

经济仍弱，通胀升温，就业压力渐增

——宏观经济周度观察第 90 期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyanyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

● 经济仍弱，通胀升温，就业压力渐增

经济复苏预期显著降温。3月金融与经济数据导致市场对经济复苏的预期显著升温，花旗中国经济意外指数飙升至2018年下半年以来的高位，然而随着4月经济数据回归常态，经济复苏预期明显降温。这种现象在近几年并不少见，例如2017年上半年（并非新一轮增长周期启动，而是出口、基建、房地产投资带动）和2018年一季度（当时高估了经济韧性，后来发现信用收缩的确对实体经济造成较大的负面冲击）。

高频数据显示5月经济依然不强。供给端，5月（截至5月23日）发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.86%，高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.53%，预计工业生产继续放缓。需求端，欧美日制造业PMI处于仍下行趋势，关税清单上的商品出口增速持续下行，叠加5月基数仍高，出口预计仍然负增长；5月（截至5月22日）水泥价格指数环比增长0.84%，增速低于过去三年，显示内需不强。5月可能下行的数据有工业生产、出口、制造业投资，可能回升的数据有社零（低基数以及5月假期同比多增1天）、基建投资、房地产投资增速。整体来看，5月经济依然不强。

就业压力增加，结构分化。国务院成立国务院就业工作领导小组，再度提出“更好实施就业优先政策”。2018年四季度以来，就业压力不断增大，2019年经济开局平稳，但就业压力依然较大，3月PMI从业人员指数回升0.1个百分点，4月回落0.4个百分点，一般3月、4月是上半年招聘旺季，但从业人员指数均弱于季节性，同时，“找工作”百度搜索指数在3-4月急剧上升。就业压力存在分化，一是民营与中小企业就业压力有所缓解，代表民营与中小企业的BCI招工前瞻指数在2019年回升；二是建筑业就业好于制造业，制造业与外部环境关联很大，虽然之前中美贸易谈判取得一定进展，但关税没有取消并已经对两国出口造成负面影响，出口企业的预期没有实质性逆转，贸易摩擦加剧通过影响出口、产业链转移等途径影响就业偏长期，即便贸易摩擦不加剧，外需放缓下，制造业的就业压力可能也会加剧，而房地产建设与基建受益于国内融资环境改善，外部环境不确定性反而导致政策不会骤然收紧，建筑业部门不确定性相对较小。

供给冲击下，通胀继续上升。继猪肉、蔬菜、原油之后，水果价格也出现大幅上涨，5月（截至5月23日）7种重点监测水果价格同比增长31%，增速为有数据以来最高，影响CPI上涨约0.2个百分点，水果价格上涨的原因在于，2018年秋季北方水果欠收，2019年存量不足。虽然供给冲击带来水果价格大涨难以持续太久，但由于涨幅过大，对通胀的短期影响不可忽视，并且可能和下半年猪肉价格大涨形成无缝连接。一季度货币政策执行报告指向未来货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，短期中国经济失速下行风险小，而通胀上行确定性较高，未来一段时间中国货币政策进一步放松空间不大。当前经济似乎处于轻微的“类滞胀”环境，股、债、商品的走势也体现出这一点。

● 风险提示：货币政策转向；中美贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 经济仍弱，通胀升温，就业压力渐增	3
2、 一周高频数据观察	6
2.1、 工业生产加速	6
2.2、 原油价格暴跌	7
2.3、 水果价格大涨，蔬菜、猪肉价格下跌	8
2.4、 房地产销售面积增速回落	9
2.5、 货币市场利率先升后降	9
2.6、 美元指数下跌，人民币升值	10
3、 本周主要关注点（2019.5.27-2019.6.2）	11

图表目录

图 1: 花旗中国经济意外指数下降	3
图 2: 工业生产放缓（%）	3
图 3: 水泥价格环比增速不及过去三年（%）	4
图 4: 制造业投资增速可能继续回落	4
图 5: 欧美日制造业 PMI 回落（%）	4
图 6: PMI 从业人员指数与 BCI 企业招工前瞻指数分化（%）	5
图 7: 3-4 月“找工作”百度搜索指数飙升	5
图 8: 建筑业就业好于制造业（%）	6
图 9: 水果价格大涨（%）	6
图 10: 高炉开工率回升（%）	7
图 11: 发电耗煤量环比增速上升（%）	7
图 12: 油价暴跌（美元/桶）	8
图 13: 蔬菜价格下跌（元/公斤）	8
图 14: 水果价格上涨（元/公斤）	9
图 15: 房地产销售面积增速回落（%）	9
图 16: 货币市场利率先升后降（%）	10
图 17: 美元指数下跌	10
图 18: 人民币升值	11
表 1: 央行公开市场操作（2019.5.20-5.24）	10

1、经济仍弱，通胀升温，就业压力渐增

经济复苏预期显著降温。3月金融与经济数据导致市场对经济复苏的预期显著升温，花旗中国经济意外指数飙升至2018年下半年以来的高位，然而随着4月经济数据回归常态，经济复苏预期明显降温。这种现象在近几年并不少见，例如2017年上半年（并非新一轮增长周期启动，而是出口、基建、房地产投资带动）和2018年一季度（当时高估了经济韧性，后来发现信用收缩的确对实体经济造成较大的负面冲击）。

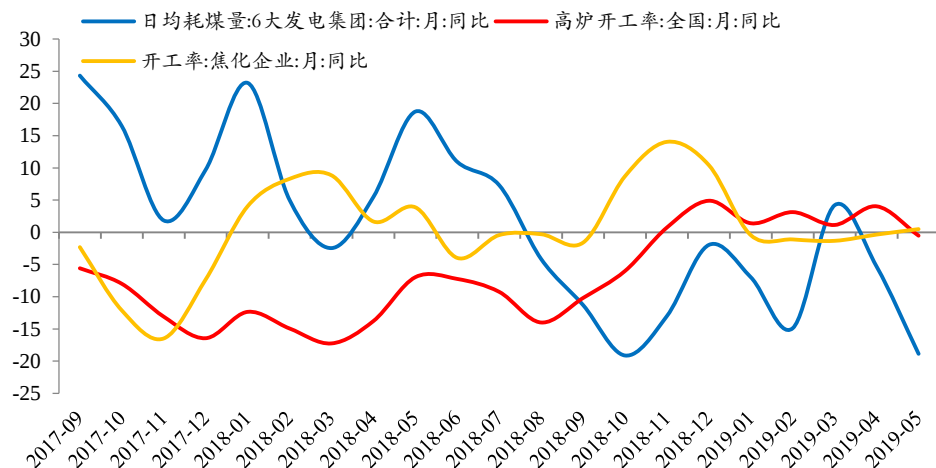
图1：花旗中国经济意外指数下降



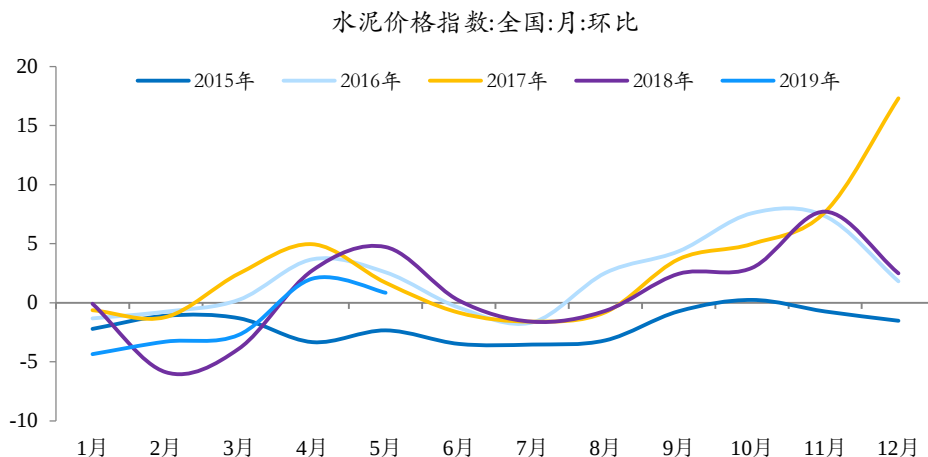
资料来源：Wind，新时代证券研究所

高频数据显示5月经济依然不强。供给端，5月（截至5月23日）发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.86%，高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.53%，预计工业生产继续放缓。需求端，欧美日制造业PMI处于仍下行趋势，关税清单上的商品出口增速持续下行，叠加5月基数仍高，出口预计仍然负增长；5月（截至5月22日）水泥价格指数环比增长0.84%，增速低于过去三年，显示内需不强。5月可能下行的数据有工业生产、出口、制造业投资，可能回升的数据有社零（低基数以及5月假期同比多增1天）、基建投资、房地产投资增速。整体来看，5月经济依然不强。

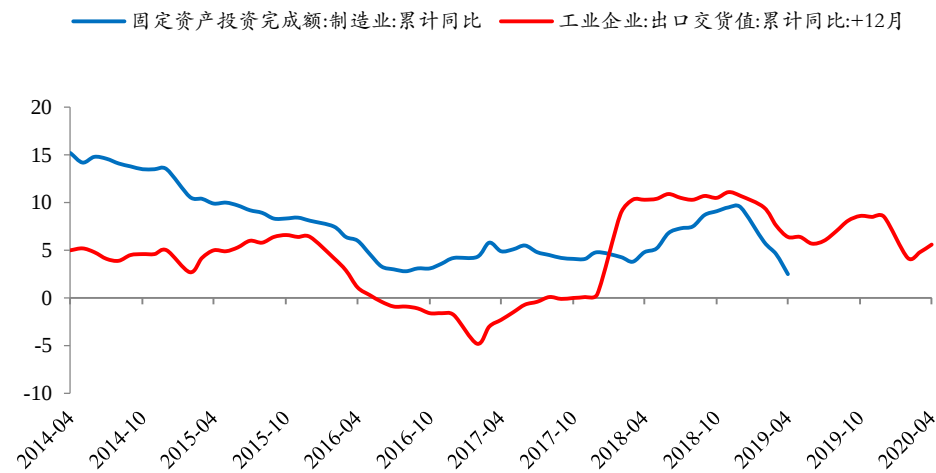
图2：工业生产放缓（%）



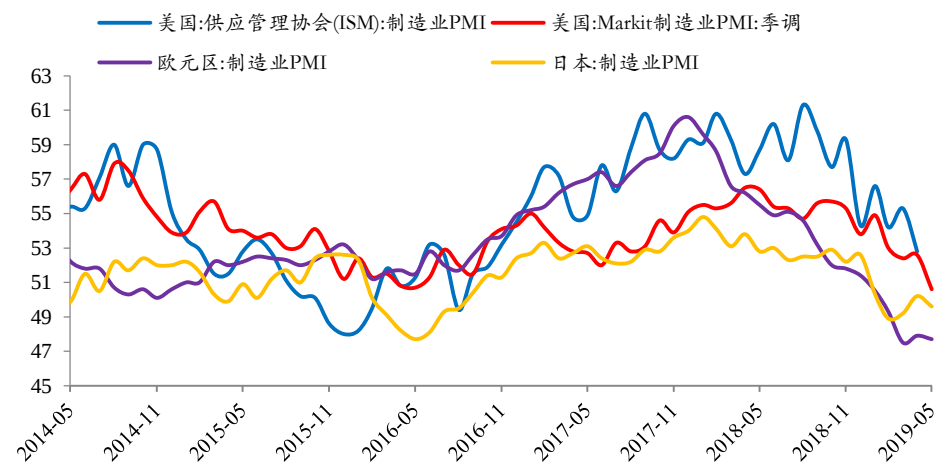
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 水泥价格环比增速不及过去三年（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 制造业投资增速可能继续回落

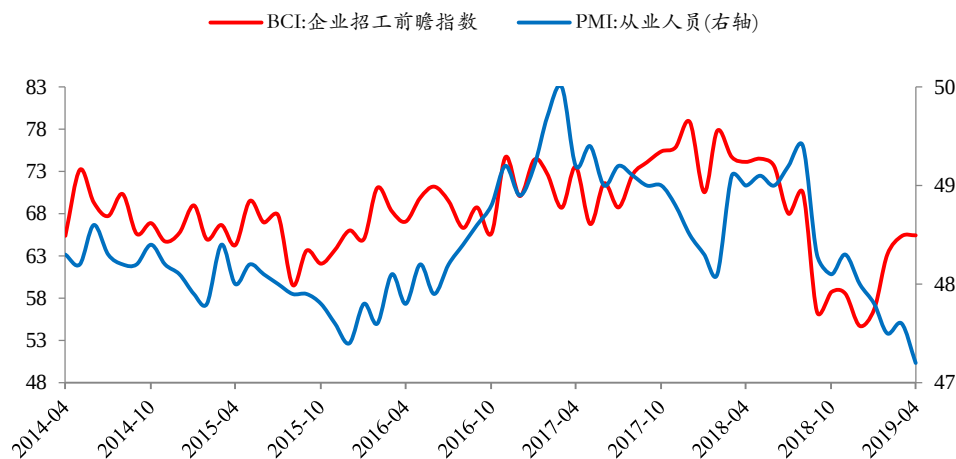
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 欧美日制造业 PMI 回落（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

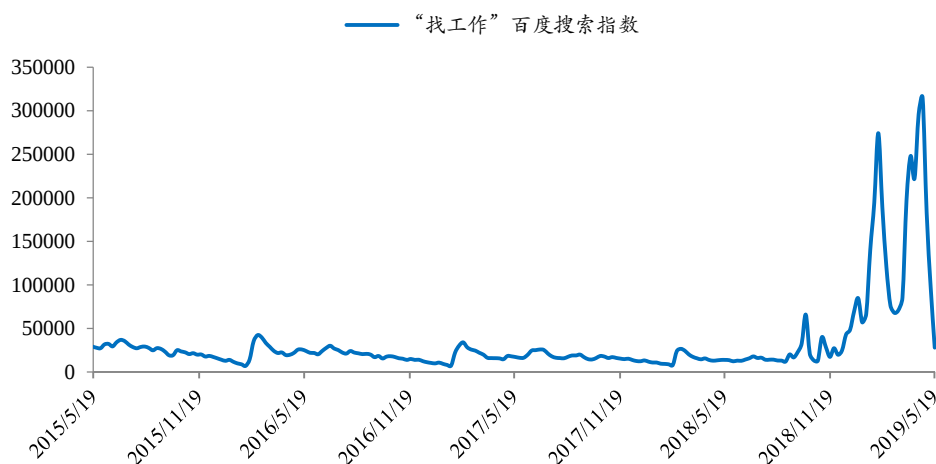
就业压力增加，结构分化。国务院成立国务院就业工作领导小组，再度提出“更好实施就业优先政策”。2018 年四季度以来，就业压力不断增大，2019 年经济开局平稳，但就业压力依然较大，3 月 PMI 从业人员指数回升 0.1 个百分点，4 月回落 0.4 个百分点，一般 3 月、4 月是上半年招聘旺季，但从业人员指数均弱于季节性，同时，“找工作”百度搜索指数在 3-4 月急剧上升。就业压力存在分化，一是民营与中小企业就业压力有所缓解，代表民营与中小企业的 BCI 招工前瞻指数在 2019 年回升；二是建筑业就业好于制造业，制造业与外部环境关联很大，虽然之前中美贸易谈判取得一定进展，但关税没有取消并已经对两国出口造成负面影响，出口企业的预期没有实质性逆转，贸易摩擦加剧通过影响出口、产业链转移等途径影响就业偏长期，即便贸易摩擦不加剧，外需放缓下，制造业的就业压力可能也会加剧，而房地产建设与基建受益于国内融资环境改善，外部环境不确定性反而导致政策不会骤然收紧，建筑业部门不确定性相对较小。

图6： PMI 从业人员指数与 BCI 企业招工前瞻指数分化（%）

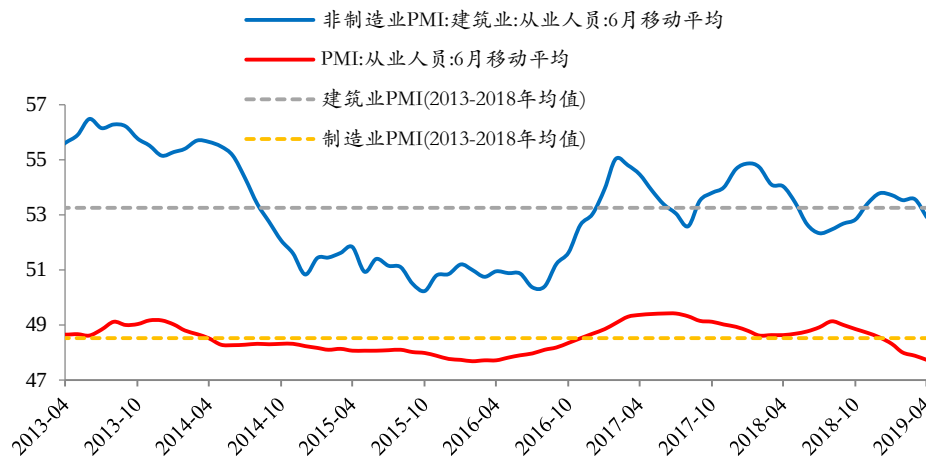


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 3-4 月“找工作”百度搜索指数飙升

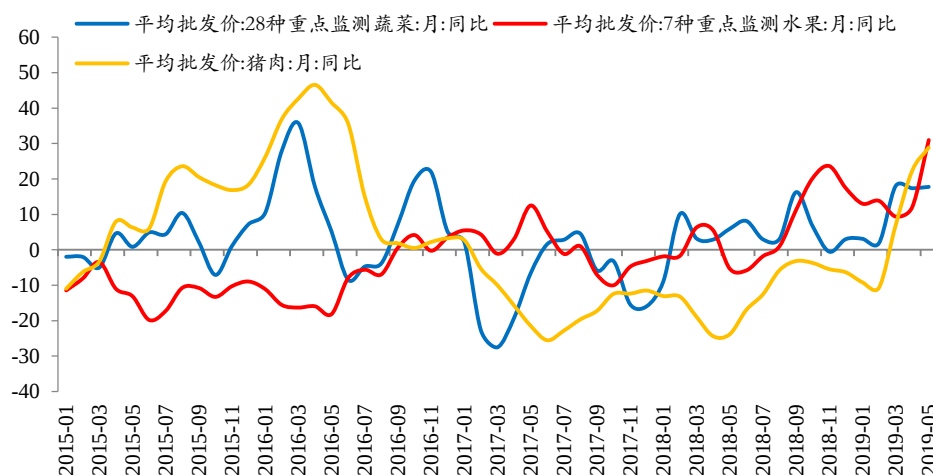


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 建筑业就业好于制造业 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

供给冲击下，通胀继续上升。继猪肉、蔬菜、原油之后，水果价格也出现大幅上涨，5月（截至5月23日）7种重点监测水果价格同比增长31%，增速为有数据以来最高，影响CPI上涨约0.2个百分点，水果价格上涨的原因在于，2018年秋季北方水果欠收，2019年存量不足。虽然供给冲击带来水果价格大涨难以持续太久，但由于涨幅过大，对通胀的短期影响不可忽视，并且可能和下半年猪肉价格大涨形成无缝连接。一季度货币政策执行报告指向未来货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，短期中国经济失速下行风险小，而通胀上行确定性较高，未来一段时间中国货币政策进一步放松空间不大。当前经济似乎处于轻微的“类滞胀”环境，股、债、商品的走势也体现出这一点。

图9： 水果价格大涨 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

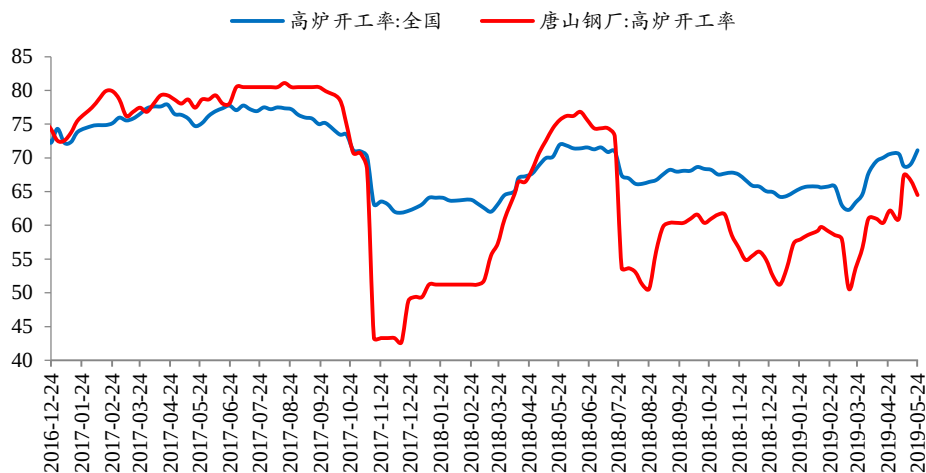
2、一周高频数据观察

2.1、工业生产加速

上周(2019年5月18日-2019年5月23日,下同),高炉开工率上升3%至71.1%;

近期部分地区气温下降，用电需求上升，6大发电集团日均耗煤量环比增长2.2%至61.4万吨。焦化企业开工率上升0.24%至79.26%。

图10： 高炉开工率回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

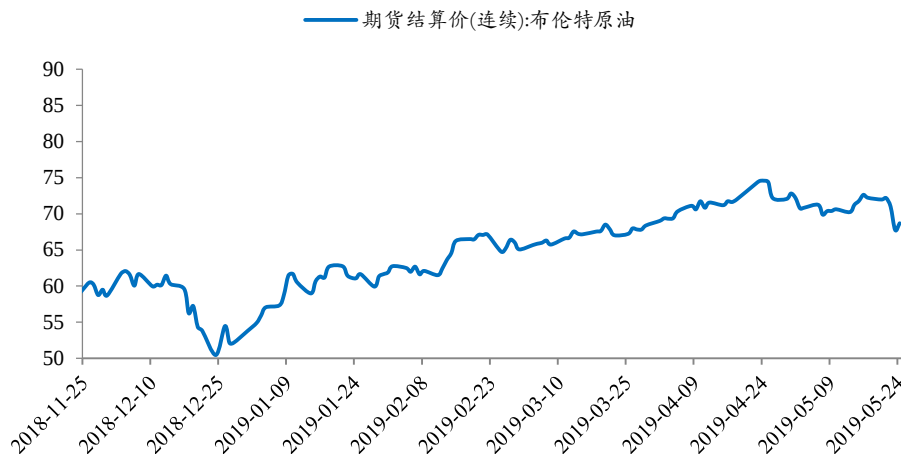
图11： 发电耗煤量环比增速上升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、原油价格暴跌

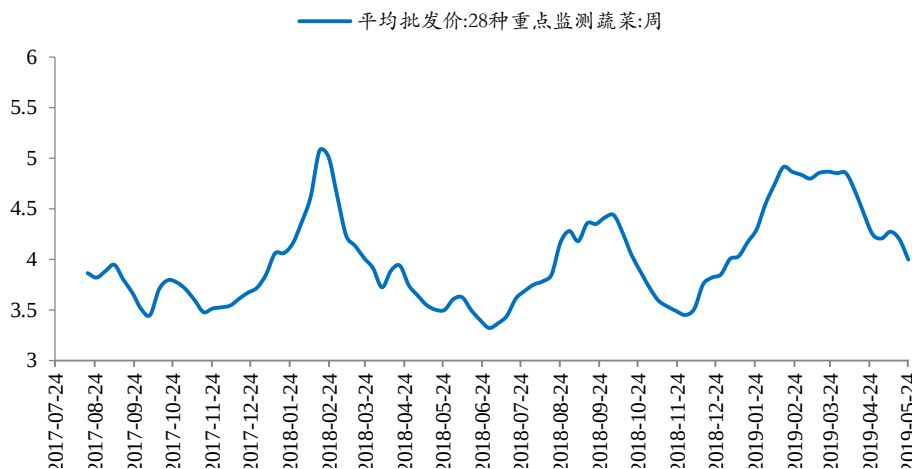
上周，需求释放速度加快，在生产速度加快的情况下，钢材社会库存环比下降3.5%。螺纹钢期货价收涨2.3%。受美国原油库存增量显著超预期的影响，油价大跌，布油价格一周收跌4.9%，WTI原油价格收跌6.6%。

图12： 油价暴跌（美元/桶）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、 水果价格大涨，蔬菜、猪肉价格下跌

上周，28种重点监测蔬菜价格一周下跌4.76%，跌幅较前值（-1.76%）扩大。当前冻肉库存还未清理完毕，叠加猪肉消费需求没有明显回升，猪肉价格震荡，全国猪肉平均批发价猪肉价格小幅下跌0.17%。受供给不足影响，水果价格大涨5.35%。

图13： 蔬菜价格下跌（元/公斤）

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_12360

