

经济增速小幅放缓 信贷环比明显反弹

——2019年6月宏观经济运行评析

2019年6月·宏观月报

2019年6月28日

主要观点：

- 二季度增长动能减弱，经济增速可能放缓
- 工业增加值增速低位反弹，工业生产短期改善
- 非制造业运行略有放缓，建筑业预期减弱
- 投资小幅下降，基建反弹有待时日
- 消费增速小幅波动，近期汽车零售有所改善
- 贸易摩擦负面影响显现，进出口增速下降
- 蔬菜价格下降，成品油价下调，CPI略有回落
- 生产资料价格下降，PPI涨幅继续收窄
- 信贷增量环比明显反弹，M2增速稳中有升
- 定向调节力度加大，信用分层缓解尚需时日
- 人民币汇率不确定性较大，外汇占款保持稳定

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘健（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文：

一、工业生产低位反弹，非制造业预期略有放缓

1、工业增加值增速低位反弹，工业生产短期改善

6月以来重点企业钢企产量增多，粗钢产量为200万吨/日，铁精粉产量在40万吨/日以上。六大发电集团日均耗煤量上升，月均62.5%万吨/日，发电耗煤量显著高于上月，同比降幅显著收窄。全国综合煤炭价格指数小幅下降到160点，但6月下旬环渤海动力煤、焦肥精煤、配焦精煤价格指数有所上升。高频的南华工业品指数整体上升，6月下旬上涨到2317点，高于去年同期270点左右。柯桥纺织价格指数和中国棉纺织行业景气指数小幅下降，轻纺工业收到外需减弱影响有所放缓。总体上看，6月工业生产改善，重工业好于轻工业。

工业增加值增速低位反弹，呈季末上翘特点，制造业PMI有所回升，但工业生产依然偏弱。上个月工业增加值增速显著下降，本月反弹的可能性较大。由于去年6月工业增加值增速下降0.8个百分点，基数显著下降，今年同期增速可能低位回升5.7%。与一季度相似，二季度工业产值可能呈季末上翘特点。1—5月全国规模以上工业企业实现利润总额同比-2.3%，降幅收窄，其中5月利润增长1.1%，有所改善。二季度之后减税政策落地，对制造业减税力度较大，有助于提振市场信心。中美贸易摩擦对制造业预期带来影响，制造业PMI有望回升，预计为49.8%，仍低于荣枯线。

2、非制造业运行略有放缓，建筑业预期减弱

非制造业整体保持扩张态势，但扩张势头略有减弱。5月非制造业PMI走势平稳，其中建筑业景气度放缓、服务业景气度上升。6月华南建筑钢材价格指数下降，在66.8点左右，比上个月低1个点。房地产开发投资增速可能高位回落，基建投资增势较弱，5月基建投资增速回落，对建筑业预期带来影响。预计当前建筑业景气度小幅下降。6月主要钢厂建筑钢材库存上升，第三周升到292万吨，比5月上升了20多万吨，建筑耗材预期较好。放宽地方专项债政策，加快专项发行进度，基建有望改善，将促进未来建筑业景气度向好。6月中国公路物流运价指数小幅上升，下旬在981点，但涨势较弱，同比仍然负增长。近期全国公路货运量小幅增长，涨势较为平稳。公路重货运价指数上升，轻货运价指数下降。铁路客运量保持小幅增长，但公路客运量持续负增长。综合判断，建筑业预期减弱，服务

业运行平稳，非制造业 PMI 小幅下降到 54%。综合 PMI 为 53%。

二、投资消费小幅波动，外需压力加大

1、投资小幅下降，基建投资走稳，制造业投资处于低位

固定资产投资小幅下降，增长势头较弱。基建投资走稳，房地产开发投资高位回落，制造业投资增长较缓。从周频的中钢协钢材价格指数来看，6 月延续小幅下降趋势，第四周钢材综合价格指数为 107.8 点，所有品种的钢材价格指数都有不同程度的下降。从高频的主要钢材价格来看，6 月价格呈先降后升趋势，6 月上旬主要钢材价格下降，到了下旬出现明显反弹。螺纹钢价格从 6 月中旬 3970 元/吨上升到 6 月底 4060 元/吨，镀锌板卷、热轧板卷、盘螺等价格都有明显反弹回升。6 月全国水泥综合价格指数小幅下降，月末为 1147.5 点。分区域看，水泥价格走势差异很大。华东地区水泥价格持续下降，华北、西北地区水泥价格持续上升，西南、中南地区水泥价先降后升。从钢材价格和水泥价格走势来看，整体投资状况整体偏弱，但下旬出现转好迹象。受基数较大的影响，大量基建项目对拉动基建投资增速的效果似乎并不明显，当前基建投资增速仍然较低。地方专项债政策放宽，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，未来基建投资增速有望逐渐回升。1-5 月房地产开发投资增长 11.2%，当前房地产开发投资增速有望保持高位。1-5 月房地产开发企业土地购置面积同比 -33.2%，未来房产开发投资增势将高位回落。受内外需求减弱影响，制造业投资预期较弱，仍将处于低位。大规模减税有助于制造企业经营改善，5 月工业企业利润增长加快，可能促进未来制造业投资企稳。预计 6 月固定资产投资累计增长 5.5%，比上个月略有下降。

2、消费增速小幅波动，近期汽车零售有所改善

6 月以来汽车零售同比由跌转正，第二周车零售量增速同比回升 25%，一方面与去年低基数有关，另一方面表明汽车销售对消费的拖累因素减弱，汽车类消费有望实现正增长。6 月以来 30 大中城市商品房销售面积同比小幅上涨，累计上涨 1.9%，其中一、二、三线城市同比涨幅分别为 6.4%、-5.7%、11.7%。当前与房地产相关的家具、家电、装潢等消费增长势头较弱，特别是建筑装潢类消费可能延续负增长。6 月义乌中国小商品指数下降，月末在 101.33 点，略低于上月末水平。临沂商城价格指数小幅下降，月末 99.9 点，与一季度持平。去年 6 月消费增速上升 0.5 个百分点，基数走

高将制约本月增速。5月加长版劳动节对消费起到拉动作用，在6月将减弱。预计6月CPI小幅下行，也将影响名义消费增速。综合来看，影响6月消费运行的正反两方因素都存在，预计消费增长8.4%，增速比上个月小幅回落。

3、贸易摩擦负面影响逐步显现，进出口增速小幅下降

出口再度转为负增长。美国对2000亿美元商品加征25%关税的负面影响逐步显现，美国、欧洲制造业PMI持续在低位徘徊，加之去年同期高基数，可能制约出口增速，不过3000亿美元出口商品加征关税前的“抢出口”效应可能继续存在。6月以来，中国出口集装箱有所回升，一定程度上也反映出“抢出口”现象。综合考虑，预计6月出口增速为-2%，出口额约2100亿美元。

进口继续负增长。6月1日起，中国对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率正式生效，将对进口带来一定负面影响。中国经济保持弱平稳态势，大宗商品价格大跌下跌等，均可能对进口构成压力。预计5月进口同比增长-5%，进口额约1650亿美元。预计贸易顺差约450亿美元。

三、CPI和PPI涨幅收窄，物价水平略有回落

1、蔬菜价格下降，成品油价下调，CPI略有回落

进入6月份以来，商务部公布的食用农产品价格周环比出现三个星期环比回落，一个星期环比上涨。分产品来看，蔬菜供应量充足导致蔬菜价格出现持续下降，而猪肉价格因为供给减少，维持上涨态势，截止六月底每公斤猪肉批发已经突破22.68元。受此影响，预计本月食品价格环比将出现小幅回落，预计涨幅在-0.2个百分点左右。六月份国内成品油价经过两轮小幅下调。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月略有回落至1.5%的水平。同时，6月翘尾因素将小幅回升至1.6%的水平，达到年内最高点。综合以上因素，初步判断2019年6月份CPI同比涨幅可能在2.5-2.7%左右，取中值为2.6%，涨幅相比上月略有回落。

CPI同比连续三个月上升之后涨幅略有回落。目前生猪存栏量以及能繁母猪存栏量仍在快速下降，猪肉价格上涨周期已经形成，仍将是下半年拉动CPI上涨的重要因素。但猪瘟疫情带来的需求减弱会在一定程度上对冲供给因素对价格的推动。考虑到非食品价格和核心CPI稳中略降，同比涨幅都为1.6%，都比上个月下降0.1个百分点，为2016年9月以来的低

点。表明总需求对物价的拉动作用并不明显，经济中不存在显著的通胀风险。下半年 CPI 翘尾因素明显下降及增值税减税效应或将一定程度上对冲掉猪肉价格上涨对 CPI 同比的影响，预计年内 CPI 同比平均涨幅控制在 2.5% 以内没有问题。

2、生产资料价格下降，翘尾因素减弱，PPI 涨幅继续收窄

从 6 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品价格上涨势头明显减弱，能源类、金属类价格下降明显。在流通领域，主要生产资料价格中有 80% 的产品价格下降，16% 上升，4% 基本持平，生产资料价格下降的种类增多。从 9 大类生产资料价格看，石油天然气、黑色金属、林产品价格跌幅较大，环比低于 -2%；化工产品、非金属建材、农产品价格小幅下降；农业生产资料、有色金属、煤炭价格走势相对平稳。预计 2019 年 6 月 PPI 环比涨势明显放缓，可能出现负增长，在 -0.5% 到 -0.1% 之间。去年 6 月 PPI 环比上涨 0.3%，环比涨幅可能显著高于今年同期，形成较高基数效应。PPI 翘尾因素为 0.29%，比上个月下降 0.3 个百分点。综合判断，生产资料价格下降，翘尾因素减弱，预计 6 月 PPI 同比涨幅继续收窄，预计在 -0.2% 到 0.2% 之间，取中值为 0% 左右。

四、货币信贷双双反弹，人民币汇率不确定性较大

1、信贷环比明显反弹，信用分层缓解尚需时日

信贷增量环比明显反弹，M2 增速稳中有升。尽管 5 月信贷增量低于市场预期，货币市场信用分层呈现流动性压力，但 6 月刺激信贷增速反弹的积极因素依然强于消极因素。抛开 6 月信贷增量环比反弹的季节性特征，前期分步降准的效应正逐渐发挥，监管对于信贷支持实体经济的引导，未来货币政策加大逆周期调节的预期等都可能成为支持信贷增量明显反弹的理由。而政策面的逆周期调节力度加大，外部不确定性短期有所缓和，地方债发行缴款提速，以及财政存款季节性大幅下放等因素可能成为支撑 M2 增速稳中有升的重要因素。预计 6 月信贷增量将达到 1.85 万亿左右。M2 增速回升至 8.6% 附近。

货币政策定向调节力度加大，市场信用分层现象缓解尚需时日。当前由于国内经济下行压力仍大以及货币市场信用分层，央行的政策目标有所调整，加强了预调和微调，政策重心则更加倾向于定向精准滴灌。尽管中美逐渐恢复谈判，外部不确定性依然存在。并且从近期央行流动性定向调

节的效果来看，信用分层的压力尚未明显缓解。R007 与银行间市场同期限回购的利差继续走扩，而 GC007 与银行间市场同业拆借同期限回购利差收窄甚至倒挂（上述利率均为加权利率），这也间接印证了当前市场质押类券种与信用类券种处于两种截然相反的境遇之中。进而预计未来一段时间内，货币政策方向只松不紧，货币市场利率中枢可能稳中有降，DR007 中枢位于 2.2% 附近波动。

2、人民币汇率不确定性较大，外汇占款保持稳定

人民币汇率不确定性较大。中美两国领导人将于 6 月底在 G20 峰会期间会晤。目前市场预期美国可能暂缓对 3000 多亿美元中国商品加征关税，如果双方达成共识基本符合市场预期，则人民币汇率可能稳中有升；如果好于预期则可能再度走出一波明显升值走势；反之，如果贸易摩擦进一步恶化，则人民币汇率贬值压力可能再度加大。

外汇占款保持稳定。6 月以来，人民币对美元汇率总体稳定，近期受贸易摩擦利好消息影响，出现小幅升值。预计 6 月外汇占款可能基本维持在 0 附近。

五、二季度经济增速小幅放缓

二季度增长动能减弱，经济增速可能放缓。1-5 月全社会用电量同比增长 4.9%，比一季度放缓 0.6 个百分点。其中第二产业用电量增长 2.7%，放缓 0.3 个百分点；第三产业用电量增长 9.6%，为 2017 年 8 月以来首次降到 10% 以内。工业生产放缓，二季度连续两个月工业增加值增速低于 6%，5 月为 5%，工业产出水平下降将直接影响到当季经济产出能力。三大需求都有放缓，1-5 月投资、消费、出口增速分别为 5.6%、8.1%、0.4%，比一季度分别下降 0.7、0.2、0.9 个百分点。因此，无论从生产端还是需求端来看，二季度经济增速都可能放缓，预计同比增长 6.3%。

内外需求走弱压力加大，下半年经济仍能运行在合理区间。制造业投资预期减弱，将影响整体投资增长。地方专项债券政策放宽，将推动基建投资企稳回升，但拉动基建的边际效用减弱，难以显著上升。消费增长相对稳健，对经济增长的贡献度增强，最终消费支出对经济增速的拉动作用有望超过 75%。受外需不确定加大的影响，经济运行可能出现波动。如果中美贸易摩擦缓解，经济运行有望保持平稳；如果中美贸易摩擦升级，并扩大贸易以外领域的制裁力度，经济下行压力将明显加大。在逆周期政策

调节下，经济增速有望保持在 6%-6.5% 的合理区间。

主要图表：

表：6 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6
GDP: 当季同比 (%)	-	-	6.4	-	-	6.3
CPI: 当月同比 (%)	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.6
PPI: 当月同比 (%)	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0
出口金额: 当月同比 (%)	-9.1	-20.8	14.2	-2.7	1.1	-2%
进口金额: 当月同比 (%)	-1.5	-5.2	-7.6	4	-8.5	-5%
贸易差额: 当月值(亿美元)	391.57	41	326	138	417	450
固定资产投资 FAI: 累计同比 (%)	-	6.1	6.3	6.1	5.6	5.5
消费零售 TRS: 当月同比 (%)	-	8.2	8.7	7.2	8.6	8.4
工业增加值 IAV: 当月同比 (%)	-	5.3	8.5	5.4	5	5.7
制造业 PMI (%)	49.5	49.3	50.5	50.1	49.4	49.8
非制造业 PMI (%)	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54
新增人民币贷款: 当月值(亿元)	32300	8858	16900	10200	13500	18500
M2: 余额同比 (%)	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.6
外汇占款 (亿元)	-12	-3	-5	-9	-11	0

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_11645

