



经济整体运行平稳，外部干扰成波动主因

——蔡含篇

预测报告

B0005-20190528

	上年值	上年同期值	上期值	May-19 预测
经济增长				
GDP 当季同比	6.6	6.8	6.4	——
工业增加值同比	6.2	6.8	5.4	5.0
固定资产投资 累计同比	5.9	6.1	6.1	6.0
社会消费品零 售额同比	9.0	8.5	7.2	6.9
出口同比	9.9	11.9	-2.7	-3.0
进口同比	15.8	26.2	4.0	0.6
贸易差额 (亿美元)	3518	234.2	138.3	300
通货膨胀				
CPI 同比	2.1	1.8	2.5	2.6
PPI 同比	3.5	4.1	0.9	0.7
货币信贷				
新增人民币贷款 (亿元)	161700	11500	10200	11700
M2 同比	8.1	8.3	8.5	8.3

要点

- 货币政策注重微调，通胀风险走弱
- 外部环境扰动，工业生产活动趋弱
- 贸易摩擦叠加基数效应，本月需求或呈收缩
- 定向降准支持小微企业融资，货币政策注重预
调微调、适度增长
- 6 月人民币汇率在 6.95~6.70 区间宽幅震荡

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

课题负责人：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈 阳

孔 帅

邵宇佳

许琴芳

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告



货币政策注重微调，通胀风险走弱

5 月份，最大的变数莫过于中美关系的突变。面对突如其来的外部干扰，虽然短期内经济可能存在波动，但当前经济整体运行平稳。

央行发布的一季度货币政策执行报告重提“把好货币供给总闸门”，“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。”可见，未来货币政策操作更加注重以适度增长支持高质量发展，同时也抑制了通胀率大幅上涨的风险。2019 年 4 月份，新增人民币贷款 1.02 万亿元，环比少增 6700 亿元，同比少增 1615 亿元；M2 同比增长 8.5%，较 3 月份下降 0.1 个百分点。价格方面，虽然 4 月份 CPI 同比增速较 3 月份上涨 0.2 个百分点，但涨幅远低于前月的 0.8 个百分点。货币政策注重微调，在自然走势下，通胀率上扬的风险走弱。

外部环境扰动，工业生产活动趋弱

预计 5 月份工业增加值同比增长 5.0%。其一，从工业生产内生动力来看，今年 4 月制造业 PMI 回落 0.4 个百分点至 50.1%，但仍维持在荣枯线以上，制造业继续保持一定的扩张趋势。与此同时，4 月规模以上工业企业利润同比下降 3.7%，较上期显著降低 17.6 个百分点。可见，在当前稳增长政策下，国内工业生产内生动力自上月出现企稳回升迹象后稍有回落。其二，从工业增加值分项看，随着社保减费政策在本月落地，以及基建投资和房地产投资的持续发力，三大分项的增加值将得到进一步扩张。其三，从高频数据来看，截止至 5 月 27 日，6 大发电集团日均耗煤量同比增速下降 8.23 个百分点，全国平均高炉开工率均值为 69.89%，同比升 0.64 个百分点。其四，由于本月突如其来的中美贸易摩擦进一步升级，工业生产因此受到重大波及，扰乱了企业生产预期，工业增加值预计受到较大的不利影响。

贸易摩擦叠加基数效应，本月需求或呈收缩

预计 1-5 月份全国固定资产投资同比增长 6.0%，较前月下滑 0.1 个百分点。一方面，调结构、去产能的主线没有改变，传统高耗能产业投资增速继续低位运行；另一方面，近期数据显示，基建存在上涨的迹象，在基建投资增速上涨的带动下，投资增速应该不会出现大幅下滑。

预计 5 月份社会消费品零售总额同比增长 6.9%，较前月下滑 0.3 个百分点。影响因素有两点：其一，6 月份电商年中庆典，必将推出各种打折促销活动，影响了消费者预期，挤占 5 月份的消费份额；其二，“调结构，促消费”的政策，对消费额增速的上涨起到刺激作用。



预计 5 月份出口额同比增速、进口额同比增速、贸易差额分别为-3.5%、0.6%、300 亿美元。出口方面，在拉升因素方面，人民币贬值效应支撑出口。美元兑人民币中间价从 2019 年 4 月 30 日的 6.7286 贬值到 2019 年 5 月 27 日的 6.8924，贬值幅度达到 2.4%。在压低因素方面，第一，中美贸易摩擦对中国出口的负面影响大幅上升。美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高到 25%，将对中国出口造成较大冲击。第二，全球经济下行压力仍存，制约出口持续回升。年初以来主要央行和 IMF 等机构均下调近两年的经济增长预期，摩根大通全球制造业 PMI 指数也持续下滑，4 月份仅为 50.3%，为 2016 年 5 月以来最低值。同时，主要发达经济体制造业 PMI 也延续下行趋势。第三，从 2018 年二季度开始有一轮显著的“抢出口”效应，导致 2018 年出现较高基数，高基数效应将制约 2019 年二季度以后的出口增长。2018 年 5 月份，出口同比增速为 11.9%，为 2018 年全年较高水平。

进口方面，在拉升因素方面，第一，经济韧性较强，内需稳定，支撑进口增长。在压低因素方面，第一，中美贸易摩擦再生变数，影响进口。第二，高基数效应制约进口增长。2018 年 5 月进口同比增速为 26.9%，为全年次高水平。第三，大宗商品价格回落抑制进口增长。2019 年 4 月 24 日 CRB 现货综合指数同比下降 6.8%，降幅持续扩大。

受非洲猪瘟及水果减产影响，CPI 增速小幅上涨

预计 5 月份 CPI、PPI 分别同比增长 2.6%、0.7%，通胀率小幅上涨。居民消费价格方面，受非洲猪瘟及 2018 年秋季水果减产影响，当前猪肉、水果价格相对较高，成为拉高 CPI 增速的主要因素。受食品周期特点的影响，预计猪肉、水果价格高涨问题很快会得到缓解。工业品价格方面，受基数效应及调结构影响，预计本月 PPI 增速或将小幅下滑。

定向降准支持小微企业融资，货币政策注重预调微调、适度增长

预计 4 月新增人民币贷款 11700 亿元，环比多增 1500 亿元，同比多增约 200 亿元。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。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。预计随着定向降准的实施，民营和小微企业融资成本有所降低，新增人民币贷款环比上升。

预计 4 月末 M2 同比增速为 8.3%，较上月下降 0.2 个百分点。拉升因素方面，本月信贷的同比增加对 M2 同比增速有一定的拉升作用，增值税减税的落实可能导致本月新增财政存款有所减少。但从 5 月份的高频数据来看，5 月工业生产继续放缓，实体经济融资需求可



能有所下降。央行发布的一季度货币政策执行报告重提“把好货币供给总闸门”，“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。”可见未来货币政策操作更加注重以适度增长支持高质量发展。

预计 6 月人民币汇率在 6.95~6.70 区间宽幅震荡

5 月人民币汇率因中美贸易摩擦的进一步升级而出现大幅贬值，离岸汇率最高跌破 6.95。自 5 月 5 日特朗普宣布对中国 2000 亿美元进口商品加征 25%关税开始，人民币汇率便进入快速贬值趋势，一周内跌幅超过 1000 点。之后随着美方加征关税的落地，人民币汇率再一次快速贬值，一周之内跌幅再度超过 1000 点，导致人民币汇率最高跌破 6.95。随后央行高层两次喊话示意稳汇率决心，同时叠加央行随即发行离岸央票，人民币汇率止跌趋稳。因此，从当前形势来看，本轮的中美贸易摩擦升级对汇率的贬值压力暂时减弱，但未来贸易摩擦是否会继续升级需重点关注。此外，国内宏观经济数据有回落迹象，亦令人民币承压，同时考虑央行稳汇率的意图，预计 6 月人民币汇率存在贬值压力，中美贸易摩擦若进一步升级人民币恐将面临破“7”压力，但短期内央行有能力维稳汇率。

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_12295

