

## 5月份宏观月报

# 经济表现尚可，货政趋于谨慎

### ■ 核心观点

**第一**，3月份不管是金融数据还是经济数据均表现超预期。但是亮眼数据背后仍存隐忧：3月短期贷款占比再度显著冲高、GDP增速的企稳是受衰退式顺差支持、高增长的房地产投资增速有7成是由土地购置费贡献。

**第二**，4月PMI指标与其他宏观高频指标的走势相对平淡：景气度指标再度回落、发电建材挖掘机销量等数据走势分化、房地产销售和拿地增速走弱、汽车销售增速继续保持疲弱、外贸指数有所缓和但全球PMI继续下滑、票据融资与信托发行规模同比增长规模收窄。

**第三**，近期中、美央行均可用按兵不动来进行形容，货币政策的方向性并不明显。总体上，目前来看中、美二国的经济均存有一定韧性，这使得货币政策也相对谨慎，宽松预期明显减弱。

## 本月市场重点

### ■ 经济表现尚可，货政趋于谨慎

今年3月份，不管是金融数据还是经济数据均表现超预期，其中：社融增速再度大幅反弹，延续年初开启的上行趋势；一季度GDP增速保持平稳，并没有像预想般小幅下滑；3月单月工业增加值增速创四年新高，而房地产投资增速也是韧性十足。金融数据与经济数据较强的表现一定程度显示出了经济企稳的迹象，但是亮眼数据背后的隐忧也同样值得关注：①3月短期贷款占比再度显著冲高，而中长期贷款占比有所回落；②GDP增速的企稳受衰退式顺差支持，未来缩窄中美顺差的要求可能导致净出口再度成为GDP增速的拖累项而不是支撑项；③高增长的房地产投资增速（1-3月增速为11.8%）有7成是由土地购置费贡献，而企业拿地动能显著减弱，未来房地产投资增速下行压力仍大。

进一步观察4月的经济形势，4月PMI指标与其他宏观高频指标的走势相对平淡：①**景气度指标再度回落**。3月开工季推动制造业PMI明显攀升之后，4月PMI再度向下回调，当前的水平与历史同期最低值持平。②**发电、建材、挖掘机销量等数据走势分化**。4月6大发电集团耗煤增速-5.3%，较上期小幅回落；4月螺纹钢社会库存继续去化，去库速度与去年基本相当；4月水泥价格转而上行，月度均价环比上升2.6%；3月挖掘机销量增速从2月的77.7%大幅降至14.3%。③**房地产销售、拿地增速走弱**。4月份，30城商品房成交套数同比增速下滑5.7个百分点至18.0%。4月百城土地成交面积同比增速小幅降至-23.2%。④**汽车销售保持疲弱**。根据乘联会数据，4月乘用车批发、零售合计的销量增速从-14.6%进一步降至-29.1%。⑤**外贸指数有所缓和，但全球PMI继续下滑**。BDI指标在今年1、2月出现显著大幅下滑之后，3、4月逐步回暖上行，4月其环比增速进一步升至13.6%；不过4月摩根大通全球PMI指标继续下滑0.2个百分点至50.3%，其中美国PMI大幅下滑2.5个百分点至52.8%，欧元区PMI小幅回升0.4个百分点至47.9%。⑥**票据融资与信托发行规模同比增长规模收窄**。根据票交所与用益信托网数据，4月票据承兑与贴现金额、信托发行规模均环比收缩，同比增幅也有所收窄。

政策方面，近期中、美央行均可用按兵不动来进行形容，货币政策的方向性并不明显。其中，中国央行在近日表示“央行没有收紧货币政策的意图，也没有放松货币政策的意图”，而美联储也表示“没有看到加息或降息的很大可能性”，对于疲软的通胀，鲍威尔也表示这可能是暂时性的（transitory）。总体上，目前来看中、美二国的经济均存有一定韧性，这使得货币政策也相对谨慎，宽松预期明显减弱。不过，如前所述，目前我国国内经济企稳的逻辑可能还并不稳固，隐忧仍然存在，短期观察来看4月的高频数据也表现分化，而如果未来经济下行压力再度显现，货币政策有可能在压力之下进一步发生变化。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q1	2019-03	2019-04	2019Q2	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.4	-	-	6.3	6.4
工业增加值同比 (%)	6.2	6.2	8.5	6.8	5.2	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	6.3	6.3	6.0	5.0	4.0
名义消费同比 (%)	9.0	8.5	8.7	8.4	7.9	8.0
出口同比 (%)	9.9	1.4	14.2	3.0	-3.0	5.0
进口同比 (%)	15.8	-4.8	-7.6	0.0	-1.0	8.0
贸易盈余 (亿美元)	3518	763	327	322	771	3053
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	1.8	2.3	2.6	2.5	2.5
PPI 同比 (%)	3.5	0.2	0.4	0.5	-0.1	-1.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.3	8.6	8.4	8.2	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	6.73	6.73	6.73	6.70	6.60

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 上月重点宏观动态

### ■ 中央政治局会议召开

事件描述: 4月19日, 中央政治局会议召开, 分析研究当前经济形势, 部署当前经济工作。

点评: 中央政治局会议部署了下一阶段的经济安排, 政策重点出现调整倾向, 具体如下几点值得关注: 1) 本周的政治局会议肯定了一季度经济开局良好, 但国内经济下行压力并未消除。2) 货币政策边际调整, 财政政策保持宽松。我国的货币政策承担着多重功能, 在经济下行压力较大时, 货币政策作为逆周期调节政策主要目标是稳增长。但在稳增长的同时, 需要兼顾着防范系统性金融风险, 这就决定了一旦经济出现企稳迹象, 货币政策需要边际收紧。虽然货币政策边际调整, 但积极的财政政策并未改变, 依然保持宽松。3) 结构性和体制性改革政策值得期待。如果经济下行压力来自周期性因素, 只需要发挥货币政策和财政政策的逆周期调节功能; 但如果经济下行来自结构性和体制性因素, 那就需要推行结构性和体制性改革来提高潜在经济增速。4) 继续落实“房住不炒”, 房地产调控不会大幅放松。

## ■ 央行第二次 TMLF 操作，改善民营企业融资环境是主要目的

事件描述：4月24日，中国人民银行开展了2019年二季度定向中期借贷便利（TMLF）操作，规模为2674亿元。操作期限为一年。操作利率为3.15%，比中期借贷便利（MLF）利率优惠15个基点。

点评：本次操作传递出如下几个信号：第一，货币政策边际收紧，流动性投放相对谨慎。3月20日-4月15日期间，央行连续18个交易日暂停逆回购，针对4月17日到期的3665亿元MLF，央行没有降准置换MLF，而是使用“1600亿元逆回购+2000亿元MLF”予以对冲，这种锁长放短的操作表明央行投放流动性已经相对谨慎。4月流动性缺口较大，缴税对银行体系流动性的影响仍在，通过TMLF有利于平抑资金面波动。第二，改善民营企业的融资环境仍是货币政策的重点。第三，6月份是观测货币政策是否转向的重要时点。我国央行货币政策同时肩负着稳增长和防风险的目标，一旦经济企稳，货币政策的重心将转向防风险和去杠杆。一季度经济数据的好转只是意味着当前经济没有失速下滑，出现企稳迹象，但国内的经济下行压力并未完全消除，经济数据能否持续改善还有待进一步观察。此外，MLF将在6、7月份密集到期，6月MLF到期6630亿，7月份MLF到期6905亿，叠加6月份是金融机构半年考核的时期，流动性通常会较为紧张。因此，6月份央行的流动性操作是观测未来货币政策是否转向的重要窗口期。

## ■ 英国脱欧期限延长，僵局持续难题待解

事件描述：4月11日，英国脱欧再迎进展。欧盟领导人同意英国脱欧期限延长至10月底，同时会对英国与欧盟的合作进行评估，以决定英国是否应该在6月30日提前退出欧盟。

点评：脱欧期限延期符合市场的主流预期，但延迟到10月底还是略微超出了市场判断的6月底。尽管脱欧期限得以顺利延长，但欧盟各成员国在延长英国脱欧期限上看法存在分歧，只是法国的强硬态度被德国等其他成员国暂时缓和。德国外长事后强调10月后不会再就英国脱欧期限进行延期。我们认为，6月的评估更多是形式而非正式审核，是欧盟各成员国缓和法国强硬态度的一种方式，真正的脱欧截止时间是2019年10月底，距今仅有半年。在半年的时间里，无论是英国各党派间，还是英国与欧盟之间，对长期无法解决的爱尔兰边境问题达成一致意见还是颇具难度的。所以英国脱欧僵局短期仍将持续，英国也将参加5月23-26日的欧盟议会选举。

## 月度经济数据预测

### ■ 工业：预计4月工业增加值增速6.8%。

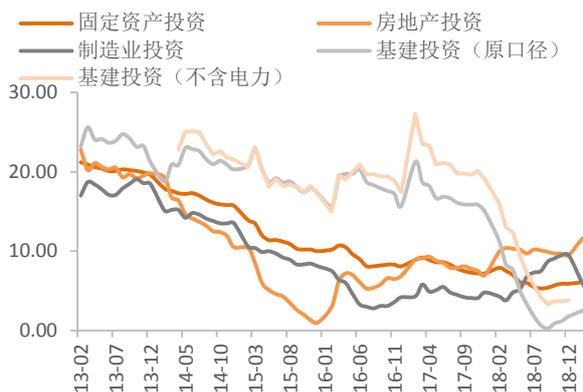
2019年4月份制造业PMI为50.1%，3月开工季推动制造业PMI大幅攀升之后，4月PMI出现小幅回调，但PMI综合指数及生产、新订单分项仍处于扩张区间。3月工业生产的超预期跳升存在诸多短期因素的影响，因此4月数据的回调亦在预期之内。

另外，6大集团发电耗煤增速再度回落、汽车消费增速进一步走低、票据与信托发行的同比增长规模也有所下降；但钢铁高炉开工率延续上行，水泥价格和BDI指标均有回暖。总体而言，预计4月生产端数据在3月跳升后将有所回调，预计4月工业增加值增速小幅回落到6.8%。



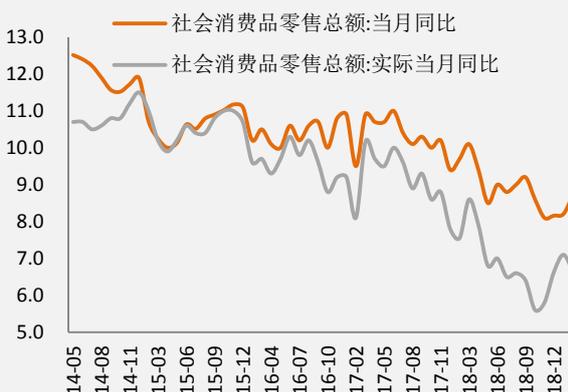
### ■ 投资：预计 4 月固定资产投资增速 6.0%

房地产投资方面，1-3 月份房地产投资增速继续回升，仍然是施工面积增速上升推动所致，我们认为房地产投资增速仍然有下行压力，一方面土地购置仍是负面拖累，另一方面未来竣工面积的回升可能带动施工面积增速回落。基建投资方面，4 月份发改委批复两项基建项目，基建投资增速逐步回暖符合预期。制造业投资方面，制造业投资增速继续大幅下滑，可能受到企业利润下行幅度明显加大的影响，展望来看制造业投资增速放缓趋势可能继续延续。



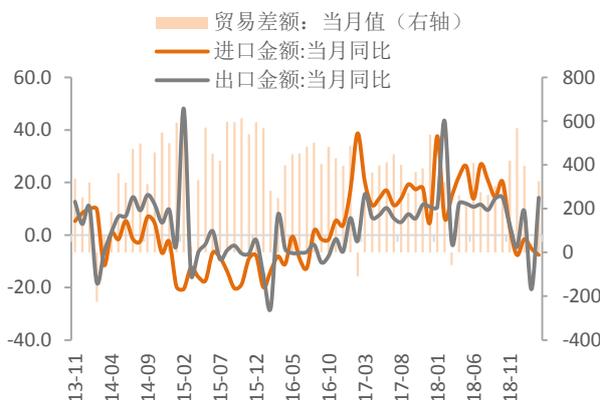
### ■ 消费：预计 4 月社零消费增速 8.4%

消费方面，油价增速的回升可能对 3 月名义消费增速的上升贡献较大。此外，房地产相关消费也显现出回稳迹象。考虑到当前消费增速的回升受到了较大的价格影响，而油价增速在后期回落的可能性较大、汽车销售增速也未明显回暖，预计 4 月消费增速降至 8.4%。



### ■ 外贸：预计 4 月出口增速回落至 3.0%，进口增速回升至 0.0%。

4 月份 PMI 进、出口指标分别小幅上升 1.0 和 2.1 个百分点至 49.7%和 49.2%，贸易景气有所回升。3 月出口增速超预期大增，存在春节错位因素的影响，且月度进出口增速波动本身较强。当前全球经济形势仍然趋于走弱，目前还难以认定出口将趋势回暖。进口表现偏弱，明显低于近两年的波动中枢，意味着国内经济需求可能仍然偏弱。



### ■ 通胀：预计 4 月 CPI 同比 2.6%，PPI 同比 0.5%

4 月，22 省市猪肉均价同比增速大增 22.0 个百分点至 30.4%。结合高频食品价格指数走势来看，4 月 CPI 项下食品分项同比增速可能进一步攀升至 5.5%左右。国内成品油价同比增速小幅走低，带来一定对冲。最终预计 CPI 同比进一步升至 2.6%。

4 月，PMI 主要原材料购进价格指数下滑 0.4 个百分点至 53.1%，但 PMI 出厂价格指数继续上升 0.6 个百分点至 52.0%。从 4 月的市场价格来看，重要工业品价格也涨跌互现，最终预计 PPI 环比保持 0.1%，对应的同比增速升至 0.5%。



图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 ( 2019.03 )	当月预测 ( 2019.04 )	下月趋势 ( 2019-05 )
工业	6大发电日均耗煤量同比	4.20%	-5.32%	↓
	发电量同比(规上口径)	5.40%	5.40%	↓
	高炉开工率	64.64%	70.58%	↑
	粗钢产量同比	6.24%	5.57%	↓
	水泥价格同比	9.89%	8.92%	↓
	工业增加值同比	8.50%	6.80%	↓
	工业企业利润累计增速	-3.30%	5.00%	↑
投资	新增中长期贷款占比	0.66	0.70	↑
	发改委基建项目批复规模(亿元)	6.5	1232.44	↑
	固定资产投资增速	6.3%	6.0%	↓
消费	消费者信心指数	124.00	124.00	↑
	城镇居民人均可支配收入同比	7.90%	7.90%	↑
	社会消费品零售总额增速	8.7%	8.4%	↑
外贸	PMI新出口订单	47.10	49.20	↑
	PMI进口指数	48.70	49.70	↑
	BDI指数	689.00	1011.00	↑
	CCBFI指数	1007.80	1071.52	↑
	CCFI指数	798.52	802.27	↓
	出口同比增速	14.20%	3.00%	↑
	进口同比增速	-7.60%	-0.00%	↓
外贸差额(亿美元)	327	322	↓	
通胀	农产品批发价格200指数	117.13	114.47	↓
	食用农产品价格指数	119.58	118.15	↓
	猪肉价格周环比	-0.30%	0.80%	↑
	布伦特原油价格月同比	0.42%	-0.64%	↑
	CPI同比	2.30%	2.60%	↑
	PPI同比	0.20%	0.50%	↑

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 橙色数字为预测值, 黑色数据为实际值

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\\_12791](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12791)

