

# 动能转化持续推进 货币调控相机抉择

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年5月21日

## 证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

## 助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

## 相关研究报告

- 2019年4月生产增速回落偏快，表现较一季度偏弱；从三驾马车看，投资、消费、净出口纷纷走弱，经济整体处于弱复苏之势，故而在外部风险有所增加的背景下，逆周期政策不宜过早退出，积极财政政策还需持续发力。但生产端与制造业投资端均显现了新旧动能转化推进的迹象，表明调结构效果略有显现。
- 5月17日，央行发布了2019年一季度货币政策执行报告，本次货币政策执行报告是对4月19日政治局会议以及央行4月金融数据吹风会上基调的延续。从基本面角度讲，2019开年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期。故而在经济面有改善迹象的背景下，央行重提货币供给总闸门，并指出要以稳健的货币政策为结构性去杠杆提供适宜的宏观经济和货币金融环境，坚持总体稳杠杆和结构性去杠杆的协调有序推进。由此来看，货币政策仍要保持松紧适度，相较于一季度，二季度货币政策或将边际略有收紧，以整体杠杆率持续提升的方式稳增长并非货币政策的政策导向。
- 关于M2、社融增速与名义GDP增速的关系方面，一方面，央行给出了一个有关“匹配”的例子，即“2019年以来M2增速与名义GDP增长率基本匹配，以适度的货币增长支持了高质量发展”，而2019年一季度，名义GDP增速为7.84%，与之基本匹配的M2增速为8.34%；另一方面，央行指出，2018年末我国M2/GDP比例在200%左右，M2/GDP持续上升往往意味着债务积累，这不利于经济结构调整优化，也容易产生金融风险隐患，由此不难看出，为实现我国经济高质量发展，M2增速不宜大于GDP同比增速，因此，货币政策仍将坚持不搞“大水漫灌”的原则，把好货币供给总闸门。
- 外部环境方面，央行此次的表述为“外部经济环境总体趋紧”“面对内外经济环境变化，因时因势更有针对性的实施宏观调控”，考虑到央行之前关于“货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，完全有能力应对各种内外不确定性”的表态，我们认为如果外部环境发生较大变化，货币政策仍将对此做出反应。
- 总的来看，本次货币执行报告延续了政治局会议与之前央行高层表态的精神，仍注重结构调整与高质量发展，故而相较于一季度，二季度货币政策将边际略有收紧，并根据经济增长和价格形势变化预调微调。但如果外部环境发生较大变化，货币政策仍将对此做出反应。
- 高频数据跟踪表明：
  - 下游方面，地产销售同比增速反弹，土地供应、成交依旧低迷。汽车销量止升反跌。整体来看，终端需求依旧不足。
  - 中游方面，价格涨少跌多，需求不振态势仍待改善。
  - 上游方面，煤炭价格趋稳。有色方面，LME铜、锌价格回落，铝价小幅抬升。原油价格震荡上行。BDI、BCI环比回升，同比跌幅收窄明显。上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势稍有改善，可能与抢出口行为有关。
- 风险提示：全球贸易争端和国内经济下行超预期。

## 一、经济数据波幅较大 动能转化持续推进

2019年4月生产增速回落偏快，表现较一季度偏弱；从三驾马车看，投资、消费、净出口纷纷走弱，经济整体处于弱复苏之势；但受益于政策预调微调，新旧动能转化持续推进，调结构效果略有显现。

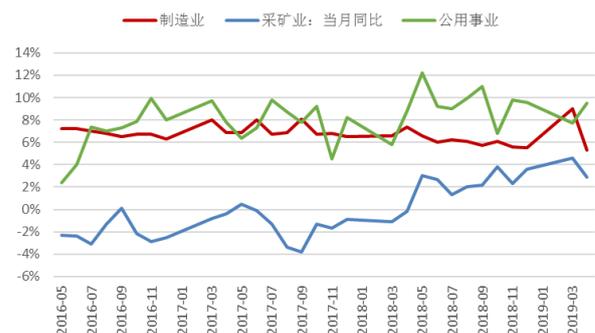
从生产端看，4月工业增加值同比增长5.4%，较3月大幅回落3.1个百分点，较一季度也回落了1.1个百分点。生产增速回落偏快，主要与3月同比增速较高、去年同期基数偏高以及政策预调微调后逆周期政策力度弱于一季度有关。具体而言，其一，受春节错位引致影响，3月同比增速较高，故而本月生产增速回落偏快；其二，去年4月同期环比增速为2018年最高值，基数偏高下本期生产增速较低；其三，从历史上看，本月工业增加值环比增速为近5年来同期新低，应与政治局会议后，调结构诉求回升而逆周期政策力度边际走弱有关。从结构层面看，仅公共事业同比增速有所回升，制造业与采矿业均有所回落，其中制造业边际降幅较大，是本期生产的主要拖累力量。从行业看，设备制造业、金属制品业、铁路等逆周期调节特征较强的行业回落幅度较大，应与政策预调微调有关；而计算机、医药同比增速有所回升，表明新旧动能转化仍在推进。展望未来，受外部不确定性增加影响，关税上调将或挤压企业利润空间，叠加由于5月调休引致工作日较去年同期减少一天影响，5月生产增速或略有回落。

图1：工业增加值回落偏快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图2：制造业同比回落明显

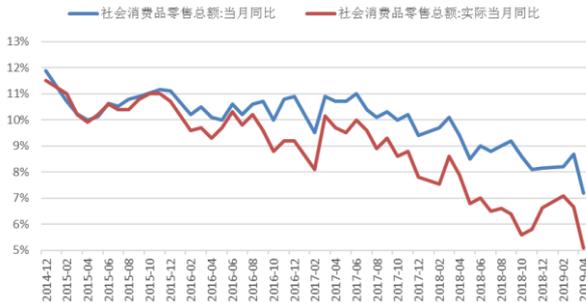


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从需求端看，消费方面，4月社零同比增长7.2%，较3月大幅回落1.5个百分点，主要是受五一假期调休变化影响。具体来说，去年五一假期对应放假日期为4.29、4.30与5.1，假期对消费的提振作用更多的反应在4月；而今年五一放假日期为5月1日至4日，假期拉动消费的作用将全部体现在5月；故而受此影响，4月社零增速降幅较大。从结构上看，必选消费同比增速纷纷回落，其中纺织、食品同比降幅明显；可选消费则表现分化，其中汽车跌幅收窄，地产链全线下调，家电、家具均有所回落，其中处于地产链前端的建筑装潢同比增速由正转负，值得

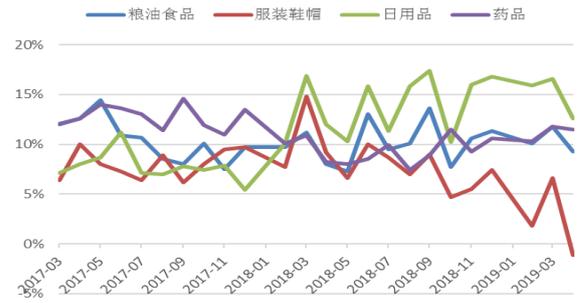
持续关注。展望未来，一方面本年五一假期时间为4天，长于往年的假期有助于激发居民的旅游与消费需求；另一方面物价上涨对消费的支撑作用仍在，故而5月社零增速应大幅反弹。但值得注意的是，从累计同比增速来看，社零增速水平依然偏低，实际社零增速创历史新低，均指向居民终端消费需求依然偏弱，消费需求或仍需政策呵护。

图 3：社零增速回落偏快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

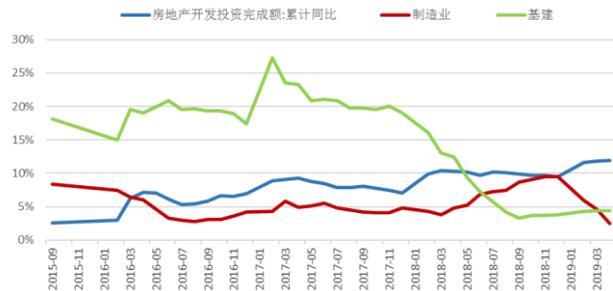
图 4：必选消费纷纷回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

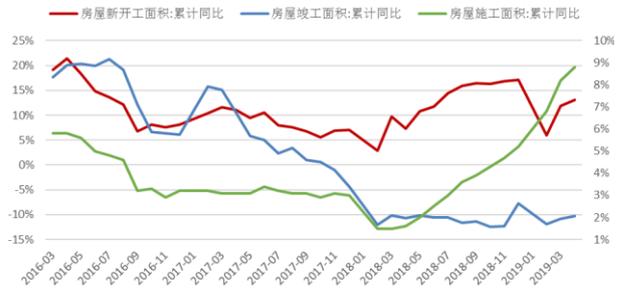
投资方面，1-4月固定资产投资累计同比增速为6.1%，较上月回落0.2个百分点，主要受制造业投资同比降幅较大影响。从结构看，地产投资增速略有上行，基建投资持平于上月，制造业投资回落偏快。受稳增长诉求逐步提升影响，基建投资仍将发力托举经济，故而投资增速或将有所回升。

图 5：制造业拖累投资增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：新开工、竣工、施工面积继续回升



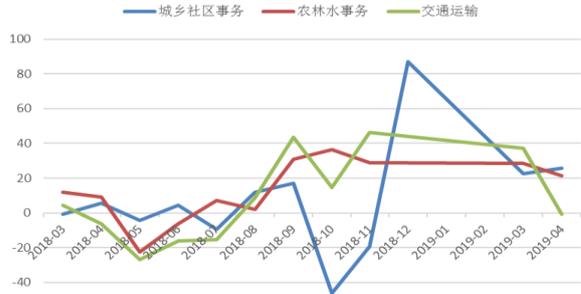
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：地产销售改善



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：财政支出中交通运输同比增速回落偏快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

具体来说，地产投资增速略有上行 0.1 个百分点至 11.9%。从结构上看，新开工面积、施工面积、竣工面积同比增速均延续了上月回升态势，其中新开工面积依旧边际回升幅度最大，我们仍认为这应与商品房销售的暂时改善有关。高频数据跟踪表明，5 月初地产销售同比增速有止升反跌的趋势，而在居民杠杆率仍高的背景下，地产销售持续改善难度较大，故而长期来看地产投资仍将下行。但考虑到短期销售改善对地产投资的支撑作用，预计 5 月地产增速仍将保持一定韧性。

制造业投资方面，本期制造业投资延续回落态势，较上月下调 2.1 个百分点至 2.5%，企业盈利回落的不利影响依然存在。从结构上看，金属制造业、设备制造业回落较为明显，计算机、医药同比增速较高且边际升幅较为明显，表明新旧动能转化仍在推进。展望未来，受企业盈利仍处于下行周期、外部不确定性风险增加以及高基数影响，制造业投资增速或仍将回落。

基建投资同比增速 4.4%，持平于上期，并未延续企稳回升之势，可能与地方债务发行量较一季度有所回落有关。2019 年 1 月至 3 月，地方政府债分别发行 3762.26 亿元、3591.84 亿元、5428.46 亿元，而 4 月地方政府债仅发行 1118.05 亿元，发行力度远小于一季度平均水平；此外，虽然财政支出小幅回升，其中城乡事务、农林水事物增速依旧较高，但交通运输同比增速回落较为明显，应与政策预调微调下，中央财政支持项边际变化更为明显有关。但外部不确定性增加的背景下，我们认为未来基建投资增速仍将有所回升。在全球扩张动能放缓的前提下，外需难以持续依仗，而从社零增速来看，消费需求亦难言改观，故而投资应是托举经济的主要抓手。地产投资在“房住不炒”下，难以持续托举经济；制造业投资受企业盈利影响仍有下行压力；故而基建投资应仍是稳定总需求的主要抓手。

总体来说，4 月生产回落偏快，消费依然偏弱，投资受制造业拖累略有下滑，表明经济仍处于弱复苏的态势，故而在外部风险有所增加的背景下，逆周期政策不宜过早退出，积极财政政策还需持续发力。但生产端与制造业投资端均显现了新旧动能转化推进的迹象，表明调结构效果略有显现。

## 二、相机抉择 适时预调微调

5 月 17 日，央行发布了 2019 年一季度货币政策执行报告，总的来说，本次货币政策执行报告是对 419 政治局会议以及央行 4 月金融数据吹风会上基调的延续。从基本面角度讲，2019 开年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期。故而在经济面有改善迹象的背景下，央行重提货币供给总闸门，并指出要以稳健的货币政

策为结构性去杠杆提供适宜的宏观经济和货币金融环境，坚持总体稳杠杆和结构性去杠杆的协调有序推进。由此来看，货币政策仍要保持松紧适度，相较于一季度，二季度货币政策或将边际略有收紧，以整体杠杆率持续提升的方式稳增长并非货币政策的政策导向。

关于 M2、社融增速与名义 GDP 增速的关系方面，一方面，央行给出了一个有关“匹配”的例子，即“2019 年以来 M2 增速与名义 GDP 增长率基本匹配，以适度的货币增长支持了高质量发展”，而 2019 年一季度，名义 GDP 增速为 7.84%，与之基本匹配的 M2 增速为 8.34%；另一方面，央行指出，2018 年末我国 M2/GDP 比例在 200%左右，M2/GDP 持续上升往往意味着债务积累，这不利于经济结构调整优化，也容易产生金融风险隐患，由此不难看出，为实现我国经济高质量发展，M2 增速不宜大于 GDP 同比增速，因此，货币政策仍将坚持不搞“大水漫灌”的原则，把好货币供给总闸门。

外部环境方面，央行此次的表述为“外部经济环境总体趋紧”“面对内外部经济环境变化，因时因势更有针对性的实施宏观调控”，考虑到央行之前关于“货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，完全有能力应对各种内外部不确定性”的表态，我们认为如果外部环境发生较大变化，货币政策仍将对此做出反应。

总的来看，本次货币执行报告延续了政治局会议与之前央行高层表态的精神，仍注重结构调整与高质量发展，故而相较于一季度，二季度货币政策将边际略有收紧，并根据经济增长和价格形势变化预调微调。但如果外部环境发生较大变化，货币政策仍将对此做出反应。

## 三、上中下游跟踪

### 3.1 地产销售增速反弹，汽车销售止升反跌

5 月第一周地产销售增速有所反弹。从结构看，各线城市同比增速均有所回升，其中一线城市边际升幅较为明显。土地方面，土地供应增速回落明显，成交增速小幅反弹，整体来看依然低迷。汽车方面，5 月第一周汽车零售同比增速为-24%，前值为 25%；批发同比增速为-44%，前值为 37%，4 月最后一周汽车销售改善的数据并未延续，故而整体来看，终端需求依旧不足。

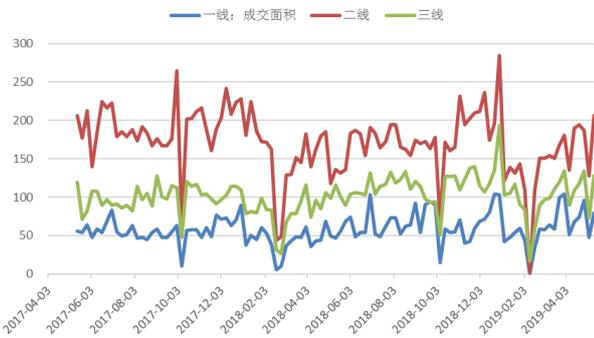
### 3.2 中游价格涨少跌多，需求不振态势仍待改善

钢铁方面，高炉开工率小幅抬升，螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷价格全线下调。铁矿石指数回升偏快。水泥价格稳中略升，中原、长江地区延续较强态势。化工方面，PTA 价格趋于回落，PTA 开工率回升偏快，涤纶 POY 小幅回落。总体而言，中游价格涨少跌多，需求不振态势仍需改善。

### 3.3 上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势略有改善

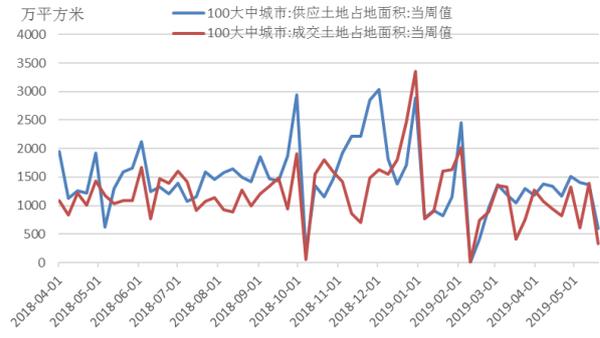
煤炭价格趋稳，六大发电集团日均耗煤量回升偏快，但同比仍小幅恶化，发电集团煤炭库存小幅抬升，秦皇岛港库存延续回升态势。有色方面，LME 铜、锌价格回落，铝价小幅抬升。原油价格震荡上行。BDI、BCI 环比回升，同比跌幅大幅收窄。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势略有改善，但这可能与全球贸易争端下，各国抢出口行为有关，长期能否延续仍待观察。

图 9: 地产销售增速反弹



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 土地供应成交依旧低迷



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 发电集团日均耗煤量回升偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 发电企业煤炭库存小幅抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 秦皇岛港库存延续回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 煤炭价格趋稳



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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\\_12417](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12417)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn