

# 外需下行压力增大 宏观政策坚持逆周期调节

——2019年5月宏观经济运行评析

2019年5月·宏观月报

2019年5月28日

## 主要观点：

- 工业增加值增速处于低位，工业生产仍偏弱
- 制造业 PMI 保持在荣枯线以上，扩张势头较温和
- 建筑业预期状况较好，非制造业平稳扩张
- 投资略有上升，基建投资加快，制造业投资下行
- 基数走低，地产销售回暖，消费增速反弹回升
- 贸易摩擦进一步升级，进出口增速下降
- 食品价格上升，推动 CPI 同比继续回升
- 新涨价因素减弱，翘尾因素下降，PPI 涨幅收窄
- M2 增速受外部不确定性影响较大，回升仍存压力
- 货币流动性稳健适度，可能加大逆周期调节力度
- 人民币汇率震荡贬值，外汇占款降幅扩大

交通银行金融研究中心  
(BFRC)

## 研究团队：

连平（首席经济学家）  
周昆平（首席研究员）  
唐建伟（首席研究员）  
鄂永健（首席金融分析师）  
刘健（资深研究员）  
刘学智（高级研究员）  
陈冀（高级研究员）

## 联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文:

## 一、工业生产仍然偏弱，非制造业平稳扩张

### 1、工业增加值增速处于低位，工业生产仍偏弱

5月以来重点企业钢企产量基本保持平稳，高炉开工率小幅提升，工业生产比4月略有改善。高频的南华工业品指数整体上升，5月下旬上涨到2300点以上，高于去年同期260点左右，表现出积极迹象。

但更多的高频先行指标表明工业生产仍然偏弱。柯桥纺织价格指数略有下降，5月中旬在106.13点，轻工业生有所放缓。六大发电集团日均耗煤量先升后降，5月中旬达到近2个月的高点63万吨/日，但下旬又回落到60万吨/日左右，月均58.6万吨/日。与去年同期相比，发电耗煤量同比减少16%。全国综合煤炭价格指数基本保持平稳，略高于161点，比去年同期高1个点左右。

工业增加值增速可能略高于上个月，减税有助于改善制造业预期，但增势仍然较弱。上个月工业增加值增速显著下降，本月反弹的可能性较大。由于去年5月工业增加值增速下降0.2个百分点，基数略有下降，今年同期增速可能低位微升到5.5%。随着万亿减税开始落地，针对制造业减税力度较大，有助于提振市场信心，制造业PMI有望保持在荣枯线以上，预计为50.2%，扩张势头较温和。

### 2、非制造业平稳扩张，建筑业预期状况较好

建筑业预期状况较好，景气状况有望上升。服务业运行平稳，非制造业整体保持扩张态势。4月非制造业PMI下降，建筑业和服务业景气度都有回落，5月有望走稳，可能微升。5月主要钢厂建筑钢材库存上升，第三周升到277万吨，比4月上升了14万吨。华南建筑钢材价格指数基本平稳，在67.7点左右，高于一季度。建筑耗材需求明显增加，建筑业景气度有望保持高位。房地产投资持续加快，促进了建筑业扩张。随着大量基建补短板项目全面开工，将支撑建筑业景气状况处于较高水平。进入二季度以后中国公路物流运价指数整体上升，但5月环比略有下降，下旬在983点左右，略高于去年同期。近期全国公路货运量小幅增长，铁路客运量也有增长，但公路客运量持续负增长。4月营业性客运量同比-2.7%，其中公路、水运营业性客运量同比分别为-5.2%、-5.1%。4月营业性货运量同比增长6.1%，其中公路、水路货运量分别增长5.6%、7.2%。第三产业用电量增长

较快，4月同比增长10.5%，服务业扩张态势得以保持。5月劳动节假期旅游拉动服务业需求。综合判断，建筑业预期状况较好，服务业运行平稳，非制造业PMI为54.5%。综合PMI为53.6%。

## 二、内需略有改善，外需压力加大

### 1、投资略有上升，基建投资加快，制造业投资下行

固定资产投资小幅上升，增长势头较弱。基建投资加快，房地产投资处于高位，制造业投资继续下行。从周频的中钢协钢材价格指数来看，5月小幅下降，第四周钢材综合价格指数为111.8点，所有品种的钢材价格指数都有不同程度的下降。整体降幅很小，仍然高于4月初水平。从高频的主要钢材价格来看，镀锌板卷、热轧板卷、圆钢、中板价格持续下降，但5月下旬螺纹钢、线材、盘螺价格有所回升。5月全国水泥综合价格指数小幅上升，从149.7点上升到150.4点。分区域看，西北、西南、中南地区水泥价小幅下降，其他地区水平价格都有不同程度的上涨。从钢材价格和水泥价格走势来看，投资状况整体有所增强。铁路、民航、高速公路等交通运输投资增长快速，将拉动基建投资逐渐提速。1-4月交通固定资产投资同比增长7.4%，增速较一季度加快2.5个百分点，其中高速公路投资增长13.2%。而水利管理业、公共设施管理业等投资负增长，将制约基建投资反弹力度。1-4月房地产开发投资增速加快到11.9%，当前房地产开发投资增速有望保持高位。5月以来全国土地成交面积同比-9.3%，未来房产开发投资增势可能难以持久。受全球经济增长放缓以及美国加征关税的影响，与出口相关的制造业投资预期较弱。去年5月制造业投资加快了4个百分点，将压低今年同比增速。大规模减税有助于制造企业经营改善，企业信贷增长加快，可能促进未来制造业投资企稳。预计5月固定资产投资累计增长6.2%，比上个月略有上升。

### 2、基数走低，地产销售有所回暖，消费增速反弹回升

5月以来30大中城市商品房日均销售面积同比上涨，日均销售面积同比增长13.2%，其中一、二、三线城市同比涨幅分别为14.1%、13.2%、12.6%。年初以来房地产销售市场出现回暖迹象，当前与房地产相关的家具、家电、装潢等消费有望保持增长势头。5月以来全国汽车零售延续负增长，零售量同比为-24%，对消费继续形成拖累。5月义乌中国小商品指数先升后降，月末在100.43点，略低于4月末水平。临沂商城价格指数同样先升

后降，月末 100.36 点，整体高于 4 月。今年劳动节比去年多一天，有助于带动消费。去年 5 月消费增速大幅下降 0.9 个百分点，基数走低将显著抬升本月增速。CPI 涨幅扩大，物价上涨将带动名义消费增速上升。预计 5 月消费增长 8.2%，**消费增速反弹回升，显著高于上月。**

### 3、贸易摩擦升级，进出口增速下降

**出口增速大幅下降。**美国进一步升级关税措施，决定对 2000 亿美元中国产品加征关税从 10% 上调至 25%，并威胁将对额外 3000 多亿美元中国商品加征关税，这将对我国出口构成不小压力，但也可能带来新的抢出口效应。5 月美、欧制造业 PMI 指数均出现一定幅度下降，经济景气度依然偏弱，而我国去年同期出口基数较高，则可能拖累出口增速。综合考虑，预计 5 月出口增速为 -4%，出口额约 2000 亿美元。

**进口增速继续负增长。**贸易摩擦升级，中国进口也将受到一定面影响，但也可能出现一定的抢进口现象。中国经济回落并保持弱平稳态势，大宗商品价格涨幅放缓而且远低于去年同期，加之去年同期进口基数较高。预计 5 月进口同比增长 -6%，进口额约 1760 亿美元。预计贸易顺差约 240 亿美元。

## 三、CPI 继续上升，PPI 涨幅收窄

### 1、食品价格推动 CPI 同比继续回升

进入 5 月份以来，商务部公布的食用农产品价格周环比出现两个星期环比上涨，一个星期环比回落。分产品来看，蔬菜供应量充足导致蔬菜价格略有下降，而猪肉价格在经历了一段时间的上涨之后，涨势有所放缓。受此影响，预计本月食品价格环比将出现小幅上升，预计涨幅在 1.4 个百分点左右。五月下半月国际油价出现明显回调，5 月份国内成品油价也将有小幅下调。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月略有回落至 1.6% 的水平。同时，5 月翘尾因素将小幅回升至 1.5% 的水平。综合以上因素，初步判断 2019 年 5 月份 CPI 同比涨幅可能在 2.5-2.9% 左右，取中值为 2.7%，涨幅相比上月继续小幅回升。

CPI 同比连续三个月上升，主因是食品价格同比涨幅扩大及翘尾因素的影响。扣除食品和能源的核心 CPI 同比已经连续八个月维持在 2% 以下。4 月份宏观数据明显走弱，表明内外需求仍有下行压力，年内出现实体经济需求拉动的通胀压力并不明显。下半年重点关注生猪疫情对猪肉价格的

影响。截止 4 月末，我国生猪及能繁母猪的存栏量仍在快速下降，未来生猪供应量减少导致价格上涨的压力仍然不小。不过下半年 CPI 翘尾因素明显下降及增值税减税效应或将一定程度上对冲掉猪肉价格上涨对 CPI 同比的影响，预计年内 CPI 同比平均涨幅控制在 3% 以内没有问题。

## 2、新涨价因素减弱，翘尾因素下降，PPI 涨幅收窄

从 5 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品价格上涨势头明显减弱，主要工业产品价格下降。在流通领域，主要生产资料价格中有 60% 的产品价格下降，36% 上升，4% 基本持平，生产资料价格下降的种类增多。从 9 大类生产资料价格看，林产品、化工产品、石油天然气产品价格降幅较大，环比低于 -2%；有色金属价格降幅也较明显，环比低于 -1%；黑色金属、非金属建材、农业生产资料价格走势平稳；煤炭、农产品价格上涨。预计 2019 年 5 月 PPI 环比涨势放缓，不排除小幅负增长的可能，在 -0.2% 到 0.2% 之间。去年 5 月 PPI 环比上涨 0.4%，环比涨幅可能显著今年 5 月，形成较高基数。PPI 翘尾因素为 0.59%，比上个月下降 0.4 个百分点。综合判断，新涨价因素减弱，翘尾因素下降，预计 5 月 PPI 同比涨幅收窄，预计在 0.4% 到 0.8% 之间，取中值为 0.6% 左右。

## 四、宏观政策坚持逆周期调节，人民币汇率震荡贬值

### 1、M2 增速反弹仍有压力，货币政策稳健适度

信贷增量环比出现反弹，M2 增速回升仍存压力。4 月信贷增量低于市场预期，既反映出实体经济运行压力仍大，也表明在前期市场对于货币政策进一步偏松调整以及降息预期未能兑现，机构对于流动性的担忧，一定程度上制约了信贷投放的增长。5 月在央行再次定向降准落地后，这种制约因素有所减弱，加之积极财政政策可能逐渐发力刺激信贷需求，信贷增量出现环比回升的概率较大。预计 5 月信贷增量将达到 1.35 万亿左右。M2 方面，信贷增量的反弹、财政更加积极是推动 M2 增速回升的重要积极因素，然而外部不确定性以及人民币近期的贬值，给 M2 增速回升增加了新的压力，进而预计 5 月 M2 增速或小幅反弹 0.1 个百分点至 8.6%

货币政策保持稳健适度，不排除加大逆周期偏松调节力度的可能。外部不确定性短期很难明朗。考虑到财税政策等手段对于受冲击的出口企业定向支持更为直接和有力，我们认为短期货币政策保持定力适度加大逆周

期定向调节力度配合财政发力的可能性较大。美次贷危机以来的经济经过多年的增长已出现“疲态”，美联储降息预期逐渐升温。一旦美方降息，一定程度上也为我国加大定向偏松调节力度腾出了空间。加之，目前国内物价运行并对央行进一步偏松调节货币政策形成约束，一季度货币政策执行报告中央行也明示了会及时预测应对，加大逆周期调节力度。基于此预判，未来整个二季度货币市场流动性出现“偏紧”状态的可能性极小，大多数时间流动性应该维持在适度充裕的状态。

## 2、人民币汇率震荡贬值，外汇占款降幅扩大

**人民币汇率震荡贬值。**美国贸易代表办公室透露，将于6月17日就包括3805个产品类别的清单举行公开听证会。如果美国宣布对额外3000多亿美元中国商品加征关税，人民币汇率贬值压力可能进一步加大。英国脱欧仍有较大不确定性，避险情绪可能推升美元指数。不过，近期监管部门连续发声稳定汇率，预计人民币不会出现大幅贬值。

**外汇占款负增长。**5月以来，人民币对美元汇率出现较快贬值，贬值预期有所增加，离岸汇率突破6.9，美元人民币成交量显著增大。预计5月外汇占款可能减少600亿元。

主要图表:

表: 5月中国宏观经济金融数据前瞻 (红色为预测值)

指标名称	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5
GDP:当季同比 (%)	6.4	-	-	6.4	-	-
CPI:当月同比 (%)	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7
PPI:当月同比 (%)	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6
出口金额:当月同比 (%)	-4.4	-9.1	-20.8	14.2	-2.7	-4%
进口金额:当月同比 (%)	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4	-6%
贸易差额:当月值(亿美元)	570.6	391.57	41	326	138	240
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	5.9	-	6.1	6.3	6.1	6.2
消费零售 TRS:当月同比 (%)	8.2	-	8.2	8.7	7.2	8.2
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	5.7	-	5.3	8.5	5.4	5.5
制造业 PMI (%)	49.4	49.5	49.3	50.5	50.1	50.2
非制造业 PMI (%)	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.5
新增人民币贷款:当月值(亿元)	10800	32300	8858	16900	10200	13500
M2:余额同比 (%)	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.6
外汇占款 (亿元)	-40	-12	-3	-5	-9	-600
定期存款利率:1年(整存整取)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

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\\_12321](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12321)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>