



首创宏观“茶”：

CPI 同比已达年内高点，贸易顺差“含金量”有待提高

证券研究报告·宏观研究报告

2019年7月22日

——2019年7月宏观经济月报

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

相关研究报告：

- 1. 《首创宏观“茶”：下半年财政政策大概率“积极依旧”》2019-7-19
2. 《首创宏观“茶”：企业对经济前景较为谨慎，中长期贷款需求不是很旺盛》2019-7-17
3. 《首创宏观“茶”：6月经济数据强于预期，但是不宜过分乐观》2019-7-16
4. 《首创宏观“茶”：出口增速重回负增长符合预期》2019-7-15
5. 《首创宏观“茶”：7月CPI同比与PPI同比大概率双双下行》2019-7-12
6. 《首创宏观“茶”：人民币汇率破“7”概率不大，2019年我国外汇储备破“3”概率较低》2019-7-9
7. 《首创宏观“茶”：非农数据展现美国经济韧性，但经济增速依旧面临放缓压力》2019-7-9
8. 《首创宏观“茶”：结构性宽松是货币政策的“主旋律”》2019-7-2
9. 《首创宏观“茶”：6月制造业PMI低位运行，制造业依旧面临较大压力》2019-7-1
10. 《首创宏观“茶”：制造业利润增速是研判2019年工业企业利润增速的关键所在》2019-6-28
11. 《首创宏观“茶”：美联储第一次降息发生在3季度概率较大》2019-6-24
12. 《首创宏观“茶”：财政支出增速较前值大幅下行，基建预算内支出资金面临压力》2019-6-19
13. 《首创宏观“茶”：货币政策适时微调预调的必要性与可能性在加大》2019-6-18
14. 《首创宏观“茶”：经济预期偏谨慎，稳增长依旧是宏观经济的主要任务》2019-6-14

- 6月制造业PMI低位运行，预示制造业依旧面临压力，后期生产还将面临一定压力。6月经济数据强于预期，但是不宜过分乐观：一是工业生产累计同比表现平平；二是固定资产投资增速大幅回升概率较低；三是6月消费的可持续性可能不强。
6月出口增速重回负增长符合预期，“抢出口”短期之内利多出口。进口增速较前值小幅改善，但处于历年同期下游水平，叠加资源品进口金额均较前值下行，表明国内需求较弱。在衰退式顺差的背景下，2019年全年贸易顺差大幅收窄的可能性较小。
6月CPI同比持平于前值，已达年内高点。6月PPI同比超预期下行，7月大概率破“0”。在结构性去杠杆的背景下，3季度我国货币政策大幅放松概率较低。在6月PPIRM同比与6月PPI同比均大幅下行的背景下，预计6月工业企业利润总额累计同比大概率个位数负增长。
6月企业中长期贷款同比少增，且企业短期贷款超过中长期贷款，表明在经济内生动能较弱的情况下，企业对经济前景较为谨慎。非标融资与专项债支撑6月社会融资规模存量同比较前值上行，后期社会融资规模存量同比有望维持在11%左右。6月M1同比较前值上行，但是应该看到，在工业企业利润总额累计同比不乐观，结构性去杠杆政策发生大幅转向的可能性较低的背景下，M1同比缺乏大幅上行的基础。
非税收入高增长推动财政收入当月同比重返正增长。受地方财政支出增速上行推动，财政支出当月同比出现反弹。国有土地使用权出让收入累计同比连续三个月出现企稳现象，但是企稳恐难持续。在后期货币政策难言大幅放松的背景下，预计还将继续实施积极的财政政策。
估值效应、汇兑效应叠加交易因素合力推动6月外汇储备大幅上行。黄金储备连续7个月上行，预计还将继续增持。人民币汇率破“7”概率不大，2019年我国外汇储备破“3”概率较低：第一，“7”是目前央行心中人民币汇率的底线；第二，美国经济增速大概率放缓，利多我国外汇储备。
“价涨”叠加利润率改善推动工业企业利润总额累计同比小幅上行，虽然各企业类型利润总额累计同比均未恶化，但是制造业利润总额累计同比依旧处于负增长状态，预计2019年工业企业利润增速整体承压。

目录

1 6月宏观经济数据好于预期，但谈反转为时尚早.....	5
1.1 6月制造业PMI 低位运行，制造业依旧面临较大压力.....	5
1.2 6月经济数据强于预期，但是不宜过分乐观.....	10
1.3 出口增速重回负增长符合预期.....	16
1.4 7月CPI 同比与PPI 同比大概率双双下行.....	20
1.5 企业对经济前景较为谨慎，中长期贷款需求不是很旺盛.....	26
1.6 下半年财政政策大概率“积极依旧”.....	32
1.7 人民币汇率破“7” 概率不大，2019年我国外汇储备破“3” 概率较低.....	37
1.8 制造业利润增速是研判2019年工业企业利润增速的关键所在.....	42
2 政策面有保有压，高质量发展是目标.....	48
2.1 货币政策大幅放松概率较低，结构性宽松是货币政策的“主旋律”.....	48
2.2 确定进一步降低小微企业融资实际利率的措施.....	49
2.3 以扩大开放助力稳增长稳就业.....	49
2.4 房地产信托监管再升级.....	50
2.5 坚持在推动高质量发展中防范化解风险.....	50
2.6 进一步扩大金融业对外开放.....	51

图表目录

图 1：6 月制造业 PMI 低位运行预示制造业依旧面临压力 (%)	5
图 2：内外需均运行在荣枯线之下 (%)	6
图 3：从新订单指数与生产经营活动预期指数看，后期生产还将面临一定压力 (%)	7
图 4：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行 (%)	8
图 5：制造业就业情况较不乐观 (%)	8
图 6：大型企业 PMI 滑落至荣枯线之下，创 2016 年 3 月以来新低 (%)	9
图 7：中型企业生产 PMI 时隔 25 个月再次超过大型企业 (%)	10
图 8：工业生产当月同比虽超预期，但累计同比表现平平 (%)	11
图 9：采矿业工业增加值当月同比大幅拉升是工业增加值当月同比上行的主因 (%)	11
图 10：固定资产投资增速处于历史底部区间 (%)	12
图 11：固定资产投资增速大幅回升概率较低 (%)	13
图 12：6 月社会消费品零售总额增长较为强劲 (%)	15
图 13：汽车类的零售额当月同比大幅抬升 (%)	15
图 14：6 月出口同比高于预期值但低于前值；进口同比低于预期值但高于前值 (%)	16
图 15：新订单指数较前值下行，预示后期摩根大通制造业 PMI 还将继续下行 (%)	17
图 16：进口指数连续 12 个月在荣枯线之下，大型与小型企业是主要拖累 (%)	18
图 17：对欧盟出口金额累计同比下行，是 6 月出口增速下行的主因 (%)	19
图 18：2019 年 1-6 月贸易顺差仅次于 2015 年以及 2016 年 (%)	20
图 19：6 月 CPI 同比录得 2.70%，持平于预期与前值 (%)	21
图 20：鲜果、猪肉是 6 月 CPI 同比上行的主要贡献项 (%)	22
图 21：交通工具用燃料 CPI 同比是 6 月 CPI 同比的主要拖累项 (%)	22
图 22：6 月 PPI 同比超预期下行 (%)	23
图 23：PPIRM 当月同比与工业企业利润总额当月同比的相关系数为 0.56 (%)	25
图 24：PPIRM 累计同比与工业企业利润总额累计同比的相关系数为 0.59 (%)	25
图 25：PPI 当月同比与工业企业利润总额当月同比的相关系数为 0.57 (%)	26
图 26：PPI 累计同比与工业企业利润总额累计同比的相关系数为 0.56 (%)	26
图 27：6 月金融机构新增人民币贷款环比多增 4800 亿元，季末冲量是主因 (万亿元)	27
图 28：居民户中长期贷款稳步增长 (亿元)	28
图 29：6 月企业短期贷款当月值超过中长期贷款当月值 (亿元)	28
图 30：6 月社会融资规模存量同比较前值上行 (万亿元；%)	29
图 31：6 月表外融资总和环比小幅多减，同比大幅少减 (亿元)	30
图 32：6 月 M1 同比较前值上行，M2 同比则再次持平于前值 (%)	31
图 33：非税收入高增长推动财政收入当月同比重返正增长 (%)	33
图 34：主要税种增速涨跌互现 (%)	33
图 35：受地方财政支出增速上行推动，财政支出当月同比出现反弹 (%)	34
图 36：基建相关支出增速的中枢下移 (%)	35
图 37：国有土地使用权出让收入累计同比的企稳恐难持续 (%)	36
图 38：2019 年 1-6 月累计财政赤字为 15692 亿元，为历年同期最高 (亿元)	37
图 39：6 月外汇储备创 2018 年 5 月以来新高 (亿美元；亿 SDR)	37
图 40：6 月主要发达经济体国债收益率均出现下行 (%)	38
图 41：中美利差持续走阔 (%)	39
图 42：5 月银行代客结售汇顺差较前值上行 (%)	39
图 43：美国制造业 PMI 新订单指数短期内大概率跌破荣枯线 (%)	41

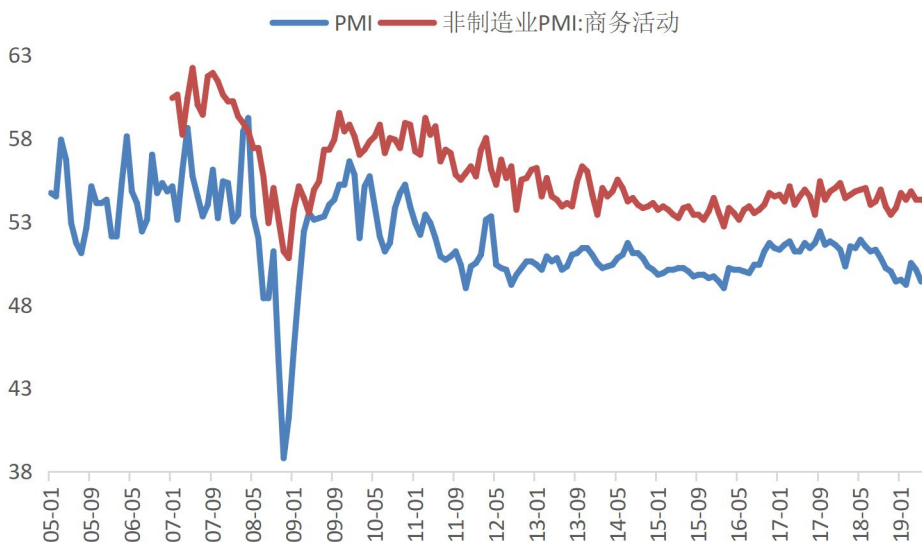
- 图 44：5 月工业企业利润总额当月同比“转正”，而累计同比保持个位数负增长（%） 42
- 图 45：制造业利润总额累计同比依旧处于负增长状态（%） 43
- 图 46：制造业利润增速走势主导了工业企业利润增速的走势（%） 44
- 图 47：黑色金属矿采选业利润总额累计同比高增具有较为坚实的量价基础（%；%） 45
- 图 48：5 月私营企业利润增速继续领跑（%） 46
- 图 49：5 月工业企业产成品存货累计同比较前值下行（%） 47
- 图 50：营业成本增速快于营业收入增速，持续运行在负值区间（%） 48
- 图 51：亏损企业亏损额累计同比中枢较 2017 年与 2018 年有明显抬升（%） 48

1 6月宏观经济数据好于预期，但谈反转为时尚早

1.1 6月制造业PMI低位运行，制造业依旧面临较大压力

6月制造业PMI低位运行预示制造业依旧面临压力。6月制造业PMI为49.4，低于预期0.1个百分点。与5月制造业PMI相比，二者有两个相同之处：一是二者数值相等，均是49.4；二是在过往15年里的6月PMI中，2019年6月PMI位列倒数第一，与历年同期相比处于最低位，这与5月的情况完全相同。6月PMI与5月PMI的不同之处在于：第一，6月的五个分项与前值相比4降1升，而5月的五个分项与前值相比3降2升，区别在于供货商配送时间5月环比上升，6月则环比下降。供货商配送时间的下降，表明供货商配送速度加快，侧面印证需求下降。第二，从PMI指数的编制方法来看，针对“当月形势是比上月好、不变还是比上月差”这一问题，采用扩散指数法，即正向回答的百分数加上回答不变的百分数的一半。6月PMI指数为49.4，就意味着回答当月形势比上月差的人数比例上升。第三，6月制造业PMI运行在荣枯线之下，是对5月制造业PMI进入收缩趋势的确认。综合以上3点，预计后期制造业依旧面临压力。

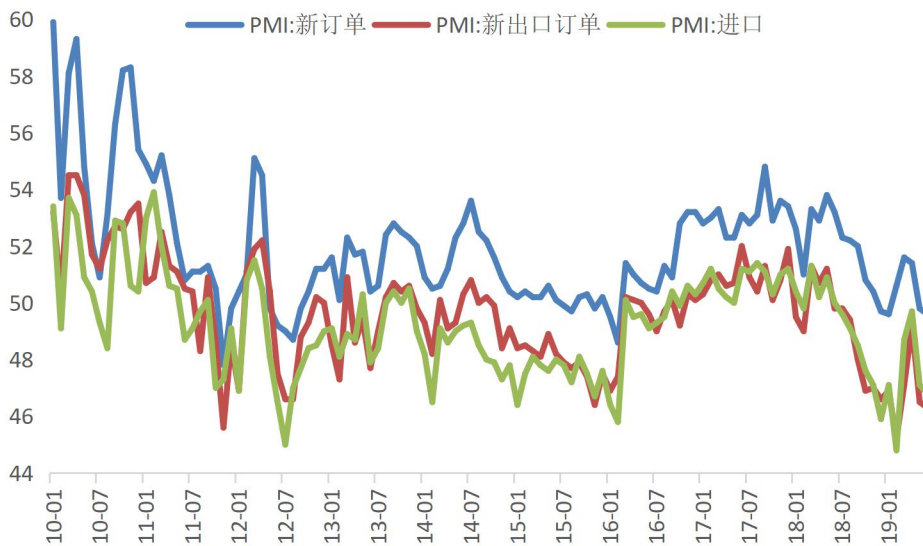
图1：6月制造业PMI低位运行预示制造业依旧面临压力（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

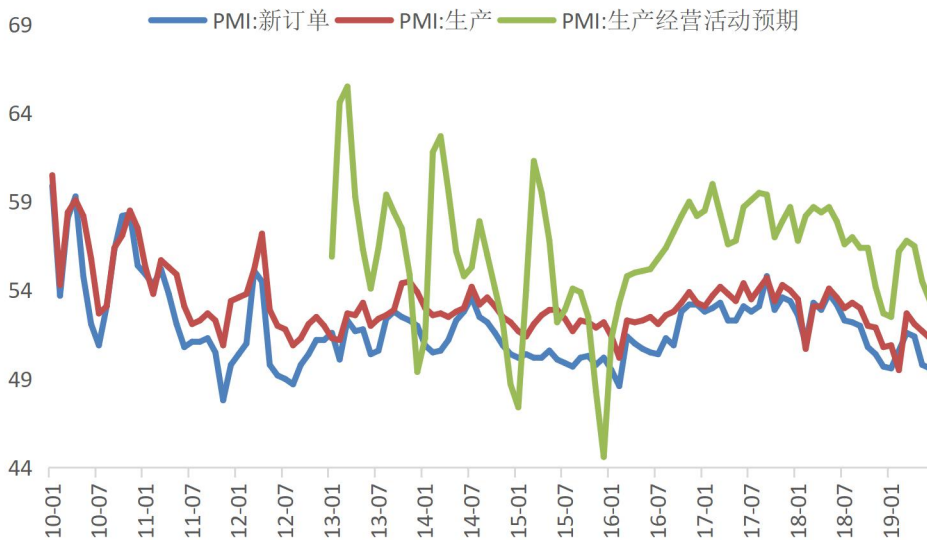
新订单指数与生产经营活动预期指数表明生产将面临一定压力。6月制造业新订单为49.60，较前值下行0.20个百分点，连续两个月运行在荣枯线之下。从内需看，6月进口指数为46.80，较前值下行0.30个百分点。从外需看，6月新出口订单为46.30，较前值下行0.20个百分点。总体上看，外需不容乐观：发达经济体增速总体放缓，美国制造业PMI逼近荣枯线，欧元区制造业PMI在荣枯线之下有所企稳，而日本制造业PMI在荣枯线之下进一步下探。进口指数与新出口订单双双下行，预示6月进出口增速依旧承压。在需求下行的带动下，6月生产指数为51.30，较前值下行0.4个百分点，连续三个月累计下行1.40个百分点。生产经营活动预期指数为53.40，较前值下行1.10个百分点，较前期高点累计下行3.4个百分点。不论是从新订单指数来看，还是从生产经营活动预期指数，后期生产还将面临一定压力。

图 2：内外需均运行在荣枯线之下（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

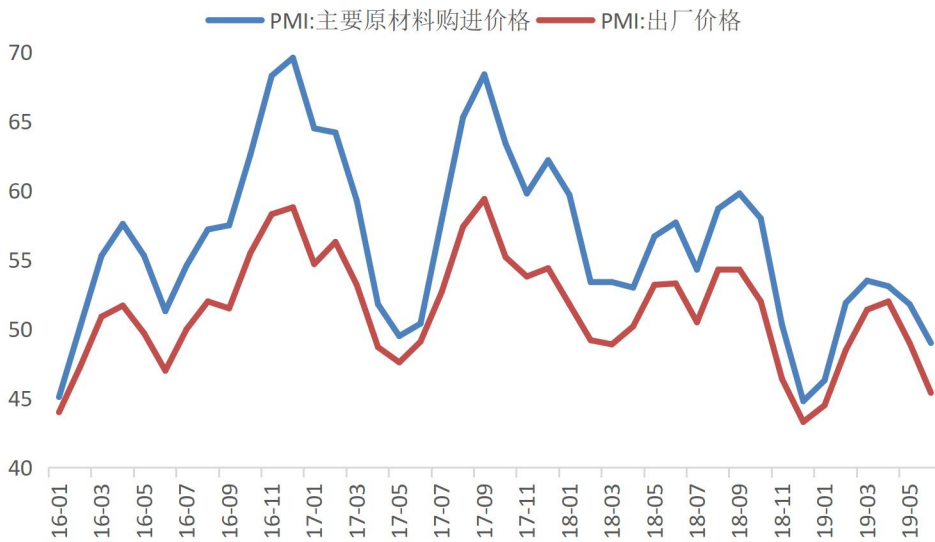
图 3：从新订单指数与生产经营活动预期指数看，后期生产还将面临一定压力（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

主要原材料购进价格与出厂价格双双下行利空工业企业利润。主要原材料购进价格指数为49.00，较前值下行2.80个百分点，时隔四个月跌至荣枯线之下，连续三个月累计下行2.9个百分点；出厂价格指数45.40，较前值下行3.60个百分点，连续两个月累计下跌6.6个百分点。主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为3.6个百分点，较前值走阔0.8个百分点。针对价格数据，有两个注意点：一是在主要原材料购进价格与出厂价格双双下行的背景下，预计6月PPIRM同比与PPI同比大概率在5月的基础上继续下行；二是工业企业利润增速面临双重利空，除了价格的绝对值下行之外，主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值走阔，意味着中游制造承压。叠加考虑新出口订单运行在荣枯线之下，预示出口承压，利空制造业工业增加值增速，制造业利润增速遭遇“量价”双重利空，考虑到5月制造业利润总额累计值在工业企业利润总额累计中占比高达82.05%。对此前我们的判断“2019年工业企业利润增速承压”形成支撑。在量价均不乐观的背景下，为托底工业企业利润增速，预计结构性的减税降费政策将持续推进。

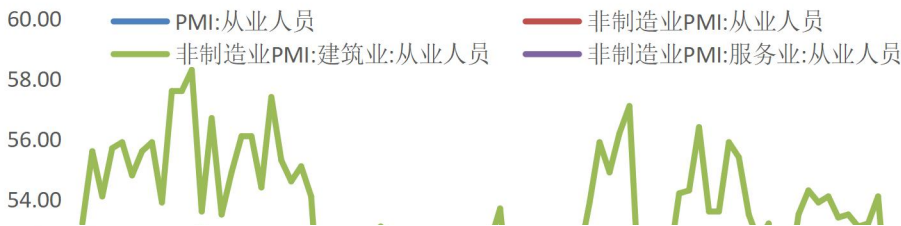
图 4：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

制造业就业情况较不乐观。6月制造业从业人员指数为46.90，较前值下行0.10个百分点，创2009年3月以来新低，连续27个月运行在荣枯线之下。值得注意的是，自2018年8月以来，制造业PMI从业人员指数一路累计下行2.6个百分点，表明制造业就业情况较不乐观。而在非制造业方面，非制造业从业人员指数为48.20，较前值下行0.1个百分点，连续10个月位于荣枯线之下。其中，建筑业从业人员为50.40，较前值下行0.20个百分点；服务业从业人员为47.90，持平于前值。

图 5：制造业就业情况较不乐观（%）



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_11243



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn