

## 主要结论

**国内政策：**中国经济政策方面，我们认为未来政策方向或会是中性偏紧为主。给出两个理由：首先，从中央发布的一季度货币政策报告来看，首次提到了，**当前中国的产出缺口已经接近于0**，所以如果未来加大财政或者货币政策的刺激只会对刺激通胀，但是对于经济的拉升作用非常有限。其次，中国2019年开年至今新增社融量已经达到了50%，今年预计新增社融量和2018年相似，所以从货币投放量的预计规模来看，今年下半年除非政策发生系统性的转向，否则下半年货币释放的力度或有所缩减，所以结合这两点来看，下半年货币政策整体偏中性，如果不发生系统性风险，下半年政策方向或会以多频小幅微调为主，同时如果内外宏观环境发生改善，中美贸易谈而不崩，政策方向有进一步紧缩的可能。

**人民币汇率：**人民币破7的概率较小，主要有3点原因。首先从内部宏观环境来看，通过1季度力度空前的逆周期调节后，当前国内宏观流动性的改善较为明显。企业经历过之前的关税冲击后，对于风险的应对能力也在加强，所以国内宏观环境相较于2018年4月改善较为明显。其次，人民币外部贬值压力减小。2018年4月人民币跳贬至6.96的时候，美联储仍在加息进程之中，人民币对标美元，所以有一定的贬值压力。但是在2019年1季度时美联储宣布暂停加息，对于人民币来说，外部下行压力减小。3、从中美利差来看，当前中美利差维持在80bp左右，属于正常范围内，资金外流压力较小。同时7是人民币传统意义上的心理关口，如果破7，人民币将大概率进入单项贬值通道，所以预计近期市场干预力度或会加强。

**中美贸易：**中美贸易战再起波澜，我们整理了特朗普每次发表反转讲话时，商品市场的异动情况。从2018年4月份开始，特朗普在10次认为中美贸易战有所缓和的讲话中，黑色系上涨概率达到70%，在12次认为中美贸易关系紧张的讲话中，蛋白粕板块上涨概率达到60%，供参考。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

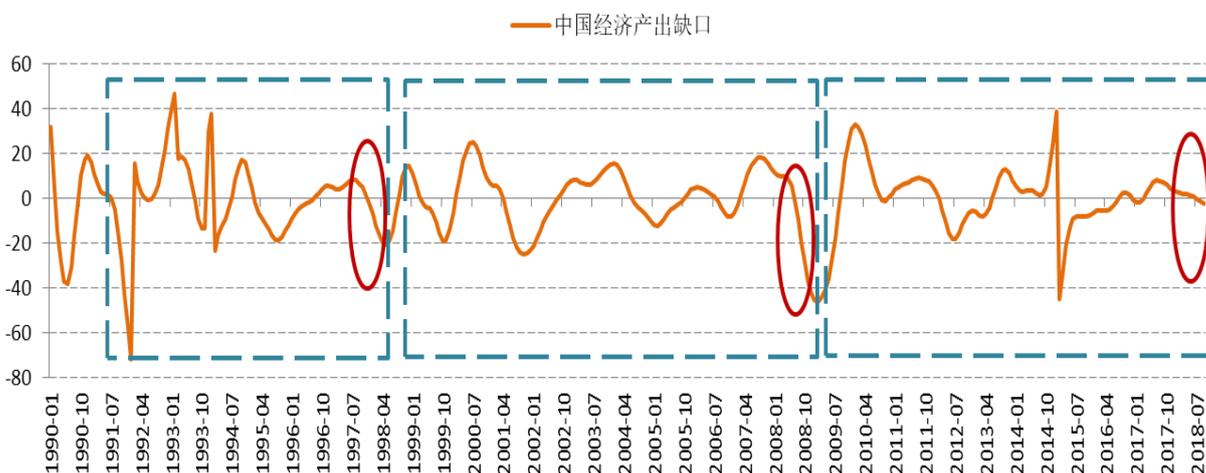
## 一、 中国经济数据细致解读

### 1、 政策方向：2 季度后政策方向或是以中性偏紧为主

中国经济政策方面，我们认为未来政策方向或是以中性偏紧为主。

给出两个理由：首先，从中央发布的一季度货币政策报告来看，首次提到了，**当前中国的产出缺口已经接近于0**，所以如果未来加大财政或者货币政策的刺激只会对刺激通胀，但是对于经济的拉升作用非常有限。这点也很好理解，产出缺口是实际产出减轻潜在经济产出的差额除以潜在经济产出的值，反应了实际产出缺口对于潜在产出缺口的偏离度。而潜在的产出缺口表示的是，在经济资源利用率最大化的条件下，一国经济能够获得的最大劳动力及经济效率。当前产出缺口近似于0，也意味着当前资源和劳动力的利用效率已经达到了一个最大值。在科技技术没有办法立即有大幅度创新的前提下，一味地刺激经济发展速度，会超出当前资源能够承受的能力，如果原材料出现了供应不足的情况，会造成物价上涨，但经济可能会进入一个滞涨的情况。其次，再来看下中国从开年到现在的货币投放，首先从社融数据看，2019年开年至今新增社融量已经达到了50%，今年预计新增社融量和2018年相似，所以从货币投放量的预计规模来看，今年下半年除非政策发生系统性的转向，否则下半年货币释放的力度或有所缩减，所以结合这两点来看，下半年货币政策整体偏中性，如果不发生系统性风险，下半年政策方向或是以多频小幅微调为主，同时如果内外宏观环境发生改善，中美贸易谈而不崩，政策方向有进一步紧缩的可能。

图：中国产出缺口



数据来源：wind 国信期货

### 2、 人民币汇率：破 7 的概率较小

虽然在特朗普宣布对中国增加关税额度和幅度之后，人民币跳贬至6.98，但是我们认为，人民币破7的概率较小，主要有3点原因。首先从内部宏观环境来看，从2015年至今，人民币有两次接近于7，一次是2018年4月份中美贸易冲突刚刚开始的时候，另一次就是今年5月份。但是对比2018年4月，通过1季度力度空前的逆周期调节后，当前国内宏观流动性的改善较为

明显。企业经历过之前的关税冲击后，对于风险的应对能力也在加强，所以国内宏观环境相较于2018年4月改善较为明显。其次，人民币外部贬值压力减小。2018年4月人民币跳贬至6.96的时候，美联储仍在加息进程之中，人民币对标美元，所以有一定的贬值压力。但是在2019年1季度的时候，美联储宣布暂停加息，对于人民币来说，外部下行压力减小。3、从中美利差来看，当前中美利差维持在80bp左右，属于正常范围内，资金外流压力较小。同时7是人民币传统意义上的心理关口，如果破7，人民币将大概率进入单项贬值通道，所以预计近期市场干预力度或会加强。

图：中国产出缺口



数据来源：wind 国信期货

### 3、中美贸易冲突升级：特朗普将于5月10日起对华关税上调至25%

中美贸易战再起波澜，美国总统特朗普表示在过去的10个月里，中国为500亿美元的高技术产品偿付25%的关税给美国，另外2000亿美元的其他产品偿付10%的关税。这些关税部分促成了美国的良好经济成果。从美国时间5月17日开始，2000亿美元商品的10%的关税将提升为25%。中国出口到美国的另外3250亿美元商品还没有被征税，但将很快开征，税率为25%。偿付给美国的关税对产品成本没有多少影响，大部分为中国承担。在这里有两点值得投资者注意：1、2000亿美元商品种类中最大的几个类别主要是：“机电、音像设备及其零件、附件”占比约50%，其余几个大类主要是“杂项制品”、“贱金属及其制品”、“车辆、航空器、船舶及运输设备”、“塑料及其制品;橡胶及其制品”、“化学工业及其相关工业的产品”。受影响最大的是通信、电子、汽车、贱金属及机械制造等领域，预计或对这些行业的出口造成一定程度的影响。2、我们整理了特朗普每次发表反转讲话时，商品市场的异动情况。从2018年4月份开始，特朗普在10次认为中美贸易战有所缓和的讲话中，黑色系上涨概率达到70%，在12次认为中美贸易关系紧张的讲话中，蛋白粕板块上涨概率达到60%，供参考。

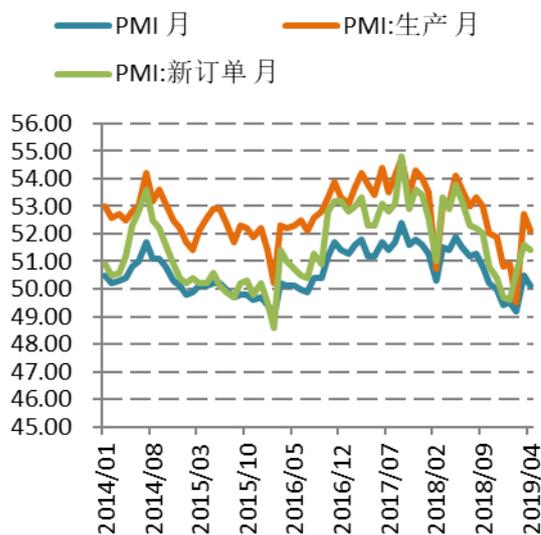
### 4、景气度指标：内需疲软 5月数据或有继续回落的可能

中国4月官方制造业PMI 50.1，低于预期的50.5，较前值的50.5回落。本月PMI数据环比有所回落，接近枯荣线。本月数据有三点值得关注：1、从企业规模来看，大中型企业PMI均有一定幅度的下滑，但是小型企业受到政策扶持的利好，PMI指数较上月上升0.5%，2、从细

分数据上来看，生产指数，新订单指数，原材料库存和从业人员指数都有一定程度的回落。表明制造业的扩张步伐有所放缓。3、非制造业商务活动同样环比有所回落，从细分项来看，主要还是新订单指数回落幅度较大，拖累了本月数据的下行，表明内需依然较为疲软。

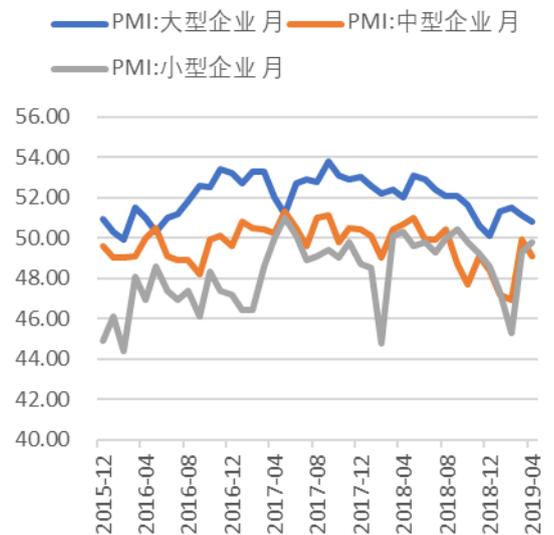
本月PMI数据下行和我们预期相符，因为1季度数据的好转主要是货币的逆周期调节和流动性大量的投放，并且受到了春节因素的干扰，数据的名义增长率高于实际增长率，但是二季度开始流动性的释放有所减少，数据开始回归并试图反应真实的经济状况，所以4月数据的回落在情理之中。展望5月份，随着流动性投放的减少，内需依旧较为疲软，若没有降准的刺激，预计数据有再次回落的可能。

图：PMI 指标



数据来源：wind 国信期货

图：PMI 细分项



数据来源：wind 国信期货

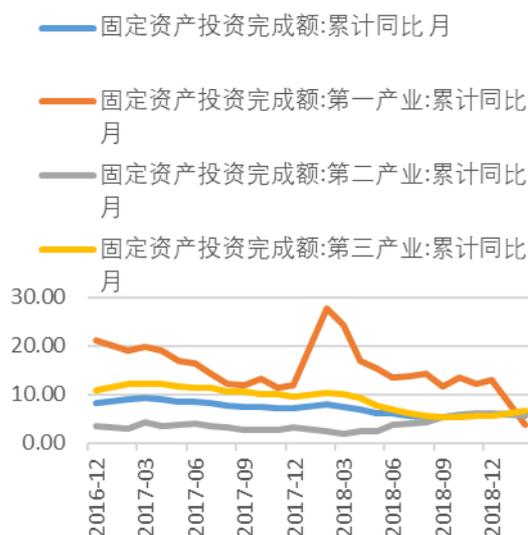
## 5、固定资产投资和房地产数据：房地产市场景气度依旧

2019年1—4月份，全国房地产开发投资34217亿元，同比增长11.9%，增速比1—3月份提高0.1个百分点。其中，住宅投资24925亿元，增长16.8%，增速回落0.5个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为72.8%。2019年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）155747亿元，同比增长6.1%，增速比1-3月份回落0.2个百分点。从环比速度看，4月份固定资产投资（不含农户）增长0.45%。其中，民间固定资产投资93103亿元，同比增长5.5%，增速比1-3月份回落0.9个百分点。

4月固定投资数据继续回落，房地产开发投资增速有所上升。本月数据有两点值得关注：1、分产业来看，第二产业回落速度较快，分行业来看，制造业增速下滑较为明显。说明企业生产意愿还是较弱。2、房地产方面，新增销售面积有少许回落，但是开发企业到位资金情况和投资增速都有一定程度的回升。我们对房地产市场的未来景气度较为乐观。

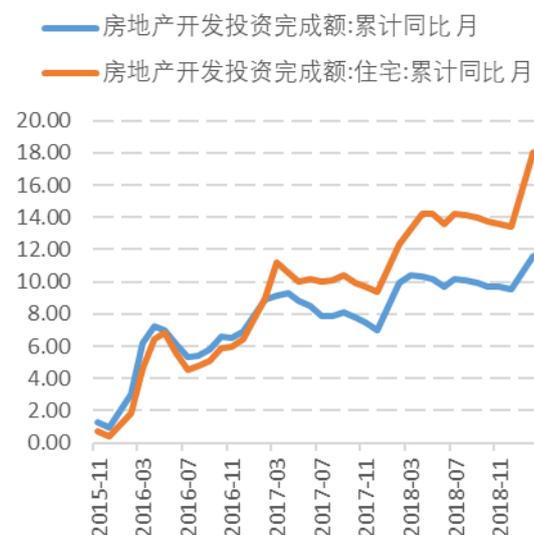
4月内需依然较为疲软，在后续流动性缩窄及贸易战冲突升级的环境下，未来固定投资有进一步回落的可能。

图：固定资产投资完成额



数据来源: wind 国信期货

图：房地产数据



数据来源: wind 国信期货

## 6、进出口数据：口数据好转 出口低于预期

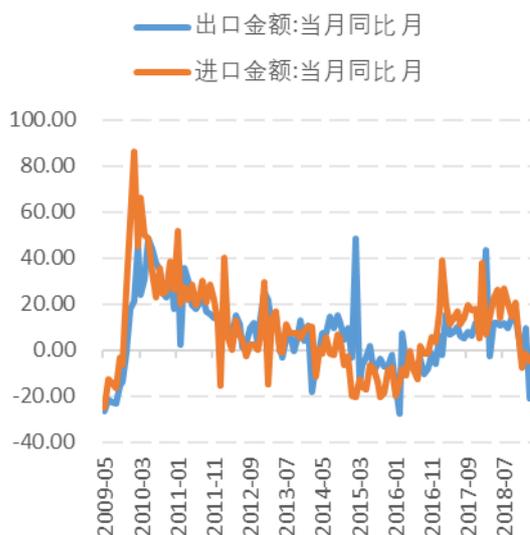
中国海关总署公布的数据显示，按美元计，中国4月进口同比增速为4.0%，高于预期的-2.1%，较前值-7.6%回升，创6个月新高。当月出口同比增速为-2.7%，低于预期的3.0%，较前值14.2%回落。以人民币计价，1-4月对美国出口同比下降4.8%，自美国进口同比下降26.8%，对美国贸易顺差为5701.9亿元人民币。今年前4个月，我国货物贸易进出口总值9.51万亿元人民币，比去年同期增长4.3%。其中，出口5.06万亿元，增长5.7%；进口4.45万亿元，增长2.9%；贸易顺差6181.7亿元，扩大31.8%。

四月进口数据有所好转，但出口数据低于预期。本月数据有2点值得关注：1、进口方面增长较快主要是由于宏观流动的好转，1季度针对民营企业大量资金的投放已经初见成效，提振企业信心，一定程度上推动了进口数据的回升。2、出口方面，由于全球经济较为疲软，外需回落，同时中美贸易战硝烟再起，如果5.11日美国对中国2000亿商品正式征收关税，预计会对接下来的出口数据造成更不利的影响。

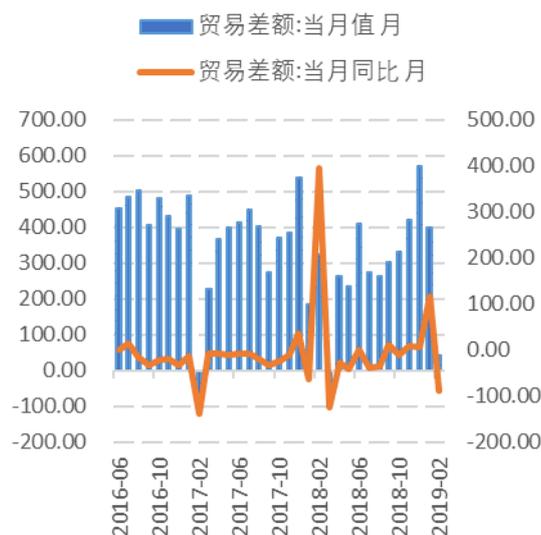
目前市场关注的焦点仍在中美贸易战，但是当前的贸易战的方向难以预测，变化多端。对于当前的出口企业来说，贸易战难以短期达成协议，但是不断反复的过程会打击企业的信心，造成经济活动的放缓，预计人民币近期的波动或会增加。

图：进出口数据

图：贸易余额



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

## 7、通胀数据: 通胀预期上升 或挤压货币政策空间

统计局发布的数据显示,中国4月CPI同比上涨2.5%,创下6个月新高,环比上涨0.1%。4月PPI同比上涨0.9%,涨幅较上月增加0.5个百分点,环比涨0.3%。PPI同比涨幅略高于分析师预期中值,CPI则持平预期。

数据超出市场预期,本月数据有两点值得关注:1、CPI方面,八大类别中七涨一降。除了交通和通信行业,其他行业都有不同程度的上涨。在这些分类中,食品影响CPI上涨约1.4%,猪瘟对于猪肉价格的影响持续发酵,猪肉价格的上涨约拉动CPI上涨0.31个百分点,是带动本月通胀数据上涨的主要原因。2、PPI主要反应的是生产资料价格的变动,由于生产资料比消费品变动更加剧烈,所以体现在数据上,本月PPI环比增幅比CPI高出了0.5%。分项来看,采掘工业价格上涨5.3%,是带动本月PPI增速上行的主要动力。

随着1季度大量货币的投放,货币的流动性较为充裕,推动了通胀数据的回升。同时,对于民企扶持力度的加强以及基建的大量开工也拉动了生产资料价格的回升。提醒投资者注意的是,当前中美贸易硝烟又起,政府在货币政策方面很可能再次放松,或会推动通胀数据的进一步上行。

图: CPI

图: PPI

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\\_12358](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12358)

