

# 民银智库研究

2019年第15期

总第107期

中国民生银行研究院

2019年6月15日

## 全球衰退风险前兆初显 扩大内需成为当务之急

——2019年6月宏观经济形势分析报告

### 宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- **5月以来全球经济下行压力加大，已初步显露衰退前兆。**摩根大通全球制造业PMI指数和OECD综合领先指标均连续回落至多年来低位。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，欧央行推迟加息预期至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；主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化。我国面临的外部挑战与不确定性继续增加。
- **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。与此同时，制造业投资、社会消费品零售总额与出口增速的反弹成为为数不多的亮点，但与季节性、抢出口等因素有关，可持续性仍然存疑。
- **经济内生企稳动力尚需稳固。**中美贸易争端悬而未决，国内需求尚不强劲，抢出口因素或在短期内对出口增速和工业生产形成一定支撑，但缺乏可持续性，同时制造业投资和房地产开发投资仍有下行压力。因而逆周期调节政策重要性上升，财政端的减税降费和货币端的边际放松将发挥稳增长、扩内需作用，为应对经济下行挑战做好准备。
- **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

<b>一、 全球宏观经济形势分析 .....</b>	<b>1</b>
美国：贸易摩擦继续加剧，降息预期进一步加强.....	1
欧洲：通胀再创新低，推迟加息预期至 2020 年上半年.....	2
日本：经济增长面临压力，但更多刺激政策恐难出台.....	4
新兴市场：增长普遍放缓，政策转向鸽派.....	6
<b>二、 我国宏观经济形势分析 .....</b>	<b>7</b>
工业：增速创近 29 年来新低，6 月有望小幅改善.....	8
投资：增速连续回落，基建投资尚需发力.....	10
房地产：投资增速高位回落，关键指标全面下行.....	11
消费：增速大幅回升，未来将继续保持稳健.....	13
外贸：出口增速反弹，进口增速下滑，贸易顺差扩大.....	14
通胀：结构性通胀与总需求偏低矛盾显现.....	16
财政：收入同比下降，支出增速回落.....	17
金融：总量平稳结构偏弱，宽松取向料将继续.....	19
汇率：人民币汇率较大幅度贬值，外汇储备稳中有升.....	21
<b>三、 政策回顾与展望 .....</b>	<b>22</b>
主要宏观政策回顾.....	22
政策展望.....	24
政策建议.....	25
<b>主要宏观经济及金融数据一览表 .....</b>	<b>27</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

5 月以来全球经济下行压力加大，已初步显露衰退前兆。5 月摩根大通全球制造业 PMI 指数由 50.4% 进一步降至 49.8%，自 2017 年 12 月以来持续放缓，为 2012 年 10 月以来最低水平。OECD 综合领先指标 4 月已降至 99.1，已连续 16 个月放缓，降至金融危机以来最低水平。

分国别来看，美国经济明显走弱，经济景气度继续下行，3 月期和 10 年期国债收益率持续倒挂，显示出衰退征兆，叠加贸易摩擦加剧，美联储降息预期骤然升温；英国“脱欧”风波持续，欧洲生产和内需数据下滑，通胀再创新低，经济仍有下行风险，欧央行推迟加息预期至 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，同时由于安倍经济学边际效益正在减少，政策成本日渐上升，更多刺激政策恐难出台；主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化，印度央行年内已第三次降息，俄罗斯、南非等国降息预期也有所升温。多国正面临衰退风险，我国面临的外部挑战与不确定性继续增加。

### 美国：贸易摩擦继续加剧，降息预期进一步加强

美国经济明显走弱。经济景气度继续下降。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 50.5%，创 2009 年 9 月以来最低；5 月 ISM 制造业 PMI 为 52.1%，创 2016 年 10 月以来新低。消费动力不足。4 月零售销售同比增速由 3.8% 回落至 3.1%，环比由 1.7% 回落至 -0.2%。4 月个人消费支出环比增长 0.3%，略高于预期，但远弱于 1.1% 的前值。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%；扣除飞机非国防资本耐用订单环比下降 0.9%，同样弱于预期和前值。房地产市场开始回落。4 月成屋销售年化环比下降 0.4%，好于前值 -4.9%，但弱于预期的 2.7%，年化销售总数 519 万户，弱于预期和前值，正从近 11 年半的高位回落。4 月新屋销售环比下降 6.9%，远弱于上月的 8.1%，年化销售户数为 67.3 万户，弱于上月的 72.3 万户。

降息必要性上升。5 月以来，美联储最为关注的两个指标都不及预期。从物价来看，4 月份核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%，与 3 月持平，与 2% 的目标仍然相去甚远。季调后的 5 月核心 CPI 同比上涨 2.0%，弱于上月的 2.1%；环比上涨 0.1%，与上月持平。从就业指标来看，5

月非农新增仅为 7.5 万，不及市场预期的一半，失业率仍然维持在 3.6% 的近 50 年最低水平，但市场更关注的平均时薪环比增长 0.2%，逊于预期的 0.3%，与前值持平；同比增长 3.1%，是去年 9 月以来的最低水平。另外，自 5 月 23 日以来，3 月期和 10 年期美国国债收益率持续倒挂，6 月 3 日曾高达 28 个基点，这通常预示着随后可能会出现经济衰退，也使美联储降息的必要性增强。

**美联储态度软化。**5 月下旬美联储公布的议息会议纪要指出，即使全球经济和金融环境继续改善，以耐心的方式判断未来联邦基金利率目标区间调整可能也在一段时间内仍然适合，尤其是在经济温和增长、通胀压力减弱的环境下。但随着中美贸易摩擦加剧，形势正在发生变化，鲍威尔的态度也出现软化。他在 6 月初的一次公开讲话中提出，“若贸易摩擦弱化经济形势，美联储准备好为维持经济扩张而适当行动”，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。

**中美贸易摩擦继续加剧。**继宣布将 2000 亿美元中国输美产品关税上调至 25% 之后，美方表示将对另 3000 亿美元产品加征关税问题举行听证会，其后特朗普签署行政命令，宣布美国科技面临威胁，全国进入紧急状态。在此紧急状态下，美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所生产的电信设备。此举将使过去几十年间形成的基于分工协作的全球供应链受到严重冲击。我国采取了针锋相对的措施，自 6 月 1 日起将 600 亿美元美国商品中的大部分商品关税上调。商务部还宣布将针对严重损害中国企业正当权益的实体建立所谓的“不可靠”实体清单，具体措施将于近期公布。虽然贸易摩擦短期内急剧升温，但 6 月底的 G20 东京峰会中美双方有望举行会晤，届时可能会有一定的转圜余地。

### **欧洲：通胀再创新低，推迟加息预期至 2020 年上半年**

**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。4 月工业产出同比下降 0.4%，好于预期和前值，连续五个月未实现正增长。**内需有所趋弱**。4 月零售销售指数同比增长 1.5%，较 3 月下降 0.5 个百分点。5 月消费者信心指数由上月的 -7.3 升至 -6.5，仍为近两年来较低水平。由于全球贸易紧张态势继续，6 月 Sentix 投资者信心指数急剧恶化，由上月的 5.3 大幅下滑至 -3.3，大幅逊于预期，为 2015 年以来次低水平。其中，德国投资者信心跌至 -0.7，为 2010 年 3 月以来首次落入负值区间。**通胀再创新低**。5 月 CPI 同比上涨 1.2%，较上月下降 0.5 个百分点，创 2018 年 4 月以来新低，主要受能源和服务价格显著下滑拖累；核心 CPI 同比上涨为 0.8%，较上月显著下降 0.5 个百分点。**就业形势持续向好**。4 月欧元区失业率较上月下降 0.1 个百分点为 7.6%，维持逾 10 年来新低。**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。

**欧元区下调明后两年经济和通胀预期**。在 6 月 6 日的货币政策会议上，欧央行上调 2019 年经济增速预期 0.1 个百分点至 1.2%，下调 2020 和 2021 两年增速预期至 1.4%；上调 2019 年通胀预期 0.1 个百分点至 1.3%，但下调 2020 年通胀预期 0.1 个百分点至 1.4%。经济方面，会前公布的数据显示，受家庭消费支出提振，欧元区一季度 GDP 环比终值为 0.4%，连续两个季度保持上行；同比终值较初值下修至 1.2%，与上季持平。成员国中，德国 GDP 环比增速从上一季度的零增长反弹至一季度的 0.4%，意大利也从连续两个季度的技术性衰退中复苏，一季度 GDP 环比增长 0.2%。在此背景下，欧央行认为经济增长风险仍然偏向下行，但经济数据并不差，陷入经济衰退的风险较低。通胀方面，欧元区通胀迟迟难以达到 2% 的政策目标，引发市场担忧。对此，欧央行本次会议回应称，核心通胀将在中期上升。欧央行将严肃对待通胀预期下滑，但通缩可能性并不存在。

**欧央行宣布新一轮定向长期再融资操作(TLTRO)主要利率为 0.1%**。欧央行在 6 月议息会议上宣布，每一次 TLTRO 操作利率将设定在比欧元区主要再融资平均利率高出 10 个基点的水平（即 0.1%），对于符合条件的净贷款超过基准的银行，TLTRO III 的利率会较低，可低至在整个操作期间的存款工具平均利率上加 10 个基点的水平（目前标准为 -0.3%）。这意味着 TLTRO-III 的利率区间为 -0.3% 至 0.1%，高于上一轮 TLTRO-II 时

-0.4%至 0.0%的区间，实际相当于针对银行小范围变相加息 10 个基点，打消了市场对欧央行进一步强化负利率政策的预期。

**欧央行推迟加息预期至 2020 年上半年。**本次议息会议上，欧央行维持三大利率不变，将加息时点预期由 2019 年年底推迟至 2020 年上半年，为半年内第二次推迟。这一举动看似鸽派，但实际上，这意味着欧央行在未来 12 个月内不会降息。加之欧央行上调了 2019 年增长和通胀预期，并在声明中采用了“保持利率在当前水平”而非“保持利率在当前或更低水平”的措辞，因此本次利率前瞻指引反而令市场备感鹰派。特别是在当前包括新西兰、澳大利亚和印度等全球主要央行接连降息、美联储年内降息预期已超过 90%的情况下，欧央行对未来加息的前瞻指引显示出其再度面临政策改变慢于形势进展的风险。“保持利率不变直至 2020 年上半年”这一表态实际已难以起到宽松作用，这也意味着欧央行已将利率前瞻指引这一工具用到了接近极限。

为安抚市场情绪，会后欧央行行长德拉吉表示，如果需要，欧央行可以降息。如果降息，有可能使用利率分级制度。欧央行的前瞻指引调整并不是偏向加息。欧洲央行距离政策正常化仍旧遥远，因为经济情况距离正常也仍旧有一段距离。适度的货币宽松政策是必要的，欧洲央行仍有相当大的 QE 空间。未来，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。

### 日本：经济增长面临压力，但更多刺激政策恐难出台

**一季度经济意外增长。**2019 年一季度，日本经济保持增长态势，季调后实际 GDP 环比上升 0.5%，超出市场预期，其中外需贡献 0.4%，内需贡献 0.1%。一季度尽管出口持续低迷，但进口降幅更大，四个季度以来首次出现净出口增加，对拉动 GDP 增长发挥了主要作用。内需方面，由于物价上涨和消费者节约意识增强等因素，个人消费环比下降 0.1%，弱于上季度的 0.2%；民间住宅投资维持了去年三季度以来的增长势头，环比增长 1.1%；民间企业设备投资在去年四季度增长 2.5%后环比下降 0.3%；政府消费环比下降 0.2%；公共投资反降为升，环比增长 1.5%。

日本内阁府维持经济基本状况“恶化”的判断不变，经济衰退的可能性进一步上升。制造业活动萎缩。4 月工业生产指数同比下降 1.1%，

连续第 3 个月下降；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。**出口疲弱，进口回升**。4 月出口同比下降 2.4%，与上月持平，连续第 5 个月萎缩；进口同比增长 6.5%，较上月上升 5.3 个百分点；贸易顺差 568 亿日元。**就业形势有所改善，实际收入上涨乏力**。4 月季调后失业率为 2.4%，较上月下降 0.1 个百分点；求才求职比为 1.63，与上月持平；劳动现金收入年率同比下降 0.1%，降幅较上月收窄 1.8 个百分点，连续第 3 个月下降。

**受能源和家用耐用品价格上涨影响，物价继续走高**。4 月份，日本核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月上升 0.1 个百分点。其中，石油产品价格同比上升 2.3%，涨幅比 3 月份扩大，但电费涨幅比上月缩小，当月能源价格上涨对物价上涨的贡献度有所下降；家用耐用品价格上涨明显，同比上升 6.2%。此外，4 月下旬开始的十连休期间，日本居民出游人数增多，也推高了当月物价。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格的影响，CPI 同比上涨 0.6%，较上月上升 0.2 个百分点。需要注意的是，今年 10 月消费税税率将由 8% 提升至 10%，届时可能会打击消费者和市场信心，对物价造成下滑压力。

**更多刺激政策恐难出台**。当前，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。尽管如此，由于安倍经济学边际效益正在减少，政策成本日渐上升，更多刺激政策恐难出台。财政政策方面，日本首相安倍晋三曾在不同场合多次表示，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。

**日美贸易谈判将于 7 月后举行**。5 月 25 日至 28 日，美国总统特朗普访问日本，意在巩固美日间同盟关系，但在贸易问题上，双方并没有达成一致。一方面，美国倾向于进行双边贸易谈判，而日本则维护多边贸易体制。另一方面，两国在农业、汽车贸易等领域利益存在很大分歧，不会轻易妥协。美国表示，美日贸易谈判的大部分事项要等到 7 月日本

参议院选举之后，双方达成协议的时间可能是 8 月。这可能是因为顾及到安倍担忧对 7 月参议院选举产生影响。随着 CPTPP 和日欧 EPA 相继生效、中日韩自由贸易协定（FTA）和 RCEP 谈判进程加快，日本抵抗美国压力的能力增强，预计让步幅度有限。

### 新兴市场：增长普遍放缓，政策转向鸽派

5 月以来主要新兴经济体增长普遍放缓，货币政策转向宽松预期进一步强化。印度经济数据喜忧参半，央行年内第三次降息；巴西经济复苏放缓，市场再次下调经济增长预期；俄罗斯经济增长放缓，市场预计央行或将于近期降息；南非经济未有改善，一季度经济陷入 2009 年以来最严重萎缩。

**印度经济喜忧参半，央行年内第三次降息。制造业景气提高。**5 月印度制造业 PMI 为 52.7%，较 4 月提高 0.9 个百分点。**服务业景气下降。**服务业 PMI 为 50.2%，较 4 月下降 0.8 个百分点。**通胀压力继续回升。**4 月农村和城市消费者价格指数同比上涨 2.9%，较 3 月微升；产业工人 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月回升 0.6 个百分点。**央行年内第三次降息。**6 月 6 日，印度央行货币政策委员会一致投票决定降息 25 个基点至 5.75%，并将“宽松”的货币立场调整为“中性”，这是该国央行年内第三次降息。同时，印度央行将 2019 财年 GDP 增速预估从年初 7.2% 下调至 7.0%，经济增长动能已经明显放缓。

**巴西经济复苏放缓，市场再次下调增长预期。制造业景气下降。**5 月巴西制造业 PMI 为 50.2%，较上月下降 1.3 个百分点，但仍连续第 11 个月保持在扩张区间。**服务业仍处收缩区间。**5 月服务业 PMI 为 47.8%，较上月下降 2.1 个百分点，连续第二个月处于收缩区间。**通胀有所下降。**5 月广义消费者物价指数同比增长 4.7%，较上月下降 0.2 个百分点，仍处于较高水平。**市场再次下调增长预期。**6 月 10 日，巴西央行发布最新的《焦点调查》报告，分析师将巴西今年经济增长预期由此前的 1.13% 下调至 1%，这是连续第 15 次下调今年经济增长预期。这个数据低于巴西央行 2% 和巴西经济部 1.6% 的增长预期。报告还首次将明年经济预期由 2.5% 下调至 2.23%。

**俄罗斯经济放缓，央行或将降息。制造业景气跌入收缩区间。**5 月制造业 PMI 为 49.8%，在连续 8 个月保持在扩张区间后首次跌入收缩区间。**服务业景气微降。**5 月服务业 PMI 为 52%，较上月下降 0.6 个百分点，

仍处扩张区间。**通胀或已触顶回落。**5月CPI同比上涨5.1%，较上月回落0.1个百分点，仍处于2017年以来较高水平。**央行或将降息。**受到国内消费需求低迷、政府冻结油气价格以及进口水果和蔬菜价格降低等因素影响，俄罗斯通胀数据或已触顶。该国央行曾在4月例会表示，考虑到通胀已达顶峰，短期通胀风险已经减弱，为降低利率提供空间，有可能在第二度至第三季度下调利率，市场预计最早可能会在6月降息。

**南非经济未有改善，一季度遭遇2009年以来最严重萎缩。制造业仍未企稳。**5月制造业PMI为45.7%，较上月回落1.3个百分点，连续6个月处于收缩区间。**通胀压力略有下降。**4月CPI同比增速4.4%，较上个月回落0.1个百分点。**一季度遭遇2009年以来最严重萎缩。**6月5日，南非统计局公布数据显示，今年一季度国内生产总值（GDP）折合成年率萎缩3.2%，创10年来最大季度降幅，农业、矿业和制造业分别萎缩13.2%、10.8%和8.8%，后两个行业尤其受到了严重的电力中断的打击。经济可能陷入第二次衰退的风险正在上升，市场预期该国央行可能于7月降息。

## 二、我国宏观经济形势分析

**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由5.4%回落至5.0%，创近29年来新低，制造业PMI由50.1%回落至49.4%；二是基建投资托底作用未充分发挥，1-5月第三产业中的基础设施投资增速回落0.4个百分点至4%，拖累固定资产投资增速回落0.5个百分点至5.6%；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5月CPI同比涨幅继续扩大至2.7%，结构性通胀压力上升与总需求偏弱并存；五是5月全国一般公共预算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。与此同时，制造业投资、社会消费品零售总额与出口增速的反弹成为为数不多的亮点，但与季节性、抢出口等因素有关，可持续性仍然存疑。

**经济内生企稳动力尚需稳固。**中美贸易争端悬而未决，国内需求尚不强劲，抢出口因素或在短期内对出口增速和工业生产形成一定支撑，但缺乏可持续性，同时制造业投资和房地产开发投资有下行压力。在此背景下逆周期调节政策重要性上升，财政端的减税降费措施和货币端的边际放松将发挥稳增长作用，着力扩大内需，为应对经济下行挑战做好

准备。

### 工业：增速创近 29 年来新低，6 月有望小幅改善

**5 月工业生产创近 29 年来新低。**5 月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。

**分行业增加值增速涨多跌少。**5 月份，41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，较上月增加 5 个。17 个主要行业中，12 个行业增加值同比增速较上月上升，5 个下降，消费品类行业仍是主要拖累因素。分上中下游来看：下游消费品类行业持续趋弱，增加值同比增速跌多涨少，食品、汽车和医药制造业同比增速下滑，其中汽车和医药双双创 2006 年以来新低，纺织和农副食品略有回升；中游加工组装类行业全面改善，受出口影响较大的通用设备、专用设备、铁路船舶、电气机械和金属制品均有所回升，仅电子小幅回落；中游原材料类行业同样全线好转，黑金冶炼、有色、化工、橡胶塑料、非金属矿均有所回升，仅电力热力显著下滑；上游采矿业增速小幅回升。

**高频数据显示生产疲弱。**2019 年 5 月的工作日天数比 2018 年少 1 天，实际生产时长少于 2018 年，同时去年同期基数较高。主要产品中，汽车产量增速下滑 5.7 个百分点至 -21.5%，创 2009 年以来新低，生铁、粗钢、十种有色金属、原油加工量产量也出现显著下滑。5 月份，发电量同比仅增长 0.2%，较上月大幅下降 3.6 个百分点，创 2016 年 5 月以来新低；6 大发电集团日均耗煤同比增速由上月的 -5.2% 大幅下滑至 -23%，高炉开工率仍处 2014 年以来同期低位，汽车钢胎开工率也出现环比回落。同时，5 月官方制造业 PMI 较上月显著回落 0.7 个百分点至 49.4%，时隔两个月再度落入收缩区间，为 2016 年 2 月以来的次低点。其中生产指数下滑 0.4 个点至 51.7%，为有记录以来历年同期最低，显示生产疲软。

**出口增长乏力拖累工业生产订单。**5 月以美元计出口同比由负转正至 1.1%，好于预期，但仍为 2016 年以来同期新低，并为近年来较低水平。5 月出口交货值仅同比增长 0.7%，创 2016 年 10 月以来新低，拖累工业特别是制造业生产。5 月制造业增加值较上月下降 0.3 个百分点，创

2013 年 6 月以来新低。5 月 PMI 分项指数中新订单指数较上月下降 1.6 个百分点至 49.8%，时隔三个月再度落入收缩区间，新出口订单大幅下降 2.7 个百分点至 46.5%，达到 2011 年 11 月以来的次低值。

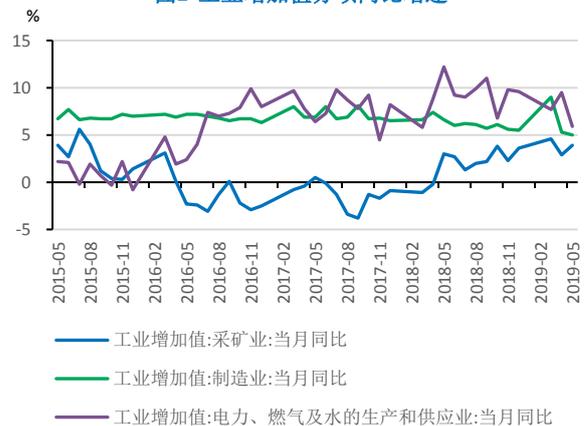
**企业开始被动补库存。**1-4 月工业企业营业收入累计同比增速由 1-2 月的 7.2% 降至 5.1%，为 2017 年以来次低水平；产成品存货累计同比增速由 1-3 月的 0.3% 大幅升至 4.9%。5 月制造业 PMI 分项指数中，原材料库存指数回升 0.2 个百分点至 47.4%，产成品库存指数显著回升 1.6 个百分点至 48.1%，为年内新高。受中美贸易摩擦升级影响，市场预期和需求转差，企业出现被动补库存特征，或将进一步对生产形成抑制。

**6 月工业增加值有望小幅改善。**从高频生产数据来看，6 月上旬六大集团发电耗煤同比增速降幅较 5 月略有收窄，5 月下旬以来高炉开工率明显回升，显示工业生产景气度有所好转，但汽车轮胎的钢胎和半钢胎周平均开工率有所下行，指向工业生产改善程度较弱。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。**

图1 工业增加值同比与环比增速



图2 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

## 投资：增速连续回落，基建投资尚需发力

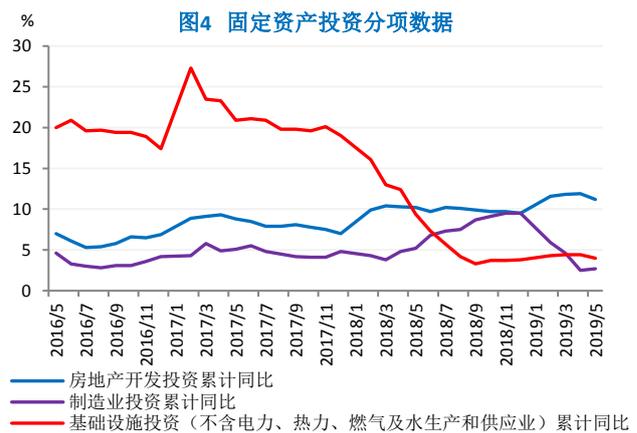
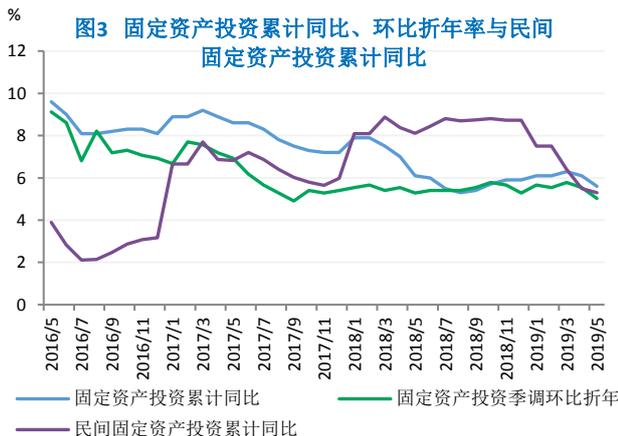
**投资增速连续回落。**2019 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）217555 亿元，同比增长 5.6%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点，比 2018 年同期低 0.5 个百分点；经季节调整后，5 月环比增长 0.41%，相当于折年后增长 5.03%，低于 4 月的 5.16%。外部不确定因素和内部经济下行压力影响企业投资信心，信贷社融回暖缓慢制约企业投资空间，1-5 月固定资产投资同比增速连续两月回落。

**分产业看，第一产业投资降幅扩大，第二产业投资增速出现反弹，第三产业投资增速小幅回落。**1-5 月份，第一产业投资同比下降 2.3%，降幅较 1-4 月份扩大 2.2 个百分点，与 5 月农林水财政支出显著放缓有关。第二产业投资同比增速较 1-4 月份提高 0.4 个百分点至 3.2%，主要受制造业投资小幅改善的带动。其中，工业投资同比增长 3.5%，增速比 1-4 月提高 0.4 个百分点；工业投资中，采矿业投资增速小幅提升 0.4 个百分点至 26.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增速提高 0.3 个百分点至 0.8%，制造业投资增速则小幅提高 0.2 个百分点至 2.7%。第三产业投资同比增长 7.1%，受基建投资和房地产开发投资增速回落的影响，增速回落 0.8 个百分点。

**从三大支柱增长情况来看，基建投资是主要拖累，制造业投资仍然不容乐观，房地产开发投资支撑仍强。**具体来看，基建投资受制于资金约束再现回落。1-5 月第三产业中的基础设施投资增速同比增长 4%，较 1-4 月份回落 0.4 个百分点。虽然基建投资仍然是稳定经济的重要工具，近期项目审批及开工继续加快，但投资落地仍然受到资金来源的制约。减税降费力度加大可能逐步制约财政支出扩大，5 月财政支出同比增速已下滑至 2.08%；土地成交下降制约土地出让金收入增长；表外融资继续收缩；5 月地方政府专项债发行较 4 月反弹，但仍远低于一季度水平，且专项债转化为基建资金存在时滞。因而 5 月基建投资自 2018 年 10 月恢复增长以来首次回落，托底作用未充分发挥。**制造业投资小幅改善。**1-5 月制造业投资同比增速较 1-4 月小幅回升 0.2 个百分点至 2.7%，是 2018 年 12 月以来首次回升，仍处历史低位；据测算，5 月当月制造业投资同比增速由上月的 -1.2% 转正至 3.2%。减税降费和融资支持政策发挥了一定对冲效应，但在内外需疲软及盈利大幅下滑的背景下，制造业企业投资扩张动力仍然不足。**房地产开发投资韧性犹存。**1-5 月房地产开发投资同比增速较 1-4 月回落 0.7 个百分点至 11.2%，仍处高位。

民间投资继续回落。民间投资 1-5 月同比增长 5.3%，增速比 1-4 月再回落 0.2 个百分点，再创 2017 年以来新低。1-5 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 60.13%，比 1-4 月略升 0.35 个百分点，今年来维持 60% 左右水平。在制造业投资未有明显改善的情况下，民间投资增速难现回升。

预计后续基建投资的托底作用将逐步增强，制造业投资和房地产开发投资则下行压力。其一，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；其二，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；其三，“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。总体而言，投资改善将在基建投资支撑下呈现渐进态势。



数据来源：WIND

## 房地产：投资增速高位回落，关键指标全面下行

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。

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%。随着近期调控政策再度收紧，且前期需求透支较多的三四线城市棚改货币化安置支撑退潮，5月份大部分城市成交量已上行乏力。

**资金来源、施工面积和土地成交指标全面下行。**首先，销售下行对房企资金来源构成约束。1-5月地产开发资金来源增速较1-4月回落1.3个百分点至7.6%，5月当月则回落15.4个百分点至3.0%，均于今年来首次回落。分项数据显示自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款增速均出现下行，即与销售放缓带来的回款放慢有关。**其次，销售下行带来的投资信心减弱和资金来源增长放缓进一步影响房企购地，土地成交面积连续大幅下滑。**土地购置面积1-5月同比下降33.2%，降幅较上月小幅收窄0.6个百分点；5月当月同比下降31.9%，较5月收窄3.6个百分点。土地成交价款今年来已连续大幅下滑，1-5月降幅再次扩大2.1个百分点至35.6%。但从土地购置费来看4月增速虽已连续下降，但仍在30%左右高位，短期内对地产投资或仍有一定支撑。**最后，销售萎缩和拿地放缓促使房企放慢开工和施工节奏，**5月新开工面积和施工面积增速双双放缓。房屋新开工面积1-5月同比增速下行2.6个百分点至10.5%，5月当月同比增速大幅下行11.5个百分点至4.0%；施工面积1-5月增速持平于8.8%，暂缓连续13个月回升的势头，5月当月增速大幅回落19.1个百分点至10.4%。

**后续房地产投资或缓慢下行，但韧性犹存。**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。后续房地产调控将继续围绕“稳地价、稳房价、稳预期”进行，热点城市热点区域将继续实施严格的调控政策。在此背景下，楼市运行将继续回归理性。销售低迷将通过“销售—回款—拿地—新开工”的链条传导至投资，房地产开发投资资料将小幅渐进下行。

图5 商品房销售面积与销售额累计同比增速



图6 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比增速



数据来源：WIND

### 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。今年五一长假全部集中在 5 月份，带动餐饮、石油及制品类和部分升级类商品消费较快增长。其中，餐饮收入同比增长 9.4%，较上月加快 0.9 个百分点；石油及制品类商品消费同比增长 3.1%，较上月加快 3.0 个百分点；限额以上单位饮料类、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类商品消费增速分别较上月加快 3.0、3.3、5.2、10.0、4.3、4.6 个百分点。

汽车消费增速由负转正，居住类相关消费增速有所回升。由于多省市提前实施国六排放标准，部分经销商为清理库存不得不降价销售，导致汽车消费增速从上月的下降 2.1% 转为增长 2.1%。房地产销售保持平稳增长，家具类、家用电器和音像器材类商品消费增速分别比上月加快 1.9 和 2.6 个百分点。

网上零售增长较快，占消费比重继续提升。1-5 月份，全国网上零售额同比增长 17.8%，增速与 1-4 月份持平，较 1-3 月份加快 2.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额同比增长 21.7%，占社会消费品零售总额的比重为 18.9%，较 1-4 月提高 0.3 个百分点，较上年同期提高 2.3 个百分点。

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，今年 7 月 1 日起，全国重点区域、珠三角地区、成渝地区都将提前实施国六排放标准，经销商 6 月促销力度很大，加之去年同期基数较低，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。综合考虑，预计 6 月社会消费品零售总额同比增长 8.7% 左右。

图7 名义消费与实际消费同比增速

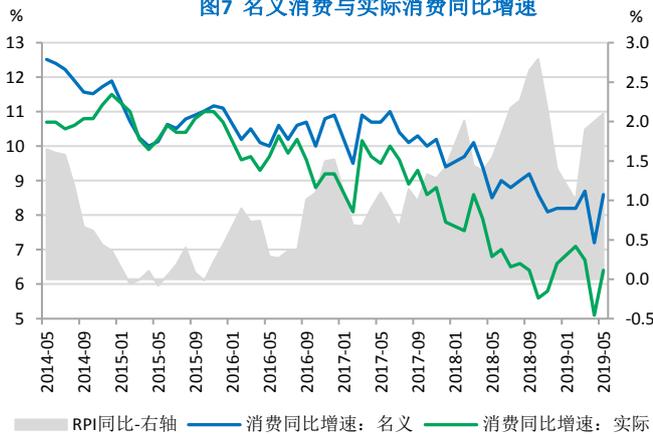
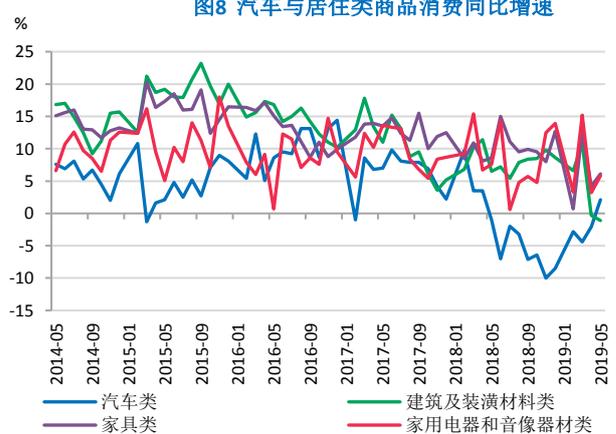


图8 汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

## 外贸：出口增速反弹，进口增速下滑，贸易顺差扩大

5 月份我国进出口总值 3860.3 亿美元，同比下降 3.4%。其中，出口 2138.5 亿美元，同比增加 1.1%；进口 1721.9 亿美元，同比下降 8.5%；贸易顺差 416.6 亿美元，同比扩大 77.92%。前 5 个月我国进出口总值 1.8 万亿美元，同比下降 1.6%。其中，出口 9583.4 亿美元，增长 0.4%；进口 8278.7 亿美元，下降 3.7%；贸易顺差 1304.7 亿美元，同比扩大 28.3%。

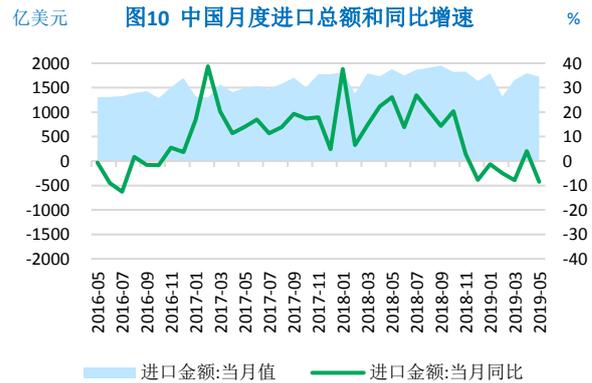
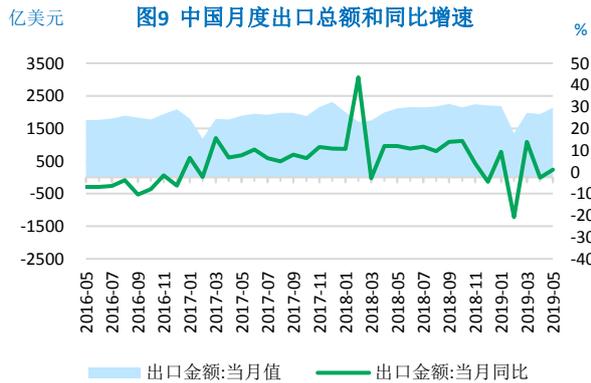
**5 月出口同比增加 1.1%，超市场预期。**在全球经济放缓、中美贸易摩擦升级的大背景下，出口增速超预期反弹的主要原因包括：一是对剩余 3000 亿美元商品抢出口，从 5 月服装鞋帽和纺织品出口均有较大提升可以得到佐证。二是对 2000 亿美元已加征关税产品影响尚未完全显现，从 5 月电动机和发电机、自动数据处理设备等高附加值产品的出口数据可见一斑。美方企业违约成本较高，以及中方企业让渡部分利润，都是对美出口保持较高水平的可能原因。三是贸易多元化的贡献。主要贸易伙伴中，对美国出口同比减少 4.2% 的同时，对欧盟、东南亚和日本出口分别同比增加 6.1%、3.5% 和 0.5%。四是人民币汇率走弱的支撑作用。从

收盘价上看,美元兑人民币汇率从4月末的6.7366上行至5月末的6.902,升值2.5%。受到上述前两个因素支撑,目前对美出口韧性犹存。表现在尽管对美出口同比下滑,但是下滑幅度较去年底以来明显收窄,且对美出口额排名由此前连续四个月第二位跃升至第一位。

**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。5月PMI跌落入收缩区间,6大发电集团日均耗煤量数据走弱;进口成品油、塑料、铜材、钢材、铁矿石等大宗商品的数量贡献均有较明显下降,反映生产需求减弱、经济下行压力犹存。二是大宗商品价格处于低位。与去年同期相比,除铁矿砂价格涨幅较大外,原油和天然气价格微涨,其余大豆、煤、成品油、塑料、钢材和铜材等主要大宗商品价格都出现较大幅度下降。三是贸易不确定下加工贸易进口谨慎。在中美互加关税下,加工贸易承压,5月中国进口机电产品和高技术产品增速从去年11月开始转为持续地负增长,中美贸易冲突正在对我国贸易结构和模式产生冲击。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。

**衰退式贸易顺差再度出现。**5月,出口反弹,进口下滑,贸易顺差扩大至416.6亿美元,衰退式贸易顺差再度呈现,贸易顺差的扩大对人民币汇率起到一定的支撑作用。展望整个二季度,5月贸易顺差的扩大一定程度上弥补了4月贸易顺差的缩小,6月顺差有望保持一定规模,二季度进出口净额对GDP增长的贡献率可能提高。

展望未来,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。应对当前内外部不利环境,中国仍然需要进一步对内改革、对外开放。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。



数据来源：WIND

### 通胀：结构性通胀与总需求偏低矛盾显现

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%。

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。从季节因素看，历年5月通常天气晴好，食品供应充沛，而天气转暖使得肉类等消费需求转弱，食品环比多以下跌为主。但今年5月却环比上涨，主要源于两方面因素：一是猪肉价格虽然环比小幅下跌0.3%，但跌幅弱于历史同期，在前期因猪瘟去产能经历一波快速上涨后暂时稳住，从中期看仍具上涨压力；二是鲜果价格环比大涨10.1%，主因去年苹果和梨减产，今年库存不足。尽管鲜菜价格季节性显著回落，但食品价格仍整体上涨。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%，其中衣着源于春夏装新品上市的季节效应，医疗价格则长期处在趋势性上涨中；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，表明交通工具、通信器材及相关服务需求均较弱；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 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。

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。



数据来源：CEIC

### 财政：收入同比下降，支出增速回落

**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。从主要收入项目来看，随着 4 月 1 日起增值税税率正式大幅下调，减收效应表现明显，5 月增值税同比下降 20.0%，较上月大幅回落 37.5 个百分点；个人所得税、涉及小微企业税收等普惠性减税政策效应持续显现；受贸易摩擦升级影响，进口货物增值税和消费税、关税亦呈现负增长；而今年五一长假全部集中在 5 月份，带动消费增长，使得国内消费税 5 月增速较上月回升 26.2 个百分点。与此同时，5 月非税收入同比增长 43.5%，国有资本经营收入、政府住房基金收入、国有资源（资产）有偿

使用收入增长较快，多渠道弥补财政减收见到成效，涉及降费政策的有关收入继续下降。

**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。

**政府性基金收入降幅收窄，政府性基金支出增速回落，收支缺口继续缩小。**1-5 月累计，全国政府性基金收入同比下降 3.8%，降幅较 1-4 月收窄 1 个百分点。其中，受 3、4 月楼市“小阳春”行情影响，国有土地使用权出让收入同比下降 6.0%，降幅较 1-4 月收窄 1.6 个百分点。1-5 月累计，政府性基金支出同比增长 32.8%，低于 1-4 月 5.5 个百分点。

**地方债将迎年内发行高峰。**1-5 月份，全国新增地方政府债券累计发行 14596 亿元，占全年债务限额的 47%，超过序时进度。考虑到 9 月底前要基本完成全年发行任务，地方债发行将迎来年内高峰。近日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，从支持做好专项债券项目融资工作、进一步完善专项债券管理和配套措施、依法依规推进重大公益性项目融资、加强组织保障等方面提出了相关工作要求，督促指导地方政府加快新增专项债券发行使用进度，积极支持打赢三大攻坚战，有力支持国家重大区域发展战略，着力推进重大项目建设，从而带动有效投资扩大。预计三、四季度的基建增速有望保持继续上升的态势。

**下一阶段，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。

图13 一般公共预算收入与支出同比增速

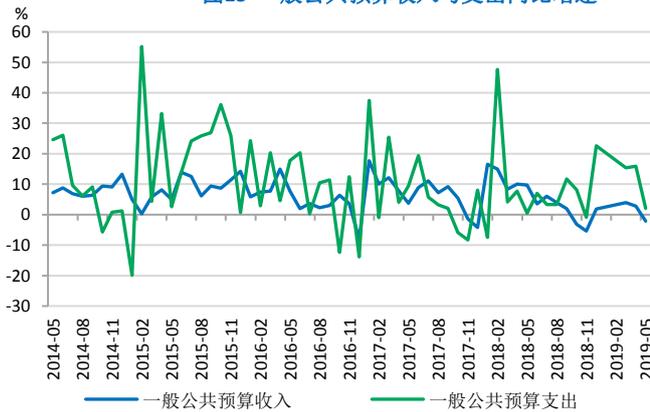
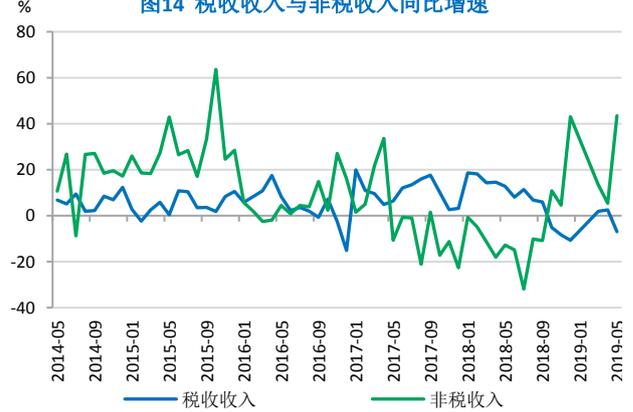


图14 税收收入与非税收入同比增速



数据来源：WIND

### 金融：总量平稳结构偏弱，宽松取向料将继续

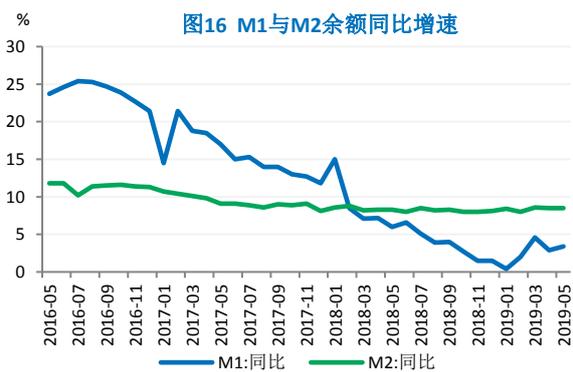
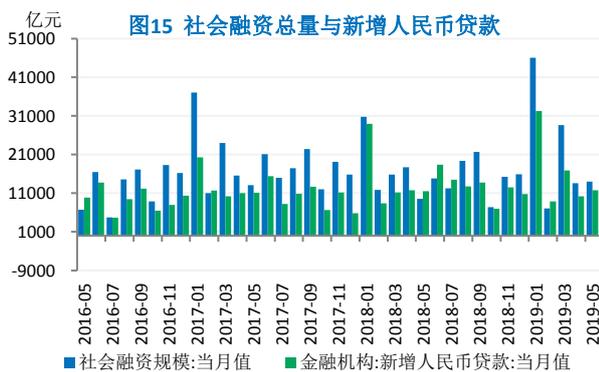
新增人民币贷款回升，短期冲量特征明显，企业需求仍显不足。5月新增人民币贷款 1.18 万亿元，同比多增 300 亿元，环比多增 1600 亿元。从期限结构上看，中长期贷款仍是新增贷款主要部分。短期贷款增加 3157 亿元，同比多增 1522 亿元，环比多增 3481 亿元；中长期贷款增加近 7000 亿元，同比少增 753 亿元，环比多增 213 亿元；票据融资新增 1132 亿元，同比少增 315 亿元，环比少增 742 亿元。从主体结构上看，居民户贡献过半，企业需求仍显不足。居民贷款 6625 亿元，高于去年同期。其中，新增短期贷款 1948 亿元，同比少增 272 亿元，零售贷款增长整体保持较好增长态势。新增中长期贷款 4677 亿元，同比多增 754 亿元，住房按揭贷款需求仍然平稳。企业贷款 5224 亿元，同比少增 31 亿元。其中，短期贷款新增 1209 亿元，同比多增 1794 亿元，反映企业出短期资金融资解决流动性资金需求；新增中长期贷款 2524 亿元，同比少增 1507 亿元，私营部门投资意愿不足。票据融资新增 1132 亿元，同比少增 315 亿元，连续 14 个月正增长，通过票据融资释放贷款投放需求动力仍然较强。

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。从各分项情况看，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。其中，委托贷款减少 631 亿元，同比少减 939 亿元；信托贷款减少 52 亿元，同比少减 884 亿元；未贴现票据减少 770 亿元，同比少减 971 亿元。5月 17 日，银保监会发布了《关于

开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(银保监发〔2019〕23号),重申了信托资金投向房地产的要求,可能影响未来表外融资恢复的节奏。直接融资新增 735 亿元,同比多增 680 亿元。其中,受股票市场调整影响,股票融资新增 259 亿元,同比减少 179 亿元;企业债券融资新增 476 亿元,同比增加 858 亿元,贡献强于季节性。地方政府专项债进一步放缓,新增 1251 亿元,同比多增 239 亿元。按照财政部“争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”的要求,预计未来地方专项债发行节奏将加快。

**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。非银存款同比环比大幅收缩,主要受到包商银行事件影响,非银机构流动性压力较大。

**展望未来,**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。



数据来源: WIND

## 汇率：人民币汇率较大幅度贬值，外汇储备稳中有升

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。

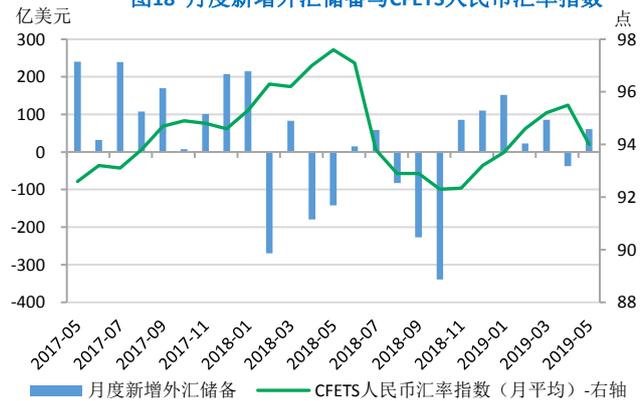
上半月人民币汇率贬值的直接触发因素是中美贸易摩擦升级。5 月初，特朗普宣布将对从中国进口的 2000 亿美元商品关税税率由 10% 提高至 25%，并威胁对剩余 3000 亿美元商品加征关税。市场担心此举将对中国经济带来比较严峻的负面冲击，相关研究表明，如果美国对所有中国进口商品征税 25%，中国经济增长率将降低 1 个百分点左右。**中美两国基本面差异并非主导因素**。美国经济显示出放缓迹象，数据大多喜忧参半。随着贸易摩擦局势升温和经济数据不及预期，市场对美联储降息预期逐渐升温。中国经济同样仍未企稳，PMI 等数据出现下滑，两国经济基本面差距在缩小。下半月，央行通过一些举措稳定人民币汇率和市场预期。具体措施包括：通过逆周期因子作用于中间价，释放维稳信号；现任和离任央行高层接连发声，稳定市场预期；重启离岸央票发行，调节流动性、震慑空头；加强外汇交易监管，发布违规处罚信息等。

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。汇率因素方面，5 月美元指数小幅上涨 1.24%，主要非美元货币汇率除日元对美元升值 2.81% 外，欧元、英镑分别对美元贬值 0.42%、3.08%，导致外汇储备估值减少。利率因素方面，全球避险情绪升温使得 5 月主要国家国债收益率下跌、价格上升，外汇储备账面价值增加。结售汇方面，4 月银行结售汇逆差扩大，表明目前外贸形势预期不太乐观，资本项下的跨境资金流出加剧，不利于外汇储备资产保值增值。下一阶段，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。此外，截至 5 月末，我国黄金储备 6161 万盎司，环比增加 51 万盎司，已连续 6 个月增持。

图17 人民币对美元汇率走势



图18 月度新增外汇储备与CFETS人民币汇率指数



数据来源: WIND

### 三、政策回顾与展望

#### 主要宏观政策回顾

**深化改革创新**，在中央全面深化改革委员会第八次会议上，习近平强调，当前我国改革发展形势正处于深刻变化之中，外部不确定不稳定因素增多，改革发展面临许多新情况新问题。要保持战略定力，坚持问题导向，因势利导、统筹谋划、精准施策，在防范化解重大矛盾和突出问题上出实招硬招，推动改革更好服务经济社会发展大局。会议强调，要创新和完善宏观调控，保持经济运行在合理区间；推动能源生产和消费革命，保障能源安全、促进人与自然和谐共生；推进影视业改革，形成管用的长效机制；加强创新能力开放合作，推动创新型国家建设；理顺高值医用耗材价格体系，促进行业健康有序发展；加强粮食储备安全管理，保障国家粮食安全；完善建设用地使用权二级市场，提高节约集约用地水平；推动农业保险高质量发展，分散农业生产经营风险；进一步推进移风易俗、建设文明乡风，提高乡村社会文明程度；坚持通过深化改革创新来破难题、解新题，增强经济发展内生动力。

**促进消费升级**，发改委、生态环境部和商务部联合印发《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）》。《实施方案》坚持以供给侧结构性改革为主线，重点从“巩固、增强、提升、畅通”四方面，推动汽车、家电、消费电子产品更新升级，促进旧产品循环利用。具体措施包括：一是巩固产业升级势头，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。二是增强市场消费活力，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。三是提升消费支撑能力，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。四是畅通资源循环利用，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。

**部署降成本工作**，发改委、工信部、财政部和人民银行联合发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》。《通知》的总体要求是，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。《通知》确定了 2019 年降成本的八大重点，细化成 27 项重点任务，涉及 20 余部门，直指实体企业痛点、难点。八大重点包括：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。

**聚焦区域发展**，在推动中部地区崛起工作座谈会上，习近平就做好中部地区崛起工作提出 8 点意见：一是推动制造业高质量发展；二是提高关键领域自主创新能力；三是优化营商环境；四是积极承接新兴产业布局 and 转移；五是扩大高水平开放；六是坚持绿色发展；七是做好民生领域重点工作；八是完善政策措施和工作机制。在国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组会议上，李克强指出，全面振兴东北要靠改革开放，要切实转变观念，推进“放管服”改革、优化营商环境，落实好更大规模减税降费，做好沿海经济带和沿边开放大文章；坚持以人民为中心的发展思想，深入实施创新驱动发展战略，提高保障和改善民生的能力，全面落实就业优先政策，让各类人才安心安身安业、投身东北振兴。中共中央政治局会议审议了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。会议强调，把长三角一体化发展上升为国家战略是党中央作出的重大决策部署。要树立“一体化”意识和“一盘棋”思想，深入推进重点领域一体化建设，强化创新驱动，建设现代化经济体系，提升产业链水平。

其他重要国内政策包括：国常会提出将金融机构支持“双创”引向

深入，对养老托幼家政等社区家庭服务业加大税费优惠政策支持，确定深入推进市场化法治化债转股措施，加快建设社会信用体系，进一步推进通关便利化，更大力度对外开放等；中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》；发改委正牵头组织研究建立国家技术安全管理清单制度。

### 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，积极支持打赢三大攻坚战，有力支持国家重大区域发展战略，着力推进棚户区改造、自然灾害防治体系建设、铁路、国家高速公路、水利工程、乡村振兴、生态环保、城镇基础设施、农业农村基础设施等方面重大项目建设，从而带动有效投资扩大，并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。今年中央财政补助地方专项扶贫资金 1260.95 亿元目前已全部下达，增量主要用于深度贫困地区脱贫攻坚。下一阶段，中央财政将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。将从科技研发、科技创新基地建设发展、科技人才队伍建设、科技成果转移转化、区域创新体系建设、科学技术普及、科研机构改革和发展建设等方面划分科技领域中央与地方财政事权和支出责任，从义务教育、学生资助、其他教育三个方面划分教育领域央地财政事权和支出责任，进而更好地推动落实科教兴国战略。

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。5 月以来内外部经济不确定性增加，贸易谈判形势生变，这对继续维持流动性合理充裕环境提出了要求。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，在资金面压力较为集中的时间窗口通过逆回购、MLF 等予以对冲，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。下一步我国货币政策将根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，灵活开展公开

市场操作，通过定向降准、定向中期借贷便利、再贴现等实施定向结构性资金投放，不排除通过下调公开市场操作利率影响贷款利率，同时支持银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本金，完善小微信贷激励考核机制，不断疏通货币政策传导机制，降低企业综合融资成本。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。未来央行将更加注重市场预期管理，通过多种定期与不定期方式向市场传达重要政策信号，以引导市场行为，实现货币政策目标，政策前瞻性进一步增强。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。

### 政策建议

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，在宏观政策上应考虑从三方面着手。一是积极妥善应对中美贸易摩擦，争取双赢的谈判结果；二是积极扩大开放，寻求外需替代；三是从练好内功入手，通过进一步加快推进全方位的改革，积极扩大内需。

一是**积极妥善应对中美贸易摩擦，争取双赢的谈判结果**。可按照“以中美共赢为目标，炼好内功，全面深化改革创新，化危为机”的总体思路。一方面，应全面分析美方要价清单，凡是有利于我国加快改革开放的可“让步”，实则以退为进，包括知识产权保护、降低关税、取消补贴、扩大服务业开放等；凡是美方意图限制我方崛起，逆时代之潮流的要价，应坚决反对，或采用合理方式规避，包括显著有失公平的条款、窃取技术的不实指控、人民币汇率升值等。另一方面，应在全面收集我国企业，尤其是民营企业，金融机构，高校智库等来源的意见建议基础上，形成我方的要价清单，才能使谈判有退有进，避免一味退让，尽可能达成双方共赢的协议。

二是**积极扩大开放，寻求外需替代**。应加快推进自贸区开放力度，在自贸区率先实行“三个零”（即零关税、零壁垒、零补贴）的政策，发挥自贸区先行先试的作用，积极对接国际通行的自由贸易准则。加强与

第三方国家的合作，以“一带一路”倡议为契机，积极寻求包括日韩、欧洲、亚非拉等地区的外需补充。

三是从练好内功入手，通过进一步加快推进全方位的改革，积极扩大内需。目前扩大内需已推出了一系列短期政策，如部分地区对汽车和房地产限制政策的放开。但从长期来看，扩大内需仍需要以“高质量发展”为支撑，当务之急是进一步加快推进全方位的改革。在农村改革方面，建议通过推进“股田制”（承包权入股），以村镇为单位，打通城乡资本，组建农业发展公司，推进我国农业工业化、农民工人化、农村社区化，以及乡村治理的民主化、法制化；在企业改革领域，建议一方面加快推进国有经济的战略布局调整（有进有退），以注入资本金的方式取代简单的国企补贴，另一方面建议改善民营企业、科技型企业的营商环境，尤其可大幅给高科技人才降税；在房地产领域，建议加快房地产行业的调整，可考虑按照人才成长历程设计房地产解决方案的长效机制。

## 主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		18-10	18-11	18-12	19-1	19-2	19-3	19-4	19-5
<b>国内生产总值当季</b>									
GDP	同比增长, %			6.4			6.4		
<b>工业生产 当月</b>									
增加值	同比增长, %	5.9	5.4	5.7		5.3*	8.5	5.4	5.0
<b>消费 当月</b>									
社会消费品	同比增长, %	8.6	8.1	8.2		8.2*	8.7	7.2	8.6
<b>固定资产投资自年初累计</b>									
总额	同比增长, %	5.7	5.9	5.9		6.1*	6.3	6.1	5.6
房地产开发	同比增长, %	9.7	9.7	9.5		11.6*	11.8	11.9	11.2
<b>外贸 按美元, 当月</b>									
进出口	同比增长, %	17.0	3.4	-5.9	4.2	-13.7	2.8	0.4	-3.4
出口	同比增长, %	14.3	3.9	-4.6	9.3	-20.7	13.8	-2.7	1.1
进口	同比增长, %	20.4	2.8	-7.7	-1.4	-5.0	-7.9	4.0	-8.5
贸易差额	美元, 亿	330.1	418.9	567.9	393.4	37.9	324.2	138.4	416.6
<b>通货膨胀 当月</b>									
CPI	同比增长, %	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7
PPI	同比增长, %	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6
<b>社融及货币信贷</b>									
社融规模	人民币, 万亿	0.74	1.52	1.59	4.61	0.71	2.86	1.36	1.4
新增信贷	人民币, 万亿	0.70	1.25	1.08	3.23	0.89	1.69	1.02	1.18
社融存量	同比增长, %	10.2	9.9	9.8	10.4	10.1	10.7	10.4	10.6
M1	同比增长, %	2.7	1.5	1.5	0.4	2.0	4.6	2.9	3.4
M2	同比增长, %	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5

\*注：数据为 1-2 月累计增速

## 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院（民银智库）所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”（见右图）

