

宏观周报

经济下行压力加大，逆周期调控加码

■ 核心观点

第一，5月份公布的经济数据显示当前我国经济下行压力加大，生产端和需求端延续疲软态势；

第二，积极的财政政策与适度宽松的货币政策将成为未来一段时间政策的基调，逆周期调控有望加码；

第三，基础设施建设依然是未来稳增长的重要抓手，近日专项债可作为重大项目资本金以及加快专项债的发行使用可能会导致基建增速出现一定幅度的反弹。在减税降费与严控地方政府隐性债务规模的前提下，财政后续发力将更多的依赖前门的灵活性，不排除未来发行特别国债、突破专项债额度的可能；

第四，6月14日，人民银行决定增加再贴现和常备借贷便利额度，定向缓解中小银行由于流动性分层产生的流动性结构性失衡；中小银行可使用同业存单、票据等作为质押品，拓宽了中小银行申请流动性支持的抵押品范围，从机制上拓宽了其融资渠道。

本周市场重点

■ 经济下行压力加大，逆周期调控有望加码

6月14日，国家统计局公布了5月宏观经济数据，生产端和需求端延续疲软态势。从生产端来看，5月规模以上工业增加值同比增长5.0%，比4月份回落0.4个百分点，创多年来的新低。4月份工业增加值的走弱可能很大程度上是由于增值税调整对企业生产活动产生了扰动，但5月份工业增加值增速的继续下行一定程度显示当前经济形势的走弱。考虑到未来需求端的压力以及外部环境不确定性的存在，工业生产大概率继续保持弱势。

从需求端来看，固定资产投资增速继续下滑且降幅扩大。其中，地产和基建投资是主要拖累，制造业投资未见明显改善。1-5月房地产投资在施工的支撑下仍保持11.2%的高增速，但新开工面积、销售数据等领先指标出现回落，叠加未来土地购置费用下行压力还将进一步显现，房地产投资存在下行压力。1-5月制造业投资增速略微反弹0.2个百分点至2.7%，但依然比较弱势。考虑到企业利润增速处于下行趋势，外部环境不确定性的增加导致企业信心下滑，增加了对未来的悲观情绪，这将制约制造业投资。基建投资同比增长4%，比1-4月份回落0.4个百分点。5月份基建投资的下滑主要是受财政政策前置，减税降费后财政收入明显下滑对财政支出形成掣肘，制约了基建投资增长。

5月份社零消费增速大幅反弹1.4个百分点至8.6%，限额以上单位消费品零售分项中，大多数商品零售增速均出现反弹。但5月份消费的反弹很大程度上是受五一节假日错位的影响，今年五一假期放假时间为5月1日至5月4日，而去年放假时间为4月29日至5月1日，因此同比来看五月节假日同比多3天。综合来看，4月份和5月份平均社零消费增速7.9%，低于一季度平均增速。从累计同比增速来看，1-5月份社零消费累计同比增速8.1%，消费依然处于下行趋势。

上周发改委等三部门联合印发《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2022 年）》，聚焦汽车、家电、消费电子产品领域消费升级，严禁各地出台新的汽车限购规定。但我们认为受限于相关消费产品的市场保有量相对较高、居民人均可支配收入的持续下行以及居民过去十年通过房地产市场快速加杠杆，新一轮刺激消费的举措效果有限，可能难以扭转消费增速持续下滑的趋势。

结合本周公布的金融数据显示，社融同比增量的改善主要是由于表外融资的改善，而表外融资的同比改善主要源于去年同期表外融资大幅下滑导致的低基数效应，而非融资的回暖。人民币贷款同比小幅增加，不及市场预期，信贷结构恶化。非金融企业中长期贷款同比大幅下降，信贷增加主要依赖短期贷款。这说明银行的风险偏好依然较低，对中长期信贷的投放较为谨慎。一季度超预期的金融数据很大程度上是由于信贷提前投放，政策前置发力，二季度金融数据逐渐回归常态预期。

随着经济下滑压力的凸显，近期宏观政策也逐渐强化逆周期调控。我们预期，积极的财政政策与适度宽松的货币政策将成为未来一段时间政策的基调，逆周期调控有望继续加码。基础设施建设依然是未来稳增长的重要抓手，近日专项债可作为重大项目资本金以及加快专项债的发行使用可能会导致基建增速出现一定幅度的反弹。在减税降费与严控地方政府隐性债务规模的前提下，财政后续发力将更多的依赖前门的灵活性，不排除未来发行特别国债、突破专项债额度的可能。此外，货币政策也将逐渐转向稳健偏宽松。进入 6 月份以来，央行加大公开市场操作力度，超额续作到期 MLF，连续投放 28 天资金，用以平抑跨季资金需求。6 月 14 日，人民银行决定增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利额度 1000 亿元，定向缓解中小银行由于流动性分层产生的流动性结构性失衡。包商银行事件的爆发标志着同业市场刚兑打破，信用风险重新定价，中小银行负债成本上升，SLF 操作有助于定向满足中小银行的流动性需求。此外，中小银行可使用同业存单、票据等作为质押品，拓宽了中小银行申请流动性支持的抵押品范围，从机制上缓解了中小银行抵押品不足的环境，拓宽了其融资渠道，从而防止短期流动性风险向信用风险的演变。

上周市场动态

■ 第十一届陆家嘴论坛在沪召开，科创板正式开板

事件：6 月 13 日，第十一届陆家嘴论坛在上海开幕，一行两会负责人齐聚论坛，就科创板、金融对外开放等热点事件发表重要讲话。国务院副总理刘鹤演讲中表示：中国经济长期向好的趋势不会改变，外部压力有利中国经济转型；要加大金融对经济高质量发展的支持。央行党委书记、银保监会主席郭树清表示，将进一步扩大银行信托保险机构的对外开放；高度警惕影子银行回潮，防止结构复杂产品死灰复燃，防止房地产企业融资过度挤占信贷资源。央行行长易纲表示，要大力支持上海加快国际金融中心建设。证监会主席易会满对当前阶段资本市场对外开放工作作出重要阐述，对加强科创板监管工作提出明确的发力方向。同日，中国证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式。

点评：本届陆家嘴论坛密集释放了加快金融改革开放的信号，肯定在防范化解金融风险方面取得的阶段性成就，明确表示有充足的政策工具箱应对内外部挑战，利于稳定近期市场投资者情绪。预计推动资本市场对外开放、防范金融风险、支持上海加快国际金融中心建设等工作将成为下一阶段重点。其中设立科创板并试点注册制是全面深化资本市场改革的重要突破口，特别在资本市场制度性改革和从严监管方面发挥重要引领作用，预示着中国资本市场与国际市场的差距进一步缩小。

■ 5 月物价数据发布：CPI 如期走高，PPI 料将保持弱势

事件：6 月 12 日，国家统计局公布了 5 月物价数据：5 月份 CPI 同比 2.7%（上期 2.5%），环比 0.0%；PPI 同比 0.6%（上期 0.9%），环比 0.2%。

点评：1) 5 月食品价格继续拉动 CPI 小幅攀升，猪肉和鲜果价格是主要推动来源。展望来看，5 月末开始猪肉价格明显再度走强，未来猪肉产能的去化可能与季节性旺季的来临产生一定共振，由此猪肉对 CPI 的推升作用可能保持强

势，但短期来看，鲜果和油价会对此形成对冲。2) 5月PPI同环比均小幅下行。我们认为，未来工业品价格将继续保持弱势：首先国内投资方面，房地产施工面积增速持续走强的动能不足，制造业投资仍在加速下行，专项债新规可能会对基建增速带来3个百分点左右的小幅提振，但总体上未来对钢材等相关工业品价格走势不宜过于乐观；其次贸易方面，目前贸易形势尚未出现明显的缓和迹象，这也会对国际油价、有色等大宗商品价格持续带来压力。

■ 5月外贸数据发布：外贸延续低位震荡，衰退式顺差再扩大

事件：2019年6月10日，海关总署公布了5月份外贸数据：5月份，我国出口同比增速1.1%（前值-2.7%）；进口同比-8.5%（前值4.0%）；贸易差额417亿美元（前值138亿美元）。

点评：5月进、出口增速均延续今年以来的低位双向震荡态势，进口增速的波动中枢弱于出口增速，衰退式顺差规模再度扩大。结构上，我国对美的进出口表现最弱，但与其他贸易伙伴的情况也同样不佳，我们认为目前较弱的外贸形势不单单是受到中美互征关税的负面影响，全球经济形势走弱也是重要的深层原因。进出口商品方面，目前我国对铁矿、铜、钢材的进口量增速均明显处于负区间，表明内需并不强劲。展望来看，全球经济增长动能可能将继续趋于向下，市场对各大经济体央行重启降息周期的预期在逐步加重，国内央行在货币政策和汇率方面的口风也有所放松。不过在政策力度再次显著加大之前，经济和外贸形势可能都将继续保持弱势，预计6月我国出口增速降至-1%左右，进口增速回升至0%左右。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.6.10)	最新值分位	本周均值 (2019.6.10-14)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.77	75.2%	1.95	77.4%	18.87bp	-37.28bp
R007	2.51	80.1%	2.55	80.1%	9.83bp	-14.38bp
SHIBOR:3M	2.95	82.3%	2.94	81.8%	2.97bp	2.14bp
1年期国债收益率	2.73	84.4%	2.70	83.2%	2.51bp	-0.46bp
10年期国债收益率	3.23	75.1%	3.25	75.0%	2.67bp	-7.31bp
1年期国开债收益率	2.87	81.5%	2.89	81.7%	1.27bp	3.40bp
10年期国开债收益率	3.62	75.6%	3.66	76.1%	0.46bp	-6.87bp
美元兑人民币:中间价	6.89	71.7%	6.89	71.2%	0.06%	0.57%
美元指数	97.56	61.7%	97.02	58.3%	-0.05%	-0.72%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_11946

