

6月份宏观月报

经济数据走弱，政策转向可期

■ 核心观点

第一，4月份经济数据几乎全面回落，其中存在短期因素的干扰，如央行对信贷投放过快的指导、增值税减税套利、节假日错位影响消费等；但经济内在的下行压力也不容忽视：去年底至今 PMI 波动中枢已多次降至荣枯线以下；消费增速延续 2018 年以来的下行趋势；进出口也从两位数的增速降至 0 附近；制造业投资增速的快速下行也非常显著。

第二，5月高频指标偏弱：景气度指标再度掉落临界值下方，发电建材挖掘机销量数据下滑，房地产销售增速走弱，汽车销售增速保持疲弱，BDI 指数缓和但 CCFI 指标保持疲弱，且 5 月美欧日 PMI 继续下滑。

第三，总体而言，我们认为二季度经济表现将逊于一季度；且当前外部形势也暂未见缓和迹象，进一步对国内经济造成压力。此外，6-7 月基础货币缺口较大，再考虑当前中小银行同业存单刚兑打破后可能带来的流动性压力，央行降准的概率在逐渐上升。

本月市场重点

■ 经济数据走弱，政策转向可期

自 3 月金融、经济数据全面超预期之后，4 月份数据几乎出现了全面的回落，其中社融、M1、M2 增速出现回落，社融和贷款规模也出现了同比下滑；4 月工业增加值增速大幅下滑 3.1 个百分点至 5.4%，社零消费增速 7.2% 创 2003 年以来新低，制造业投资增速也在继续下行；4 月出口增速也再度回落至负区间。4 月份数据的回落存有短期因素的扰动，例如央行对信贷投放过快的指导、增值税 4 月 1 日下调对企业生产节奏的干扰（3 月赶工备货，4 月出现透支）、4 月节假日同比少两天对消费的影响等，但是客观来说，前期显示出来的“经济企稳”也着实并不稳固。这是因为一季度经济企稳存在两大非基本面因素支撑：一是增值税减税套利，二是财政信贷的提前投放，一季度赤字规模超万亿，大大超过历史同期水平。从中长期趋势来看，许多重要指标走势都明显较弱：今年以来制造业 PMI 波动中枢明显下滑且多次处于枯荣线下方；消费增速结束 2016、2017 年的企稳走势，延续 2018 年以来的下行趋势；今年以来进、出口增速的波动中枢也从 20%、10% 左右下降至 0% 左右；制造业投资增速的快速下行趋势也非常显著。

进一步观察 5 月的经济形势，我们认为高频指标的表现也相对偏弱：**①景气度指标再度回落**。3 月开工季推动制造业 PMI 明显攀升之后，4、5 月 PMI 再度连续回落，5 月 PMI 再度掉落至枯荣线以下，且创下历史同期新低。**②发电、建材、挖掘机销量等数据走弱**。5 月 6 大发电集团耗煤增速 -18.9%，较上期的 -5.3% 继续大幅回落；5 月螺纹钢社会库存的去库速度继续放缓，且明显低于去年，预计即将进入累库阶段；5 月水泥价格小幅下滑；4 月挖掘机销量增速从 3 月的 14.3% 继续大幅降至 5.3%。**③房地产销售增速走弱，拿地增速基本持平**。5 月份，30 城商品房成交套数同比增速下滑 4.3 个百分点至 15.6%。5 月百城土地成交面积同比增速从 -6.5% 变为 -5.5%。**④汽车销售保持疲弱**。根据乘联会数据，5 月乘用车批发、零售合计的销量增速从 -10.2% 降至 -23.7%。**⑤BDI 指数回暖，但 CCFI 指标保持疲弱且 5 月美欧日 PMI 继续下滑**。BDI 指标在今年 1、

2月出现显著大幅下滑之后，3、4、5月逐步回暖上行；不过近两个月 CCFI 明显保持疲弱，5月欧、美、日的 PMI 指标也明显走弱。

总体而言，我们认为一季度经济企稳有增值税套利和财政信贷提前投放的支撑，这两个因素在二季度对经济的支撑将减弱，且当前外部形势也暂未见缓和迹象，进一步对国内经济造成压力，所以二季度经济表现可能会逊于一季度。在这样的背景之下，虽然本月央行在货币政策执行报告中口风偏紧（保留“把好货币供给总闸门”的表述，再度强调结构性去杠杆等），但如果未来经济下行压力再度加大，货币政策仍然有重新转向的可能。6-7月基础货币缺口较大，再考虑当前中小银行同业存单刚兑打破后可能带来的流动性压力，央行降准的概率在逐渐上升。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q1	2019-04	2019-05	2019Q2	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.4	-	-	6.3	6.4
工业增加值同比 (%)	6.2	6.2	5.4	5.6	5.5	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	6.3	6.1	5.9	5.7	4.0
名义消费同比 (%)	9.0	8.5	7.2	7.8	7.9	8.0
出口同比 (%)	9.9	1.4	-2.7	-3.0	-3.0	5.0
进口同比 (%)	15.8	-4.8	4.0	3.0	-1.0	8.0
贸易盈余 (亿美元)	3518	763	138	114	771	3053
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	1.8	2.5	2.6	2.5	2.5
PPI 同比 (%)	3.5	0.2	0.9	0.2	-0.1	-1.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.3	8.5	8.6	8.5	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	6.73	6.73	6.90	6.90	6.60

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

央行结构性降准：三档准备金框架日趋完善，民企宽信用政策再加码

事件描述：中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。

点评：人民银行本次对中小银行实行较低存款准备金率，是对国务院常务会议要求建立对中小银行实行较低存款准备金率政策框架的具体落实，目的在于增加小微企业的融资可得性和降低小微企业的融资成本，改善小微企业的融资环境。

央行本次操作传递出如下几个信号：

1) 央行的货币政策逐渐淡化数量型调控，加快向价格型调控转变。本次结构性降准释放的资金有限，并非是为了缓解最近的资金价格上涨，其目的在于鼓励中小银行对小微企业的信贷支持，改善小微企业的融资环境；2) 改善民营企业的融资环境仍是货币政策的重点。深耕于本地的中小银行具有位置和信息优势，对本土小微企业更加熟悉，有助于减少

信贷投放过程中的信息不对称。结构性降准在改善民营企业融资环境的同时，也有助于防止全面降准带来的流动性大量流入房地产和基建领域，防控债务风险；3）三档存款准备金框架日趋完善。采取差异化的存款准备金制度，有助于更好地发展中小银行，填补大型金融机构无法或无力顾及的市场，从而改善间接融资供给不均衡的问题，这也是金融供给侧结构性改革的重要内容；4）关注中小银行的潜在不良率可能会上升。在改善民营企业融资环境的同时，也应该放开服务业对民营资本的管制，提高民营资本的回报率，激发民营企业的投资热情，也有助于提高中小银行的资产质量。

■ 稳就业重要性上升

事件描述：5月22日，国务院办公厅发布《关于成立国务院就业工作领导小组的通知》，提出为进一步加强就业工作的组织领导和统筹协调，凝聚就业工作合力，更好实施就业优先政策，国务院决定成立国务院就业工作领导小组。

点评：2019年初的政府工作报告首次将“就业优先政策”置于宏观政策层面，去年政治局会议将“稳就业”排在“六稳”的首位。此次国务院成立就业领导小组，发改委就业司召开稳就业座谈会，进一步显示政策当局对于就业问题的重视。政府对就业政策的重视明显升温，我们认为可能是出自如下原因：

1）经济结构转型可能会加剧结构性失业。中国的经济结构逐渐由重资本和劳动密集型转向轻资产和人力资本密集型，这在增加高端技术人才就业机会的同时也在大幅缩减低端劳动力的就业机会，加剧结构性失业。而且，稳增长与稳就业的对等关系可能也不再成立，稳就业的重要性上升；2）当前经济确实存在周期性失业压力。反映就业状况的指标可分为三类：就业人数变动指标、失业率指标与人均薪资指标。这三类指标都显示2019年就业状况边际转弱，显示就业压力有所增大；3）外部环境不确定性的增加可能会加大就业压力。PMI从业人员指数与PMI新出口订单指数具有较强的相关性，反应了制造业尤其是民营制造业行业的就业状况。2019年，受全球主要经济体经济增长同步回落的影响，我国的出口增速难以乐观。近期外贸环境不确定的增加，会进一步影响我国的出口增速，从而加剧对就业的负面影响。

■ 央行联合银保监会接管包商银行

事件描述：5月24日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布公告称，鉴于包商银行股份有限公司出现严重信用风险，依照《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》和《中华人民共和国商业银行法》有关规定，决定自2019年5月24日起对包商银行实行接管，接管期限一年，至2020年5月23日止，由中国建设银行实施托管。

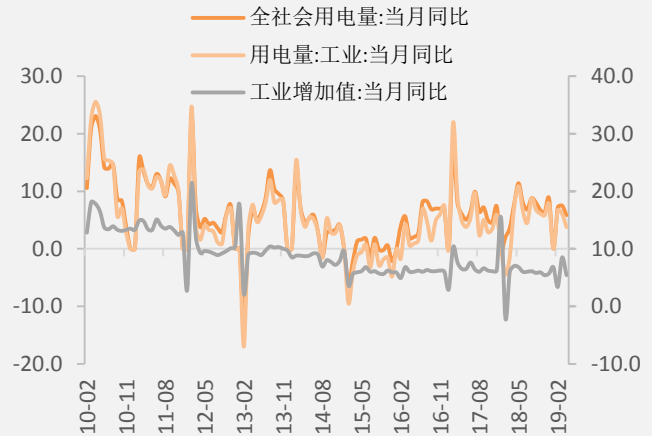
点评：自今年“两会”期间，央行、银保监会代表委员频频吹风高风险金融机构处置，继安邦保险之后，监管层又一次出手接管包商银行，反映监管层在防范系统性金融风险、供给侧结构性改革的坚定决心。5月24日及26日，央行、银保监会两次就接管包商银行问题答记者问，回答透露出如下几个信息：1）接管原因是包商银行出现严重信用风险，央行及银保监会出于保护存款人和其他客户合法权益的考虑出手实施接管。2）由建设银行托管，目的是发挥建行经营管理稳健优势，保障包商银行各项业务正常运营。3）接管之后，个人储蓄存款、个人理财业务、银行卡业务、对公存款、同业负债及接管后新增存款和其他负债不受任何影响，其发起设立的村镇银行正常经营，央行和银保监会通过提供流动性支持确保支付系统运作通畅。本次接管是在银行业整体风险较高的背景下发生的，一定程度反映出当前中小银行面临的流动性困境，未来一段时间可能会有更多风险案例暴露，金融同业业务格局面临调整。短期市场影响来看，对银行板块和金融市场的冲击不可避免，但由于存款保险制度和政策担保，存款方发生损失的概率较低。长期来看，本次监管事件监管层格外注重稳定金融市场舆论和各方利益主体市场情绪，是对稳妥处置高风险金融机构、打破同业刚兑的探索尝试。

月度经济数据预测

■ 工业：预计 5 月工业增加值增速 5.6%。

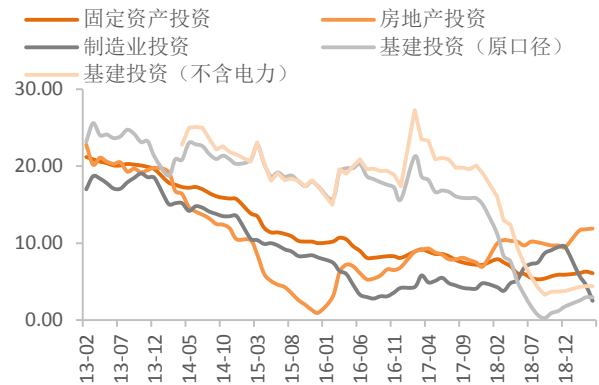
2019 年 5 月份制造业 PMI 为 49.4%，3 月开工季推动制造业 PMI 大幅攀升之后，4、5 月 PMI 连续回落。客观来看，制造业景气度相对较弱，生产、新订单分项指标分别下滑 0.4 和 1.6 个百分点，生产、需求、进口、出口分项指标均回落，下行趋势显著。

另外，6 大集团发电耗煤增速继续下降；汽车销量增速走低；挖掘机销量增速继续回落；钢材去库速度进一步放缓；水泥价格环比小幅下滑。总体而言，预计 5 月工业增加值 5.6%，继续保持弱势。



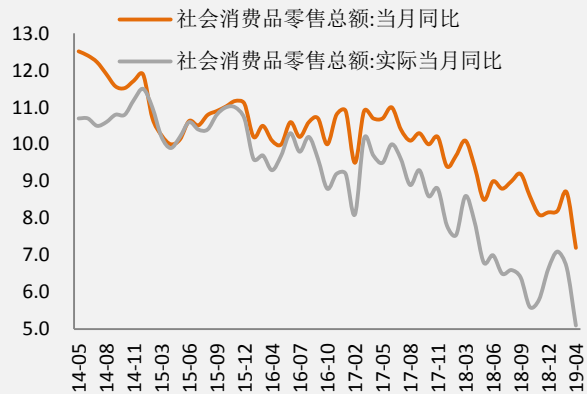
■ 投资：预计 5 月固定资产投资增速 5.9%

土地购置费方面仍会对后续房地产投资增速带来下行压力。地方债务问题始终将为基建投资领域带来隐忧和压制，目前基建投资上行动能减弱。制造业投资快速下行，从 PMI 的情况来看，预计仍将保持弱势。展望来看，预计 5 月投资增速小幅降至 5.9%。



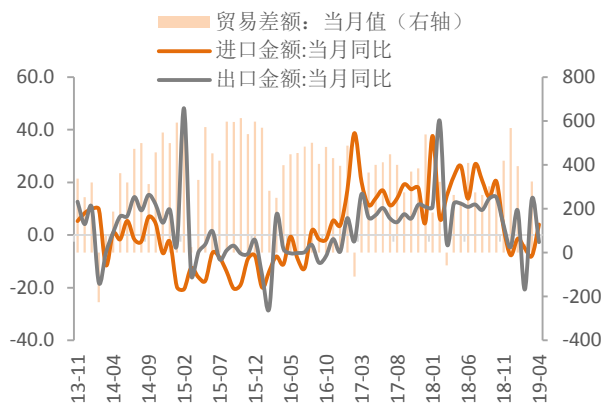
■ 消费：预计 5 月社零消费增速 7.8%

4 月社零消费增速大幅下滑 1.5 个百分点，创 2003 年 5 月以来新低，统计局表示，今年 4 月的节假日比去年同期少 2 天是社零消费增速大幅下滑的主要原因。短期来看，节假日错位效应可能对 5 月社零消费增速带来提振，预计 5 月消费增速升至 7.8%，但未来消费增速可能仍将保持去年开始的下行趋势。



■ 外贸:预计 5 月出口增速-3.0%,进口增速 3.0%。

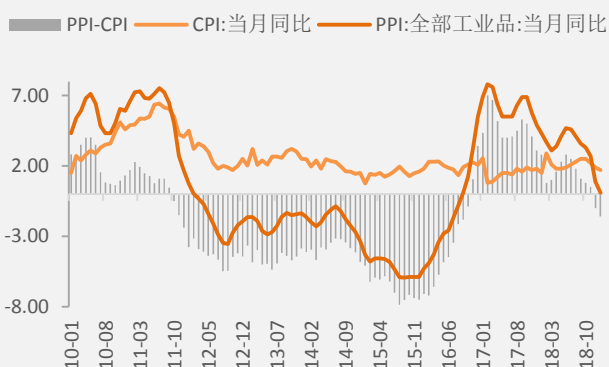
5 月份 PMI 进、出口指标分别下滑 2.6 和 2.7 个百分点至 47.1%和 46.5%。BDI 指标虽有回暖但是 CCFI 继续保持弱势,5 月欧、美、日的 PMI 也出现下行。另外 5 月美国加征关税可能也会对出口增速带来压力。预计 5 月出口增速回落至-3.0%,进口增速降至 3.0%。



■ 通胀: 预计 5 月 CPI 同比 2.6%, PPI 同比 0.2%

5 月, 商务部食用农产品价格指数同比增速由 5.1%升至 7.7%, 农业部农产品批发价格指数同比增速由 11.4%上升至 13.3%。5 月 22 省市猪肉价格继续上升, 环比 2.6%, 同比升至 50.0%。5 月布伦特油价环比 0.2%, 同比降至 -7.3%。最终预计 CPI 同比小幅升至 2.6%。

5 月, PMI 主要原材料购进价格指数下滑 1.3 个百分点至 51.8%, PMI 出厂价格指数大幅下滑 3.0 个百分点。预计 5 月 PPI 同比增速降至 0.2%。



图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标	上月值 (2019.04)	当月预测 (2019.05)	下月趋势 (2019.06)
6 大发电日均耗煤量同比	-5.32%	-18.90%	↓
发电量同比 (规上口径)	3.80%	3.80%	↓
高炉开工率	70.58%	71.69%	↑
工业 粗钢产量同比	5.57%	5.57%	↓
水泥价格同比	8.92%	3.97%	↓
工业增加值同比	5.40%	5.60%	↑

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_12251



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>