

2019年07月23日

稳增长政策能抵御经济下行压力吗？

——2019年上半年宏观经济形势分析与展望

摘要

◇ 经济逐季回落，下半年下行压力加大，全年经济或增长6.1%

上半年GDP增速逐季回落，实际GDP同比增长6.3%，较去年同期回落0.5个百分点，较上年底回落0.3个百分点，预计全年GDP或将增长6.1%。

供需两端均面临不同程度的下行压力。从需求端来看，投资内部走势分化，稳增长政策效果显现基建投资回稳，建安投资支撑房地产投资保持高位增长，但制造业与民间投资依旧疲弱，但在财政收支压力下基建投资回暖幅度受限，房地产融资收紧房地产投资或面临下行压力，叠加内生性投资疲弱，下半年投资仍面临压力；居民消费持续疲软，在居民收入增长放缓及高杠杆约束下未来回暖动力受限。在抢出口效应逐渐消退、中美贸易摩擦持续背景下出口同比大幅回落，未来在全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦不确定因素仍存背景下仍面临边际放缓压力。从供给端来看，终端需求低迷，总供给持续趋缓，在需求端无法实质改善的基础上，未来生产结构性下行风险仍比较大。

通胀走势持续分化。上半年鲜果、猪肉等食品价格上涨支撑CPI走高，核心CPI仍保持平稳；供给侧改革力度边际减弱，PPI同比回落。后续来看，随着季节性影响因素消退及翘尾因素影响回落，CPI走势或仍可控；国内需求不足翘尾因素走弱，PPI仍有通缩压力。

金融数据整体改善但结构性问题仍存。宽信用背景下M2、社融总体平稳，下半年或将延续平稳运行趋势，但金融数据结构恶化态势值得关注。上半年人民币受多重因素影响，整体呈现由“相对稳定——波动——相对稳定”的状态，后续由于全球步入降息周期人民币贬值压力缓解。

◇ 政策稳增长受多重制约，微观主体活力不足

当前依然处于防范和化解重大风险等三大攻坚战的关键时期，随着经济下行，中国经济面临四方面挑战：一是在实体融资需求较为低迷背景下，宽货币向宽信用传导机制不畅，可能引发结构性泡沫；二是财政收支压力进一步加大，财政政策的发力空间受限；三是宏观杠杆率增长加快，债务风险仍然需要高度关注；四是经济下行期微观主体活力下降，政策短期刺激效果受限。

◇ 对冲经济下行，宏观政策逆周期调控加大

上半年宏观政策的逆周期调整在一定程度上对冲了经济的下行，“预计下半年政策“稳增长”基调仍将延续：货币政策有望继续保持稳健基调，结构性调整持续；财政政策继续加力提效，减税降费激活微观主体活力，在一般公共财政和政府性基金收支压力较大情况下，专项债有望在稳增长方面发挥更大作用；金融监管仍将以“稳”为主，并注重防范“处置风险的风险”；改革开放持续推进。

◇ 小结与展望

展望下半年，中国经济供需两弱格局仍将延续，中美贸易摩擦不确定性因素仍存，中国经济仍有进一步的下行压力。为了应对经济下行，政策“稳增长”力度仍将延续，但考虑到当前经济运行性中高杠杆、高资产价格约束持续存在，政策“稳增长”的力度和效果仍受到一定程度的限制。但是，鉴于扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到约束但也能在一定程度上发挥经济下行“缓冲垫”的作用，中国经济增长仍有一定韧性。

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

相关报告：

经济下行压力持续，政策发力稳增长，2019年6月21日；

月度宏观数据走弱，经济持续底部波动，2019年5月24日；

稳增长效果显现，宏观经济缓中回稳，2019年4月26日；

经济下行隐忧持续，积极因素有所显现；2019年3月27日；

如何看待房地产投资的高位增长？2019年3月26日；

开年宏观数据超预期，基本面仍需谨慎；2019年3月6日；

政策动态求稳，经济下行不减；2019年1月14日。

一、宏观经济形势：经济逐季回落，下半年增长进一步趋缓，全年经济或将增长 6.1%

2019 年上半年，在“六稳”政策和系列改革举措的提振作用下，虽然中国经济在一定程度上抵御了各种下行风险的冲击，在稳增长政策效果显现的背景下，一季度 GDP 增速与上年四季度持平，好于市场预期，但供需两弱的局面并未得到根本改观。二季度在中美贸易冲突的影响下经济下行压力有所加大。2019 年下半年经济运行的主逻辑与上半年相比并没有大的变化，中美贸易冲突的不确定性持续存在，政策“稳增长”态势仍将持续，但随着“稳增长”政策面临的约束加大、经济运行的微观基础的恶化，下半年经济下行的压力或将大于上半年。但是，鉴于中国经济扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到一定约束但也能在一定程度上提供经济下行“缓冲垫”的作用，全年保持在 6% 以上的经济增速目标没有悬念，预计全年 GDP 或将增长 6.1%。

表 1 2019 年上半年中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2018 年（累计）				2019 年（累计）		变化
	1 季度	上半年	前 3 季度	全年	1 季度	上半年	
GDP 累计同比（%）	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	6.3	↓
工业增加值同比（%）	6.8	6.7	6.4	6.2	6.2	6.0	↓
固定资产投资（%）	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	↓
全社会消费品零售额（%）	9.8	9.4	9.3	9.0	8.3	8.4	↓
出口同比（%）	13.73	12.52	12.22	9.88	1.40	0.10	↓
进口同比（%）	19.44	20.06	20.17	15.84	-4.80	-0.30	↓
贸易顺差（亿美元）	448.5	1354.07	2194.01	3511.41	763.10	1811.6	↑
M2 同比（%）	8.2	8	8.3	8.1	8.6	8.5	↑
社会融资规模（亿元）	58535	100691	154027	192584	81800	132300	↑
CPI（%）	2.1	2.0	2.1	2.1	1.8	2.2	↑
PPI（%）	3.7	3.9	4.0	3.5	0.2	0.3	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与 2018 年同期相比，2019 年 2 季度指标出现下降、上升或持平）

（一）GDP 增速逐季回落，经济下行压力持续显现

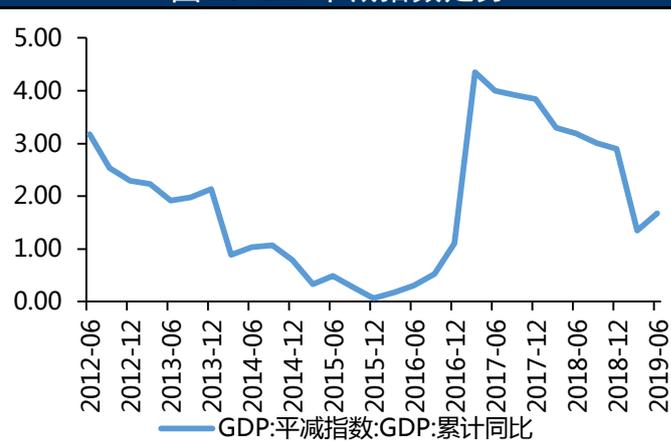
上半年，实际 GDP 同比增长 6.3%，较去年同期回落 0.5 个百分点，较去年底回落 0.3 个百分点。分季度来看，一季度同比增长 6.4%，二季度同比增长 6.2%，虽然一季度在稳增长效果显现的情况下呈现缓中趋稳迹象，GDP 增速与上年四季度持平，但二季度供需两弱，GDP 走弱压力加大。CPI 上行带动平减指数回升，名义 GDP 从上年底的 7.84% 上升至 8.08%，较上年同期回落 1.9 个百分点。从三大产业来看，三大产业增速均有所下降，不过第三产业回落较快，其占比有所回落，产业结构有所恶化。分三大需求来看，进出口虽同比回落，但整体略超预期，所以净出口对经济增长的贡献率由负转正，大幅上升 30.6 个百分点；消费对经济增长的贡献率降幅较大，同比下降 18.4 个百分点，但仍然保持在 60% 以上。

图 1：GDP 现价与不变价累计同比走势图



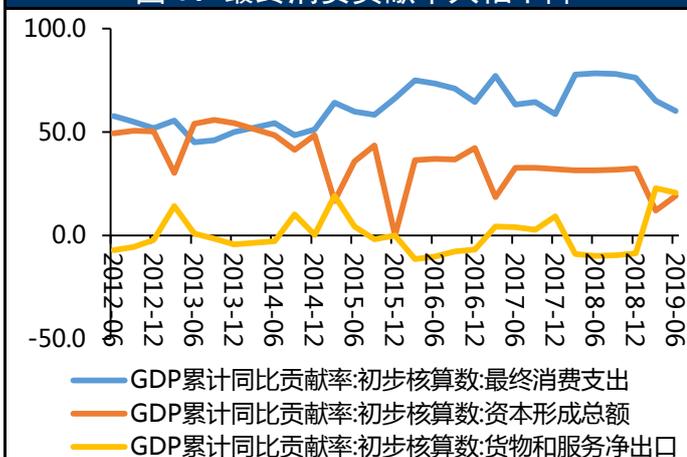
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：GDP 平减指数走势



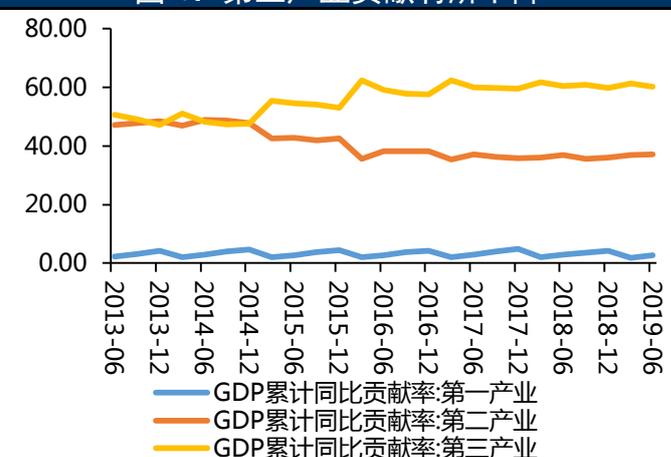
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：最终消费贡献率大幅下降



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：第三产业贡献有所下降



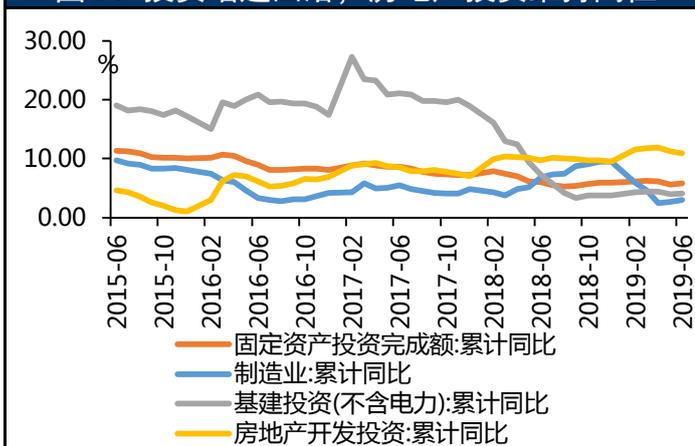
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）基建与房地产给投资带来一定支撑，但下半年投资仍存在多方面的下行压力

上半年，投资同比增长 5.8%，虽然较上年末仍小幅回落 0.1 个百分点，但回落幅度好于市场预期。“稳增长”政策效果显现背景下基建投资的回暖以及建安投资支撑房地产投资保持高位增长对上半年固定资产投资有所支撑；不过制造业投资持续低迷，上半年制造业投资累计同比增长 3.0%，较去年同期与去年全年均显著回落，对固定资产投资有所拖累。

后续来看，下半年地方政府财政收支压力加大，基建投资对投资的支撑作用依然有限；二季度以来，房地产调控进一步趋严，地方上调控政策趋紧。从房地产融资方面，监管部门向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了窗口指导，要求控制房地产贷款额度；银保监会相关负责人表示，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示；此外，上半年房地产债券发行规模整体呈下降趋势，同时发改委发文对房企海外发债进行规范，“只能置换未来一年内到期的境外债务”，在很大程度上收紧了房企通过发行外债融资的渠道。房地产融资收紧明显，房地产投资面临进一步的回落压力；与此同时，民间投资与制造业投资等内生性投资依然不足，制造业投资虽然近两个月以来有所回暖，但全年或仍将保持缓步回升的态势，难以大幅上扬，无法对投资起到有效支撑的作用，未来投资低位运行持续。

图 5：投资增速回落，房地产投资维持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：民间固定资产投资走势

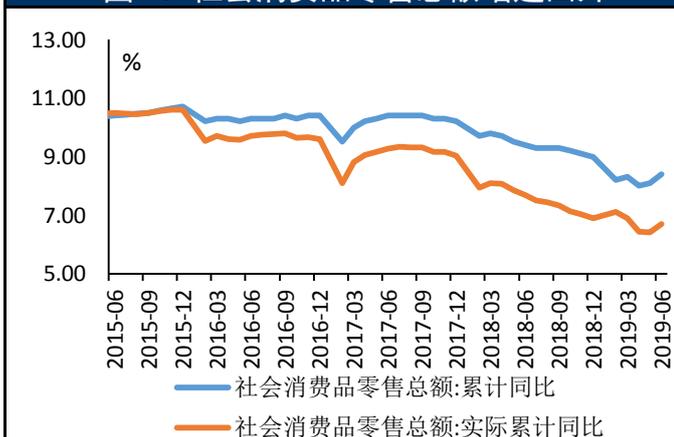


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）居民消费持续疲软，未来回暖动力受限

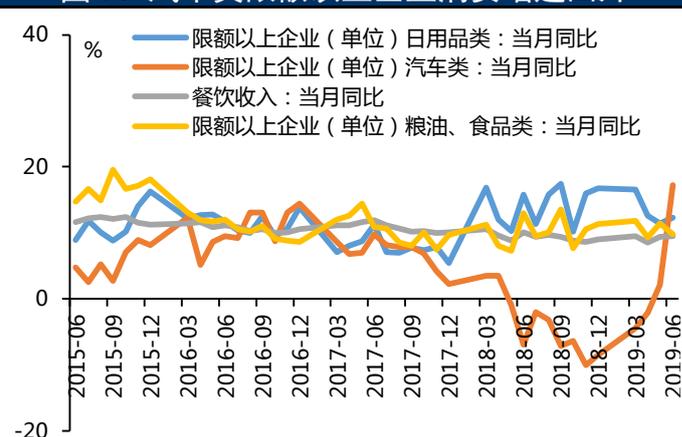
上半年，社会消费品零售总额同比增长 8.4%，较去年同期下降 1 个百分点，消费整体依然呈现疲弱态势。分区域来看，虽然在低基数、扶贫攻坚等因素的支撑下农村消费增长依然高于城市消费，但城市与农村消费均呈现同比回落势头，上半年城镇消费累计同比增长 8.3%，较去年同期下降 0.9 个百分点；农村社零额累计同比增长 9.1%，较去年同期下降 1.4 个百分点。分季度来看，二季度随着国五国六标准切换背景下汽车促销加大，汽车类消费边际改善对社零额起到了带动作用，同时叠加个税减免政策效果显现的背景下女性消费、生活必需品消费较为稳健，二季度社零额呈现边际改善的势头，同比增长 8.4%，较一季度回升 0.1 个百分点。但是，在居民收入增长放缓和杠杆率走高背景下，由于内生动力不足，且政策对社零额的拉动作用偏于短期，全年社零额回暖仍有限。

图 7：社会消费品零售总额增速回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：汽车类限额以上企业消费增速回升



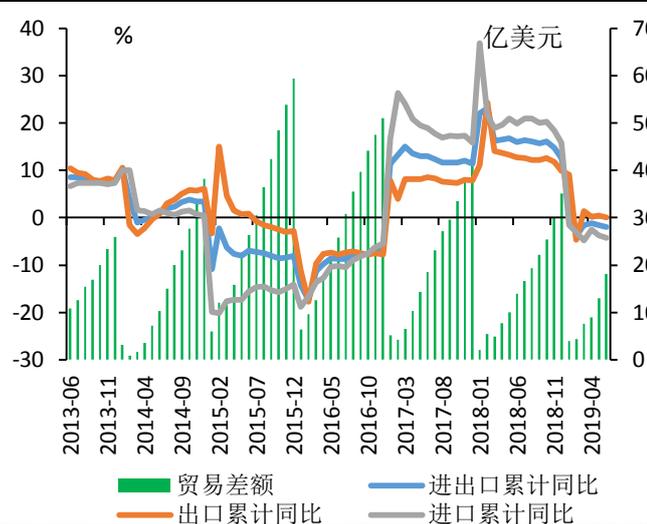
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）全球经济放缓与中美贸易摩擦下，出口面临不确定性

上半年，进出口总额同比下降 2%。其中，出口同比增长 0.1%，较上年同期回落 12.9 个百分点，但在抢出口效应逐渐消退、中美贸易摩擦持续背景下，出口能保持正增长已经在一定程度上超出市场预期；进口同比增速下降 4.0%，内需不足对进口的拖累作用显现。顺差 1811 亿美元，贸易顺差大幅扩大，

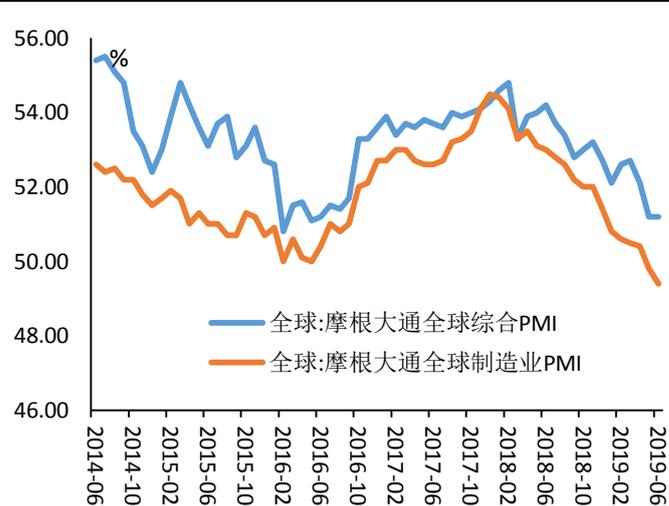
较上年同期扩大 29.8%，衰退型顺差表现明显。从后续来看，世界银行下调世界经济增速预期，比世行今年 1 月份的预测值分别下调 0.3 和 0.1 个百分点，全球经济走弱叠加中美贸易摩擦不确定性仍存，未来出口面临进一步的放缓压力。从进口来看，我国 PMI 进口指数同样持续下行且处于荣枯线以下，同时国内居民收入增速有所放缓，杠杆率持续提高，国内需求仍较为低迷，进口走势仍堪忧。

图 9：出口增速回落，进口增速持续走弱



数据来源：中诚信国际整理

图 10：摩根大通全球制造业 PMI 持续回落

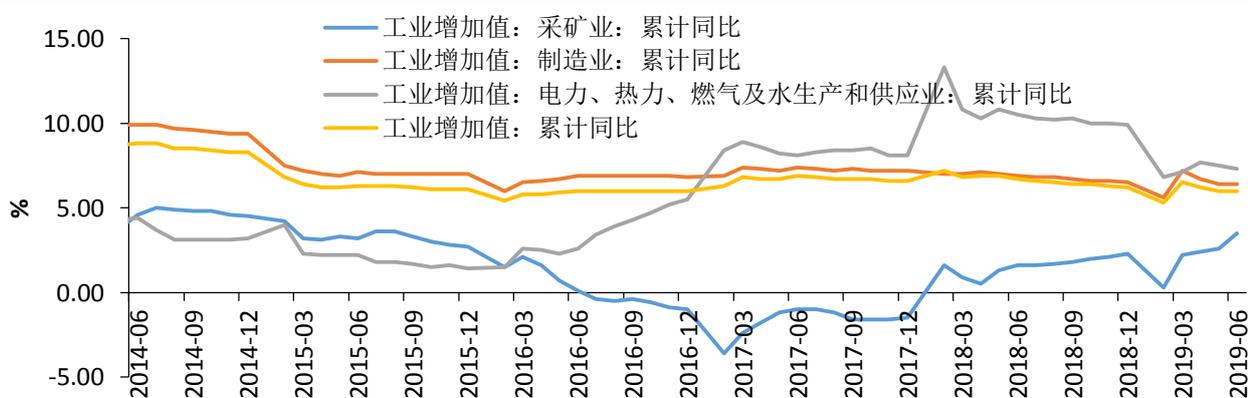


数据来源：中诚信国际整理

（五）总供给持续趋缓，下半年结构性下行风险依然较大

工业增加值趋缓，采矿业累计同比高于去年同期。上半年，规模以上工业增加值累计同比增长 6.0%，较去年同期下降 0.7 个百分点，较一季度累计同比回落 0.2 个百分点。三大门类增加值均放缓，采矿业与制造业较同期回升。从后续来看，夏季生产高峰的来临，对工业增加值得改善有着推动作用，位于上游的采矿业投资与增加值均较去年同期有所回升，制造业边际有所放缓，不过在终端需求较弱的背景下，上游增速的加快更多的是带来库存的积累，无法从实质上改善供给端，未来结构性下行风险仍比较大。

图 11：工业增加值增速持续回落

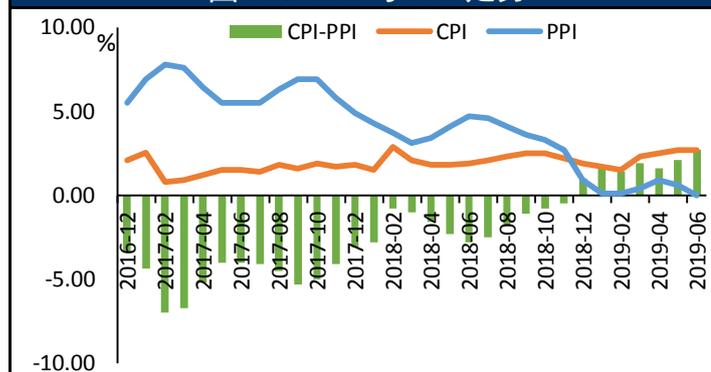


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（六）CPI 与 PPI 走势分化，下半年 CPI 仍可控，PPI 有通缩风险

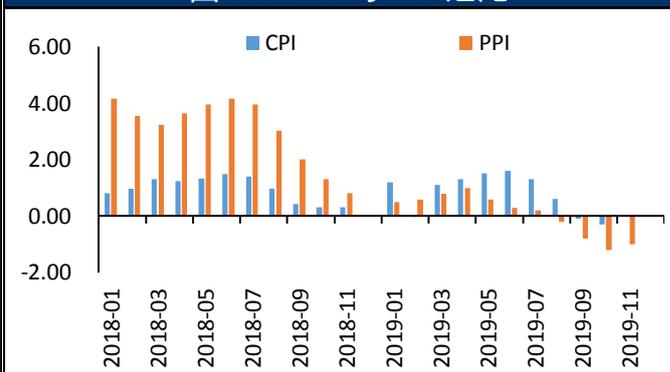
从上半年价格数据来看，鲜果、猪肉等食品价格持续大涨是支撑 CPI 保持在高位的主要原因；受制于全球需求不足，国际原油价格未能有效上升，生产资料价格止升转跌，PPI 同比加速回落。从 CPI 来看，短期内鲜果供求难以明显改善，但随着季节性扰动因素逐渐退去，后续鲜果价格将回归正常水平，对 CPI 的拉动作用将减弱；同时，受“猪周期”上行影响，猪肉价格仍将上涨，但随着消费结构改变，涨幅或有所收窄；此外，考虑到去年低基数效应及翘尾因素影响，支撑 CPI 保持高位的动力不足，CPI 或将有所回落，全年通胀仍较温和。从 PPI 来看，受制于全球需求低迷及边缘政治问题持续升温影响，国际原油价格回升空间或有限，同时国内经济下行，工业品通缩担忧依然存在，叠加基数效应及翘尾影响，年内 PPI 同比或跌入负值。

图 12: CPI 与 PPI 走势



数据来源：中诚信国际整理

图 13: CPI 与 PPI 翘尾

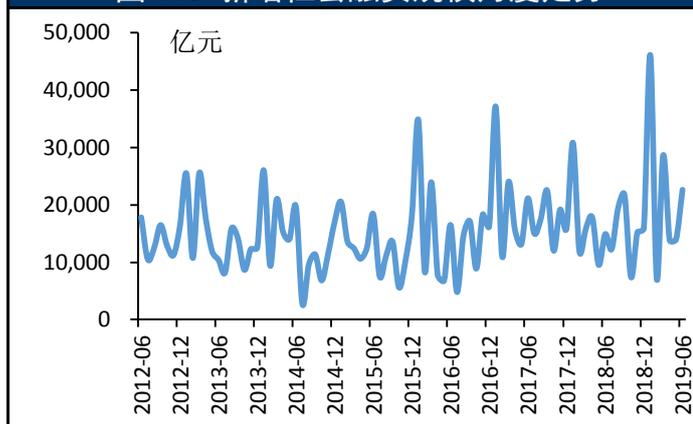


数据来源：中诚信国际整理

(七) M2、社融总体平稳，但金融数据结构恶化态势值得关注

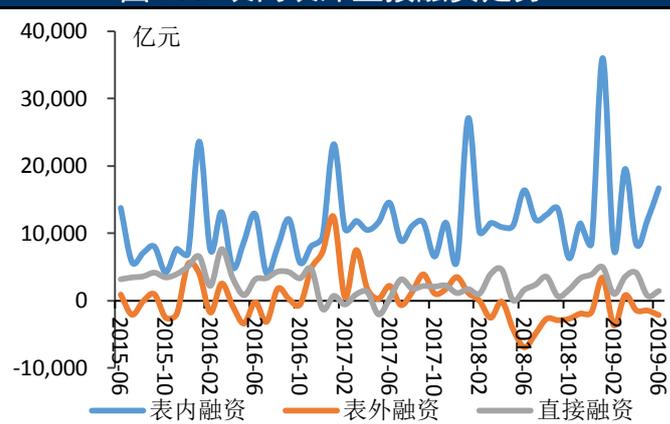
宽信用背景下 M2 平稳运行，社融同比回暖。上半年，M2 同比增长 8.5%，与上年同期相比上升 0.5 个百分点，去年底上升 0.4 个百分点。上半年，新增社会融资规模为 13.23 万亿元，比上年同期多增 3.18 万亿元，上半年表内融资新增 10.03 万亿元，较上年同期多增 1.28 万亿元，表内融资继续保持较高位增长；在监管的边际调整下，表外融资降幅大幅收窄，上半年表外融资减少 4394 亿元，同比少减 8193 亿元，上半年表外融资减少收缩趋势明显，不过二季度末受包商银行被接管对非银流动性冲击，叠加房地产调控收紧使得占表外融资比例较大的房地产融资受到影响，表外融资减少的边际收缩趋势减弱。在利率保持较低位平稳运行的背景下，新增直接融资 15805 亿元，较去年同期多增 2877 亿元，实体经济融资有所改善。

图 14: 新增社会融资规模月度走势



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 15: 表内表外直接融资走势



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

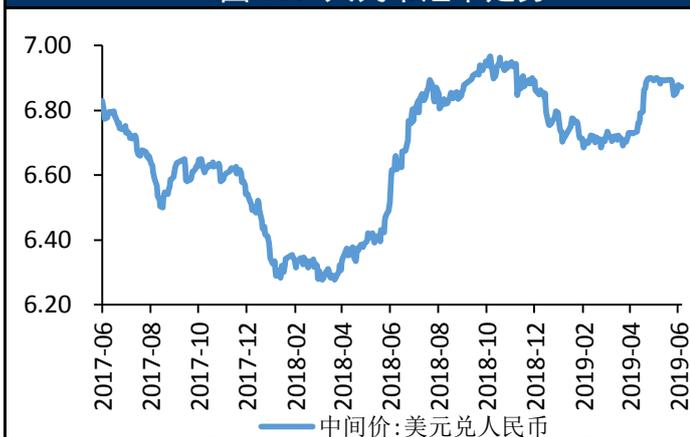
在货币政策保持稳健、金融监管调整持续结构性宽信用的背景下，虽然社融有所回暖，但其结构恶化的态势值得高度关注。从新增贷款结构上来看，企业中长期贷款占比同比有所降低且上半年整体降低趋势明显，说明企业投资意愿较低；居民中长期贷款同比上升，短期贷款同比下降，表明在一季度房地产短期升温的背景下居民被动投向房地产，消费有所降低。

从后续来看，针对小微和民营企业的结构型宽松政策将继续，新增贷款对社融企稳运行的支撑将持续，表内融资稳定态势将延续；二季度地方上陆续出台房地产调控政策，未来房地产融资将有所收紧，在此背景下新增表外融资降幅或将扩大；由于新增地方政府专项债券发行进度已超过 64%，未来地方政府专项债券发行将有所放缓，地方债对社融的支撑将持续减弱。后续社融 6 月份水平有所回落，但在宽信用支持下，不会出现大幅收紧的态势，仍将保持相对平稳运行。7 月份央行官员表示将“密切监测国内外经济金融形势的变化，在统筹平衡好内外均衡的前提下，要坚持以我为主的原则，重点要根据中国的经济增长、价格形势变化及时进行预调微调”；此外银行发行永续债，多渠道的补充银行的资本金的措施将持续推进，为此我们认为，下半年 M1 与 M2 的增速或将持续保持稳定。

（八）人民币汇率相对平稳，全球步入降息周期人民币贬值压力减弱

人民币兑美元汇率整体平稳，美联储释放降息信号人民币短期压力进一步缓解。上半年人民币受多重因素影响，整体呈现由“相对稳定——波动——相对稳定”的状态，年初随着中美谈判传递出顺利的信号，人民币短期相对稳定，不过随着美国一季度数据强劲以及中美贸易再起波澜，人民币汇率波动加大。在 G20 过后，随着中美贸易又有所缓和，同时 6 月份美国 CPI 增速不及预期，核心 CPI 超出预期，美联储降息预期增大，人民币对美元汇率整体趋于稳定。与此同时外资增持中国债券的力度明显加大，对人民币汇率保持稳定起到积极作用。同时全球其他经济体降息大幕已经开启，人民币贬值压力减弱。

图 16: 人民币汇率走势



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 17: 中美利差持续走扩



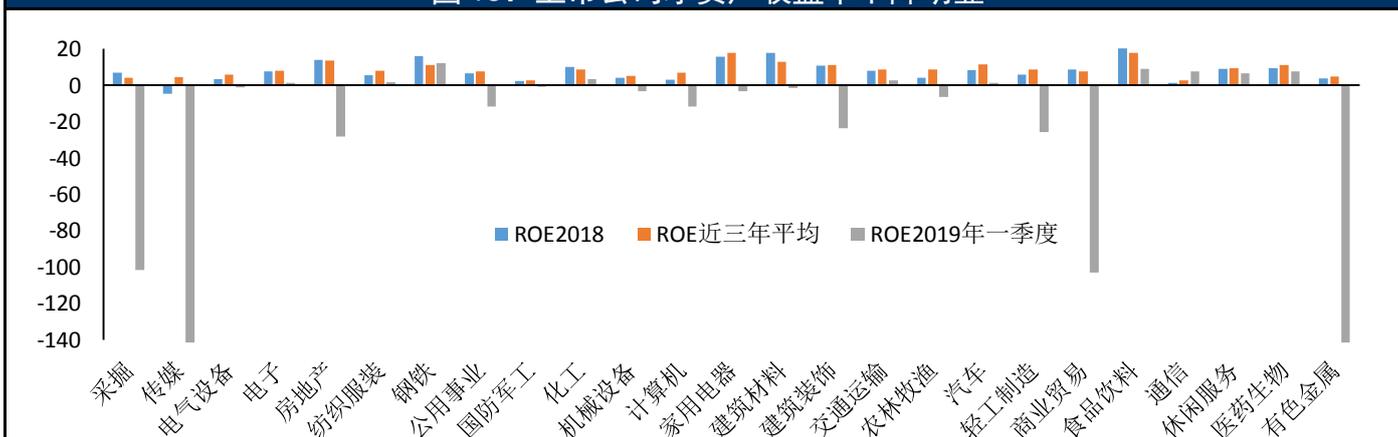
数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

二、经济运行中存在的问题：政策稳增长受多重制约，微观主体活力不足

（一）在实体融资需求较为低迷背景下，宽货币向宽信用传导机制不畅，可能引发结构性泡沫

当前国内实体经济需求低迷，从上市公司 ROE 数据来看，绝大多数行业 2018 年全年净资产收益率较前三季度有所下降，2019 年一季度大多数行业净资产收益率延续着下降的势头，制造业、民间投资等内生性投资较为疲弱，如果持续实施“宽货币”的政策，投放的大量货币难以有效投放至实体经济。在实体经济投资回报率偏低的情况下，资本的逐利属性使得过量的货币仍有可能在股市、债市及商品等领域寻找其他逐利机会，进而可能引发结构性泡沫。去年以来，在一些商品领域，货币的流入推动了价格的快速上涨，仍然值得高度关注。比如最近一年的苹果在产量大幅降低的情况下，资本大量进入了苹果期货市场，进而推动了苹果现货市场价格。

图 18: 上市公司净资产收益率下降明显



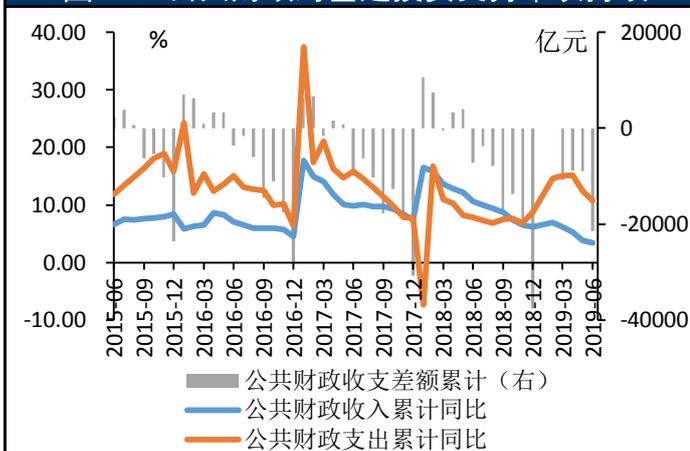
数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

（二）稳增长下财政政策的发力空间受限

尽管 4 月和 5 月的财政扩张节奏有所放缓，但与前几年相比，今年上半年财政前置的特征非常明

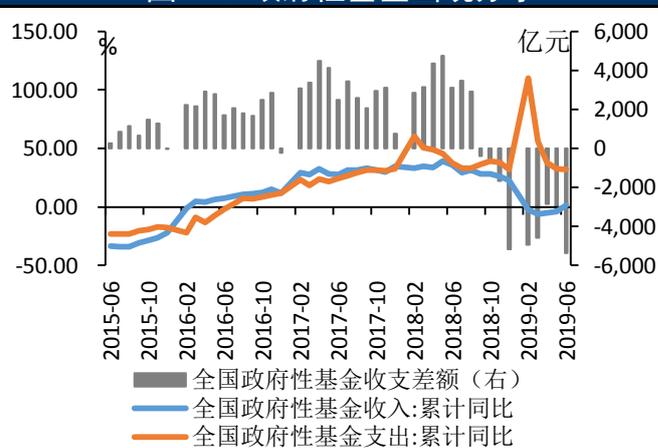
显。上半年，地方财政支出同比增长 12.5%，较去年同期增速上升 4.7 个百分点，虽然地方本级政府性基金支出虽然增长较上年同期回落 6.3 个百分点，但在收入增长放缓的背景下，依然保持了 32.8% 的高速增长，政府性基金出现赤字。从收入角度来看，二季度开始，个税同比增速创新低；2019 年 4 月份的增值税降税政策的实施导致增值税税收收入大幅降低，增值税占我国税收收入中比重较大，且此次增值税中税收占 50% 以上的制造业的增值税率大幅降低 3 个百分点，仅此一项就能降低企业税负约 5000 亿元。受此影响，5 月份财政收入增速今年以来首次出现负增长。地方政府采取各种政策来积极应对财政收入的下降，比如主动“挖潜”、多渠道盘活各类资金和资产，使得非税收入出现逆势回升，不过依然无法抵消增值税税收收入的下降。由于房地产调控持续，以国有土地出让金为主的政府性基金收入增速仍有进一步下行压力，从而对政府性基金支出增速有所约束。因此在政府收支差额不断扩大的背景下，下半年政府支出略显捉襟见肘，财政政策的发力空间受到较大限制。

图 19：公共财政对基建投资支持难以持续



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 20：政府性基金出现赤字



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 21：公共财政赤字与政府性基金赤字均扩大



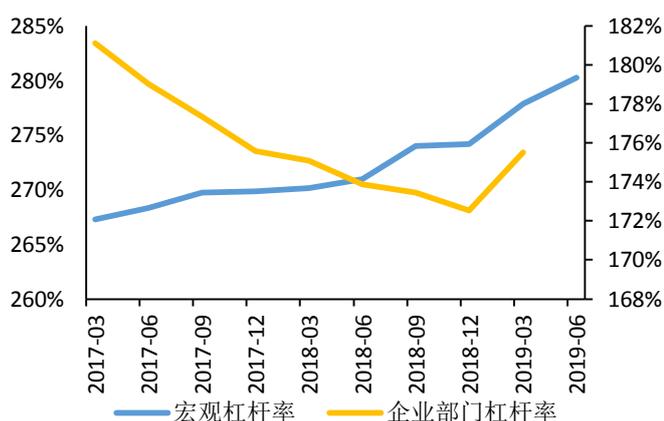
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）宏观杠杆率上升加快，债务风险仍然需要高度关注

虽然 2019 年以来，政策稳增长有效缓冲了经济的下行压力，但政策稳增长在一定程度上以杠杆率的攀升为代价。根据中诚信国际的测算，总杠杆率在一季度上升 3.68 个百分点的基础上，二季度进一步上升 2.42 个百分点，半年内增幅超过 6 个百分点，未能延续 2016-2018 年总杠杆率增长边际放缓的

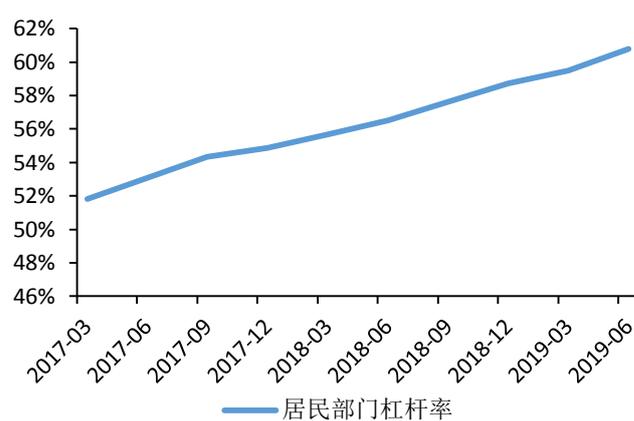
态势。分部门来看，非金融企业部门杠杆率由降转升，是带动总杠杆率增长加快最为重要的影响因素；受一季度房地产市场短期回暖、居民短期消费负债增加等因素影响，居民部门杠杆率保持持续攀升势头；地方政府专项债加快发行背景下，地方政府杠杆率继续攀升。但值得关注的是，虽然地方政府杠杆率增幅较小，但随着去年下半年以来对融资平台融资的监管政策出现调整，从严监管调整为“保障融资平台合理融资需求”，融资平台融资回暖，或增加地方政府隐性债务压力。

图 22：宏观杠杆率与企业杠杆率走扩



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 23：居民部门杠杆率持续提高



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）微观主体活力下降，政策短期刺激效果有限

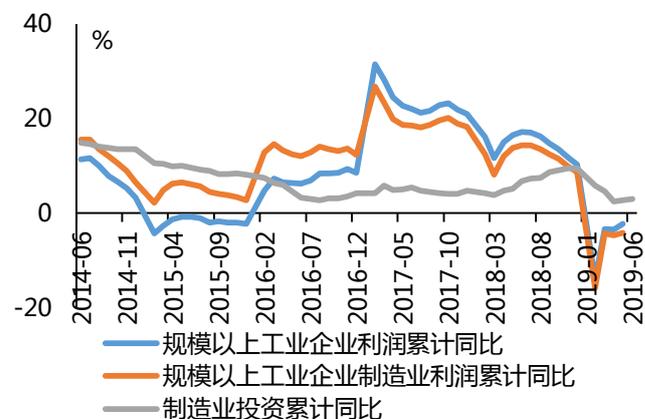
减税降费加力，但企业利润难以出现根本改善，在一定程度上制约了企业的投融资需求。二季度企业减税降费政策相对集中，4月份增值税减税以及5月份的社保降费。政策的出台对工业企业利润影响较为明显，二季度工业企业利润增速降幅持续收窄，采矿业增速有所回暖，不过在去产能力度边际减弱背景下制造业企业利润虽有所收窄，但收窄幅度有限。在国内经济下行，国内外需求不足的背景下，企业利润回升仍难从根本上有所改善。而企业利润回升有限进一步限制了企业的投融资需求，企业活力仍然不足。

图 24：工业企业利润同比增速降幅收窄



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 25：制造业利润回落难以吸引投资

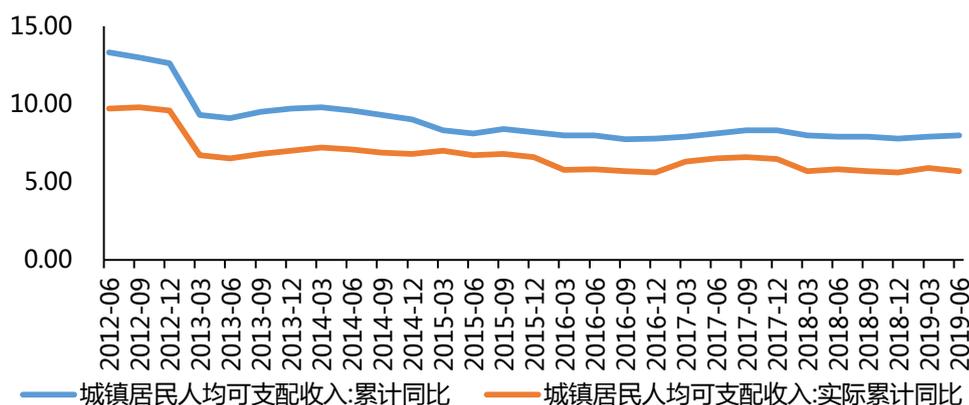


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

居民收入增速放缓、偿债压力较大影响居民消费，扩大内需政策效果或难以达到预期。上半年居民人均可支配收入实际累计同比下降0.3个百分点至6.5%，人均消费支出实际累计同比下降0.2个百

分点至 5.2%，自 2018 年 6 月份以来增速持续下降，不过居民人均消费支出居住部分持续保持较高的增长，上半年增速持续扩大。2019 上半年居民中长期贷款占比相对去年同期继续扩大，居民部门负债的扩大以及收入增长的放缓也在一定程度上抑制着消费潜力的发挥。根据人民银行资产报告，短期消费等负债也在迅速上升，在债务的压力下，居民净资产增速持续下降。在此背景下政府出台刺激消费政策，但在杠杆率持续提升，居民部门面临较大的偿债压力上很难从主观上扩大消费，扩大内需的政策更多的是透支居民部门未来的增长潜力，政策效果或很难达到预期。

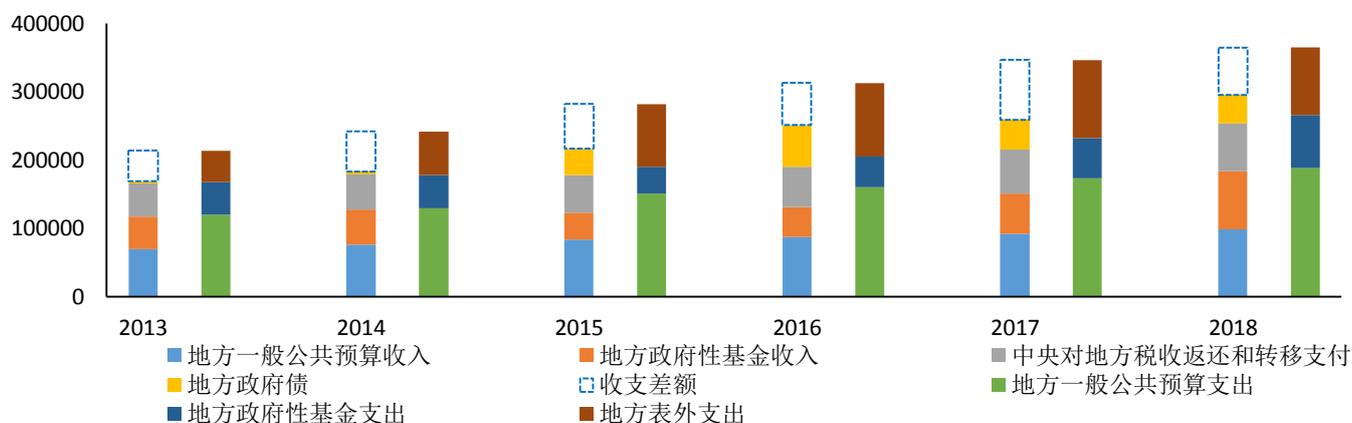
图 26：居民可支配收入增速放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

稳增长背景下，地方政府收支压力加大。上半年地方财政收入同比增长 3.3%，较去年同期增速上升 1.7 个百分点；地方本级政府性基金收入为 1.6%，较去年同期增速大幅回落 38 个百分点，主要由于国有土地使用权出让收入同比下降 0.8%，较去年同期增速大幅回落 43.8 个百分点。在地方政府收入下降的同时，地方政府支出在持续攀升。上半年，地方财政支出同比增长 10.8%，较去年同期增速上升 4.6 个百分点；地方本级政府性基金支出增长 32.8%，国有土地使用权出让支出增长 11.5%，公共财政赤字与政府性基金赤字均大幅走扩。地方政府收支一降一增，在债务水平已经较高以及现在正处于地方政府隐性债务风险化解的关键时期的背景下，2019 年地方政府财政恶化的风险较大。

图 27：地方政府资金缺口规模较大



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

三、对冲经济下行，宏观政策逆周期调控加大

上半年宏观政策的逆周期调整有效的对冲了经济的下行，“稳增长”政策效果的显现在一定程度上增强了中国经济增长的韧性，为中国经济下行的提供缓冲。下半年在逆周期调控的基础上，宏观政策不仅要“稳增长”，同时还要防范风险，坚守“双底线”的思维，强化应对各种短期冲击的能力。

（一）货币政策仍将保持稳健，继续结构性调整

当前货币政策以稳健为主，结构性宽松延续，根据经济形势进行预调微调。针对中小微企业以及民营企业的结构性宽松政策频出，政策落地中小企业贷款同比大幅增加。随着国内 CPI 逐渐稳定，世界范围内货币宽松大幕开启，美联储降息预期大幅提升，中美利差持续扩大，由一季度最低的 30BP 上升至二季度末的 123BP，外部环境对国内货币政策的压力不断减弱；不过在国内依然受制于防范化解重大风险的任务，货币政策更多的还是关注国内形势。目前结构性宽松的货币政策传导渠道依然有待进一步疏通，下半年货币政策更多的依然是在稳健的基础上延续结构性调整。

（二）财政政策的发力空间受限，财政“稳增长”力度仍有限。

当前财政政策对稳增长发挥作用较大，减税降费、促进消费以及提前发行专项债等政策多点开花。上半年财政支出前移给下半年的财政支出带来了压力。下半年在专项债可作为重大项目资本金的背景下，专项债依然是稳基建、稳增长的重要抓手。从促进消费来看，在目前居民部门收入放缓以及杠杆率持续提高的背景下，未来继续推动居民提高消费的政策效果仍有限。从减税降费来看，由于此次减税幅度较大，短期内不存在进一步减税的可能，未来更多的是对推动减税降费政策进一步落地，确保政策落到实处。

（三）“稳监管”基调延续，注重防范“处置风险的风险”

当前的监管政策注重“防风险”与“稳增长”的平衡：进一步规范 and 市场化政府投资、抑制房地产融资防止房地产过热、加强地方政府债务管理、坚决遏制隐性债务增量，同时放松地方融资平台发行公司债的申报条件以保障在建项目的资金支持和推动银行发行永续债以提升银行对市场的支持。从后续来看，在经济进一步下行或带动杠杆率继续被动攀升：基建托底思路下地方政府债务将继续增加，地方财政收支压力不断增大或导致地方融资平台债务进一步提升，对民企融资支持力度加大民企或将持续加杠杆，民企杠杆率仍有进一步攀升的概率。由于金融体系结构性风险仍存而市场情绪较为脆弱，未来监管政策仍需保持稳定，避免发生“处置风险的风险”。在房地产监管方面，由于上半年对房地产的监管偏紧，且下半年房地产投资大概率下降，房地产过热的势头有所抑制，下半年对房地产的监管仍将延续“房住不炒”的思路。

（四）继续加大供给侧结构性改革与对外开放

随着外部环境和国内发展条件的变化，我国经济结构必须有所调整，不过目前仍有许多阻碍因素。为此供给侧结构性改革中心应逐步调整。当前去产能改革已经初见成效，但是改革的核心仍需转移到下游行业，下游行业的升级才能从内生上推动上游行业升级，才能从根本上完成供给侧改革，所以未来供给侧改革的推动重点要在下游产业。此外加快推进产品市场改革与要素市场改革的协调，目前要素市场的市场化不足是产品市场上的很多问题的源头，所以要劳动、资本、土地等要素上进一步推行改

革。从对外开放上来看，进一步扩大鼓励外商投资范围，促进外资优化区域布局，在吸纳投资的基础上，还能缓和与其他国家贸易冲突的问题。

四、小结与展望

2019年上半年，在“稳增长”政策发力和一系列改革措施的提振下，中国经济成功抵御了下行风险的冲击，经济弱企稳，GDP同比增长6.3%。综合来看，虽然宏观调控的调整和改革力度的加大，但受制于多方面的因素，经济下行压力继续增大。同时经济依然面临着很多问题：货币政策的传导通道仍有待疏解，仍有“脱实向虚”的压力；宏观杠杆率持续攀升给防风险再度带来压力；财政收支压力增大，传统货币政策受到限制；此外微观主体基本上仍未改善，政策效果很难达到预期。

在中国经济运行中供需两端均存在下行压力的背景下，政策“稳增长”力度下半年有望继续加大，预计下半年货币政策在保持稳健的基础上继续保持结构性宽松；财政政策要合理提升专项债务限额的使用效率，有利于进一步稳定基建投资，发挥基建托底经济增长的作用；金融监管将进一步趋稳，以防范“处置风险的风险”；由于下半年中国经济将进一步下行，或将被动带动杠杆率攀升；对民企融资支持力度加大民企或将持续加杠杆，杠杆率仍有进一步攀升的概率，在经济下行压力以及高杠杆背景下，政策稳增长受到多重制约。由于中国经济运行中所存在的问题与风险，是长期因素和短期因素共同作用的结果，风险的缓释需要时间和空间，不过长期来看中国经济增长仍有一定的有利因素：增长潜力巨大的国内市场、研发为基础的国内产业体系、数字经济为基础的数据全球化和相关服务、一带一路为基础的包容性全球化以及日益成熟的宏观调控体系为我国经济提供了足够的韧性，从而提升中国经济增长的内生动能，促进我国经济长远健康的发展。

附表：

表 1 2019 年上半年相关政策

时间	政策	内容
3月5日	政府工作报告	防范化解重大风险要强化底线思维，坚持结构性去杠杆，防范金融市场异常波动，稳妥处理地方政府债务风险，防控输入性风险。
3月13日	沪深交易所窗口指导放松了地方融资平台发行公司债的申报条件	对于到期六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比 50% 的上限限制，但不允许配套补流。
3月18日	《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》	加强地方政府债务风险防控
2019/4/23	《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知财综〔2019〕14 号》	显示 2019 年全国城镇棚户区计划改造套数 285.29 万套，远低于市场预期，与 2018 年的实际开工的 626 万套相比，减少超过 50%，同时中央财政城镇保障性安居工程专项资金将根据财政困难系数分配至各地区，财政困难系数根据地方“保工资、保运转、保民生”支出占标准财政收入比重及缺口率计算确定。
2019/4/9	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	按照竞争中性原则，打造公平便捷营商环境，进一步激发中小企业活力和发展动力。认真实施中小企业促进法，纾解中小企业困难，稳定和增强企业信心及预期，加大创新支持力度，提升中小企业专业化发展能力和大中小企业融通发展水平，促进中小企业健康发展。
2019/4/25	《关于做好地方政府债券发行工作的意见》	4 月底，财政部发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》（财库【2019】23 号）（以下简称《意见》），并根据《中华人民共和国预算法》、《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）和地方政府债券（以下称地方债券）发行管理有关规定，进一步提出要求。
2019/4/28	《财政部办公厅关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知》	遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，夯实 PPP 高质量发展基础，并针对已入库的所有 PPP 项目，全部再次检查。
2019/5/5	《政府投资条例》	5 月 5 日，国务院公布《政府投资条例》（以下简称《条例》），《条例》从政府投资决策、政府投资年度计划、政府投资项目实施等七个方面对政府投资进行详细规范，明确项目决策标准及流程、开工建设实施要点、后续监督管理和违法后的相应责任，《条例》将于 7 月 1 日开始施行。
2019/5/16	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	其中明确指出推动政府收费公路存量债务置换。允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务。
2019/5/28	《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》	提出五方面共 22 项任务举措加快推进国家级经济技术开发区，对于区域内城投建设企业起到了一定支持作用。
2019/6/6	《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	重点从“巩固、增强、提升、畅通”四方面，推动汽车、家电、消费电子产品更新升级，促进旧产品循环利用。

2019/6/10	《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》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，依法合规推进重大项目融资，促进经济运行在合理区间，并要求积极鼓励金融机构提供配套融资和加强组织保障工作。
2019/6/30	《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》	在保持鼓励外商投资政策连续性、稳定性基础上，进一步扩大鼓励外商投资范围，促进外资在现代农业、先进制造、高新技术、节能环保、现代服务业等领域投资，促进外资优化区域布局

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号：20190723

作者	部门	职称
袁海霞	研究院	首席宏观分析师/宏观金融研究部总经理
王秋凤	研究院	高级分析师/高级经理
李路易	研究院	助理分析师