

## 生产需求双回落，货币政策等待更明确信号

### 宏观经济 5 月动态报告

#### 核心内容：

##### 1、发达国家和发展中国家经济回暖

美国经济正处于高增长低通胀的黄金组合，但 2 季度 GDP 仍然回落，美联储政策暂时不变。欧洲出现缓慢复苏，但复苏并不稳定。发展中国家回暖，但其短暂回暖源于中国和美国，中国经济走弱后会影响到发展中国家，进而影响发达国家经济景气度。

##### 2、中国生产端和需求端均下滑，房地产及相关产业一枝独秀

先行指标回落，PMI 新订单表现尚可，经济回落速度不会过快，5 月份预计 PMI 小幅上行。除房地产相关指标外，其他先行指标下滑。

生产端回落，回落幅度超过往年，生产端中上游行业生产较为旺盛，尤其是黑色行业的热度较高，中下游行业仍然处于下滑阶段。大企业生产下滑速度快，容易扩散到中小企业。工业生产在 2 季度保持稳定，预计在 5.9% 左右。

需求方面，居民需求和外部需求走低，政府需求仍有支撑，居民需求预计年年维持在 8% 附近，出口增速回落至 -7% 左右。房地产表现仍然较为亮眼，在 2 季度仍然是 10% 以上的增速。

##### 3、信贷回落，商行扩表速度平稳

信用周期引领经济，新增社会融资增速和新增信贷增速回落，商业银行扩表速度 4 月份平稳。信贷增长暂有停滞在 8%-9% 左右，自主投资下滑、自主消费疲软的状态下，信贷仍然是经济发展的依托。

##### 4、经济走弱，通胀和贸易摩擦决定未来货币政策

央行对货币刺激的态度一直较为暧昧，4 月份央行对市场较为谨慎，5 月施行“小降准”，仍然是缓慢的货币刺激。中美贸易摩擦升级，央行仍在观察，预计 2 季度 GDP 回落至 6.3%，如果回落速度加快，央行降准可能提前到 2 季度。通胀是另一制约货币政策的指标，通胀 4 季度到达高点，年末接近 3%，1 季度货币政策报告中央行提到会观察通胀。

##### 5、政策上重提“六稳”

库存周期走到低位，设备周期处于下滑，经济回落仍然是一个缓慢的过程。贸易摩擦加剧对经济带来影响，国务院重提“六稳”，稳增长重新回到首位。各省陆续发布新的基建规划，用基建项目来对冲其他部门的下滑是我国经济调整的成熟做法，而此种做法的制约是通胀和地方债务。

##### 6、未来政策、经济推演

除经济自身周期外，未来一段时间最重要的可能就是中美摩擦。如果中美摩

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com

执业证书编号：S013051107000403

#### 特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

擦烈度可控，经济下滑较为平缓，政策方面平稳，央行仍然保持有限施压，中小银行风险慢慢暴露。如果摩擦长期化，货币政策放开，降准和政策监管放松来托底经济。2 季度可能会迎来降准和新一轮基建刺激来托底 3、4 季度经济增长。预计 2 季度经济小幅下滑 0.1%至 6.3%，而 3、4 季度由于基建托底保持在 6.2%左右，全年经济维持 6.3%左右的判断。

经济有自身规律，贸易摩擦带来的产业转移等需要我国调整自身经济结构应对，即需要推出解放束缚经济的生产关系和生产力。市场化改革是应对经济下滑的最重要手段。增加杠杆来拉动经济仍然可行，但资产回报率低和通胀是债务不可永远持续的原因，基建拉动仍然是为我国经济争取时间，而不是解决经济问题的方法。

**主要风险：中美摩擦的风险、CPI 超预期的风险、货币政策过于谨慎的风险**

## 目录

一、中国经济回落，通胀和贸易摩擦决定货币政策 .....	3
二、国际经济观察 .....	4
(一) 发达经济体回升 .....	4
1、美国：高增长低通胀 .....	4
2、欧元区：维持低速增长 .....	6
(二) 发展中国家经济有回暖态势 .....	7
1、韩国得益于中国需求回暖 .....	7
2、巴西经济缓慢复苏 .....	8
3、澳大利亚经济回落 .....	9
三、国内经济回落 .....	10
(一) 先行指标回落 .....	10
1、4 月份 PMI 再次走弱 .....	10
2、房地产相关指标强势，其他指标回落 .....	12
(二) 生产端回落：上游好于中下游 .....	14
1、小企业生产快速下滑 .....	14
2、上游产品产量增速高过中下游 .....	16
(三) 需求端：外部和居民回落，政府需求平稳 .....	17
1、消费：仍然等待刺激政策 .....	17
2、投资：制造业投资单月负增长 .....	19
3、进出口：出口走弱，进口依靠价格上行 .....	21
(四) 通胀：预计 CPI 走高 PPI 回落 .....	23

1、CPI：猪油共振担忧减弱，年末迎高点.....	23
2、PPI：下半年跌回负值.....	24
(五) 工业利润：上半年可能回正下半年反复.....	25
四、金融：社融信贷双回落.....	27
五、未来经济走势和政策判断.....	29
六、国内外主要风险.....	30

## 一、中国经济回落，通胀和贸易摩擦决定货币政策

美国经济仍然较好，欧洲有所回暖，但基础并不牢固。发展中国家表现也向好，但如果贸易冲突继续，中国经济回落，会影响发展中国家经济景气度，继而影响发达国家。

经过 1 季度的大幅增长，4 月份经济指标回踩，个别指标回踩力度较大。4 月份我国生产端和需求端同时回落，生产端中上游行业生产较为旺盛，尤其是黑色行业的热度较高，中下游行业仍然处于下滑阶段。需求端回落，居民需求和外需同时回落，政府需求保持平稳。央行操作仍然较为平稳，5 月份推出了“小降准”，但整体操作并未放松，1 季度货币政策报告中提示注意通胀变化。

我国经济回落可能仍然是一个缓慢的过程，在此期间央行并未出现大幅放松的态势。贸易摩擦加剧，国务院重提“六稳”，稳经济重新回到首位，各省陆续发布新的基建规划。用基建项目来对冲其他部门下

滑是我国经济调整的成熟做法，而此种做法的制约是通胀和地方债务。如果我国经济回落速度加快，那么货币政策会相应配合。未来制约货币政策的通胀大概率走高，4 季度货币政策会有压力。

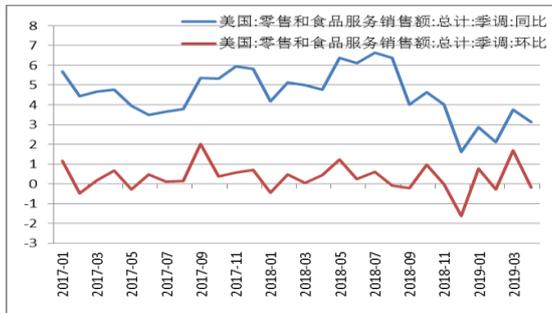
## 二、国际经济观察

### (一) 发达经济体回升

#### 1、美国：高增长低通胀

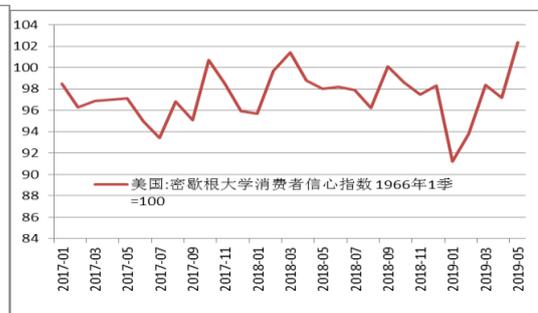
美国消费仍然强劲，通胀依然温和，但 PMI 指数连续下跌，加上贸易逆差再次扩大，预计二季度增速会放缓至 2% 左右。美国 GDP、就业和通胀表现良好，美国经济正处于历史上罕见的高增长低通胀低失业率组合期。美联储可能继续维持政策利率不变。

图 1：美国外贸增速下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：消费者信心指数持续上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

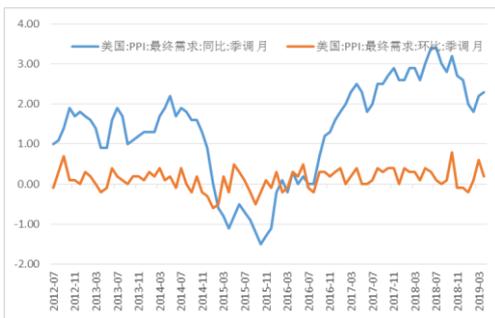
4 月份零售环比下降 0.2%，这是美国零售额在 3 个月内的第二次下降。但同比大幅上升 3.1%。美国 4 月零售数据的下滑并不意外，因为 3 月的零售总额为 2017 年 9 月以来的最大单月涨幅的 1.7%。3 月过高的零售增速后，4 月出现微幅调整实属正常。在 13 个主要零售类别中有 7 个类别下降，汽车和建材降幅尤为明显。4 月美国汽车销售环比下滑 6.1%，创 2011 年 5 月以来最大月度跌幅，同比下跌 4.3%，

跌幅为 8 年来最大。美国 4 月汽车销售数据疲软或对当月全美零售数据造成影响，毕竟 3 月美国零售数据大涨就是受汽车和天然气的强劲销售数据所推动。

美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值为 102.4，高于前值 97.2 和预期 97.5，升至 15 年以来新高。反映消费者自身财务状况的 5 月消费者现况指数初值为 112.4，预期 112.2，前值 112.3。反映消费者对未来一年状况评估的 5 月消费者预期指数初值为 96，预期 86.8，前值 87.4。均继续上升。随着经济增速升至 2014 年以来最佳水平，失业率创 50 年来的最低，薪资加速增长，消费者对整体经济前的看法好转许多。消费信心指数创 15 年来的最高水平，表明美国消费需求仍强劲，消费占美国经济总量的约 7 成，内需稳定会拉动美国经济二季度继续增长。

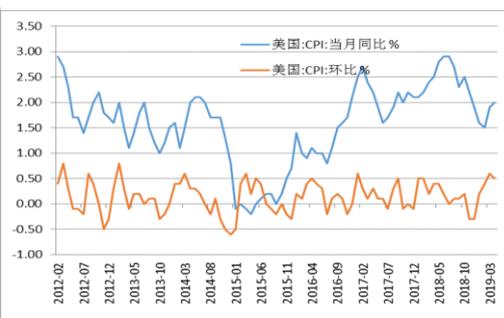
美国 4 月末季调 CPI 年率仅为 2%，不及预期的 2.1%，但好于前值的 1.9%；而 4 月末季调核心 CPI 年率为 2.1%，与预期相符，高于前值的 2%。受汽油、租金和医疗成本上涨的推动，4 月 CPI 环比增 0.3%。剔除食品和能源的 CPI 微增 0.1%，因服装价格连续第二个月出现下跌。核心 CPI 已经连续 3 个月保持同样的微幅增长。4 月份 PPI 环比增长 0.2%，也低于预期，3 月份 PPI 增长 0.6%。4 月 PPI 核心同比上升 2.4%，是去年 5 月以来的最低涨幅。

图 3：美国 PPI 上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：CPI 小幅下滑（%）

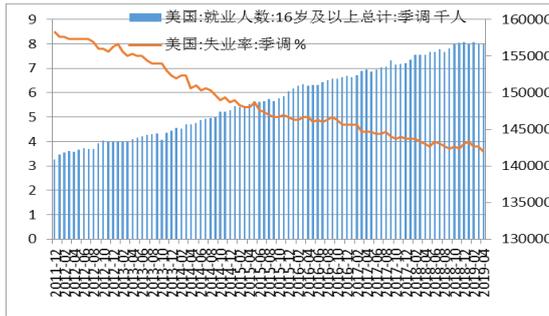


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

美国季调后初请失业金人数较上周减少 1.6 万人至 21.2 万人，初请失业金人数四周移动平均值上涨了 4750 至 22.5 万人。续请失业金人数减少了 28,000 人至 166 万人，续请失业金人数四周移动平均数

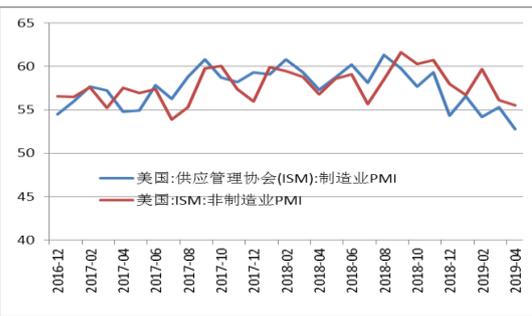
增加了 1,500 至 167 万。初请失业金人数仍处于低位表明，美国就业市场根基仍然稳固，就业市场有望继续推动薪资增长。

图 5：失业率持续下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：美国 PMI 增速回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 2、欧元区：维持低速增长

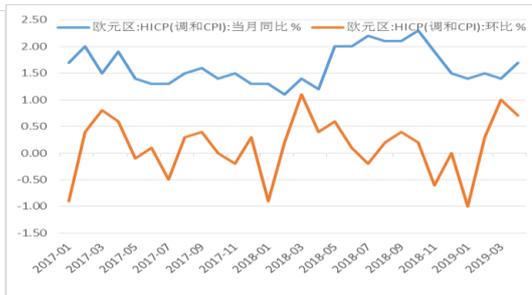
欧元区经济维持低速增长，通胀有所回升，尽管受到贸易冲突影响，出口有所下滑，但区内消费稳定，零售好于预期；PMI 指数回升、投资者信心指数连续 3 个月上升，资本支出开始反弹，预计年内经济稳定增长。

图 7：欧元区 GDP 平稳（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：欧元区 CPI 小幅回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

欧元区方面，周三欧盟公布的修正后的一季度 GDP 环比增长 0.4%，同比增长 1.2%，与初值一致并符合预期。同时，欧盟 28 国 GDP 环比增长 0.5%，同比增长 1.5%，也符合预期。一季度欧元区经济

的小幅回升，主要是德国经济反弹，及意大利结束连续两个季度的衰退，同时，法国经济维持低速增长的影响。

欧盟统计局发布的 2019 年 4 月的欧元区 CPI 同比为 1.7%，高于 2019 年 3 月的 1.4%。去年同期的通胀率为 1.2%。4 月 CPI 主要受到服务业、能源和食品、酒精烟草的拉动。欧元区 4 月 CPI 月率为 0.7%，低于前值的 1%，符合预期。扣除能源与食品后的 CPI 仍高于预期，表明欧元区内需逐步恢复，通缩压力缓解。

## **(二) 发展中国家经济有回暖态势**

发展中国家经济体运行各有不同，4 月份都显示出了积极信号。我们选取了韩国、巴西和澳大利亚作为观察对象。韩国是环太平洋生产国中重要的链条，韩国出口是我们重点跟踪的数据，韩国 4 月份制造业 PMI 回升至 50% 之上，工业生产也有所恢复，出口仍然处于负增长，但下滑幅度继续收窄。我们认为韩国的小幅回升得益于中国需求回暖，但中美贸易摩擦升级可能对韩国未来经济造成打击。

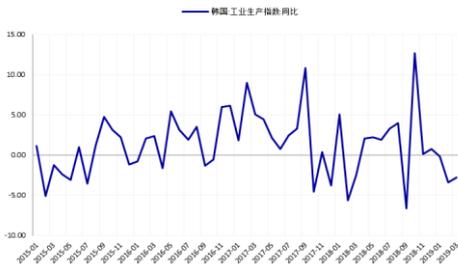
巴西和澳大利亚作为原材料出口国，同样与中国经济紧密联系。巴西经济继续回升，澳大利亚经济有所回落。出口方面，巴西出口回升，澳大利亚出口回落，铁矿石的出口此消彼长，但对铁矿石的需求仍然较强可能会支撑两个的出口。

### **1、韩国得益于中国需求回暖**

韩国工业生产 3 月份稍有回暖，而 4 月份的 PMI 回到 50% 之上，2 月份以来韩国生产持续回升。韩国制造业的恢复得益于中国订单的恢复，但中美贸易摩擦加剧，对韩国生产造成打击。通胀方面，CPI 小幅回暖至 0.56%，PPI 持续回升至 0.61%。

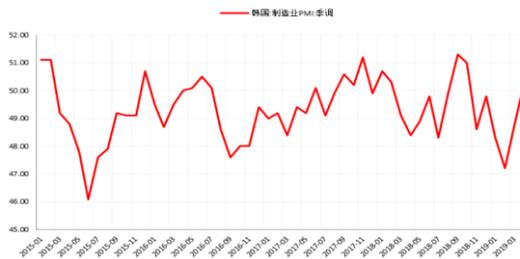
最受关注的出口数据4月份也有所回升，降幅收窄，同比增速-2%，比上月上行6.2个百分点。韩国出口的小幅回升有助于其制造业的回暖，但是其出口回升很大一部分原因可能是中国经济的边际好转带动，其出口和生产的持续恢复主要看中国需求的恢复速度。

图9：韩国工业生产回落（%）



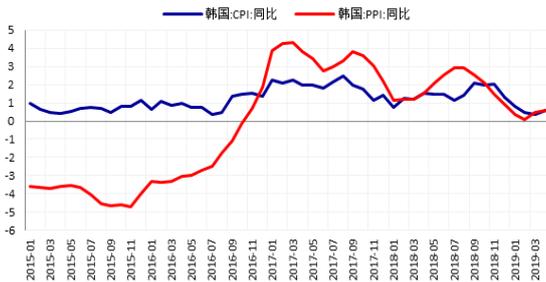
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图10：韩国制造业PMI小幅回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图11：韩国通胀指数回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图12：韩国出口同比降幅收窄（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 2、巴西经济缓慢复苏

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\\_12316](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12316)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>