

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

经济数据下行 外部压力暂缓

主要结论:

电话: 010-84555131

2019 经济面临较大的下行压力, 目前部分关键领域数据回落, 投资、消费; 部分领域持续增长有压力, 净出口、生产。IMF 预测中国 2019 年经济增速预计为 6.3%, 大幅下行概率不高, 不必过于悲观。

一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。四月份的经济数据较前期有所回落, 五月初中美贸易问题升级, 我国面临的外部压力突然增加。外部压力突然增大的情况下政策层面稳增长、稳就业的压力增大, 虽然大幅刺激的可能性不大, 结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

全球经济放缓, 经济体之间矛盾加深, 国际资本市场波动增加。未来经济预期的不确定性加大。

6 月末 G20 会议之后, 中美贸易问题阶段性缓和, 后期市场的关注点将逐步转回国内经济。

相关报告

目 录

| | |
|------------------|----|
| 一、经济增速下降 | 1 |
| 二、价格指数上涨 | 10 |
| 三、进出口增速回落 | 12 |
| 四、金融数据持稳 | 14 |
| 五、欧美经济数据走弱 | 17 |
| 六、后期宏观趋势研判 | 20 |

附 图

| | |
|----------------------------|----|
| 图 3: 制造业 PMI | 1 |
| 图 4: 非制造业 PMI | 1 |
| 图 5: PMI 生产和新订单指数 | 2 |
| 图 6: 各类型企业 PMI | 2 |
| 图 7: 工业增加值 | 4 |
| 图 8: 工业增加值 | 4 |
| 图 9: 固定资产投资 | 6 |
| 图 10: 基础设施投资 | 6 |
| 图 11: 财政收入 | 6 |
| 图 12: 财政支出 | 6 |
| 图 13: 房地产开发投资 | 8 |
| 图 14: 社会消费品零售总额 | 8 |
| 图 15: 工业企业利润总额累计值 | 9 |
| 图 16: 当月利润 | 9 |
| 图 17: CPI | 11 |
| 图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素 | 11 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图 19: PPI | 12 |
| 图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素 | 12 |
| 图 21: 进出口同比 | 13 |
| 图 22: 月度进出口数据 | 13 |
| 图 23: 外汇储备 | 14 |
| 图 24: 外汇占款 | 14 |
| 图 25: 货币供应 | 15 |
| 图 26: 社会融资规模 | 15 |
| 图 27: M2、社会融资剪刀差 | 16 |
| 图 28: 贷款余额同比增速 | 16 |
| 图 29: 美国 CPI | 17 |
| 图 30: 美国 PMI | 17 |
| 图 31: 美元指数 | 18 |
| 图 32: 中美息差 | 18 |
| 图 33: 欧洲 CPI | 19 |
| 图 34: 欧洲 PMI | 19 |

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，目前来看 2019 年开局良好、经济运行平稳。IMF 上调 2019 年中国 GDP 增速预测 0.1%至 6.3%。一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。四月份的经济数据较前期有所回落，五月初中美贸易问题升级，我国面临的外部压力突然增加。全球经济放缓，经济体之间矛盾加深，国际资本市场波动增加。未来经济预期的不确定性加大。6 月末 G20 会议之后，中美贸易问题阶段性缓和，后期市场的关注点将逐步转回国内经济。

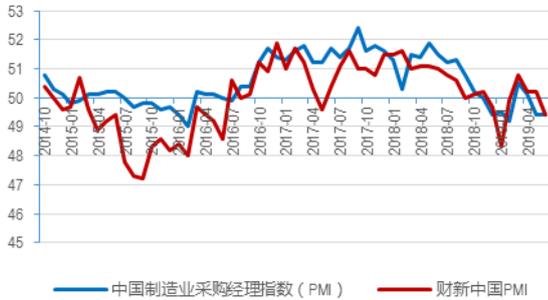
一、经济增速下降

领先指标来看，6 月份制造业 PMI 与上月持平，仍处于收缩区间，增长动能较弱。此轮经济周期波动可以由制造业 PMI 的波动清晰的描绘，制造业 PMI 自 2016 年 8 月从收缩区间跨入扩张区间经济景气度渐行渐高，2017 年 9 月份到达此轮高点 52.4 之后一直保持较高的景气度，2018 年 5 月份开始持续回落，2018 年 12 月首次滑落到收缩区间，可以判断制造业景气度回落，经济扩张速度放缓。3 月份的制造业 PMI 数据大幅回升至 50.5%，四个月来再次回到扩张区间，4 月回落至荣枯临界点边缘，5 月份再次跌入收缩区间。

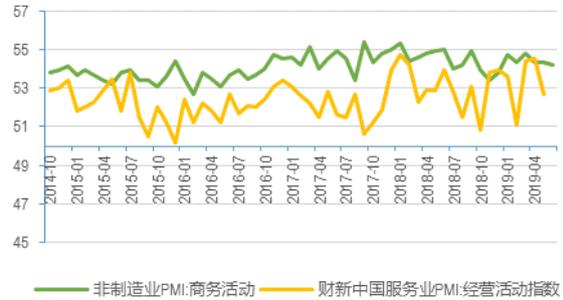
图 1：制造业 PMI

图 2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



非制造业PMI



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

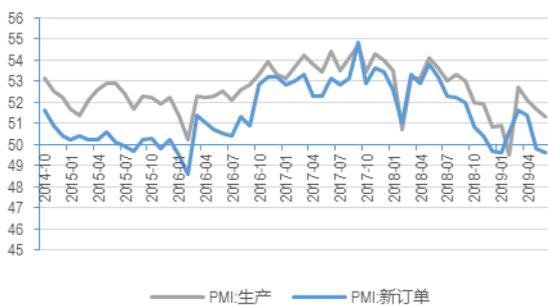
6 月份 PMI 数据维持弱势, 多项分项指标继续小幅回落, 供需两端均由所弱化。2019 年 6 月中国官方制造业 PMI 为 49.4%, 与上月持平。财新制造业 PMI 49.4, 较上月下降 0.8 个百分点, 四个月来首次落于荣枯分界线以下, 显示中国制造业景气度明显下降。官方非制造业 PMI 为 54.2%, 比上月回落 0.1 个百分点, 表明非制造业总体延续平稳较快的发展势头。

大型企业 PMI 为 49.9%回落 0.4%、中型企业 PMI 为 49.1%回升 0.3%、小型企业 PMI 为 48.3%回升 0.5%。整体呈现景气收缩态势, 大型制造业景气度较高好于中小企业。市场预期一些对于中小企业扶植政策的效应有待进一步释放。

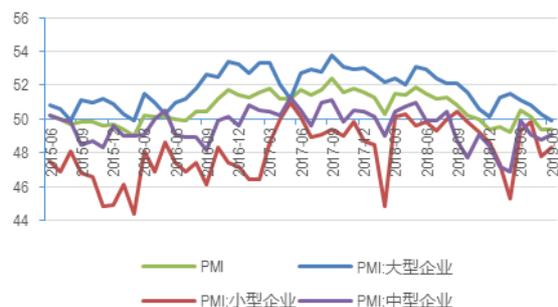
图 3: PMI 生产和新订单指数

图 4: 各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 51.3% 回落 0.4%，位于临界点之上，制造业生产保持增长，增速放缓；新订单指数为 49.6% 下降 0.2%，制造业市场需求回落。供需同时走弱。出口新订单指数为 46.3 回落 0.2 个百分点，进口指数为 46.8 回落 0.3 个百分点，显示出内外需同步下滑。其他指标：原材料库存指数为 48.2% 回升 0.8%；从业人员指数为 46.9% 下降 0.1% 创下 2009 年 3 月以来的新低；供应商配送时间指数为 50.2% 回落 0.7%。

产出方面，工业生产走弱，规模以上工业增加值增速超预期回落。

2019 年 5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，比 4 月份回落 0.4 个百分点。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。5 月份产出增速回落，拖累宏观经济。**工业生产较弱。**

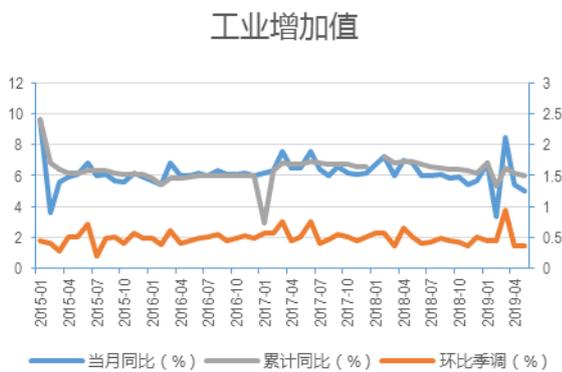
分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 3.9%，增速较 4 月份加快 1.0 个百分点；制造业增长 5.0%，回落 0.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，回落 3.6 个百分点。制造业回落对生产端增长的影响较大。分行业看，5 月份 41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，比 4 月增加 5 个。其中，汽车行业同比负增长对生产端的拖累较大。分产品看，5 月份，605 种产品中有 325 种产品同比增长，比 4 月增加 27 个。

6月以来，从六大集团发电耗煤来看，没有显著的改善迹象。

2018年9月开始份规模以上工业增加值增长跌至5.8%，暂时性的跌破的6.0%的长期平台（2015-2018年），及至半年后的2019年1-2月工业增加值同比增速5.3%，降至17年来最低水平。结合去年4季度的经济形势，我们判断可能会出现一次产出趋势性下滑。

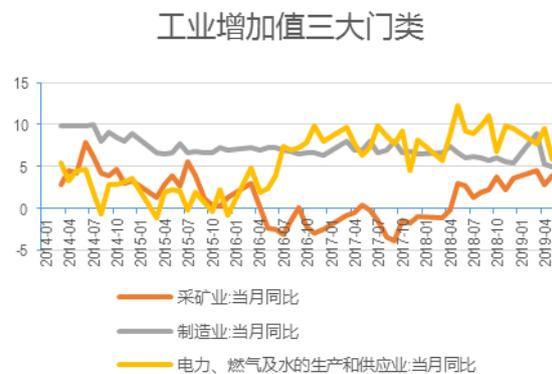
2019年1-2月工业增加值同比增速5.3%，增速较2018年12月份回落0.4个百分点，降至17年来最低水平。3月份生产端大幅提升，市场对经济触底预期增强。及至4月份工业生产再次回落，确认了下滑趋势。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速止跌持稳。2009年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2018年8月份降至5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是1999年12月的5.5%。2018年9月之后固

定资产投资逐步在低位止跌回升。

5 月份固定资产投资增速小幅回落。2019 年 1-5 月份，全国固定资产投资 217555 亿元，同比增长 5.6%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点。环比上，5 月份固定资产投资增长 0.41%。其中，民间固定资产投资 130823 亿元，同比增长 5.3%，增速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。

分产业看，第一产业投资 5837 亿元，同比下降 2.3%，降幅比 1-4 月份扩大 2.2 个百分点；第二产业投资 73138 亿元，增长 3.2%，增速比 1-4 月份提高 0.4 个百分点；第三产业投资 138580 亿元，增长 7.1%，增速回落 0.8 个百分点。

2019 年基建投资处于低位、制造业投资增速放缓、房地产政策约束，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，目前保持正增长，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定资产投资增速稳定在 5% 之上。

基建投资方面，自 2017 年 2 月基础设施投资增速创下 27.3% 的高点之后，呈回落趋势，2017 年属于高位缓慢回落，2018 年加速回落于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后虽有小幅回升，但一直处于低位。2019 年初基础设施投资增速继续小幅回升。

1-5 月份，基础设施投资同比增长 4.0%，增速比 1-4 月份回落 0.4 个百分点，增速低位回落。其中，水利管理业投资下降 1.8%，降幅收窄 3.1 个百分点；公共设施管理业投资下降 0.8%，降幅扩大 0.4 个百分点；道路运输业投资增长 6.2%，

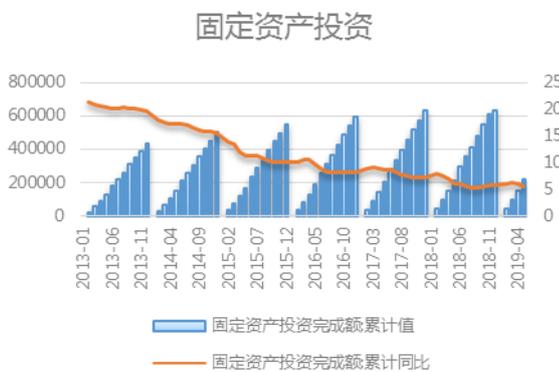
增速回落 0.8 个百分点；铁路运输业投资增长 15.1%，增速提高 2.8 个百分点。

目前基建发力点在于道路、铁路领域。

考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部区域。

2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年，而且 2019 年越往后基数的作用越明显。

图 7：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 8：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

不过从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

2019 年 1-5 月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%。全国一般公共预算支出 93023 亿元，同比增长 12.5%。今年前 5 个月财政收支增速差 8.7 个百分点。

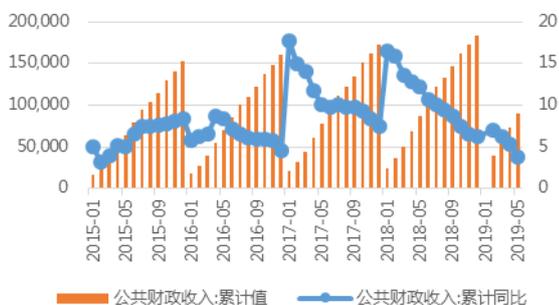
考虑到今后的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。

2019 年有减税降费两万亿的目标，财政收入增速大概率下降甚至负增长。最后把财政支出的增速也拖下来。

图 9：财政收入

图 10：财政支出

财政收入月度数据



数据来源: Wind、国元期货

财政支出月度数据



数据来源: Wind、国元期货

房地产开发投资增速处于高位。2019年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。其中,住宅投资33780亿元,增长16.3%,增速回落0.5个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为73.3%。年初市场预期房地产开发投资增速放缓,但实际上房地产投资表现的相当的强势,远超市场预期。

房地产开发投资增速提高主要是受项目施工进度加快、土地储备投入的拉动。1-5月份,房地产开发企业房屋施工面积745286万平方米,同比增长8.8%,增速与1-4月持平。房屋新开工面积79784万平方米,增长10.4%,增速下降2.7个百分点。房屋竣工面积26707万平方米,下降12.4%,降幅扩大2.1个百分点。1-5月份,房地产开发企业土地购置面积5170万平方米,同比下降33.2%,降幅比1-4月份扩大0.6个百分点。

从施工、开工、竣工增速差异来判断开发商可能采用了高周转开发策略,但拿地意愿不高其实对于明后年市场情况也不是非常有把握。

从销售情况来看,1-5月份,商品房销售面积55518万平方米,同比下降1.6%,

降幅比 1-4 月份扩大 1.3 个百分点。商品房销售额 51773 亿元，增长 6.1%，增速回落 2 个百分点。房地产销售状况一般，与前年去年相反今年以来一线城市好于三四线。

2019 年 5 月末，商品房待售面积 50928 万平方米，比 4 月末减少 453 万平方米。比 2016 年 2 月的 73931 万平方米下降三成，历时三年房地产去库存效果明显。政策由由“去库存”转向完善供给。

由于地产销售下行，2019 年房地产投资增速持续处于高位有压力，加上政策收紧逐步回落的概率大。但目前由于信贷宽松地产还是投资中最坚挺的部分。

图 11: 房地产开发投资



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速小幅回落。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，2018 年开始连网购的增速都下行了。2019 年初的情况大体与 2018 年相同。

2019 年 1-5 月份，社会消费品零售总额 161332 亿元，同比增长 8.1%，较 1-4

月份小幅上升 0.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 57924 亿元，增长 3.9%。限额以上增速较低。2019 年 5 月份，社会消费品零售总额 32956 亿元，同比名义增长 8.6%，较 4 月份上升 1.4%。

2019 年一季度，全国居民人均可支配收入 8493 元，比上年同期名义增长 8.7%，与去年持平，实际增长 6.8%。全国居民人均消费支出 5538 元，比上年同期名义增长 7.3%，较去年下降 1.1%，实际增长 5.4%。

居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。目前居民部门的收入增长收经济下行影响的可能性较大，5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%。

企业盈利水平持续下滑。2019 年初以来企业盈利水平继续下降，5 月份工业企业经营数据止跌但仍处于低位。1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 23790.2 亿元，同比下降 2.3%，降幅比 1-4 月份收窄 1.1 个百分点。在 41 个工业大类行业中，26 个行业利润总额同比增加，15 个行业减少。1-5 月份，规模以上工业企业实现营业收入 41.61 万亿元，同比增长 5.1%，与 1-4 月份持平。产品价格下降、销售增速略有放缓影响企业利润增长。

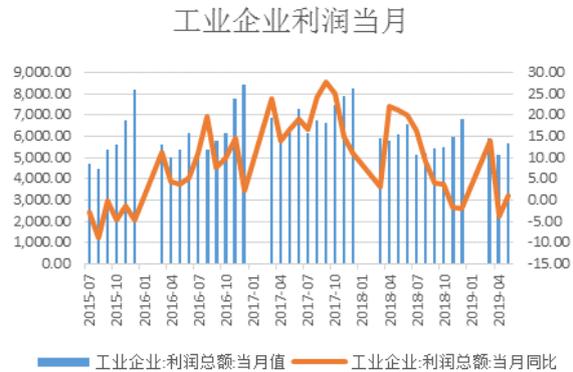
本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月单月增速 27.7%，10 月累计增速 23.3%，随后一直维持在高位，可以说 2018 年上半年的利润基数较高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

图 13：工业企业利润总额累计值

图 14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标上涨

价格指标同比上涨、环比涨幅下降，CPI 同比涨幅创 15 个月新高，通胀预期较强。

2019 年 5 月 CPI 同比上涨 2.7%，环比持平；PPI 同比上涨 0.6%，环比上涨 0.2%。CPI 同比增速较上月上升 0.2%，PPI 同比较上月下降 0.3%，价格指标呈现消费品上涨工业品下跌的类滞胀情况，若短期如此尚可，若演化成长期趋势对经济的伤害比较大。CPI 环比比上月低 0.1%，PPI 环比比上月低 0.2%，商品价格受季节性影响的因素逐步消退，若无新激发因素价格上涨的趋势渐弱。后期 CPI 全年保持温和增长，PPI 继续回落并在 0 值附近盘横一段时间的概率较大。

2019 年 5 月份，CPI 同比上涨 2.7%。其中，城市上涨 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%。食品价格中，鲜果价格处于历史高位同比上涨 26.7%，猪肉价格同比上涨 18.2%对 CPI 的影响非常大。据测算，在 5 月份 2.7% 的同比涨幅中，去年

价格变动的翘尾影响约为 1.5 个百分点，新涨价影响约为 1.2 个百分点。新涨价因素较前期大体持平，后期在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 大概率保持温和上涨，通胀总体可控。不过从环比看，CPI 环比与 4 月大体持平，涨价动能也没有观测到明显的下降迹象。

1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.2%。

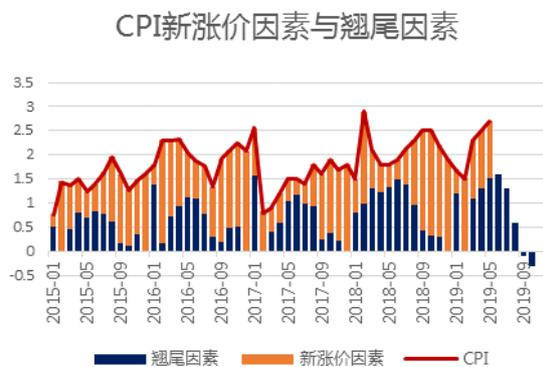
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的经济周期也没有通缩的可能，消费价格近期继续上涨的概率较大。考虑到 6 月份的翘尾影响约为 1.6 的年内最高值，下月的 CPI 同比也不会太低，今年二三季度应处于 2% 以上的温和通胀。

图 15: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



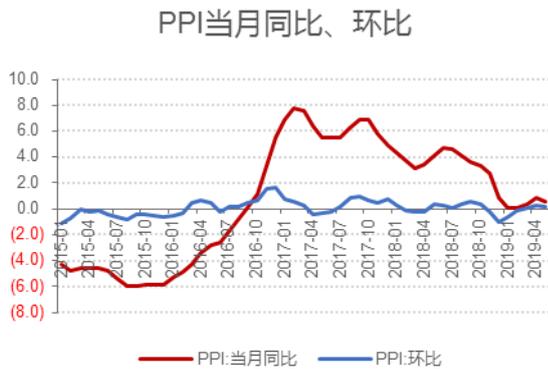
数据来源: Wind, 国元期货

2019 年 5 月份，PPI 同比上涨 0.6%，较上月下降 0.3 个百分点，环比上涨 0.2，较上月下降 0.1 个百分点；PIPIRM 同比上涨 0.2%，环比持平。据测算，在 5 月份 0.6% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.6 个百分点，新涨价影响约为 0。

40 个工业行业大类，价格上涨的有 21 个，比上月减少 7 个；下降的有 11 个，增加 3 个；持平的有 8 个，增加 4 个。从行业表现来看后期压力较大，如果剔除石油行业的权重影响，实际行业压力更大。

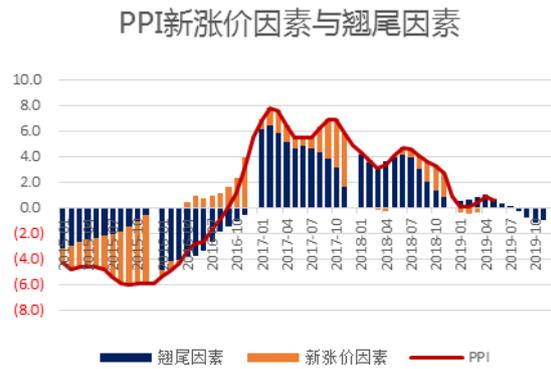
我们判断 6 月之后 PPI 继续处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。结合上年的翘尾因素的正面影响将在 4、5 月份达到高点，PPI 在 5 月之后继续走弱的概率较大。

图 17: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

2019 年初由于需求不足，价格指标大幅上涨的概率不高。市场预期由于新涨价动能不足将会促使 PPI 继续回落，直至 0 值之下。市场对消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持温和增长态势。

三、进出口增速回落

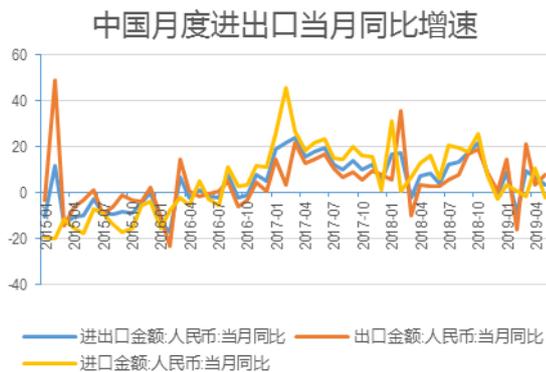
2019 年 5 月进出口数据回落，符合市场预期，季节性错峰因素消退。今年 5 月份，我国进出口总值 2.59 万亿元，增长 2.9%。其中，出口 1.43 万亿元，增长

7.7%，增速较上月回升；进口 1.16 万亿元，下降 2.5%，增速较上月回落较大；顺差 2791.2 亿元，扩大 89.8%。5 月中美贸易摩擦升级的第一个月，表现出出口尚可、进口回落，6 月 1 日关税生效之后压力增加，料 6 月的进出口数据承压。

累计数据来看，进出口总值 12.1 万亿元人民币，比去年同期增长 4.1%，较 1-4 月下滑 0.2 个百分点。其中，出口 6.5 万亿元，增长 6.1%；进口 5.6 万亿元，增长 1.8%；贸易顺差 8933.6 亿元，扩大 45%。与去年相比累计增速比较低，2018 年 1-5 月总值增 8.8%、出口增 5.5%、进口增 12.6%，差异主要在进口方向。

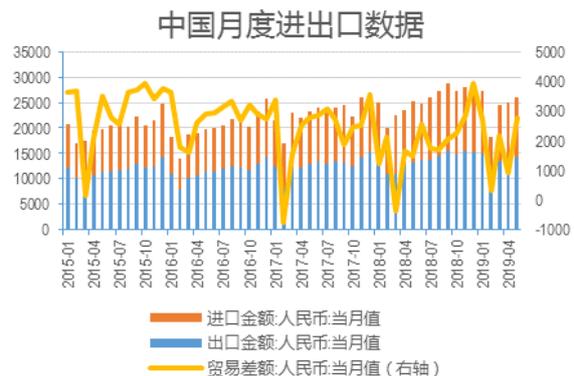
贸易数据目前累计还保持了正增长。分析认为，进口增速回落可能反映了年初内需下滑的倾向，当然还需要拉长时间观察才能确认，不过对内部总需求不足的问题市场已经开始担忧。外需方面，目前全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，对外需预期的影响比较大。对于中国来说经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，2019 年进出口增速回落的概率大。

图 19：进出口同比



数据来源：Wind、国元期货

图 20：月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

外汇储备小幅上升，央行继续增持黄金。中国 5 月外汇储备 31010.04 亿美元，环比增 60.51 亿美元创 9 个月新高。目前我国外储维持在 3 万亿美元上方。5 月份主要由于欧美债券价格上涨造成的资产价格变化因素推动外储上升。中国 5 月黄金储备 6161 万盎司，环比增 51 万盎司，为央行连续 6 个月增持，累计增持 237 万盎司。自 2016 年 10 月至 2018 年 11 月央行持有黄金数量一直维持在 5924 万盎司。去美元化、风险资产走强的市场预期增强。

中国 5 月末央行口径外汇占款 212517.12 亿元，环比减少 10.92 亿元，为连续第 10 个月下跌。外汇占款进一步下滑，不过降幅减缓。

图 21: 外汇储备

图 22: 外汇占款

中国官方外汇储备月增量



数据来源: Wind、国元期货

外汇占款月增量



数据来源: Wind、国元期货

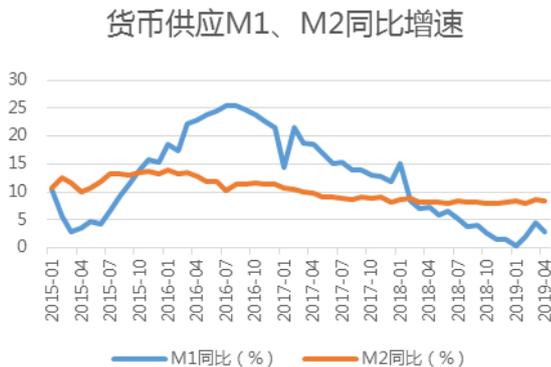
四、金融数据持稳

目前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，在经济下行期货币增速处于历史偏低水平或成为常态。5 月 M2 余额 189.12 万亿元，同比增长 8.5%；社会融资规模存量 211.06 万亿元，同比增长

10.6%；人民币贷款余额 144.31 万亿元，同比增长 13.4%。金融数据同比增速与上月大体持平。

货币供应方面，5 月末 M2 余额 189.12 万亿元，同比增长 8.5%，增速与上月末持平；M1 余额 54.44 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上月末高 0.5 个百分点；M0 余额 7.28 万亿元，同比增长 4.3%。当月净回笼现金 1167 亿元。M1M2 增速剪刀差略有收窄，反映目前实体经济体面临的资金偏紧状况温和改善。目前货币政策进入了观察期，短期内难以更加宽松，M2 大幅上升的可能性不大。我们判断后期金融数据会在现有水平上小幅波动大体保持平稳。

图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速经历了 2017-2018 年的中长期下降之后止跌回升。央行从 2018 年 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，但由于传导机制存在时滞，直至 2019 年初才出现了社融单月回升，年初至今保

持了小幅回升的态势。

存量看 5 月末社会融资规模存量为 211.06 万亿元，同比增长 10.6%。其中同比增长的有：对实体经济发放的人民币贷款余额为 143.04 万亿元，同比增长 13.4%；企业债券余额为 21.16 万亿元，同比增长 10.9%；地方政府专项债券余额为 8.1 万亿元，同比增长 41.1%。同比下降的有：委托贷款余额为 11.97 万亿元，同比下降 10.4%；信托贷款余额为 7.88 万亿元，同比下降 6.7%；未贴现的银行承兑汇票余额 3.9 万亿元，同比下降 14%。从结构来看，仅人民币贷款余额、地方政府专项债券存量占比高于去年，其余科目均有一定程度的下降。从 5 月份的增量来看，贷款、企业债、地方政府专项债为社融中的主要增量部分。

我们认为略高于名义 GDP 增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义 GDP 增速在 7.8% 左右。

图 25: M2、社会融资剪刀差



图 26: 贷款余额同比增速



存贷款方面,2019 年 5 月末人民币贷款余额 144.31 万亿元,同比增长 13.4%,增速比上月末低 0.1 个百分点,比上年同期高 0.8 个百分点。从新增贷款结构来

看，住户部门占比超过企业部门，尤其是住户部门中长期贷款占新增人民币贷款的 39%。信贷资源有向房地产行业流动的倾向，市场担忧房地产行业挤占实体经济的信贷份额。5 月末人民币存款余额 185.3 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.5 个百分点。存款增速低于贷款增速。

一季度的金融数据波动比较大，二季度逐步持稳以小幅波动为主。短期内货币政策难以更加宽松，不过由于 2019 年经济下行压力仍存，货币政策的大方向也不会立刻转变。

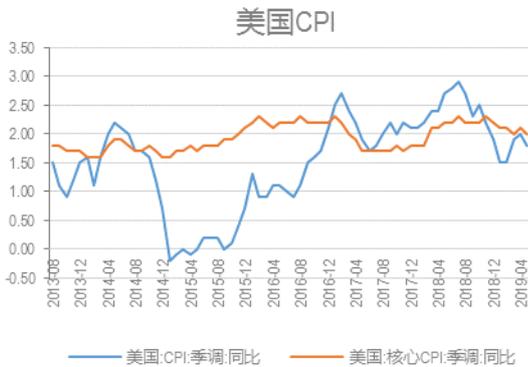
五、欧美经济数据走弱

全球经济整体呈复苏态势，不同经济体之间有所分化。主要发达经济体延续复苏，但部分经济指标有所放缓。不同经济体之间差异扩大，全球经济增长的同步性降低，全球经济金融脆弱性有所上升。

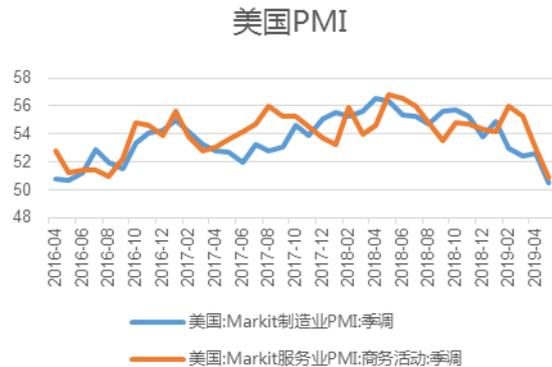
美国经济增长基础坚实。美国经济整体向好但有所回落，美元加息压力放缓美元指数高位震荡，美国股市突破前高之后快速回调。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值为 50.5，创 2009 年 9 月以来最低，预期和初值为 50.6，前值为 52.6。产出分项指数为 50.7，为 2016 年 6 月以来最低，低于初值 50.8 和前值 52.7；新订单指数为 49.6，为 2009 年 8 月以来首次陷入萎缩区间，低于初值 49.7 和前值 53.5。

图 27：美国 CPI

图 28：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

美国 5 月 CPI 同比升 1.8%，不及预期。美国 5 月 CPI 同比升 1.8%，预期 1.9%，前值 2%；环比升 0.1%，预期 0.1%，前值 0.1%；核心 CPI 同比升 2%，预期 2.1%，前值 2.1%。由于 5 月份美国汽油价格下跌，汽油价格下滑抵消了食品价格的反弹，通胀指标下滑增加美联储今年降息的压力。

美国 5 月季调后非农就业人口 7.5 万人，刷新三个月低位，预期 17.5 万人，前值修正为 22.4 万人。美国 5 月就业增长大幅放缓，薪资涨幅低于预期，预示着经济活动动能的丧失正蔓延至就业市场，这可能会增加要求美联储今年降息的呼声。

美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由于美国经济放缓，美联储对于继续加息的态度已经软化。5 月 1 号美联储主席鲍威尔表示我们没看到利率上调或下调的强烈理由。非常耐心。

图 29：美元指数

图 30：中美息差

美元指数



中美10年期国债收益率



欧元区经济数据回落表现疲弱。欧元区的制造业衰退已经持续至第三个月，几乎没有迹象表明经济很快能出现转机。制造业料将在第二季度拖累整个欧元区经济增速。

欧元区5月制造业PMI终值47.7，预期47.7，上月为47.9。德国5月制造业PMI终值44.3，法国5月制造业PMI终值50.6，意大利5月制造业PMI录得49.7。

欧元区通胀回落。欧元区5月CPI同比1.9%，符合预期。德国5月CPI终值同比增1.4%。法国5月CPI年率同比升0.9%。

图 31：欧洲 CPI

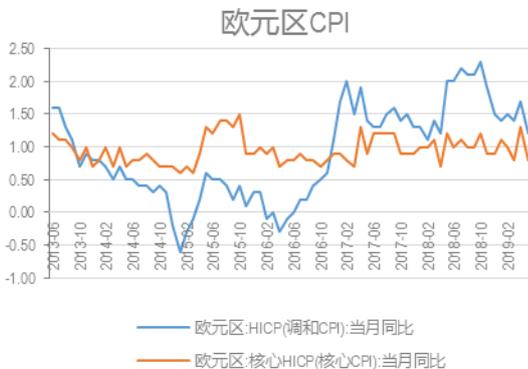
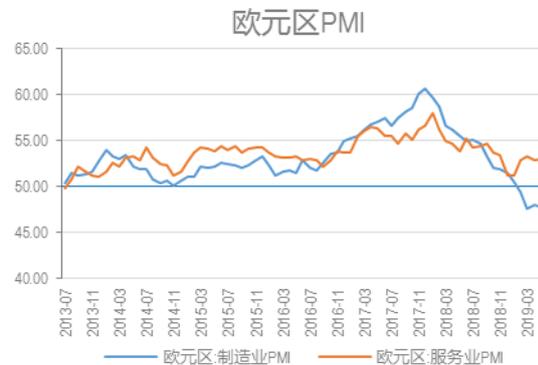


图 32：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

欧元区显示出严重分化，整体而言，德国、法国的经济增长较为稳健，而一些南欧国家包括意大利、西班牙、葡萄牙的经济不够稳固，社会问题较多。分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。欧元区4月失业率7.6%，降至十年低位。

英国5月制造业PMI为49.4，创2016年7月以来新低，预期52，前值53.1。

日本5月制造业PMI终值49.8，前值49.6。

六、后期宏观趋势研判

现阶段宏观经济有一定的增长压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数。市场预期2019年中国经济增速预计为6.2%，大幅下行概率不高。

目前经济下行的压力主要体现在总需求不足。一方面，2019年基建、工业投资增长放缓，或拖累投资领域；另一方面2019年进出口增速回落的概率大；最后社会消费品零售总额也没有走出长期缓慢下滑的趋势。从产出来看有下滑压力，若产出稳健而需求不足则有通缩压力。

政策层面，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，起到了拖地经济的作用，目前来看2019年开局良好。外部压力突然增大的情况下政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程

度的改善。四月份的经济数据较前期有所回落，五月初中美贸易问题升级，我国面临的外部压力突然增加。全球经济放缓，经济体之间矛盾加深，国际资本市场波动增加。未来经济预期的不确定性加大。

6月末G20会议之后，中美贸易问题阶段性缓和，料后期市场的关注点将逐步转回国内经济。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
电话：0551-62895501

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街融恒时代广场 14-6
电话：023-67107988

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心 1707-1708 室
电话：0592-5312522

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：福建省龙岩市龙岩大道商务板块 E 栋 1302
电话：0597-2529256

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933