



证券研究报告·宏观研究报告

2019年5月23日

首创宏观“茶”： 宏观经济压力犹存，稳健货币政策保持定力

——2019年5月宏观经济月报

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

相关研究报告：

- 1.《首创宏观“茶”：2019年房地产投资下行空间有限，且不排除超预期的可能》2019-5-20
- 2.《首创宏观“茶”：一季度货币政策执行报告点评：经济仍存下行压力，货币政策保持定力》2019-5-20
- 3.《首创宏观“茶”：出口与制造业投资是宏观经济稳增长的关键所在》2019-5-15
- 4.《首创宏观“茶”：季节性因素导致信贷回调》2019-5-14
- 5.《首创宏观“茶”：基建类支出增速放缓，关注下半年财政政策发力空间》2019-5-13
- 6.《首创宏观“茶”：货币政策发力空间将收窄》2019-5-9
- 7.《首创宏观“茶”：全年贸易顺差大概率收窄，“稳增长”必要性进一步上升》2019-5-9
- 8.《首创宏观“茶”：2019年我国外汇储备有“底”》2019-5-8
- 9.《首创宏观“茶”：美国经济增速大概率放缓，美联储降息概率下降，加息空间也收窄》2019-5-6
- 10.《首创宏观“茶”：小型企业景气度上升，“稳增长”主基调不变》2019-4-30
- 11.《首创宏观“茶”：工业企业利润增速短期有支撑，但全年中枢较2018年下移》2019-4-29
- 12.《首创宏观“茶”：4月19日政治局会议点评：货币政策宽松空间收窄，高端制造引领高质量发展》2019-4-22
- 13.《首创宏观“茶”：房地产投资助力1季度宏观经济企稳》2019-4-18

- 2019年我国宏观经济开局平稳。对一季度GDP增速的准确描述是“一季度GDP增速下行幅度低于市场预期0.1个百分点”：首先，一季度GDP增速下行方向符合市场预期，形成拖累的主要是出口、消费与制造业投资；其次，一季度GDP增速下行幅度低于市场预期，形成支撑的是房地产投资与基建投资。
- 4月宏观经济压力犹存。从生产端看，受制造业工业增加值增速下行的拖累，工业增加值总体承压。从需求端看，基建投资增速减缓，房地产投资韧性不减，但是受制造业投资低迷的拖累，固定资产投资增速维持在低位。此外，消费需求全面下行，出口形势不容乐观，全年贸易顺差大概率收窄。
- 受猪周期以及翘尾因素的影响，5月-6月CPI同比还将上行，货币政策保持定力。PPI同比超预期上行，已达年内高点，5月将进入下行通道，但是应注意房地产投资与基建投资发力可能对PPI同比形成一定提振。
- 新增人民币贷款环比下行，主要受早放贷早受益，季末冲量，以及商业银行4月放缓信贷节奏影响，也和企业融资意愿不高以及结构性去杠杆等因素有关。在企业利润增速下行以及结构性去杠杆的背景下，预计本轮M1周期大概率不会是一个强周期。2019年M2增速难言乐观，综合考虑有望维持在8.5%左右。4月社融增速下行，主因是新增人民币贷款大幅下行以及表外三大项不同程度回落，后期有望企稳。
- 进入2019年，财政支出增速持续大幅领先于财政收入增速。上半年财政支出的前倾，压缩下半年财政政策发力空间。主要税种增速绝大部分负增长，在减税降费背景下，该情况有可能贯穿2019年。4月基建类支出增速放缓，而国有土地使用权出让收入累计同比下行，则预示土地购置费累计同比面临一定压力。
- 4月工业企业量缩价涨，叠加增值税税率进一步下调，营业收入利润率有望继续向均值修复，预计4月工业企业利润总额累计同比有望好转。但是总体上看，2019年企业利润增速中枢较2018年下移，企业利润增速整体承压。

目录

1 房地产投资助力一季度宏观经济企稳.....	4
1.1 一季度 GDP 增速下行方向符合市场预期.....	4
1.2 一季度 GDP 增速下行幅度低于市场预期.....	6
2 4 月宏观经济压力犹存，房地产投资依旧是主要支撑力量.....	8
2.1 工业增加值总体承压，制造业面临较大压力.....	8
2.2 受制造业投资拖累，固定资产投资增速维持在低位.....	10
2.3 消费需求全面下行，但汽车类消费跌幅收窄.....	15
2.4 出口形势不容乐观，全年贸易顺差大概率承压.....	16
2.5 短期内 CPI 还将上行，货币政策保持定力.....	18
2.6 季节性与融资意愿因素导致信贷回调.....	21
2.7 基建类支出增速放缓，关注下半年财政政策发力空间.....	24
2.8 工业企业利润增速短期有支撑，但预计 2019 年整体承压.....	28
3 4 月主要宏观政策回顾.....	31
3.1 宏观经济压力犹存，但货币政策宽松空间收窄.....	31
3.2 进一步降低小微企业融资成本，加大金融对实体经济的支持.....	32
3.3 财政政策加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调.....	32
3.4 稳就业依旧是工作重点，多措并举实现比较充分的就业.....	33
3.5 深化投融资体制改革，将政府投资纳入法治轨道.....	33
3.6 增强企业创新能力，推进高质量发展.....	33

图表目录

图 1：2019 年一季度我国宏观经济开局平稳（%）	4
图 2：进出口增速面临较大压力（%）	5
图 3：社会消费品零售总额增速处于低位（%）	5
图 4：制造业投资上行乏力（%）	6
图 5：建筑工程投资累计同比托底房地产投资增速（%）	7
图 6：基建投资低基数效应明显（%）	7
图 7：制造业工业增加值增速拖累工业增加值总体承压（%）	8
图 8：私营企业工业增加值增速快速上行（%）	9
图 9：汽车制造业当月同比与累计同比均低于零（%）	10
图 10：东北地区工业增加值增速时隔 22 个月重现负增长（%）	10
图 11：固定资产投资增速维持在历史低位（%）	11
图 12：基建投资缓慢增长（%）	12
图 13：制造业投资持续低迷（%）	13
图 14：成交土地面积当月同比与土地使用权出让收入累计同比领先于土地购置费累计同比（%）	14
图 15：2019 年建筑工程累计同比增速切换至正增长（%）	14
图 16：首套房贷平均利率与二套房贷平均利率出现下行（%）	15
图 17：房地产开发资金来源合计累计同比创 2017 年 9 月以来新高（%）	15
图 18：社会消费品零售总额实际当月同比与实际累计同比均创历史低位（%）	16
图 19：汽车类零售额当月同比出现反弹（%）	16
图 20：摩根大通制造业 PMI 逼近荣枯线（%）	17
图 21：美国出口金额累计同比大幅下行（%）	17
图 22：4 月贸易顺差是 2012 年以来同期的最低值（%）	18
图 23：食品项是推动 CPI 同比上行的“主力军”（%）	19
图 24：猪肉 CPI 同比走势直线拉升（%）	20
图 25：下半年 PPI 翘尾因素同比下行（%）	21
图 26：新增人民币贷款环比出现回调（亿元）	21
图 27：M1 同比与 M2 同比双双下行（%）	23
图 28：2019 年工业企业利润总额累计同比承压，M1 同比上行幅度不会太大（%；%）	23
图 29：表外三大项不同程度回落（亿元）	24
图 30：公共财政支出增速高于公共财政收入增速（%）	25
图 31：2019 年财政赤字的节奏明显快于 2018 年（亿元）	25
图 32：主要税种增速绝大部分负增长（%）	26
图 33：教育、科技、文体传媒类财政支出当月同比较高（%）	26
图 34：基建类支出增速放缓（%）	27
图 35：土地购置费累计同比面临一定压力（%）	27
图 36：工业企业利润总额增速较前值回升（%）	28
图 37：利润增速上行主要受益于“量价率”齐升（%）	29
图 38：PPI 当月同比跑赢 PPIRM 当月同比（%；百分点）	29
图 39：CPI 当月同比跑赢 PPI 当月同比（%；百分点）	30
图 40：工业企业大概率进入主动去库存阶段（%）	30
图 41：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%；百分点）	31

1 房地产投资助力一季度宏观经济企稳

2019年我国宏观经济开局平稳。一季度GDP增速为6.4%，高于市场预期0.1个百分点，较2018年同期下行0.4个百分点，较2018年全年下行0.2个百分点。对一季度GDP增速的准确描述是“一季度GDP增速下行幅度低于市场预期0.1个百分点”：一是一季度GDP增速下行方向符合市场预期；二是一季度GDP增速下行幅度低于市场预期。

图 1：2019 年一季度我国宏观经济开局平稳（%）



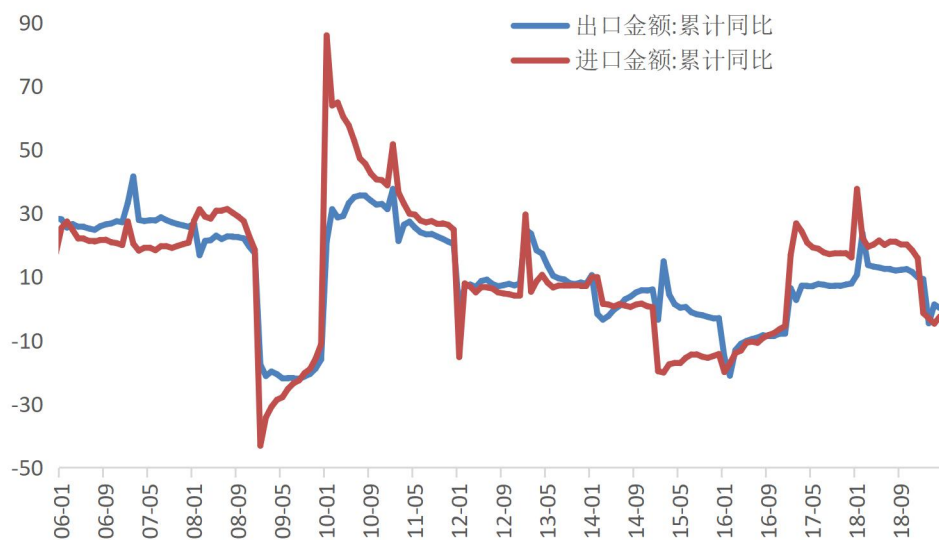
资料来源：wind，首创证券研发部

1.1 一季度GDP增速下行方向符合市场预期

对一季度GDP增速形成拖累的主要是出口、消费与制造业投资。

出口方面，一季度出口金额累计同比为1.40%，较2018年同期及全年分别下行12.3、8.48个百分点。一季度进口金额累计同比为-4.8%，较2018年同期及全年分别下行24.24、20.64个百分点。从月度数据看，一季度出口金额当月同比波动较大，主要受春节效应，以及中美贸易战导致的基数效应的影响。

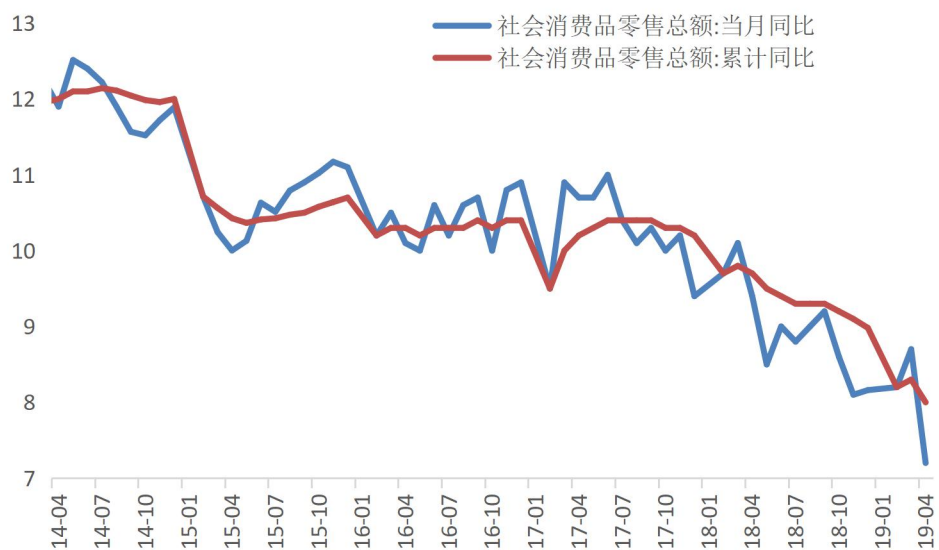
图 2：进出口增速面临较大压力（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

消费方面，一季度社会消费品零售总额累计同比为8.3%，较2018年同期及全年分别下行1.50、0.68个百分点。在居民收入稳定增长的背景下，一季度社会消费品零售总额累计同比下行的原因可能是房价高企使得居民债务率维持在较高水平。从结构上看，受房地产销售回暖的影响，家具类、家用电器类以及建筑装潢材料类增速较高；在政府逆周期调节政策的引导下，汽车类消费降幅收窄；在国际油价上行的影响下，石油及其制品消费保持较高增速。

图 3：社会消费品零售总额增速处于低位（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

与2018年相比，制造业投资上行乏力。一季度制造业投资累计同比为4.6%，虽然较2018年同期上行0.8个百分点，但是较2018年全年下行4.9个百分点，创2018年4月以来新低。制造业投资上行乏力的原因主要包括：工业企业利润总额累计同比下行；在外需疲软的背景下，出口面临较大压力；2018年制造业投资增速较高，存在高基数效应。

图 4：制造业投资上行乏力（%）

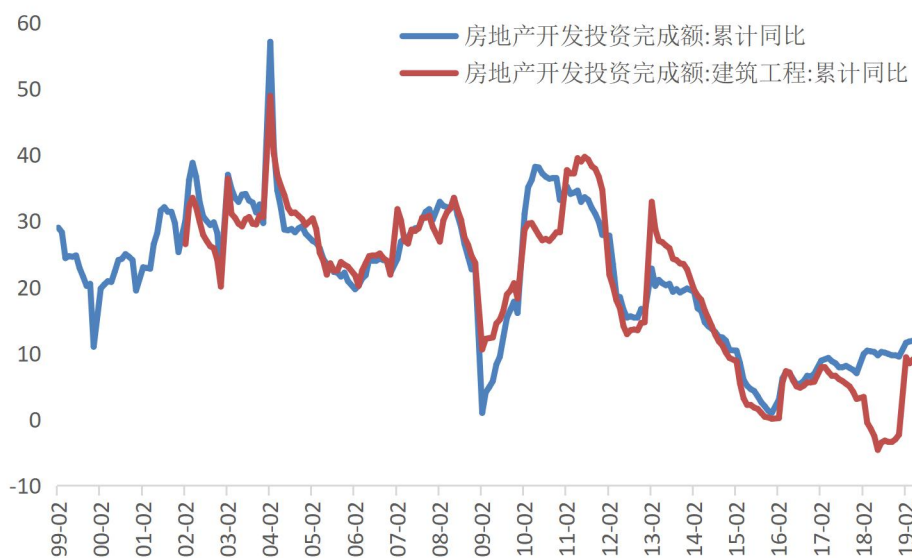


资料来源：wind，首创证券研发部

1.2 一季度GDP增速下行幅度低于市场预期

房地产投资增速快速上行，是一季度GDP增速超预期的主因。一季度房地产投资累计同比为11.8%，较2018年同期及全年分别上行1.4、2.3个百分点，创2014年12月以来新高。剔除价格因素的实际累计同比为7.92%，较前值上行4.03个百分点，创11个季度新高。从结构上看，房地产投资的四个分项中，建筑工程投资累计同比增速由负转正，1-2月、3月该值分别为9.4%、8.5%，是2019年房地产投资最大的亮点。房地产投资中建筑工程投资占比稳定在63%左右，建筑工程投资累计同比的企稳回升，将在很大程度上托底房地产投资增速。

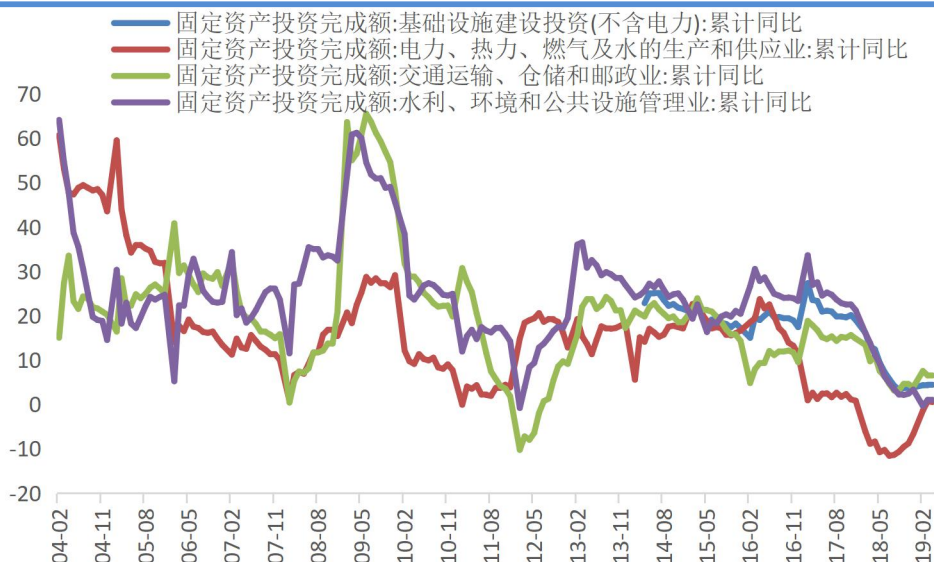
图 5：建筑工程投资累计同比托底房地产投资增速 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

一季度基础设施建设投资（不含电力）累计同比为 4.4%，虽然较 2018 年同期下行 8.6 个百分点，但是较 2018 年全年上行 0.6 个百分点，较前值上行 0.1 个百分点。从基建投资的三大分项来看，3 月电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资完成额累计同比结束长达 12 个月的负增长，录得 0.7% 的增速；交通运输、仓储和邮政业投资完成额累计同比在 2018 年下半年触底回升；水利、环境和公共设施管理业投资完成额累计同比较前值上行 1.4 个百分点。

图 6：基建投资低基数效应明显 (%)



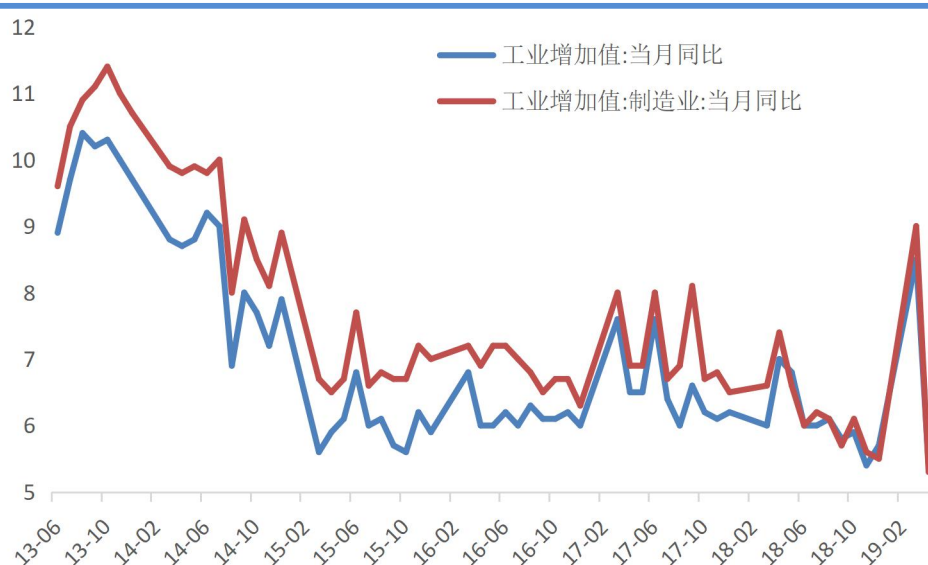
资料来源：wind，首创证券研发部

2 4月宏观经济压力犹存，房地产投资依旧 是主要支撑力量

2.1 工业增加值总体承压，制造业面临较大压力

4月工业增加值当月同比为5.4%，较前值大幅下行3.1个百分点；4月工业增加值累计同比为6.2%，较前值下行0.3个百分点。从三大部类看，采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为2.90%、5.30%、9.50%，分别较前值上行-1.70、-3.70、1.80个百分点。其中，制造业工业增加值当月同比面临较大压力：一是与前值相比，制造业当月同比下行幅度最大，二是制造业当月同比跌至2013年6月万得资讯有记录以来新低。但是，生产端亦不乏亮点：4月高技术产业工业增加值当月同比、累计同比为11.2%、8.70%，分别较前值上行1.2、0.9个百分点，高于4月工业增加值当月同比、累计同比5.8、2.5个百分点，较其前值走扩4.3、1.2个百分点。

图 7：制造业工业增加值增速拖累工业增加值总体承压（%）



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_12396

