

2019年4月30日

需求回暖的持续性有待观察，仍有下行压力

风险评级：低风险

宏观经济月报

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

研究助理：陈宏

SAC 执业证书编号：

S0340118070048

电话：0769-22118627

邮箱：

chen hong@dgzq.com.cn

投资要点：

- **美国数据较强，日欧及新兴市场继续偏弱格局。**4月IMF下调全球经济增速，OECD综合领先指数和全球制造业PMI均显示全球经济前景不佳。具体来看，美国经济数据超预期，经济韧性较强，但工业和建筑增长存忧，美债利率倒挂显示市场信心有待回升。英国脱欧事件告一段落，但欧元区和日本开始受到与美国的贸易摩擦影响。新兴市场资本回流美国，增长或将受影响。
- **国内一季度经济数据偏好。**3月无论是工业增加值同比、新增社融数据还是出口数据均有回暖态势。我们认为这得益于年初以来的全面降准、加快财政投放、减税等政策实施，经济的总需求有所改善。
- **4月制造业PMI扩张放缓，低于市场预期。**4月制造业PMI为50.1%，比上月回落0.4个百分点；其中，生产指数和新订单指数分别为52.1%和51.4%，分别比上月回落0.6个和0.2个百分点。4月非制造业商务活动指数为54.3%，比上月回落0.5个百分点。
- **PMI低于预期，经济或小幅回落，稳中趋降的格局并未改变。**上下游高频数据表现强劲很大程度上与逆周期政策发挥作用有很大关系，短期拉动的作用较强，但持续性有待观察。我们认为未来经济将面临适度回落压力。政治局的定调开始转向“促转型”，提出加大供给侧改革力度，而央行也对货币政策基调微调，重提“把好货币政策的总闸门”；再加上4月PMI数据低于预期，工业生产和建筑业景气回落，发电耗煤数据和汽车数据下行。我们认为短期经济仍面临适度回落压力，经济呈现稳中趋降的格局并未改变。
- **风险提示：**中美贸易谈判；货币政策边际微调；房地产和基建投资的持续性问题。

市场主要指数 4 月份表现

| | 收盘点位 | 涨幅 |
|--------|---------|--------|
| 上证综指 | 3078.34 | -0.40% |
| 深证成指 | 9674.53 | -2.35% |
| 沪深 300 | 3913.21 | 1.06% |
| 中小板指 | 6044.44 | -5.26% |
| 创业板指 | 1623.78 | -4.12% |

上证指数走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 美国数据较强，日欧及新兴市场继续偏弱格局..... | 3 |
| 1.1 美国经济仍显韧性，但工业和建筑增长存忧..... | 3 |
| 1.2 “脱欧”和贸易事件将继续影响欧元区..... | 3 |
| 1.3 日本出口拖累经济，继续实施 QQE 政策..... | 4 |
| 1.4 新兴市场继续面临下行压力..... | 4 |
| 2. 国内一季度经济数据偏好..... | 5 |
| 2.1 一季度经济超预期..... | 5 |
| 2.2 贸易数据有所改善..... | 6 |
| 2.3 金融支持实体经济的力度增强..... | 7 |
| 3. PMI 低于预期，经济或小幅回落..... | 8 |
| 3.1 全球经济下行，增长与贸易风险并存..... | 8 |
| 3.2 上中下游产业链均有边际改善，但仍有变数..... | 9 |
| 3.3 PMI 低于预期，经济或小幅回落，稳中趋降的格局并未改变..... | 10 |
| 3.4 风险提示..... | 11 |
| 3.5 五月份宏观日历..... | 11 |

插图目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图 1：美国工业产业环比..... | 3 |
| 图 2：美国国债收益率曲线..... | 3 |
| 图 3：欧元区和日本制造业 PMI..... | 4 |
| 图 4：新兴市场制造业 PMI..... | 5 |
| 图 5：GDP 与工业增加值同比..... | 6 |
| 图 6：房地产开发资金来源..... | 6 |
| 图 7：进出口当月同比..... | 7 |
| 图 8：机电产品出口..... | 7 |
| 图 9：新增社会融资..... | 7 |
| 图 10：表外融资..... | 7 |
| 图 11：领先指数和全球制造业 PMI..... | 8 |
| 图 12：BDI 指数和宁波出口集装箱指数..... | 8 |
| 图 13：六大发电集团日均耗煤量..... | 10 |
| 图 14：NYMEX 原油期货..... | 10 |
| 图 15：中国煤炭价格指数..... | 10 |
| 图 16：螺纹钢期货价格..... | 10 |
| 图 17：水泥、玻璃价格指数..... | 10 |
| 图 18：地产和乘用车销售..... | 10 |

表目录

| | |
|--------------------|----|
| 表 1：5 月宏观重大事件..... | 11 |
|--------------------|----|

1. 美国数据较强，日欧及新兴市场继续偏弱格局

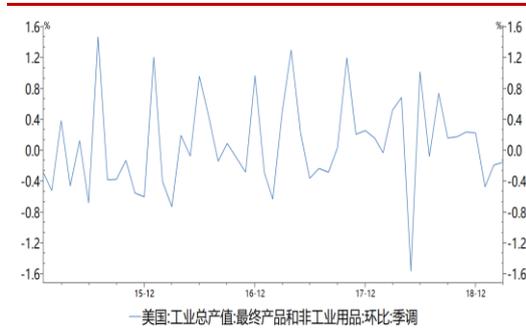
1.1 美国经济仍显韧性，但工业和建筑增长存忧

美国经济数据超预期，经济韧性较强。美国一季度实际GDP初值年化季环比升3.2%，大幅超预期和前值；3月份核心PCE物价指数同比升1.6%，创14个月新低，不及预期。经济增长加速的同时，通胀水平却很低。美国3月零售销售环比1.6%，大幅超过预期和前值。3月非农就业人口增加19.6万人，超出市场预期。

美国一季度GDP、零售和就业数据均有超预期表现，主要受政府投资增加的支撑，抵消了商业支出的显著下滑，此外贸易改善也是重要因素。当前美国物价指数偏低增加了美联储年内降息的概率，但美国工业、房地产业现增长隐忧。美国3月工业产出环比降0.1%，低于预期和前值；制造业产出环比持平，低于市场预期。美国3月营建许可126.9万户，低于预期和前值，环比降1.7%，低于市场预期。

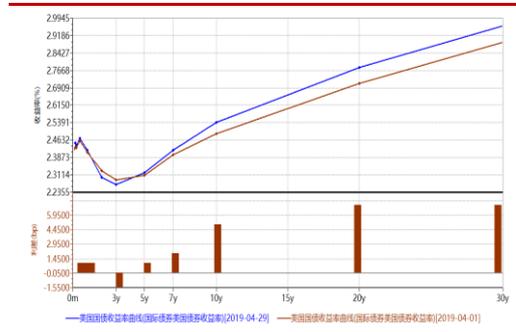
4月以来，美国国债收益率延续了3月以来倒挂的格局，虽然10年期国债利率上扬使得3个月与10年期债券倒挂消失，但3个月期国债利率高于7年期及以下长期国债收益率水平，市场对美国经济回落担忧有所改善，但十分有限。

图 1：美国工业产业环比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：美国国债收益率曲线



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

1.2 “脱欧”和贸易事件将继续影响欧元区

欧元区经济如期回落，利率决议显示今年内不太可能调整利率水平，美联储主席鲍威尔称欧洲经济放缓程度超过美联储预期。德国2月季调后工厂订单环比降4.2%，创2017年1月以来新低。欧元区2月零售销售环比0.4%，高于预期但低于前值。欧元区3月调和CPI同比初值1.4%，低于预期和前值；3月制造业PMI终值47.5，创2013年4月以来最低水平，低于市场预期

欧洲央行会议纪要显示经济增速将在今年晚些时候回升，但贸易紧张加剧了不确定。欧洲央行发布最新利率决议，维持主要再融资利率在0%不变，边际贷款利率在0.25%不变，存款便利利率在-0.4%不变，符合预期。欧洲央行此次没有提及定向长期再融资操作（TLTRO），将保持现有关键利率水平不变至少到2019年年底。

4月英国脱欧事件继续一波三折，最终在欧盟紧急峰会上确定，同意将“脱欧”日期延迟至10月31日。特雷莎·梅表示，如果英国议会能够通过“脱欧”协议，英国仍然有可能在5月22日前“脱欧”，不参加5月23日到26日举行的欧洲议会选举。

此外，欧美两大经济体贸易摩擦有所升级。美国政府4月8日曾提议，将对价值110亿美元的欧盟产品征收关税，以回应欧盟非法补贴空客飞机。而4月17日欧委会表示，要对价值200亿美元的美国进口产品征收关税。欧盟11页的关税目录涵盖了从飞机到化学品和食品等一系列美国产品，此举被认为是欧盟对美国的反击。欧美贸易摩擦将影响到全球经济表现。

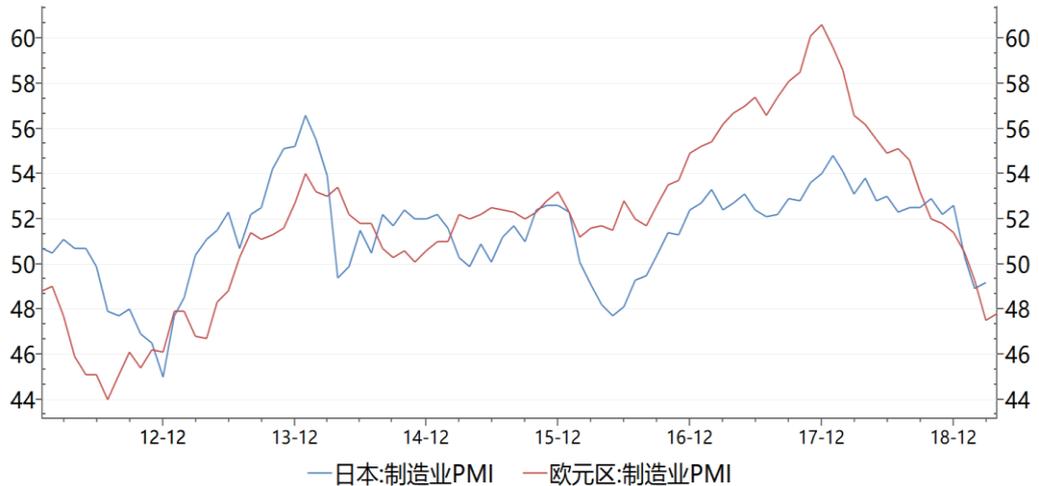
1.3 日本出口拖累经济，继续实施QQE政策

日本3月份经济表现低迷，日本3月份进口金额同比增长1.14%，超出前值，但出口金额同比下降2.45%，连续四个月下滑；2月商业销售额同比下降0.80%，跌幅进一步扩大。3月日本制造业PMI为49.2%，连续两个月低于荣枯线；非制造业PMI为52%，扩大速度较上月也有放缓。

低迷的经济使得日本央行在货币政策会议上表示，将继续实施QQE政策，同时日本央行下调了今后三年日本经济增长预期。日本央行维持基准利率在-0.1%不变，符合预期；维持10年期国债收益率目标在0%，符合预期。货币政策会议显示，日本央行将保持当前极低的利率水平至约2020年春天，决定将在持续宽松上更加清晰地阐明立场，预期花更多时间来实现2%通胀目标。

此外，日本与美国贸易摩擦再起，预计汽车关税引发的日本对美贸易顺差是双方争论的焦点。4月日本经济再生担当大臣茂木敏充表示，与美国贸易代表罗伯特·莱特希泽进行了“坦诚和良好”的交流。此前，特朗普与日本首相安倍晋三去年9月同意启动贸易谈判。日本受制于外部环境放缓，出口和产出增长缓慢。安倍晋三表示日本必须上调消费税以支付人口快速老龄化的成本，日本上调消费税的态度坚决。

图 3：欧元区和日本制造业 PMI



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

1.4 新兴市场继续面临下行压力

我们仍然认为受国际经济环境下行因素影响，2019年新兴经济整体面临压力。新兴市场经济体景气继续分化，越南、印尼景气扩大，但韩国、巴西、俄罗斯等近期下行，而印度出口改善叠加降息有望促进景气回升。具体来看：

印度经济景气度有所回落，景气度创去年10月以来最低，但出口有不错表现。4月印度正式举行大选，印度央行将回购利率下调25个基点至6%，这是继2月将回购利率下调25个基点后第二次下调，有利于降低融资成本促进经济发展。3月印度制造业和非

制造业 PMI 分别为 52.6%和 52%，分别比上月回落 1.7 个和 0.5 个百分点。3 月商品出口额为 325.5 亿美元，同比增长超过 11%，这是自 2018 年 10 月以来出口增长率达到 17.86% 的最佳出口增长率。

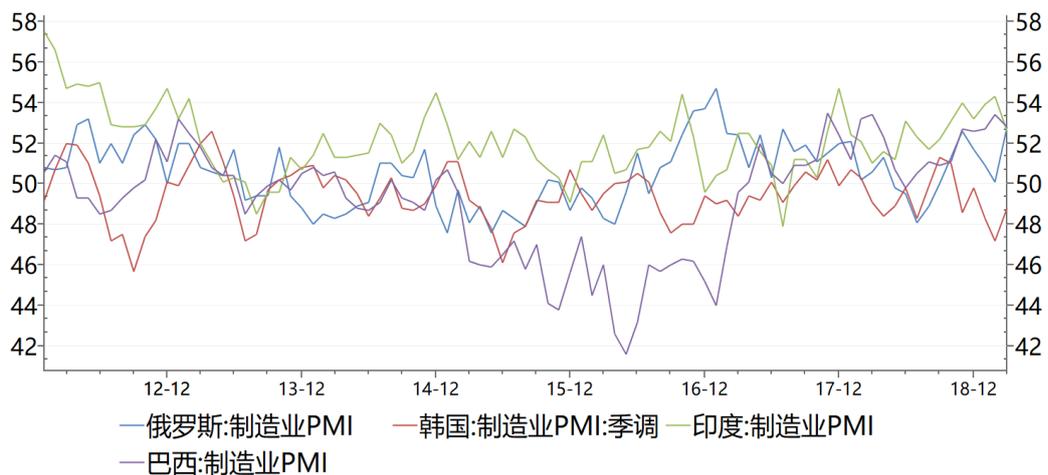
韩国经济出现萎缩，受外部市场衰退影响较大，芯片出口显著下降。韩国一季度季调后 GDP 环比萎缩 0.3%，创 2008 年四季度以来最差表现，预期为增长 0.3%。一季度韩国出口环比下跌 2.6%，去年四季度环比跌幅 1.5%，3 月出口同比下降 8.2%。韩国财长洪南基表示经济面临下行风险进一步扩大，但预计第二季度有所回暖。

俄罗斯增长减速，制裁、汇率等因素持续影响经济。年初以来国际原油价格持续上涨继续为俄罗斯经济提供支撑，但受委内瑞拉和乌克兰选举等地缘政治事件影响，美欧加等经济体持续对俄罗斯进行制裁，这将压制卢布表现。俄罗斯经济部表示，俄罗斯第一季度 GDP 将降至 0.8%，去年四季度为 2.7%，俄罗斯 3 月 GDP 同比增加 0.6%，2 月为同比增加 1.4%，经济下降明显。3 月俄罗斯制造业与非制造业 PMI 为 52.8 和 54.4，分别比上月加快 1.7 个和回落 0.9 个百分点。3 月俄罗斯 CPI 同比增长 5.3%，增幅较上月继续扩大，这与去年卢布兑美元贬值的翘尾效应相关。

巴西经济制造业景气回落，活动指数下行。巴西 3 月份制造业与非制造业 PMI 为 52.8 和 52.7，分别比上月回落 0.6 和加快 0.5 个百分点。但作为官方季度 GDP 的高频数据巴西中央银行经济活动指数 (IBC-Br) 连续两个月负增长，3 月份下降 0.73%，降幅比上月扩大 0.32 个百分点。IMF 将巴西 2019 年的经济增长预期从 2.5% 下调至 2.1%，巴西在控制公共债务尤其是削减养老金和公共部门工资方面推行不利，巴西经济复苏缓慢。

此外，马来西亚、土耳其、南非等过制造业景气位于荣枯线以下，其中南非是由正转负，而越南、印尼两国制造业景气有所扩张。

图 4：新兴市场制造业 PMI



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

2. 国内一季度经济数据偏好

2.1 一季度经济超预期

一季度 GDP 同比增长 6.4%，超出市场预期，持平前值。3 月份工业增加值同比增长 8.5%，大幅超过预期和前值。经济数据的公布确认了经济回暖趋势，工业增加值大幅超

预期增长则成为推动供给侧扩张的重要成分。3月主要产品中建材产品增长较多，汽车产量也大幅收窄，是工业增加值超预期的重要原因。

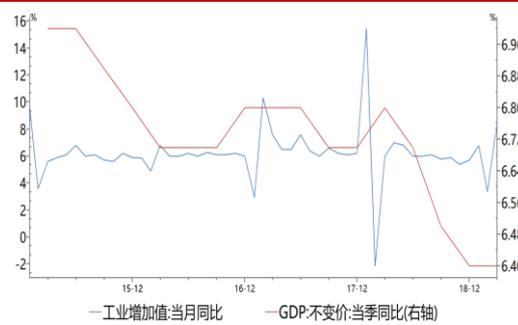
一季度固定资产投资同比增长6.3%，比1-2月高出0.2个百分点，持平预期。一季度房地产开发投资同比增长11.8%，增速比1-2月高出0.2个百分点。房地产投资虽然处于高位，但后期增速仍不看好，主要原因在于维持当前高增速有待于开工与施工开快、居民加杠杆投资房产，但土地购置面积与成交价款却继续大幅下跌。

值得注意的是，3月制造业投资如期回落，但近期公布数据显示3月企业利润数据大幅反弹至增长13.9%，这将有利于支撑制造业投资逐步企稳。一季度规模以上工业企业实现利润同比下降3.3%，比1-2月大幅收窄10.7个百分点，其中3月增长13.9%。

一季度社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速比1-2月加快0.1个百分点，基本符合预期。后期原油价格提升、家电等后地产周期板块市场销售韧性、减税等仍有望支撑销售平稳增长。

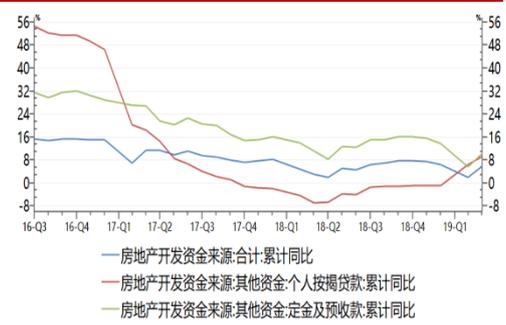
整体来看，一季度经济增速超过预期，持平前值，经济增长的韧性较大，供需两端均有改善。我们认为3月份工业增加值超预期，很大程度上与房地产和基建拉动工业产品产销有关，这一点在钢铁、水泥、发电量数据同比中有较为明显的迹象。需求端除了投资强劲增长，也与石化产品、家电等产品消费增长有关，4月1日起实行的增值税降税政策有望进一步促进消费和投资增长。

图 5：GDP 与工业增加值同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：房地产开发资金来源



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 贸易数据有所改善

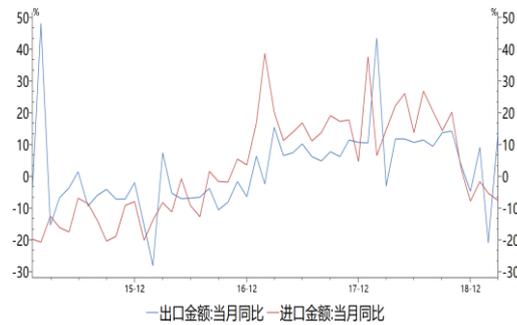
3月份出口同比增长21.3%，大幅超出预期和前值，以美元计出口数据同样超出预期。3月份人民币兑美元升值较多，使得两种货币计价数据呈现了一定差距，3月美元兑人民币平均汇率升值了271个基点。

3月份数据出口超预期，主要由于对美出口改善，以及出口价格水平的上涨。3月对美出口增长10.6%，由降转升，2月份对美出口下降23.81%；另据海关总署测算，3月出口价格上涨对出口增长贡献度达到66.3%。此外出口的增长可能也与国内春节假期错配有一定关系。

3月份进口同比下降1.8%，低于市场预期但好于前值。进口增速不及预期反映了国内需求仍然较弱的现实，当然自美进口额的继续大幅下跌和部分大宗商品进口价格上涨较快对进口形成一定抑制。3月我国对美国进口763.6亿元，下降21%，延续自去年11月以来的下滑态势。

3 月份海外经济增长仍面临较大压力，这制约了外部需求增长。值得注意的是，3 月份对美出口数据出现反转，当前中美双方结束了第九轮贸易谈判，有望在 5 月份达成最后的协议，关注相关进展。

图 7：进出口当月同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：机电产品出口



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

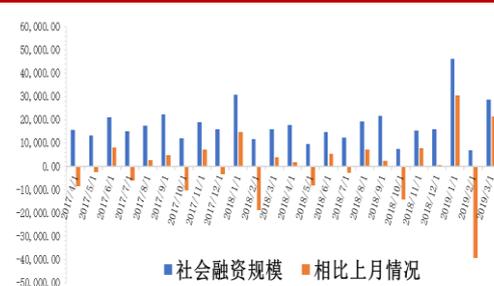
2.3 金融支持实体经济的力度增强

3 月份社融数据体现了信用逐步扩大，融资难问题有望缓解。3 月新增社会融资规模 2.86 万亿元，同比多增 12751.66 亿元，大幅超过预期和前值。社会融资多增主要来自人民币贷款、表外融资和地方债。从整个一季度来看社融也新增较多，剔除春节影响依然显示社会信用有所扩大，融资回暖态势明显。

3 月信贷数据结构改善，支持实际经济的力度增强。3 月份新增居民贷款呈现短期贷款多而中长期贷款少，非金融性公司贷款呈现短期和中长期贷款均多增较多的状态。这一方面表明房贷继续受到政策压制，而汽车贷等短期贷款有所回升；另一方面表明企业融资状况出现边际改善，长期投资和短期资金紧张状况有一定缓解。3 月新增票据融资 978 亿元，环比减少 717 亿元，同比增幅也有大幅回落，央行检查票据融资可能对此有一定影响。

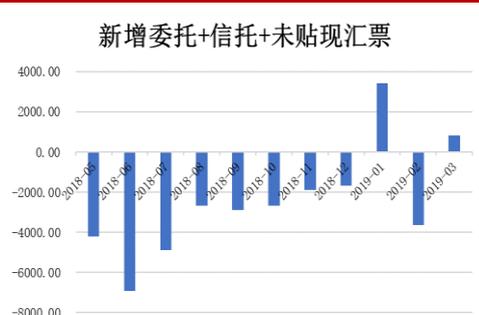
3 月份货币供应继续处于较高增速水平，M1 的回升表明企业经营活力增强。当前稳健的货币政策即体现了“宽货币”，又体现了“宽信用”效果，企业融资状况大幅改善，融资结构以表内融资为主，并且居民消费贷和企业中长期贷款均有增加。未来降准的可能性有所降低。

图 9：新增社会融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 10：表外融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

3. PMI 低于预期，经济或小幅回落

3.1 全球经济下行，增长与贸易风险并存

4 月全球经济继续了疲软的增长态势，IMF 下调了除中国以外几乎所有的大型经济体增长预期，全球经济进入比差时代。

据悉，4 月 9 日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望报告》，将 2019 年全球经济增长预期下调至 3.3%，比今年 1 月份的预测低 0.2 个百分点。IMF 预计全球最大经济体美国 2019 年的经济增长率，将从 1 月份时所估计的 2.5% 下调至 2.3%，但将其明年增长预期上调 0.1 个百分点至 1.9%，仍相对强劲。欧元区今明两年经济增长预期则分别被下调 0.3 和 0.2 个百分点至 1.3% 和 1.5%。此外，日本、印度两大经济体的经济增速预期均被下调。IMF 将今年中国经济增长预期上调 0.1 个百分点至 6.3%，同时预计明年中国经济增速为 6.1%。全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升等因素是 IMF 下调全球经济增长预期的主要担忧。

我们认为，虽然美国近期经济数据仍超预期，但前期减税等政策时效渐过，经济增速有望逐步回落。而欧洲由于德法两大经济体增长疲软，经济也不如预期；日本则受到外贸拖累较大，日本央行甚至称继续实施 QQE 政策，将花费更多时间来实现通胀目标。在此背景下，新兴经济体总体发展也不如预期。

虽然当前中美贸易摩擦的程度越来越小，但美国和欧洲、日本的贸易摩擦却越来越大，对全球汽车、航空、农产品等市场均有较大影响。贸易环境仍不容忽视。此外，地缘政治影响也有较大影响，美国自 5 月 1 日全面禁止伊朗石油出口，此举导致伊朗丧失大量石油出口外汇，或将通过影响波斯湾海域原油出口进而影响原油市场。

海外市场美国一枝独秀的情况下，5 月份美联储利率会议将对全球市场产生较大影响。美联储近期虽然继续表态将不会在年内加息，但全球各大央行均维持不加息或降息的形势下，美国经济相对偏稳使得大量资金回流美国，加上地缘政治的影响，促使美元指数大幅攀升，进一步削弱了除美国以外其他地区的经济稳定。

此外，OECD 综合领先指数和全球制造业 PMI 均显示前景不佳，BDI 小幅攀升可能反应的是中国经济短期超预期对于大宗需求量加大的影响，这可能并不具备持续性。我们认为，全球经济仍将承压下行。

图 11：领先指数和全球制造业 PMI

图 12：BDI 指数和宁波出口集装箱指数

58 |

59 |

60 |

61 |

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_12776



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>