

经济弱势企稳 货币相机抉择

——2019 年 5 月宏观经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 5 月 30 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 2019 年受益于逆周期调节政策，经济开局良好，但宏观数据较为明显的波幅，或在一定程度上表明现今经济仍处于弱复苏之势。从三驾马车看，贸易端，出口增速大幅放缓，考虑到全球经济增长预期再度下调，出口对经济拉动作用或将有所减弱；消费端，受假期调休影响，社零增速回落明显，但五月增速应将大幅回升；投资端，地产商加速周转背景下地产投资短期仍有韧性，制造业投资受企业盈利回落及同期基数偏高影响将延续下行，基建投资作为稳增长的重要抓手将延续回升态势。总体来看，2019 年开局以来，经济弱势企稳，近期外部不确定性略有走强，故而政策的呵护作用将依旧重要，其或更将根据经济数据的演变及时预调微调。值得注意的是，从结构上看，无论是生产端，还是制造业投资端，均显现出了新旧动能转化的良好现象，这表明结构调整效果有所显现。
- CPI 方面，4 月 CPI 环比上涨 0.1%，带动同比增速回升至 2.5%，主要受非洲猪瘟持续发酵与鲜果表现较强引致的食品项环比跌幅明显弱于季节性影响。非食品项方面，衣着、交通、居住环比涨幅均弱于季节性规律。从最新的数据看，猪肉、鲜果、蛋类环比保持上涨态势，故而 5 月 CPI 增速在食品项拉动下同比增速或将回升至 2.7% 左右。PPI 方面，4 月 PPI 环比上涨 0.3%，拉动同比增速回升至 0.9%，主要与原油、钢铁价格上涨有关，这也能体现在石油、黑色金属环比增速较高这一方面。展望未来，从近期数据看，5 月原油价格波幅较大，外部不确定性加大下，全球主要经济体基本面均将受到一定负面影响，考虑到减产协议对油价支撑作用有所弱化，短期内油价仍将承压，再叠加翘尾因素回落较快影响，预计 5 月 PPI 增速将回落至 0.6%。
- 流动性方面，尽管美国 5 月 Markit 制造业指数低于市场预期，指向美国经济前景仍略显黯淡，但一季度良好的 GDP 数据以及表现强劲的就业数据则体现美国经济短期强劲的韧性，故而美联储在 5 月的议息会议上也表示现阶段并不急于调整货币政策的方向，市场对联储年内降息的预期也有所弱化；相较于此，欧元区数据表现依旧疲软，关于其区内经济发展不佳的预期仍未改观。近期，中美经贸摩擦波澜再起，中美经济前瞻均出现较大不确定性，叠加欧元区内经济不佳的前景尚未改变，外部环境对我国货币政策的掣肘略有趋缓。而面对不确定性有所增加的外围环境，在“稳中求进”总基调下，国内货币政策也会根据情形演变及时有效利用货币政策箱预调微调。在国内经济处于弱复苏之时，尽管货币政策不会出现收缩的迹象，但若外部环境不发生较大的变化，货币政策全局的边际放松尚不可期，以创新型工具进行结构调整将是政策调控的总体表征，故而维持货币市场利率平稳的同时，推动信用利差的下调将是货币调控的核心所在。因此，无风险利率或将维持震荡，信用利差降低或将延续下行态势。
- 风险提示：全球贸易争端负面冲击和国内经济下行超预期

目 录

1. 经济尚处弱复苏之态 结构调整持续推进.....	4
1.1 仍处景气区间 经济仍有扩张动力.....	4
1.2 出口波动剧烈 顺差难改收窄趋势.....	5
1.3 消费超季节性回落 动能转化持续推进.....	6
1.4 企业利润波幅明显 减税降费成效渐显.....	8
2. CPI 小幅回升 PPI 超预期上行.....	9
3. 美强欧弱仍将延续 货币调控相机抉择.....	10
3.1 经济短期仍有韧性 美强欧弱尚未终结.....	10
3.2 信用扩张力度放缓 货币或将相机抉择.....	13

图 目 录

图 1: 工业增加值波幅明显	4
图 2: 制造业同比回落明显	4
图 3: 生产、新订单回落; 新出口订单延续改善	5
图 4: 原材料产成品库存有所回落	5
图 5: 出口增速回落 进口增速回暖	5
图 6: CRB 指数同比延续回升	5
图 7: 名义社零增速回落偏快	6
图 8: 汽车跌幅收窄, 地产全线回落	6
图 9: 必选消费纷纷回落	6
图 10: 网上消费、餐饮服务增速小幅反弹	6
图 11: 地产销售虽小幅反弹但仍承压	7
图 12: 地产施工新开工竣工纷纷回升	7
图 13: 基建投资同比增速未延续回升态势	7
图 14: 财政支出中交通运输同比增速回落偏快	7
图 15: 收入增速回落是主要拖累因素	8
图 16: 上游及中上游行业利润率增速边际回升	8
图 17: CPI 同比增速小幅回升	9
图 18: PPI 同比超预期上行	9
图 19: 食品项表现强于季节性	9
图 20: 猪价同比涨幅依旧明显	9
图 21: 美国失业率创新低	10
图 22: 美国续领失业金人数小幅回落	10
图 23: 美国制造业 PMI 指数小幅回落	11
图 24: 美国消费者信心指数小幅抬升	11
图 25: 美国核心通胀水平小幅抬升	11
图 26: 四季度美联储降息预期高达七成	11
图 27: 欧元区制造业 PMI 指数略有反弹	11
图 28: 欧元区核心通胀水平小幅抬升	11
图 29: 日本制造业 PMI 指数小幅抬升	12
图 30: 日本核心通胀依然处于较低水平	12
图 31: 美元指数再创新高	12
图 32: 欧元兑美元延续弱势	12
图 33: 4 月人民币兑美元保持平稳	12
图 34: 4 月 CFETS 人民币汇率指数小幅攀升	12
图 35: 外汇储备稳中有升	13
图 36: 热钱外流规模稍有收窄	13
图 37: 中长期贷款明显少增	14
图 38: 信用利差有所回落	14
图 39: 7 日 Shibor 利率周均值维持震荡	14
图 40: 中美十年期国债利差逐步回升	14

1. 经济尚处弱复苏之态 结构调整持续推进

2019 年受益于逆周期调节政策，经济开局良好，但宏观数据较为明显的波幅，或在一定程度上表明现今经济仍处于弱复苏之势，再叠加外部不确定性略有走强，我们依旧认为政策的呵护依然重要，或更将根据经济数据的演变及时预调微调。从结构上看，无论是生产端，还是制造业投资端，均显现出了新旧动能转化的良好的现象，这表明结构调整效果有所显现。

1.1 仍处景气区间 经济仍有扩张动力

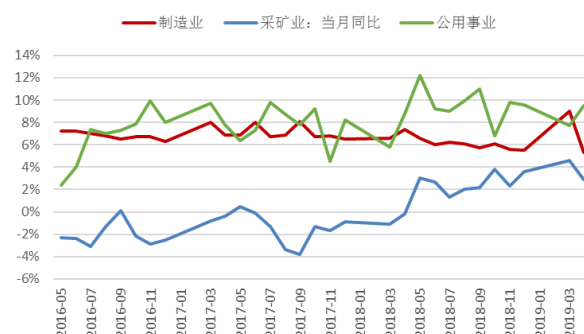
从生产端看，4 月工业增加值同比增速为 5.4%，较上月大幅回落，其中固然有生产错位、增值税税率调整引致企业提前生产等诸多因素的扰动影响，但生产数据较大的波幅，表明现今经济整体仍是一种弱复苏的态势。从结构层面看，仅公共事业同比增速有所回升，制造业与采矿业均有所回落，其中制造业边际降幅较大，是本期生产的主要拖累力量。进一步从行业层面看，受政策预调微调影响，诸如设备制造业、金属制品业、铁路等逆周期调节特征较强的行业回落幅度较大；而计算机、医药同比增速有所回升，表明新旧动能转化仍在推进，结构调整效果有所显现。展望未来，考虑到外部不确定性加大引致企业利润空间受到挤压与 5 月调休影响，5 月生产增速仍将略有回落。

图 1：工业增加值波幅明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：制造业同比回落明显

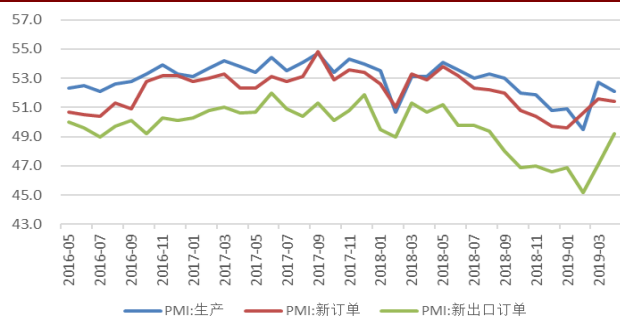


资料来源：Wind，渤海证券研究所

此外，PMI 的波动也从侧面反应出经济弱企稳之势。继 3 月大幅回升之后，虽 4 月 PMI 仍处荣枯线以上，但略超季节性的回落程度表明扩张动力虽仍有，但尚不稳定。从具体分项来看，生产分项降幅较大，与工业增加值的回落有所呼应。而需求端则有喜有忧，其中新出口与进口指标均延续上月改善态势，而新订单指标则小幅回落，这也表明在经济弱复苏之时，政策呵护作用尤为重要。进一步从库

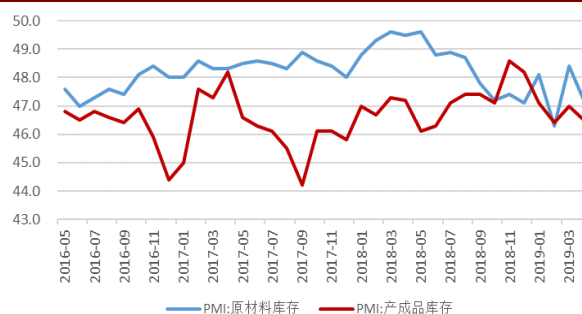
存指标看，原材料库存与产成品库存纷纷回落，上月初显的主动补库存迹象并未延续。综合来看，经济弱企稳之时，虽仍有扩张动力，但尚不稳定，故而仍需政策呵护。

图 3：生产、新订单回落；新出口订单延续改善



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：原材料产成品库存有所回落

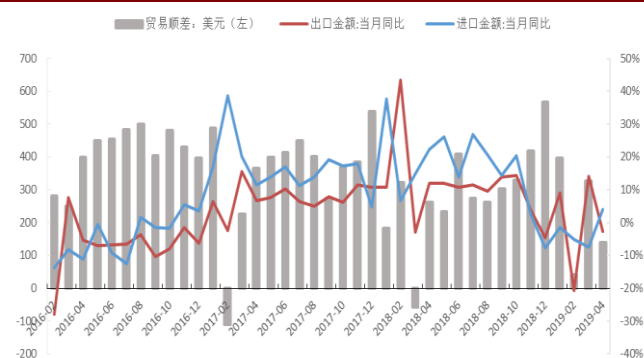


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 出口波动剧烈 顺差难改收窄趋势

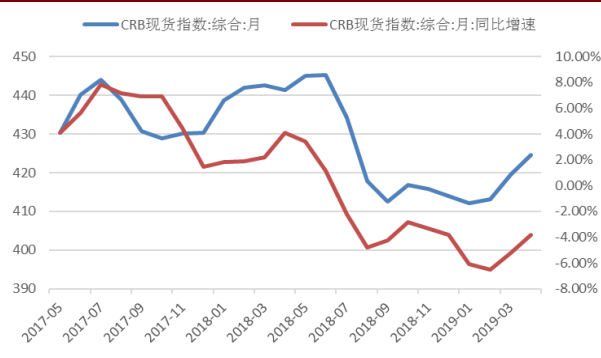
出口方面，以美元计，4 月出口同比增速-2.7%，较上月降幅较大，主要受春节错位引致 3 月同比增速较高以及全球经济扩张动能放缓影响。尽管考虑到中美经贸摩擦会对 5 月出口行为产生一定干扰，但一方面去年同期抢出口行为引致基数较高，另一方面 OECD 再度下调全球经济增长预期，表明全球扩张动能延续放缓态势，故而整体来看 5 月出口增速或小幅回落。4 月进口同比增速大幅回升至 4%，应与大宗商品价格回升、积极财政政策落地及增值税调减引致进口商延后备货有关。在经济弱复苏之际，积极财政政策将持续呵护总需求，再叠加中国主动扩大进口的长远考量与减税政策影响，预计进口增速将保持一定韧性。

图 5：出口增速回落 进口增速回暖



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：CRB 指数同比延续回升

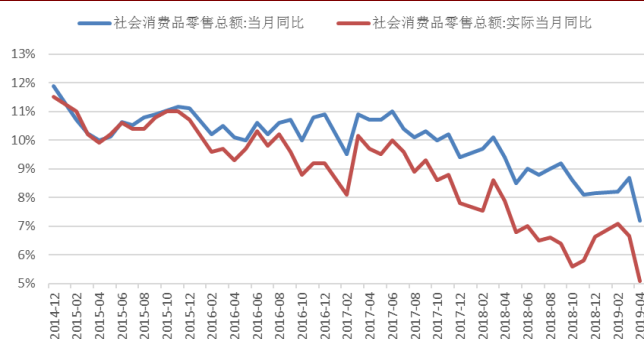


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 消费超季节性回落 动能转化持续推进

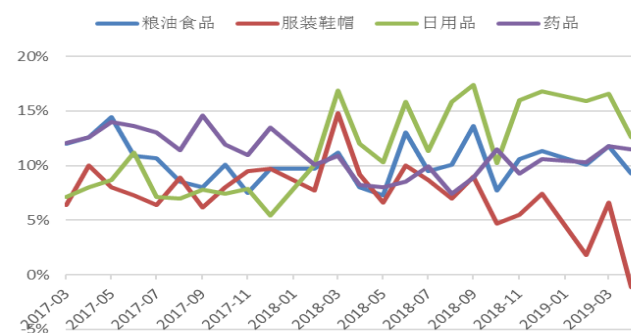
从需求端看，消费方面，4月社零增速同比回落明显，主要是受五一假期调休变化影响。从结构上看，必选消费同比增速纷纷回落，其中耐用性相对较强的纺织服装类有趋势性回落的特征；可选消费则表现分化，汽车跌幅收窄，地产链全线下调，其中处于地产链前端的建筑装潢同比增速由正转负，值得持续关注。展望未来，受五一假期调休及物价上涨支撑影响，5月社零增速应大幅反弹，但整体来看居民消费终端需求依然偏弱，政策呵护依旧重要。

图7：名义社零增速回落偏快



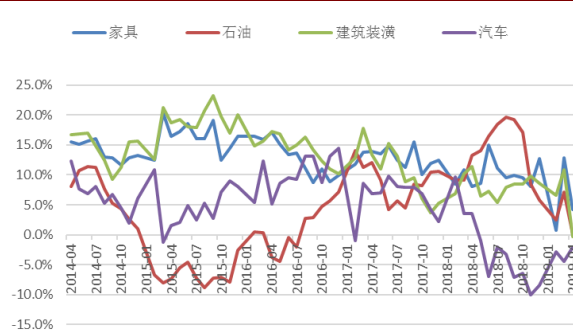
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图9：必选消费纷纷回落



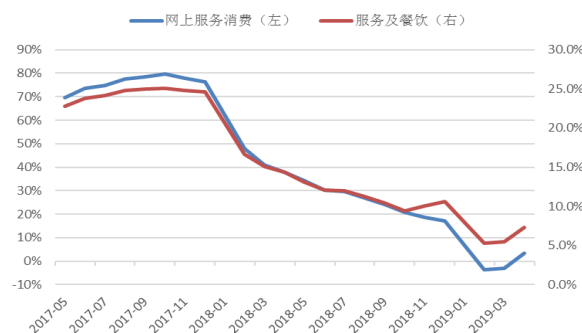
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图8：汽车跌幅收窄，地产链全线回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图10：网上消费、餐饮服务增速小幅反弹

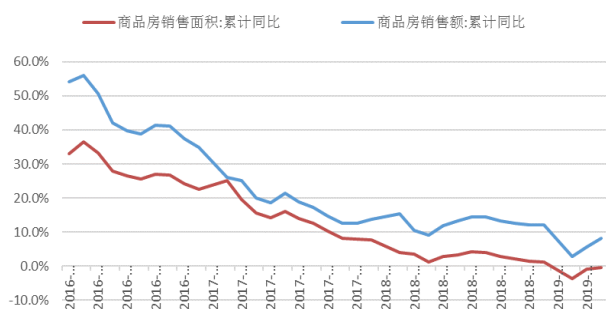


资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资方面，1-4月固定资产投资累计增速较上月小幅回落，主要受制造业投资拖累影响。在外部不确定性有所增加、消费需求仍需政策呵护的背景下，稳增长诉求或将更寄托于投资增速的回升。

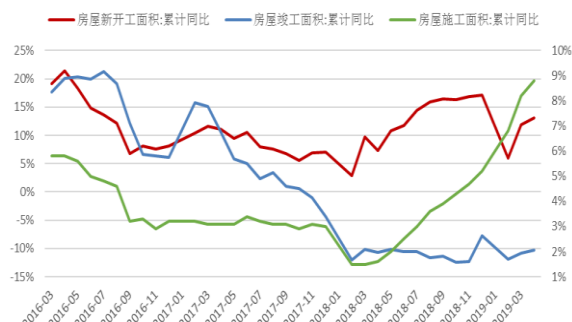
具体来说，地产投资增速略有上行，短期仍体现出较强韧性。从结构上看，新开工面积、施工面积、竣工面积同比增速均延续了上月回升态势，其中新开工面积依旧边际回升幅度最大，我们仍认为这应与商品房销售的暂时改善有关。但在居民杠杆率仍高的背景下，地产销售持续改善难度较大，故而长期来看地产投资仍将下行。短期考虑到地产投资仍有韧性，5月地产增速或将仍维持高位。

图 11: 地产销售虽小幅反弹但仍承压



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

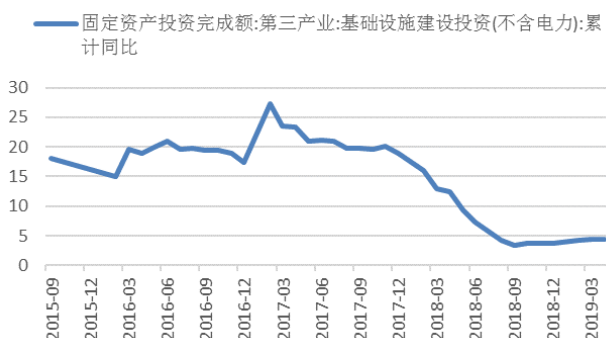
图 12: 地产施工新开工竣工纷纷回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

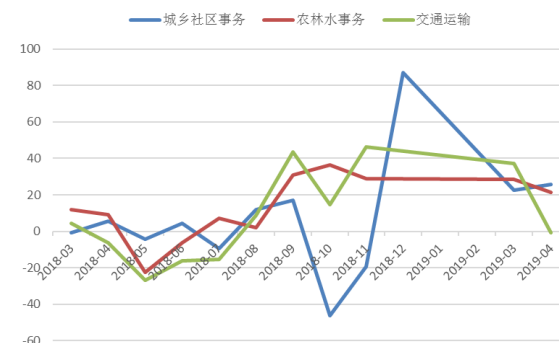
制造业投资方面, 本期制造业投资延续回落态势, 较上月下调 2.1 个百分点至 2.5%, 企业盈利回落的不利影响依然存在。从结构上看, 金属制造业、设备制造业回落较为明显, 计算机、医药同比增速较高且边际升幅较大, 表明新旧动能转化仍在推进。展望未来, 受企业盈利仍处于下行周期、外部不确定性风险增加以及高基数影响, 制造业投资增速或仍将回落。

图 13: 基建投资同比增速未延续回升态势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 财政支出中交通运输同比增速回落偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

基建投资同比增速 4.4%, 持平于上期, 并未延续回升之势, 可能与逆周期调节政策边际放缓有关。一方面, 从地方政府债券发行力度看, 2019 年 1 月至 3 月, 地方政府债分别发行 3762.26 亿元、3591.84 亿元、5428.46 亿元, 而 4 月地方政府债仅发行 1118.05 亿元, 发行力度远小于一季度平均水平。另一方面, 从财政支出角度看, 虽然整体增速小幅回升, 但交通运输同比增速回落较为明显, 应与政策预调微调下, 中央财政支持项边际变化更为明显有关。从长期来看, 我们仍认为基建投资将延续回升态势。在外部不确定性加大、消费需求尚难改善情况下, 稳增长的诉求应该更多的落在投资上, 但地产投资受“房住不炒”影响, 难以持续托举经济; 制造业投资受企业盈利影响仍有下行压力; 故而基建投资应仍是稳定总需求的主要抓手。

总的来看，2019 开年至今，经济数据波幅较大，经济复苏之态尚不稳固，近期贸易争端波澜再起，也给国内稳增长诉求带来新的挑战。在外部风险有所增加的背景下，一方面我们将保持战略定力，立足自身，经济结构调整仍需推进，新旧动能转化还需发力；另一方面，货币与财政政策也应该依据经济数据发展形势而预调微调，更加注重相机抉择，保证经济运行在合理区间的范围内。

1.4 企业利润波幅明显 减税降费成效渐显

2019 年 4 月，规模以上工业企业利润同比增长-3.7%，虽较 3 月降幅较大，但相较于剔除春节效应的一季度降幅相对可控。本期工业企业利润回落的主要原因是增值税调整后，4 月工业企业产品需求提前释放引致营业收入同比增速下滑。但值得注意的是，PPI 增速回升与增值税税率的下调，使企业利润率增速有所回升，部分冲抵了收入回落的不利影响。

行业结构方面，上中下游营业收入增速均有所回落，其中中游制造业边际降幅最大；利润率增速方面，各行业表现有所分化，其中上游及中上游企业利润率增速提升较为明显，中游及下游企业利润率增速则有所回落，或表明在增值税调减的背景下，上游及中上游企业受益于其较强的议价能力，利润率增速提升较为明显，而在终端消费需求依旧偏弱的情况下，减税降费对中下游企业的传导还需要一段过程。行业方面，钢铁、石油、化工利润增速跌幅收窄明显，而设备制造回落明显。企业类型方面，国企利润跌幅收窄，私营企业边际略有回落，股份制企业则持平于上月。

展望未来，尽管从长期来看减税降费等系列举措有利于提振企业利润增速，但短期考虑到外部不确定性增加对企业盈利造成的不利影响，利润增速或将小幅回落。

图 15. 收入增速回落是主要拖累因素

图 16. 上游及中上游行业利润率增速边际回升

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_12294

