

2019年7月1日

经济仍面临回落压力，流动性预期改善

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

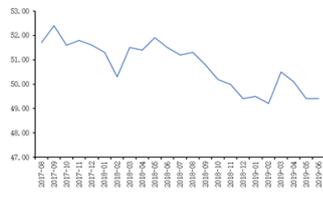
电话：0769-22118627

邮箱：

chenhong@dgzq.com.cn

投资要点：

- **6月全球经济放缓迹象进一步明显**，美欧日以及大多数发展中经济体景气指数均有回落，市场预期美联储将针对疲软的经济将有降息动作。此前澳洲联储降息提高了市场关于全球流动性改善的预期。
- **国内工业生产进一步放缓**，地产投资增速出现回落，引发市场对需求走弱的担忧，但消费数据的意外回升对经济进行了支持。当前央行在第二季度例会已经将流动性基调从“合理稳定”调整为“合理充裕”，政策边际变化有望缓解企业融资困境，降低信用风险。
- **高频数据显示当前需求端仍然较弱，不利于经济企稳**。上游原材料价格受到供给端影响较大，原油、铁矿石、铜价格均有一定程度上涨；但中游发电量和水泥价格数据均有回落，而钢材库存有望触底企稳，不利于钢材销量；下游地产和汽车均显示需求较弱。

制造业 PMI 指数


资料来源：东莞证券研究所，Wind

5 月经济数据

	增速	较上月
投资累计	5.6%	-0.5%
零售总额	8.6%	+1.4%
货物出口	7.7%	+4.6%
工业增加值	5%	-0.4%

- **6月PMI数据显示，制造业供需进一步回落，需求降低更明显**，未来工业生产继续放慢可能性较大。6月原材料和产成品库存降幅收窄，而PMI价格指数明显下行，经济正经历边际被动补库存，本轮库存周期反转前，工业企业均将面临下行压力。具体的，制造业PMI指数为49.4，持平前值；非制造业PMI为54.2，比上月回落0.1个百分点。生产指数为51.3%，比上月回落0.4个百分点；新订单指数为49.6%，比上月下降0.2个百分点，连续两个月位于临界点之下。

- **经济仍将面临适度回落压力**。当前无论是5月份经济数据还是6月高频数据均显示，需求走弱的迹象进一步加强，但建筑业和服务业有望继续稳定经济。而央行也将加强逆周期调节政策，进一步防范风险。鉴于一季度经济良好表现，我们认为全年实现年初6%-6.5%目标压力不大，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：**中美贸易谈判仍存在变数；7月底英国保守党领导人选举结果；房地产和基建投资增速数据表现。

目录

1. 海外市场景气集体走弱	3
1.1 美国经济景气下降，美联储降息预期强化	3
1.2 欧洲制造业持续不景气，脱欧或再生变局	3
1.3 日本央行继续维持宽松政策	4
1.4 新兴市场继续面临下行压力	4
2. 国内经济下行压力加大	5
2.1 5月经济下行压力进一步加大	5
2.2 市场流动性较为充裕，但企业投资动力不强	6
3. PMI 低于预期，经济或小幅回落	7
3.1 上游供给推升成本，下游需求走弱	7
3.2 制造业 PMI 景气持续低迷，经济或继续小幅回落	9
3.3 风险提示	10
3.4 七月份宏观日历	10

插图目录

图 1: 美国制造业 PMI	3
图 2: 美联储 6 月点阵图	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: 主要工业产品增速	6
图 6: 房地产投资增速与土地成交价款	6
图 7: 集成电路进出口增速	6
图 8: 社会消费品、汽车零售同比	6
图 9: 新增社会融资	7
图 10: 表外融资	7
图 11: 中国煤炭价格指数	8
图 12: 螺纹钢价格	8
图 13: 水泥价格指数	8
图 14: 地产和乘用车销售	8
图 15: 制造业 PMI 指数	10
图 16: PMI 供需指数	10

表目录

表 1: 7 月宏观重大事件	10
----------------------	----

1. 海外市场景气集体走弱

1.1 美国经济景气下降，美联储降息预期强化

美国 6 月 Markit 制造业 PMI 录得 50.10%，为该 2012 年启用该指数以来新低。美联储 6 月利率会议维持联邦基金利率在 2.25%-2.50% 不变，符合预期。但将 2020 年-2021 年利率预期中值大幅下调，对下调利率的态度明显转向。美联储 FOMC 声明，对前景展望存分歧，八名委员预计今年将降息；美联储 FOMC 在政策声明中删除“耐心”一词；委员会调低了今明两年 PCE 与核心 PCE 通胀预期。

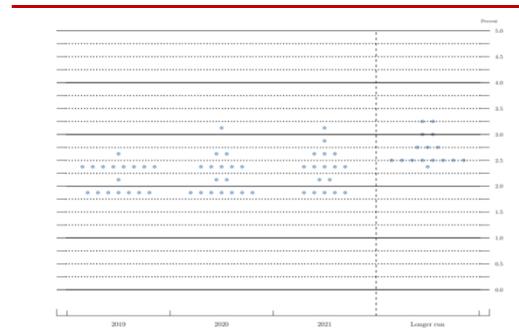
当前美国经济持续走低，5 月非农就业人数仅增加 7.5 万人，远远低于预期的 18 万人和前值的 22.4 万人。此外，7.5 万人的增幅不仅是过去四个月以来美国的就业人数第二次下降，更是创下了过去 9 年来的最小值。经济数据的不及预期，使得美元指数和美国 10 年期国债收益率均出现了下降，6 月美元指数下跌了 1.61%，而美债收益率也呈现持续倒挂。美国经济持续下行的趋势预计将很难改变，但美联储降息时点仍有不确定性，当前市场预期 7 月份美联储降息的概率较高，将被后市美国乃至全球经济产生重大影响。

图 1：美国制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：美联储 6 月点阵图



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

1.2 欧洲制造业持续不景气，脱欧或再生变局

欧元区 6 月制造业 PMI 终值 47.8，持平预期和前值，继续处于不景气区间。欧元区 6 月经济景气指数录得 103.3，跌至近三年来最低，为 2016 年 8 月以来最低水平，市场对欧元区最大经济体的信心明显下降。数据显示，欧元区最大经济体德国和第三大经济体意大利的信心降幅最大。欧盟就公共债务问题触发对针对意大利的惩戒程序，为向该国处以 35 亿欧元的初步罚款铺平了道路，随着经济增速的进一步放缓，欧元区多国债务问题也将越发突出。

6 月欧洲央行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。据欧洲央行相关人士称，如果欧元区经济在今年第一季度增长 0.4% 之后再次停滞，那么欧洲央行将可能降息。当前欧洲央行刚刚结束缩表，实际上，6 月澳洲联储宣布将基准利率下调 25 个基点至 1.25% 之后，市场明显提高了对全球流动性改善预期。

值得关注的是，7 月底英国保守党选举结果即将出炉，这将决定下一任英国首相人选。当 6 月 13 日就党首暨下任首相选举举行首轮投票，约翰逊获得压倒性胜利，其当选的可能性非常大。然而就在近期，这位英国下一任首相的热门人选承诺，无论是否达成协议，他都会让英国在 10 月 31 日离开欧盟，但随后有改称他并不预计英国最终会陷

入无协议脱欧的境地,但英国仍然需要做好准备。若7月约翰逊当选的概率进一步上升,乃至7月底最后当选,都将提高市场对无协议脱欧风险的警惕。

1.3 日本央行继续维持宽松政策

日本6月制造业PMI录得49.5%,连续两个月低于荣枯线,经济下行压力有所加大。日本政府年中政策指引草案指出,预计日本央行将维持宽松货币政策,尽早达成2%的物价目标。日本5月出口同比降7.8%,比预期多降0.1个百分点,大幅低于前值;进口同比降1.5%,也大幅低于预期和前值。

日本央行6月会议维持利率在-0.1%不变,维持十年期国债收益率目标在0%附近不变,维持资产购买不变,符合预期。日本央行称,将在2020年春季之前维持极低的水平利率。日本央行会议纪要显示,绝大多数日本央行官员认为,需要花费一定时间才能达成2%的通胀目标,继续保持宽松政策是合适的。日本外贸经济的下滑反映了未来国际贸易转弱的可能性继续加大,对相关产业影响较大。

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

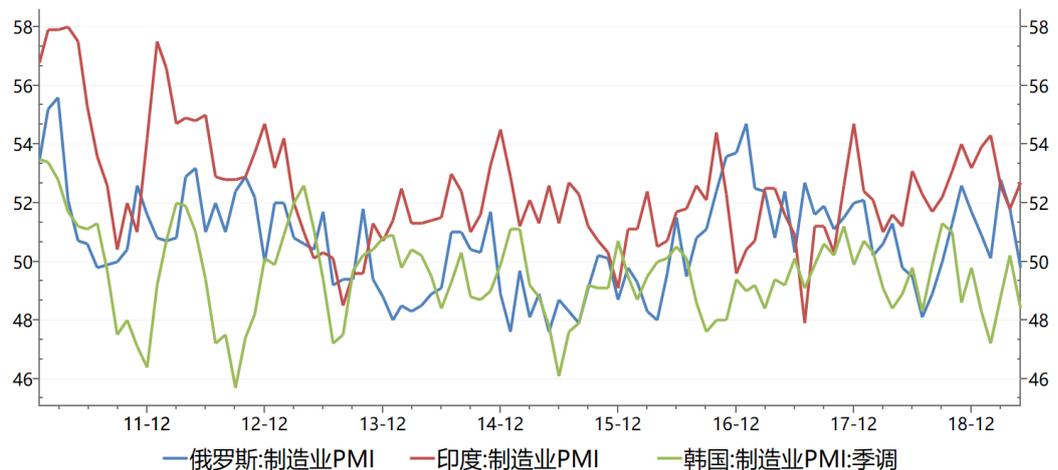
印度央行6月份进行本年度第三次降息,将其政策利率下调25个基点至5.75%,为印度近9年来的最低利率水平;同时也将其政策立场改为“宽松”。印度央行公布的会议纪要显示,印度央行采取降息举措主要着眼点在于疲弱的经济增长。印度5月份制造业PMI录得52.7%,比上月增加0.9个百分点,然而此前印度一季度经济仅增长5.8%,为近5年来最低水平。

韩国继续受到来自出口的威胁,特别是对华出口的影响较大。由于美国对华产品加征关税,从而影响到上游的韩国,使得韩国外贸形势急剧恶化。5月数据显示韩国出口同比下降9.4%,连续6个月出现下跌。其中,芯片出口同比下降30.5%,降幅较4月扩大2.2倍。韩国作为典型的外贸型经济体,出口总额占GDP的比重接近3成,出口的恶化对韩国经济影响较大。

此外,俄罗斯5月制造业PMI重新跌至49.8%,继延长针对克里米亚和塞瓦斯托波尔市的经济制裁后,欧盟6月27日再度以乌克兰问题为由,将针对俄罗斯的经济制裁延至明年1月31日,这将继续对俄罗斯经济造成影响。巴西有望在7月18日立法者休会之前对养老金改革进行投票,但目前仍受制于债务,景气度持续下行。此外,马来西

亚、土耳其、越南、南非等国家和地区制造业景气指数均有不同程度下行。整体来看，摩根大通全球制造业 PMI 下行 0.6 个百分点至 49.8%，全球经济下行压力显著。

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. 国内经济下行压力加大

2.1 5 月经济下行压力进一步加大

5 月工业增加值同比增长 5%，较 4 月回落 0.4 个百分点，低于市场预期，除 1-2 的春节因素扰动影响，增速创 1992 年 12 月以来新低，延续上半年以来工业增速放缓的趋势。5 月主要产品中汽车、发电量增速均有显著下降，其中汽车产量降幅同比扩大 5.7 个百分点至 21.5%；发电量增速同比回落 3.6 个百分点至 0.2%。

1-5 月城镇固定资产投资同比增长 5.6%，增速比 1-4 月回落 0.5 个百分点。1-5 月份全国房地产开发投资同比增长 11.2%，增速比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。房地产投资增速出现回落，结束四连升，但仍是投资增长最快的部分。房屋新开工面积的减少，一定程度上影响了地产投资增速，而前期土地购置费用的下降也有望逐渐发挥作用。

1-5 月制造业投资增长 2.7%，增速提高 0.2 个百分点。1-5 月基础设施投资同比增长 4%，增速比 1-4 月份回落 0.4 个百分点。5 月一般财政公共支出增速的大幅回落是基建下降的主因，而基金支出也出现了小幅回落，这也将继续制约未来基建投资的增速。1-5 月全国规模以上工业企业利润降 2.3% 降幅收窄，主要装备制造业、煤炭行业利润回暖，由于企业投资欲望不强，为制造业投资仍可能在低位震荡。

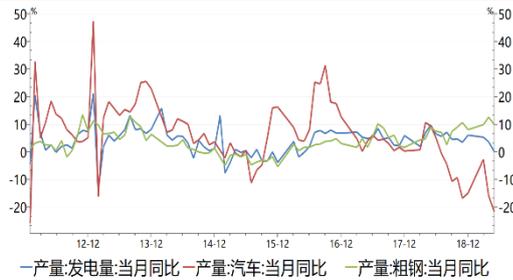
值得注意的是，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，推出地方政府专项债券发行和管理的新规。其中提到“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，拓宽了以往专项债只能做配套资金的用途范围，或将提高地方政府发行专项债的积极性，利于基建。

5 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，超过预期和前值。消费稳定经济中增长的作用进一步增强，汽车消费的提升是消费增长的主因，其次消费升级相关的化妆品、通讯器材、金银珠宝和家电类商品也对消费有一定促进作用。近期汽车销量持续低迷，5 月中汽协数据显示汽车销量下跌 16.4%，降幅扩大 1.79 个百分点，未来受居民杠杆率高企影响，仍面临较大回落压力。

5月出口同比增长7.7%，超过预期和前值。对美出口由于关税因素带来出口抢关，对出口有所推动；另外，对欧盟、日本、东盟短期继续保持良好的增长势头，带动5月份出口增速的回暖。受新产品上市带动产销回升以及同期基数较低影响，5月机电产品出口和高新技术产品出口有所加快。其中手持无线电话机和自动数据处理设备出口同比增速由负转正，5月份分别增长2.45%和2.26%，比4月分别回升3.67和16.05个百分点。

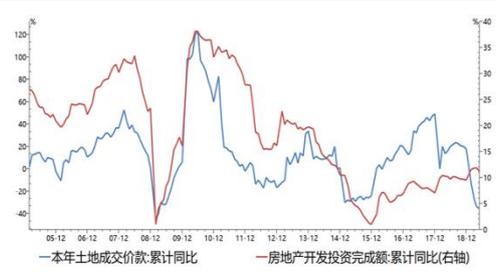
整体来看，5月份经济面临的下行压力进一步加大，汽车和发电量数据低迷制约工业增加值表现，经济发展预期不佳也制约了企业投资热情，而居民高杠杆之下增加消费的动力不高。5月外贸形势有所转好，但全球经济基本面却不能支撑出口数据持续增长。总体来看，经济面临的下行压力进一步增大。

图 5：主要工业产品增速



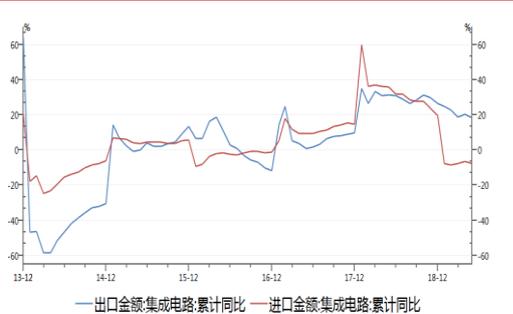
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：房地产投资增速与土地成交价款



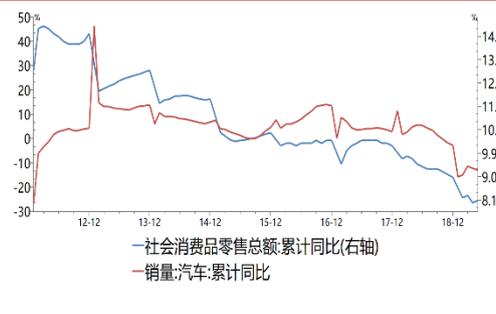
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 7：集成电路进出口增速



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：社会消费品、汽车零售同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 市场流动性较为充裕，但企业投资动力不强

6月18日央行召集国有大行和部分券商开会，鼓励国有大行为大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资。此举有利于缓解中小银行同业存单发行困难，进一步疏通货币向实体传导的机制。5月M2同比增长8.5%，与上月持平，基本符合预期。M1同比增长3.4%，比上月提升0.6个百分点，货币供应相对充足。当前流动性较为充足，但实体融资受个别金融机构信用风险出现困难。

5月以来货币边际转松，但信贷通道仍有不畅，反映了近期以来企业经营面临较大的下行压力。5月新增社会融资1.4万亿元，比上年同期增加4482亿元，略低于市场预期。新增人民币贷款对实体经济支持力度同比基本持平，但企业新增长短期贷款同比的不同表现，显示出当前企业投资意愿较低，却对营运资金的需求增加。此外，居民中长期贷款的上行，与房地产按揭贷款数据相一致，资金仍往地产行业集中。

从市场利率来看，市场流动性较为充裕。近期央行第二季度例会将流动性基调表述从“合理稳定”转变为“合理充裕”，与6月底货币市场利率持续走低相一致。近期Shibor利率持续走低，一度跌破1%至0.9615%，创2008年金融危机以来新低，除个别金融机构风险爆发外，5月15日定向降准、6月14日央行增加SLF和再贷款投放，均有利于银行间市场资金充裕。

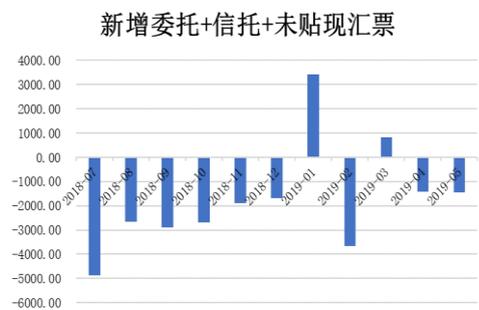
在“把好货币政策总闸门”的基调下，6月份进一步放松流动性的可能性较低。当前中美贸易谈判出现转机，而市场流动性较为充裕，7月份若美联储不降息，央行进行降息的可能性不大。

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 上游供给推升成本，下游需求走弱

从上游的情况来看，6月份原油价格继续企稳回升，而煤炭价格则处于回落状态中，此外，铜、铝等有色金属也有小幅企稳迹象，而铁矿石价格则呈现持续上涨态势。

具体来看，6月NYMEX原油期货价格小幅上涨，供给端的减产和供应的不确定性使得油价企稳。首先，美国和伊朗的对峙局面使得原油供给侧担忧情绪上升，造好油价；其次，美国原油库存量持续超预期减少，也使得油价面临上行压力；最后，OPEC+将于7月初举行会议，下半年大概率维持减产，利好油价。

6月煤炭现货价格小幅回落，6大发电集团日均耗煤量较5月出现回升，但同比来看仍有减少，煤炭需求有所减弱。而铜价出现上行，主要受到供给侧约束，据悉智利Codelco铜矿进行了长达两周的罢工活动，五位工人在的一个铜矿矿坑7月发生塌

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_11681

