

## 经济显现轻微“类滞胀”

——5月经济数据预测

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师) 邢曙光 (联系人) 陈韵阳 (联系人)  
证书编号: 010-83561312 18046221202 证书编号: S0280118040020  
S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn xingshuguang@xsdzq.cn  
证书编号: S0280517070002 证书编号: S0280118060007

### 相关报告

宏观报告: 货币政策微调, 基本面仍有反复——4月经济数据预测

2019-5-5

宏观报告: 猪周期启动, 通胀上行——3月经济数据预测

2019-3-26

宏观报告: 信用扩张短期难改经济下行压力——2月经济数据预测

2019-2-24

### ● 5月经济形势回顾

海外经济“美强欧弱”持续, 中美贸易摩擦再度升温, 市场避险情绪蔓延, 美债收益率下行。欧元区经济仍较为疲软, 英国首相 May 辞职, 英国脱欧前景依旧不明朗。国内经济供需两弱, 中游钢材库存去化速度放缓。公开市场投放力度加大, 资金面改善。资本市场方面, 受中美贸易摩擦升级、经济快速复苏证伪以及货币政策微调等因素影响, 股市迎来休整; 5月债市有所好转, 十年期国债收益率下降至 3.27% 附近; 人民币对美元即期汇率较 4 月末的 6.7366 大幅贬值。

### ● 5月经济数据预测

整体而言, 预计 5 月经济数据依旧偏弱。供给端, 高基数与出口拖累工业生产。需求端, 外需放缓, 出口增速下行; 基建与房地产投资增速上行对冲制造业投资增速下行; 社零增速在假期错位以及低基数的影响下出现跳升。价格方面, 水果价格大涨带动 CPI 增速继续上行; 大宗商品价格下跌, PPI 增速下行。货币政策刺激空间不大, 同时, 中美贸易摩擦再起, 央行继续通过 OMO、MLF 等方式, 维持流动性总量维持合理充裕, 货币信贷数据平稳。

### ● 6月资本市场展望

股市: 休整速度变慢。这一次休整基本完全否定了市场会走快牛的判断。从 A 股的历史经验来看, 如果是主要逻辑没有破坏的休整, 1 个月就能结束, 而如果是逻辑有破坏的休整, 由于市场重新确立逻辑需要时间, 所以一般持续的时间会在 1 个季度左右。这一次休整, 从幅度上来看, 比较充分, 但是时间上可能还不够充分, 所以市场未来一段时间依然处在休整的状态, 只是速度可能会变慢, 甚至不排除震荡式休整。

债市: 通胀关注度上升。首先, 短期经济数据不强可能已经被充分预期; 其次, 货币政策虽然微调, 但央行还是在呵护流动性, 贸易摩擦的路径难以预测, 但正由于这种不确定性存在, 流动性不至于骤然收紧; 再次, 美国、欧元区等主要经济体十年期国债收益率明显下降, 中美利差显著走阔, 从全球角度来看, 中国国债的吸引力相对提升; 最后, 短期债市缺乏明确的方向, 然而通胀易上难下, 是制约利率下行的主要因素之一。

汇率: 关注中美贸易谈判进程。5 月汇率波动受中美贸易摩擦影响较大, 6 月中美贸易谈判进程或将继续影响汇率。去年在阿根廷 G20 峰会上, 中美两国就贸易谈判取得了阶段性成果, 所以市场也会有这样的一个预期是今年 6 月在日本举行的 G20 峰会, 也是一个中美贸易谈判的重要时机。但是从目前的情况来看, 6 月中美贸易谈判达成协议的可能性比较小, 预计人民币贬值压力仍在, 人民币对美元在 6.8-7.0 之间波动。

### ● 风险提示: 货币政策发生转向

## 目 录

1、 5月经济形势回顾.....	3
1.1、 海外经济“美强欧弱”持续.....	3
1.2、 供需两弱，库存去化速度放缓.....	4
1.3、 公开市场投放力度加大，资金面改善.....	5
1.4、 5月资本市场表现回顾.....	6
2、 5月经济数据预测.....	8
2.1、 高基数与出口拖累工业生产.....	8
2.2、 外需弱，出口增速或下滑.....	8
2.3、 CPI增速继续上行，PPI增速下行.....	10
2.4、 货币政策微调，金融数据平稳.....	11
3、 6月资本市场展望.....	11
3.1、 股市：休整速度变慢.....	11
3.2、 债市：通胀关注度上升.....	12
3.3、 汇率：关注中美贸易谈判进程.....	12

## 图表目录

图 1: 美债收益率倒挂 (%).....	3
图 2: 短期内美联储加息降息可能性都不大.....	3
图 3: 钢材社会库存去化速度放缓 (万吨).....	4
图 4: 水泥价格环比增速回落 (%).....	4
图 5: 乘用车零售小幅改善 (%).....	5
图 6: 商品房成交面积增速下滑 (%).....	5
图 7: 逆回购到期与投放 (亿元).....	6
图 8: MLF 到期与投放 (亿元).....	6
图 9: 货币市场利率中枢下降 (%).....	6
图 10: 股市休整.....	7
图 11: 债市上涨 (%).....	7
图 12: 人民币贬值.....	7
图 13: 生产指标走势 (%).....	8
图 14: 资金投入到基建投资增速回升存在时滞 (%).....	9
图 15: 欧美日制造业 PMI 趋于下行 (%).....	9
图 16: 5月社零环比增速降至低位 (%).....	10
图 17: 猪肉、蔬菜、水果价格同比增速走势 (%).....	10
图 18: BPI 环比同步或领先 PPI 环比 1 个月 (%).....	11
图 19: 预计社融增速平稳 (%).....	11
表 1: 2019 年 5 月经济数据预测.....	8

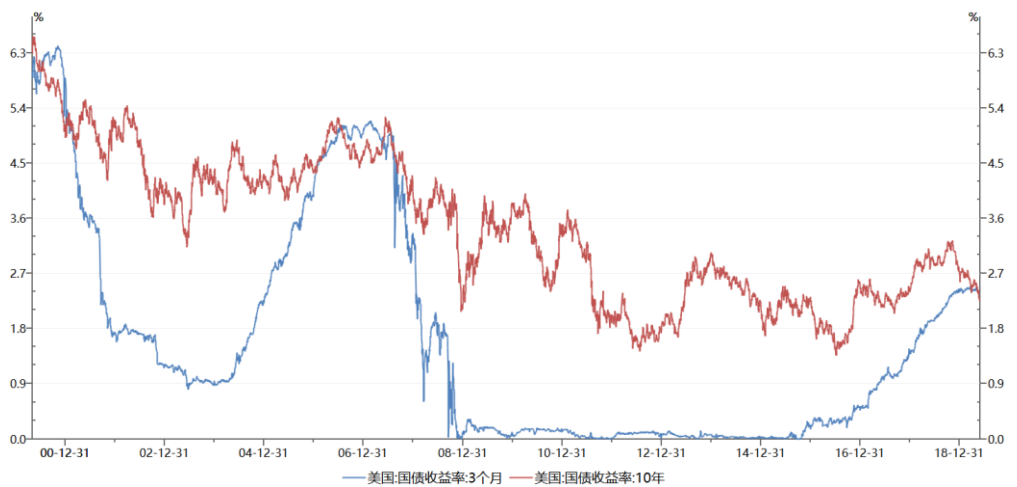
从PMI以及高频数据来看，5月经济依然不强，同时，CPI增速大概率继续上行，经济呈现轻微“类滞胀”。这种环境下，股市继续休整但速度可能变慢，债市短期缺乏明显的方向。

## 1、5月经济形势回顾

### 1.1、海外经济“美强欧弱”持续

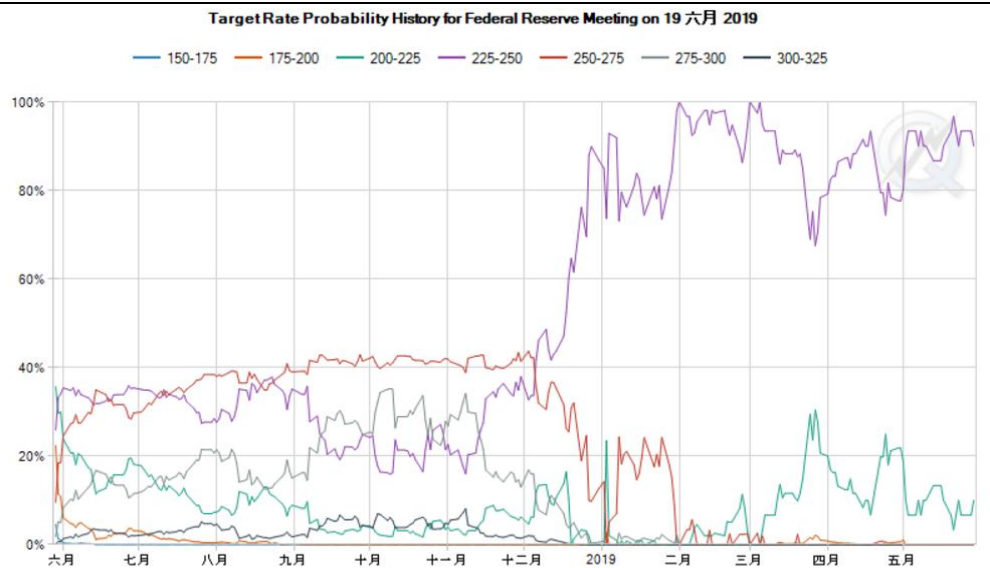
美国劳动力市场依旧强劲，工资平稳增长，通胀温和上涨，但制造业PMI有所下行，房地产市场仍然低迷。美联储继续对加息保持“耐心”，短期内加息降息可能性都不大。此外，中美贸易摩擦再度升温，市场避险情绪蔓延，美债收益率下行。欧元区经济仍较为疲软，英国首相 May 辞职，英国脱欧前景依旧不明朗。

图1：美债收益率倒挂（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：短期内美联储加息降息可能性都不大



资料来源：CME FedWatch Tool，新时代证券研究所

## 1.2、供需两弱，库存去化速度放缓

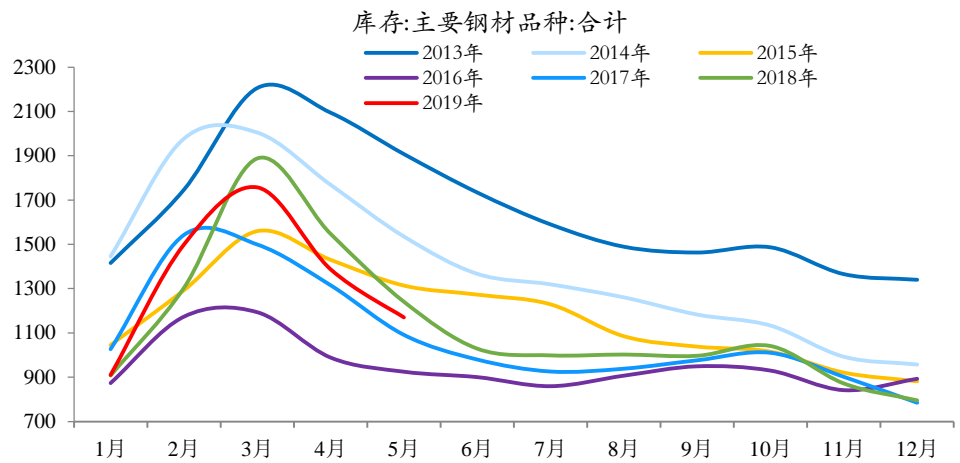
5月工业生产放缓，终端需求分化，整体上供需两弱，库存去化速度放缓。

**生产指标回落。**5月生产指数回落0.4个百分点至51.7%，发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.9%，高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.01%。

**中游钢材库存去化速度放缓。**5月钢材社会库存环比下降15.7%，库存去化速度不及2017-2018年同期，亦不及2019年4月(21.1%)。4月水泥价格环比增速从2.03%下降至0.88%，不及2016-2018年同期，指向需求不强。

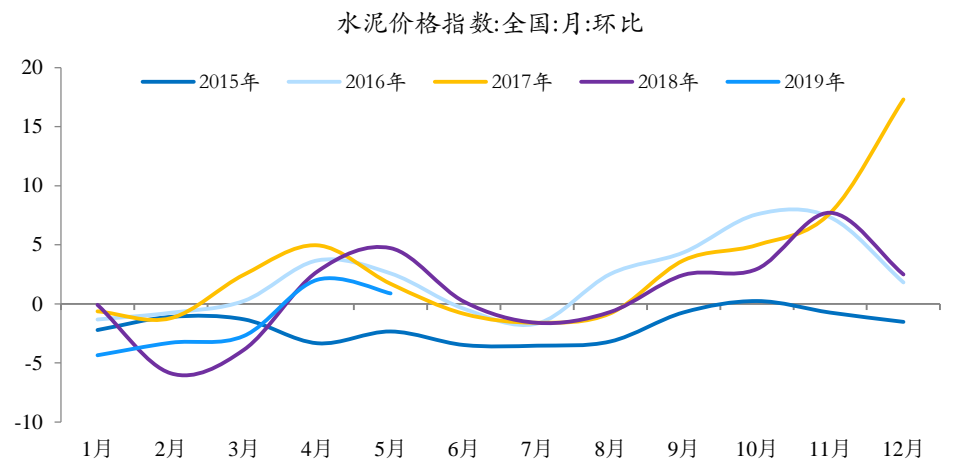
**下游需求分化。**5月前三周乘用车零售同比下降16%，降幅较4月同期(-27%)收窄，汽车消费增速或有所改善。5月30大中城市商品房成交面积同比增速从21.4%回落至13.2%。

图3： 钢材社会库存去化速度放缓（万吨）

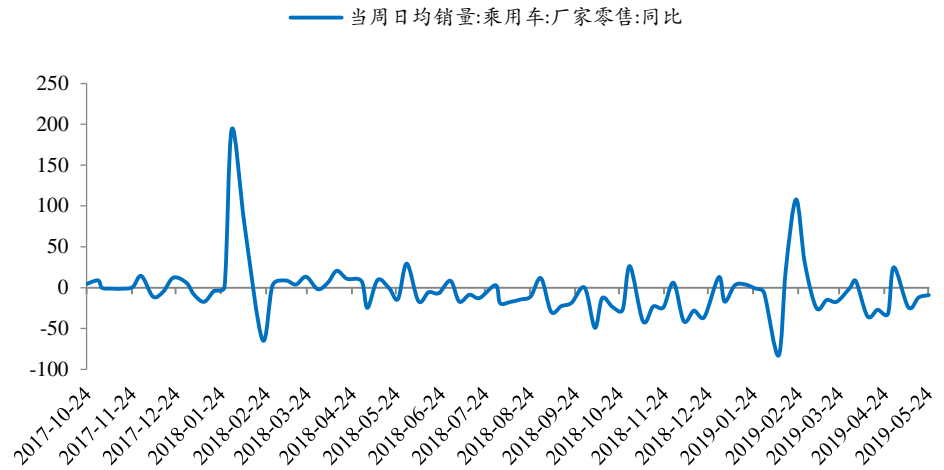


资料来源：Wind，新时代证券研究所

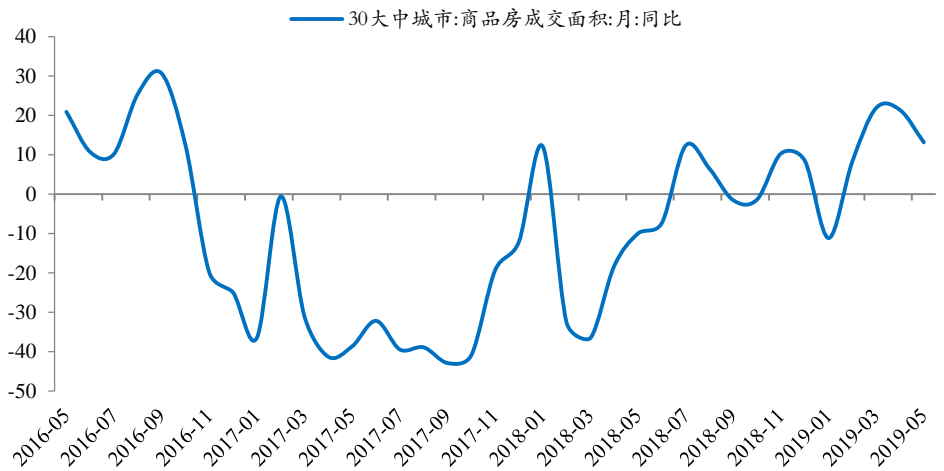
图4： 水泥价格环比增速回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5： 乘用车零售小幅改善 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

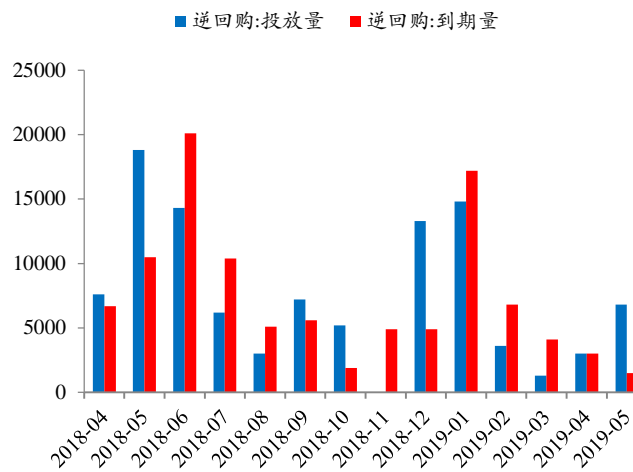
**图6： 商品房成交面积增速下滑 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 1.3、 公开市场投放力度加大，资金面改善

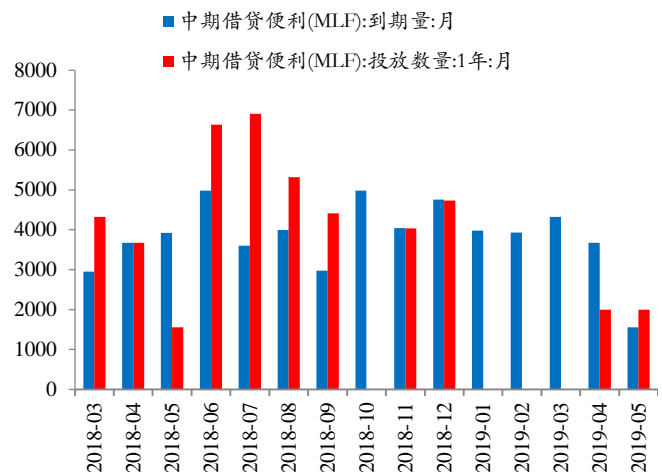
2019年5月，逆回购到期量1500亿元，投放量6800亿元；MLF到期量1560亿元，MLF投放量2000亿元。央行在最后一周明显加大资金投放力度，银行体系流动性总量维持合理充裕，5月合计净投放（含国库现金）6540亿元。5月货币市场利率中枢与波动率较4月下降，DR007均值从2.62%上升至2.57%，DR007标准差从19.4%下降至16.7%。

图7： 逆回购到期与投放（亿元）



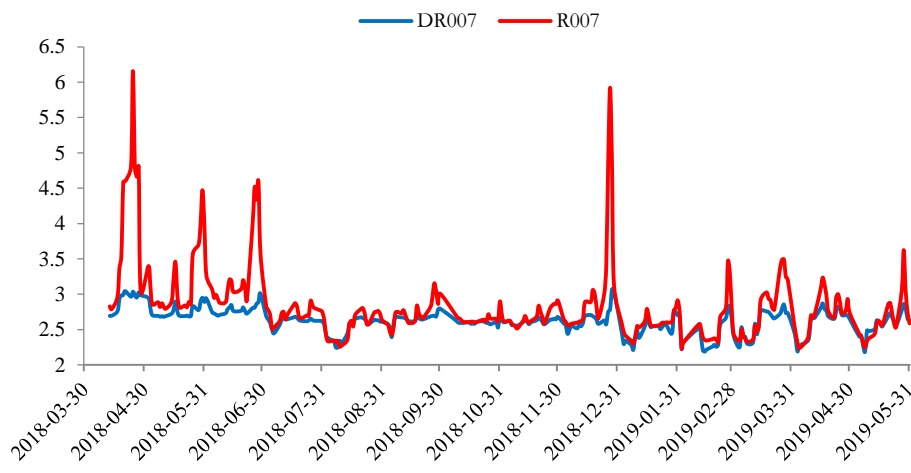
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： MLF 到期与投放（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 货币市场利率中枢下降（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

#### 1.4、5月资本市场表现回顾

**股市休整：**5月，受中美贸易摩擦升级、经济快速复苏证伪以及货币政策微调等因素影响，股市迎来休整，上证下跌5.8%。从风格上看，5月消费板块跌幅较大（-7.3%），金融跌幅较小（-5.3%）。从板块上看，有色金属、农林牧渔、军工等板块表现相对较好，汽车、通信等板块跌幅较大。

**债市上涨：**4月债市大幅回调，5月债市有所好转，十年期国债收益率下降至3.27%附近，原因有三：一是4月经济、金融数据回归常态，PMI和高频数据指向5月经济仍弱；二是中美贸易摩擦再度升级引发避险情绪上升；三是包商银行事件之后，央行通过公开市场等操作呵护流动性。

**人民币汇率贬值：**5月31日人民币对美元即期汇率为6.902，较4月末的6.7366大幅贬值，市场力量是近期人民币快速贬值的主因，用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响，可以发现2019年4月下旬开始的人民币贬值主要受市场力量驱动，在贸易摩擦加剧的期间，这一力量显著增强。

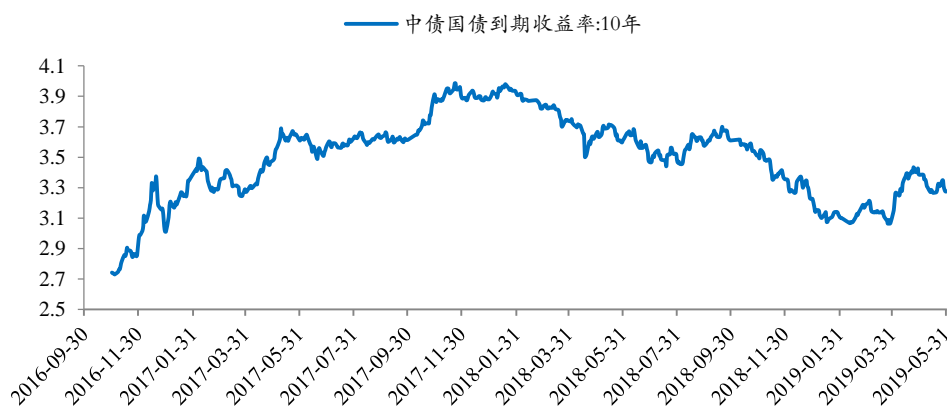
美元指数维持强劲是人民币贬值的次要原因。海外“美强欧弱”，美联储货币政策没有市场预期的那么宽松，美元指数维持强劲。

**图10： 股市休整**



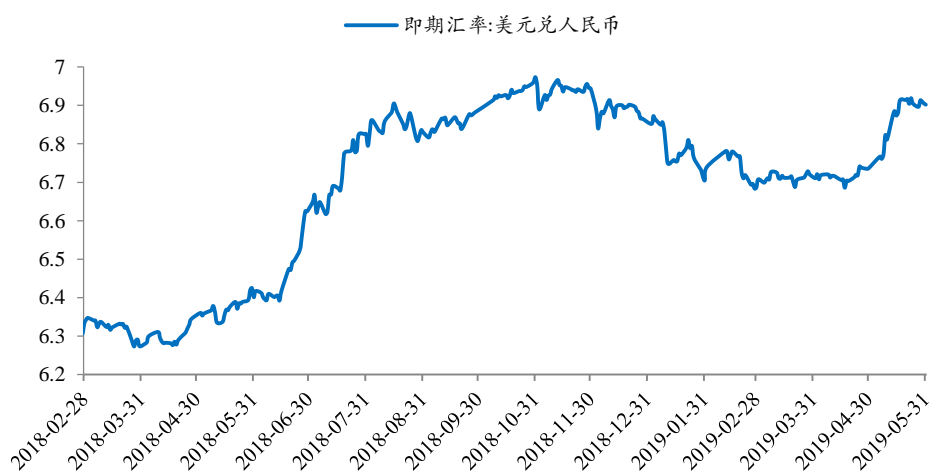
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图11： 债市上涨 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图12： 人民币贬值**



资料来源：Wind，新时代证券研究所



## 2、5月经济数据预测

表1：2019年5月经济数据预测

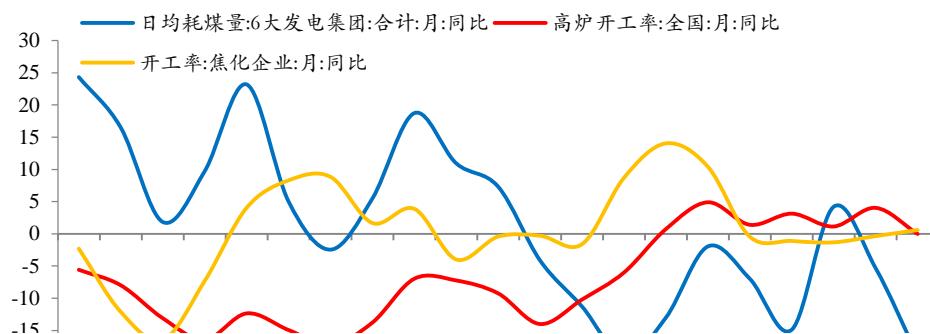
	2018 全年	2019 年 4 月实际值	2019 年 5 月预测值
工业增加值同比 (%)	6.2	5.4	4.8
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	6.1	6.2
社会消费品零售总额同比 (%)	9.0	7.2	9.1
出口同比 (%)	9.9	-2.7	-6
进口同比 (%)	15.8	4	-4.3
CPI 同比 (%)	2.1	2.5	2.7
PPI 同比 (%)	3.5	0.9	0.5
M2 同比 (%)	8.1	8.5	8.5
新增人民币贷款 (万亿元)	16.2	1.02	1.2
新增社会融资规模 (万亿元)	19.3	1.35	1.4

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 2.1、高基数与出口拖累工业生产

**工业增加值同比增速下降：**受高基数等因素影响，发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.9%，高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.01%，上游行业工业生产预计放缓；另外，4月工业企业利润增速下滑，可能会抑制企业生产积极性，5月出口预计仍然负增长，也将拖累制造业生产。5月制造业PMI下降至49.7%，生产指数51.7%，比上月回落0.4个百分点，也在印证这点。

图13：生产指标走势 (%)



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\\_12241](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12241)

