

经济稳中有变，政策峰回路转

——2018 年宏观形势回顾与展望之经济篇

2018 年 12 月 10 日

研究发展部：盖新哲、张晓

声明：本文为远洋资本研究报告的部分内容节选，其内容通过公众平台推送会存在一定时滞。本文信息仅供一般性研究使用，并非旨在对第三方提供投资决策参考依据。未经许可，任何机构和个人均不得以任何方式转发、复制、修改或者刊登。

过去的 2018 年宏观形势之严峻前所未有，关键在于去杠杆和贸易战两大政策冲击叠加，然而形势比人强，对未来不必悲观。展望下一阶段，经济周期进入收缩阶段，但保增长取代去杠杆成为政策目标，房地产处于迈向下一轮周期回升的前夜，美元债和不良资产机遇突显，数据地产、物流地产等发展趋势不改，资管体系将进入重塑阶段，未来更多新业务将逐步显现。

一、2018 年经济形势回顾与 2019 年展望

（一）2018 年经济运行主要特征

1. 经济运行稳中有变，内外变化超出预期

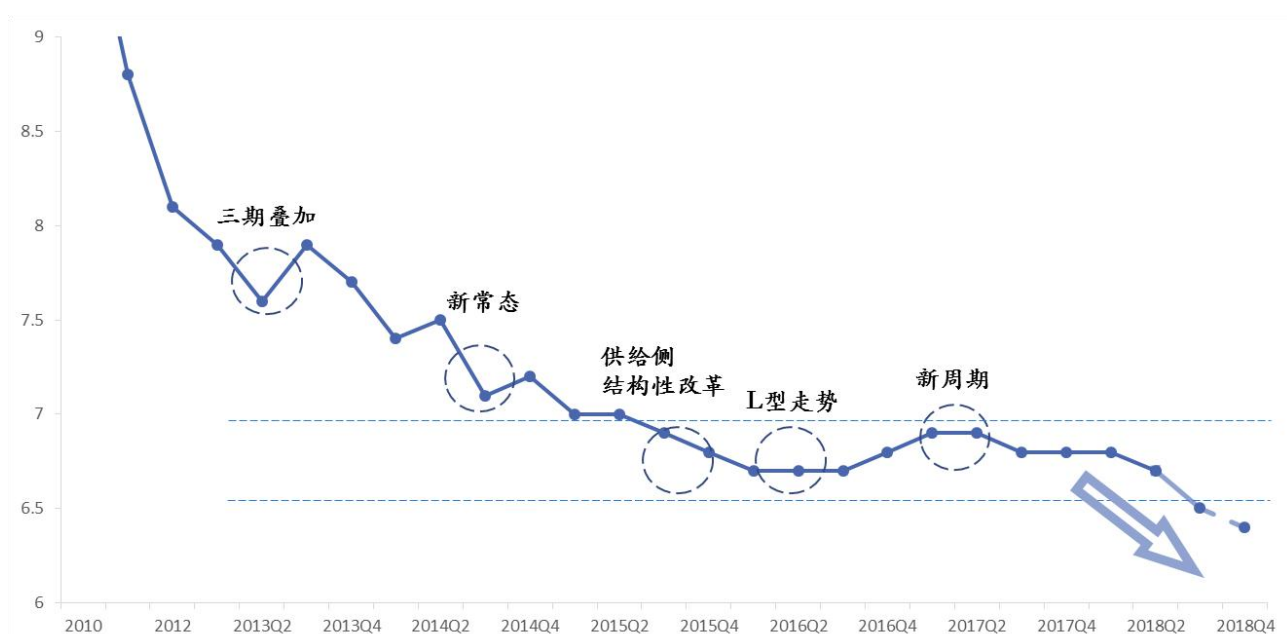
2018 年宏观经济“稳中有变”，这个“稳”主要体现在经济结构的转型和就业形势良好。一是服务业持续扩张，经济结构转型的趋势没变。2018 年前三季度，服务业增加值 34.58 万亿，GDP 占比进一步增加至 53.1%，服务业超过工业生产成为经济主要拉动力，对经济增长贡献率达 60.8%。二是就业提前一个季度完成目标，为容忍 GDP 增速放缓提供了可能。2018 年新增就业平稳增长，

前三季度累计城镇新增就业达到 1107 万人，提前一个季度完成了全年目标任务；全国城镇登记失业率 3.82%，降至多年来低位。经济增长放缓的大背景下，就业的稳中向好主要得益于经济转型的红利，大量的就业人口转向第三产业，现代服务业成为吸纳就业的主体。

更令各方关注的是“稳中有变”的“变”，“变”在我国经济动能超预期放缓，中美经贸冲突超预期升级。

从内部看，2018 年经济下行压力之大是在 2017 年未能预料到的。2016 年、2017 年连续两年中国经济动能超预期回升，摆脱了 2014 到 2015 年的通缩困境，市场普遍预期 2018 年中国经济继续稳定增长，实现“L 型”底部企稳。但实际情况是 GDP 增速在 2018 年逐季度回落，三季度下滑至 6.5%，较去年同期放缓 0.2 个百分点。经济景气指数持续走弱，制造业 PMI 呈现倒 U 型走势，到 11 月已降至接近荣枯线，预示着下一阶段增长乏力。

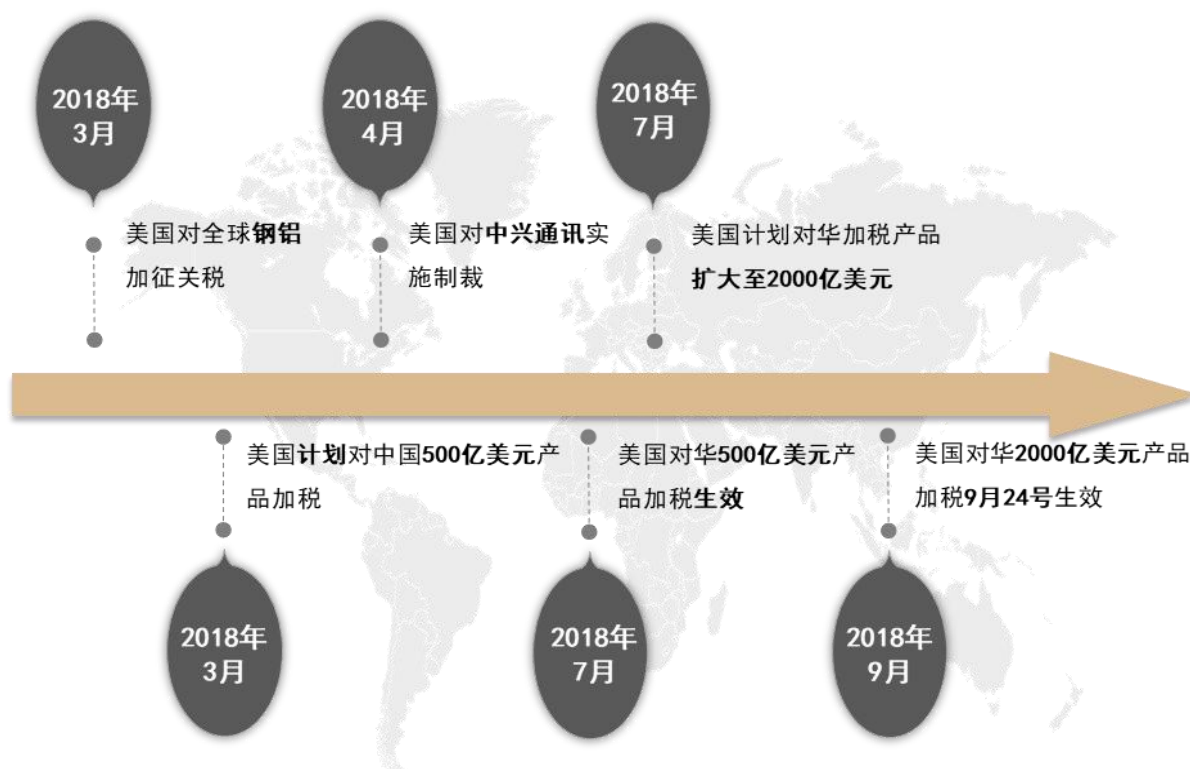
图 1：GDP 增速在 2018 年逐季回落，未能保持 L 型企稳



资料来源：Wind，远洋资本研究发展部

从外部看，中美经贸冲突升级之快超出预料，国际环境变局的担忧升温。自中国加入世贸组织以来，美国支持的全球化、自由贸易及多边贸易规则为我国提供良好的外部环境，由此我国深度融入国际分工和全球产业链，出口长期高速增长、工业化迅速起飞。2016年特朗普当选美国总统时，其竞选期间加征关税、对华施压言论引发各方担忧，但2017年中美领导人成功互访，一度双边关系进入温和状态。但2018年3月以来，特朗普先后对全球钢铝产品、中国500亿美元产品、2000亿美元产品加征关税，先后对中兴、华为制造困难，完全与美国过去的全球化导向相悖，针对中国施压的手段前所未有，远远超出了资本市场惯性思维和基准预期，造成市场多次剧烈波动。这也意味着，全球产业链重构在所难免，中国过去所依靠的国际分工格局将发生巨大扭转。

图 2：中美经贸关系冲突不断升级



资料来源：远洋资本研究发展部

2. 消费投资增速双双下降，出口增速不减反增

消费近年来成为经济增长主要的拉动力，然而 2018 年的社会消费品零售总额指标不及预期。截至 10 月，社会消费品零售总额累计增速 9.2%，低于去年同期 0.9 个百分点。一是居民杠杆率攀升，挤压了消费需求。从 2016 年开始的房地产去库存，大量三四线城市房价上涨，受棚改货币化和房价预期的影响，非自主的购房需求增加，三四线居民负债高企，高负债挤出了居民消费。二是企事业单位作为经济运行的主体，融资环境空前紧张，也使其不得不收紧开支，从而反映在消费乏力。三是在细分品类上汽车消费较往年异常疲弱。这主要是汽车购置税减免优惠政策到期，前期大量消费需求透支，下半年以来汽车消费已连续呈现负增长。

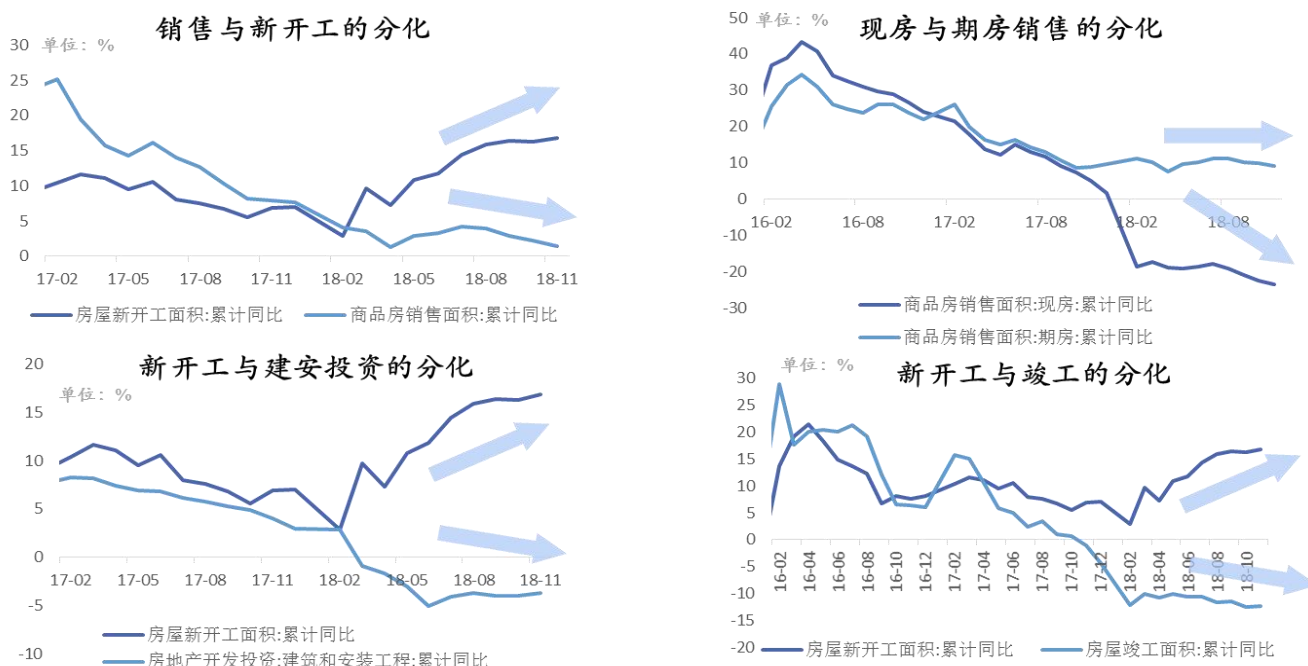
今年以来固定资产投资增速持续下滑，行业出现分化。截至 10 月，固定资产投资完成额累计同比增速 5.7%，较年初下滑 1.5 个百分点。其中制造业投资超预期上行，1-10 月制造业投资增速 9.1%，连续 7 个月上涨，较去年同期上涨 5 个百分点。制造业的逆势上涨，一是工业企业产能利用率和盈利增速处于高水平，企业投资意愿较强。2018 年工业企业平均产能利用率 76.6%，企业盈利仍保持 10%以上的高增长。二是受供给侧改革和环保督查影响，企业技术改造投资动力增强。基建投资一落千丈，基建一反常态结束了过去稳定的两位数增长。1-10 月基建投资同比增速 5.7%，低于去年同期 10.15 个百分点。基建的回落一是在金融去杠杆的背景下，地方政府负债端受到挤压。上半年专项债的发行规模远不及预期，隐形债务被要求清理，基建投资资金来源收缩。二是从防

风险的角度，对 PPP 类项目，加强了合规性及经济效应的校验；地方类公共设施建设，严格了建设申报条件。

3. 房地产销售增速放缓，但新开工面积逆势而上

2018 年房地产调控持续深化，行业内部呈现新特点。一是销售、投资、新开工增速的一致性趋势消失。表现为销售增速逐渐放缓。1-10 月，全国商品房销售面积 133117 万平，同比增长 2.2%，较去年同期增速回落 6 个百分点。投资增速稳中有升。1-10 月，房地产开发投资额累计同比增速 9.7%，较去年同期增加 1.9 个百分点。新开工增速持续上涨。1-10 月，房屋新开工面积累计同比 16.3%，较去年同期上涨 10.7 个百分点。对比过去，销售增速下降会带来新开工增速的下降，从而导致投资增速的下降。如今，一致性趋势的消失主要是由于房企土地购置投资增加。截至 10 月土地购置费累计 3.01 万亿，同比增加 63.4%。土地购置费的增加在统计指标上抵消了建安投资的负增长，支撑了房地产开发投资企稳，带动了新开工持续上涨。在微观层面的原因有两点。第一是部分城市库存水平较低，房企有补库存动力。第二是房企从金融体系融资的渠道收窄，不得不依靠加快开工、推盘回款的方式保障现金流。

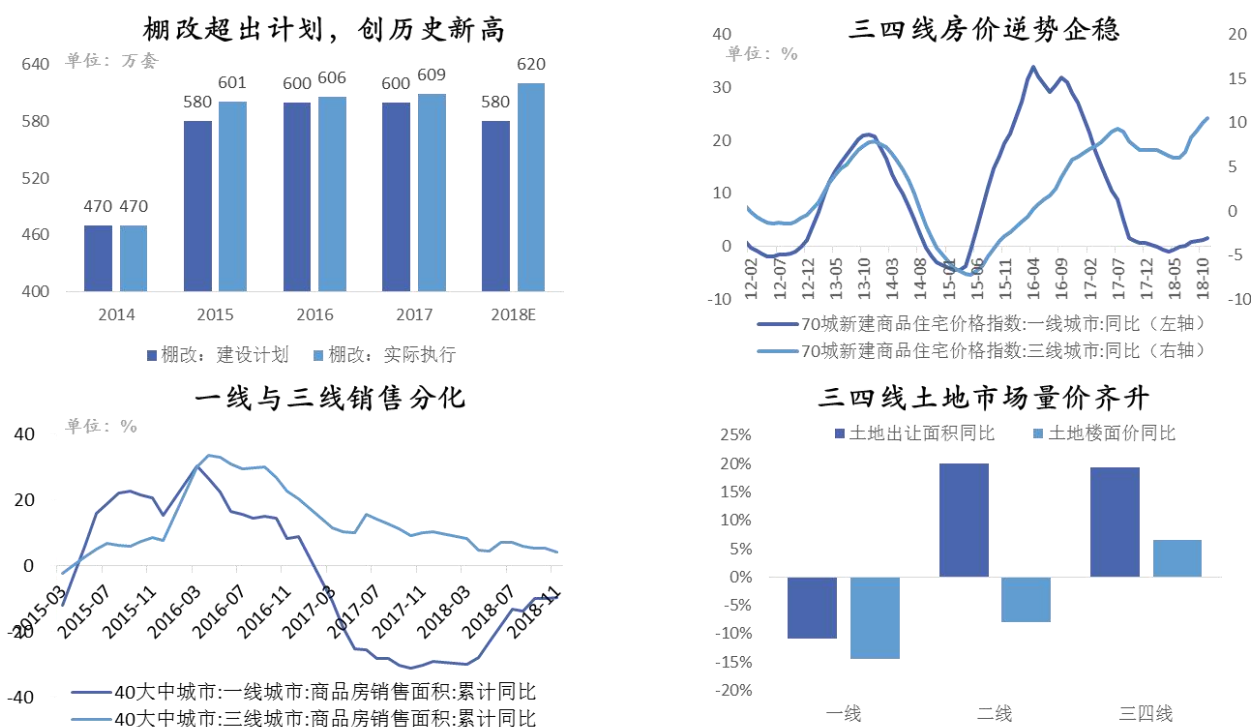
图 3：销售、投资、新开工等指标出现分化



资料来源：Wind，远洋资本研究发展部

二是一二线、三四线销售出现背离。“因城施策、分类调控”的差异化政策使得不同区域不同城市之间出现分化。一二线城市方面，2017年一二线城市密集出台了严厉的限购限贷政策，销售呈现负增长。2018年受强政策效果持续的影响，上半年销售增速延续负增长。下半年随着预期的回调，销售增速筑底回升企稳。三四线城市方面，上半年部分城市未受到政策调控的限制，受到棚改货币化推动，销售增速仍保持低位的正增长。下半年以来，随着棚改货币化的收缩，以及政策调控的深入，市场回归理性导致增速跌入负增长。

图 4：一二线、三四线房地产周期出现分化



资料来源：Wind，远洋资本研究发展部

（二）2019 年经济压力不减，企业盈利进入下行周期

1. 政策出手托底基建，对冲贸易战对出口影响

全球经济转弱和贸易战将显著冲击 2019 年外需动能。一是全球经济复苏势头减弱，欧元区、日本等国家经济景气指数一致回落，美国经济也难以像 2019 年一样强劲。二是贸易战将从预期变为现实冲击，企业把大量订单赶在 2018 年提前出口之后，2019 年的出口将明显弱化。2018 年秋季广交会的成交金额相比去年同期下降 1%，是近三年以来首次陷入负增长。从 PMI 数据来看，新出口订单连续 6 个月位于荣枯线以下。这些领先指标都预示着 2019 年出口外需非常疲弱。

外需不振的条件下，内需主要靠基建托底。消费方面，虽然国家出台了相应的促进消费良好健康发展的政策，但居民收入放缓，消费难以短期内大幅反

弹。投资需求方面，伴随着企业利润增速的下降、外需摩擦的不确定性，制造业投资增速的涨幅会逐渐收窄。基建方面，财政推动基建发力是 2019 年重要政策亮点。在专项债增发、PPP 重启的助力下，基建投资有望止跌回升，保障不出现 GDP 增速低于 6% 的失速局面。

2. PPI 增速延续疲态，工业企业盈利持续下修

PPI 增速将延续疲软态势，从而导致工业企业利润的走低。2016 年起 PPI 增速的上涨得益于去产能，实际是供给端的减少助推了相关工业品价格的上涨。在需求充足的情况下，价格的挤出效应并不明显。但在 2019 年，随着内外需求同步走弱，PPI 增速必将加快回落。由工业品价格上涨带动的企业盈利改善会随着价格的下降而走低，工业企业盈利将开启一段持续下修的周期。

3. 跨越周期拐点，调控边走边看

2019 年是房地产周期的拐点之年。房地产行业经历的 2018 年是寒冬，全年处于下行周期。与之相比，2019 年正处第三轮周期的底部，第四轮周期的起点。站在周期的拐点上，这个冬天延续时间更久，下一个春天来得更晚。

一二线城市销售企稳，符合周期运行。考虑到一线城市已经顺周期调整较长时间，进一步下行概率较小，2019 年市场重心将重回一二线，银行主动下浮按揭利率水平，改善性需求的限制可能放松，预计一二线商品房销售面积增速由负转正，保持小幅正增长，站稳周期拐点。

三四线供给释放同时需求弱化，销售将较大幅度下滑。一是供给释放。上一轮周期期间三四线大量新开工和拿地，意味着 2019 年新房供给将集中释放。二

是棚改动力弱化。按照三年棚改规划，预计 2019 年棚改 460 万套，比 2018 年下降 25%，同时货币化比例下降，棚改支撑力故而减弱。2019 年三四线销售量价可能较大幅度下降，拖累第四轮房地产周期的上行拐点明显延后。

预计 2019 年房地产调控边走边看，分两个阶段展开。前两个季度，按照“因城施策”原则，三四线城市根据当地财政压力分别微调细调，不足以催化新的强势周期；第三季度是潜在拐点，如果 GDP 增速未能扭转连续 5 个季度走弱（2018Q2-2019Q3），或将开启新一轮对冲式调控，在推行房地产税等长效机制对冲暴涨预期的前提下，放松重点城市限制。