

旬度经济观察

——全球经济进入衰退的风险增加

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 5 月 31 日

内容提要

贸易战对全球经济的影响逐步显现,5月日本、欧洲的制造业 PMI 再度走弱,而美国制造业与服务业 PMI 也出现大幅下滑,同时美国国债收益率曲线再次倒挂,显示市场对未来经济预期相当悲观,全球经济减速甚至进入衰退需认真对待。

外需走弱、中美贸易冲突加剧的同时,中国内需尚未看到企稳的迹象,这使得5月国内经济活动也出现显著减速,2季度经济回落的压力凸显。

近期包商银行被银保监会接管,引发债券市场利率上行,但央行及时提供流动性对冲,市场情绪得以安抚,未来金融供给侧改革在中小银行层面仍会进行。

考虑到全球主要经济体近期国债收益率的大幅下行以及二季度我国经济下行压力仍然偏大,国内债券市场收益率可能仍有下行的空间。

风险提示: (1) 贸易摩擦加剧; (2) 地缘政治风险

1 高级宏观分析师, weizc@essence.com.cn, S1450518070001

2 助理宏观分析师, yuanfang@essence.com.cn, S1450118080052

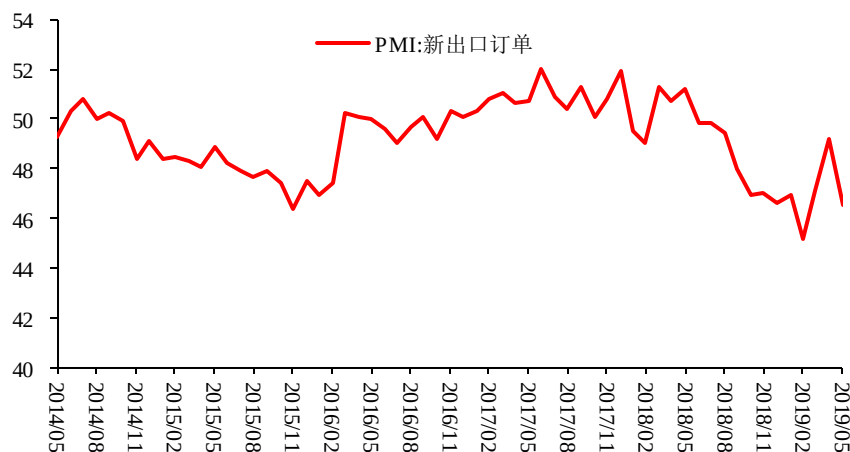
一、经济下行压力仍存

5月PMI数据录得49.4%，较4月大幅回落0.7个百分点。拆分来看，生产、新订单、新出口和进口订单同步回落，其中新出口订单单月跌幅达2.7个百分点，显示中美贸易战再次升温对经济的影响显著。

观察同期的价格数据，PMI分项中主要原材料购进价格明显走弱，原油价格大幅回落，受铁矿石涨价的影响，螺纹、焦炭价格持续上涨，但除此以外的工业品价格普遍表现偏弱。

结合量价指标来看，经济的需求端表现偏弱，内需企稳的迹象尚未显现，而外需的下滑未来可能仍将加剧。

图1: PMI新出口订单，%



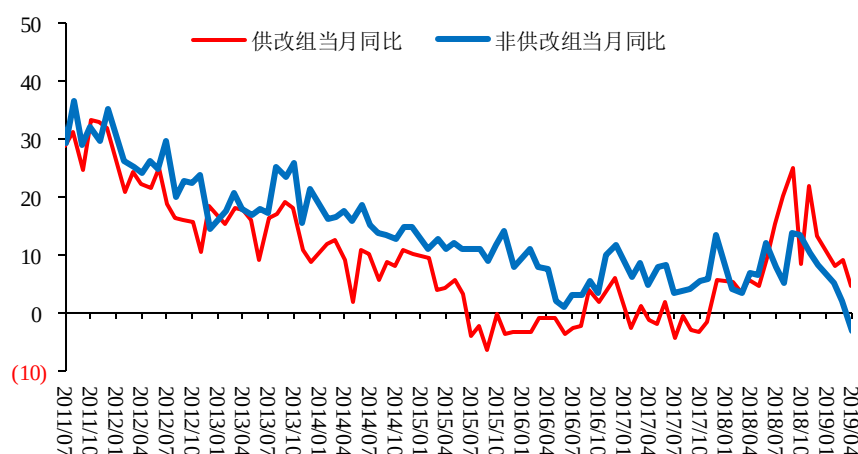
数据来源：Wind，安信证券

内需中基建增速平稳，房地产投资持续走强，而制造业投资出现持续大幅的回落，值得密切留意。分行业看，供改组和非供改组的制造业投资均出现下滑，而非供改组的下滑尤其明显，当前水平已经创历史新低。

回顾 2018 年，在贸易战导致全球供应链重建的可能性增加、企业融资成本持续上升、经济预期异常悲观的背景下，制造业投资却大幅走强，这多少是让人惊讶的，这背后可能更多反映了企业高盈利对投资的促进作用。

而随着年初以来盈利的回落，去年一系列负面因素对制造业投资的抑制作用开始显现，当前中美贸易摩擦逐步常态化并有加剧的可能，信贷环境尚未恢复到去年年初的水平，全球经济预期再次转向悲观，中国经济短期可能难以企稳，这些因素可能仍将对制造业投资形成压制。

图2：供改组和非供改组制造业投资，%



数据来源：Wind，安信证券

年初以来财政和信贷发力，大规模减税降费政策落地，而作为历史上常用的经济托底工具，基建投资保持平稳，需求的回暖主要体现在社会消费品零售数据上，体现了决策层对转变经济增长方式的态度。

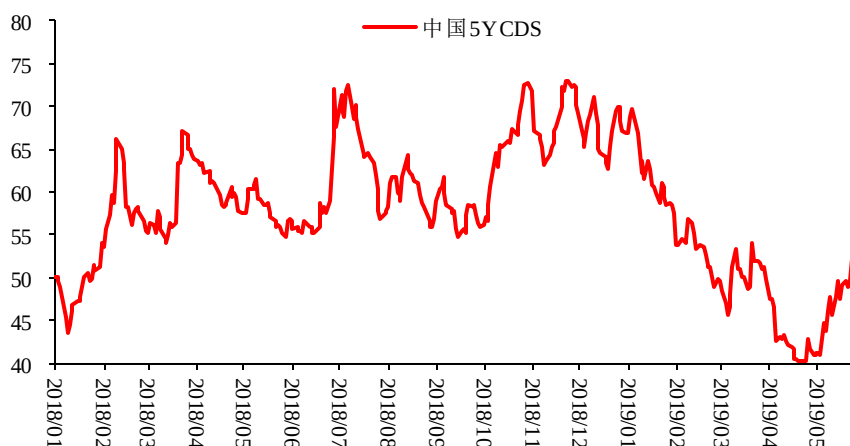
而 1 季度经济的企稳受到存货影响较大，4 月份的经济数据或许存货的负向拖累也比较显著，因此经济的真实情况可能需要等待 5、6 月份的数据进行确认，我们倾向于认为经济的需求端 2 季度难言企稳，中美贸易战的升级和扩散、海外经济的大幅走弱，以及国内制造业投资的持续下滑将会对经济产生较为明显的压

制。而随着经济的下行在二季度逐步确认，货币政策是否会出现调整，进一步的刺激消费的政策是否会出台，值得期待。

二、权益市场的上涨仍需耐心等待

随着中美冲突再次加剧以及全球主要经济体经济数据的持续走弱，各国资本市场对经济进入衰退的担忧显著加剧，债券市场收益率大幅走低，权益市场回落。我国人民币汇率近期显著贬值，主权债 CDS 费率大幅提升，反映出资本市场对中美冲突升级的恐慌情绪，但考虑到去年人民币汇率在这一位置的走势以及当前中美贸易谈判的进程，人民币汇率短期破“7”的可能性偏低，而且随着美国经济也开始走弱，中美经济基本面难有显著分化，这也对人民币汇率有一定支撑。

图3：中国 5 年期国债 CDS，%



数据来源：Wind，安信证券

权益市场方面，五月上旬随着中美贸易战再次升温，股市出现大幅调整，下旬以来市场整体平稳，看起来市场对贸易战的影响已经吸收较为充分，但值得关注的是中美在科技领域的冲突开始显现并有加剧的趋势，这一因素在市场尚未得到充分吸收。

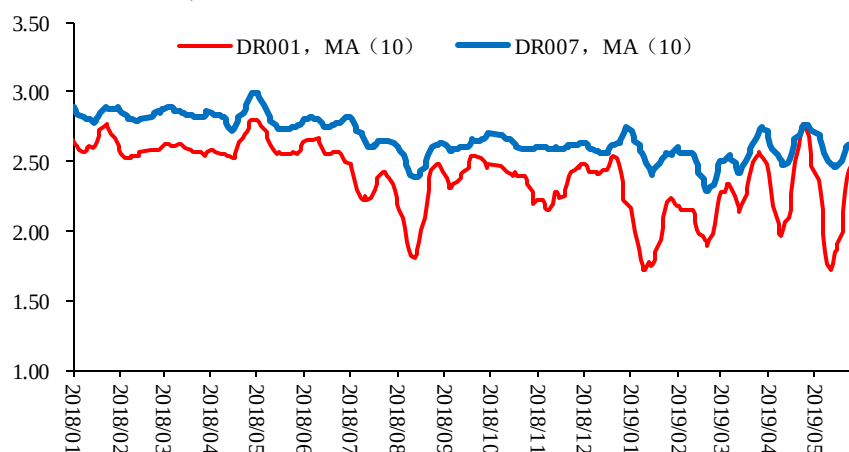
如果说年初以来中美关系的阶段性缓和以及社融的恢复是驱动权益市场上涨的主因，从当下来看，考虑到央行相关官员近期的表态，社融增速出现类似一季度大幅上升的可能性偏低，而中美关系短期再次缓和仍需观察，同时进一步刺激政策的出台需经济数据的逐步确认，合并来看，权益市场上涨的催化剂尚不明朗，仍需耐心等待。

债券市场方面，近期包商银行被银保监会接管，引发市场银行间市场利率大幅抬升，进而带动短端和长端债券收益率普遍上行，近期的数据显示，央行流动性投放加码，银行间市场流动性整体恢复，债券市场收益率也出现回落，但市场对城商行、农商行负债情况担忧显著加剧，多数机构参与者开始交易对手方的排查。

从当前的情况来看，央行在主动处置农商行、城商行信用风险方面经验丰富，银行间流动性对冲及时，市场并未出现恐慌，未来金融供给侧改革在中小银行层面仍会进行，金融机构业务回归本源可能会是主线。

考虑到全球主要经济体近期国债收益率的大幅下行以及二季度我国经济下行压力仍然偏大，国内债券市场收益率可能仍有下行的空间。

图4: DR001 和 DR007, %

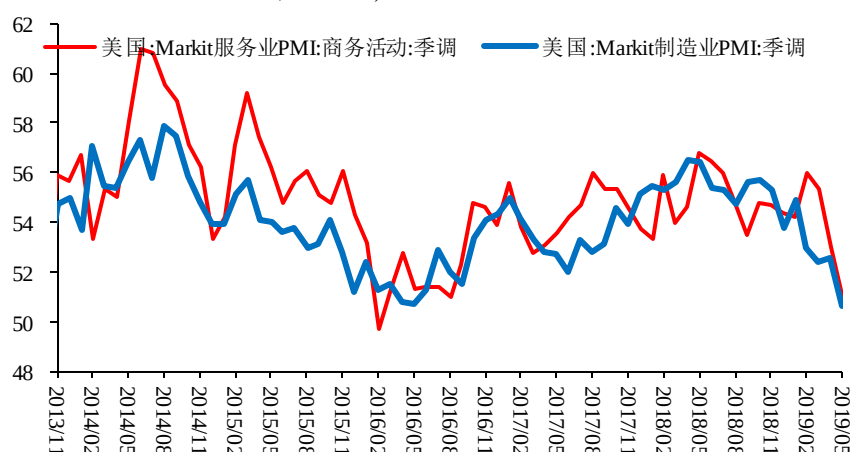


数据来源：Wind，安信证券

三、全球经济预期再度走弱

新近公布的 5 月数据显示，日本和欧洲的制造业 PMI 再度走弱，而美国制造业与服务业 PMI 也出现大幅下滑。经济数据全面走弱的同时，资本市场对未来经济预期相当悲观。美国 10 年期国债收益率创去年以来的新低，1y10y 以及 3m10y 收益率曲线再次出现倒挂，10 年德债日债收益率均大幅下行，MSCI 发达市场指数经历 4 个月的上涨后开始回落。

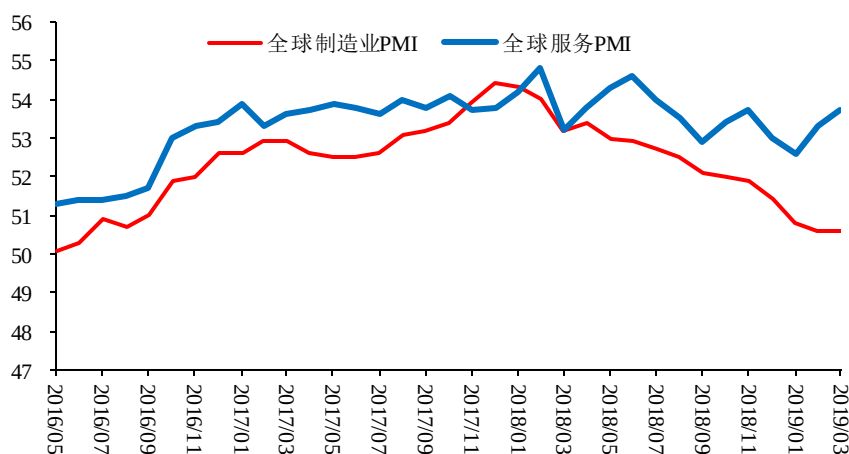
图5：美国 Markit 制造业和服务业 PMI，%



数据来源：Wind，安信证券

2018 年以来的全球经济减速主要集中在制造业和贸易领域，而服务领域经济度相对稳定，市场参与者普遍认为中美贸易战和中国国内的去杠杆政策是导致全球经济减速的主要原因。随着年初以来中国去杠杆政策的纠偏、中美关系的阶段性缓解以及全球主要央行货币政策的调整，债券市场收益率开始至跌企稳，权益市场开启新一轮上涨，市场对全球经济的预期开始出现修复。

图6: 全球制造业和服务业 PMI, %



数据来源: Wind, 安信证券

但 5 月以来, 中美贸易战再次出现反复, 关税战在幅度和数量层面进一步加码, 而且中美在技术层面的冲突也开始发酵, 看起来中美贸易战在短期内难以达成和解并有扩散的迹象。

随着中美之间的摩擦变得更加激烈, 可以想象的是, 在未来一段时间之内全球制造业和贸易活动出现进一步明显的减速是难以避免的, 全球经济进入衰退的风险在上升, 这需要投资者保持警惕。

图7: 美国 3m10y 国债收益率利差, %



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_12276

