

乍暖还寒

—2019年5月中国宏观经济月报

- **海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数。** 一季度全球主要经济体GDP复苏力度超预期，欧元区经济短暂企稳，德国、意大利暂避技术性衰退，但各主要经济体的短暂复苏仍存在诸多隐忧，根基并不牢固，从而易受风险事件的冲击而难以为继。而且全球贸易仍在萎缩，前景不容乐观。在此背景下，中美贸易关系迅速恶化，将使全球经济持续的企稳和复苏失去重要的有利条件。
- **实体经济：经济乍暖还寒，贸易波澜再起。** 4月的中国经济数据中，除地产投资增速小幅上行外，其余指标均低于市场预期。在经历4月社融增速回落、PMI下滑、高频数据疲软后，市场对于经济数据回落有一定预期，但实际数据比预想要差，可谓乍暖还寒。一季度经济势头向好有赖于基建发力、地产施工加速和减税前企业备货导致生产冲高。但随着政策由稳增长向防风险倾斜，经济的脆弱性有所暴露：（1）刺激力度减小后，基建对固定资产投资增速的拉动减弱，制造业对固定资产投资增速的拖累便有所显现。（2）外需回落叠加贸易摩擦情景恶化，企业信心不足，预期偏谨慎，制造业投资和生产均趋于疲弱。整体上，4月份固定资产投资增速小幅回落程度符合市场预期，出口同比减少指向关税壁垒的负面作用正在显现。减税对PPI形成向上拉动力、对CPI形成向下拉动力。而4月工业增加值、社会消费品零售总额增速的回落受一次性因素影响较大，指示意义不强。因此4月经济数据下滑倒逼政策调整的概率较小，5、6月经济数据或对政策参考意义更为重要。
- **货币金融：社融增速小幅回落，企稳基础仍在。** 4月末M2、社融分别同比增长8.5%和10.4%，较上月末回落0.1个和0.3个百分点，基本符合预期。4月金融数据小幅回落，既反映出实体经济有效信贷需求仍然偏弱，也表明3月份数据超预期后，金融机构可能在调整投放节奏。目前债市、表外融资等依然保持基本稳定，信用企稳向好的基础较为稳健。随着外部不确定性的加剧，宏观调控可能会进一步加强预期微调，强化政策对冲效应，货币政策可能会继续保持流动性合理充裕，并适度加大结构性工具的使用力度，有效降低实体经济融资难题。
- **财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快。** 1-4月，一般公共预算收入同比增长5.3%，环比前三个月下降0.9个百分点，体现了去年以来减税降费政策的效果。非税收入增速有所回落，但仍处于近年高位，预计未来上收相关国有金融机构利润仍将是推动非税收入增速提高的主要原因。在减税降费的背景下，土地出让收入对地方政府财政的重要性将更加突出，预计政府不会允许土地出让收入有进一步的大幅下滑。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

目录

一、 海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数.....	3
二、 实体经济：乍暖还寒.....	6
(一) 生产：提前备货导致4月数据走弱.....	6
(二) 消费：节假日错位导致增速回落.....	6
(三) 投资：制造业拖累投资增速.....	7
(四) 贸易：贸易摩擦拖累出口.....	9
(五) 物价：减税降费对CPI、PPI作用不同.....	11
三、 货币金融：金融降温 信贷结构仍需优化.....	13
(一) 社融增速如期回落，结构基本稳定.....	13
(二) 贷款小幅回调，信贷结构仍待优化.....	13
(三) M2增速保持稳定，M1增速低位徘徊.....	14
(四) 流动性总量略有下降，市场利率小幅震荡.....	15
四、 财政收支：增值税减税效果待显，财政支出增速继续加快.....	17
(一) 财政收入：减税降费继续发力，增值税减税效果尚未显现.....	18
(二) 财政支出：延续积极态势，科学技术领跑各项支出增速.....	19
五、 中美贸易谈判走向何方.....	20

一、海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数

一季度全球主要经济体 GDP 复苏力度超预期。与 2018 年下半年经济增长迅速放缓的情景相比，美国、中国、欧元区、英国等主要经济体在今年一季度的 GDP 增长均有超预期的良好表现，这主要得益于各国财政和货币政策的调节效果开始显现，以及中美贸易谈判的乐观前景显著改善了投资气氛和商业信心。同时，各主要经济体的短暂复苏仍存在诸多隐忧，根基并不牢固从而易受风险事件的冲击而难以为继。在此背景下，美国本月突然上调 2000 亿美元中国输美商品关税，中美贸易关系迅速恶化，将使全球经济持续的企稳和复苏失去重要的有利条件。若中美贸易纠纷僵持或升级，全球经济将再度面临重大挑战。

全球贸易仍在萎缩，前景不容乐观。即使是在美国本月突然加征关税之前，全球贸易已有逾半年时间持续处于负增长区间，全球出口订单显著下滑，处于 2008 年经济危机以来的最差状况，制造业和运输业等产业因此遭受的冲击最大，特别是亚洲大部分出口导向型经济体受影响更为直接。当前美国贸易政策变数增大，全球经济政策不确定性恢复高位，将进一步阻碍企业的贸易需求和长期投资，打击商业信心，并冲击全球产业链。因此，今年内全球贸易的前景都不容乐观，相关产业须做好应对最差情况的准备。

图 1：亚洲外向型经济体贸易增速仍处于负区间

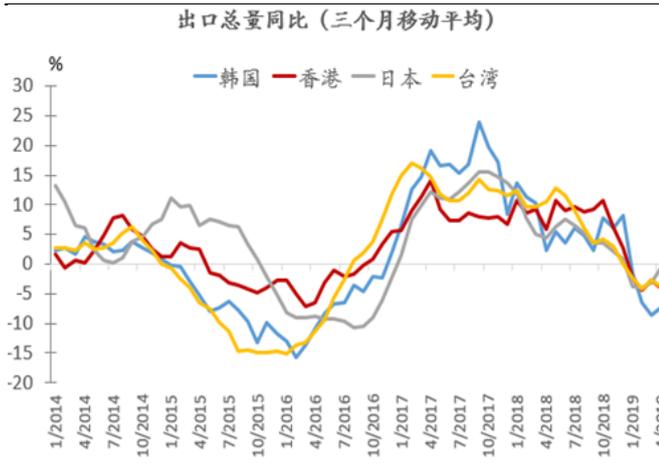


图 2：全球新订单增长疲软



图 3：主要经济体综合 PMI 指数

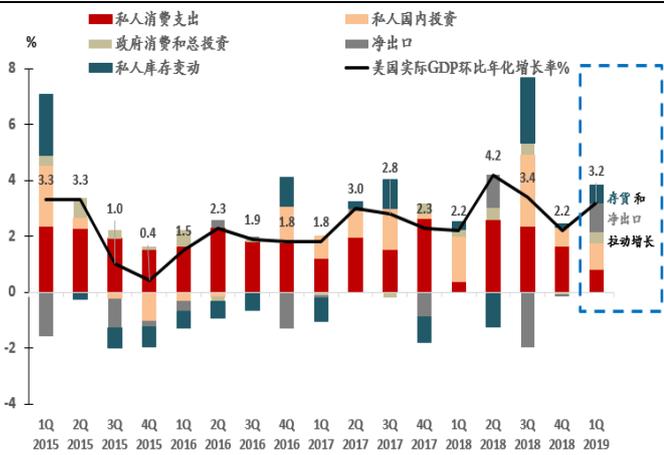
	18年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月	3月	4月
美国	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53
欧元区	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5
英国	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9
日本	52.2	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7
中国	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

美国一季度经济增长提速，但存在显著的结构隐忧。2019年一季度美国实际GDP年化增长率初值为3.2%，远超市场预期，亦高于去年四季度2.2%的增速。尽管受到政府停摆和收益率曲线倒挂等事件的负面影响，美国本轮经济扩张仍在持续，自2009年6月至今已近十年，即将成为史上最久的经济扩张期。然而，细分一季度经济数据则会发现显著的结构隐忧：由于去年四季度企业为避免可能的更高关税而加快进口和储备库存，导致一季度进口下降，净出口拉动经济增长1.03个百分点；同时，库存升至三年新高，为GDP增长贡献了0.65个百分点，而库存向来波动，并非支撑增长的稳定因素。若剔除贸易、存货和政府开支等暂时性且波动较大的部分，一季度经济增速仅为1.3%，远低于去年四季度的2.6%，是2013年二季度以来的最低增速，显示出美国经济内生动力正在减弱。一季度个人消费仅增长1.2%，较去年四季度之2.5%放缓；企业固定资产投资仅增长2.7%，较去年四季度之5.4%的增速显著放缓。

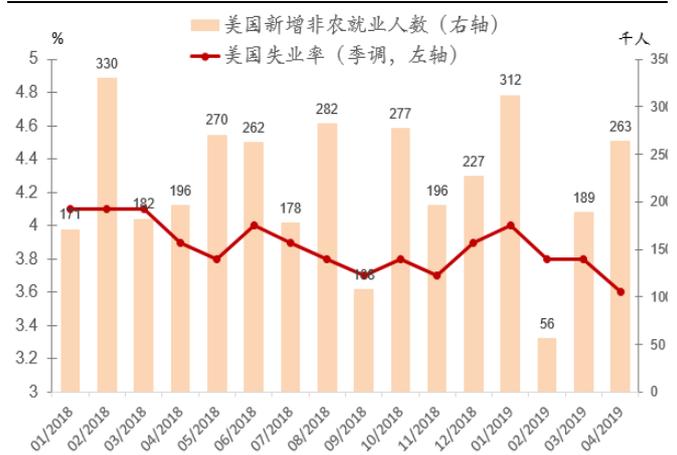
美国就业仍强劲，消费和通胀疲软。近期美国消费者信心指数略有下降，显示消费者对于经济前景的乐观情绪出现动摇，而美国对中国加征关税将进一步影响消费者信心。4月零售销售量环比下降0.2%，预计美国二季度私人消费增速的下行风险较大。就业仍然强劲，4月新增26.3万个非农就业岗位，失业率降至3.6%并创半世纪以来新低。平均时薪同比增长3.2%，但通胀提升仍缺乏动力，3月核心PCE价格指数同比增长仅为1.6%，不及美联储预期通胀目标。由于经济数据喜忧参半，美联储年内加息或减息的几率都不大，当下采取的耐心和观望立场仍有充分条件持续。

图4：美一季度GDP增长主要受存货和净出口拉动



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图5：美国就业依旧强劲，失业率降至半世纪最低

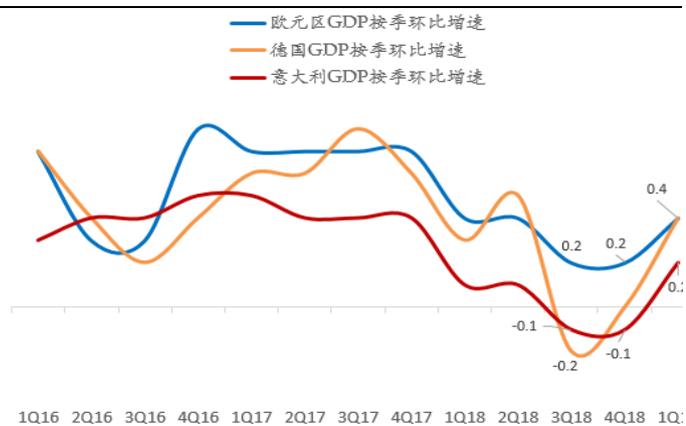


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

德国、意大利暂避技术性衰退，欧元区经济短暂企稳，但将面临更大挑战。欧元区一季度GDP同比增长1.3%，按季环比增长0.4%（初值），比去年四季度0.2%的环比增速有小幅提升，得益于德国经济的复苏以及意大利走出技术性衰退。作为欧元区最大经济体和增长引擎，德国经济在去年第三季度萎缩0.2%，第四季度环比增长为零，已徘徊在衰退边缘，今年一季度经济增速反弹至0.4%。但前瞻地看，由于贸易争端升级和英国脱欧的不确定性给出口和投资活动带来压力，今年德国经济增长将显著放缓。意大利经济在去年第三和第四季度持续萎缩，成为2013年以来首个出现衰退的欧元区国家，今年一季度GDP环比增长0.2%，暂时结束此前的技术性衰退。面对悬而未决的贸易争端、英国脱欧的不确定性以

及全球经济低迷，欧元区经济的韧性将面临更大挑战，在制造业和出口行业失去动力的前提下，服务业等内需是否能支撑经济尚未可知。

图 6：欧元区、德国、意大利一季度 GDP 增速小幅回升



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

二、实体经济：乍暖还寒

（一）生产：提前备货导致4月数据走弱

从生产看，4月份规模以上工业增加值同比增长5.4%，较1-3月累计同比增速下滑1.1pct，低于市场预期，主要原因有三方面。一是4月增值税新税率施行前企业存在备货行为，3月生产冲高分摊了部分4月生产活动。这在4月份PMI中原材料库存走高、产成品库存下滑中有所体现。二是高基数作用，去年4月工业增加值当月同比7.0%，增速为去年全年最高点。三是4月出口增速回落，对制造业生产活动造成拖累。整体看，1-4月工业增加值累计同比增速依旧录得6.2%，高于去年4季度当季同比增速。

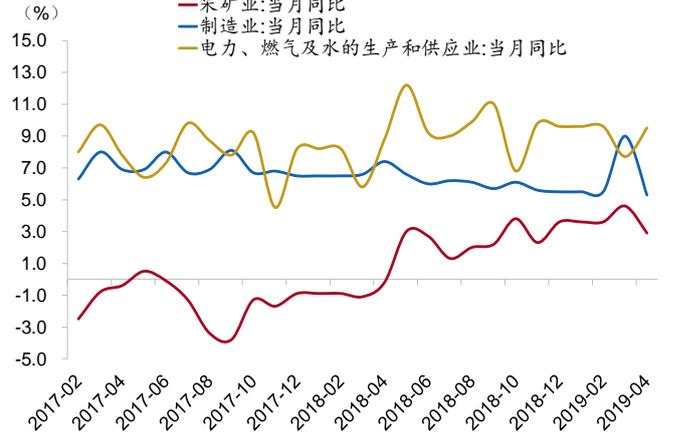
分三大门类看，工业生产回落的主要拖累因素是制造业。采矿业增加值当月同比增长2.9%，增速较1-3月累计增速提高0.7pct；制造业增长5.3%，增速较1-3月累计增速下滑1.9pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.5%，增速较1-3月累计增速提升2.4pct。分行业看，4月份专用设备、通用设备、金属制品、橡胶、纺织、电气机械、交运设备制造等行业增加值同比增速下滑较为显著。

图7：工业生产显著回落



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图8：制造业拖累生产活动



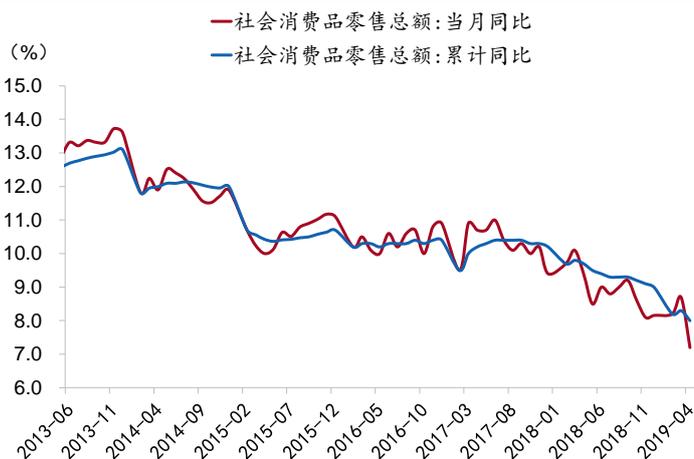
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（二）消费：节假日错位导致增速回落

4月份，社会消费品零售总额同比增长7.2%，较1-3月累计同比增速下降1.1pct。主要原因有三方面：（1）今年4月节假日较去年少2天，且是五一假期消费高峰。统计局测算，剔除假日移动因素，今年4月份增速与3月份基本持平（8.7%）；（2）地产相关消费增速走弱；（3）成品油价格下调对石油类相关消费增速行程拖累。考虑到今年5月总节假日较去年多1天、小假期多出3天且去年5月基数较低，因此5月社消增速大概率有所反弹。

分结构看，限额以上批发和零售额中除了汽车、文化用品、金银珠宝等金额同比增速有所提升外，其他类别同比增速均显著回落。

图9：社会消费品零售总额增速有所回落

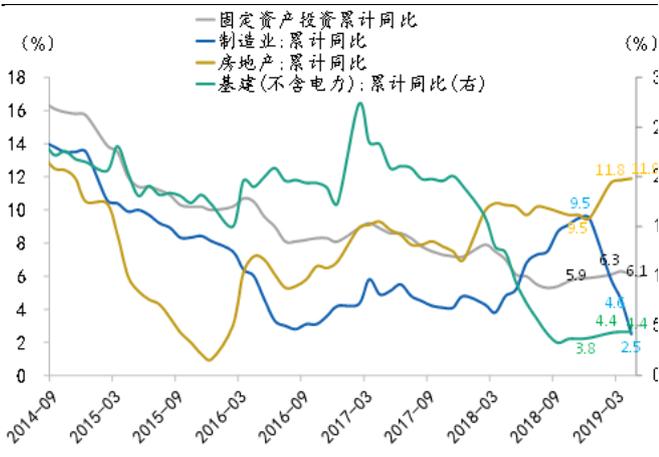


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(三) 投资：制造业拖累投资增速

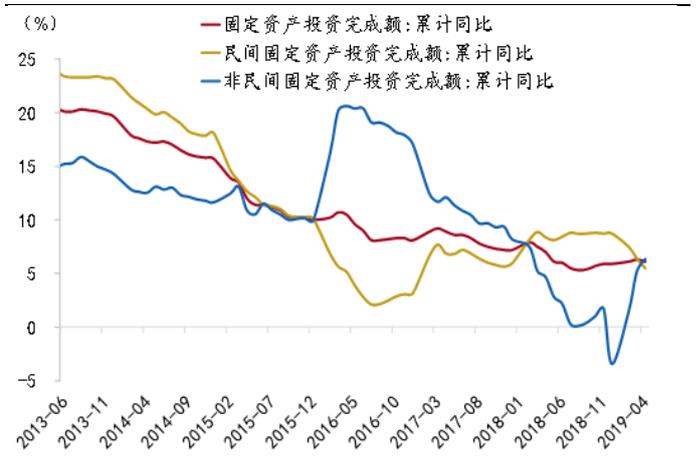
4月全国城镇固定资产投资累计同比增长6.1%，增速较前值下降0.2pct，主要由制造业和基建拖累，房地产投资增速则持续小幅上行。其中，民间投资增速继续下滑，非民间投资增速继续向上反弹。

图10：固定资产投资增速小幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

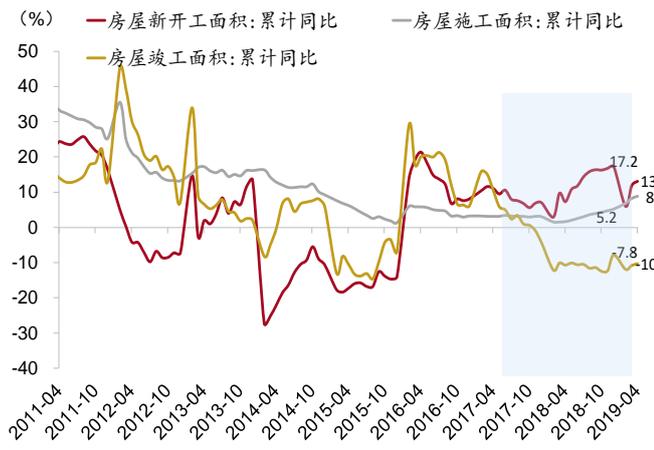
图11：非民间投资增速支撑投资增速反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4月，基建投资（不含电力）累计同比增长4.4%，增速较前值持平，全口径基建累计同比增长3%，较前值提升0.1个百分点。这一方面是由于基建投资惯性对4月数据形成支撑，另一方面也指向基建在补短板而非大水漫灌，基建发力节奏有所保留。分结构看，水利环境投资增速较前值提升0.1PCT，交运仓储行业投资增速较前值持平，电、热、燃气水投资增速较前值下滑0.2pct。

图 12: 开工向施工、竣工传导



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 13: 房企资金来源有所改善



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4月房地产投资同比增长11.9%，增速较前两月提升0.1pct，依旧受到开发商期缴土地购置费支撑和施工面积增速上升影响。年初地产小阳春改善开发商资金来源，使得4月新开工面积累计同比较3月提高1.2pct，并由开工向施工传导；4月施工面积累计同比增长8.8%，增速较前两月提高0.6pct；竣工面积累计同比下降10.3%，降幅较前前值收窄0.5pct。

4月房地产销售面积同比跌幅有所收窄，在销售重回景气之前，房企拿地仍然趋于谨慎，4月土地购置面积累计同比下降33.8%，降幅较前值扩大0.7pct。

上半年来看，房地产投资仍旧是支撑固定资产投资增速的重要因素。目前来看，房地产销售依旧疲弱，叠加土地购置费增速将会出现下滑，下半年房地产投资增速大概率会有所回落。

图 14: 设备制造、化工等行业投资增速下滑显著

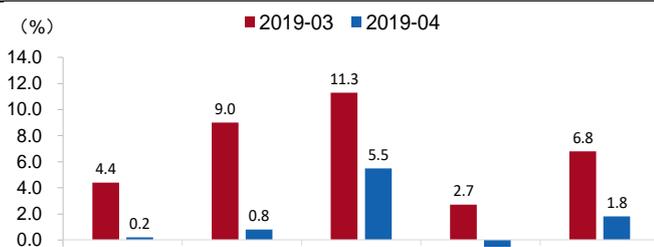
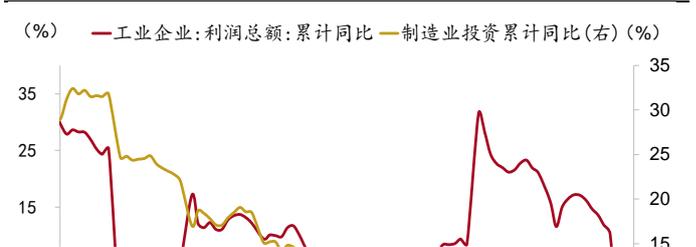


图 15: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



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_12422

