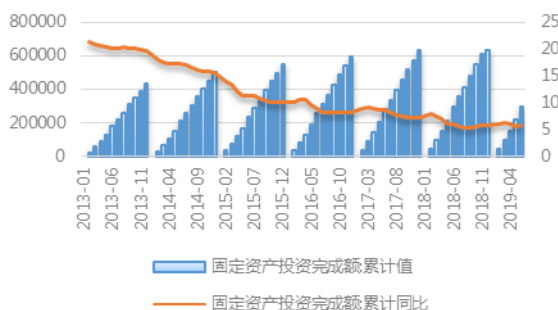
1-6 月份，基础设施投资同比增长 4.1%，增速比 1-5 月份提高 0.1 个百分点。其中，水利管理业投资增长 1.1%，1-5 月份为下降 1.8%；公共设施管理业投资下降 0.3%，降幅收窄 0.5 个百分点；道路运输业投资增长 8.1%，增速提高 1.9 个百分点；铁路运输业投资增长 14.1%，增速回落 1 个百分点。目前基建发力点依然在于道路、铁路领域。

考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部区域。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年，而且 2019 年越往后基数的作用越明显。

图 9：固定资产投资

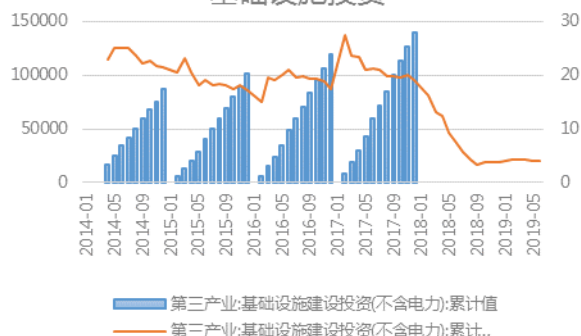
图 10：基础设施投资

固定资产投资



数据来源: Wind、国元期货

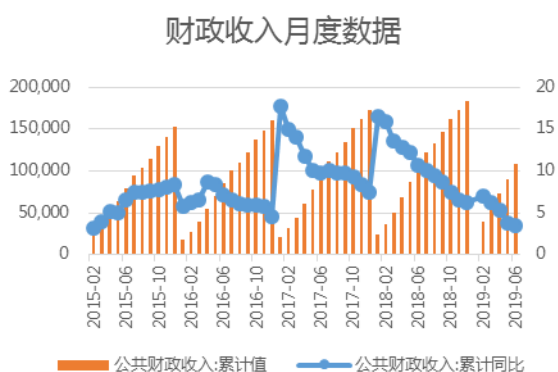
基础设施投资



数据来源: Wind、国元期货

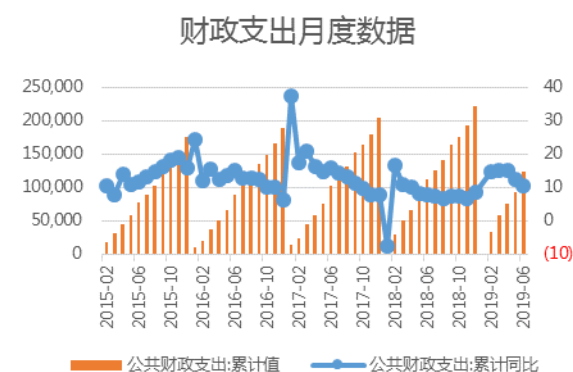
不过从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。2019年1-6月累计，全国一般公共预算收入107846亿元，同比增长3.4%。全国一般公共预算支出123538亿元，同比增长10.7%。今年上半年财政收支增速差7.3个百分点。

图 11: 财政收入



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 财政支出



数据来源: Wind、国元期货

房地产开发投资增速处于高位。2019年1-6月份，全国房地产开发投资61609亿元，同比增长10.9%，增速比1-5月份回落0.3个百分点。其中，住宅投资45167亿元，增长15.8%，增速回落0.5个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重

为 73.3%。年初市场预期房地产开发投资增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。

房地产开发投资增速处于高位主要是受项目开工、施工进度较快的带动。

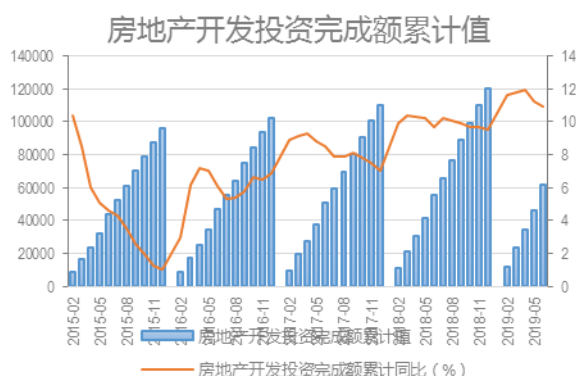
从施工、开工、竣工增速差异来判断开发商可能采用了高周转开发策略，但拿地意愿不高其实对于未来房地产市场走势也不是非常有把握。1-6 月份，房地产开发企业房屋施工面积 772292 万平方米，同比增长 8.8%，增速与前两个月持平。房屋新开工面积 105509 万平方米，增长 10.1%，增速回落 0.4 个百分点。房屋竣工面积 32426 万平方米，下降 12.7%，降幅扩大 0.3 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 8035 万平方米，同比下降 27.5%，降幅比 1-5 月份收窄 5.7 个百分点。

从销售情况来看,1-6 月份,商品房销售面积 75786 万平方米,同比下降 1.8%,降幅比 1-5 月份扩大 0.2 个百分点。商品房销售额 70698 亿元,增长 5.6%,增速回落 0.5 个百分点。房地产销售状况一般,与前年去年相反今年以来一线城市好于三四线。

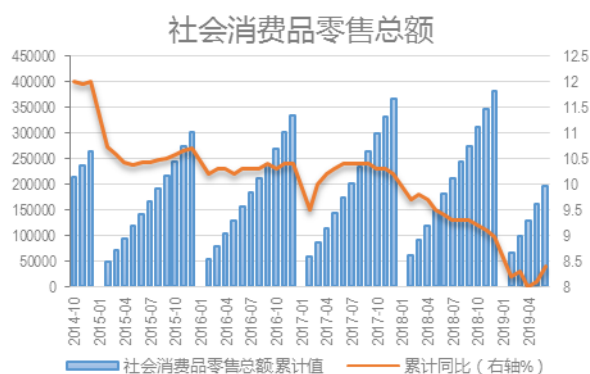
由于地产销售下行,2019 年房地产投资增速持续处于高位有压力,加上政策收紧逐步回落的概率大。但目前由于信贷宽松地产还是投资中最坚挺的部分。

图 13: 房地产开发投资

图 14: 社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速回升。2014年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，2018年开始连网购的增速都下行了。2019年初的情况大体与2018年相同。

2019年1-6月份，社会消费品零售总额195210亿元，同比名义增长8.4%，较1-5月份小幅上升0.3%。其中，限额以上单位消费品零售额71124亿元，增长4.9%，增速较低。2019年6月社会消费品零售总额33878亿元，同比增长9.8%，较5月份上升1.2%。二季度消费名义增速提升应该结合CPI的走势来考虑。

2019年上半年，全国居民人均可支配收入15294元，比上年同期名义增长8.8%，较一季度上升0.1个百分点，实际增长6.5%较一季度降低0.3个百分点。全国居民人均消费支出10330元，比上年同期名义增长7.5%，较一季度上升0.2个百分点，实际增长5.2%较一季度降低0.2个百分点。二季度的物价指数变化对居民收入、生活影响较大。

居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，

消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。目前居民部门的收入增长收经济下行影响的可能性较大，6月份全国城镇调查失业率为5.1%。

企业盈利水平持续下滑。2019年初以来企业盈利水平继续下降，5月份工业企业经营数据止跌但仍处于低位。1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额23790.2亿元，同比下降2.3%，降幅比1-4月份收窄1.1个百分点。在41个工业大类行业中，26个行业利润总额同比增加，15个行业减少。1-5月份，规模以上工业企业实现营业收入41.61万亿元，同比增长5.1%，与1-4月份持平。产品价格下降、销售增速略有放缓影响企业利润增长。

本轮工业企业利润增速的高点为2017年9月单月增速27.7%，10月累计增速23.3%，随后一直维持在高位，可以说2018年上半年的利润基数较高，2018年下半年工业企业利润增速下滑速度逐渐加快，2019年下半年的基数压力较低，工业企业利润水平逐渐企稳的概率增加。

图 15：工业企业利润总额累计值

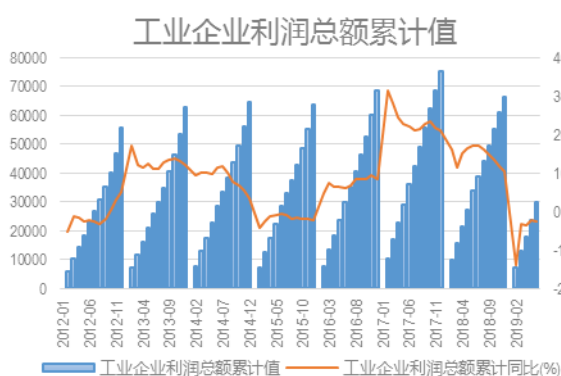
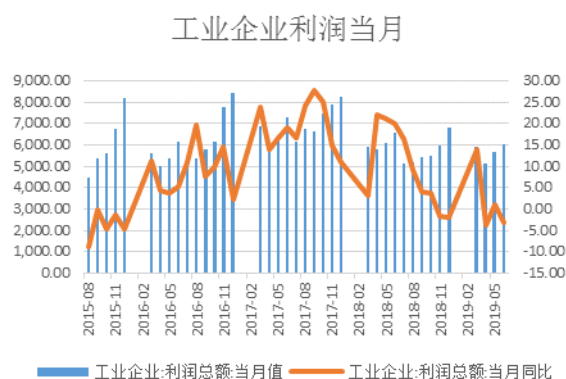


图 16：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

二、价格指数持平

6 月份价格指数同比涨势趋弱、环比涨幅下降。CPI 同比涨幅仍处于 15 个月高位，通胀预期依然较强，不过市场普遍预期 5、6 月份为 CPI 的阶段高点。

2019 年 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，环比下降 0.1%；PPI 同比上涨 0.0%，环比下降 0.3%。CPI 同比增速与上月持平，PPI 同比较上月下降 0.6%，价格指数呈现消费品强势工业品弱势的情况。CPI 环比比上月低 0.1%，PPI 环比比上月低 0.5%，商品价格受季节性影响的因素逐步消退，若无新激发因素价格上涨的趋势渐弱。下半年 CPI 保持在高位波动，PPI 继续回落转负的概率存在。

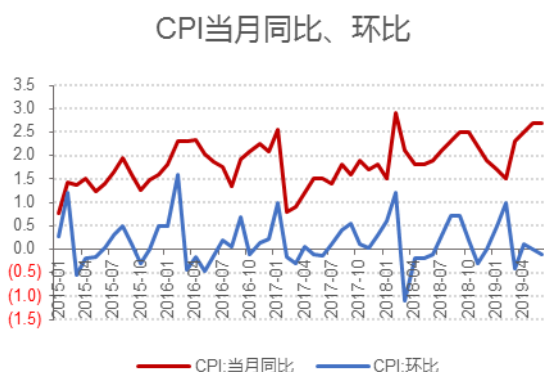
2019 年 6 月份，CPI 同比上涨 2.7%。其中，城市和农村均上涨 2.7%；食品价格上涨 8.3%，非食品价格上涨 1.4%；消费品价格上涨 3.2%，服务价格上涨 1.8%。食品价格中，鲜果价格上涨 42.7%，猪肉价格上涨 21.1%对 CPI 的影响非常大。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.2%。

据测算，在 6 月份 2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.5 个百分点，新涨价影响约为 1.2 个百分点。从新涨价动能变化方面推导，我们判断 5、6 月份大概率是 CPI 的阶段高点。从高频数据来看，7 月份蔬菜、水果价格较 5、6 月份有所回落，但回落幅度不及往年，因此食品价格同比涨幅大概率仍处于高位。同时非食品价格回落较多，可以对冲部分食品涨价的影响。在 6 月份之后，食品价格观测不到新涨价因素或者新涨价动能不强时，非食品价格的下行会显示出更大的影响力。因此我们判断 CPI 在 6 月高点过后三季度逐步

小幅回落，全年保持较高增长。下半年在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 大概率保持温和上涨，通胀总体可控。

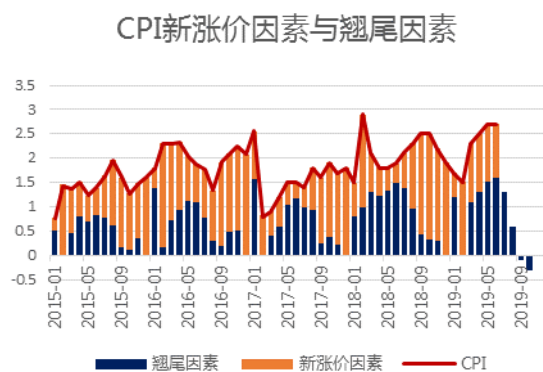
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的货币周期出现通缩的可能性也不高，消费价格近期高位波动的概率较大。考虑到 7 月份的翘尾影响约为 1.3，下月的 CPI 同比也不会太低，今年下半年 CPI 应处于 2% 以上的温和通胀。

图 17: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

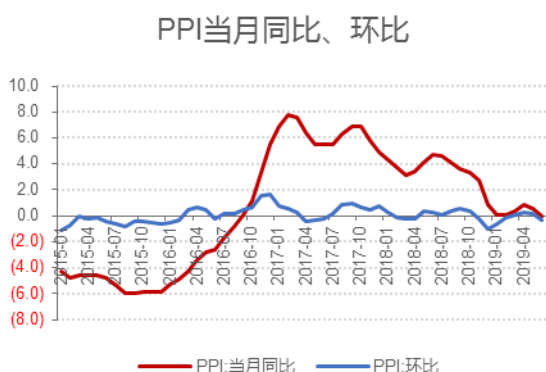
2019 年 6 月份, PPI 同比增速持平, 较上月下降 0.6 个百分点, 环比下降 0.3%, 较上月下降 0.5 个百分点; PPIRM 同比下降 0.3%, 较上月下滑 0.5 个百分点, 环比下降 0.1%, 较上月下降 0.1 个百分点。据测算, 6 月份其中去年价格变动的翘尾影响和新涨价影响分别约为 0.3 个百分点和 -0.3 个百分点。

环比来看 40 个工业行业大类, 价格上涨的有 18 个, 比上月减少 3 个; 下降的有 17 个, 增加 6 个; 持平的有 5 个, 增加 3 个。从行业表现来看后期压力较

大，如果剔除石油行业的权重影响，实际行业压力更大。

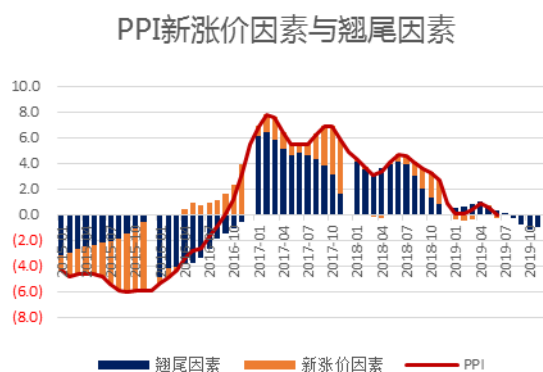
我们判断 6 月之后 PPI 继续处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。结合上年的翘尾因素的正面影响将在 4、5 月份达到高点，PPI 在 5 月之后继续走弱的概率较大。

图 19: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

下半年由于需求不足，价格指标大幅上涨的概率不高。市场预期由于翘尾因素高点已过并逐步转负，在经济下行工业品新涨价动能不足将会促使 PPI 继续回落，直至 0 值之下。市场对消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持温和增长态势。

三、进出口增速回落

2019 年 6 月进出口数据低位小幅回升，符合市场预期。今年 6 月份，我国进出口总值 2.56 万亿元，同比增长 3.2%，增速较上月回升 0.3 个百分点，其中出口 1.45 万亿元，同比增长 6.1%，增速较上月回落 1.6 个百分点；进口 1.11 万

亿元，同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 2.1 个百分点；顺差 3451.8 亿元。6 月 1 日美国关税生效之后压力增加，市场预期 6 月的进出口数据承压，由于中美贸易问题短期内解决的可能性较小，后期外面承压依旧。

累计数据来看，进出口总值 14.67 万亿元人民币，比去年同期增长 3.9%，较 1-5 月下滑 0.2 个百分点。其中，出口 7.95 万亿元，同比增长 6.1%，与 1-5 月持平；进口 6.72 万亿元，同比增长 1.4%，较 1-5 月下滑 0.4 个百分点；贸易顺差 12365.7 亿元。与去年相比累计增速比较低，2018 年上半年进出口总值增 7.9%、出口增 4.9%、进口增 11.5%，差异主要在进口方向，也反映了我国内需增长动力的下滑。

贸易数据目前累计还保持了正增长。分析认为，进口增速回落可能反映了年初内需下滑的倾向，当然还需要拉长时间观察才能确认，不过对内部总需求不足的问题市场已经开始担忧。外需方面，目前全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，对外需预期的影响比较大。对于中国来说经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，2019 年进出口增速回落的概率大。

图 21：进出口同比

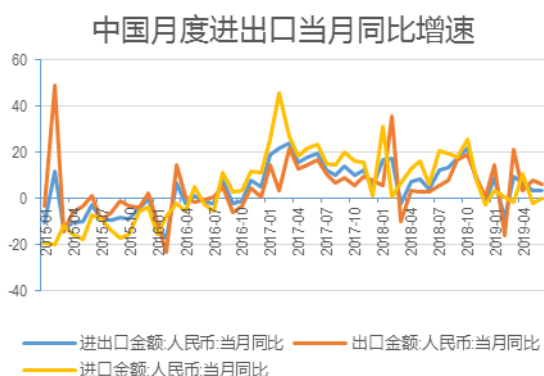
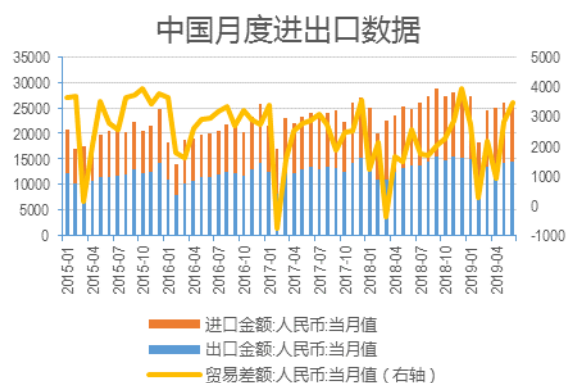


图 22：月度进出口数据



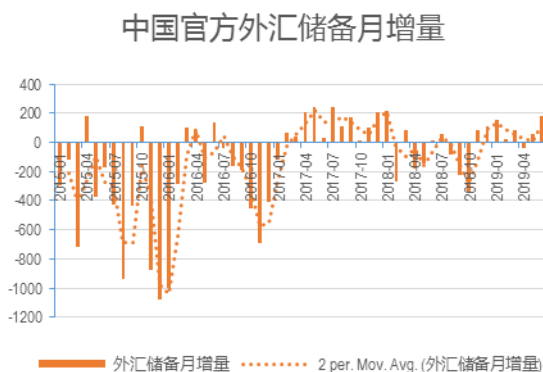
数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇储备小幅上升，央行继续增持黄金。中国 6 月外汇储备 31192.3 亿美元，环比增 182.3 亿美元创逾一年新高。6 月美元指数下跌、国际金融市场资产价格上涨，汇率折算和资产价格变化共同作用外汇储备上升。目前我国外储稳定在 3 万亿美元上方。中国 6 月黄金储备 6194 万盎司，环比增 33 万盎司，连续 7 个月增持，累计增持 270 万盎司。自 2016 年 10 月至 2018 年 11 月央行持有黄金数量一直维持在 5924 万盎司。去美元化、风险资产走强的市场预期增强。

中国 6 月末央行口径外汇占款 212455.20 亿元，环比减少 61.92 亿元，为连续第 11 个月下跌。外汇占款进一步下滑，不过降幅缓慢。

图 23：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 24：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

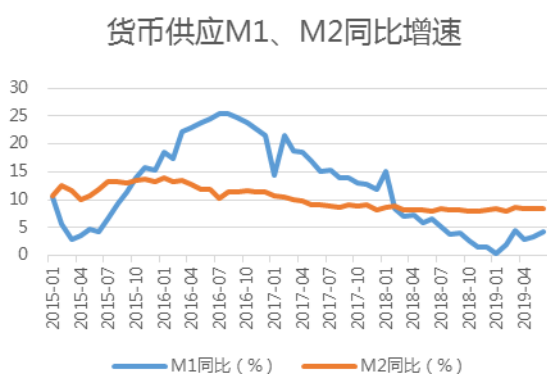
四、金融数据持稳

目前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义

增速相匹配，在经济下行期货币增速处于历史偏低水平已经成为常态。6月M2余额192.14万亿元，同比增长8.5%；社会融资规模存量213.26万亿元，同比增长10.9%；人民币贷款余额145.97万亿元，同比增长13%。金融数据同比增速与上月大体持平。

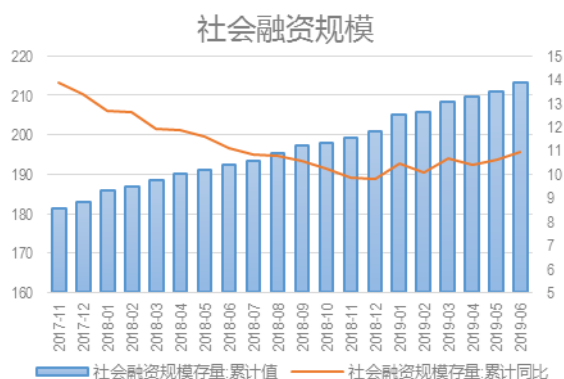
货币供应方面，6月末M2余额192.14万亿元，同比增长8.5%，增速与上月末持平；M1余额56.77万亿元，同比增长4.4%，增速比上月末高1个百分点；M0余额7.26万亿元，同比增长4.3%，增速与上月持平。当月净回笼现金628亿元。M1M2增速剪刀差连续半年小幅收窄，反映目前实体经济面临的资金偏紧状况持续温和改善。目前货币政策进入了观察期，短期内难以更加宽松，M2大幅上升的可能性不大。我们判断后期金融数据会在现有水平上小幅波动大体保持平稳，第二季度的名义GDP增速大约为8.3%，三季度货币增速大体与其相当。

图 25：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 26：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速经历了2017-2018年的中长期下降之后止跌回升。央行从2018年6月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，

但由于传导机制存在时滞，直至 2019 年初才出现了社融单月回升，年初至今保持了持续性的小幅回升态势。

存量看 6 月末社会融资规模存量为 213.26 万亿元，同比增长 10.9%。其中同比增长的有：人民币贷款增 13.2%、企业债券增 11.2%、地方政府专项债券增 44.7%，两类债券增幅扩大；同比下降的有：委托贷款降 9.9%、信托贷款降 4.9%、未贴现的银行承兑汇票降 9.6%，值得关注的是此三项降幅均较上月收窄。

从存量社融结构看，贷款依然是社融的主体，占比 67.9%，其他项为补充。仅人民币贷款余额、地方政府专项债券存量占比高于去年，其余科目均有一定程度的下降，但降幅较前期有一定程度的收窄。从今年上半年增量社融结构看，人民币贷款占同期社会融资规模的 75.8%，同比低 11.4 个百分点，除股票外其他形式的融资在今年有比较大的提高。

我们认为略高于名义 GDP 增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义 GDP 增速在 8.3% 左右，社融增速较其高 2 个百分点，大体符合市场预期。

图 27：M2、社会融资剪刀差

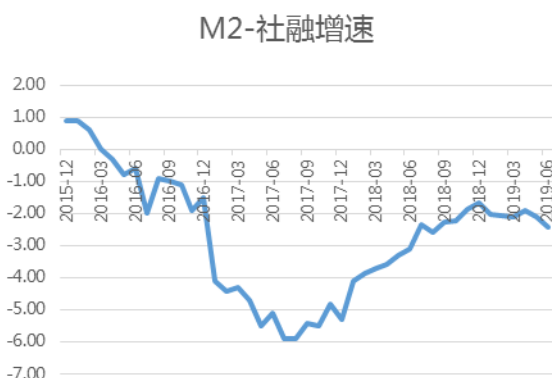
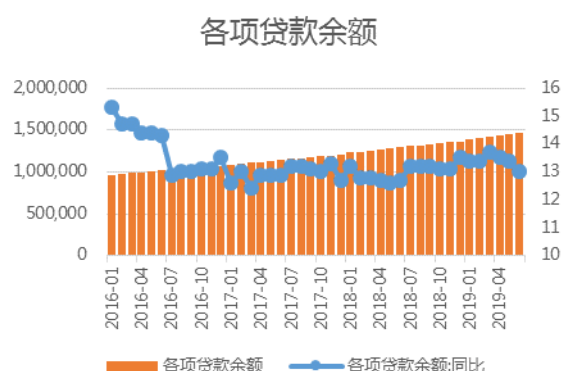


图 28：贷款余额同比增速



存贷款方面，6月末人民币贷款余额145.97万亿元，同比增长13%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高0.3个百分点。分部门看上半年住户部门贷款增加3.76万亿元，非金融企业及机关团体贷款增加6.26万亿元，整体来看贷款结构尚可。月末人民币存款余额187.57万亿元，同比增长8.4%，增速与上月末和上年同期持平。存款增速低于贷款增速较多。

2019年上半年一季度的金融数据波动比较大，二季度逐步持稳以小幅回升为主。下半年短期内货币政策难以更加宽松，不过由于2019年经济下行压力仍存，货币政策的大方向也不会立刻转变。

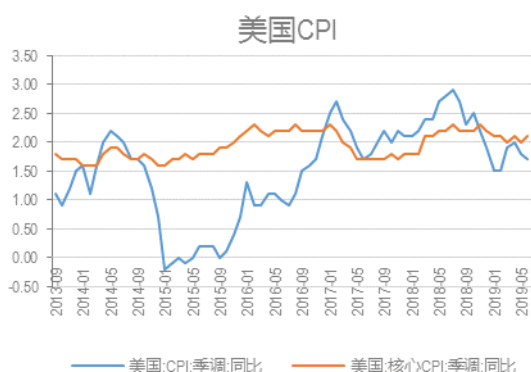
五、欧美经济数据走弱

2019年4月份之后，全球经济增速放缓的趋势逐渐明显，不过不同经济体之间有所分化。美国的经济数据的表现好于欧洲、英国、日本。不同经济体之间差异逐步扩大，全球经济增长的同步性降低，分化最终会导致矛盾。

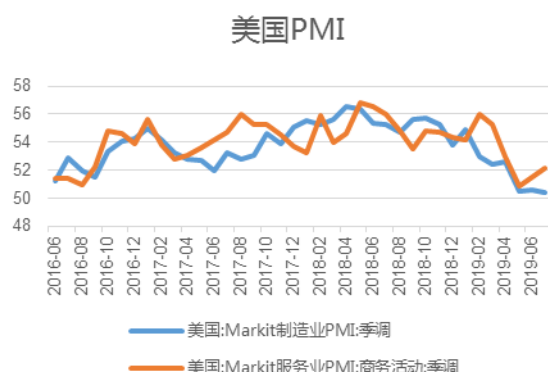
美国经济增长基础较为坚实。美国经济数据回落但整体来看尚可，美联储降息对冲经济下滑风险，美元指数创出新高后高位震荡，美股创出历史新高后技术回调。美国7月Markit制造业PMI终值为50.4，预期为50，初值为50，续创2009年9月以来最低。好于预期，且保持在荣枯线上方。

图 29：美国 CPI

图 30：美国 PMI



数据来源: Wind、国元期货



数据来源: Wind、国元期货

美国6月末季调CPI年率录得1.6%，预期值为1.6%，前值为1.8%；美国6月末季调核心CPI年率录得2.1%，预期值和前值为2%。汽油价格下滑抵消了食品价格的反弹，通胀指标下滑预示美联储今年降息的概率仍在。

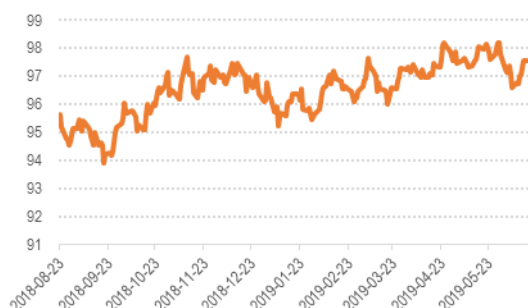
美国7月非农就业人数新增16.4万，略低于预期。7月非农就业人数新增16.4万，预期16.5万，前值22.4万；失业率3.7%，预期3.7%，前值3.7%；平均每小时工资同比增3.2%，预期3.1%，前值3.1%。非农就业低于预期可能会增加要求美联储今年降息的呼声。

美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由于美国经济放缓，美联储对于继续降息的态度已经软化。

图 31: 美元指数

图 32: 中美息差

美元指数



中美10年期国债收益率



欧元区经济数据回落表现疲弱。欧元区的制造业今年以来持续衰退，几乎没有迹象表明经济很快能出现转机。制造业料将在今年拖累整个欧元区经济增速。欧元区7月制造业PMI终值为46.5，预期为46.4，初值为46.4。德国7月制造业PMI终值为43.2，预期为43.1，初值为43.1；法国7月制造业PMI终值为49.7，预期为50，初值为50，意大利7月制造业PMI录得48.5。

欧元区通胀回落。欧元区7月CPI同比1.1%，符合预期。德国7月CPI终值同比增1.7%，好于预期。法国7月CPI年率同比升1.1%。

图 33：欧洲 CPI

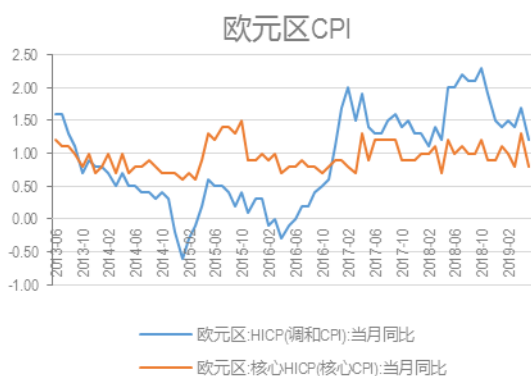
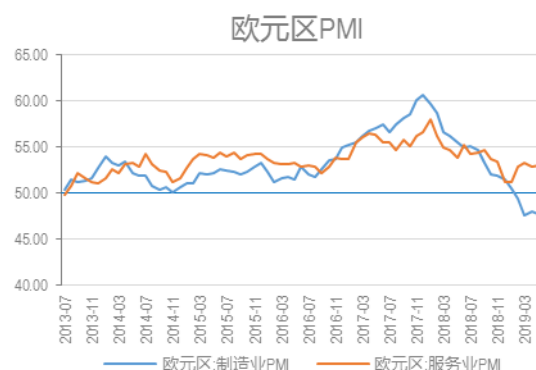


图 34：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

欧元区的问题在于经济增长的分化以及新移民带来的社会稳定问题，整体而言，德国、法国的经济增长尚属稳健，而一些南欧国家社会问题较多。分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。欧元区 6 月失业率 7.5%，符合预期。

英国 7 月制造业 PMI 为 48，好于预期，4 年低位。

日本 5 月制造业 PMI 终值 49.4，好于预期。

六、后期宏观趋势研判

现阶段宏观经济有一定的增长压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，大幅下行概率不高。

目前经济下行的压力主要体现在总需求不足。一方面，2019 年基建、工业投资增长放缓，或拖累投资领域；另一方面 2019 年进出口增速回落的概率大；最后社会消费品零售总额也没有走出长期缓慢下滑的趋势。从产出来看有下滑压力，若产出稳健而需求不足则有通缩压力。

政策层面，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，起到了拖地经济的作用，目前来看 2019 年开局良好。外部压力突然增大的情况下政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程

度的改善。2019 年二季度 GDP 增长 6.2%，较一季度下降 0.2 个百分点，数据显示二季度经济仍在触底的过程之中。但同时相对于 4、5 月份的数据，6 月份的数据有一定的跳涨，明显强于前两个月，也明显强于市场预期。分析认为 6 月份的数据的可持续性有一定的问题，7 月份大概率回落。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532-66728681

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室

电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

电话：0551-62895501

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街融恒时代广场 14-6

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心 1707-1708 室

电话：0592-5312522

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：福建省龙岩市龙岩大道商务板块 E 栋 1302

电话：0597-2529256

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室

电话：0917-3859933