



兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2019年第10期总第66期·宏观报告

2019年5月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 李庆

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年六月



- **5月以来全球经济下行压力加大，已初步显露衰退前兆。**美国经济明显走弱，3月期和10年期国债收益率持续倒挂，显示出衰退征兆，美联储降息预期升温；英国“脱欧”风波持续，欧洲通胀再创新低，经济仍有下行风险，欧央推迟加息预期至2020年上半年；日本经济维持增长态势，但衰退的可能性进一步上升，而更多刺激政策恐难出台。
- **5月主要经济数据总体弱于预期。**一是受中美贸易摩擦升级影响，市场预期和需求下行，5月工业生产增加值增速创近29年来新低；二是基建投资托底作用未充分发挥，拖累固定资产投资增速继续回落；三是内需疲弱、大宗商品价格处于低位以及加工贸易进口谨慎等因素致使5月进口同比下降8.5%；四是结构性通胀压力上升与总需求偏弱并存；五是财政收入今年以来首次出现同比负增长；六是信贷短期冲量特征明显，企业需求仍显不足。
- **政策展望及建议。**面对内外部需求的同时下降，以及中美贸易摩擦带来的不确定性，财政政策应为稳定经济增长、打赢脱贫攻坚战、推动落实科教兴国战略提供强力支持和保障，货币政策将更注重资金面稳定和引导市场预期。更重要的是要积极妥善应对中美贸易摩擦，争取双赢的谈判结果；积极扩大开放，寻求外需替代；加快推进全方位改革，积极扩大内需。

目录

CONTENTS



01

国际经济形势分析

02

国内经济形势分析

03

宏观经济政策分析

01

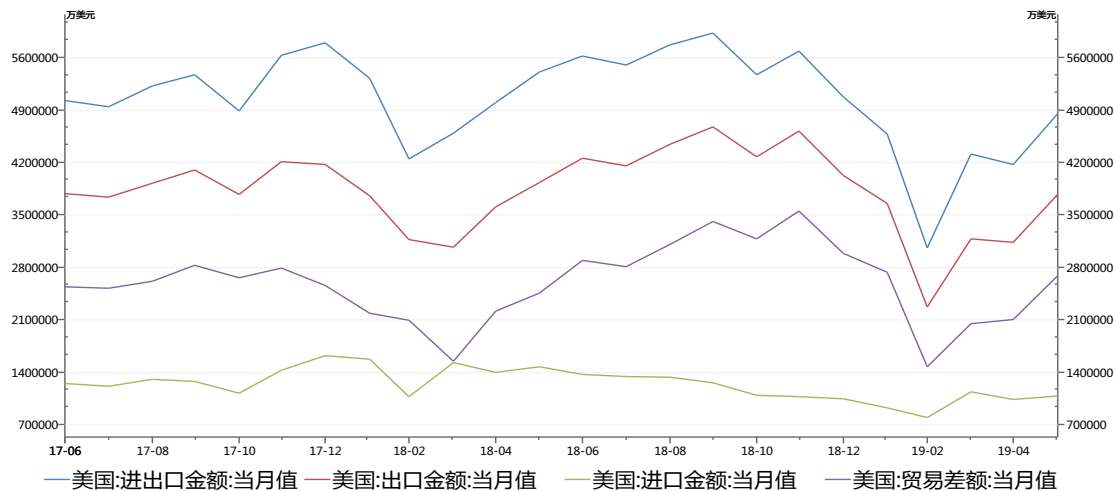


国际经济形势分析

GDP、景气指数、货币政策

1.1 美国：贸易摩擦继续加剧，预期进一步加强

美国贸易额



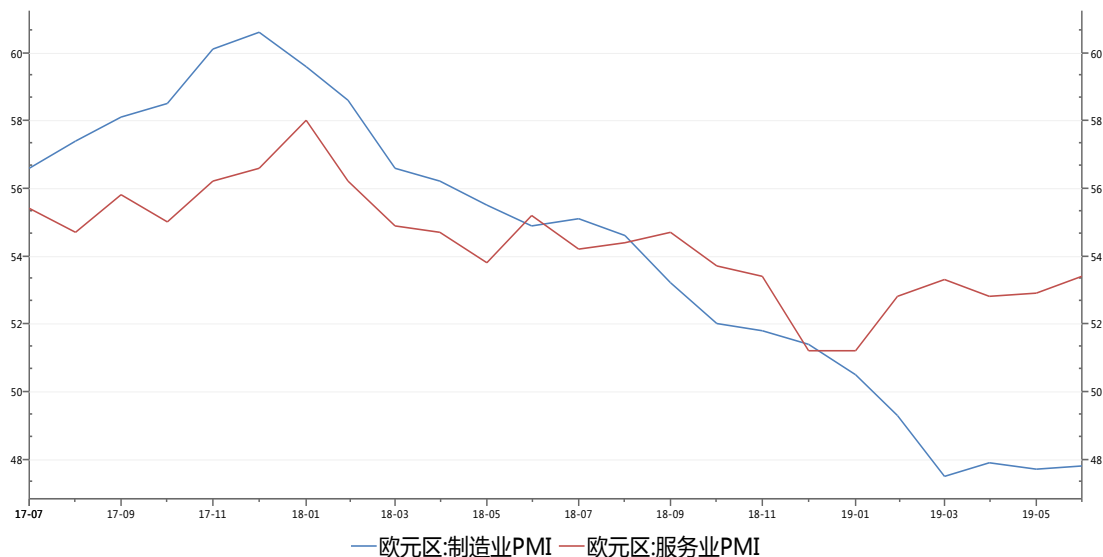
数据来源: Wind

美国经济景气度继续下降。5月Markit制造业PMI终值录得50.5%，创2009年9月以来最低；ISM制造业PMI为52.1%，创2016年10月以来新低。消费动力不足。5月份密歇根大学消费者信心指数由102.4下修至100，也反映出消费者信心不足。投资明显回落。4月耐用品订单初值环比下降2.1%，弱于预期，也低于上月的1.7%；

对降息已持开放态度，美联储降息预期急剧升温。从CME监测指标来看，美联储有超过70%的概率在6月议息会议选择按兵不动，但从7月份开始，降息概率已从一个个月前的不足20%上升至接近80%，后几次会议降息概率均超过90%，甚至不排除全年降息3次的可能性。如果美联储加入新一轮全球降息潮，则人民币面临的贬值压力可能有所缓解，货币政策受到的掣肘因素也将有所减弱。

1.2 欧元区：通胀再创新低，推迟加息预期至2020年上半年

欧元区PMI



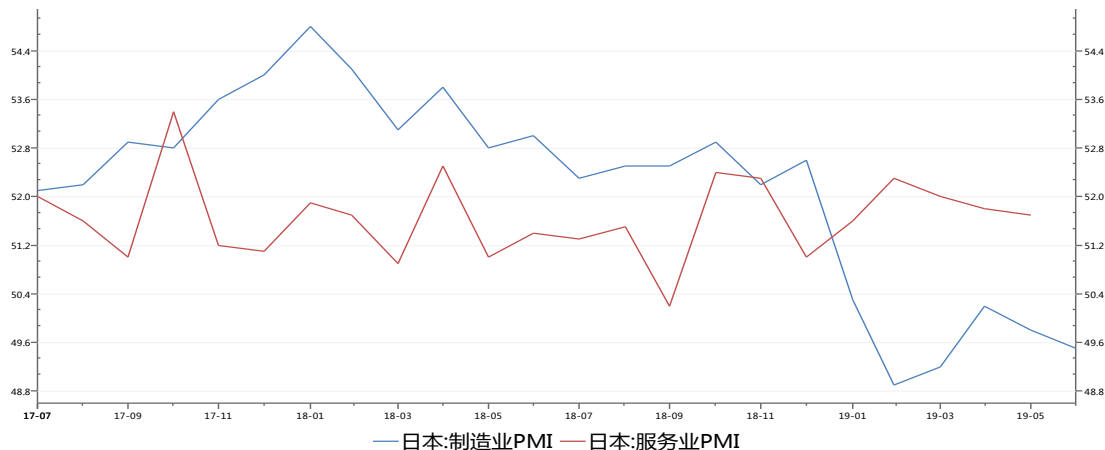
数据来源：Wind

生产较为疲软。欧元区5月制造业PMI再度掉头向下，较上月下降0.2个百分点至**47.7%**，连续第四个月位于枯荣线下方，整体依然疲软；服务业PMI较上月微升0.1个百分点至**52.9%**，好于预期。经济景气度意外回升。5月经济景气指数从4月的**103.9**升至**105.1**，结束了连续10个月的下滑趋势，主要源于对工业、服务业以及消费者信心的增强。

展望：考虑到贸易摩擦加剧冲击外需，意大利因财政纪律与欧盟关系再度紧张，英国脱欧不确定性仍存，欧元区下行风险再度增大。因此，预计欧央行将进一步向鸽派立场调整。鉴于利率前瞻指引已被用至接近极限，下一步不排除欧央行暗示重启**QE**的可能。

1.3 日本：经济增长面临压力，但更多刺激政策恐难出台

日本PMI



数据来源：Wind

制造业活动萎缩。5月制造业PMI为49.8%，较上月回落0.4个百分点，重回荣枯线以下。消费持续低迷。4月商业销售额同比下降0.3%，连续5个月负增长；5月季调后消费者信心指数下降1个百分点至39.4%，已连续第8个月恶化，并创2015年1月以来新低。

诸多因素制约日本经济增长。从外部来看，作为出口导向型经济体，日本经济深受国际经贸紧张形势影响；从内部来看，则面临劳动力短缺、居民消费增长乏力、财政负担日趋加重、创新能力有所下降等难题。财政政策方面，日本首相多次表示，只要不出现“雷曼事件”级的突发情况，将在今年10月正式将消费税税率由8%提升至10%，以扩充财源应对社保压力。货币政策方面，央行委员会仍存在分歧，只有少数委员认为，围绕经济和物价的下行风险，应提前准备扩大刺激力度，但大部分委员对此持谨慎态度。

02

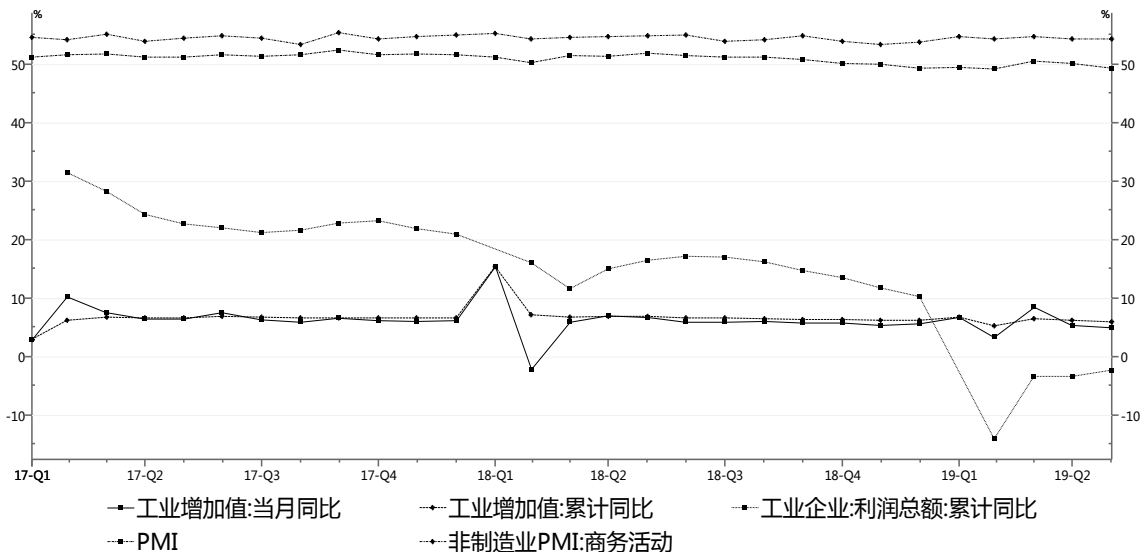


国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 增速创近29年来新低，6月有望小幅改善

工业生产及景气指数



数据来源: Wind

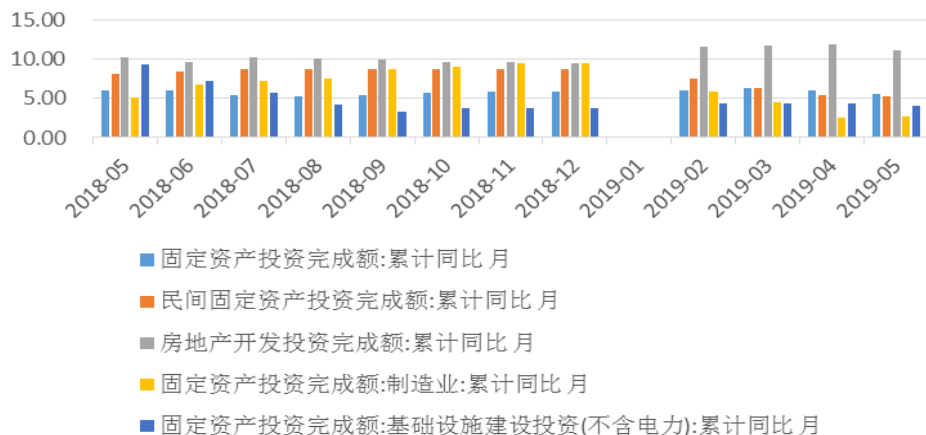
5月工业生产创近29年来新低。

工业增加值同比增长5.0%，不及预期值5.5%，较上月和去年同期分别下滑0.4和1.8个百分点，为1990年8月以来最低水平。三大门类表现为两降一升，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速较上月显著下滑3.6个百分点至5.9%，为2018年3月以来新低，成为拖累工业生产的主要因素。1-5月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，较2018年下降0.2个百分点。

展望：从需求来看，美国对中国潜在3000亿商品征收关税所涉及的企业可能继续在6月对这一部分商品抢出口，或将对出口增速和工业生产形成一定支撑；从库存来看，随着PPI在5月增速再度放缓，工业企业盈利恐将继续承压，预计企业仍将处于被动补库存阶段。加之去年同期基数较低，预计6月工业增加值或出现小幅改善。

2.2 投资：增速连续回落，基建投资尚需发力

固定资产投资分项累计同比

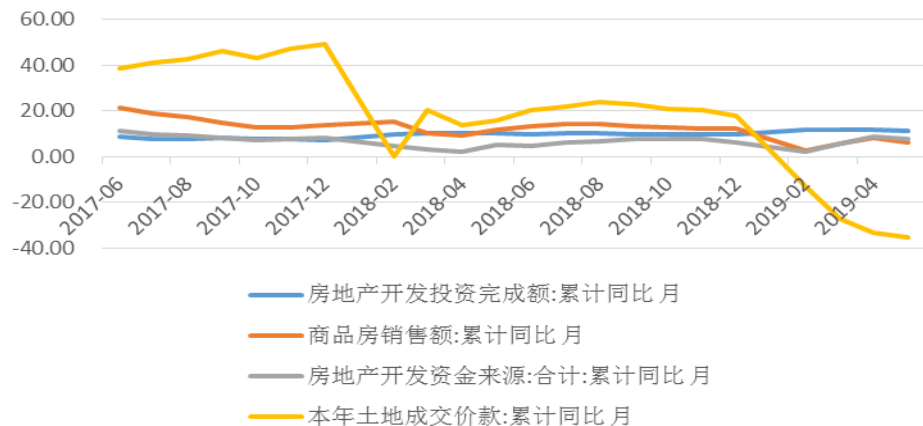


投资增速连续回落。2019年1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）217555亿元，同比增长5.6%，增速比1-4月份回落0.5个百分点，比2018年同期低0.5个百分点；经季节调整后，5月环比增长0.41%，相当于折年后增长5.03%，低于4月的5.16%。外部不确定因素和内部经济下行压力影响企业投资信心，信贷社融回暖缓慢制约企业投资空间，1-5月固定资产投资同比增速连续两月回落。

展望：一、地方政府专项债券发行和管理新规的出台允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，将对基建投资项目资本金构成补充，从而撬动新增基建投资，保障重大项目顺利实施，步入6月以来地方政府专项债发行再度加速，基建投资发力空间将有显著扩大；二、外需不确定性将继续上升，制造业投资企稳可持续性尚待观察；三、“小阳春”消退后销售疲弱影响资金来源，土地购置费和建安投资的双重支撑削弱将使房地产开发投资出现下行。因此，投资改善将在基建投资支撑下呈现渐进态势。

2.3 房地产：投资增速高位回落，关键指标全面下行

房地产投资



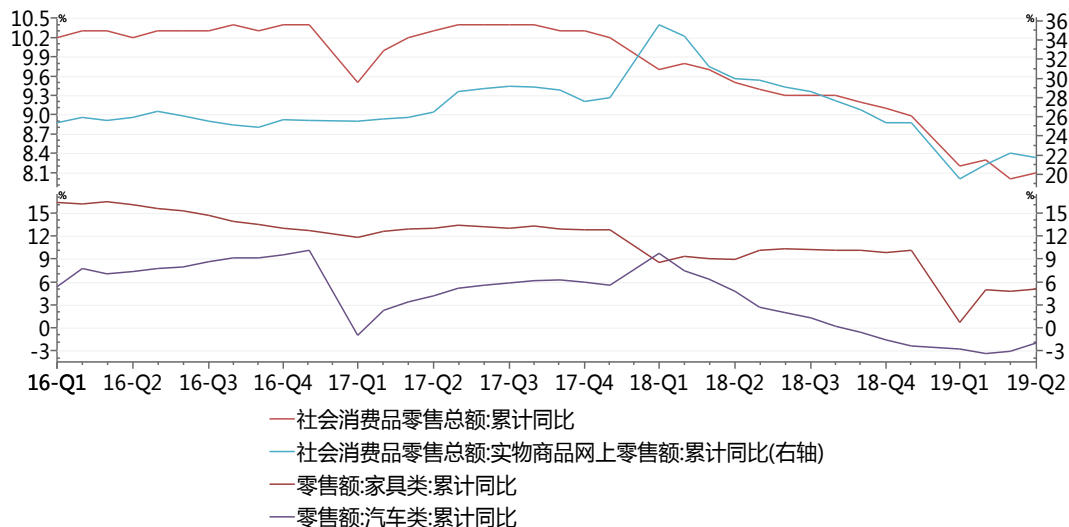
地产销售降幅再度扩大。随着3、4月楼市“小阳春”行情消退，5月楼市成交平淡，房价趋稳。1-5月商品房销售面积同比下降1.6%，降幅较1-4月扩大1.3个百分点，今年来持续位于下降区间；5月当月销售面积增速由4月的1.3%转为-5.5%，再次进入收缩区间。1-5月商品房销售额同比增长6.1%，增速较1-4月回落2个百分点；5月当月销售额增速则大幅下滑13.3个百分点至0.6%。

房地产开发投资增速高位回落。1-5月份，全国房地产开发投资46075亿元，同比增长11.2%，增速比1-4月份回落0.7个百分点，比2018年同期高1个百分点，为今年以来首次回落。从关键指标来看，商品房销售、土地购置、建设施工等各项代表性指标全面回落，地产投资扩张动力已经不足。

展望：4月中旬以来，各监管部门频频针对楼市出手，严调控基调未改。与此同时，地方针对房地产的调控措施出台次数也再次增多。房地产开发投资资料将小幅渐进下行。

2.4 消费：增速大幅回升，未来将继续保持稳健

社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源：Wind

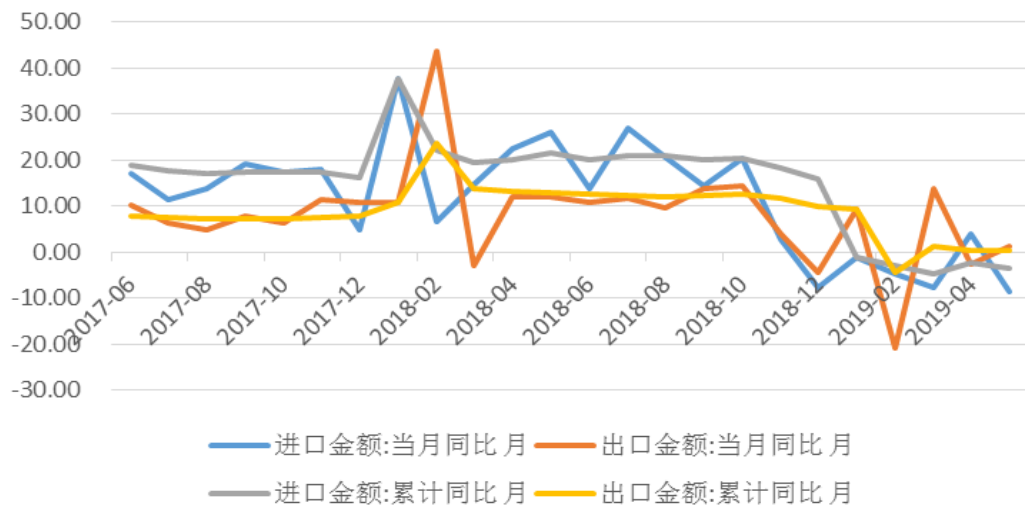
社会消费品零售总额增速大幅回升。

5月份，社会消费品零售总额同比名义增长8.6%，较上月大幅回升1.4个百分点；扣除价格因素实际增长6.4%，较上月回升1.3个百分点。1-5月累计，社会消费品零售总额同比增长8.1%，继续保持平稳较快增长。5月以来，贸易争端引发股市回调打击消费者预期和信心，但是消费仍加快增长，假日因素发挥了重要作用，带动了餐饮、石油及制品类和部分升级类商品消费较快增长。

展望：6月份，消费将展现韧劲，继续保持稳健。一方面，随着商品房销售面积和销售额增速回落，居住类消费增长倾向下行；国内成品油价格下调亦将导致石油及制品类消费减少。另一方面，国六排放标准实施促使汽车促销力度很大，汽车消费有望继续保持正增长；今年2万亿减税降费政策的逐步落地和新一轮促消费方案的出台，有利于改善居民消费能力和预期。

2.5 外贸：出口增速反弹，进口增速下滑，贸易顺差扩大

进出口金额当月同比、累计同比



展望：在全球经济放缓和中美贸易摩擦不见明显好转的大环境下，出口形势不容乐观。我国贸易显现的抗压性主要支撑因素为贸易多元化，特别是与欧洲、东盟和一带一路沿线国家贸易的拓展。中美贸易摩擦仍然是当前最大的不确定性因素，需持续关注经贸磋商最新进展。

5月出口同比增加1.1%，超市场预期。

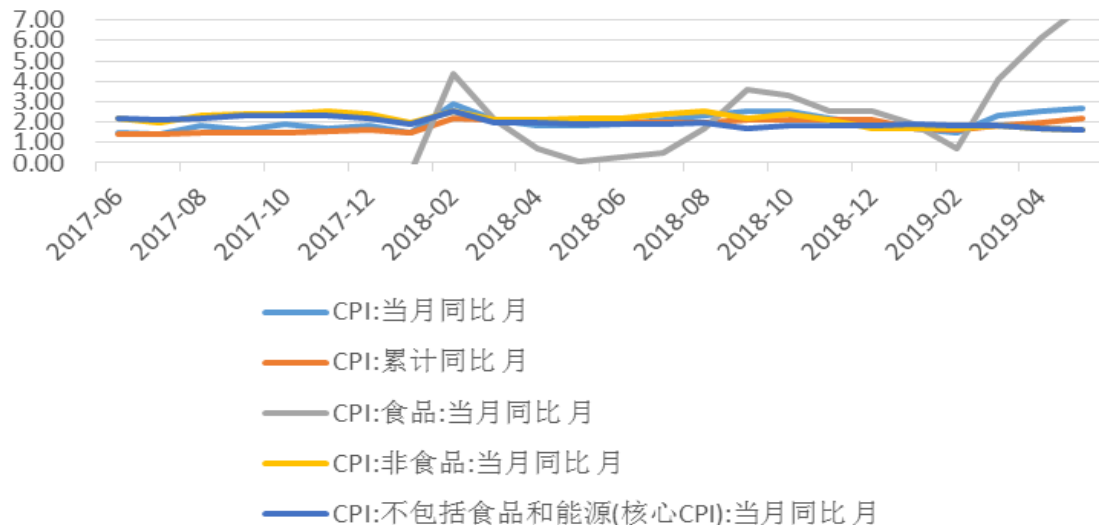
一是对剩余3000亿美元商品抢出口。二是对2000亿美元已加征关税产品影响尚未完全显现。三是贸易多元化的贡献。主要贸易伙伴中，对美国出口同比减少4.2%的同时，对欧盟、东南亚和日本出口分别同比增加6.1%、3.5%和0.5%。四是人民币汇率走弱的支撑作用。

5月进口同比下降8.5%，为2016年7月以来最大。

进口增速大幅下降的主要原因：一是内需疲弱。二是大宗商品价格处于低位。三是贸易不确定下加工贸易进口谨慎。四是高基数效应。2018年5月进口额为近几年历史同期高点，基数效应一定程度上拉低了进口同比增速。

2.6 通胀：结构性通胀与总需求偏低矛盾显现

CPI当月同比与累计同比



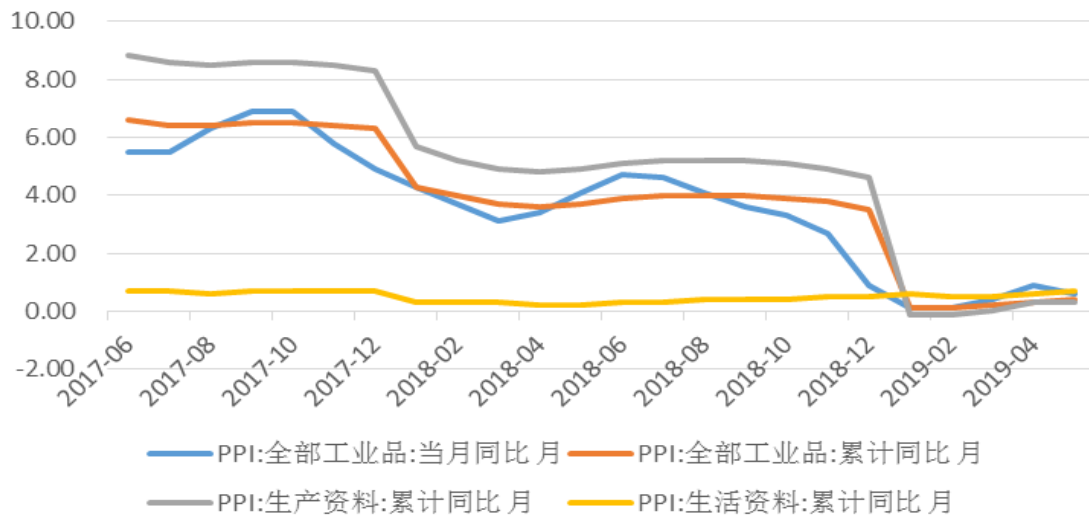
结构性因素推升CPI升高，但总需求并不旺盛。

食品价格贡献了CPI上升的大部分，当月同比上涨7.7%，涨幅较上月扩大1.6个百分点，环比上涨0.2%，明显高于历史5月的平均水平。从非食品看，当月环比持平，同比上涨1.6%，处在历史平均区间的下缘，并未显示明显通胀压力。在非食品七大类中，衣着与医疗两大类价格环比上涨0.1%，其余类别中，居住、交通通信、生活用品、其他类价格均环比持平，其中交通通信类价格在燃料价格明显上涨的支撑下，仍未出现环比上涨，教育文化和娱乐则受五一四天假期结束影响明显回落。

5月CPI同比继续回升。根据国家统计局公布的数据，5月份CPI同比上涨2.7%，增速较4月上升0.2个百分点，基本符合市场预期，环比上涨0.1%。其中，城市同比上涨2.7%，农村上涨2.8%；食品价格上涨7.7%，非食品价格上涨1.6%；消费品价格上涨3.2%，服务价格上涨1.9%。

2.6 通胀：短期内CPI还将上行，PPI同比已达年内高点

PPI当月同比与累计同比（201706--201905）

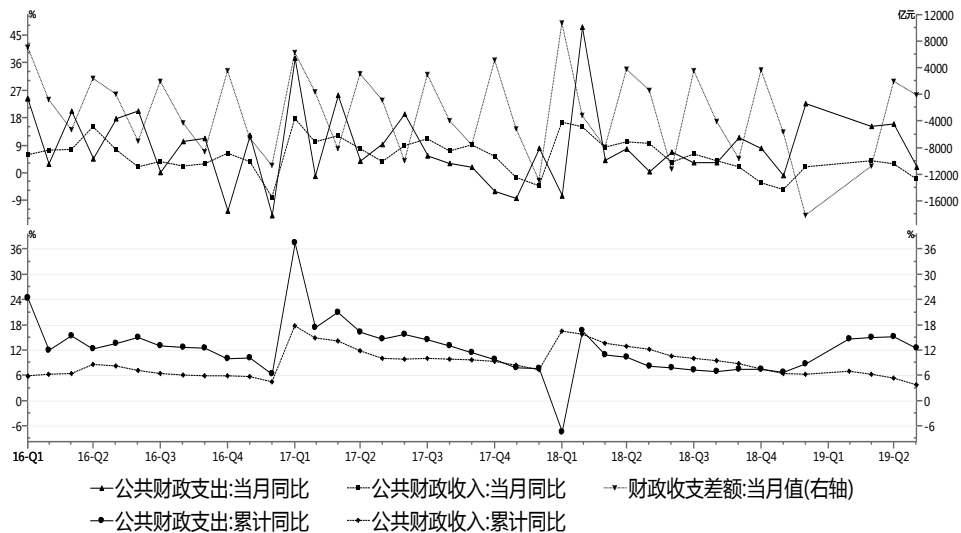


5月PPI同比上涨0.6%，环比上涨0.2%，略高于市场预期——此前5月PMI出厂价格录得49%，加上国际大宗商品价格下跌，使得市场对PPI预期有所降低。最终本月PPI环比仍意外上涨，而同比增速回落主要是去年同期基数抬高影响。目前来看，受内外需回落影响，以及去年同期基数升高，后续PPI同比增速继续回落将是大概率事件。

展望：总体看，尽管本月CPI同比上升，PPI也略好于预期，但核心CPI同比增速较上月下降0.1个百分点至1.6%，为2016年9月以来最低。因此，必须关注总需求偏弱和结构性通胀压力上升同时存在的矛盾。在内外需出现回落的当下，货币政策需要保持稳健和流动性合理充裕，而不宜收紧，宜采用供给侧工具调控结构性的物价上涨问题。

2.7 财政：收入同比下降，支出增速回落

财政收支当月、累计同比及收支差额



数据来源：Wind

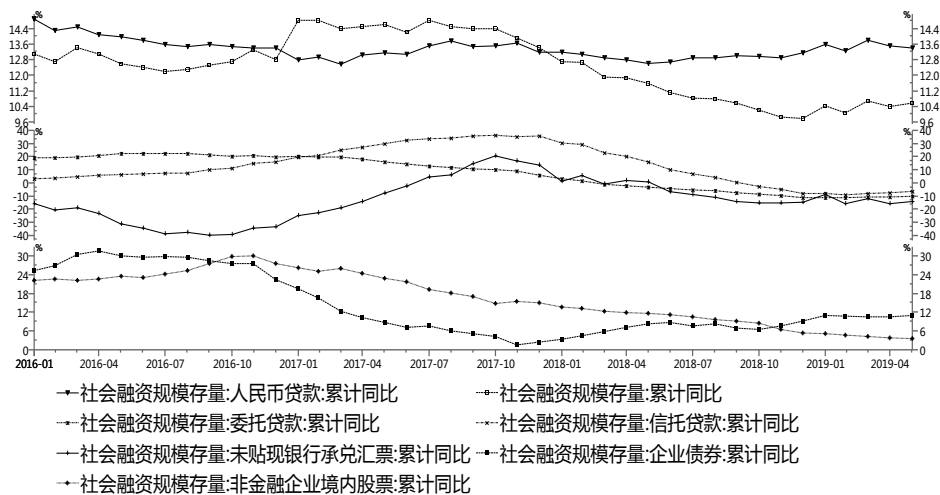
财政收入负增长。5月份，全国一般公共预算收入同比下降2.1%，较上月大幅下滑4.9个百分点，为今年以来首次出现同比负增长，其主要原因在于税收收入增速同比下降7.0%，较上月大幅下滑9.5个百分点，这既是当前经济压力的反映，又是财政政策加大逆周期调节力度的体现。

财政支出增速回落。5月份，全国一般公共预算支出同比增长2.1%，较上月低13.8个百分点，但仍高于财政收入增速4.2个百分点。1-5月份，全国一般公共预算支出为年初预算数的39.5%，较去年同期高0.1个百分点。从主要支出项目来看，交通运输支出、节能环保支出和科学技术支出分别同比增长32.7%、29.8%、29.3%，重点领域支出继续保持较快增长。

展望：减税降费政策的实施，叠加经济下行压力，预计财政收入增速将继续回落。随着财政收支缺口增大，预计财政支出增速提升空间有限，在支出结构上发力的可能性较大。

2.8 金融：总量平稳结构偏弱，宽松取向料将继续

社会融资规模结构

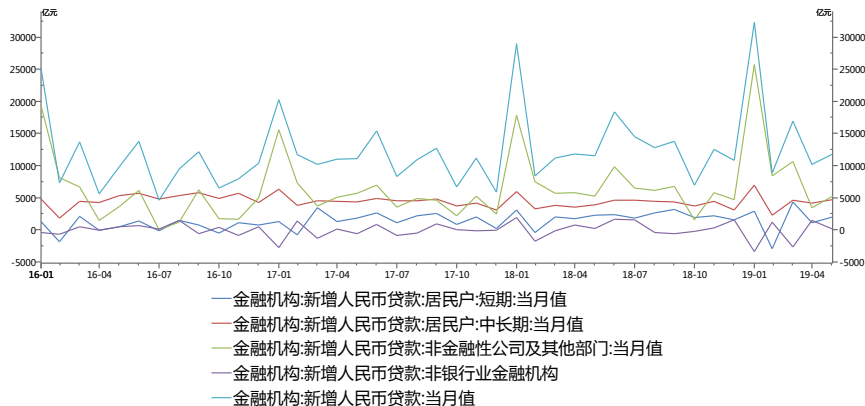


数据来源: Wind

新增人民币贷款回升，短期冲量特征明显，企业需求仍显不足。5月新增人民币贷款1.18万亿元，同比多增300亿元，环比多增1600亿元。从期限结构上看，中长期贷款仍是新增贷款主要部分。从主体结构上看，居民户贡献过半，企业需求仍显不足。居民贷款

表外融资回暖带动社融同比回升。5月新增社融1.4万亿元，同比多增4482亿元，环比多增408亿元。存量同比增速提高0.2个百分点至10.6%，去年同期基数较低是重要原因。从各项情况看，社融口径新增人民币贷款1.19万亿元，同比多增504亿元。表外融资减少1453亿元，同比少减2762亿元。

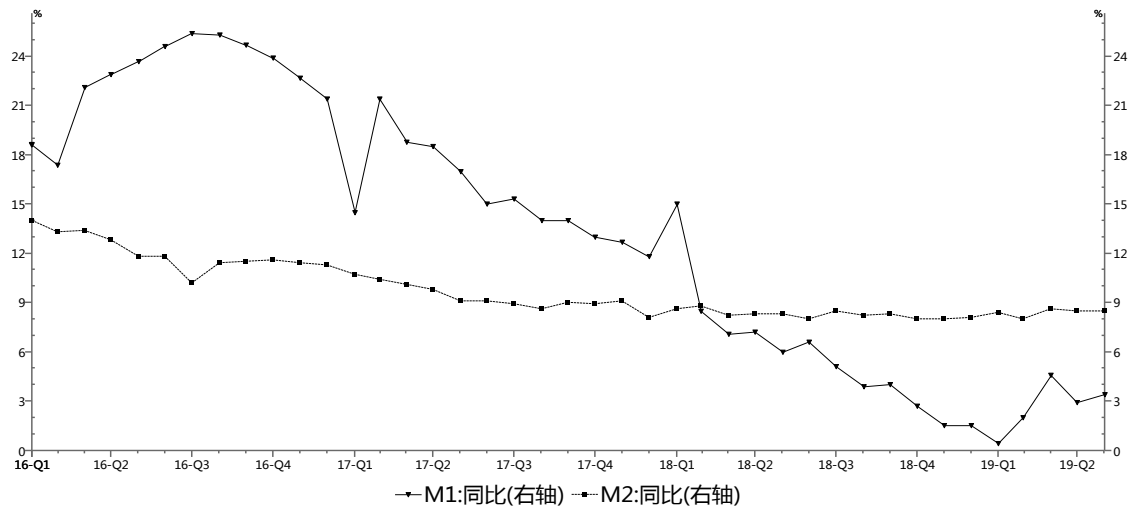
金融机构新增人民币贷款 (201601-201905)



数据来源: Wind

2.9 金融：总量平稳结构偏弱，宽松取向料将继续

M1、M2新增同比



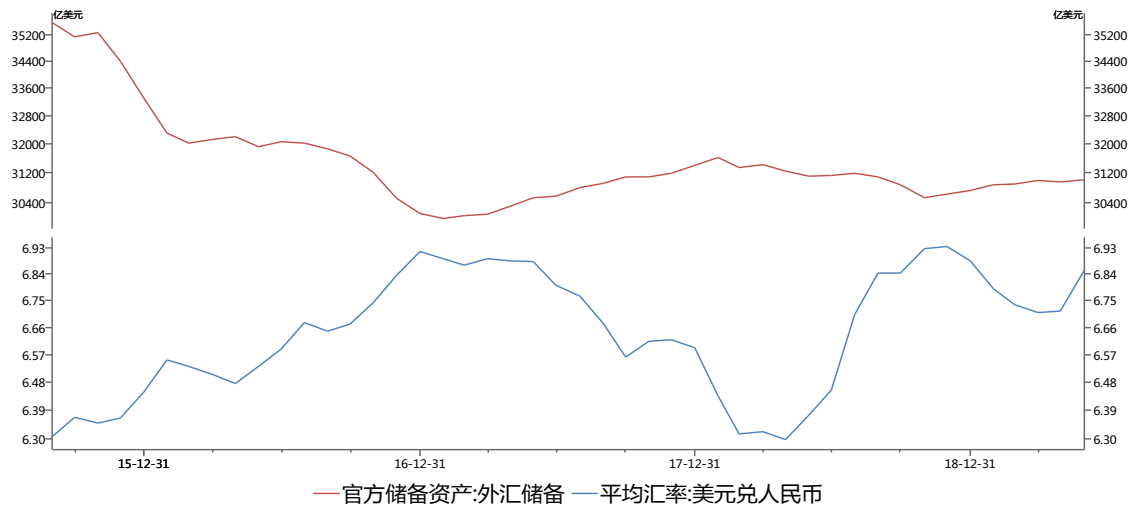
数据来源：Wind

展望：中美贸易争端悬而未决，加之包商银行事件的后续影响仍需抚平，短期内中国货币政策宽松取向有望持续。地方政府专项债新政和低基数效应是社融上升的支撑因素，而经济下行和社融增速与名义GDP增速基本相匹配则意味着社融上升空间有限。

M1增速小幅回升，M2增速持平。企业存款同比增长，带动5月M1增速回升至3.4%，5月末M1余额54.44万亿元。5月社融企稳，但由于处于缴税期财政存款增加拖累，5月M2同比增长8.5%，与上月持平，5月底M2余额189.12万亿元。从存款结构上看，5月金融机构新增人民币存款1.22万亿元，同比少增800亿元。其中，居民存款新增2417亿元，同比多增251亿元；企业存款新增1181亿元，同比多增1042亿元；财政存款新增4849亿元，同比多增近1000亿元；非银存款新增409亿元，同比少增1735亿元。

2.10 汇率：人民币汇率较大幅度贬值，外汇储备稳中有升

外汇储备与汇率



数据来源：Wind

展望：尽管国际环境错综复杂，全球经济和金融市场不稳定不确定因素较多，会加大跨境资金波动，但我国经济基本面稳健，人民币汇率双向浮动弹性明显增强，总体有利于外汇储备规模保持稳定。

5月人民币兑美元汇率出现较大幅度贬值。前半个月，美元兑人民币即期汇率收盘价由4月底的6.7366持续走强至5月17日的6.9138，此后一直在6.91附近上下波动。整月来看，美元兑人民币中间价上调1706bp至6.7286，在岸即期汇率贬值1654bp至6.902，离岸即期汇率贬值1991bp至6.9369。**截至5月末，我国外汇储备规模为31010亿美元，环比上升61亿美元，升幅为0.2%。**5月份，我国外汇市场供求基本平衡，主要渠道跨境资金流动状况保持稳定，在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下，外汇储备规模小幅上升。

03



宏观经济政策分析

财政政策、货币政策、金融监管、财政规范

3.1 促进消费升级

《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》

巩固产业升级势头，不断优化市场供给。努力增强新产品供给保障能力，创新发展智能汽车，积极推进5G手机商业应用。

增强市场消费活力，积极推动更新消费。着力破除限制汽车消费的市场壁垒，大力推动新能源汽车消费应用，深入开展家电和消费电子更新换代。

提升消费支撑能力，完善配套使用环境。逐步完善充换电、停车等基础设施，建立健全家电基层营销网络，加强通信网络建设。

畅通资源循环利用，构建绿色产业生态。严格执行老旧产品淘汰规定，加快建立废旧电子产品信息安全管理规范，不断提高旧产品资源利用水平。

3.2 部署降成本工作

《关于做好2019年降成本重点工作的通知》，要求在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫，巩固“三去一降一补”成果，加大“破、立、降”力度，降低全社会各类营商成本，有效减轻企业负担。

坚持降成本与推进高质量发展相结合，坚持降成本与推动产业转型升级相结合，坚持降低企业外部成本与企业内部挖潜相结合，充分调动各方面积极性，确保各项政策措施落实到位。

继续推动大规模减税和降费；加大金融对实体经济的支持力度；持续降低制度性交易成本；明显降低企业社保缴费负担；继续降低用能用地成本；推进物流降本增效；提高资金周转效率；支持企业内部挖潜等。

3.3 政策展望

财政政策方面，为稳定经济增长、打赢脱贫攻坚战、推动落实科教兴国战略提供强力支持和保障。一是依法合规做好专项债融资。财政部将督促指导地方政府加快新增专项债券发行使用进度，有力支持国家重大区域发展战略，发挥对民间投资的撬动作用，促进经济平稳健康运行。二是加快建设扶贫资金动态监控机制。对扶贫项目资金实施全过程绩效管理，提高资金使用效率，坚决防止资金被挤占挪用。三是推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革。

货币政策将更注重资金面稳定和引导市场预期。一是货币政策将继续维护流动性的合理充裕。央行将继续坚持“流动性合理充裕”和“市场利率水平合理稳定”的狭义流动性调控基调，对流动性采取积极呵护态度，为货币信贷和社融规模合理增长营造良好的货币金融环境。二是货币政策工具运用将相机而动，更加灵活。当前全球经济放缓使得各国货币政策“转鸽”，我国货币政策放松空间更加充足，有利于坚持“以我为主”，保持货币政策的有效性。三是注重引导和稳定市场预期。5月以来，央行针对货币信贷数据走势、汇率波动、包商银行被接管事件、同业市场波动等情况均通过召开会议、主动发声、接受采访、数据解读等稳定预期，释放积极信号，有力地化解了市场忧虑，预期引导已经获得市场广泛认可。四是继续把金融供给侧结构性改革作为重点任务。为优化金融供给体系，央行将对中小银行流动性状况给予密切监测并加强支持力度，通过多种方式提高中小银行流动性管理和资产负债管理水平，采取有效措施防范金融市场风险，提高中小银行服务实体经济的能力。

免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。