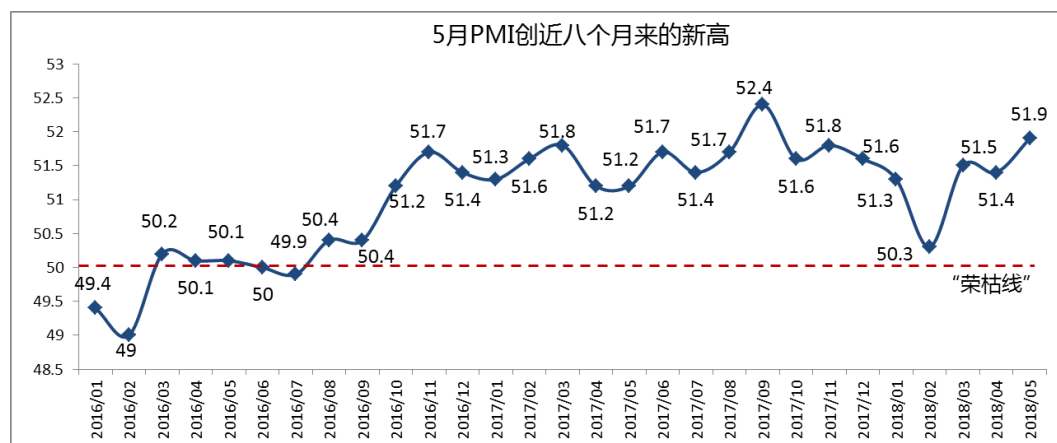


经济运行微观基础不断改善，政策延续稳定性和灵活性

——宏观经济专题报告

5月PMI创近8个月以来的新高：根据国家统计局数据显示，2018年5月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.9%，高于上月和上年同期0.5和0.7个百分点，创2017年10月以来高点，制造业总体扩张有所加快。本月主要特点：1）供需两侧协同发力，市场活跃度上升。生产指数和新订单指数为54.1%和53.8%，分别高于上月1.0和0.9个百分点，升至年内高点。2）产业转型升级步伐加快，新动能支撑作用继续增强。装备制造业和高技术制造业PMI为53.0%和54.8%，分别比上月上升1.3和1.0个百分点，且均持续高于制造业总体水平。消费品制造业PMI为52.7%，与上月基本持平，走势平稳。3）传统行业景气回升，企业生产经营有所改善。高耗能制造业PMI为50.5%，重回扩张区间，分别高于上月和上年同期0.6和2.4个百分点，其中黑色金属冶炼及压延加工业PMI升至近期高点。4）进出口指数均有回升，外贸稳中向好。新出口订单指数和进口指数为51.2%和50.9%，分别比上月上升0.5和0.7个百分点，均连续三个月位于扩张区间。整体来看，5月份综合PMI产出指数为54.6%，高于上月0.5个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

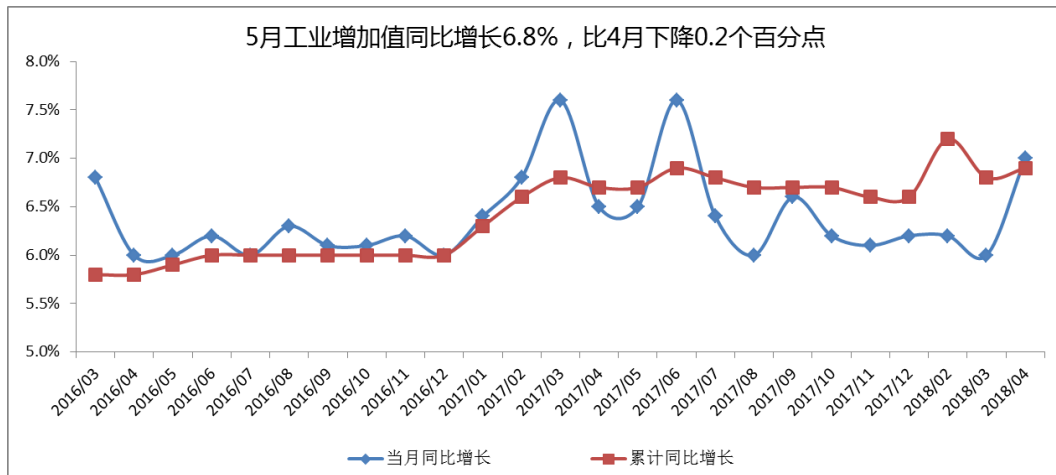
图表1：统计局PMI



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

5月工业增加值同比增长6.8%：根据国家统计局数据显示，2018年5月份，规模以上工业增加值同比增长实际增长6.8%，比上年同期加快0.3个百分点，比4月份回落0.2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0.58%。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，与1-4月份持平。分三大门类看，5月份，采矿业增加值同比增长3.0%，4月份为下降0.2%；制造业增长6.6%，比4月份回落0.8个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长12.2%，加快3.4个百分点。5月发电量继续走强，5月发电量当月同比增长9.8%，较4月继续上升2.9个百分点；机械设备和电子制造领域5月相对较弱，通用设备制造、专用设备制造业、电气机械制造、交通运输设备制造均有不同程度下滑，仅计算机通信电子制造业增速小幅上升，目前这四个行业增速均超9%；汽车制造业继续走强，5月上升1.3个百分点至13.2%；相对传统的煤炭、钢铁、有色、建材、化工领域则走势分化，其中原煤产量小幅下滑，钢铁、有色金属则继续保持增长，建材则明显走弱。总体来看，5月工业生产仍然具有韧性，其中发电、汽车、钢铁、有色领域的生产应是主要的动力来源。

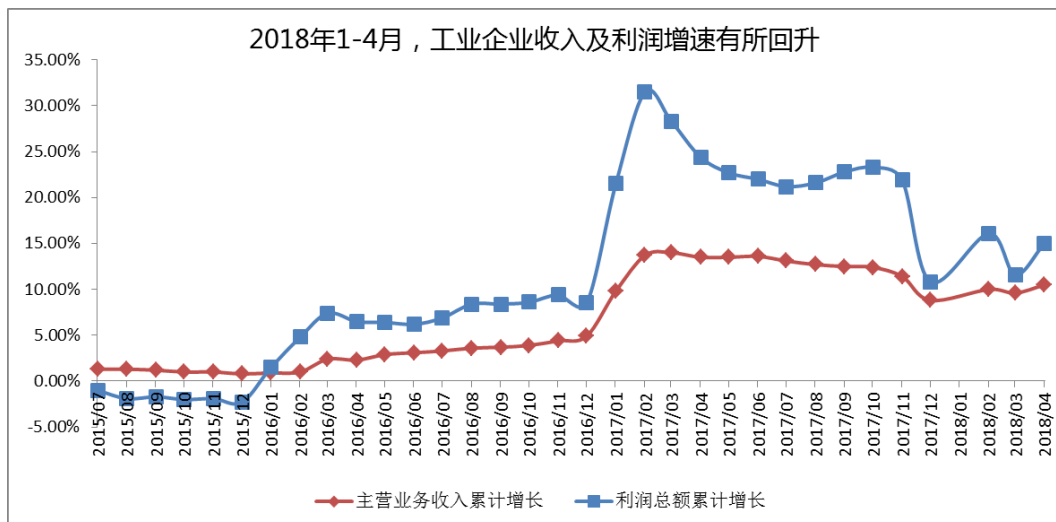
图表2：工业增加值当月及累计同比增速



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

4月工业企业利润增速环比显著加快：根据国家统计局数据显示，2018年1-4月，规模以上工业企业实现利润总额21271亿元，同比增长15%，增速比1-3月提高3.4个百分点；其中，4月份利润增长21.9%，增速比3月份大幅上升18.8个百分点。4月利润增速的大幅提高主要受到以下四个因素的影响：1) 生产销售增长加快。4月规模以上工业增加值同比增长7%，增速比3月份加快1个百分点；企业主营业务收入增长10.4%，增速比3月份加快3个百分点。2) PPI回升。4月工业生产者出厂价格同比上涨3.4%，涨幅比3月回升0.3个百分点，是在连续5个月价格上涨放缓后出现的首次回升；而工业生产者购进价格同比上涨3.7%，涨幅与3月持平。一升一平，扩大了企业利润空间。根据统计局初步测算，因价格变动对利润增长的拉动作用比3月份增加7.1个百分点。3) 汇兑损失减弱使财务费用增长放缓。4月因前期汇兑损失等因素减弱，规模以上工业企业财务费用同比增长仅1.8%，增速比3月明显放缓13.3个百分点。4) 利润同期基数较低。2017年4月份，受价格涨幅回落、生产销售增长放缓、成本上升等各种因素影响，利润同比增长14%，增速比去年3月回落9.8个百分点，为去年各月增速第二低点。

图表3：工业企业主营业务收入及利润总额累计增速

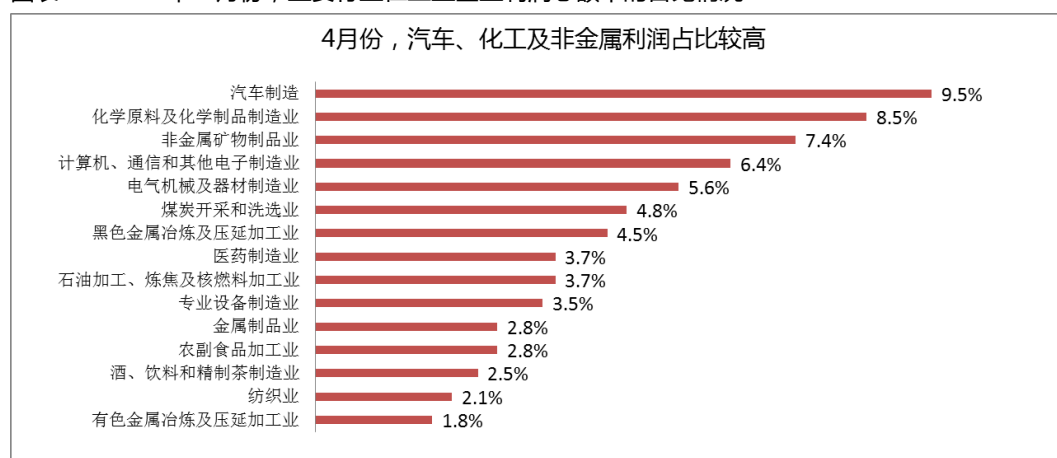


数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

工业企业利润回升表现在三个方面：从产业结构和企业类型看，4月工业企业利润增速的大幅回升，主要表现在以下三个方面：1) “三黑一色”行业和高技术制造业利润增速回升。如石油和天然气开采业、黑色

金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料及化学制品制造业利润增速，分别较上月上升 92.6%、31.3%、2.1%和 8.3%，而这些行业在整个工业企业利润的比重较高。除“三黑一色”行业利润增速回升外，高技术制造业利润增速也在提高，其中利润比重最高的汽车制造业，其利润增速回升较快，1-4 月利润增速较 1-3 月提高 4.1 个百分点。2) 除集体工业企业外，其他类型企业利润增速均有所提升。从企业登记注册类型看，国有企业、股份制企业、外商及港澳台企业和私营企业利润增速分别比 1-3 月提高了 3.1、2.9、5.3 和 2.7 个百分点，而同期集体工业企业利润增速回落了 0.4 个百分点。3) 企业利息支出和财务费用增加放缓。受流动性投放较多影响，4 月份市场利率中枢水平整体平稳，虽然利息支出和财务费用增速较快，如 3 月份财务费用和利息支出分别较 2 月上升 1 和 5 个百分点，但管理费用和销售费用增速放缓，如 3 月管理费用、销售费用分别较 2 月下降 0.5 和 0.8 个百分点。4 月份财务费增速比 3 月份下降 13.3 个百分点。

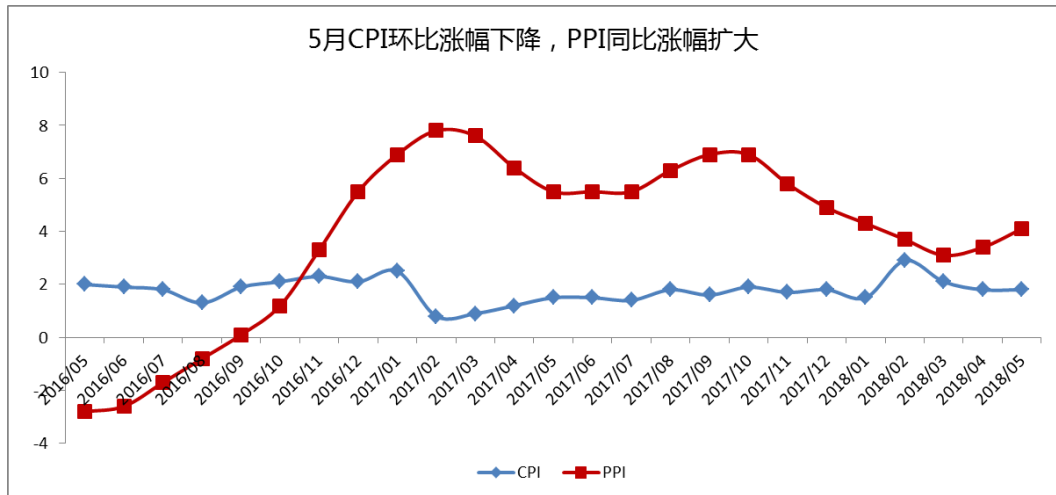
图表 4：2018 年 4 月份，主要行业在工业企业利润总额中的占比情况



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

5 月 CPI 环比继续下降，PPI 同比涨幅扩大：根据国家统计局数据显示，2018 年 5 月，全国居民消费价格指数（CPI）环比下降 0.2%，同比上涨 1.8%；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 0.4%，同比上涨 4.1%。从同比看，CPI 上涨 1.8%，涨幅与上月相同。食品价格上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。其中，鸡蛋和鲜菜价格分别上涨 24.7%和 10.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点；牛肉、羊肉和禽肉价格分别上涨 3.0%、13.5%和 6.4%，合计影响 CPI 上涨约 0.13 个百分点；猪肉和鲜果价格分别下降 16.7%和 2.7%，合计影响 CPI 下降约 0.48 个百分点。PPI 涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。生产资料价格上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，扩大 0.2 个百分点。在主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业，合计影响 PPI 涨幅扩大大约 0.67 个百分点。展望未来，随着猪肉价格的继续回升，6 月份 CPI 同比有望步入“2 时代”；低基数效应叠加油价上涨，6 月份 PPI 同比将继续提高。

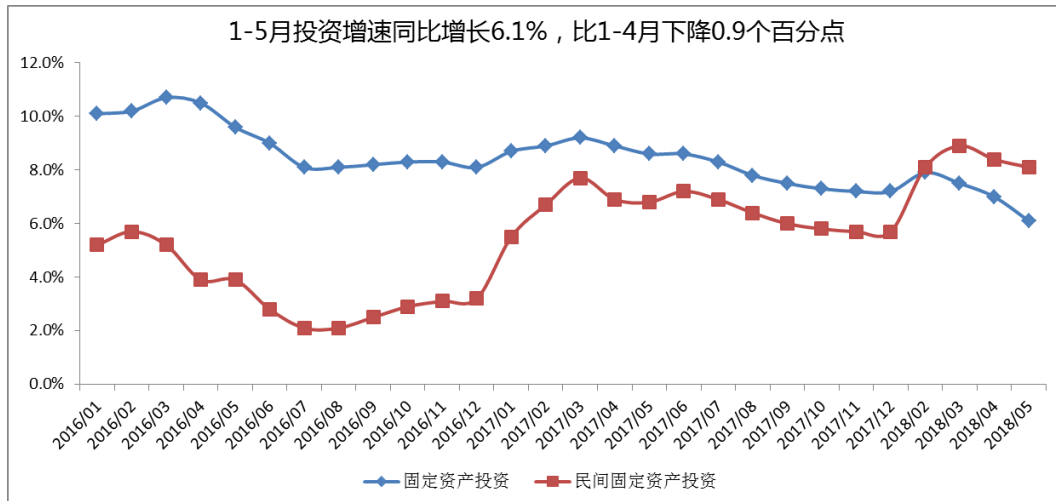
图表 5：CPI/PPI 月度同比增速



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

社融下降拖累基建投资，5月投资增速不及预期：根据国家统计局数据显示，2018年1-5月份，全国固定资产投资216043亿元，同比增长6.1%，增速比1-4月份回落0.9个百分点。从环比速度看，5月份固定资产投资增长0.47%。其中，民间固定资产投资134399亿元，同比增长8.1%。分产业看，第一产业投资6844亿元，同比增长15.2%，增速比1-4月份回落1.6个百分点；第二产业投资79550亿元，同比增长2.5%，增速与1-4月份持平；第三产业投资129649亿元，同比增长7.7%，增速回落1.6个百分点。5月投资累计同比6.1%，明显低于市场预期值和前值7%。主要分项来看，5月制造业投资较上月回升0.4个百分点至5.2%，连续第2个月回升；地产投资较上月微幅回落0.1个百分点至10.2%。基建投资是5月投资下滑的主要拖累项，全口径基建投资增速较上月再次大幅回落2.6个百分点至5.0%，三大基建分项均现回落，单月基建投资增速已跌至负区间。社融数据显示，1-5月委托贷款与信托贷款合计新增融资为-6605亿元，而去年同期的新增融资额为16655亿元，同比增速低至-139.7%。在金融监管的影响下，预计非标融资将继续保持缩减状态，其对基建投资的影响还将继续显现。

图表6：固定资产投资及民间投资累计同比增速

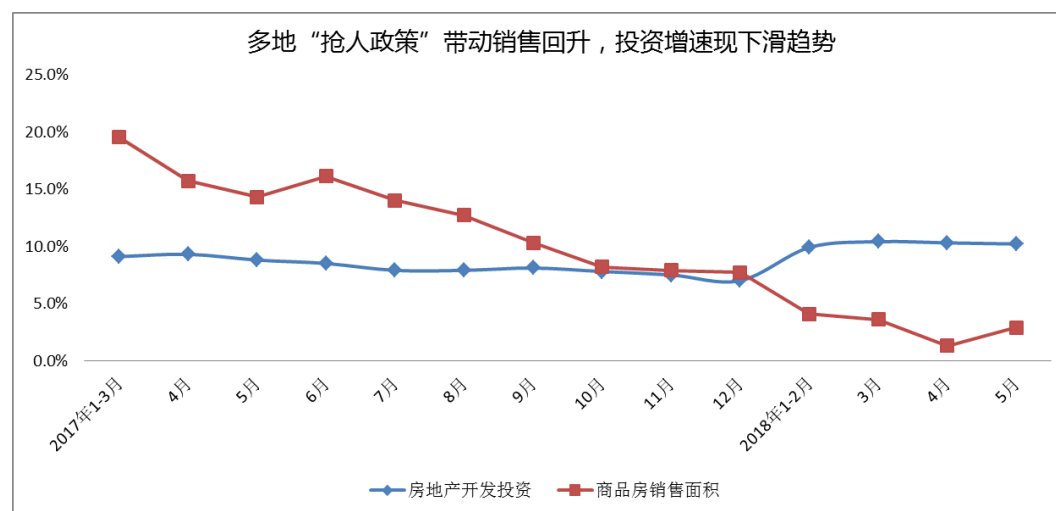


数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

“抢人政策”带动销售回升，但投资增速有下降隐忧：根据国家统计局数据显示，2018年1-5月，全国房地产开发投资41420亿元，同比名义增长10.2%，增速比1-4月回落0.1个百分点。其中，住宅投资

29037 亿元，同比增长 14.2%，增速与 1-4 月份持平；住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.1%。1-5 月，商品房销售面积 56409 万平方米，同比增长 2.9%，增速比 1-4 月提高 1.6 个百分点。投资方面，今年以来，房地产投资持续高增长，成为投资的中流砥柱，但仍有隐忧。去年下半年以来，受土地价格回升带动，房地产投资名义和实际增速出现明显背离，今年 1 季度名义增速高达 10.4%，但实际增速仅 3.7%，未来地价涨幅回落，势必导致地产投资名义增速下滑，并向实际增速收敛。销售方面，5 月全国商品房销售面积同比增速回升转正至 8%，并带动土地购置面积和新开工面积增速双双回升。地产销售短期回升主要缘于房企加快推盘以提升周转，以及多地出台“抢人政策”。“抢人政策”虽提升一二线城市人口流入，但占地产销售比重更高的三四五线人口流出压力渐增，加之 5 月房贷利率继续回升、楼市调控只紧不松，地产销售短期反弹难改长期下滑趋势。

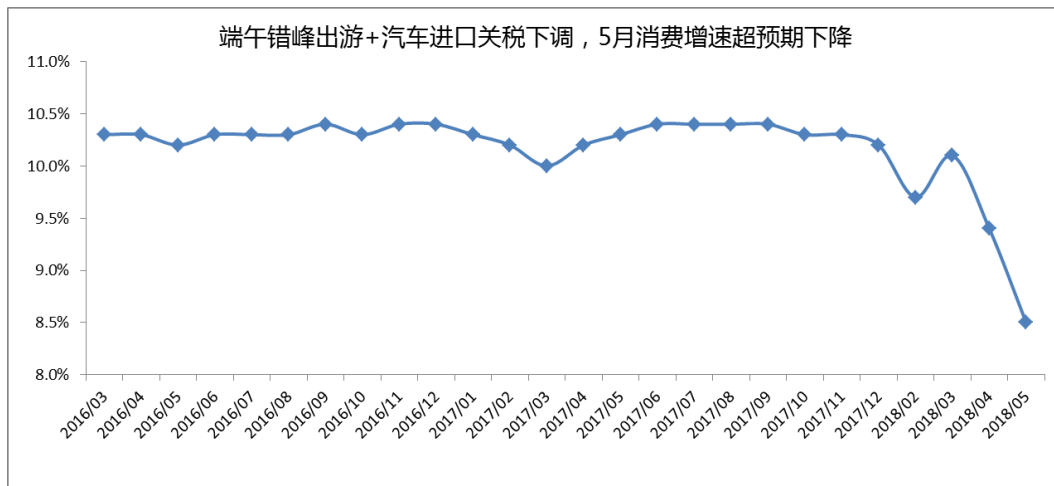
图表 7：房地产投资、商品房销售面积累计同比增速



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

受端午节错峰出游及汽车进口关税下调影响，5 月消费增速超预期下降：根据国家统计局数据显示，2018 年 5 月份全国社会消费品零售总额达到 3.04 万亿元，同比增长 8.5%，增速较 4 月份回落 0.9 个百分点，1-5 月累计同比增长 9.5%，较 1-4 月放缓 0.2 个百分点。5 月份，商务部重点监测零售企业销售额同比增长 4.9%，较 4 月放缓 0.2 个百分点，1-5 月累计同比增长 4.6%，较上年同期加快 0.2 个百分点。网络零售继续引领增长，1-5 月全国实物商品网上零售额同比增长 30%，增速较上年同期提高 3.5 个百分点；占社会消费品零售总额的比重升至 16.6%，较上年同期提高 3.5 个百分点。商务部表示，5 月份消费增速放缓，主要是受到端午节小长假错峰（去年在 5 月，今年在 6 月）和汽车进口税调整政策效应的影响。汽车进口税下调政策公布后，部分商家提前降价销售，加上去年同期基数较高等因素影响，5 月汽车销售额同比下降 1%，增速较上年同期回落 0.8 个百分点。同时，由于“端午节小长假”错峰，5 月份全国餐饮收入 3321 亿元，同比增长 8.8%，较上年同期放缓 2.8 个百分点，但仍高于消费增速 0.3 个百分点。总体来看，当前消费市场基本平稳，消费升级势头不减。随着国民经济延续稳中向好态势，增加有效供给、减税降费等一系列政策效应逐步显现，预计后期消费市场仍将保持平稳增长。

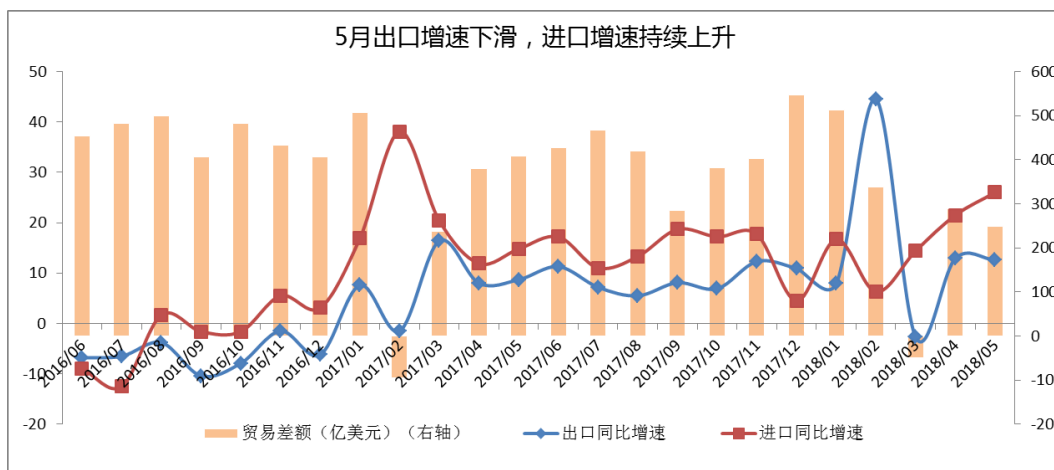
图表 8：社会消费品零售总额累计同比增速



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

前5月进出口规模创同期历史最高水平：根据中国海关数据显示，2018年5月，中国进出口继续扩大，对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口均保持增长。按美元计，5月中国进口同比增长26%；出口同比增长12.6%；5月贸易顺差249.2亿美元。数据显示，1-5月，中国进出口总额11.63万亿元人民币，同比增长8.8%；其中出口6.14万亿元，增长5.5%；进口5.49万亿元，增长12.6%；顺差6498.1亿元，收窄31.0%。进出口实现较快增长，进出口规模创同期历史最高水平。从国际市场看，中国对“一带一路”沿线国家进出口合计3.21万亿元，增长11.1%，高于总体增速2.3个百分点，占比提高0.6个百分点至27.6%。外贸新业态发展的政策和环境持续优化，跨境电商、市场采购等继续保持快速增长，成为外贸增长的新亮点，新动力培育成效显著。1-5月，跨境电商综合试验区进出口增长一倍以上，市场采购贸易增长近一倍。今年以来，全球经济和贸易回暖，国内经济稳中向好态势持续巩固，为我国外贸发展提供有力支撑。未来中国将继续推动贸易和投资自由化和便利化，维护多边贸易体制，在稳定出口的同时主动扩大进口，加大力度培育贸易新业态、新模式，使外贸总体保持平稳。

图表9：进出口月度同比增速

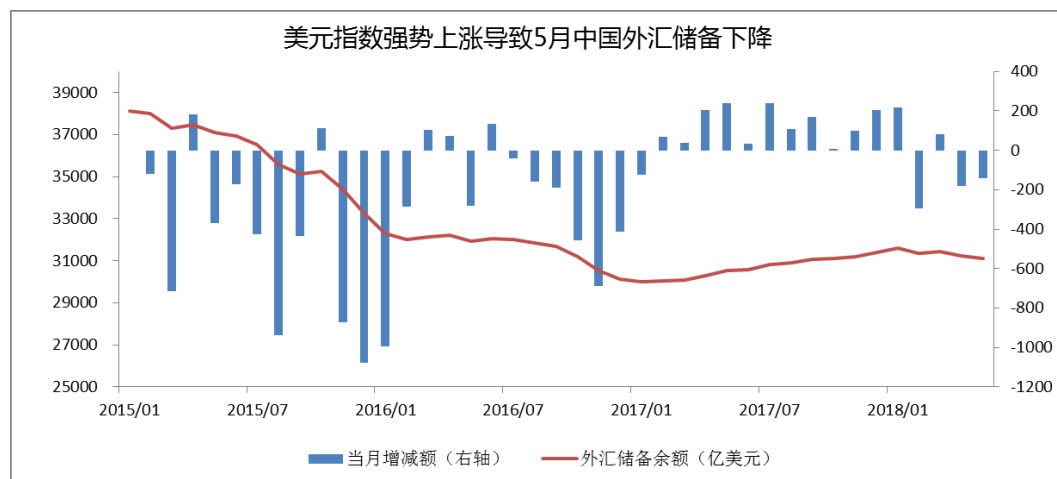


数据来源：中国海关总署，北广投资管研究院整理

美元指数强势上涨, 5月中国外汇储备下降：根据中国央行数据显示，截至2018年5月末，中国外汇储备规模为31106.23亿美元，较4月份减少142.29亿美元。外汇储备减少主要源于美元指数的上涨，5月美元指数累计上涨2.34%至93.9859，主要构成部分欧元、英镑、日元兑美元分别变化-3.35%、+0.51%、

-3.36%，据此测算，由此带来汇兑损失约 304.59 亿美元，导致外汇储备中以美元计价的非美元资产出现贬值，导致以美元计外汇储备减少。同时，和欧洲债务危机时一样，5 月末，意大利政治危机爆发之后，美元作为避险货币走强，2018 年 5 月 29 日美元指数升至 94.86，创近 6 个月新高。英国脱欧未见实质性进展，导致企业推迟投资决定。叠加全球贸易保护主义升温，欧元区依然面临政治和对外贸易上的不确定性，全球避险情绪有升温的可能，美元指数仍有上涨的空间。

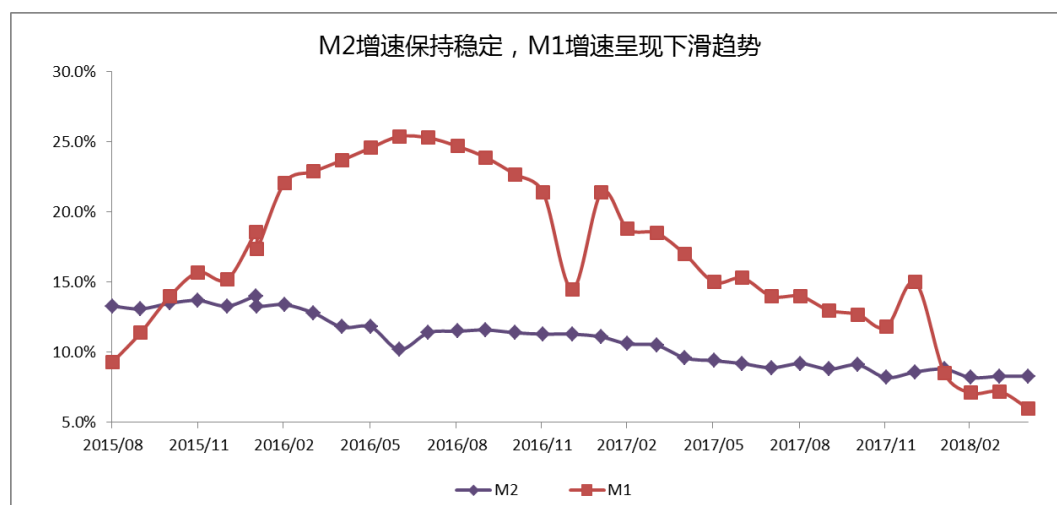
图表 10：外汇储备余额月度变化情况



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

M2 增速保持稳定，M1 增速呈现下滑趋势：根据中国央行数据显示，2018 年 5 月末，广义货币（M2）余额 174.31 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.8 个百分点；狭义货币（M1）余额 52.63 万亿元，同比增长 6%，增速分别比上月和上年同期低 1.2 和 11 个百分点；流通中货币（M0）余额 6.98 万亿元，同比增长 3.6%。当月净回笼现金 1702 亿元。总体来看，M1 增速下行反映出企业活期存款较为紧张。央行货币政策在稳健中性的基础上增加了适度的灵活性，央行近期较为关注社融增速的下行，而定向降准将会成为最为有效的货币政策操作方式。央行的定向降准稳定了 5 月份的 M2 增速，M2 增速走势处在基本稳定的区间，企业融资受到表外监管以及信用问题依然处在较为紧张状态，M1 增速持续下滑仍将是趋势。

图表 11：M1 和 M2 月度同比增速



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

5月信贷需求较为稳定：根据中国央行数据显示，2018年5月，当月人民币新增贷款1.15万亿元，同比多增405亿元。分部门看，住户部门贷款增加6143亿元，其中，短期贷款增加2220亿元，中长期贷款增加3923亿元；非金融企业及机关团体贷款增加5255亿元，其中，短期贷款减少585亿元，中长期贷款增加4031亿元，票据融资增加1447亿元；非银行业金融机构贷款增加142亿元。一方面，居民短期消费贷新增2220亿元，占比19.3%，居民中长期贷款新增3923亿元，占比34.11%，均较上月有所回升；同业贷款当月新增142亿元，占比1.23%，较上月明显下降。另一方面，企业中长期贷款新增4031亿元，占比35.05%，反映信贷对实体经济支持力度仍然较强。总体来看，未来货币政策仍以稳为主，边际上或定向针对企业部门做流动性补充。未来政策大概率仍会围绕稳增长、降融资成本、防范流动性风险展开。

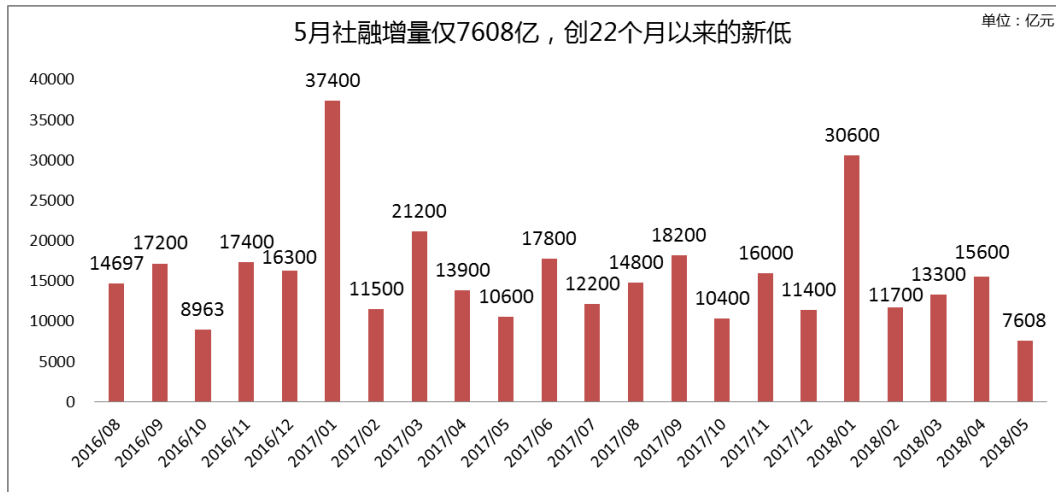
图表 12：新增人民币贷款月度变化量



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

5月社会融资规模超预期下降：根据中国央行数据显示，2018年5月，社会融资规模增量为7608亿元，比上年同期少3023亿元，创下22个月以来的新低。其中，当月对实体经济发放的人民币贷款增加1.14万亿元，同比少增384亿元；委托贷款减少1570亿元，同比多减1292亿元；信托贷款减少904亿元，同比多减2716亿元；企业债券融资净减少434亿元，同比少减2054亿元；非金融企业境内股票融资438亿元，同比少20亿元。我们认为，5月社融数据大幅低于预期，主要是在金融严监管的背景下，表外融资大幅萎缩和信用债违约潮带来的企业直接融资下降的影响，规范企业融资渠道，持续“脱虚向实”仍是主要趋势。因此，央行维持市场流动性基本稳定，防止货币市场利率大幅上升并传导至信贷市场抬高企业融资成本的可能性很大。面对金融去杠杆后，部分企业融资可得性下降，以及直接融资明显萎缩的困难，央行也可能综合运用多种流动性工具定向针对性地对企业部门进行流动性补充。

图表 13：社会融资新增规模月度变化量



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

美联储年内第二次加息，预计下半年还将加息两次：北京时间6月14日，美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率上调至1.75%-2%区间。这是美联储年内第二次加息，也是2015年12月美联储开启本轮加息周期以来的第七次加息。中国此次未跟进美联储加息。美联储官方上调了年内加息的预期，全年加息预期由三次调整至四次，这意味着下半年预计还将加息两次。此前多次美联储加息之后，中国央行大多上调以公开市场操作、中期借贷便利等为代表的政策利率，但此次中国不跟进美国加息步伐。对中国来说，在国内“紧信用宽货币”的环境下，市场风险偏好下行较快，导致银行间流动性宽裕，但实体尤其是民营企业融资成本上升。融资收缩对经济的负反馈已逐渐显现，未来，中国货币政策的重心需要偏向稳经济、防止“紧信用”可能产生的经济失速与债务风险。后续考虑到经济的平稳发展，预计中国央行在货币政策上会相对温和，维持流动性和利率的平稳，同时逐步实现降杠杆，来降低长期的系统性风险。

图表 14：美联储加息节奏

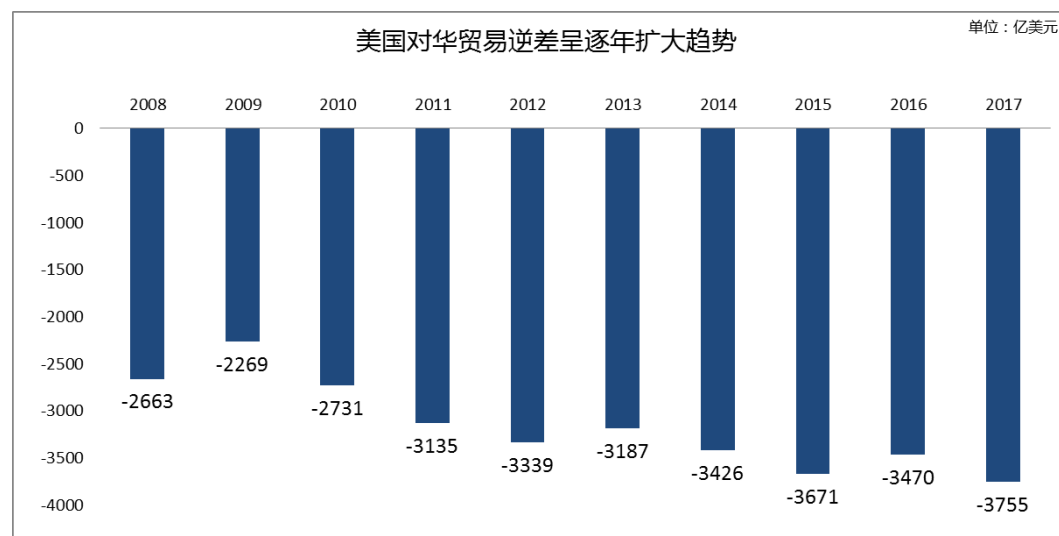
加息时间	加息 (BP)	区间
2015年12月17日	25	0.25%—0.5%
2016年12月15日	25	0.5%—0.75%
2017年3月16日	25	0.75%—1.0%
2017年6月14日	25	1.0%—1.25%
2017年12月14日	25	1.25%—1.5%
2018年3月22日	25	1.5%—1.75%
2018年6月14日	25	1.75%—2.0%
2018年	预计再加息2次	
2019年	预计再加息3次	
2020年	预计再加息2次	

数据来源：路透社，北广投资管研究院整理

中美贸易战不断升级：2018年6月15日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。针对以上美国加征关税的决定，中国国务院关税税则委员会

发布公告决定，对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。美国东部时间 6 月 18 日约 19 时 30 分，美国总统特朗普通过白宫声明称，考虑对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税。特朗普表示，此举是回应中国此前宣布的对 500 亿美国商品征税的回击。据美国商务部数据显示，2017 年美国从中国进口商品总额为 5055 亿美元，对中国出口商品总额为 1300 亿美元，对华贸易逆差约 3755 亿美元。特朗普还表示，已经指示美国贸易代表（USTR）办公室出台清单。如果中国仍拒绝改变其贸易行为，美国将在法律程序完成后正式对这批中国商品开征关税。此外，如果中国再次出台对等措施，还将考虑再对 2000 亿美元的中国商品征税。

图表 15：美国对华贸易逆差变化情况



数据来源：美国商务部，北广投资管研究院整理

北广投资管研究院观点：经济运行微观基础不断改善，政策延续稳定性和灵活性。整体来看，受消费稳健增长、政策扶持新经济发展、地产投资表现不弱等逻辑支撑，同时从增长结构来看，大中型企业、国有企业的生产和盈利表现相对较强，未来 GDP 增速快速回落的可能性较低。从政策角度来看，中国的货币政策在稳健中性的基础上增加了适度的灵活性，人民银行在 4 月 25 日进行了定向降准，符合市场对于央行货币政策转向的趋势判断，从 1-5 月的经济数据走势来看，如果经济数据下行压力继续体现，在 6-7 月很可能再次进行定向降准。特别是美联储已经如期加息两次，并将在下半年还将加息两次，对人民币汇率的压力越来越大。今年 4 月底中央政治局会议提出要扩大内需，体现了政策的前瞻性。对于下半年而言，经济存在下行压力，但失速的可能性不大，外需虽有减弱，但出口基本面不差，摩根大通全球制造业 PMI 仍然处于高位，出口仍可能保持较高的增速。相对于经济增速放缓，更需要担心的是信用收缩可能引发企业资金链断裂等一系列风险，对政策而言，有必要保持货币政策和信用适度宽松来缓解这种冲击。