

2019年5月31日

经济下行压力加大，需求走弱

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：

chen hong@dgzq.com.cn

投资要点：

- **美国经济景气回落，欧日落入不景气区间。**4月全球制造业PMI指数下跌了0.2个百分点至50.3%，全球经济减速迹象显著。具体来看，美国耐用品订单和零售数据均不及预期，工资增速低迷放缓，且美债利率极限倒挂，显示市场对经济前景较为悲观。欧日制造业PMI重回不景气区间，贸易摩擦、脱欧等事件持续影响全球经济增长。
- **国内4月数据显示经济偏弱，金融支持实体经济的力度有待增强。**4月工业增速放缓，制造业投资增速创新低，减税效应未能体现；而消费增速也不及预期，居民的资金持续流向地产领域；海外经济不景气也制约了出口增长。4月经济增长主要靠房地产投资和基建投资拉动，但地产投资增速已然创阶段新高，聚集着较大风险。而金融数据显示，企业贷款有所少增，M1增速再度明显回落，企业经营活力较差。
- **5月制造业PMI重回荣枯线下，需求明显放缓，经济下行压力加大。**上下产业链高频数据显示，主要的工业产品价格均有下行，汽车销售短期看不到明显改善。5月PMI数据显示，经济需求明显放缓是供给放慢的主要原因，制造业仍将面临较大下行压力，但建筑业有望在地产和基建拉动下保持韧性。
- **未来美联储货币政策或有变数，而国内也有望加大逆周期调节，并出台促进汽车消费等政策稳定经济增长。**我们认为美债利率持续倒挂、加上美国经济走弱将促发美联储逐步改变对利率看法，这对后期全球流行性将产生较大影响。国内在继续供给侧改革下，经济仍将保持稳中趋降的格局，实现年初制定经济增长目标压力不大。
- **风险提示：**G20峰会；企业融资压力加大；房地产和基建投资的持续性问题。

市场主要指数 5 月份表现

	收盘点位	涨幅
上证综指	2898.70	-5.84%
深证成指	8922.69	-7.77%
沪深 300	3629.79	-7.24%
中小板指	5474.76	-9.42%
创业板指	1483.66	-8.63%

上证指数走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

目录

1. 海外经济走弱，美债利率倒挂较大	3
1.1 美国经济景气回落，工资增速放缓明显	3
1.2 “脱欧”事件继续影响欧洲，制造业持续不景气	3
1.3 出口拖累日本经济，美日贸易谈判存较大分歧	4
1.4 新兴市场增长多数回落	4
2. 国内经济数据走弱，M1 增速明显回落	5
2.1 4 月经济下行压力有所加大	5
2.2 金融支持实体经济的力度有待增强	7
3. 5 月 PMI 重回荣枯线下，需求明显走弱	7
3.1 主要商品需求均有回落，钢材市场一枝独秀	7
3.2 5 月需求明显走弱，经济下行压力有所加大	9
3.3 未来继续加大对企业融资支持	9
3.4 风险提示	10
3.5 六月份宏观日历	10

插图目录

图 1：5 月美国 Markit PMI 初值	3
图 2：美国国债收益率曲线	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：工业增加值同比	6
图 6：房地产开发资金来源	6
图 7：进出口当月同比	6
图 8：机电产品出口	6
图 9：新增社会融资	7
图 10：表外融资	7
图 13：六大发电集团日均耗煤量	8
图 14：NYMEX 原油期货	8
图 15：中国煤炭价格指数	9
图 16：螺纹钢价格指数	9
图 17：水泥、玻璃价格指数	9
图 18：地产和乘用车销售	9
图 11：领先指数和全球制造业 PMI	10
图 12：BDI 指数和宁波出口集装箱指数	10

表目录

表 1：6 月宏观重大事件	10
---------------	----

1. 海外经济走弱，美债利率倒挂较大

1.1 美国经济景气回落，工资增速放缓明显

美国经济正在呈现疲软态势，近期美国耐用品订单和零售销售出现下降，是需求下行的先兆，而且进出口商品价格指数均低于预期。美国5月Markit制造业PMI初值50.6，低于预期和前值。美国4月耐用品订单环比降2.1%，降幅超过预期和前值。美国4月零售销售环比降0.2%，低于预期和前值。美国4月PPI环比升0.2%，低于预期和前值。

当前的工资增速并不低，但确实放缓的速度在加大。4月大批劳动力仍在进入市场，但工资增速放慢的速度已经逐渐明显，且消费疲软导致5月经济景气度下降，可能也会在5月的就业市场有所表现，美国经济放缓的苗头比上月更为明显。4月美国平均周薪增长2.94%，增速相比上月有所回落，但相比2017年之前增速仍处较高位置。当前美国4月失业率为3.6%，同样比上月出现了回落，4月非农就业数据显示新增就业达到263万人。

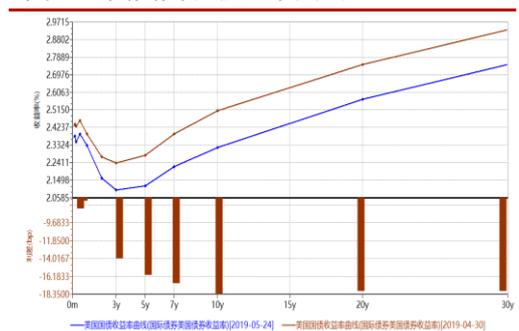
美联储5月会议记录显示，与会者认为近期通胀的疲软至少有一部分可以归因于一些特殊因素，这些因素影响非周期性行业，只会对通胀产生短暂影响，因此近期较低的通胀数据可能是暂时性的，FOMC重申了以“耐心的方式”确定未来利率调整，并未对未来是否降息做出表述。然而，近期美债利率倒挂情况愈发严重，3个月期美债收益率涨超了一年期、两年期、五年期和10年期美债收益率，反映出市场避险情绪升温，这必将对美联储未来利率决策产生重大影响。

图 1：5月美国 Markit PMI 初值



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：美国国债收益率曲线



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

1.2 “脱欧”事件继续影响欧洲，制造业持续不景气

欧元区制造业持续不景气，2019年经济增速被预期调低。欧元区5月综合PMI初值为51.6，低于预期和前值。欧元区5月制造业PMI初值为47.7，低于预期，连续4月处于荣枯线下方。此外，德国和法国PMI也不及市场预期。欧盟委员会警告欧元区风险，将欧元区2019年GDP增速由1.3%下调至1.2%；将德国2019年GDP增速预期由1.1%下调至0.5%。欧元区4月调和CPI环比升0.7%，持平预期但低于前值。

欧洲央行会议纪要显示，对四月疲软通胀预期的担忧加剧，一些官员对欧元区下半年经济复苏的信心有所下降，在四月会议上警告称下半年欧元区经济回升可能不及此前预期；自去年9月以来，欧洲贷款状况有所疲软，与经济增长放缓相符；定向长期再融资操作(TLTRO)将在后面召开的会议上决定；一些人主张将定向长期再融资操作(TLTRO)

作为后盾，一些人则希望用它来调整政策立场。欧洲央行认为，英国无协议脱欧对欧元区 GDP 增速构成了实质性的下行威胁。

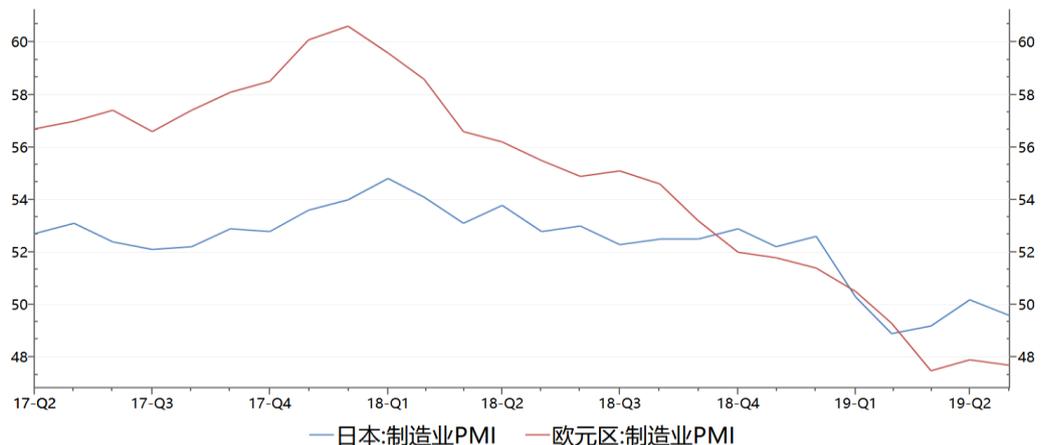
英国首相特蕾莎·梅宣布将于 6 月 7 日辞职的消息令英镑大幅震荡。英国首相特蕾莎·梅表示，继任者必须使议会在脱欧问题上达成共识，将在新首相选出之前继续担任首相。英国首相特蕾莎·梅的辞职将为强硬脱欧铺路；下一任英国首相可能会再次把无协议脱欧作为谈判工具。特蕾莎·梅的辞职，为已经达成的脱欧协议再添变数，下一任英国首相可能会再次把无协议脱欧作为谈判工具。欧洲经济将受英国脱欧影响较大。

1.3 出口拖累日本经济，美日贸易谈判存较大分歧

日本景气度下降，对以中国为代表的东亚地区出口明显减小。日本 5 月制造业 PMI 初值 49.6，低于预期，前值 50.2。日本政府月度经济报告称下调 5 月经济评估；下调工业产出和商业投资评估。日本 4 月出口同比-2.4%，降幅超过预期，进口同比增长 6.4%，超过预期，出口的减少主要来自对华出口下降，贸易顺差有所收窄。日本央行行长黑田东彦表示，日本如果丧失动能，央行会毫不犹豫追加宽松。但日本经济再生大臣茂木敏充表示，上调消费税的计划不变。日本经济目前看不到明显转好的迹象。

近期美日展开了贸易谈判，特朗普正式访问日本，但美国代表在日美贸易谈判中没有提及日本汽车出口配额话题，日本未能就汽车与农产品关税与美国达成一致。美日贸易谈判的重点在于日本农产品开放和美国汽车市场的开放，两者谈判将给正在进行的中美谈判产生较大影响。当前中美贸易摩擦的升级，通过东亚产业链对日本产生了较大负面影响，从而表现在日本对中国出口的明显下降，美日之间的贸易摩擦也将对日本经贸体系产生较大影响。

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

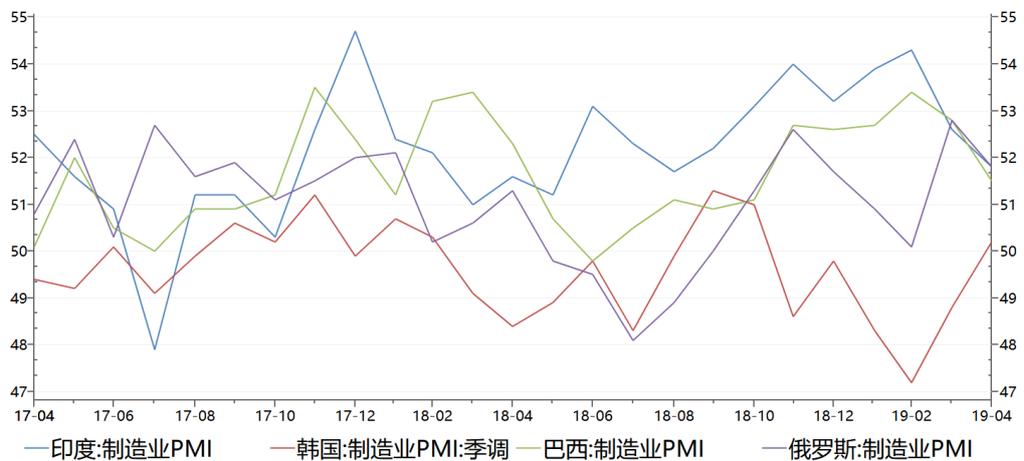
1.4 新兴市场增长多数回落

印度经济有放缓压力，失业率上升的同时，景气度下降，出口增速回落明显。根据印度经济监测中心的数据显示，4 月印度失业率上升至 7.6%，高于 3 月的 6.71%，是 2016 年 10 月以来的最高水平。印度 4 月份制造业 PMI 指数下降 0.8 个百分点至 51.8%，服务业下降 1 个百分点至 51%。此外，随着印度现任总理莫迪领导的印度人民党再次赢得大选，市场普遍认为莫迪将连任总理，开始他的第二个五年任期。在经济数据疲软的情况下，这一消息有望提振市场情绪，改革动力有望推动印度经济继续平稳前行。

韩国经济景气度回升，但电子产品仍拖累出口下行，中美贸易摩擦对其影响较大。4月韩国制造业PMI回升至50.2%，结束了长达5个月处于荣枯线以下。4月韩国出口同比下降了2%，降幅比上月缩窄5.8个百分点，进口同比增长2.4%，由降转升。其中，4月半导体出口下跌13.3%，显示器出口下跌16.2%，值得注意的是对中国出口同比下跌15.7%，跌幅最大。贸易摩擦升级对东亚产业链影响较大，对中国台湾、马来西亚和韩国来说，对中国出口电子产品非常重要，分别占到了经济的19%、10%和6%。但韩国央行行长李柱烈表示，韩国经济增速将于第二季度复苏。韩国4月汽车销量同比增长1.6%，在主要的汽车市场中增速靠前；4月手机出口增长了4成多，在国际市场上对中国手机产品的替代或对其收益。

此外，俄罗斯一季度经济增长不及预期，内需疲软成为俄罗斯经济的主要拖累，高通胀下俄罗斯调控经济的手段有限。巴西受制于养老金改革进展缓慢，中期债务偿还情况堪忧，景气度持续下行。另外马来西亚、土耳其等经济体制造业PMI均处于荣枯线以下，而越南、南非制造业PMI均有上涨。整体来看，全球制造业PMI指数下跌了0.2个百分点至50.3%，全球经济减速迹象显著。

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. 国内经济数据走弱，M1 增速明显回落

2.1 4 月经济下行压力有所加大

4月工业增加值同比增长5.4%，低于市场预期和前值。4月工业生产出现回落，与此前高频数据显示发电耗煤量同比数据下行相一致，增速重新回到2019年1-2月及2018年以来的中枢水平，表明一季度经济回暖的态势难以持续。

1-4月城镇固定资产投资同比增长6.1%，低于预期和前值。1-4月份房地产开发投资同比增长11.9%，增速比一季度提高0.1个百分点，连续四个月回升，创2014年11月以来新高，继续充当投资增长的重要引擎。1-4月份基础设施投资同比增长4.4%，增速与1-3月持平。

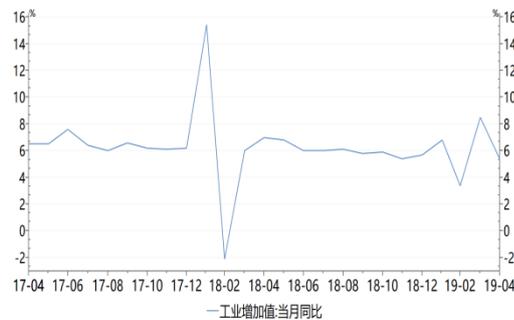
1-4月制造业投资同比增长2.5%，增速回落2.1个百分点。制造业投资增速仍维持下行态势，1-4月增速创历史新低，减税的积极效应在4月未能体现，短期内低迷态势

或难改变。4 月份，规模以上工业企业实现利润总额同比下降 3.7%，3 月份为同比增长 13.9%，企业利润的下降对后期制造业仍形成压制。

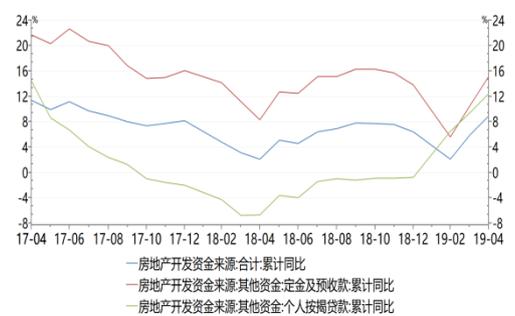
4 月份社会消费品零售总额同比增长 7.2%，低于市场预期和前值。4 月居民消费能力仍然集中在房地产市场，这在很大程度上制约了消费增长。从房地产开发资金来源来看，4 月定金及预付款、个人按揭贷款分别同比增长 15.10%和 12.40%，明显高于房地产整体资金来源增速，比上月扩大 4.6 个百分点和 3 个百分点。4 月家具、家电等地产周期板块在去除春节影响后增速明显回落，石油及制品类、粮油食品、纺织服装等增速均有回落，但汽车类销售增速改善。

4 月出口同比增长 3.1%，大幅低于预期和前值，以美元计出口数据同样低于预期，海外经济整体不景气或是出口下行主要原因。4 月对美国、欧盟和东盟等主要贸易伙伴出口增速均出现了大幅下行，出口重回下行态势。4 月摩根大通制造业 PMI 为 50.3，比上月回落 0.2 个百分点，而美国、欧元区、日本制造业 PMI 分别为 52.8、50.2 和 47.9，比上月回落 2.5 个、上升 1 个和上升 0.4 个百分点。

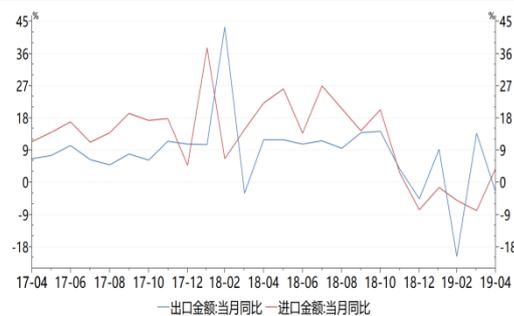
整体来看，4 月份经济增速有所放缓，资金流向地产导致消费增长低迷，而在制造业投资的拖累下投资总体也不及预期。我们认为，周期性行业中除钢铁依然保持强劲外，化工、建材、机械设备等行业增长均有不同程度降温，转型背景下仅靠房地产拉动的经济效益愈发显得无力，后期地产投资仍聚集着较大风险，经济下行压力有所加大，减税效应还未能完全体现。

图 5：工业增加值同比


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：房地产开发资金来源


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 7：进出口当月同比


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：机电产品出口


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 金融支持实体经济的力度有待增强

4月新增社会融资1.36万亿元，比上年同期少4080亿元，低于市场预期。4月社融数据显示信用扩大的幅度有所收窄，无论是新增表外还是新增表内融资同比均有下降。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8733亿元，同比少增2254亿元；表外融资减少1427亿元，同比多减1305.11亿元，主要是新增未贴现银行承兑汇票多减较多，同比多减1810.61亿元。

4月新增人民币贷款10200亿元，同比少增1600亿元，低于市场预期。新增人民币贷款对实体经济支持的力度有所减弱，对非金融公司新增贷款短中长期均有回落，这与上月形成对比。在货币政策回归“松紧适度”的稳健状态时，前期全面降准的刺激作用逐步消退，供给侧改革的力度加强。

4月货币供应依然处于较高位置，但企业生产经营活力有所降低，货币政策微调迹象明显。4月M2同比增长8.5%，比上月回落0.1个百分点，依然处于近期以来次高位置。M1同比增长2.9%，比上月回落1.7个百分点，企业生产活力有所降低。4月是季初缴税期，对货币投放量有一定影响，但同比来看新增人民币存款仍然少增了2746亿元，其中非金融性公司新增存款同比多减了7194亿元，居民新增存款同比少减了6952亿元。

从市场利率来看，市场流动性维持稳健。5月中长期国债收益率曲线均有不同程度下降，但短期利率而言则出现了小幅上涨。从SHIBOR的期限结构来看，5月平均利率有小幅下降，但不甚明显。央行针对县级农商行进行了定向降准，对整体流动性影响较小。

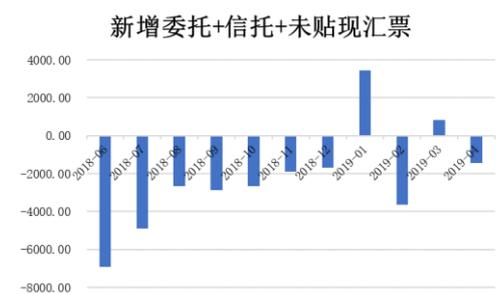
预计未来仍有定向降准的可能，首先经济下行压力加大的背景下，逆周期调控有望加码；其次，中美贸易摩擦升级，市场信心较为脆弱，降准有望提振市场信心。但全面降准的可能性依然不大。

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. 5月PMI重回荣枯线下，需求明显走弱

3.1 主要商品需求均有回落，钢材市场一枝独秀

从上游的情况来看，5月原油价格出现明显下行，而5月动力煤价格相对稳定，铜、铝等有色金属价格均震荡走弱，铁矿石受供给侧影响涨幅较大。

具体来看，5月NYMEX原油呈现震荡走弱行情，虽然伊朗禁令使得海湾地区紧张局势升级，对油价有提振作用，但全球经济增速放缓导致原油需求下降，库存高企，使得油价下行压力较大。

5月煤炭现货价格有所企稳,虽然六大电厂煤耗环比有所上升,但5月以来平均日耗同比仍下滑17.3%,5月电厂煤炭库存走高,六大电厂煤炭库存从4月30日的1540万吨上升至5月27日的1679万吨,近期煤炭价格上升更可能是供给端产能受限的结果。4月开始各地陆续复产但全国产量环比下降1.4%,同比仅增0.1%,表明超能力生产仍受到限制,加上进口煤增量也不大,供给没有明显增长。未来煤炭受高库存和降税双重影响,价格或有下行。

此外,铁矿石供给受限,需求旺盛影响,价格持续上涨。今年初,巴西淡水河谷一处矿山出现溃坝事故,另上周,淡水河谷又宣布GongoSoco一矿坑北部斜坡以每日6-10厘米速度下滑,这使得市场对铁矿供给产生担忧。铁矿石价格上涨对钢厂利润有所侵蚀,关注其价格变化。

从中游来看,4月份粗钢产量同比增长12.7%,需求拉动或对铁矿石价格上涨形成拉动。螺纹钢现货价格仍维持上涨态势,从上海地区的库存情况来看,库存延续4月以来的减少趋势,钢材市场价涨量增的强劲势头,反映了下游地产和基建的强大拉力。但临近5月末期货价格出现下跌,6月钢材市场或有变动。

从发电数据来看,4月发电量同比增长3.8%,增速比上月放缓1.6个百分点,基数提升一定影响,预计后期随着基数继续提升,发电量同比数据仍有放缓可能。环比来看,5月六大发电集团日均耗煤量仍有下降,这将不利于发电量表现。

5月水泥价格指数涨势趋缓,但山东、河南、山西纷纷公布了6月份夏季错峰安排,这对水泥价格上涨形成支撑。此外,5月PTA期货、纸浆期货价格大幅下降,4月挖掘机产量同比增速进一步下降6.9个百分点至20.6%,基本反映了此轮经济回暖结束。

从下游来看,乘联会公布的厂商批发及零售同比均有回落,截止5月17日厂家批发下降26%,厂家零售同比下降12%,汽车去库存仍然任重道远。

1-4月房地产开发投资同比增长11.9%,增速比1-3月提高0.1个百分点,房地产投资的支撑是4月经济平稳增长重要基石。1-4月房屋新开工面积同比增长13.1%,增速比1-3月提高1.2个百分点,施工面积同比增长8.8%,增速提高0.6个百分点。从房地产开发资金来源来看,资金仍然主要来自居民预付款和按揭贷款,居民加杠杆较大。

综合来看,上游原油价格受需求回落影响初现下跌,铁矿石和煤炭价格均有上涨,受供给侧影响较大;中游钢材产量增长也对铁矿石价格上涨起到很大作用,但化工、发电等产品价格均有放缓或下行趋势;下游房地产投资仍是需求增长的主要提供者,制造业投资增长低迷是主要拖累。

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_12236

