



5月宏观经济月报

关注基本面再度下行的可能性

4月经济数据将较3月回落，后续经济增长仍有压力，政策则是在稳需求的基础上调结构。财政政策关注减税降费、地方专项债和PPP的发力，货币政策将继续维持流动性合理充裕。

- 4月制造业PMI回落幅度较大，高频数据走弱，4月经济数据将较3月回落。预计4月工业增加值增长6.0%；1-4月固定资产投资同比增长6.3%，4月社会消费品零售总额同比增长8.5%，4月美元计价的出口同比下降5.3%，进口同比下降7.8%；4月CPI同比增长2.7%，PPI同比增长0.5%；4月新增人民币贷款13,000亿元，M2同比增长8.5%。
- 后续经济增长仍有下行压力，全球经济增长疲弱，贸易或进入下行周期；土地市场转冷，房地产投资以平稳回落为主；消费将成为稳定内需的主要因素，关注居民收入预期和居民杠杆率的变化。通胀压力上行，但不会对货币政策造成实质影响。
- 近年来政策总体方向不变，“稳中求进”，短期重心则视需求端的变化有边际调整。后续政策重点仍是先稳定内需，然后在稳需求的基础上调结构。财政政策关注减税降费、地方专项债和PPP的发力，货币政策将继续维持流动性合理充裕。

相关研究报告

《宏观经济周报（4.29—5.4）》 20190504

《5月海外宏观动态点评》 20190504

《4月PMI数据简评》 20190430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

4 月经济数据将较 3 月回落.....	4
后续经济走势仍有压力	6
贸易已进入下行周期	6
房地产投资或将逐步回落.....	7
消费支撑大局.....	8
通胀压力难以对货币政策产生实质影响.....	9
政策的变与不变.....	10
政策的边际调整与相机抉择.....	10
后续政策重心仍是在稳需求的基础上调结构.....	10



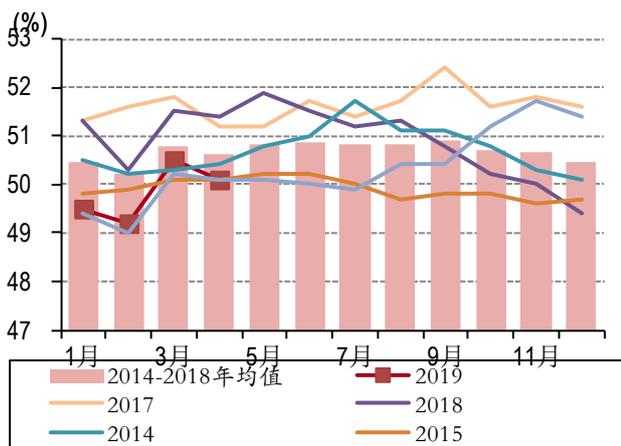
图表目录

图表 1. 4 月制造业 PMI 为历史同期低点.....	4
图表 2. 4 月综合 PMI 产出指数回落.....	4
图表 3. 原材料库存收缩快于产成品库存.....	4
图表 4. 新出口订单和进口有所回升.....	4
图表 5. 4 月六大电厂日均耗煤量负增长.....	5
图表 6. 2019 年 4 月宏观经济指标预测.....	5
图表 7. 4 月全球制造业 PMI 继续走弱.....	6
图表 8. 美国一季度个人消费对 GDP 贡献回落.....	6
图表 9. 中国贸易增速与全球经济增速.....	7
图表 10. 4 月土地市场依然低迷.....	7
图表 11. 2019 年国有土地使用权收入安排的支出占比明显上升.....	8
图表 12. 一季度居民消费支出增速依然较低.....	8
图表 13. 一季度居民信贷占比继续回落.....	8
图表 14. 猪肉价格持续攀升.....	9
图表 15. 核心 CPI 维持稳定.....	9

4 月经济数据将较 3 月回落

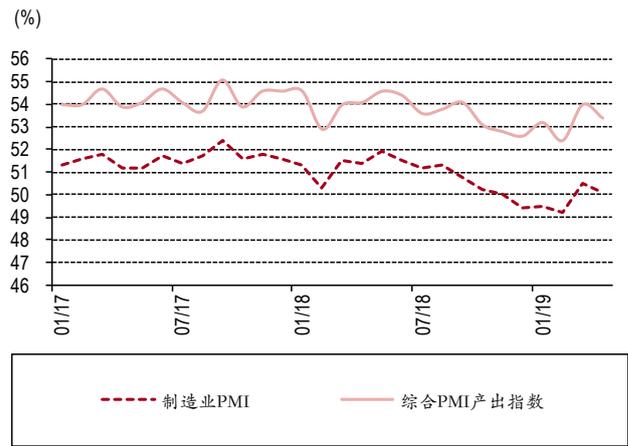
4 月制造业 PMI 回落 0.4 至 50.1，距荣枯线一步之遥。尽管 PMI 本身属于环比数据，其在 50 以上仍显示制造业位于扩张区间。但与历史同期相比，4 月制造业 PMI 与 2015 年和 2016 年同期相同，均为历史最低水平，而从环比回落的幅度看，也仅有 2017 年 4 月制造业 PMI 较 3 月的环比回落幅度超过 2019 年。由此看，4 月制造业 PMI 在历史同期水平中属于较弱的。相应的，4 月综合 PMI 产出指数亦回落至 53.4。

图表 1.4 月制造业 PMI 为历史同期低点



资料来源：万得，中银国际证券

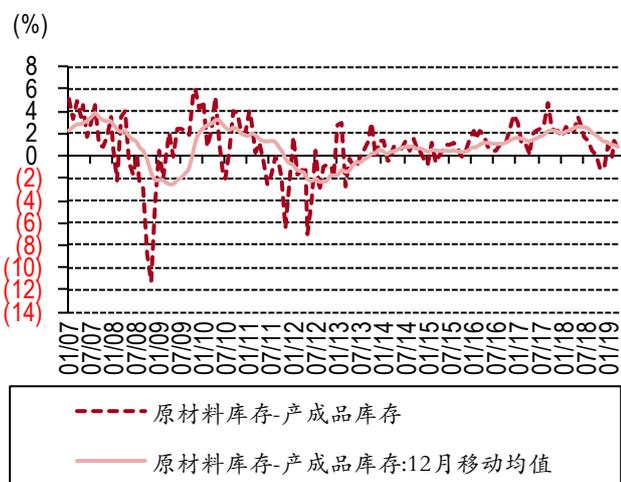
图表 2.4 月综合 PMI 产出指数回落



资料来源：万得，中银国际证券

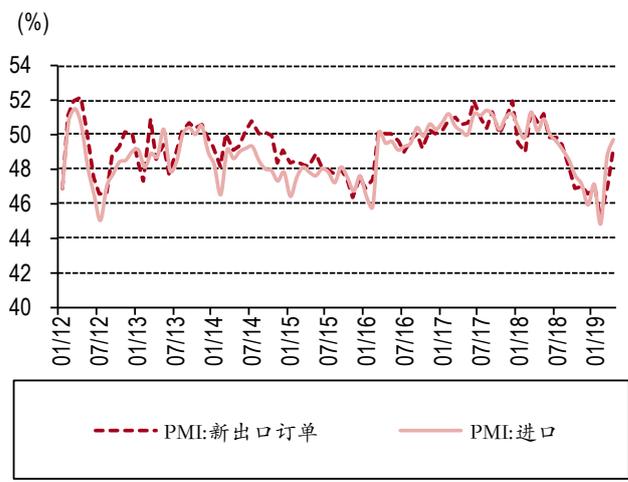
从 4 月 PMI 分项看，生产指数和原材料库存回落明显，是本月制造业 PMI 较上月回落的主要贡献者。新订单指数和采购量亦有小幅下降。但生产指数和新订单指数的差有所收窄，且原材料库存收缩快于产成品库存，显示产销配合有所改善。此外，新出口订单回升至 49.2，进口回升至 49.7，虽仍在收缩区间，但均较 3 月回升明显。出厂价格较上月环比上升 0.6，而购进价格环比回落 0.4，利润继续从上游向中游转移。整体看，4 月制造业 PMI 显示经济景气度有所回落，但内部结构有所改善。

图表 3. 原材料库存收缩快于产成品库存



资料来源：万得，中银国际证券

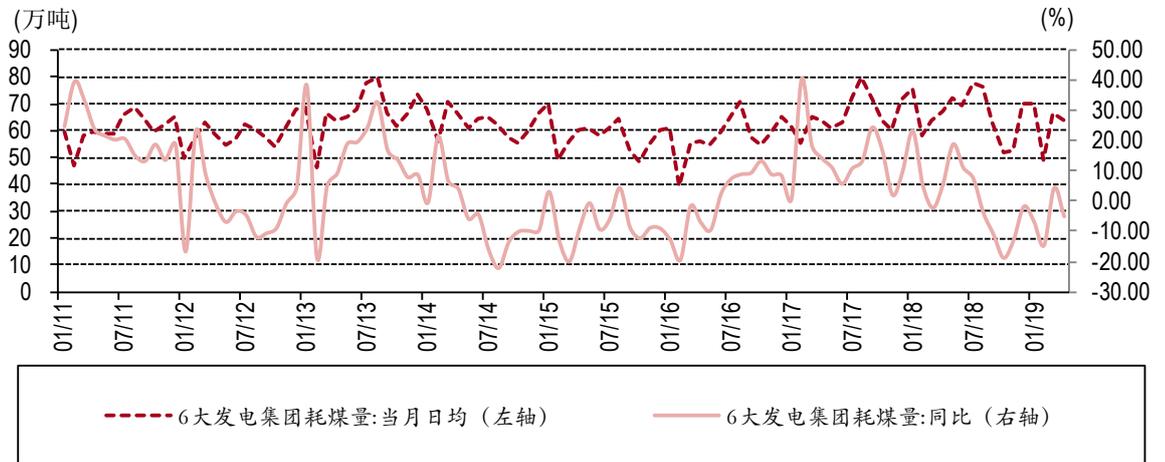
图表 4. 新出口订单和进口有所回升



资料来源：万得，中银国际证券

从高频数据看，4月六大电厂日均耗煤量同比下降5.3%，自2018年8月至今，仅3月出现短暂的同比上行，其他月份均同比下降。尽管由于近年来经济结构的变化，用电量和工业经济的相关性有所减弱，但耗电情况依然是实体经济走势的重要反映，电厂耗煤量的低迷显示实体经济整体依然偏冷。

图表 5.4 月六大电厂日均耗煤量负增长



资料来源：万得，中银国际证券

综合起来，我们维持此前的观点，3月经济数据的超预期来自春节错位的季节性影响，以及政策发力的积极效果。在季节性因素消退后，后续政策力度能否维持则是需求端是否能延续改善的重要影响因素，因此，对经济的后续走势不宜过度乐观。

我们对4月经济数据的预测见下表。我们认为，3月工业增加值的高增速与基数关系密切，4月工业生产将回归常态；投资、消费依然稳健，而贸易则继续处于弱势；CPI在食品价格带动下将继续上行，PPI开始逐步回升；信贷有所降温。总体上，4月经济数据将较3月回落。市场之前对经济基本面的乐观预期再度面临修正。

图表 6. 2019 年 4 月宏观经济指标预测

	中银宏观预测	上期值	市场预测均值
工业增加值同比增速 (%)	6.0	8.5	6.9
固定资产投资同比增速 (%)	6.3	6.3	6.4
社会消费品零售总额同比增速 (%)	8.5	8.7	8.6
出口 (美元) 同比增速 (%)	(5.3)	14.2	2.2
进口 (美元) 同比增速 (%)	(7.8)	(7.6)	(5.2)
CPI 同比增速 (%)	2.7	2.3	2.5
PPI 同比增速 (%)	0.5	0.4	0.6
新增人民币贷款 (亿元)	13,000.0	16,900.0	12,900.0
M2 同比增速 (%)	8.5	8.6	8.4

资料来源：中银国际证券，市场预测均值数据来自万得

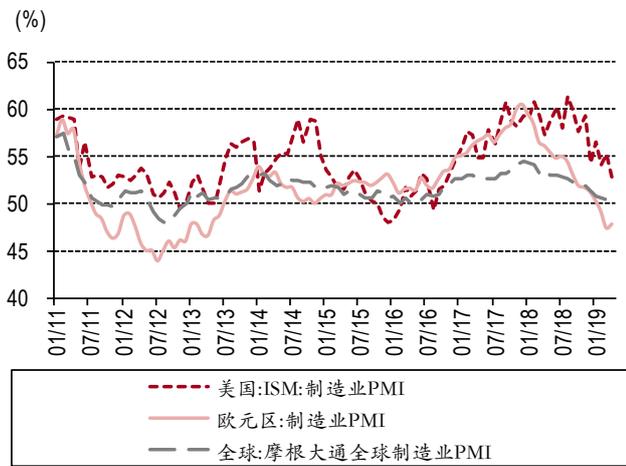
后续经济走势仍有压力

贸易已进入下行周期

4月全球制造业PMI继续下行至50.3，美国4月ISM制造业PMI降至52.8，为2016年10月以来新低，欧元区4月制造业PMI为47.9，连续3月在收缩区间，全球经济疲弱状态不变。

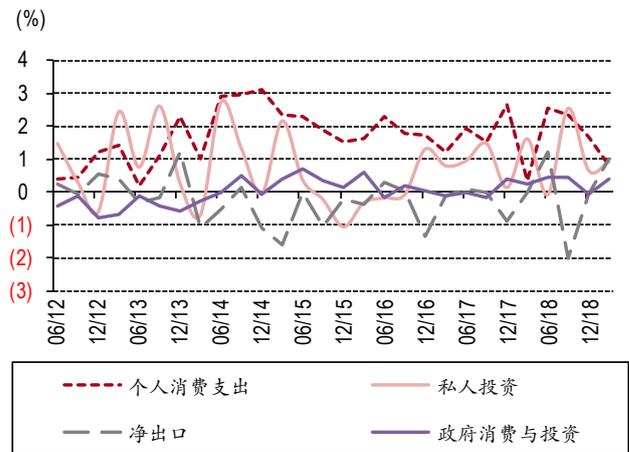
尽管美国一季度GDP不变价环比折年率达到3.2%，大超预期。但从结构看，贡献最大的是商品和服务净出口项目，贡献超过1个百分点；其次是私人投资和政府支出，个人消费支出贡献则明显较四季度回落。但从全球贸易形势看，美国商品与服务净出口项目的贡献料难维持；而随着减税效果逐步消退，财政政策可持续性依然需要进一步观察，我们对美国经济后续的增长动力继续持谨慎态度。

图表 7. 4月全球制造业 PMI 继续走弱



资料来源：万得，中银国际证券

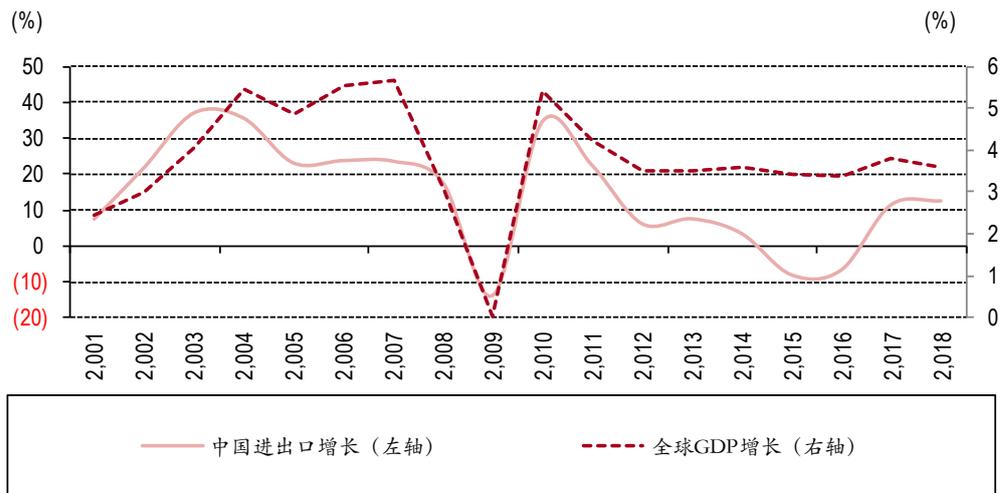
图表 8. 美国一季度个人消费对 GDP 贡献回落



资料来源：万得，中银国际证券

而从中国本身看，2018年在全球经济增长较2017年有所回落的背景下，中国的进出口增速则较2017年有所提升，为中国加入WTO以来罕见。我们认为，贸易战的抢跑效应在其中起到了一定的作用。2019年一季度，美元计价的中国进出口总额同比下降1.5%，显示出在贸易战抢跑效应消失后，贸易数据增速开始回归基本面。在2019年全球经济增速继续疲弱的背景下，我们认为，2019年贸易增速虽有波动，但整体进入下行周期，再度回升需等待全球经济再度回暖。中国未来的贸易方向转向更多提升贸易竞争力，走向价值链中高端。

图表 9. 中国贸易增速与全球经济增速

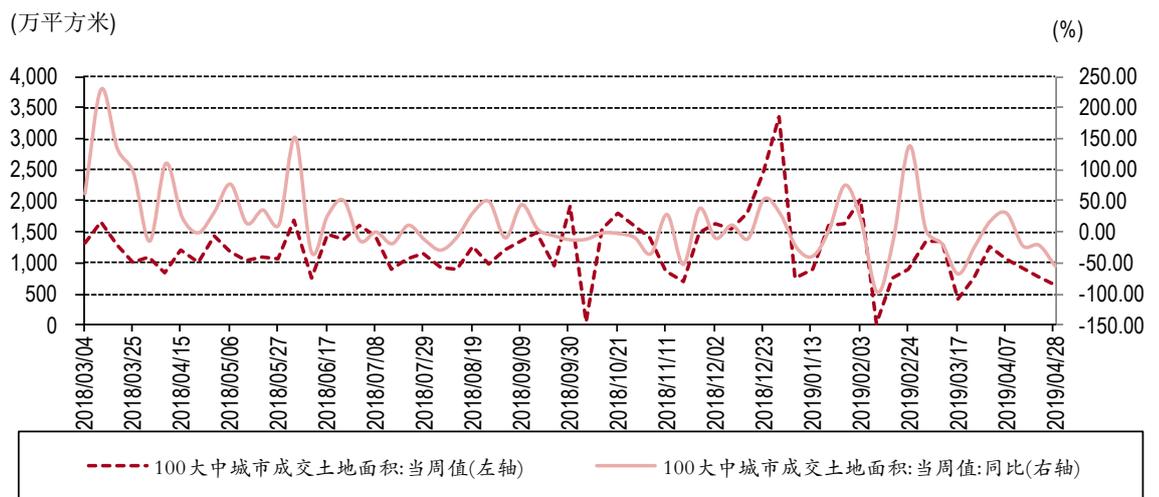


资料来源：万得，中银国际证券

房地产投资或将逐步回落

一季度房地产投资表现亮眼，房地产投资占固定资产投资比例达到 23.4%，为 2009 年以来历史同期最高。然而，我们注意到，一季度 100 大中城市土地成交面积累计下跌 18.6%，进入 4 月，土地市场依然低迷，除第一周外，4 月后三周 100 大中城市土地成交面积分别下降 23.2%、22.2%和 55.9%。同时，据财政部数据，2019 年的城镇棚户区计划改造套数共计 285.29 万套，较 2018 年 588 万套的计划改造套数减少近 51%。我们此前曾经指出，2016 年开始的房地产周期更多可以归结为政策周期，即房地产去库存和棚改货币化的政策对房地产销售和投资的促进作用明显。土地市场则是观察这一周期的风向标之一。从棚改需求的减弱及土地市场的低迷判断，我们认为，后续房地产投资大概率继续回落。鉴于 2018 年土地供应面积增速依然较高，2019 年房地产投资回落速度不会太快，预计以平稳下行行为主。

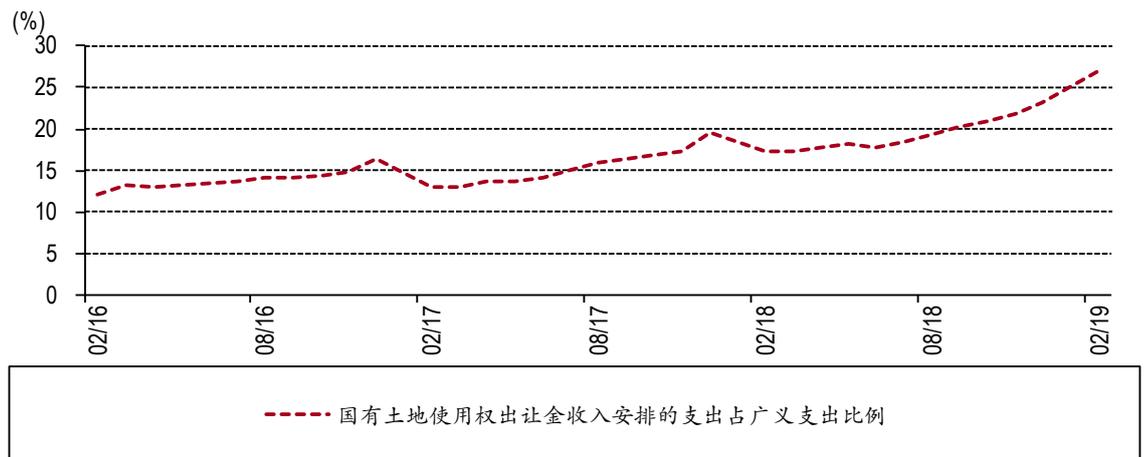
图表 10. 4 月土地市场依然低迷



资料来源：万得，中银国际证券

另一方面，土地市场的低迷意味着政府性基金收入的下降，而 2019 年 1-2 月，政府性基金中国有土地使用权收入安排的支出在广义财政支出中占比达 27.1%。土地市场的低迷对后续广义财政支出的力度亦将产生不利影响。在此背景下，基建投资虽有地方专项债支撑，但预计亦仅能起到托底作用，预计全年固定资产投资维持平稳。

图表 11. 2019 年国有土地使用权收入安排的支出占比明显上升



资料来源：万得，中银国际证券

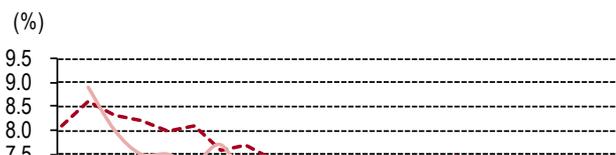
消费支撑大局

从需求端看，在贸易仍有下行压力，投资维持平稳的格局下，消费仍将是经济增速的主要支撑点。而消费成为总需求的主要支撑，也是中国经济规模扩张之后的必然结果。

我们此前指出，居民消费所受制约主要来自收入增速的回落和居民杠杆率的上升。2018 年个人所得税的削减有助于改善居民收入，我们此前的测算显示 2019 年个税削减可能增加居民可支配收入 4,000 亿元，提振居民消费支出约 1 个百分点。但从一季度数据看，居民可支配收入增速同比实际增长 6.8%，较 2018 年增幅扩大 0.3 个百分点，但居民消费支出同比实际增长 5.4%，依然维持在低位。

从居民杠杆率看，2018 年，居民部门杠杆率为 53.2%，较 2017 年上升 3.8 个百分点。一季度，在新增信贷中，新增居民部门信贷占比 31.2%，为 2016 年二季度以来的最低值，居民部门杠杆率持续上升势头或有所缓解。可以预见的是，为确保消费支撑经济，防止居民杠杆率继续攀升，“房住不炒”的政策导向仍难有变化。

图表 12. 一季度居民消费支出增速依然较低



图表 13. 一季度居民信贷占比继续回落



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_12742



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>