

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”：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》2019-5-9
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《首创宏观“茶”：CPI年内破“3”可能性不大，CPI与PPI同比大概率在10月双双触底》2019-6-13
- 5.《首创宏观“茶”：2019年出口增速难言乐观，进口增速难言悲观》2019-6-11
- 6.《首创宏观“茶”：估值效应推动外汇储备时隔9个月再次站上31000亿美元》2019-6-10
- 7.《首创宏观“茶”：制造业PMI创15年同期最低值，制造业面临较大压力》2019-5-31
- 8.《首创宏观“茶”：工业企业利润总额累计同比小幅下行，2-4月制造业利润增速持续负增长》2019-5-27
- 9.《首创宏观“茶”：2019年房地产投资下行空间有限，且不排除超预期的可能》2019-5-20
- 10.《首创宏观“茶”：一季度货币政策执行报告点评：经济仍存下行压力，货币政策保持定力》2019-5-20
- 11.《首创宏观“茶”：出口与制造业投资是宏观经济稳增长的关键所在》2019-5-15
- 12.《首创宏观“茶”：季节性与融资意愿因素导致信贷回调》2019-5-14
- 13.《首创宏观“茶”：基建类支出增速放缓，关注下半年财政政策发力空间》2019-5-13

- 制造业PMI跌破荣枯线且创15年同期最低值，预示宏观经济承压。5月宏观经济总体特征是产需两不旺。生产方面，制造业工业增加值当月同比再创新低。需求方面，基建投资增速较前值超预期下行，房地产投资韧性较强，制造业投资弱势反弹，但难阻固定资产投资增速下行趋势；受“五一”节日增休等因素影响，消费增速上行；出口增速超预期上行，进口增速超预期下行。
- CPI同比年内破“3”可能性较小，大概率在6月到达高点之后下行，在10月触底之后反弹；PPI同比在4月已到达年内高点，6月在5月的基础上继续下行，同样在10月触底反弹。在欧央行与美联储降息预期增强的背景下，原油、有色等大宗商品价格得到一定提振，但考虑到全球经济增速放缓对原油以及有色价格的压制，以上分析结论大概率不会有根本性的改变。
- 居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款，企业中长期贷款增长情况差于短期贷款，表明居民与企业对未来经济前景的看法偏谨慎。5月社会融资规模存量同比较前值小幅上行，预计后期社融增速在目前的水平上有所上行，但是上行空间不会太大，2019年全年社融增速大概率位于11%左右。此外，预计M2同比有望维持在8.5%左右。
- 5月财政收入当月同比首现年内负增长，地方税收收入增速下行是主因。中央与地方财政支出当月同比较前值大幅下行。主要税种当月同比涨跌互现，国内增值税当月同比出现负增长。基建支出增速下行，基建投资预算内支出资金面临压力，部分解释了5月基建投资增速较其前值超预期下行的原因。国有土地使用权出让收入累计同比出现企稳。
- 估值效应推动外汇储备时隔9个月再次站上31000亿美元，主因估值效应“力压”汇兑效应。黄金储备连续6个月上行，预计我国央行黄金储备还将再创新高。交易因素对外汇储备的负向影响较小。我们始终坚持的人民币汇率破“7”概率不大的观点得到验证，我们维持此前的观点，2019年我国外汇储备破“3”概率较低。
- 5月工业企业利润总额累计同比小幅下行，主因是“价涨”不敌“量跌”与基数效应。总体上看，2019年工业企业利润增速不容乐观。在减税降费顺利推进，宽货币向宽信贷顺利传导，且中美贸易争端出现转机的情况下，出现乐观情形概率较大，否则，大概率出现悲观情形。

目录

1 5月宏观经济产需两不旺，基建投资超预期下行.....	5
1.1 制造业PMI创15年同期最低值，制造业面临较大压力.....	5
1.2 5月产需两不旺，但制造业投资与消费增速超预期上行.....	11
1.3 出口增速难言乐观，进口增速难言悲观.....	17
1.4 CPI年内破“3”可能性不大，CPI与PPI同比大概率在10月双双触底.....	26
1.5 经济预期偏谨慎，稳增长依旧是宏观经济的主要任务.....	31
1.6 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.....	37
1.7 估值效应推动外汇储备时隔9个月再次站上31000亿美元.....	42
1.8 工业企业利润总额累计同比小幅下行，2-4月制造业利润增速持续负增长.....	46
2 积极对冲经济下行风险，逆周期政策“在路上”.....	53
2.1 货币政策保持定力，结构性去杠杆“有保有压”.....	53
2.2 实施市场化法治化债转股，着力在增量、扩面、提质上下功夫.....	54
2.3 解决好民营小微企业问题，继续实施好稳健的货币政策.....	54
2.4 将“双创”引向深入，进一步实施创新驱动发展战略.....	55
2.5 做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作，加大逆周期调节力度.....	55
2.6 打好防范化解金融风险攻坚战，加强逆周期调节力度.....	56

图表目录

图 1：制造业 PMI 再次跌破荣枯线 (%)	5
图 2：制造业 PMI 创 15 年同期最低值 (%)	6
图 3：需求面临较大压力 (%)	7
图 4：小型企业景气度下降 (%)	8
图 5：小型企业新订单下行幅度较大 (%)	8
图 6：出厂价格指数止步四连升 (%)	9
图 7：就业压力有增无减 (%)	10
图 8：全球 PMI 共振下行 (%)	11
图 9：摩根大通全球制造业 PMI 存在跌破荣枯线的可能性 (%)	11
图 10：5 月工业增加值当月同比与累计同比均较前值下行 (%)	12
图 11：制造业工业增加值当月同比 5 月再创新低 (%)	13
图 12：东北地区工业增加值当月同创 2017 年 3 月以来新低 (%)	13
图 13：房地产开发资金来源累计同比虽然较前值下行，但还处于相对高位 (%)	14
图 14：基建投资增速较前值超预期下行 (%)	15
图 15：5 月制造业投资弱势反弹 (%)	15
图 16：5 月社会消费品零售总额当月同比与累计同比均较前值上行 (%)	16
图 17：5 月出口同比 1.1%，高于预期且高于前值 (%)	18
图 18：5 月人民币汇率继续贬值	19
图 19：摩根大通制造业 PMI 自 2012 年 12 月以来首次跌破荣枯线 (%)	19
图 20：2018 年 4-5 月出口增速平稳 (%)	20
图 21：进口同比-8.5%，低于预期且低于前值 (%)	20
图 22：5 月制造业 PMI 再次跌破荣枯线，且创 15 年同期最低值 (%)	21
图 23：2018 年 4 月与 5 月进口同比基数增高在一定程度上利空进口增速 (%)	21
图 24：CRB 指数同比与进口金额当月同比相关系数为 0.68 (%)	22
图 25：CRB 指数同比与出口金额当月同比相关系数为 0.61 (%)	23
图 26：受中美贸易战影响，中国对美进口增速大幅下行 (%)	23
图 27：受中美贸易战影响，中国对美出口增速大幅下行 (%)	24
图 28：高新技术产品进出口金额增速下台阶 (%)	25
图 29：机电产品进出口金额增速下台阶 (%)	25
图 30：5 月贸易顺差超预期上行 (亿美元)	26
图 31：5 月 CPI 同比向上，5 月 PPI 同比与 PPIRM 同比向下 (%)	27
图 32：鲜果、猪肉是 5 月 CPI 同比上行的主要贡献项 (%)	27
图 33：2019 年 6 月猪肉价格同比面临基数上行压力 (元/公斤)	28
图 34：2018 年三季度国际油价处于较高位置 (美元/桶)	29
图 35：2018 年 9 月 20 日至 11 月 20 日猪肉平均批发价整体趋势性下行 (元/公斤)	29
图 36：2018 年第四季度国际油价断崖式下跌 (美元/桶)	30
图 37：5 月金融机构新增人民币贷款环比与同比均多增 (万亿元)	32
图 38：居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款 (亿元)	32
图 39：企业中长期贷款增长情况差于短期贷款 (亿元)	33
图 40：5 月社会融资规模存量同比较前值上行 (万亿元；%)	34
图 41：5 月直接融资在融资结构中占比较高 (%)	35
图 42：5 月表外融资处于压缩态势，其总和环比小幅多减，同比大幅少减 (亿元)	36
图 43：5 月 M1 同比较前值上行，M2 同比则持平于前值 (%)	37

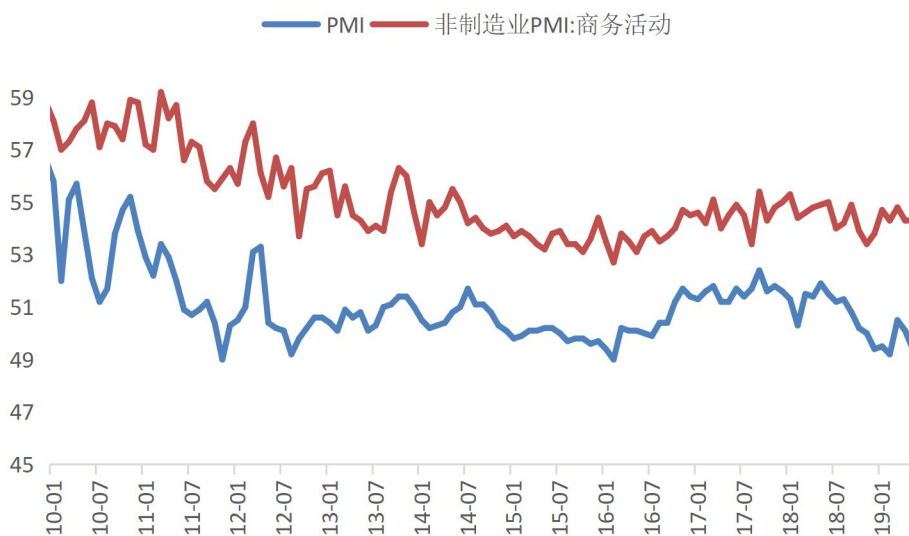
图 44：5 月财政收入与财政支出当月同比均较前值下行（%）	38
图 45：税收收入是 5 月财政收入下行的主因（%）	38
图 46：主要税种当月同比涨跌互现（%）	40
图 47：节能环保增速居于首位，而基建支出增速下行（%）	41
图 48：国有土地使用权出让收入累计同比出现企稳（%）	42
图 49：外汇储备时隔 9 个月再次站上 31000 亿美元（亿美元；亿 SDR）	42
图 50：估值效应是 5 月外汇储备上行的主因（%）	43
图 51：黄金储备连续 6 个月上行（万盎司；万盎司）	44
图 52：中美利差再次走阔（%）	45
图 53：4 月工业企业利润总额累计同比跌幅远小于当月同比（%）	47
图 54：2-4 月制造业利润增速持续负增长（%）	48
图 55：4 月制造业工业增加值当月同比与制造业投资累计同比均创新低（%）	48
图 56：黑色金属矿采选业利润总额累计同比领跑细分行业（%）	49
图 57：私营企业利润增速继续领跑（%）	50
图 58：进入 2019 年私营企业工业增加值累计同比快速上行（%）	51
图 59：三大部类工业企业资产负债率均出现下行（%）	51
图 60：2019 年 2-4 月营业收入累计同比均低于营业成本累计同比（%）	52
图 61：2015 年至 2018 年工业企业利润总额累计同比月度值（%）	53

1 5月宏观经济产需两不旺，基建投资超预期下行

1.1 制造业PMI创15年同期最低值，制造业面临较大压力

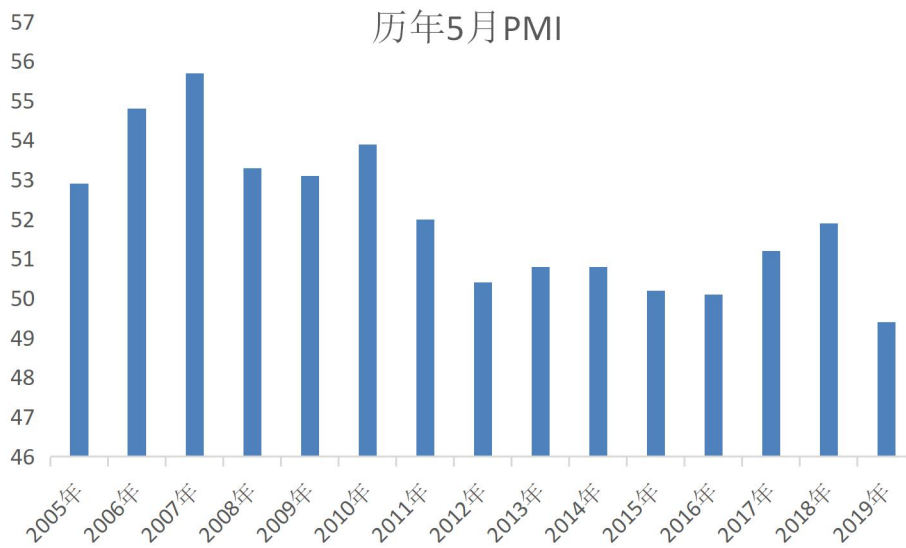
制造业PMI再次跌破荣枯线，且创15年同期最低值。5月制造业PMI为49.4，低于预期0.5个百分点，较前值下行0.7个百分点，时隔两个月再次跌落荣枯线之下，表明制造业由扩张转入收缩。值得注意的是，在过往15年的5月PMI中，2019年5月PMI位列倒数第一，与历年同期相比处于最低位。5月非制造业PMI为54.3，持平于预期与前值，低于去年同期0.6个百分点。在过往的13年里，2019年5月非制造业PMI位列第11，与历年同期相比处于偏低水平。总体上看，服务业PMI在相对意义上不乐观，而制造业PMI则在绝对意义上不乐观，预示制造业投资后期压力依旧。

图 1：制造业 PMI 再次跌破荣枯线（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

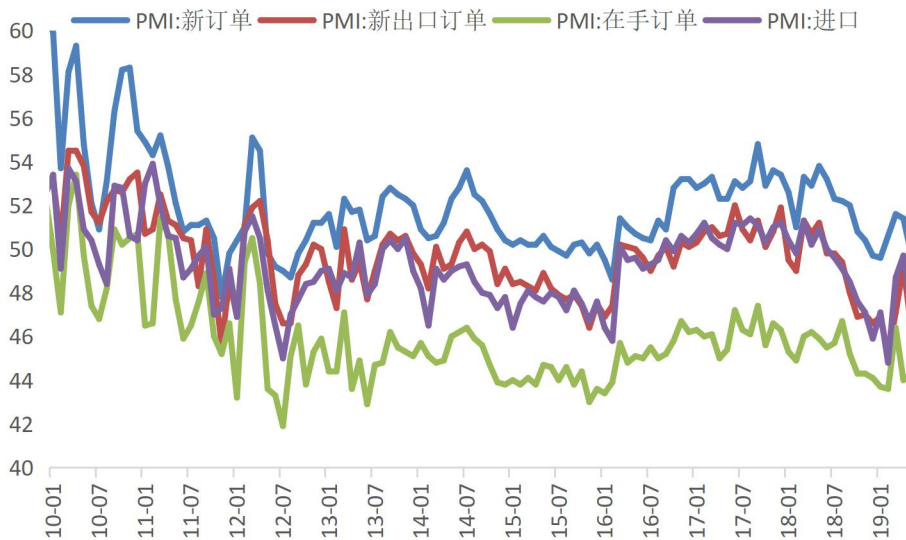
图 2：制造业 PMI 创 15 年同期最低值 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

需求面临较大压力，后期大概率拖累生产。在制造业PMI的5个分项中，新订单为49.80，较前值下行1.6个百分点，且跌至荣枯线之下，是5月制造业PMI下行的主因。内需方面，5月进口指数为47.10，较前值下行2.60个百分点。进口指数自年初以来触底反弹，但5月再次下行较大幅度，表明内需面临一定收缩压力。外需方面，新出口订单为46.50，在经历两个月的上行之后，再次下行2.7个百分点。新出口订单下行的原因有两点：一是全球经济增速下行；二是5月初以来中美贸易战升级。5月在手订单为44.30，虽然较前值上行0.30个百分点，但是在新订单与新出口订单均呈现收缩的背景下，预计后期在手订单也将面临压力。5月制造业生产指数为51.7，较前值小幅下行0.4个百分点，依旧处于扩张区间。但是预计需求端的压力将进一步传导到生产端，叠加考虑5月生产经营活动预期指数为54.50，较前值下行2.0个百分点，从图形走势上看面临一定压力，预计后期工业增加值累计同比上行空间不大。

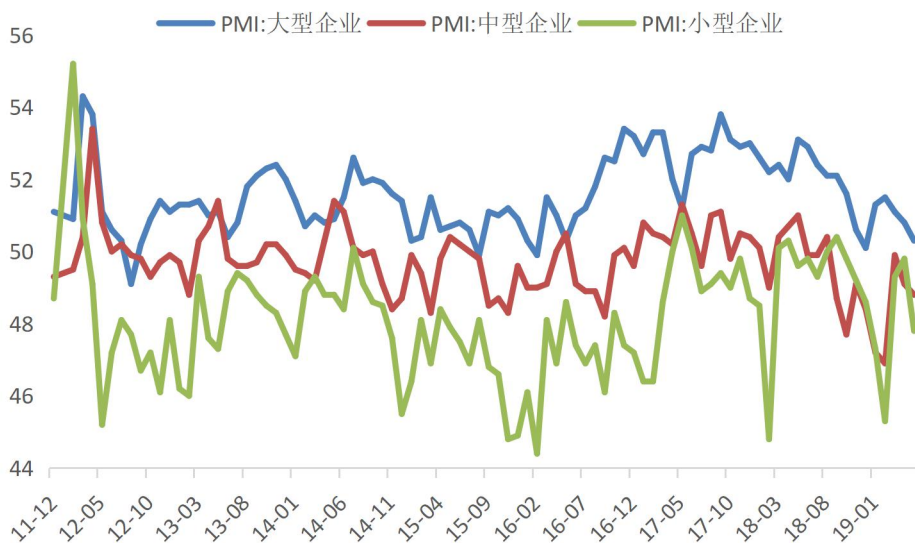
图 3：需求面临较大压力（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

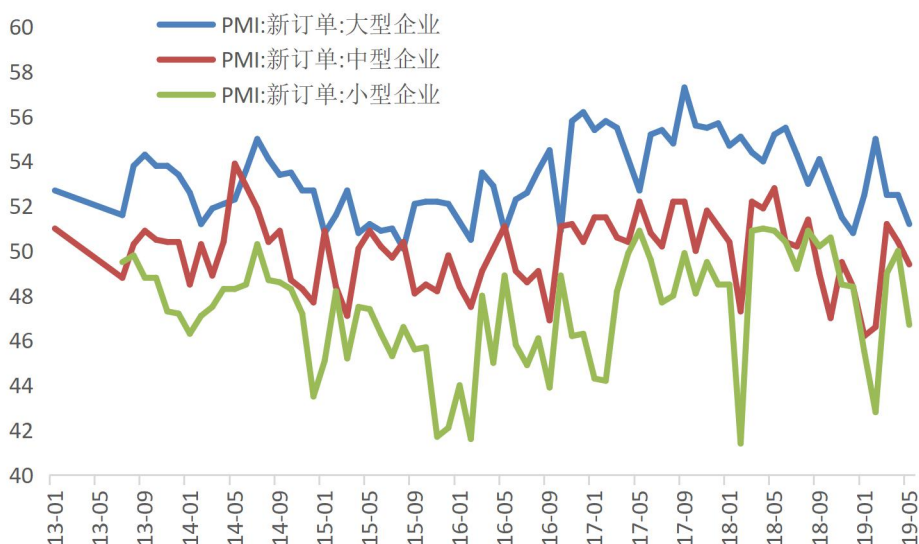
小型企业景气度下降，预计后期政策利好将加快推出。与4月相反，5月小型企业在大部分分项指标上跑输大型企业：从PMI看，大中小企业的PMI分别为50.30、48.80、47.80，分别较前值下行0.50、0.30、2.00个百分点，其中，小型企业下行幅度最大，且跌至荣枯线之下，而大型企业则还处于扩张区间；从生产PMI看，大中小企业的生产PMI分别为53.10、51.10、48.60，分别较前值上行0.10、0、-2.60个百分点，表明小型企业对内外需的变化最为敏感；从新订单指数看，大中小企业分别为51.20、49.40、46.70，较前值分别下行1.30、1.00、3.30个百分点；从新出口订单看，大中小企业分别为46.90、46.80、42.40，较前值下行2.80、2.30、4.00个百分点。小型企业之所以在主要分项上的表现与4月相反，主要原因是中美贸易战在5月初升级。虽然近期国内政策对民营小微企业的扶持力度依旧大于大型企业，但是贸易战对民营小微企业的冲击力度要远大于对大型国有企业的冲击力度。鉴于民营小微企业在宏观经济以及货币政策传导中的重要地位，预计后期针对民营小微企业的利好政策将以更快的频率出台，以对冲贸易战带来的利空。

图 4： 小型企业景气度下降（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 5： 小型企业新订单下行幅度较大（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

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_11866



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn