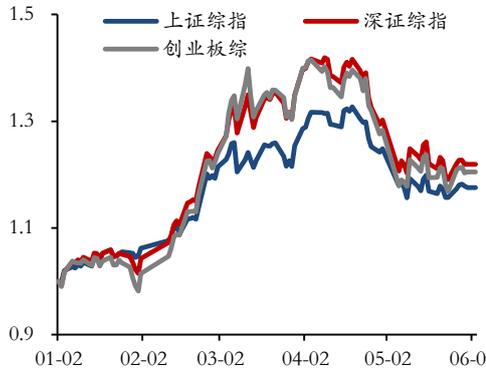


经济再探底，政策犹可期

图表 1 近半年主要指数走势



分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

工业生产回落，盈利进一步下滑。4月规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较3月下滑3.1个百分点，利润总额同比下降3.4%。由于4月增值税减税政策落地，导致企业3月提前备货以扩大抵扣值，部分工业品需求在3月提前释放，加之同期基数较高，4月工业增加值和工业企业利润与3月份比较波动较大。

制造业 PMI 全面转弱。5月统计局 PMI 49.4%，连续两月走低，表明二季度经济景气度较一季度明显走弱。新订单、生产、采购量全面回踩，价格受5月油价下行影响降幅较多；新出口订单和进口降幅明显，贸易摩擦影响显现。库存提高，且产成品库存增幅远大于原材料库存，表明需求仍然较弱，企业被动增加库存，经营信心下滑。

需求端面临下行压力，逆周期政策或发力。1-4月全国固定资产投资同比增长6.1%，社会消费品零售总额同比增长8%，出口同比0.2%，分别较一季度回落0.2个百分点、0.3个百分点和1.1个百分点。三大类投资中，基建投资增速企稳，房地产投资销售双回升，但调控压力不减。制造业受前期盈利增速放缓的拖累，投资增速回落2.1个百分点。民间投资疲软反映出企业对经济下行的预期尚未扭转，内生动力不足。社零超预期回落，尤其是必选类消费大幅下跌。

通胀预期温和上涨，“猪+油”仍是年内影响CPI最关键的因素。4月份CPI同比2.5%，环比0.1%。食品项同比涨幅扩大至6.1%，主要受鲜菜、鲜果及畜肉价格上涨拉动，中长期看水果蔬菜价格不会是持续推动通胀上行的风险因素。原油供给端不确定性因素较多，美伊关系紧张、OPEC可能延长减产协议会对原油供给带来一定影响，而美国原油库存超预期增加又会对油价造成压力。综合各方面因素，我们判断原油大涨大跌的空间有限，与猪共振引发高通胀掣肘国内货币政策的可能性较低。

人民币贬值预期不强，货币政策仍将维持宽松。受贸易摩擦再度发酵影响，人民币汇率近期大幅贬值。但人民币贬值最快的阶段大概率已经过去，美元指数近期不具备快速走高的动力，目前美联储货币政策放松，与我国货币政策周期从背离逐渐趋同，且新兴市场货币较为稳定，我国外汇基本面整体呈均衡态势，央行重启离岸市场央票发行进行汇率干预，多为官员喊话稳定市场预期，未来人民币贬值预期不强。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，经济下行加快，通胀超预期，人民币快速贬值

目录

一、 国内经济	4
(一) 4 月经济数据回落，工业、消费表现低迷	4
(二) 不确定因素增多，通胀预期温和上涨	9
(三) 人民币贬值预期不强，货币政策仍将相对宽松	11
二、 风险提示	13

图表 1	近半年主要指数走势	1
图表 2	工业增加值：当月同比 (%)	4
图表 3	工业增加值：分行业：累计同比 (%)	4
图表 4	工业企业利润：累计同比 (%)	4
图表 5	制造业 PMI 指数 (%)	5
图表 6	制造业 PMI 指数：进出口 (%)	5
图表 7	制造业 PMI 指数：库存 (%)	6
图表 8	制造业 PMI 指数：价格 (%)	6
图表 9	GDP 三驾马车累计增速 (%)	7
图表 10	全国固定资产投资增速：分类 (%)	7
图表 11	财政收入与支出增速 (%)	7
图表 12	1-4 月财政支出占全年预算情况	7
图表 13	房地产开发投资增速：分项 (%)	8
图表 14	房地产销售、施工、开工增速 (%)	8
图表 15	制造业投资增速：分行业 (%)	8
图表 16	社会消费品零售总额增速 (%)	8
图表 17	社会消费品零售额累计增速：必选消费类 (%)	8
图表 18	社会消费品零售额累计增速：地产相关 (%)	8
图表 19	社会消费品零售额累计增速：汽车、石油 (%)	8
图表 20	CPI 月度同比 (%)	10
图表 21	CPI 月度同比 (%)	10
图表 22	主要食品价格 (元/公斤)	10
图表 23	主要工业品价格及指数 (美元/桶)	10
图表 24	PPI 月度数据 (%)	11
图表 25	PPI 月度数据：分项目 (%)	11
图表 26	美元兑人民币走势(RMB/USD)	12
图表 27	外汇占款情况 (亿元)	12
图表 28	银行结售汇情况 (亿美元)	12
图表 29	社会融资规模月度值 (亿元)	13
图表 30	货币供应量增速 (%)	13
图表 31	新增社融：分项：同比多增 (%)	13

一、国内经济

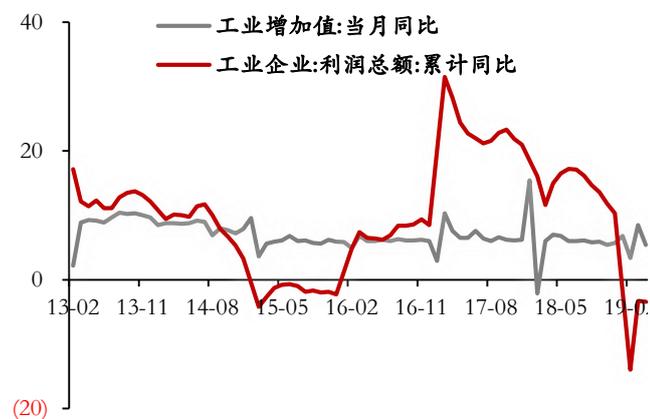
(一) 4月经济数据回落，工业、消费表现低迷

工业生产回落，盈利进一步下滑。由于4月增值税减税政策落地，导致企业3月提前备货以扩大抵扣值，部分工业品需求在3月提前释放，加之同期基数较高，4月工业增加值和工业企业利润与3月份比较波动较大。

4月规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较3月下滑3.1个百分点，其中采矿业、制造业同比分别增长2.9%和9.5%，较3月分别下降1.7个百分点、3.7个百分点，水电燃气生产和供应业5.3%，较3月上漲1.6个百分点。

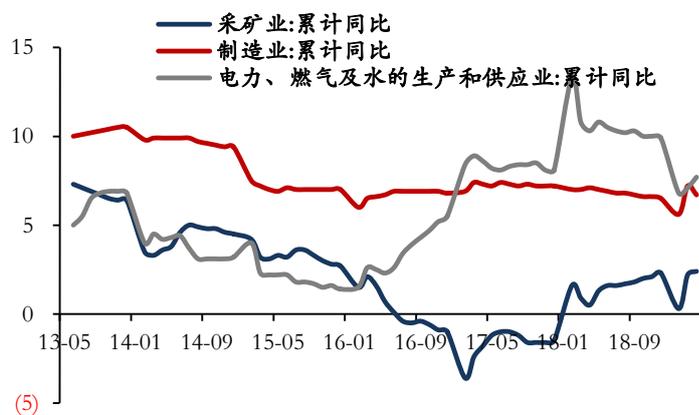
1-4月全国规模以上工业企业利润总额同比下降3.4%，降幅与一季度大体相当，其中采矿业利润跌幅收窄，制造业加速下滑，水电燃气供应业利润改善。分行业看，钢铁、石油加工、化工、石油开采等主要行业利润有所好转，同比分别下降28.1%、50.2%和16.0%，降幅比1季度分别收窄16.4、4.3和1.8个百分点。石油开采行业利润同比增长19.7%，增速比1—3月份加快9.4个百分点；烟草制品业，酒、饮料和精制茶制造业，电气机械和器材制造业，非金属矿物制品业，电力、热力生产和供应业利润增长较快，同比分别增长29.4%、18.1%、14.5%、12.6%和12.3%，纺织及汽车制造业呈现负增长，增速分别为-1.8%和-1.1%。

图表 2 工业增加值：当月同比 (%)



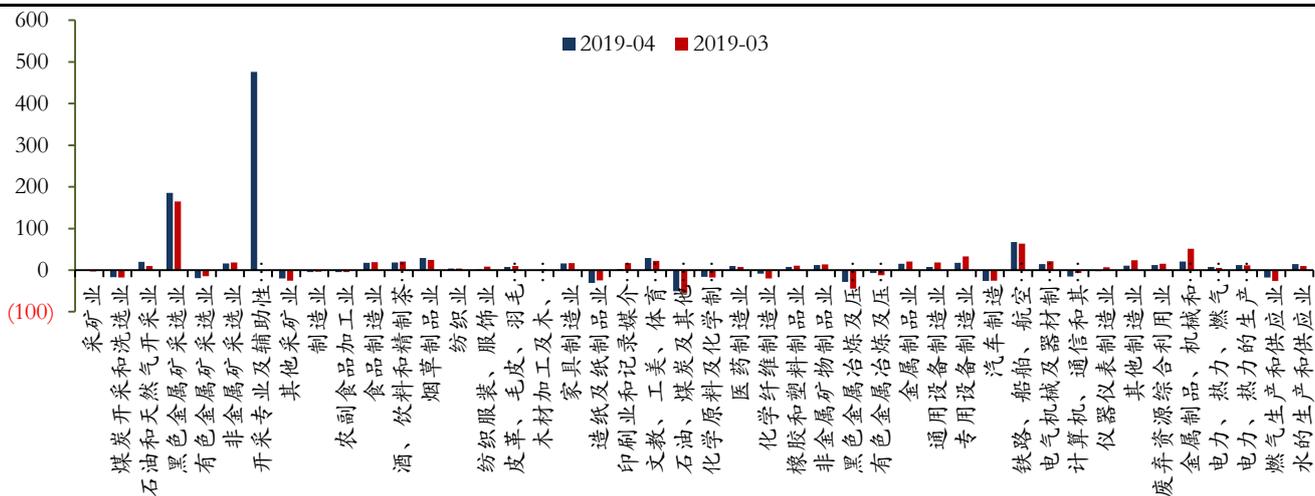
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 工业增加值：分行业：累计同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 工业企业利润：累计同比 (%)

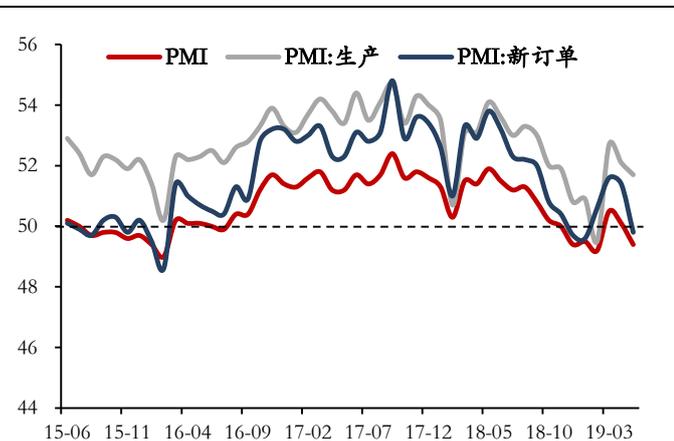


资料来源：Wind，万和证券研究所

制造业 PMI 全面转弱。5 月统计局 PMI49.4%，前值 50.1%，PMI 连续两月走低，表明二季度经济景气度较一季度明显走弱。新订单(49.8%)、生产(51.7%)、采购量(50.5%)全面回踩，价格受 5 月油价下行影响降幅较多；新出口订单和进口分项降幅明显，贸易摩擦影响显现。

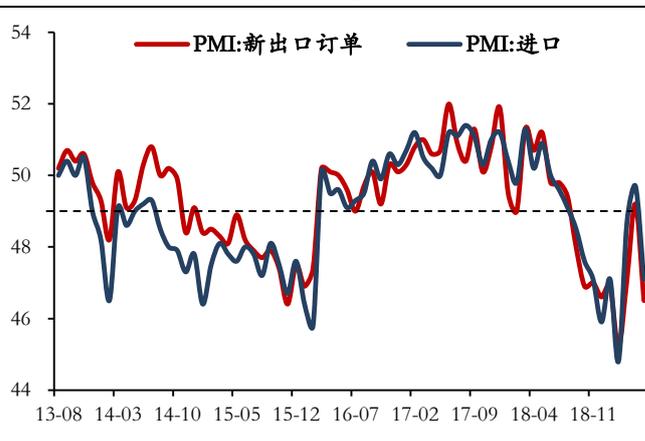
原材料、产成品库存均提高，但产成品库存增幅远大于原材料库存，一方面受采购量降低影响，另一方面表明需求较弱，企业有主动去库存演变为被动增库，生产经营活动预期下降至 54.5%，表明企业信心下滑。

图表 5 制造业 PMI 指数 (%)



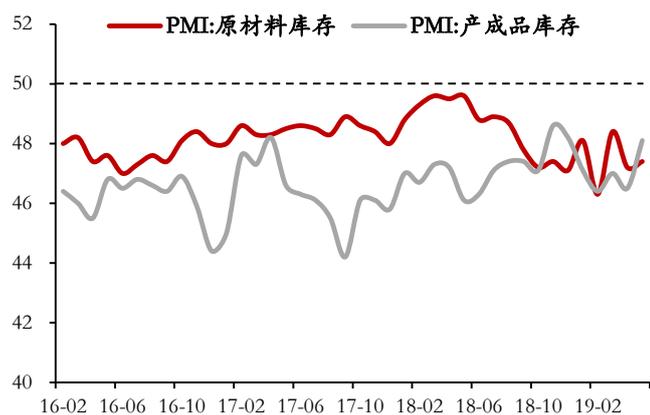
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 6 制造业 PMI 指数：进出口 (%)



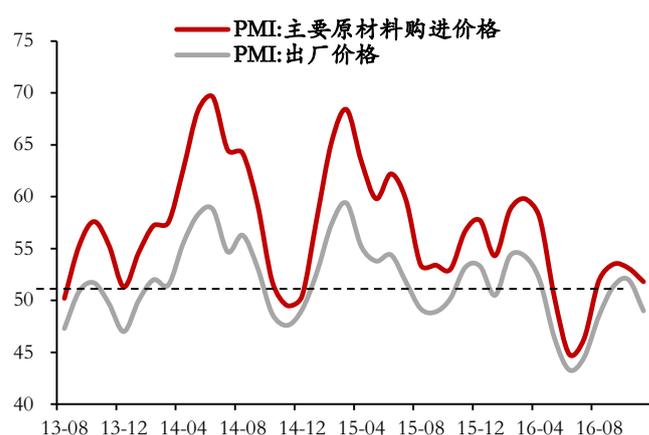
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7 制造业 PMI 指数：库存 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8 制造业 PMI 指数：价格 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

需求端面临下行压力，逆周期政策或发力。1-4 月全国固定资产投资同比增长 6.1%，社会消费品零售总额同比增长 8%，出口同比 0.2%，分别较一季度回落 0.2 个百分点、0.3 个百分点和 1.1 个百分点。三大类投资中，基建投资同比增长 4.4%，房地产开发投资同比增长 11.9%，制造业投资同比增长 2.5%，增速大幅回落 2.1 个百分点。

房地产投资销售双回升，调控压力不减。房地产开发投资同比增速较 1 季度加快 0.1 个百分点至 11.9%，较去年同期加快 1.7 个百分点。分项来看，土地购置费伴随土地成交价款下跌而持续回落，建筑工程增速回升企稳，新开工面积和施工面积增速均持续回升，且新开工快于施工，表明新开工对施工仍有较强支撑。销售端同样回暖，1-4 月销售额增速较一季度回升 2.5 个百分点，销售面积降幅收窄。综合来看，4 月房地产销售、新开工等指标均有所改善，但是从中长期来看，新开工面积增速受制于购置面积持续减少或下行压力，叠加竣工节奏加快，或使地产投资承压，同时 4 月政治局会议重提“房住不炒”，房地产调控政策仍然趋紧。

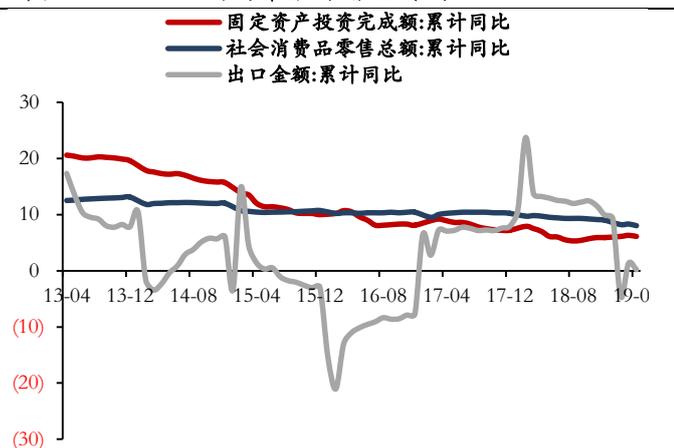
基建投资增速企稳。1-4 月份，基础设施（不含电力等）投资增速与前值持平，保持稳定增长态势。年初以来，积极财政持续发力，1-4 月份财政支出同比增长 15.2%，高于财政收入增速 9.9 个百分点，占全年预算的比重近 40%，为近十年来最高，财政发力对基建投资形成有效支撑。

民间投资和制造业投资是主要拖累。民间投资同比增长 5.5%，增速下滑 0.9 个百分点，民间投资的疲软一定程度上反映企业对经济的下行预期尚未扭转，内生动力不足。制造业投资同比增长 2.5%，受前期盈利增速放缓的拖累，增速大幅回落 2.1 个百分点。各行业中，金属制品、纺织、化工、通用

设备投资增速下滑最为显著，是主要拖累，有色金属投资降幅明显收窄。国内外经济依然偏弱，PPI 仍然处在下行通道中，企业盈利低位震荡，并未进入实质性回升阶段，然而年初以来，无论是财政政策加大减税降费力度，还是货币政策宽松社融增速回升，均对企业盈利和融资需求形成支撑，从而制造业投资增速下滑幅度有限。

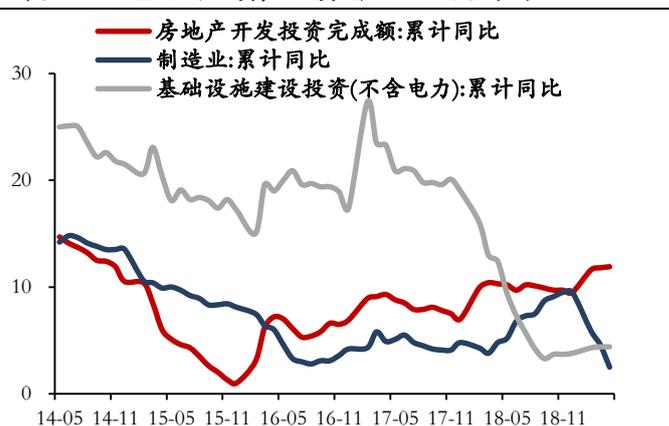
社零超预期回落。1-4 月社会消费品零售总额累计增长 8%，增速较一季度回落 0.3 个百分点，其中 4 月社会消费品零售总额同比增长 7.20%，增速较 3 月回落 1.5 个百分点。必选消费大幅下跌，食品类、服装类、日用品类 4 月同比 8.2%、-1.1%、12.6%，增速较 3 月分别下滑 3.2、7.7 和 4 个百分点；可选消费方面，汽车类商品降幅收窄，石油类商品和地产相关消费走弱，均对社零增速形成拖累。

图表 9 GDP 三驾马车累计增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10 全国固定资产投资增速：分类 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 财政收入与支出增速 (%)



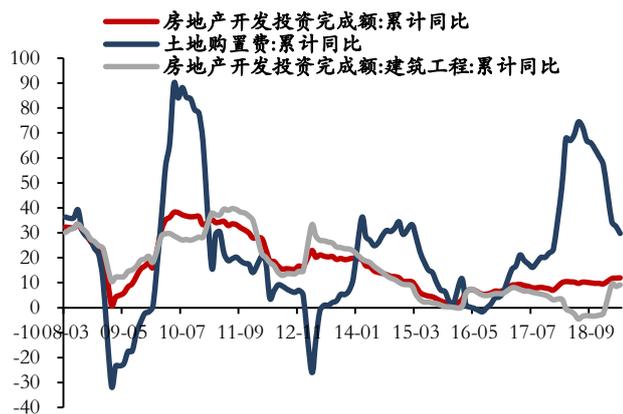
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 1-4 月财政支出占全年预算情况



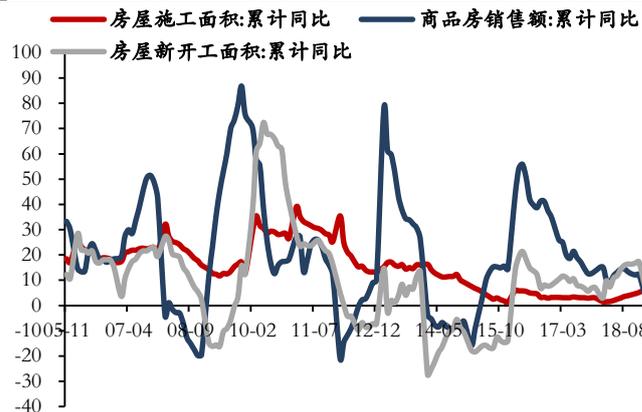
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 房地产开发投资增速：分项 (%)



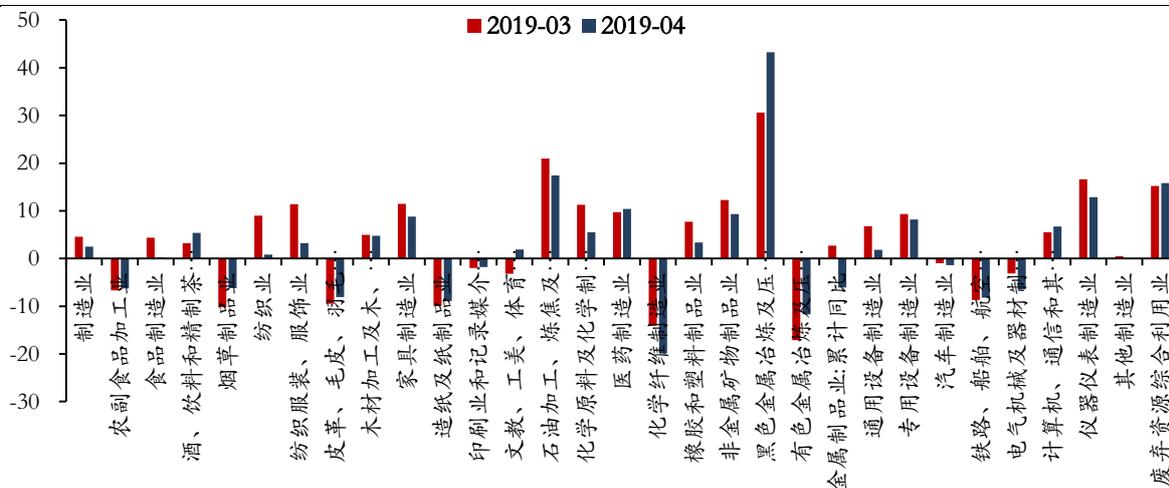
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14 房地产销售、施工、开工增速 (%)



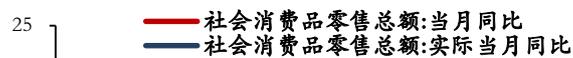
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 制造业投资增速：分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 社会消费品零售总额增速 (%)



图表 17 社会消费品零售额累计增速：必选消费类 (%)



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_12217

