

宏观研究/数据预测月报

2019年06月03日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 经济韧性体现, 政策以供给侧为主》
2019.04
- 2《宏观: 经济短期快速下行压力不大》
2019.03
- 3《宏观: 经济下行压力仍存, 政策以稳为主》
2019.02

基本面和市场波动预将加大

5 月经济数据预测

基本面和市场波动性预将加大

5 月末公布 PMI 回落到荣枯线以下, 继续验证我们“政策主线在供给侧”的判断。经济下行、通胀上行压力均有所加大, 我们认为未来经济走向仍主要取决于政策, 类滞胀宏观环境下, 资产价格波动性将有所加大。基本面不确定性加剧和风险偏好降低的情况下, 预计股票市场二季度波动性加大, 结构方面可关注 CPI、PPI 剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧, 采取利率市场化降息, 利率债可能出现短期交易性机会。

预计 5 月工业增加值当月同比+5.8%, 1-5 月固定资产投资累计同比增速+6%

根据高频数据监测结果, 今年 5 月份, 6 大发电集团月耗煤量同比表现继续较 4 月走弱。我们预计 5 月份工业增加值当月同比+5.8%, 强于 4 月份, 但实体经济和外贸端的不确定性仍对工业生产形成压制。我们认为今年年内工业增加值的季度节奏仍将是平缓回落, 经济短期拐点向上可能性不大。我们预计 1-5 月制造业投资累计同比+2.5%, 持平前值; 基建投资(统计局口径)累计同比+5%, 较前值小幅上升; 地产投资累计同比+11.5%, 较前值小幅回落。预计 1-5 月整体固定资产投资累计同比+6%。

预计 5 月 CPI 同比+2.6%, PPI 同比+0.6%

农业部高频数据监测显示, 截至 5 月 31 日, 今年 5 月份猪肉价格同比涨幅继续较前值扩大。同时, 受天气因素, 低库存等综合影响, 菜价和水果价格同比涨幅也较大。结合 CPI 环比的历史季节性表现, 我们预计 5 月通胀环比零增长、同比+2.6%。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测, 截至 5 月 31 日, 5 月份各个上中游行业价格环比表现均弱于 4 月份, 可能受贸易摩擦升级预期影响。我们预计 5 月 PPI 环比+0.2%、同比+0.6%。

人民币计价, 预计 5 月出口同比+2.4%, 进口同比+1.2%, 贸易顺差为 244 亿美元

我们认为, 全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。发达经济体的 PMI 数据预示着全球经济仍在下行。此外, 中美双方已进行新一轮互加关税, 我们预计中美贸易谈判的不确定性将影响全国出口增速。从我国 4 月宏观数据来看, 经济出现了新的下行风险, 5 月中采制造业 PMI 再次降至收缩区间。在一二线房地产没有实质性放松, 我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下, 预计内需拉动进口的力量可能有所削弱, 因此我们判断 5 月进口增速并不会很高。

预计 5 月社会消费品零售总额同比+8.3%

预计 5 月社会消费品零售总额增速为+8.3%, 根据统计局解释, 4 月社零增速大幅恶化源于节假日因素影响, 5 月社零当月同比增速较 4 月回升概率较高。考虑虽然居民收入增速较消费增速表现较好, 但消费意愿无显著回升; 汽车消费稍有修复仍处负区间, 地产后周期消费表现乏力。我们认为, 剔除 4 月“异常值”后, 与 3 月相比 5 月社零消费增速将继续回落概率较大。我们认为今年消费数据大概率维持较低水平, 难有强上行动力。

预计 5 月信贷新增 1.2 万亿, M1 增速 2%, M2 增速 8.6%, 社融新增 1.3 万亿

我们认为稳健灵活适度的货币政策会保证流动性松紧适度, 预计货币金融数据短期将维持在稳定区间, 不会大幅上行或下行。结构性货币政策持续发力, 我们认为这将带来信用的结构性释放, 预计 5 月信贷新增 1.2 万亿, 同比增速 13.4%, 社融新增 1.3 万亿, 同比增速 10.5%。广义货币 M2 将得益于降准带来的信用释放, 增速环比回升至 8.6%; 5 月至今地产销售环比回落, 目前地产政策仍未明显放松, 预计 M1 增速可能下行至 2%。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

基本面和市场波动预将加大

我们认为，结合一季度经济数据以及 4 月下旬政治局会议的表态，今年我国经济政策将着重在供给侧而非需求侧。我们在 4 月 12 日提出的“新供给价值重估理论”指出，通过供给侧的劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或缓解其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估。

5 月末公布 PMI 回落到荣枯线以下，继续验证我们“政策主线在供给侧”的判断。经济下行、通胀上行压力均有所加大，当前经济呈现“类滞胀”特征，我们认为未来经济走向仍主要取决于政策。目前政策主线仍是以供给侧改革的方式稳定总需求，我们认为经济维持低位概率大，类滞胀宏观环境下，资产价格波动性将有所加大。基本面不确定性加剧和风险偏好降低的情况下，预计股票市场二季度波动性加大，结构方面可关注 CPI、PPI 剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧，采取利率市场化降息，利率债可能出现短期交易性机会。

政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%，我们预计，尽管制造业投资、消费、进出口增速未来或仍存在下行压力，但新经济业态稳健高速发展，地产投资超预期继续维持高位，整体经济完成增长目标概率较高，未来国家在稳增长方面的政策投放节奏或会出现一些微调，地产投资调控放松的节奏可能会对应延后。经济走势较为平稳，为国家推进资本市场制度改革创造了良好的经济背景。

预计 5 月工业增加值当月同比+5.8%

4 月工业增加值当月同比+5.4%，低于我们预期 0.9 个百分点、低于 Wind 一致预期 1.1 个百分点。3 月份工业增加值反弹幅度超出市场和我们的预期，我们认为一定程度上受到春节后开工效应的影响；我们认为随着国家政策重点转向供给侧，需求侧显著复苏的预期或将逐渐被证伪，PMI 和工业生产都可能出现一定程度的回调。4 月末、5 月末公布的当期 PMI 连续呈现环比回落，4 月工业增加值如期较前值回调，趋势均符合我们的预判。中美贸易谈判进程再生波澜，贸易摩擦未来的不确定性对企业生产意愿可能形成一定负面影响。

2018Q1~2019Q1，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%，我们认为今年年内工业增加值的季度节奏仍将是平缓回落，经济短期拐点向上可能性不大。

根据我们观察的耗煤量高频数据，今年 5 月份，6 大发电集团月耗煤量同比表现继续较 4 月走弱。我们预计 5 月份工业增加值当月同比+5.8%，强于 4 月份（4 月数据可能受企业在 3 月提前备货的影响，环比回落幅度较大），但实体经济和外贸端的不确定性仍对工业生产形成压制。

预计 1-5 月固定资产投资累计同比增速+6%

我们预计 1-5 月制造业投资累计同比+2.5%，持平前值；基建投资（统计局口径）累计同比+5%，较前值小幅上升；地产投资累计同比+11.5%，较前值小幅回落。预计 1-5 月整体固定资产投资累计同比+6%。

在需求未呈现全面复苏，同时中小企业融资情况未见根本性好转的情况下，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。高技术制造业投资 1-4 月累计同比+11.4%，考虑其在制造业投资中的占比约为两成，则除去高技术制造业投资的其他制造业行业，1-4 月累计同比增速只有约+0.3%。未来国家或在高技术制造业方向继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。工业企业盈利增速有望在今年二三季度触底，但短期来看，盈利数据不足以支撑制造业投资出现回升。

去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分；地方政府专项债从今年年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。今年基建投资呈现出结构化特征，铁路投资较为强劲（1-4 月累计同比+12.3%），我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府投资主导的公共设施管理业

投资（主要是市政工程类）1-4 月累计同比增速仅为-0.4%，反映地方政府的自主投资意愿不强。总体来看，我们预计随着储备项目继续投放开工、去年同期基数下行，二三季度基建投资增速有望呈现稳中有升。

房地产投资增速仍维持高位，我们认为有两个方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失，二是建安投资相比去年有所回升。但从销售端来看，分区域的数据中，增速为正且增速比前值提高的只有东部地区销售额，全国销售面积仍为同比下降 0.3%。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。

预计 5 月 CPI 同比+2.6%、PPI 同比+0.6%

农业部高频数据监测显示，截至 5 月 31 日，今年 5 月份猪肉价格环比小幅上涨，同比涨幅继续较前值扩大。同时，受天气因素（倒春寒、阴雨等），低库存等综合影响，菜价和水果价格同比涨幅也较大。我们认为二季度通胀可能进一步上行，未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素，菜价和水果价格的上行风险有望在夏季应季鲜菜、鲜果上市后逐步得到缓解。结合 CPI 环比的历史季节性表现，我们预计 5 月通胀环比零增长、同比+2.6%；中性情况下，我们仍预计今年 CPI 中枢上行到+2.5%，高点可能在年中附近、低于+3%。

我们认为去年春季的异常低温天气，造成我国北方各类水果都出现了程度不等的减产、进而导致今年存储类水果库存不足。而今年春季，南方地区阴雨天气较为普遍，菠萝等时令水果也可能因阴雨天气影响而减产。猪周期触底回升叠加水果、鲜菜的短期涨价压力，可能使得 5-7 月 CPI 承受相对较大上行压力，但中长期来看，水果的供给端规模/产量调整速度较快，水果价格不会是持续推动通胀上行的风险因素。

水果价格的上涨已开始引起领导人的关切，根据中国青年网报道，5 月 24 日至 25 日，国务院总理李克强在山东考察期间，就关切询问水果涨价情况和原因。我们认为，随着夏季时令水果西瓜、葡萄等从 5-6 月开始逐渐上市，时令鲜果的品类将更加丰富，涨价压力有望逐渐缓解。而秋季北方新果——苹果、梨等也将从 8-9 月开始逐渐上市，有望缓解当前存储类水果低库存带来的涨价的压力。

对整体 CPI 的判断，我们仍认为“猪油共振”情形是我们最担心的宏观风险。我们认为，受非洲猪瘟疫情造成存栏过度去化的影响，猪周期已经触底回升，预计猪肉 CPI 可能持续出现较大幅度同比正增长，猪肉价格未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡的幅度、以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度。不过，我们认为仔猪价格受补库需求直接驱动，对能繁母猪当前的低存栏量较敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪的涨价弹性可能明显高于生猪和猪肉。同时，由于牛羊鸡肉对猪肉消费的替代性逐渐增强（国人消费端对牛羊肉的偏好上升），同时大中型生猪养殖企业在猪价上行、利润回升的环境下或加大补栏，这些因素可能一定程度上缓和猪价对通胀的上行威胁。

我们认为未来对 PPI 环比更重要的影响变量仍可能来自供给端，目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对 PPI 产生正向影响的是环保工作的继续推进。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年二三季度，PPI 环比或继续在较多月份当中出现正增长。

根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至 5 月 31 日，5 月份各个上中游行业价格环比表现均弱于 4 月份，可能受贸易摩擦升级预期影响。我们预计 5 月 PPI 环比+0.2%、同比+0.6%。未来工业企业利润累计同比增速能否转正，仍要看量价改善逻辑是否可持续，以及减税降费政策落地效果。

预计 5 月出口（人民币计价）同比增加 2.4%，进口（人民币计价）同比增加 1.2%，贸易顺差 244 亿美元

我们预计 5 月出口当月同比增速按照人民币计价 2.4%，按照美元计价为-4.4%。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。从需求端的数据来看，5 月欧元区制造业 PMI 为 47.7，相比前月下行 0.2，日本 PMI 数据又重回 50 以下，从发达经济体的 PMI 数据看，预示着全球经济仍在下行。此外，中美贸易摩擦出现新的变数，双方已进行新一轮互加关税，我国对美出口的 2000 亿商品名单税率提升至 25%，我们预计中美贸易谈判的不确定性将制约我国对美出口，从而影响全国出口增速。

预计 5 月进口增速按照人民币计价增长 1.2%，按照美元计价增长-5.5%，预计 5 月份贸易顺差为 244 亿美元。从我国 4 月宏观数据来看，经济出现了新的下行风险，5 月中采制造业 PMI 回落 0.7 个百分点至 49.4%，再次降至收缩区间。在一二线房地产没有实质性放松，我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下，预计内需拉动进口的力量可能有所削弱，因此我们判断 5 月进口增速并不会很高。

预计 5 月社会消费品零售总额同比增速+8.3%

预计 5 月社会消费品零售总额增速为+8.3%，较 4 月上升 1.1%，较 3 月下降 0.4%。根据统计局解释，4 月社零增速大幅恶化源于节假日因素的阶段性影响，我们认为这一影响难以持续，5 月社会消费品零售总额当月同比增速较 4 月回升概率较高；同时，考虑以下逻辑，猪价推升 CPI 并不是广谱价格上行，对名义消费增速支撑有限；虽然居民收入增速较消费增速表现较好，但消费意愿无显著回升；汽车消费稍有修复仍处负区间，地产后周期消费表现乏力；我们认为，剔除 4 月“异常值”后，与 3 月相比 5 月社零消费增速将继续回落概率较大；但生活必需品消费尤其是食品烟酒类消费，将在价格水平上行的影响下或有所提高。综合来看，我们坚持认为，今年消费数据大概率维持较低水平，难有很强上行动力。

预计 5 月全国城镇调查失业率 5%维持低位

预计 5 月全国城镇调查失业率 5%，持平 4 月。我们认为民营企业支持政策和经济企稳均有助于稳定就业市场，二季度失业率将维持低位。今年“就业优先政策”全面发力，5 月 13 日召开全国就业创业工作暨普通高等学校毕业生就业创业工作电视电话会议；5 月 22 日国务院办公厅发布关于成立国务院就业工作领导小组的通知，研究解决就业工作重大问题。我们认为失业率 5.5%左右将是今年重要的政策底线，未来稳就业政策仍将持续发力，整体来看，随着各项政策措施落地，我们认为今年实现全年失业率目标难度不大，但我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在 7 月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期上行。

预计 5 月信贷新增 1.2 万亿，M1 增速 2%，M2 增速 8.6%，社融新增 1.3 万亿

我们认为稳健灵活适度的货币政策会保证流动性松紧适度，标准就是 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配，政策强调继续推进金融供给侧结构性改革，重在处理好总量和结构的关系，管好总量，才能为优化结构提供一个良好的货币金融环境，因此我们预计货币金融数据短期将维持在稳定区间，不会大幅上行或下行。5 月 6 日央行宣布对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，5 月 15 日首次降准 1 个百分点，并将再次于 6 月 17 日和 7 月 15 日将本次降准政策实施到位，结构性货币政策持续发力，我们认为这将带来信用的结构性释放，预计 5 月信贷新增 1.2 万亿，同比增速 13.4%，社融新增 1.3 万亿，同比增速 10.5%。广义货币 M2 将得益于降准带来的信用释放，增速或为 8.6%，相比 4 月环比回升 0.1 个百分点；5 月至今地产销售环比回落，目前地产政策仍未明显放松，预计 M1 增速可能较 4 月继续下行 0.9 个百分点至 2%。

图表1: 5 月宏观经济数据预测

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019M4 预计	2019M4 实际	2019M5 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.7	6.5	6.4	6.4	-	-	-
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.6	6	5.7	6.2	6.3	5.4	5.8
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	6	5.4	5.9	6.3	6.2	6.1	6
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9	9	8.3	8.4	8.5	7.2	8.3
CPI							
(当期同比, %)	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.5	2.6
PPI							
(当期同比, %)	4.1	4.1	2.3	0.2	0.6	0.9	0.6
出口							
(当期同比, %)	3.3	11.9	4.6	0.9	-2	-2.7	2.4
进口							
(当期同比, %)	11.1	20.7	5.2	-4.8	-1.6	4	1.2
贸易差额							
(亿美元)	929	851	1320.5	763.3	250	138.34	244
M2							
(当期同比, %)	8.2	8.3	8	8.3	8.5	8.5	8.6
社会融资总额							
(当期, 亿元)	35276	53326	38556	81975	17000	13592	13000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	41700	40342	28725	62893	11000	8733	12000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	4.8	5	4.9	5.3	5.1	5	5
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.62	6.88	6.86	6.73	6.73	6.73	6.89

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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_12222
