

经济持续下行，需货币和财政双配合

宏观经济6月动态报告

核心内容：

1、发达国家回落，发展中国家分化

美国经济拐点来临，美联预期下半年降息。欧元区仍然震荡，欧央行鸽声嘹亮。韩国出口再度下滑预示全球不景气，澳大利亚已经降息，受铁矿石影响巴西依然强劲。

2、中国生产端和需求端均下滑，房地产先行指标回落

先行指标回落，PMI新订单快速下滑，中美贸易摩擦升温致使经济快速回落，预计6月份PMI仍在荣枯线下。房地产先行指标回落，房地产增速下半年下降。

生产端回落，5月份我国生产端继续下滑，外资生产跌入负值，6月份先行指标也在下行，挖掘机、土地出售仍然下滑，钢产量下降，发电量可能稍有好转。工业生产在2季度下滑，预计在5.2%左右。

需求方面，居民需求有所回升，汽车消费上行，但6月份中国乘用车销量下滑仍然超10%，原油价格回落因素，预计居民消费全年7.5%，出口前景堪忧，出口增速回落至-7%左右。政府需求反而较为平稳，自1季度后并未有所变化，预计基建投资2季度4.5%，固定资产投资2季度5.5%。

3、信贷不振，风险事件影响持续

新增社会融资增速和新增信贷仍然不振，商业银行扩表速度5月份平稳。信贷增长暂有停滞在8%-9%左右，企业信贷疲软。受“包商银行”影响，流动性分层，非存款类金融机构增加杠杆应对。

4、经济需要财政和货币的双重配合

中美贸易摩擦升级下，国务院重提“六稳”，稳经济成为首要任务，虽然G20可能会重开谈判，但不排除期间中美之间的极限施压。美国关税对我国外贸以及制造业企业的影响在下半年会逐渐展开，需要中央财政和货币政策的刺激。

6、未来政策、经济推演

预计3季度GDP下滑至6.2%，3季度CPI回落，是货币政策展开的窗口，下半年财政部可能增加地方专项债的额度，对地方政府借债管理稍有放松。我们认为货币政策以降准为主，增加逆回购量，如果美国降息，我国也会相应降低公开市场利率。财政方面，主要是对地方政府现有债务的化解，以及对地方政府在借债的阶段性的放松。在通胀暂时允许的条件下，只有增加杠杆稳定经济更为迅速。对生产要素管制放开，市场资源自由支配等改革仍然需要时间。

对未来政策的推演，基于中美谈判结果，如果G20之后中美能有共同达成协议的步骤，那么经济仍然会缓慢下滑，基建投资上升幅度不大，货币政策稍显

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com

执业证书编号：S013051107000403

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

宽松，这对股市利好中显中性，对债券市场利好。如果协议仍然无期限达成，那么下半年经济滑落速度加快，刺激政策快速推出，财政和货币政策配合，那么利好股市，利空债市。如果协议仍然无法达成，经济回落，而采用市场化手段进行改革，释放生产要素活力，减少管制，小幅刺激拖住底部，那么对股票市场长期利好，中短期较为中性，对债券市场利好。

主要风险：中小金融机构破产的风险、中美贸易摩擦走向极致施压的风险、CPI超预期上行的风险、货币政策过于谨慎的风险

目录

一、经济持续回落，需财政货币双配合	3
二、国际经济观察	4
(一) 发达经济体预期货币宽松	4
1、美国：经济拐点到来，美联储预期降息	4
2、欧元区：增长有压力，随时准备再宽松	6
3、日本：二季度并不乐观	8
(二) 发展中国家经济分化	9
1、韩国出口再次大幅回落	9
2、铁矿石价格上行利好巴西经济	10
3、澳大利亚：6月开始降息	11
三、国内经济回落	12
(一) 先行指标回落	12
1、5月份 PMI 回到荣枯线下	12
2、房地产先行指标回落，生产小幅回落	13
(二) 生产端：上游趋于停滞，中下游继续回落	15
1、生产弱势，外资生产跌入负值	15
2、上中下游产品产量全线回落	17
(三) 需求端：居民支出维稳，政府有待发力	18
1、消费：刺激政策小幅见效，全年仍然震荡	18
2、投资：房地产基建回落，下半年再下台阶	20
3、进出口：出口回升恐难持续	22
(四) 通胀：预计 CPI 走高，PPI 回落	24
1、CPI：猪油共振担忧减弱，年末迎高点	24
2、PPI：商品价格回落，下半年跌回负值	25
(五) 工业利润：低点在下半年	26

四、金融：社融信贷不振，风险事件影响持续	28
五、未来经济走势和政策判断	30
六、国内外主要风险	31

一、经济持续回落，需财政货币双配合

美国经济周期拐点已现，欧元区仍然在挣扎，美联储提高了降息预期，欧央行也“鸽声”嘹亮。发展中国家回落，韩国出口再次下滑，澳大利亚已经降息，铁矿石支撑的巴西表现较好。

即4月份指标回踩后，5月份并未出现反弹，经济指标持续回落。先行指标PMI重新跌破50%的荣枯线，5月份我国生产端继续下滑，外资生产跌入负值，6月份先行指标也在下行，挖掘机、土地出售仍然下滑，钢产量下降，发电量可能稍有好转，但可能是居民用电大增。需求端也不景气，居民需求有所回升，汽车消费上行，但6月份中国乘用车销量下滑仍然超10%，原油价格回落因素，预计居民消费全年震荡。外部需求5月份有赶工期的因素，PMI新订单出现大幅下滑，未来外部需求必定持续回落。政府需求反而较为平稳，自1季度后并未有所变化。

央行仍然在评估经济运行和通胀的变化，尤其是“包商银行”风险事件并未结束，流动性分层仍然延续。大银行流动性较为充裕，但大银行和小型银行，以及中小型非银行金融机构间的不信任度增加，资金流动不畅。信用渠道不理顺，资金宽松就需要成倍增加，不符合央行“合理适度”的操作。

中美贸易摩擦升级下，国务院重提“六稳”，稳经济成为首要任务，虽然 G20 可能会重开谈判，但不排除期间中美之间的极限施压。美国关税对我国外贸以及制造业企业的影响在下半年会逐渐展开，需要中央财政和货币政策的刺激。

在经济持续走低的情况下，3 季度 CPI 回落，是货币政策展开的窗口，下半年财政部有可能增加地方专项债的额度，对地方政府借债管理稍有放松。我们认为货币政策以降准为主，增加逆回购量，以及如果美国降息，我国也会相应降低公开市场利率。财政方面，主要是对地方政府现有债务的化解，以及对地方政府在借债的阶段性的放松。在通胀暂时允许的条件下，只有增加杠杆稳定经济更为迅速。对生产要素管制放开，市场资源自由支配等改革仍然需要时间。

二、 国际经济观察

（一） 发达经济体预期货币宽松

1、 美国：经济拐点到来，美联储预期降息

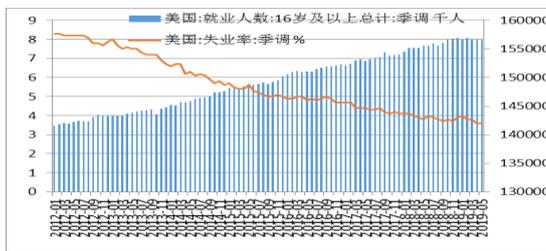
总体上看，美国就业增加开始大幅放缓。主要是已经实现充分就业，经济增长对就业的拉动下降；但是，薪资增速虽然维持高位，但不再加速上升，这表明，经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。

同时通胀压力有限，加上近期数据显示经济增长可能会减速，美联储主席鲍威尔最近表示愿意在必要情况下降息。圣路易斯联储行长布拉德表明可能支持降息。CME 显示的 9 月美国降息数据再度升高至 93.5%，美元指数也刷新逾三个月低点，国际现货黄金大涨。

美国劳工部公布的 5 月非农就业人口增加 7.5 万人，创出三个月最低水平，还不及预期的 18 万的一半。不过，4 月非农就业由 22.4 万人修正为 26.3 万。失业率维持 3.6% 不变，仍为 1969 年以来最低水平，符合预期。

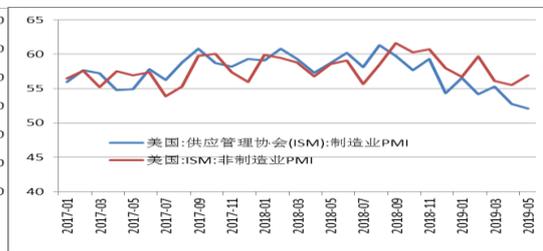
不仅非农数据不及预期，而且美国的薪资不佳。5 月平均每小时工资环比增长 0.2%，同比上涨 3.1%，低于预期。平均每周工时 34.4 小时，略低于预期(34.5)，持平于前值。劳动力参与率维持在 62.8%。

图 1：美国失业率持续下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：制造业 PMI 再度下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

同时，其他就业数据亦不佳。5 月 ADP 私人就业人数仅增加 2.7 万，创下 2010 年 3 月以来最低水平，远不及预期的 18.5 万，前值从 27.5 万下修至 27.1 万。其中，制造业就业人数减少 0.3 万人，建筑业就业人数减少 3.6 万人，金融服务业就业人数增加 1.3 万人，专业/商业服务就业人数增加 2.2 万人。

美国 ISM 制造业 PMI 为 52.1，前值 52.8。5 月数值创 2016 年 10 月份以来新低。虽然新订单指数有所反弹，从 4 月的 51.7 小幅上涨至 52.7，意味着美国制造业内需依然没有进一步恶化。ISM 制造业 PMI 就业指数也出现了反弹。ISM 制造业 PMI 出口订单指数同样也上行至 51.0，远高于 4 月的 49.5，并且创下了自去年 2 月以来最大的涨幅。但产出指数在 4 月大幅下滑后，5 月继续下滑至 51.3。未交货订单指数对整体指数带来了大幅度的拖累。该指数从 4 月的 53.9 下滑至 47.2。该指数下行则有可能对美国制造业企业在未来数月内产出量带来一定的下行压力。

图 3：美国 PPI 上行（%）

图 4：CPI 小幅下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

美国一季度实际 GDP 年化季环比修正值 3.1%，略好于预期的 3%。其中商业和私营领域库存投资逊于预期。但消费支出较为强劲，虽然不足以抵消其他领域的下行状态。一季度个人消费支出增长 1.3%，而上一季度增长 2.5%，但远高于 2018 年第一季度的 0.5%。如果二季度美国经济继续增长，这个全球最大经济体在今年 7 月份将创有史以来最长的经济增长周期记录。

整体而言，美国经济继续稳健增长，但近期数据表明，美国经济高于潜在增速，随着减税和强劲政府支出刺激因素消退，经济将有放缓的风险。劳动力市场也已面临新的压力，的 PMI 指数、薪资、零售销售、工业产值和房地产销售数据都显示，在第一季度好于预期之后，美国经济在未来将会减速。

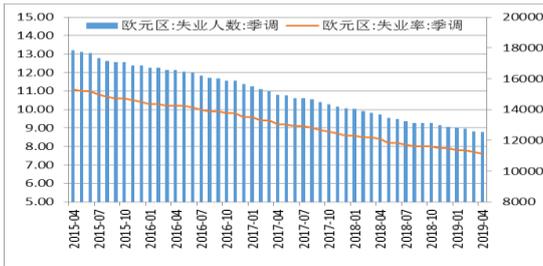
2、欧元区：增长有压力，随时准备再宽松

欧元区 5 月服务业 PMI 终值 52.9，好于预期与初值的 52.5。5 月制造业 PMI 终值 47.7，符合预期。PMI 终值虽好于预期，但经济增长乏力，5 月份新订单几乎没有增加，产出连续第四个月下降，企业对未来一年增长的预期也有所下降。订单/库存比率也连续第二个月上升，达到 6 个月高位，这预示着欧元区 6 月经济下滑将放缓；因汽车行业需求下滑，英国脱欧以及其他地缘政治的不确定性，欧元区制造业仍面临不稳定的风险。

欧元区 5 月份的通货膨胀率大幅度下降，而在 4 月份的失业率达到了从 2008 年以来最低水平。4 月生产物价指数(PPI)按年升 2.6%，升幅明显低于市场预期的 3.2%，按月出乎意料跌 0.3%。欧元区 5 月份通货膨胀率仅为 1.2%，而 4 月份为 1.7%，其主要原因是能源价格的下跌。低于预期的 1.4%。远

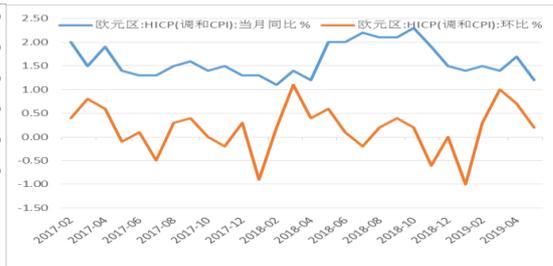
低于欧洲央行 2.0%的通胀目标。扣除能源食品后的核心 CPI 在 5 月份降至 0.8%，与 4 月相比下降 0.5 个百分点。

图 5：欧元区失业率下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：欧元区 CPI 下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

但欧元区失业率达到自 2008 年 4 月以来的最低水平至为 7.6%。从 2016 年 9 月份低于 10% 开始，欧元区的失业率一直在稳步下降，目前 7.6% 的失业率，接近于 2007 - 2008 年金融危机前的平均值，当时为 7.5%。在债务危机最严重的时候，欧元区的失业率在 2013 年 4 月、5 月和 6 月达到空前的 12.1%。

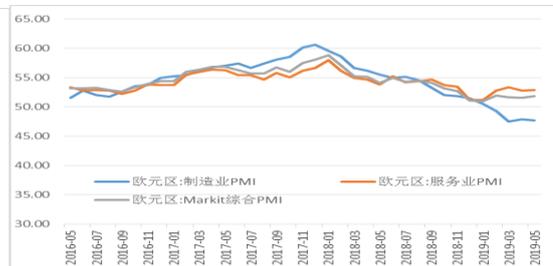
欧元区 19 个国家中，德国(3.2%)和荷兰(3.3%)是 4 月份录得失业率最低的两个国家。希腊(最新为 2019 年 2 月为 18.5%)和西班牙(13.8%)的最高。欧盟 28 个国家 4 月的平均失业率为 6.4%，是欧盟统计局 2000 年 1 月开始的月度统计数据以来的最低失业率。

图 7：欧元区 PPI 下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：欧元区制造业 PMI 下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

欧洲央行在 6 月 6 日的货币政策会议上，决定保持基准利率为零，存款利率为-0.40%，边际贷款利率为 0.25%不变，并称当前的利率水平将至少持续至 2020 年上半年。同时，欧央行宣布上调 2019 年欧元区经济增长预期 0.1 个百分点至 1.2%。

欧洲央行行长德拉吉在发布会上称，考虑到经济下行风险较大，适当的货币宽松是必要的。对欧元区基本面充满信心，欧元区陷入衰退的风险很低。

3、日本：二季度并不乐观

日本第一季度 GDP 环比增长 0.6%，预估为 0.6%。日本第一季度 GDP 折合年率增长 2.2%，预估为 2.2%。内需对 GDP 增长贡献 0.1 个百分点，外需贡献 0.4 个百分点。从分类项目看，内需中住宅投资增加 1.1%，实现连续 3 个季度增长，公共投资增长 1.5%，反降为升。外需中国际贸易净出口增加对拉动 GDP 增长发挥了重要作用。

日本 5 月制造业 PMI 终值 49.8，前值 49.6。日本 5 月 PMI 终值分项指数显示，出口订单萎缩速度创四个月最快。日本 5 月服务业 PMI 51.7，前值 51.8；综合 PMI 50.7，前值 50.8。

日本实际出口环比下降 2.4%；由于内需不足，本季度原油、天然气、原材料等生产物资进口量下降 4.6%。贸易顺差下降至 50 亿日元。由于中美贸易摩擦的影响，中国等亚洲对日订单较多的国家订货

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_11763

