



7月宏观经济月报

关注国内通胀与海外宽松

6月经济数据显示，国内经济基本面压力仍存，下半年通胀有望继续上行，对货币政策构成制约。随着美联储和欧央行暗示降息，全球主要央行新一轮宽松箭在弦上，中国有望获得更多外资流入。

- 6月PMI和高频数据显示，国内经济基本面压力犹存，实现全年6.2%-6.3%的经济增长仍需政策在稳定内需方面发力。
- 下半年猪肉价格和PPI的传导将进一步推高CPI，尽管核心CPI稳定，货币政策不至于实质性收紧，但走高的通胀仍将对货币政策的进一步放松构成制约。
- 6月美联储和欧央行发出降息信号，全球新一轮宽松箭在弦上。但美联储7月降息可能性不大，首次降息可能在9月。在全球宽松背景下，中国加大开放力度，有望获得外资进一步流入。

相关研究报告

《A股市场快评》 20190708

《策略周报》 20190707

《固收市场点评》 20190707

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

国内经济基本面继续承压	4
基本面压力仍存	4
通胀仍是制约	5
全球宽松在路上	7
美联储 7 月是否降息	7
欧央行维持鸽派	7
全球宽松对中国的意义	7

图表目录

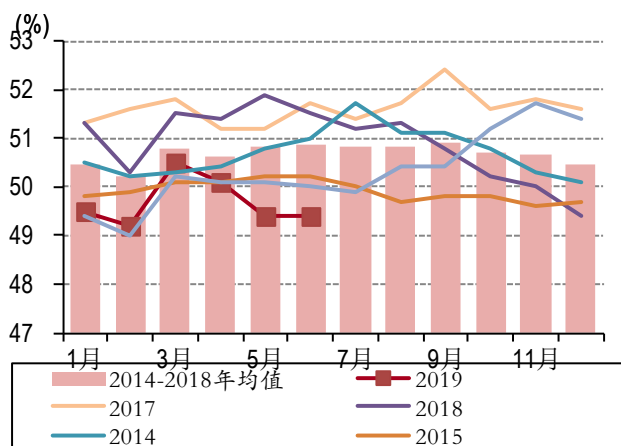
图表 1. 6 月制造业 PMI 仍是历史同期最低	4
图表 2. 综合 PMI 产出指数继续走弱	4
图表 3. 6 月生产与新订单继续下行	4
图表 4. 出厂价格与购进价格双双回落	4
图表 5. 6 月电厂耗煤量继续走弱	5
图表 6. 2019 年 6 月宏观经济指标预测	5
图表 7. 猪周期上行并未结束	6
图表 8. PPI 生活资料价格上行趋势更为确定	6

国内经济基本面继续承压

基本面压力仍存

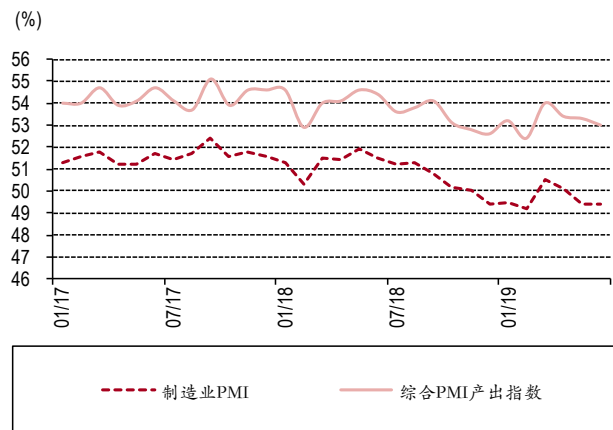
6月制造业PMI持平于49.4，与历史同期相比，仍处于历史同期最低水平，显示制造业景气程度持续疲弱。相应的，6月，综合PMI产出指数降至53，为3月以来新低。

图表 1.6月制造业PMI仍是历史同期最低



资料来源：万得，中银国际证券

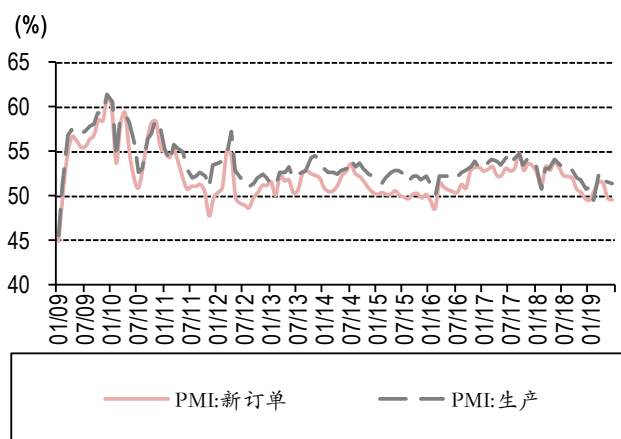
图表 2. 综合PMI产出指数继续走弱



资料来源：万得，中银国际证券

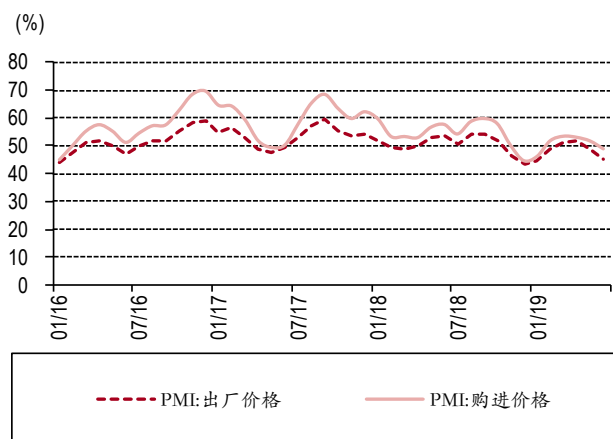
制造业PMI分项显示，生产、新订单指数均有所回落。其中新订单指数降0.2至49.6，连续第二个月位于收缩区间，显示需求依然偏弱。而出厂价格和购进价格也继续下行，出厂价格降3.6至45.4，购进价格降2.8至49，自1月以来再度落入收缩区间。制造业呈量价齐缩状态。

图表 3.6月生产与新订单继续下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 出厂价格与购进价格双双回落

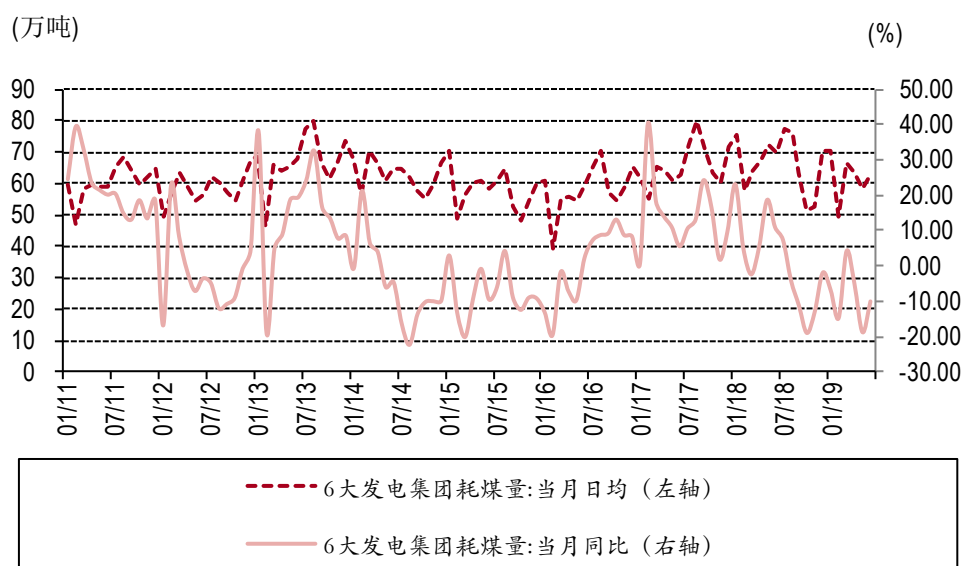


资料来源：万得，中银国际证券

从高频数据看，6月六大电厂日均耗煤量继续负增长，同比下降10.1%，也显示实体经济依然疲弱。

我们认为，2019年以来，全球经济进入下行周期，外需疲弱；而中美贸易冲突的不确定性对企业预期依然造成了不利影响，导致制造业投资走弱。个税削减虽对居民收入构成利好，但在经济增速预期下行的背景下，收入增长转化为实际消费支出尚需政策支持。总体上，基本面压力犹存，实现全年6.2%-6.3%的经济增长仍需政策在稳定内需方面发力。

图表 5.6 月电厂耗煤量继续走弱



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2019 年 6 月宏观经济指标预测

	中银宏观预测	上期值	市场预测均值
GDP 同比增速 (%)	6.2	6.4	6.3
工业增加值同比增速 (%)	5.8	5.0	5.3
固定资产投资同比增速 (%)	5.8	5.6	5.5
社会消费品零售总额同比增速 (%)	8.6	8.6	8.3
出口 (美元) 同比增速 (%)	(1.7)	1.1	(2.3)
进口 (美元) 同比增速 (%)	(6.4)	(8.5)	(2.3)
CPI 同比增速 (%)	2.6	2.7	2.7
PPI 同比增速 (%)	0.2	0.6	0.1
新增人民币贷款 (亿元)	19,000.0	11,800.0	16,705.9
M2 同比增速 (%)	8.5	8.5	8.6

资料来源：中银国际证券，市场预测均值数据来自万得。

通胀仍是制约

5 月 CPI 升至 2.7%，我们预测 6 月 CPI 为 2.6%，继续维持在 2.5% 上方。需要指出的是，尽管近期 CPI 上升主要由食品推动，市场因此预期通胀风险不大，但我们认为，通胀尽管不太会导致货币政策实质性收紧，但仍会对货币政策构成制约。

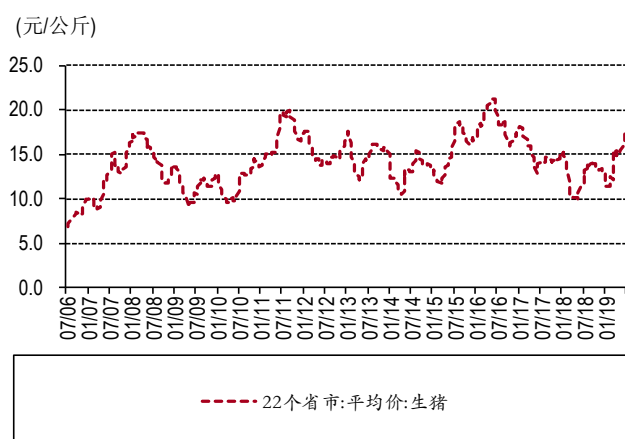
近期 CPI 的上升主要由食品价格推动，从猪肉价格看，我们认为下半年仍将继续上涨，并进而导致 CPI 维持在高位。

猪肉价格本轮上涨来自两方面因素：一方面，本身“猪周期”处于上行阶段。从 22 省市生猪平均价看，2006 年以来，生猪价格的上行周期通常都在两年左右，从低点到高点的涨幅在一倍左右。上一轮生猪价格从 2014 年 3 月的 10.77 元/公斤最高升至 2016 年 2 月的 21.2 元/公斤，涨幅为 96.8%。而本轮生猪价格的低点在 2018 年 5 月，为 10.13 元/公斤，2019 年 6 月底的最新数据为 17.74 元/公斤，尽管考虑到消费结构的变化，猪周期的波动幅度可能有所收窄，但目前来看，猪周期本身的上行过程仍未结束。

另一方面，2018 年以来的非洲猪瘟疫情对猪肉供应量的影响在 2019 年逐步暴露。根据国家统计局数据，2018 年四季度，猪肉产量同比下降 3.8%，2019 年一季度，猪肉产量降幅扩大到 5.2%；农业农村部数据显示，2019 年 3 月，生猪存栏量同比下降 18.8%，降幅较 2 月扩大 2.2 个百分点。农业农村部在此前的新闻发布会也预警了下半年猪肉涨幅同比扩大的风险。

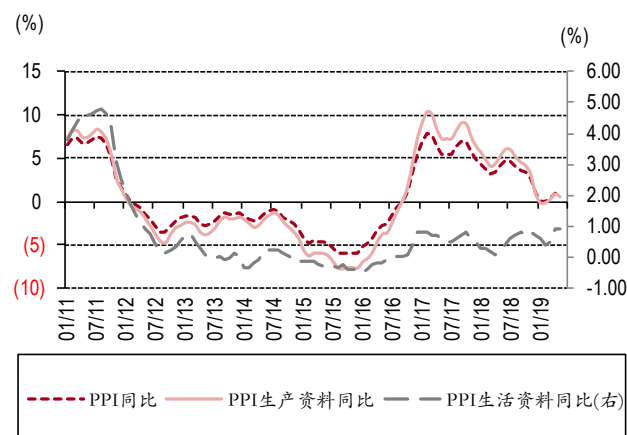
由此看，猪肉价格的上涨趋势仍将在下半年推动 CPI 继续上行。

图表 7. 猪周期上行并未结束



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. PPI 生活资料价格上行趋势更为确定



资料来源: 万得, 中银国际证券

同时, 我们注意到, 1-5 月, PPI 中生活资料价格上行趋势渐趋明显, 高于 PPI 整体涨幅, 4 月、5 月, PPI 生活资料价格同比涨幅均维持在 0.9%。这也意味着, PPI 向 CPI 的传导逐渐体现出来, 这是下半年又一个可能推动通胀上行的因素。

当然, 在 CPI 上行的同时, 核心 CPI 一直维持低位, 意味着当前 CPI 的上涨更多来自成本端的推动而非需求端的拉动。而从货币政策的角度看, 货币政策收紧对通胀的抑制作用主要来自对过热总需求的抑制。如果说当前 CPI 的上涨主要来自成本端尤其是食品的推动, 那么, 货币政策收紧对其抑制作用有限。

此外, 央行此前在货币政策执行报告中讨论过如何度量实际利率的问题, 当时指出, “以 CPI 或 GDP 平减指数来测算实际利率水平可能更合适一些”。在 2019 年 PPI 维持低位的情况下, 尽管 CPI 明显向上, 但 GDP 平减指数整体仍较 2018 年有所下行。2019 年一季度, GDP 平减指数为 1.35%, 较 2018 年的 2.9% 下降明显。我们估算 2019 年全年的 GDP 平减指数不会超过 2%。因此, 如果以 GDP 平减指数测算实际利率, 则实际利率实际是有所上行的。从这一角度看, 货币政策也没有收紧的必然性。

然而, 央行在 2019 年一季度货币政策执行报告中明确提出, “物价形势总体较为稳定, 不确定因素有所增加”; “稳健的货币政策保持松紧适度, 根据经济增长和价格形势变化及时预调微调, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”, 意味着通胀已经为央行所关注。如果 CPI 持续维持在接近 3% 目标的水平, 我们认为对货币政策依然构成了一定程度的制约, 尽管不会导致货币政策的实质性收紧, 但至少限制了进一步松动的空间。因此, 后续通胀的走势依然值得关注。

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_11560

