

## 宏观月报

国元期货研究咨询部

## 宏观金融

### 经济数据回落 外部压力增大

#### 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。

#### 相关报告

## 目 录

一、经济处于下行通道.....	1
二、价格指标上涨.....	11
三、进出口增速回落.....	14
四、金融数据全面回升.....	16
五、欧美经济稳中回落.....	19
六、后期宏观趋势研判.....	21

附 图

图 1: GDP 增速.....	1
图 2: GDP 分产业.....	1
图 3: 制造业 PMI .....	2
图 4: 非制造业 PMI.....	2
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	3
图 6: 各类型企业 PMI.....	3
图 7: 工业增加值 .....	5
图 8: 工业增加值 .....	5
图 9: 固定资产投资 .....	7
图 10: 基础设施投资 .....	7
图 11: 财政收入 .....	8
图 12: 财政支出 .....	8
图 13: 房地产开发投资 .....	9
图 14: 社会消费品零售总额 .....	9
图 15: 工业企业利润总额累计值.....	11

图 16: 制造业利润 .....	11
图 17: CPI .....	12
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素 .....	12
图 19: PPI .....	13
图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素 .....	13
图 21: 进出口同比 .....	14
图 22: 月度进出口数据 .....	14
图 23: 外汇储备 .....	15
图 24: 外汇占款 .....	15
图 25: 货币供应 .....	16
图 26: 社会融资规模 .....	16
图 27: M2、社会融资剪刀差 .....	18
图 28: 贷款余额同比增速 .....	18
图 29: 美国 CPI .....	19
图 30: 美国 PMI .....	19
图 31: 美元指数 .....	20
图 32: 中美息差 .....	20

---

图 33: 欧洲 CPI.....	21
图 34: 欧洲 PMI .....	21

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。

## 一、经济处于下行通道

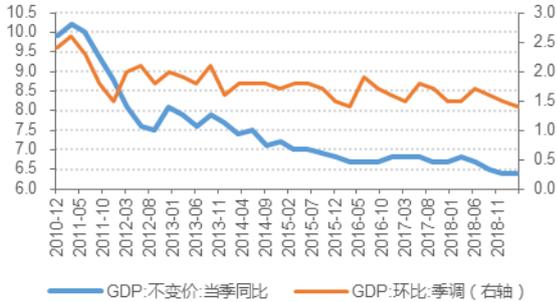
2019 年一季度 GDP 为 213433 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.4%，与上年四季度相比持平，比上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8769 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 82346 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 122317 亿元，增长 7.0%。第三产业占比 57.3%，较上年同期提高 0.8 个百分点，第一、二产业占比下降。

IMF 在其 4 月最新公布的《世界经济展望》报告中，下调了今年世界经济增长预期，但同时看好中国经济增长前景。IMF 将 2019 年中国经济增长预期由 6.2%上调至 6.3%，同时预计明年中国经济增速为 6.1%。

图 1: GDP 增速

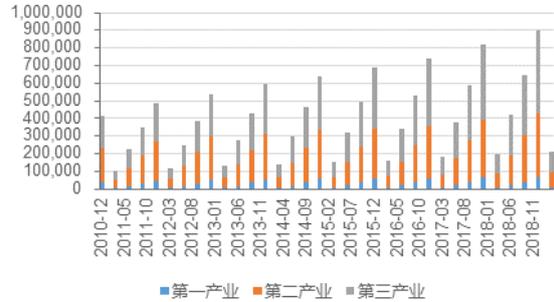
图 2: GDP 分产业

GDP季度同比与环比增速



数据来源：Wind、国元期货

GDP季度累计分产业



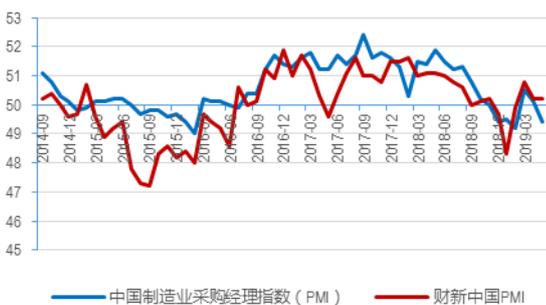
数据来源：Wind、国元期货

领先指标来看，5月份制造业PMI较上月回落，跌入收缩区间，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。

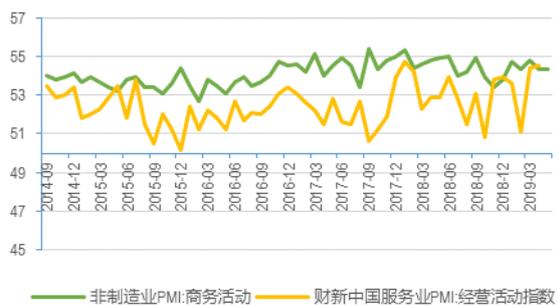
图3：制造业PMI

图4：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

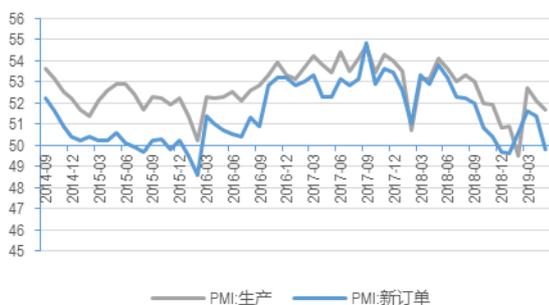
5 月份 PMI 数据回落幅度较大，各分项指标多数回落，经济扩张边际放缓，供需两端均有弱化。2019 年 5 月中国官方制造业 PMI 为 49.4%，比上月回落 0.7 个百分点。官方非制造业 PMI 为 54.3%，与上月持平，表明非制造业总体延续平稳较快的发展势头。财新 PMI 为 50.2，与 4 月持平，连续三个月处于扩张区间，显示中国制造业保持温和扩张态势。

大型企业 PMI 为 50.3%回落 0.5%、中型企业 PMI 为 48.8%回落 0.3%、小型企业 PMI 为 47.8%回落 2%。整体呈现景气下滑态势，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 5：PMI 生产和新订单指数

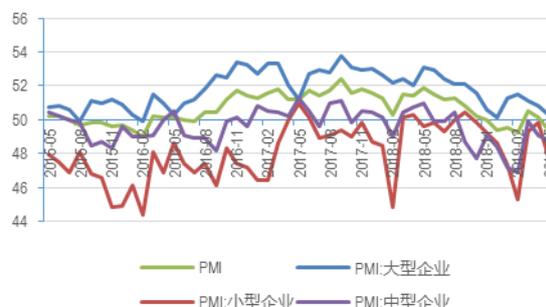
图 6：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

中国制造业采购经理指数 (PMI)



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 51.7%，比上月回落 0.4 个百分点，仍位于临界点之上，表明制造业生产继续保持扩张态势。和六大发电集团日均耗煤显示的趋势一致，

但生产端景气度下滑的幅度好于市场预期。新订单指数为 49.8%，比上月下降 1.6 个百分点，位于临界点之下，表明制造业市场需求有所回落。出口新订单指数为 46.5，较上月回落 2.7 个百分点，进口指数为 47.1，回落 2.6 个百分点，显示出内外需同步下滑。总需求不足可能在未来拖累名义 GDP 增速。

值得注意的是分项指标中从业人员指数从 47.2 下降到 47.0，表明制造业企业用工量回落，创下 2009 年 3 月以来的新低，稳就业仍然面临着较大压力。

**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 4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.4%，比 3 月份回落 3.1 个百分点。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.37%。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.2%，比 3 月份回落 0.3 个百分点。4 月份产出增速回落幅度较大，对 4 月份经济数据的影响较大。**工业生产较弱。**

分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比增长 2.9%，增速较 3 月份回落 1.7 个百分点；制造业增长 5.3%，回落 3.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.5%，加快 1.8 个百分点。制造业回落对生产端增长的影响较大。

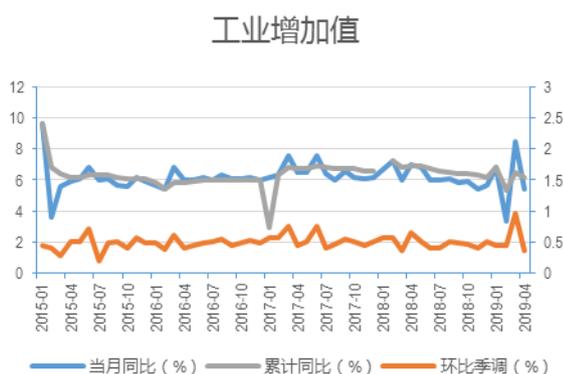
分行业看，4 月份 41 个大类行业中有 33 个行业增加值保持同比增长，比 3 月减少 7 个。其中纺织、橡胶、汽车行业同比负增长。分产品看，4 月份 605 种产品中有 298 种产品同比增长，比 3 月减少 116 个。

生产端 5 月以来，发电耗煤增速小幅回落，意味着工业生产可能又有继续走弱迹象。

2018年9月开始月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。

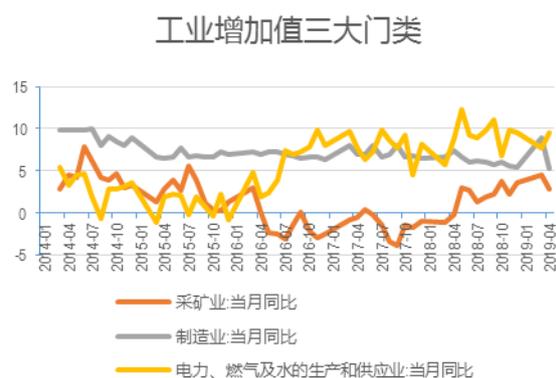
2019年1-2月工业增加值同比增速5.3%，增速较2018年12月份回落0.4个百分点，降至17年来最低水平。3月份生产端大幅提升，市场对经济触底预期增强。及至4月份工业生产再次回落，确认了下滑趋势。

图7：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图8：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。

4月份固定资产投资增速小幅回落。2019年1-4月份，全国固定资产投资

155747 亿元，同比增长 6.1%，增速比 1-3 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，4 月份固定资产投资增长 0.45%。其中，民间固定资产投资 93103 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1-3 月份回落 0.9 个百分点。

分产业看，第一产业投资 3813 亿元，同比下降 0.1%，1-3 月份为增长 3%；第二产业投资 51156 亿元，增长 2.8%，增速比 1-3 月份回落 1.4 个百分点；第三产业投资 100778 亿元，增长 7.9%，增速提高 0.4 个百分点。

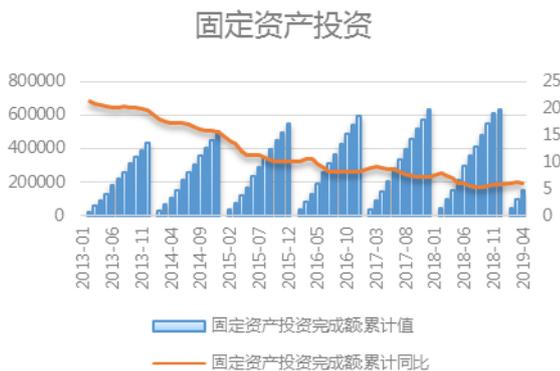
2019 年基建投资处于低位、制造业投资增速放缓、房地产政策约束，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，目前保持正增长，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定投资增速稳定在 5% 之上。

**其中基建投资方面**，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。

1-4 月份，基础设施投资同比增长 4.4%，增速与 1-3 月份持平，延续了自去年四季度以来企稳回升的运行态势。其中，水利管理业投资下降 4.9%，降幅收窄 0.6 个百分点；公共设施管理业投资下降 0.4%，降幅收窄 0.2 个百分点；道路运输业投资增长 7%，增速回落 3.5 个百分点；铁路运输业投资增长 12.3%，增速提高 1.3 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 9：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 10：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。2018 年 1-12 月累计，全国一般公共预算收入 183352 亿元，同比增长 6.2%。从支出来看，1-12 月累计，全国一般公共预算支出 220906 亿元，同比增长 8.7%。2018 年财政收入增速低于支出增速 2.5 个百分点，财政预算也是有一定的压力。

2019 年 1-4 月累计，全国一般公共预算收入 72651 亿元，同比增长 5.3%。全国一般公共预算支出 75667 亿元，同比增长 15.2%。今年前 4 个月财政收支增速差 9.9 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 11: 财政收入



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 财政支出



数据来源: Wind、国元期货

**房地产开发投资增速有所加快。**2019 年 1-4 月份,全国房地产开发投资 34217 亿元,同比增长 11.9%,增速比 1-3 月份提高 0.1 个百分点,增速创 2014 年 11 月以来的新高。其中,住宅投资 24925 亿元,增长 16.8%,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 72.8%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。**1-4 月份,房地产开发企业房屋施工面积 722569 万平方米,同比增长 8.8%,增速比 1-3 月份提高 0.6 个百分点。房屋新开工面积 58552 万平方米,增长 13.1%,增速提高 1.2 个百分点。房屋竣工面积 22564 万平方米,下降 10.3%,降幅收窄 0.5 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。1-4 月份,房地产开发企业土地购置面积 3582 万平方米,同比下降 33.8%,降幅比 1-3 月份扩大 0.7 个百分点。

1-4 月份，商品房销售面积 42085 万平方米，同比下降 0.3%，降幅比 1-3 月份收窄 0.6 个百分点。商品房销售额 39141 亿元，增长 8.1%，增速提高 2.5 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 4 月末，商品房待售面积 51380 万平方米，比 3 月末减少 266 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“去库存”转向完善供给。

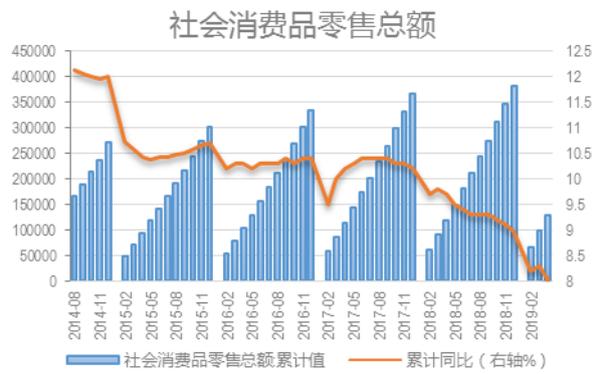
由于地产销售下行，2019 年房地产投资增速持续处于高位有压力，加上政策收紧逐步回落的概率大。但目前由于信贷宽松地产还是投资中最坚挺的部分。

图 13: 房地产开发投资



数据来源: Wind、国元期货

图 14: 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 1-4 月份，社会消费品零售总额 128376 亿元，同比增长 8.0%。其中，

限额以上单位消费品零售额 46212 亿元, 增长 3.5%。社会消费品零售总额 118817 亿元, 同比增长 9.7%。其中, 限额以上单位消费品零售额 46137 亿元, 增长 8.4%。

4 月份, 社会消费品零售总额 30586 亿元, 同比名义增长 7.2%。其中, 限额以上单位消费品零售额 11120 亿元, 增长 2.0%。

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受经济下行影响的可能性较大, 4 月份, 全国城镇调查失业率为 5.0%。

**企业盈利水平持续下滑。**2018 年工业利润总体保持较快增长, 由于工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数高等原因, 数据较 2017 年整体回落。

2019 年企业盈利水平继续下降。2019 年 1-4 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 18129.4 亿元, 同比下降 3.4%, 较 1-3 月份下降 0.1 个百分点。在 41 个工业大类行业中, 27 个行业利润总额同比增加, 14 个行业减少。1-4 月份, 规模以上工业企业实现营业收入 32.84 万亿元, 同比增长 5.1%, 比 1-3 月份下降 2.1 个百分点。产品价格下降、销售增速略有放缓影响企业利润增长。

由于 4 月 1 日起实施增值税税率下调, 导致 4 月份部分工业产品需求在 3 月份提前释放, 加之同期基数较高, 4 月份规模以上工业企业利润同比下降 3.7%,

与3月份相比波动较大。

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 15：工业企业利润总额累计值

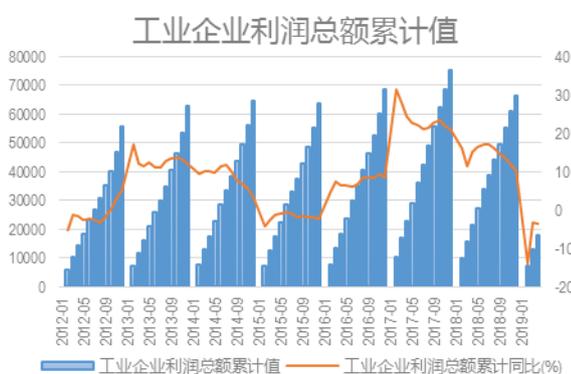


图 16：制造业利润



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，通胀预期抬升。

2019年4月CPI同比上涨2.5%，环比上涨0.1%；PPI同比上涨0.9%，环比上涨0.4%。CPI同比增速较上月上升0.2%，PPI同比较上月上升0.5%，价格指标整体呈上涨趋势；CPI环比比上月上升0.5%，PPI环比比上月上涨0.3%，商品价格受季节性影响的因素逐步消退。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4月份，CPI同比上涨2.5%。其中，城市上涨2.5%，农村上涨2.6%；**食品价格上涨6.1%**，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨2.9%，服务价格上涨2.0%。食品价格中猪、牛、羊肉价格同比涨幅较大，影响较大。据测算，在4月份2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.3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。

从环比看，CPI环比由3月份的环比下降转为环比上升，主要是受成品油调价、食品价格上涨因素影响。

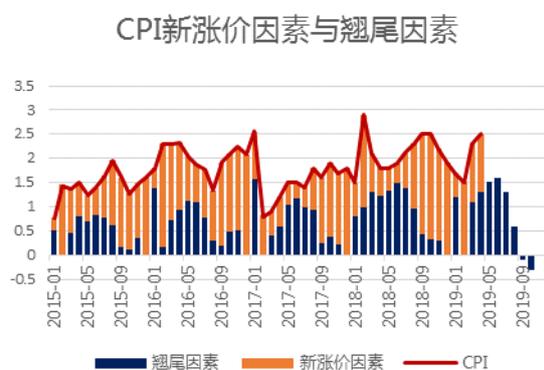
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的经济周期也没有通缩的可能，消费价格近期温和上涨的概率较大。考虑到5月份的翘尾影响约为1.5，CPI同比不会太低，今年二三季度应处于2%以上的温和通胀。

图 17: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素

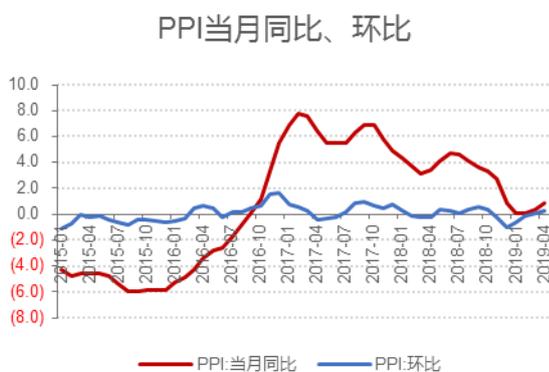


数据来源: Wind, 国元期货

2019年4月份，PPI同比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.5个百分点，环比上涨0.3%；PPIRM同比上涨0.4%，环比下降0.1%。PPI同比上涨的0.9%中，生产资料、生活资料价格均上涨0.9%，涨幅比上月分别扩大0.6、0.4个百分点。据测算，在4月份0.9%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.1个百分点，新涨价影响约为-0.2个百分点。

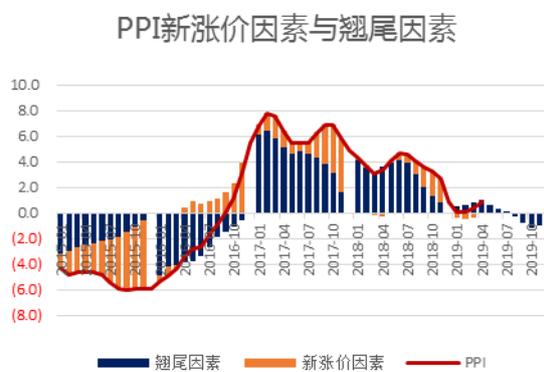
考虑到一季度之后受季节性因素影响的生活资料上涨可能告一段落，我们判断5月之后PPI继续处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。结合上年的翘尾因素的正面影响将在4、5月份达到高点，PPI在5月之后继续走弱的概率较大。

图 19: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 20: 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4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4月份，我国进出口总值2.51万亿元，增长6.5%。其中，出口1.3万亿元，增长3.1%；进口1.21万亿元，增长10.3%；贸易顺差935.7亿元，收窄43.8%。

累计数据来看，进出口总值9.51万亿元人民币，比去年同期增长4.3%。其中，出口5.06万亿元，增长5.7%；进口4.45万亿元，增长2.9%；贸易顺差6181.7亿元，扩大31.8%。累计增速比较低，2018年1-4月总值增8.8%、出口增6%、进口增12.2%。

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。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。

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。再考虑中国在国际贸易中的位置，也不需要太悲观。

图 21：进出口同比

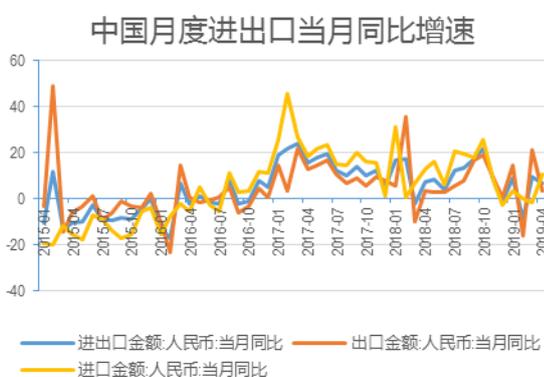
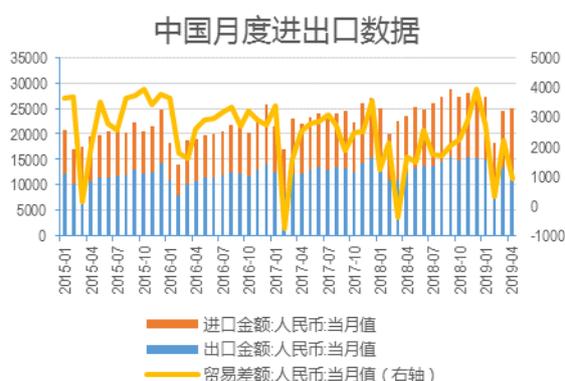


图 22：月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇储备小幅降低结束 5 连升，央行继续增持黄金。中国 4 月外汇储备 30949.53 亿美元，环比减少 38.08 亿美元，结束 5 个月连升，预期 31000 亿美元，前值 30987.61 亿美元。从储备资产价格来看，4 月美国和欧洲利率上行，了欧美债券市场价格下跌，成为 4 月外储减少的主要因素。中国 4 月黄金储备 6110 万盎司，环比增加 48 万盎司，为央行连续第 5 个月增持，累计增持 186 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 3 月末央行口径外汇占款 21.3 万亿元，环比下降 4.59 亿元，为连续第八个月下滑。外汇占款进一步下滑，不过降幅减缓。今年以来资本流动趋势较为平稳，人民币汇率贬值压力下降。3 月以来，人民币汇率保持在 6.7 左右窄幅波动，市场预期基本平稳。外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。2017 年以来，央行外汇占款波动趋缓。外汇占款规模趋于稳定，一方面说明资本流入流出趋于平衡，另一方面也是央行大幅度减少直接入市干预的结果。

图 23：外汇储备

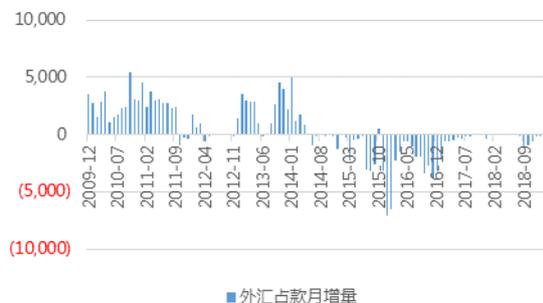
图 24：外汇占款

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、金融数据全面回升

目前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速要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。4 月 M2 余额 188.47 万亿元,同比增长 8.5%;社会融资规模存量 209.68 万亿元,同比增长 10.4%;人民币贷款余额 143.12 万亿元,同比增长 13.5%。在 3 月份全面回升之后,4 月份如期回落,开年至今整体来看好于 2018 年四季度。央行宽信用的各项举措效果逐步显现,实体领域的融资需求明显回升。

货币供应方面,4 月末 M2 余额 188.47 万亿元,同比增长 8.5%,增速比上月末低 0.1 个百分点,比上年同期高 0.2 个百分点;M1 余额 54.06 万亿元,同比增长 2.9%,增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点;M0 余额 7.4 万亿元,同比增长 3.5%。当月净回笼现金 976 亿元。

图 25: 货币供应

图 26: 社会融资规模

货币供应M1、M2同比增速



数据来源: Wind、国元期货

社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速长期下降之后暂时止跌回升。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年初才出现了单月回升，至于社融是否扭转了下滑趋势，仅凭短期数据判断风险比较大。

存量看4月末社会融资规模存量为209.68万亿元，同比增长10.4%。其中同比增长的有：对实体经济发放的人民币贷款余额为141.85万亿元，同比增长13.5%；企业债券余额为21.12万亿元，同比增长10.5%；地方政府专项债券余额为7.97万亿元，同比增长41.4%；非金融企业境内股票余额为7.09万亿元，同比增长3.8%。同比下降的有：委托贷款余额为12.03万亿元，同比下降10.9%；信托贷款余额为7.89万亿元，同比下降7.7%；未贴现的银行承兑汇票余额3.97万亿元，同比下降15.6%。从结构来看，仅人民币贷款余额、企业债、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4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 27: M2、社会融资剪刀差



数据来源: Wind、国元期货

图 28: 贷款余额同比增速



数据来源: Wind、国元期货

存贷款方面,2019 年 4 月末人民币贷款余额 143.12 万亿元,同比增长 13.5%,增速比上月末低 0.2 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,在监管关注之后票据冲量的行为减少,经济回暖预期增强之后信贷结构好转,银行的风险偏好有提高的迹象。中长期贷款增量提高,信贷结构改善,反映实体融资需求回升。4 月末人民币存款余额 184.08 万亿元,同比增长 8.5%,增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.4 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,先是 1 月份超预期、再是 2 月份不及预期,然后是 3 月份又好于预期。整体来看,一季度的金融数据好于去年四季度,市场情绪好转。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、欧美经济稳中回落

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。

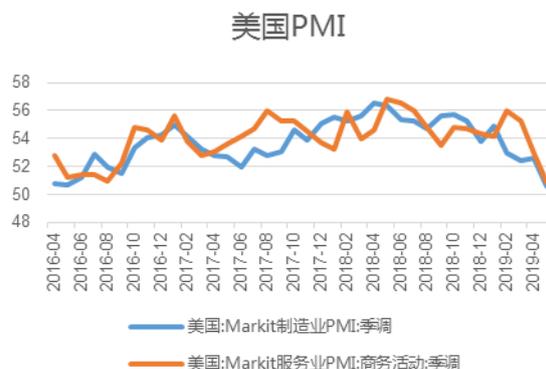
美国经济整体向好但有所回落，美元加息压力放缓美元指数高位震荡，美国股市突破前高之后快速回调。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.6, 预期 52.5, 前值 52.6。美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.9, 预期 53.2, 前值 53。不及预期。

图 29：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 30：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国 4 月 CPI 同比升 2.0%，虽然较之前值 1.9% 有所上升，但是不及预期值 2.1%，表明美国潜在通胀压力依然温和，暗示美联储在未来一段时间内将维持利率不变。从分项数据来看，美国 4 月汽油价格上涨了 5.7%，对 CPI 增速的贡

献率超过三分之二。

美国 4 月非农就业人口新增 26.3 万人创 3 个月新高,预期 19 万人,前值 19.6 万人。美国 4 月失业率 3.6%,创 49 年来新低。4 月劳动力参与率为 62.80%,平均每小时工资同比增幅为 3.20%。美国 4 月非农就业好于预期,结合一季度 GDP 和 3 月消费等数据,说明美国经济增长基础坚实。

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 31: 美元指数



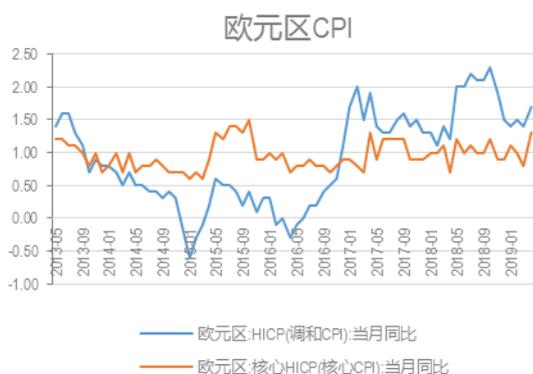
图 32: 中美息差



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 初值 47.7,预期 48.1;服务业 PMI 初值 52.5,预期 53。德国 5 月制造业 PMI 初值 44.3,预期 44.8;服务业 PMI 初值 55,预期 55.5;法国 5 月制造业 PMI 初值 50.6,预期 50。

欧元区通胀回落。欧元区4月CPI公布值1.7%，前值1.4%，预期1.6%。德国4月CPI初值同比升2%，预期1.6%，前值1.3%。法国4月CPI同比1.2%，预期1.2%，前值1.1%。意大利4月CPI同比初值1.1%，预期1.1%，前值1%。

图 33：欧洲 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 34：欧洲 PMI



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。

## 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。

## 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

### 大连营业部

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