

民银智库研究

2019年第15期

总第107期

中国民生银行研究院

2019年6月15日

全球衰退风险前兆初显 扩大内需成为当务之急

——2019年6月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- **5月以来全球经济下行压力加大，已初步显露衰退前兆。**摩根大通全球制造业PMI指数和OECD综合领先指标均连续回落至多年来低位。美国经济明显走弱，3月期和10年期国债收益率持续倒挂，显示出衰退征兆，美联储降息预期升温；英国“脱欧”风波持续，欧洲通胀再创新低，经济仍有下行风险，欧央行推迟加息预期至2020年上半年；日本经济维持增长态势，但衰退的可能性进一步上升，而更多刺激政策恐难出台；主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化。我国面临的外部挑战与不确定性继续增加。
- **5月主要经济数据总体弱于预期。**一是受中美贸易摩擦升级影响，市场预期和需求下行，5月工业增加值增速创近29年来新低；二是基建投资托底作用未充分发挥，拖累固定资产投资增速继续回落；三是内需疲弱、大宗商品价格处于低位以及加工贸易进口谨慎等因素致使5月进口同比下降8.5%；四是结构性通胀压力上升与总需求偏弱并存；五是财政收入今年以来首次出现同比负增长；六是信贷短期冲量特征明显，企业需求仍显不足。与此同时，制造业投资、社会消费品零售总额与出口增速的反弹成为为数不多的亮点，但与季节性、抢出口等因素有关，可持续性仍然存疑。
- **经济内生企稳动力尚需稳固。**中美贸易争端悬而未决，国内需求尚不强劲，抢出口因素或在短期内对出口增速和工业生产形成一定支撑，但缺乏可持续性，同时制造业投资和房地产开发投资仍有下行压力。因而逆周期调节政策重要性上升，财政端的减税降费和货币端的边际放松将发挥稳增长、扩内需作用，为应对经济下行挑战做好准备。
- **政策展望及建议。**面对内外部需求的同时下降，以及中美贸易摩擦带来的不确定性，财政政策应为稳定经济增长、打赢脱贫攻坚战、推动落实科教兴国战略提供强力支持和保障，货币政策将更注重资金面稳定和引导市场预期。更重要的是要积极妥善应对中美贸易摩擦，争取双赢的谈判结果；积极扩大开放，寻求外需替代；加快推进全方位改革，积极扩大内需。

目 录

一、 全球宏观经济形势分析	1
美国：贸易摩擦继续加剧，降息预期进一步加强.....	1
欧洲：通胀再创新低，推迟加息预期至 2020 年上半年.....	2
日本：经济增长面临压力，但更多刺激政策恐难出台.....	4
新兴市场：增长普遍放缓，政策转向鸽派.....	6
二、 我国宏观经济形势分析	7
工业：增速创近 29 年来新低，6 月有望小幅改善.....	8
投资：增速连续回落，基建投资尚需发力.....	10
房地产：投资增速高位回落，关键指标全面下行.....	11
消费：增速大幅回升，未来将继续保持稳健.....	13
外贸：出口增速反弹，进口增速下滑，贸易顺差扩大.....	14
通胀：结构性通胀与总需求偏低矛盾显现.....	16
财政：收入同比下降，支出增速回落.....	17
金融：总量平稳结构偏弱，宽松取向料将继续.....	19
汇率：人民币汇率较大幅度贬值，外汇储备稳中有升.....	21
三、 政策回顾与展望	22
主要宏观政策回顾.....	22
政策展望.....	24
政策建议.....	25
主要宏观经济及金融数据一览表	27

一、全球宏观经济形势分析

5 月以来全球经济下行压力加大，已初步显露衰退前兆。5 月摩根大通全球制造业 PMI 指数由 50.4% 进一步降至 49.8%，自 2017 年 12 月以来持续放缓，为 2012 年 10 月以来最低水平。OECD 综合领先指标 4 月已降至 99.1，已连续 16 个月放缓，降至金融危机以来最低水平。

分国别来看，美国经济明显走弱，经济景气度继续下行，3 月期和 10 年期国债收益率持续倒挂，显示出衰退征兆，叠加贸易摩擦加剧，美联储降息预期骤然升温；英国“脱欧”风波持续，欧洲生产和内需数据下滑，通胀再创新低，经济仍有下行风险，欧央行推迟加息预期至 2020 年上半年；日本经济维持增长态势，但衰退的可能性进一步上升，同时由于安倍经济学边际效益正在减少，政策成本日渐上升，更多刺激政策恐难出台；主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化，印度央行年内已第三次降息，俄罗斯、南非等国降息预期也有所升温。多国正面临衰退风险，我国面临的外部挑战与不确定性继续增加。

美国：贸易摩擦继续加剧，降息预期进一步加强

美国经济明显走弱。经济景气度继续下降。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 50.5%，创 2009 年 9 月以来最低；5 月 ISM 制造业 PMI 为 52.1%，创 2016 年 10 月以来新低。消费动力不足。4 月零售销售同比增速由 3.8% 回落至 3.1%，环比由 1.7% 回落至 -0.2%。4 月个人消费支出环比增长 0.3%，略高于预期，但远弱于 1.1% 的前值。5 月份密歇根大学消费者信心指数由 102.4 下修至 100，也反映出消费者信心不足。投资明显回落。4 月耐用品订单初值环比下降 2.1%，弱于预期，也低于上月的 1.7%；扣除飞机非国防资本耐用订单环比下降 0.9%，同样弱于预期和前值。房地产市场开始回落。4 月成屋销售年化环比下降 0.4%，好于前值 -4.9%，但弱于预期的 2.7%，年化销售总数 519 万户，弱于预期和前值，正从近 11 年半的高位回落。4 月新屋销售环比下降 6.9%，远弱于上月的 8.1%，年化销售户数为 67.3 万户，弱于上月的 72.3 万户。

降息必要性上升。5 月以来，美联储最为关注的两个指标都不及预期。从物价来看，4 月份核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%，与 3 月持平，与 2% 的目标仍然相去甚远。季调后的 5 月核心 CPI 同比上涨 2.0%，弱于上月的 2.1%；环比上涨 0.1%，与上月持平。从就业指标来看，5

月非农新增仅为 7.5 万，不及市场预期的一半，失业率仍然维持在 3.6% 的近 50 年最低水平，但市场更关注的平均时薪环比增长 0.2%，逊于预期的 0.3%，与前值持平；同比增长 3.1%，是去年 9 月以来的最低水平。另外，自 5 月 23 日以来，3 月期和 10 年期美国国债收益率持续倒挂，6 月 3 日曾高达 28 个基点，这通常预示着随后可能会出现经济衰退，也使美联储降息的必要性增强。

美联储态度软化。5 月下旬美联储公布的议息会议纪要指出，即使全球经济和金融环境继续改善，以耐心的方式判断未来联邦基金利率目标区间调整可能也在一段时间内仍然适合，尤其是在经济温和增长、通胀压力减弱的环境下。但随着中美贸易摩擦加剧，形势正在发生变化，鲍威尔的态度也出现软化。他在 6 月初的一次公开讲话中提出，“若贸易摩擦弱化经济形势，美联储准备好为维持经济扩张而适当行动”，对降息已持开放态度，美联储降息预期急剧升温。从 CME 监测指标来看，美联储有超过 70% 的概率在 6 月议息会议选择按兵不动，但从 7 月份开始，降息概率已从一个月前的不足 20% 上升至接近 80%，后几次会议降息概率均超过 90%，甚至不排除全年降息 3 次的可能性。如果美联储加入新一轮全球降息潮，则人民币面临的贬值压力可能有所缓解，货币政策受到的掣肘因素也将有所减弱。

中美贸易摩擦继续加剧。继宣布将 2000 亿美元中国输美产品关税上调至 25% 之后，美方表示将对另 3000 亿美元产品加征关税问题举行听证会，其后特朗普签署行政命令，宣布美国科技面临威胁，全国进入紧急状态。在此紧急状态下，美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所生产的电信设备。此举将使过去几十年间形成的基于分工协作的全球供应链受到严重冲击。我国采取了针锋相对的措施，自 6 月 1 日起将 600 亿美元美国商品中的大部分商品关税上调。商务部还宣布将针对严重损害中国企业正当权益的实体建立所谓的“不可靠”实体清单，具体措施将于近期公布。虽然贸易摩擦短期内急剧升温，但 6 月底的 G20 东京峰会中美双方有望举行会晤，届时可能会有一定的转圜余地。

欧洲：通胀再创新低，推迟加息预期至 2020 年上半年

生产较为疲软。欧元区 5 月制造业 PMI 再度掉头向下，较上月下降 0.2 个百分点至 47.7%，连续第四个月位于枯荣线下方，整体依然疲软；

服务业 PMI 较上月微升 0.1 个百分点至 52.9%，好于预期。4 月工业产出同比下降 0.4%，好于预期和前值，连续五个月未实现正增长。**内需有所趋弱**。4 月零售销售指数同比增长 1.5%，较 3 月下降 0.5 个百分点。5 月消费者信心指数由上月的 -7.3 升至 -6.5，仍为近两年来较低水平。由于全球贸易紧张态势继续，6 月 Sentix 投资者信心指数急剧恶化，由上月的 5.3 大幅下滑至 -3.3，大幅逊于预期，为 2015 年以来次低水平。其中，德国投资者信心跌至 -0.7，为 2010 年 3 月以来首次落入负值区间。**通胀再创新低**。5 月 CPI 同比上涨 1.2%，较上月下降 0.5 个百分点，创 2018 年 4 月以来新低，主要受能源和服务价格显著下滑拖累；核心 CPI 同比上涨为 0.8%，较上月显著下降 0.5 个百分点。**就业形势持续向好**。4 月欧元区失业率较上月下降 0.1 个百分点为 7.6%，维持逾 10 年来新低。**经济景气度意外回升**。5 月经济景气指数从 4 月的 103.9 升至 105.1，结束了连续 10 个月的下滑趋势，主要源于对工业、服务业以及消费者信心的增强。

欧元区下调明后两年经济和通胀预期。在 6 月 6 日的货币政策会议上，欧央行上调 2019 年经济增速预期 0.1 个百分点至 1.2%，下调 2020 和 2021 两年增速预期至 1.4%；上调 2019 年通胀预期 0.1 个百分点至 1.3%，但下调 2020 年通胀预期 0.1 个百分点至 1.4%。经济方面，会前公布的数据显示，受家庭消费支出提振，欧元区一季度 GDP 环比终值为 0.4%，连续两个季度保持上行；同比终值较初值下修至 1.2%，与上季持平。成员国中，德国 GDP 环比增速从上一季度的零增长反弹至一季度的 0.4%，意大利也从连续两个季度的技术性衰退中复苏，一季度 GDP 环比增长 0.2%。在此背景下，欧央行认为经济增长风险仍然偏向下行，但经济数据并不差，陷入经济衰退的风险较低。通胀方面，欧元区通胀迟迟难以达到 2% 的政策目标，引发市场担忧。对此，欧央行本次会议回应称，核心通胀将在中期上升。欧央行将严肃对待通胀预期下滑，但通缩可能性并不存在。

欧央行宣布新一轮定向长期再融资操作(TLTRO)主要利率为 0.1%。欧央行在 6 月议息会议上宣布，每一次 TLTRO 操作利率将设定在比欧元区主要再融资平均利率高出 10 个基点的水平（即 0.1%），对于符合条件的净贷款超过基准的银行，TLTRO III 的利率会较低，可低至在整个操作期间的存款工具平均利率上加 10 个基点的水平（目前标准为 -0.3%）。这意味着 TLTRO-III 的利率区间为 -0.3% 至 0.1%，高于上一轮 TLTRO-II 时

-0.4%至 0.0%的区间，实际相当于针对银行小范围变相加息 10 个基点，打消了市场对欧央行进一步强化负利率政策的预期。

欧央行推迟加息预期至 2020 年上半年。本次议息会议上，欧央行维持三大利率不变，将加息时点预期由 2019 年年底推迟至 2020 年上半年，为半年内第二次推迟。这一举动看似鸽派，但实际上，这意味着欧央行在未来 12 个月内不会降息。加之欧央行上调了 2019 年增长和通胀预期，并在声明中采用了“保持利率在当前水平”而非“保持利率在当前或更低水平”的措辞，因此本次利率前瞻指引反而令市场备感鹰派。特别是在当前包括新西兰、澳大利亚和印度等全球主要央行接连降息、美联储年内降息预期已超过 90%的情况下，欧央行对未来加息的前瞻指引显示出其再度面临政策改变慢于形势进展的风险。“保持利率不变直至 2020 年上半年”这一表态实际已难以起到宽松作用，这也意味着欧央行已将利率前瞻指引这一工具用到了接近极限。

为安抚市场情绪，会后欧央行行长德拉吉表示，如果需要，欧央行可以降息。如果降息，有可能使用利率分级制度。欧央行的前瞻指引调整并不是偏向加息。欧洲央行距离政策正常化仍旧遥远，因为经济情况距离正常也仍旧有一段距离。适度的货币宽松政策是必要的，欧洲央行仍有相当大的 QE 空间。未来，考虑到贸易摩擦加剧冲击外需，意大利因财政纪律与欧盟关系再度紧张，英国脱欧不确定性仍存，欧元区下行风险再度增大。因此，预计欧央行将进一步向鸽派立场调整。鉴于利率前瞻指引已被用至接近极限，下一步不排除欧央行暗示重启 QE 的可能。

日本：经济增长面临压力，但更多刺激政策恐难出台

一季度经济意外增长。2019 年一季度，日本经济保持增长态势，季调后实际 GDP 环比上升 0.5%，超出市场预期，其中外需贡献 0.4%，内需贡献 0.1%。一季度尽管出口持续低迷，但进口降幅更大，四个季度以来首次出现净出口增加，对拉动 GDP 增长发挥了主要作用。内需方面，由于物价上涨和消费者节约意识增强等因素，个人消费环比下降 0.1%，弱于上季度的 0.2%；民间住宅投资维持了去年三季度以来的增长势头，环比增长 1.1%；民间企业设备投资在去年四季度增长 2.5%后环比下降 0.3%；政府消费环比下降 0.2%；公共投资反降为升，环比增长 1.5%。

日本内阁府维持经济基本状况“恶化”的判断不变，经济衰退的可能性进一步上升。制造业活动萎缩。4 月工业生产指数同比下降 1.1%，

连续第 3 个月下降；5 月制造业 PMI 为 49.8%，较上月回落 0.4 个百分点，重回荣枯线以下。**消费持续低迷**。4 月商业销售额同比下降 0.3%，连续 5 个月负增长；5 月季调后消费者信心指数下降 1 个百分点至 39.4%，已连续第 8 个月恶化，并创 2015 年 1 月以来新低。**出口疲弱，进口回升**。4 月出口同比下降 2.4%，与上月持平，连续第 5 个月萎缩；进口同比增长 6.5%，较上月上升 5.3 个百分点；贸易顺差 568 亿日元。**就业形势有所改善，实际收入上涨乏力**。4 月季调后失业率为 2.4%，较上月下降 0.1 个百分点；求才求职比为 1.63，与上月持平；劳动现金收入年率同比下降 0.1%，降幅较上月收窄 1.8 个百分点，连续第 3 个月下降。

受能源和家用耐用品价格上涨影响，物价继续走高。4 月份，日本核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月上升 0.1 个百分点。其中，石油产品价格同比上升 2.3%，涨幅比 3 月份扩大，但电费涨幅比上月缩小，当月能源价格上涨对物价上涨的贡献度有所下降；家用耐用品价格上涨明显，同比上升 6.2%。此外，4 月下旬开始的十连休期间，日本居民出游人数增多，也推高了当月物价。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格的影响，CPI 同比上涨 0.6%，较上月上升 0.2 个百分点。需要注意的是，今年 10 月消费税税率将由 8% 提升至 10%，届时可能会打击消费者和市场信心，对物价造成下滑压力。

更多刺激政策恐难出台。当前，诸多因素制约日本经济增长。从外部来看，作为出口导向型经济体，日本经济深受国际经贸紧张形势影响；从内部来看，则面临劳动力短缺、居民消费增长乏力、财政负担日趋加重、创新能力有所下降等难题。尽管如此，由于安倍经济学边际效益正在减少，政策成本日渐上升，更多刺激政策恐难出台。财政政策方面，日本首相安倍晋三曾在不同场合多次表示，只要不出现“雷曼事件”级的突发情况，将在今年 10 月正式将消费税税率由 8% 提升至 10%，以扩充财源应对社保压力。货币政策方面，央行委员会仍存在分歧，只有少数委员认为，围绕经济和物价的下行风险，应提前准备扩大刺激力度，但大部分委员对此持谨慎态度。

日美贸易谈判将于 7 月后举行。5 月 25 日至 28 日，美国总统特朗普访问日本，意在巩固美日间同盟关系，但在贸易问题上，双方并没有达成一致。一方面，美国倾向于进行双边贸易谈判，而日本则维护多边贸易体制。另一方面，两国在农业、汽车贸易等领域利益存在很大分歧，不会轻易妥协。美国表示，美日贸易谈判的大部分事项要等到 7 月日本

参议院选举之后，双方达成协议的时间可能是 8 月。这可能是因为顾及到安倍担忧对 7 月参议院选举产生影响。随着 CPTPP 和日欧 EPA 相继生效、中日韩自由贸易协定（FTA）和 RCEP 谈判进程加快，日本抵抗美国压力的能力增强，预计让步幅度有限。

新兴市场：增长普遍放缓，政策转向鸽派

5 月以来主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化。印度经济数据喜忧参半，央行年内第三次降息；巴西经济复苏放缓，市场再次下调经济增长预期；俄罗斯经济增长放缓，市场预计央行或将于近期降息；南非经济未有改善，一季度经济陷入 2009 年以来最严重萎缩。

印度经济喜忧参半，央行年内第三次降息。制造业景气提高。5 月印度制造业 PMI 为 52.7%，较 4 月提高 0.9 个百分点。**服务业景气下降。**服务业 PMI 为 50.2%，较 4 月下降 0.8 个百分点。**通胀压力继续回升。**4 月农村和城市消费者价格指数同比上涨 2.9%，较 3 月微升；产业工人 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月回升 0.6 个百分点。**央行年内第三次降息。**6 月 6 日，印度央行货币政策委员会一致投票决定降息 25 个基点至 5.75%，并将“宽松”的货币立场调整为“中性”，这是该国央行年内第三次降息。同时，印度央行将 2019 财年 GDP 增速预估从年初 7.2% 下调至 7.0%，经济增长动能已经明显放缓。

巴西经济复苏放缓，市场再次下调增长预期。制造业景气下降。5 月巴西制造业 PMI 为 50.2%，较上月下降 1.3 个百分点，但仍连续第 11 个月保持在扩张区间。**服务业仍处收缩区间。**5 月服务业 PMI 为 47.8%，较上月下降 2.1 个百分点，连续第二个月处于收缩区间。**通胀有所下降。**5 月广义消费者物价指数同比增长 4.7%，较上月下降 0.2 个百分点，仍

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_11837

