

## 制造业结构持续优化 对美出口或面临挑战

研发部 孙田原

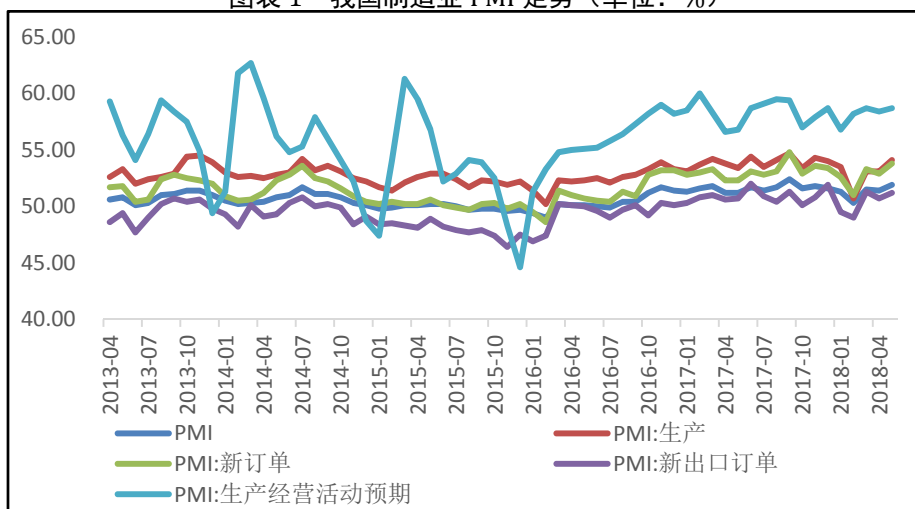
**摘要：**2018年5月，制造业PMI环比上升达到年内高点；CPI环比涨幅继续回落而PPI环比增速由降转升；高新技术产业增加值持续保持高速增长，但整体工业增加值增速有所下降；消费受端午假期错位及汽车进口关税调整影响有所下降，制造业投资继续加快；进口增速继续加快，出口保持平稳，中美贸易摩擦再度升温。表外融资规模加速下滑导致新增社会融资规模出现明显下降，M2增速继续保持低位。未来，在高景气度支持下我国经济增长和发展有望继续保持稳中向好的态势，个税修正案的提出有望增加居民可支配收入，为消费增长提供支持，但贸易摩擦再度升温带来的影响值得关注。央行年内第三次定向降准将为银行体系带来7000亿元流动性，增强表内贷款承接部分表外融资转移的能力，有利于新增社会融资规模的稳定和稳健中性货币政策的持续推行，为经济增长带来良好支撑。

### 一、制造业景气度持续回升，PMI达年内高点

2018年5月，我国制造业PMI为51.9%，较上月上升0.5个百分点，为今年以来最高水平。

分项来看，2018年5月制造业PMI生产指数为54.1%，较上月上升1个百分点；采购量指数为53.0%，环比上升0.4个百分点；新订单指数为53.8%，环比上升0.9个百分点；新出口订单指数为51.2%，环比上升0.5个百分点；出厂价格指数为53.2%，环比上升3.0个百分点，成本向下游传递的趋势更加显著。而近几月来新订单指数与新出口订单指数之间的差值呈不断扩大趋势，体现出内需对新订单的贡献正在不断扩大。

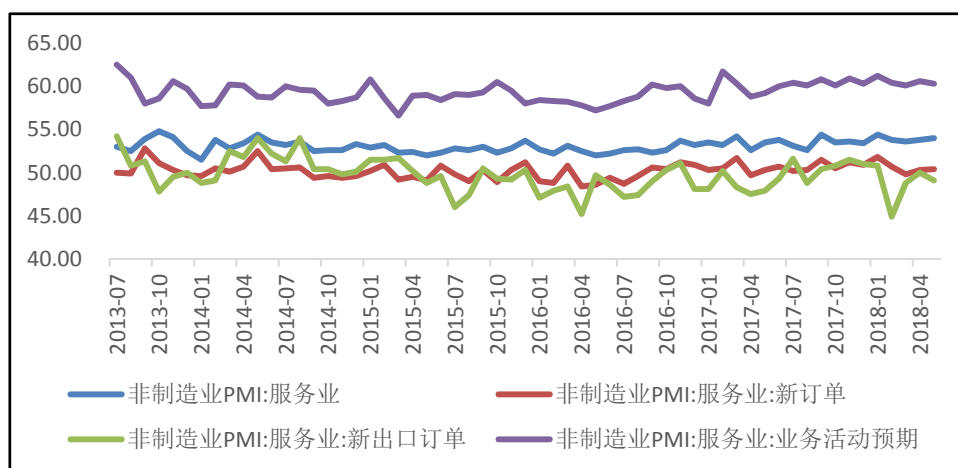
图表1 我国制造业PMI走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

5月我国服务业PMI指数为54.0%，环比上升0.2个百分点。分项中新订单指数为50.4%，环比上升0.1个百分点；新出口订单指数为49.1%，较上月下降了0.9个百分点；业务活动预期较上月的60.6%小幅下降至60.3%。2018年5月服务业PMI继续环比上升，显示了服务业较好的发展趋势，同时航空运输、邮政快递、电信、互联网软件等与消费密切相关的行业的商务活动指数持续位于60.0%以上的高位景气区间，扩张势头强劲，体现了消费对服务业的强力拉动作用。

图表 2 我国服务业 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

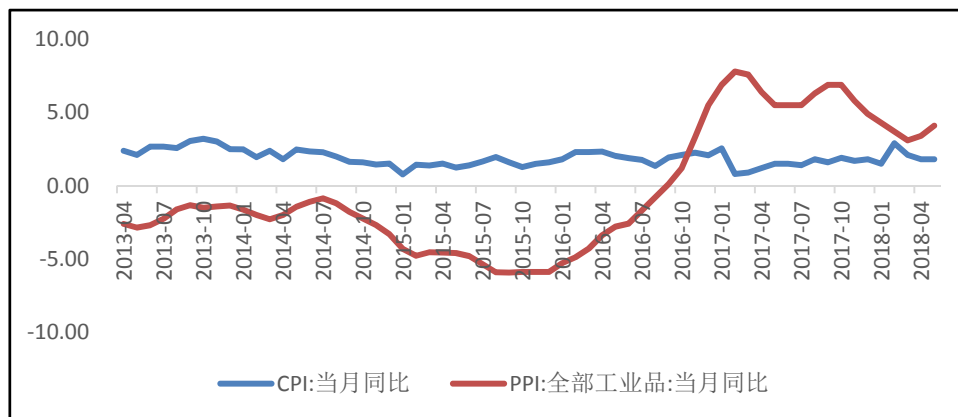
## 二、物价水平温和上涨，CPI 环比下降，PPI 环比由降转升

2018年5月，我国CPI同比上涨1.8%，涨幅与上月持平，环比下降0.2%。具体来看，食品价格同比上涨0.1%；非食品价格同比上涨2.2%，其中，医疗保健类价格同比上涨5.1%，教育服务类价格上涨2.7%，居住价格上涨2.2%。猪肉价格同比降幅较上月继续扩大至16.7%，环比则下降3.6%，是拖累CPI的主要原因。当前猪价已经基本跌至低点，生猪价格自5月最后一周起已开始回升，猪肉价格对CPI的拖累预计将减少，6月CPI环比或将企稳。

2018年5月我国PPI同比上涨4.1%，涨幅较上月扩大0.7个百分点，环比由降转升0.4%。从主要行业看，受国际原油价格上涨影响，石油和天然气开采业环比上涨7.5%，涨幅比上月扩大4.3个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业环比上涨3.6%，扩大2.9个百分点。受钢材市场需求较旺影响，黑色金属冶炼和压延加工业由降转升，环比上涨1.3%。降幅扩大的有煤炭开采和洗选业，环比下降1.2%，扩大0.3个百分点；电力、热力生产和供应业，环比下降0.4%，扩大0.3个百分点。考虑到当前国际油价有所回落且国内大宗商品难以继续大幅上涨，

6月PPI涨幅继续大幅扩大的概率不高，但由于去年同期基数较低，PPI涨幅仍有小幅上升的可能。

图表 3 我国 CPI 及 PPI 增速走势（单位：%）



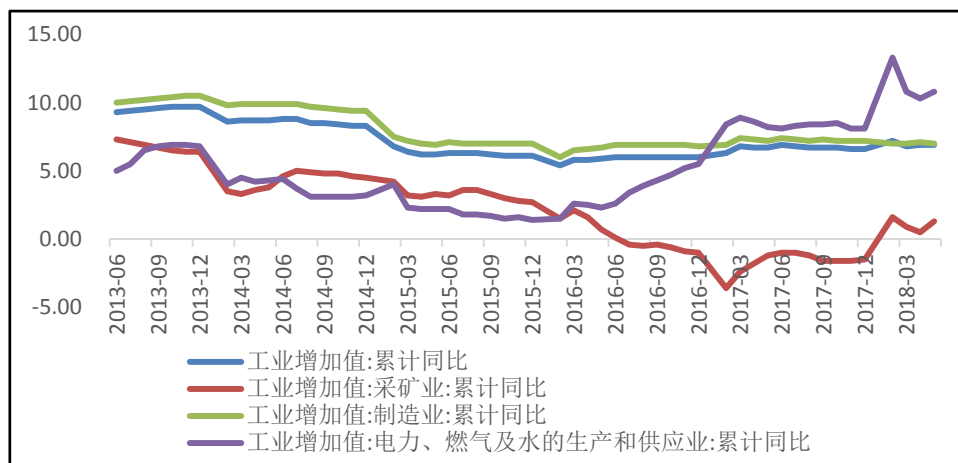
数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 三、工业增加值增速略有回落，制造业结构继续优化

2018年5月，我国规模以上工业增加值同比增加6.8%，较4月的7.0%环比少增0.2个百分点，但较去年同期相比多增了0.3个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长3.0%，制造业增长6.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长12.2%，5月制造业工业增加值增速有所下降，主要是由于专用设备及电气机械制造业的增加值增速下降较多所致。

制造业结构继续优化，新动能保持快速增长，高技术产业增加值5月同比增长12.3%，比全部规模以上工业高5.5个百分点；装备制造业同比增长9.4%，比全部规模以上工业高2.6个百分点。新产品方面，新能源汽车产量同比增长56.7%，集成电路增长17.2%，工业机器人增长35.1%，发展十分迅速。同时，5月份发电量增长迅速，同比增长9.8%，增速比上月加快2.9个百分点；钢材产量9707万吨，同比增长10.8%，较上月提升2.3个百分点，上游行业产出增速的加快将有力支撑工业增加值增速保持稳定。

图表 4 中国规模以上工业增加值累计同比增速（单位：%）

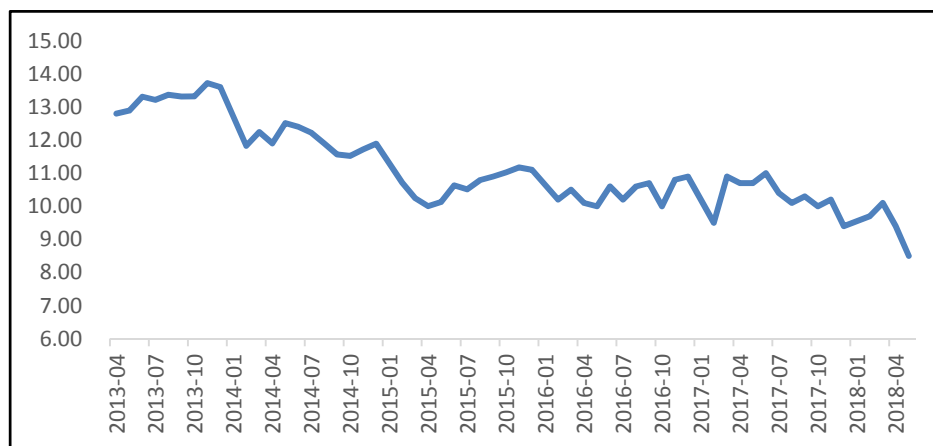


数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### 四、消费增速受假期错位及汽车关税调整影响略有下降，新兴消费快速增长

2018年5月，全国社会消费品零售总额同比增长8.5%，增速较4月回落0.9个百分点。分类来看，消费升级类商品销售增长较快，限额以上单位通讯器材、家用电器类商品同比分别增长12.2%和7.6%，分别比上月加快1.4和0.9个百分点；化妆品类也保持10%以上的快速增长。1-5月，线上消费继续大幅增加，全国网上零售额32691亿元，同比增长30.7%。其中，实物商品网上零售额24819亿元，增长30.0%。端午假期错位、汽车进口关税调整使得消费者推迟购买是本月消费增速下降的主要原因，6月受端午假期错位的正向拉动，消费增速预计将有所回升，而6月各大电商展开了“618”年中促销活动，也将对消费形成较强的拉动作用。6月19日，个人所得税法修正案草案提请十三届全国人大常委会第三次会议审议，修正案中上调了个税起征点，并增添了子女教育费用等数项扣除项，未来若个税改革得以较快实施，将使得居民可支配收入获得一定程度的提升，将对消费增长提供积极支持。

图表 5 中国社会消费品零售总额同比增速（单位：%）

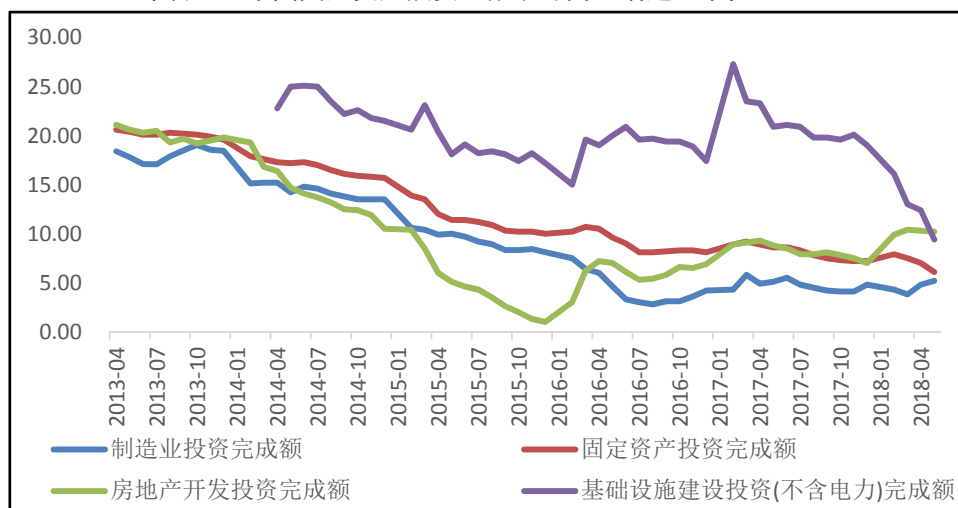


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 五、固定资产投资增速创历史新低，制造业投资继续好转

2018年1-5月，我国整体固定资产投资完成额同比增长6.1%，增速较1-4月回落0.9个百分点，创下有历史记录以来的新低，5月当月增速为3.9%，下降比较明显。基础建设投资额增速的大幅下滑是拖累整体投资增速的主要原因，1-5月基建投资同比增速为9.4%，较1-4月大幅下降3.0个百分点；房地产开发投资完成额同比增长10.2%，较4月小幅下降0.1个百分点。制造业固定资产投资同比增速继续扩大，1-5月同比增速为5.2%，较1-4月上升0.4个百分点，其中高技术制造业、装备制造业投资同比分别增长9.7%和8.2%，增速分别比1-4月份加快1.8和0.3个百分点。今年以来，我国企业利润增长较快。1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额21272亿元，同比增长15.0%，增速比1-3月份加快3.4个百分点；主营业务收入利润率为6.24%，比上年同期提高0.24个百分点，企业利润的增长将对未来制造业投资产生积极影响，而受财政支出增速下滑影响，未来基建投资增长仍然将受到一定的制约。

图表 6 中国固定资产投资总额累计同比增速（单位：%）

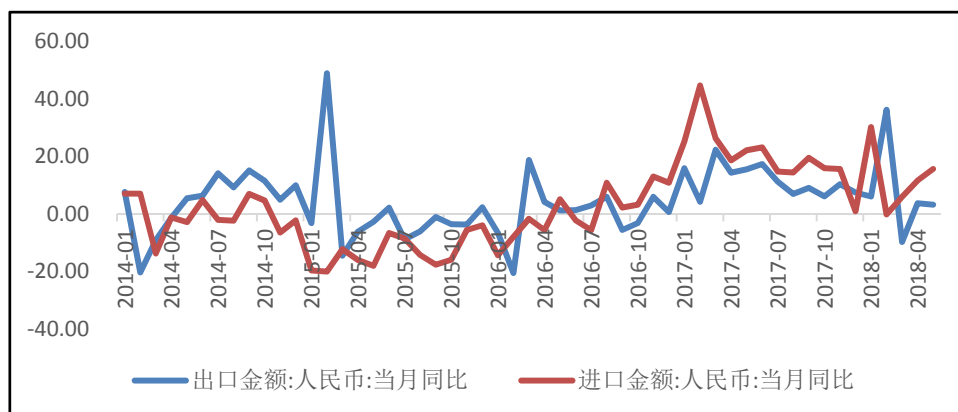


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 六、进口增速加快，关注贸易摩擦再度升温影响

2018年5月以人民币计价出口金额同比增长3.2%，较上月回落0.5个百分点；进口金额同比增长15.6%，增速环比扩大4.0个百分点。而以美元计价，5月份出口金额同比增长12.6%，进口金额同比增长26.0%，出口有小幅回落而进口继续保持回升态势。

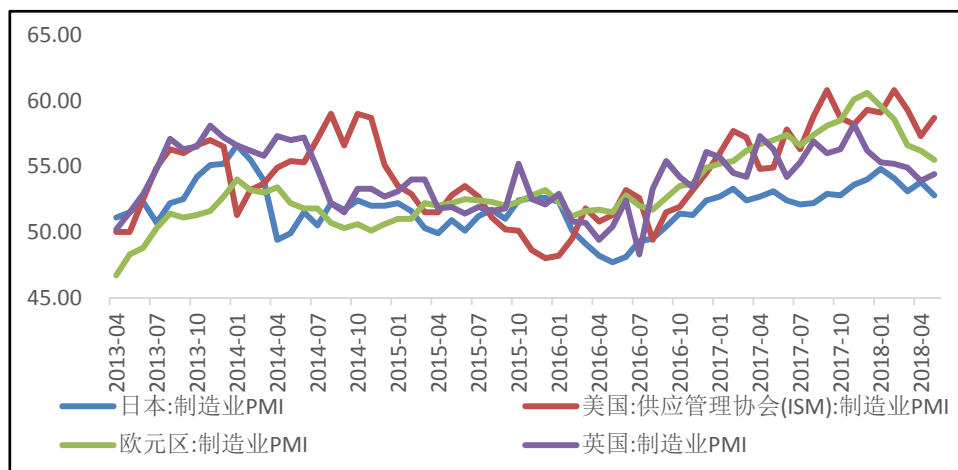
图7 我国进出口金额增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

今年以来，国务院多次发布文件下调药品、汽车等产品的进口关税，扩大进口的趋势较为明显，未来进口增速有望保持高位；5月主要经济体中美国及英国制造业PMI有所回升，欧元区及日本的制造业则PMI继续下滑，综合来看外需对出口的支撑较为平稳。6月15日，美国政府宣布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2018年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，贸易摩擦再度升温，将对我国外贸产生一定的不利影响。由于关税加征将于7月开始实施，6月企业或将出口订单提前安排，对6月当月出口增速形成一定扰动。

图8 主要经济体制造业PMI走势（单位：%）



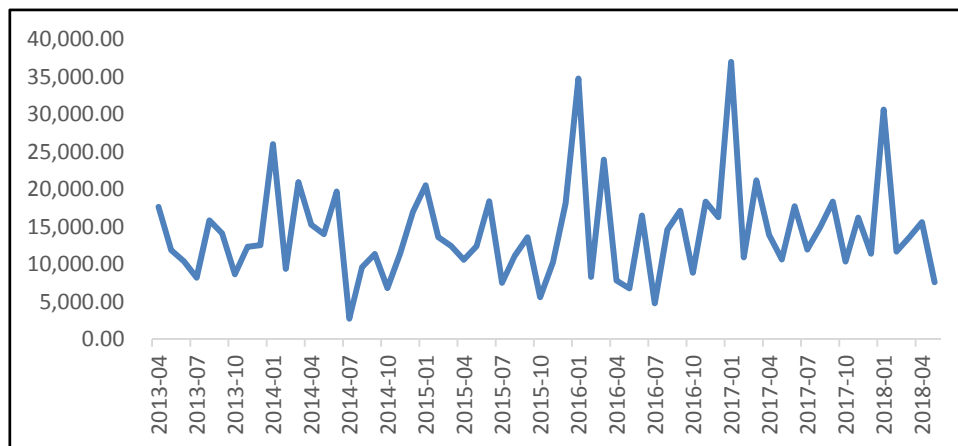
数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 七、表外融资加速收缩，新增社会融资大幅下降

2018年5月，我国新增社会融资规模为7608亿元，同比下降28.4%。从新增融资的构成上来看，5月对实体经济发放的人民币贷款增加1.14万亿元，同比下降3.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少228亿元，同比多减129亿元；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，

同比减少 2716 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1741 亿元，同比多减 496 亿元；企业债券净融资减少 434 亿元，同比少减 2054 亿元；股票融资 438 亿元，同比下降 4.3%。

图表 9 我国新增社会融资规模走势（单位：亿元）

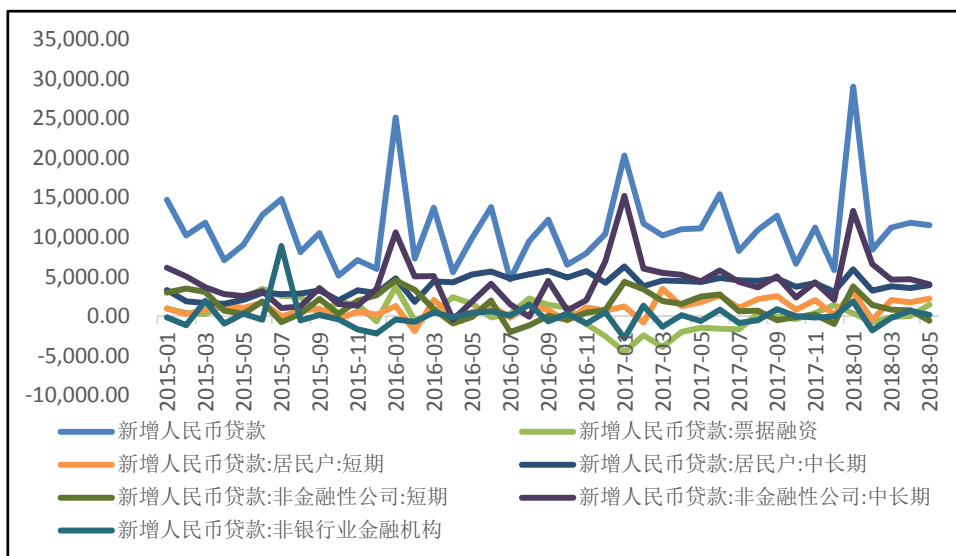


数据来源：Wind，新世纪评级整理

5 月份，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票三项表外融资规模均呈现较大幅度的下降，合计减少 4215 亿元，同比多减 4504 亿元，是新增社会融资规模大幅下降的主要原因，而新增债券融资规模虽然出现净减少，但与去年同期相比大幅少减了 2054 亿元，债券融资对整体社会融资规模增速仍然起到了拉动作用。5 月社会融资规模的大幅下降体现了监管层清理整顿影子银行业务效果明显，有利于积极防范和化解金融体系风险。表内贷款方面，银行受限于贷款额度的限制难以大量承接表外融资的转移。据媒体消息，国有大行已于 6 月获得新的信贷配额，在此情况下，表内对表外的承接力度有望得到加强，新增社会融资规模环比或将回升，但在去杠杆的背景下，回升幅度相对有限。

在银行贷款方面，5 月新增人民币贷款 1.15 万亿元，同比增加 3.6%。从贷款结构上来看，5 月居民中长期贷款新增额为 3923 亿元，同比下降 9.3%；居民短期贷款增加 2220 亿元，同比增加 24.7%；企业中长期贷款新增额为 4031 亿元，同比下降 8.3%；企业短期贷款新增额为减少 585 亿元，同比少增 3057 亿元；票据融资新增 1447 亿元，同比多增 2916 亿元；非银金融机构贷款新增 142 亿元，同比多增 768 亿元，是 5 月贷款同比增长的主要动力。

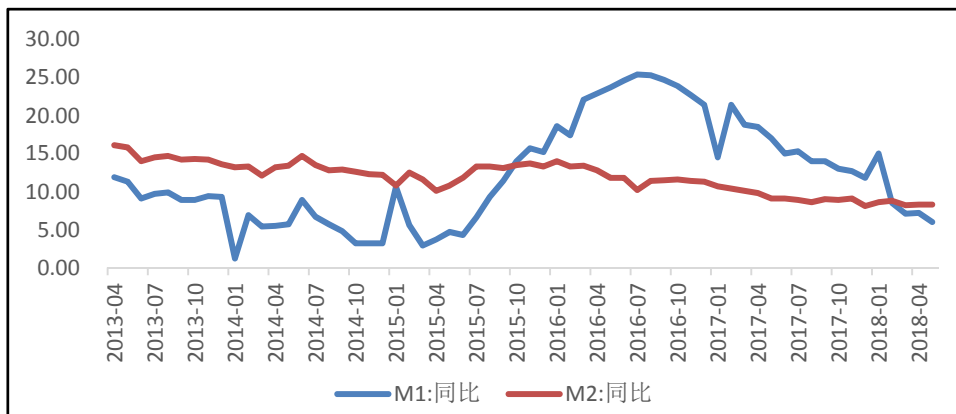
图表 10 我国新增银行贷款分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018年5月，我国M2同比增速为8.3%，环比持平，较上年同期下降0.8个百分点。从M2的构成来看，今年以来，M2增速下降的主要原因是M2组成中对其他金融部门的债权一项出现明显下降，主要是金融去杠杆的结果。在金融业去杠杆获得较为明显的成果、金融体系内资金空转现象得到遏制后，预计M2增速将趋于稳定，与经济表现的相关性将得到提高。5月，我国M1同比增速为6.0%，增速环比下降1.2个百分点。

图表 11 我国货币投放增速情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

央行6月24日宣布定向降准0.5个百分点用于推进“债转股”的实施以及更好的支持小微企业发展，此次定向降准将大约向银行体系内释放7000亿元的流动性，结合国有银行信贷配额的增加，表内贷款对表外融资的承接能力将得到较大的加强，对新增社会融资规模产生支撑，同时也对经济增长提供较好的货币金融环境支撑。此次降准是央行年内第三次实施定向降准，是针对市场前期对去

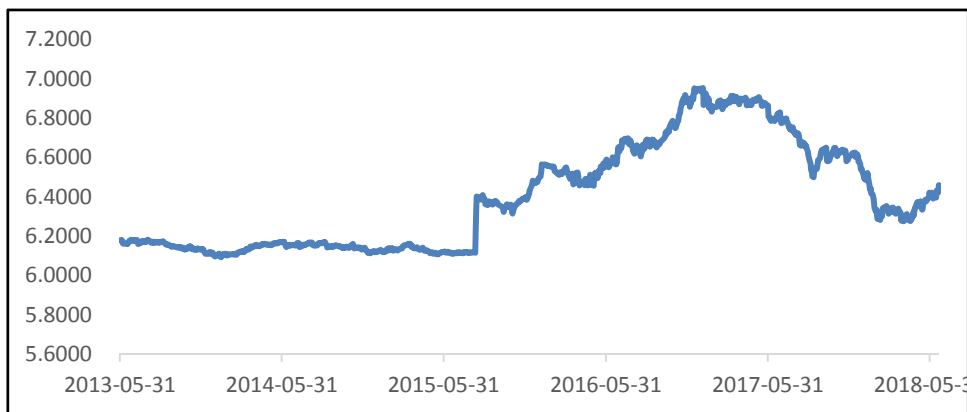


杠杆政策以及资管新规等反应过度而产生的信用收缩、增加金融市场流动性支持而采取的定向调控和精准调控措施,有利于新增社会融资规模的稳定和稳健中性货币政策的持续推行。

#### 八、人民币对美元继续贬值, 对非美货币持续升值

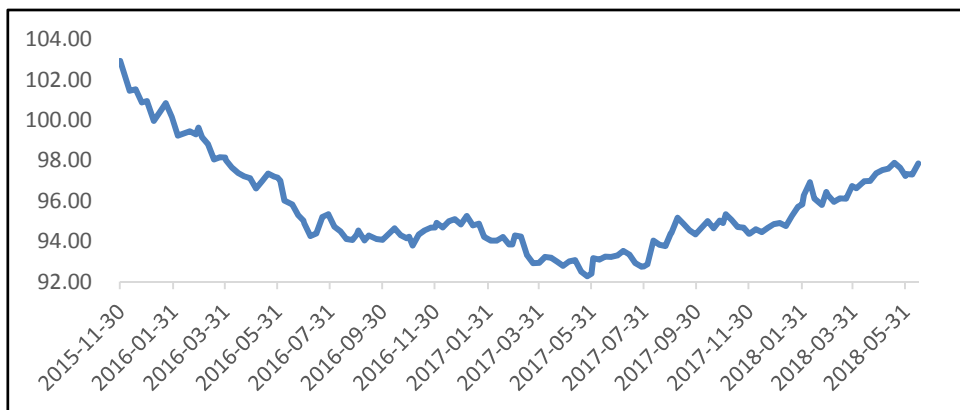
2018年6月14日, 美联储进行了年内第二次加息, 美元指数则从4月下旬开始逐步走高, 至6月中旬达到了今年以来的高点, 人民币对美元汇率逐步走低至6.45附近, 但CFETS人民币汇率指数在6月15日达到了年内最高点97.85, 说明人民币对非美货币仍然处于升值趋势中。在目前美元保持强势的背景下, 预计人民币兑美元汇率将呈小幅贬值的状态, 但CFETS人民币汇率指数则可能在当前水平上保持大致稳定。

图表 12 人民币对美元中间价走势 (单位: 元/美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

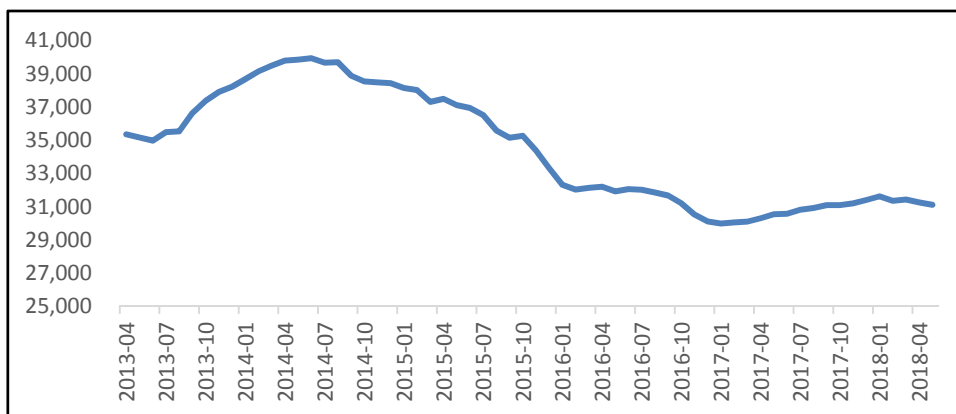
图表 13 CFETS 人民币汇率指数走势



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

5月由于外汇储备中非美元货币对美元贬值导致的汇兑变化影响, 我国外汇储备下降143亿美元至31106亿美元。

图表 14 我国外汇储备规模走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 九、总结与展望

2018年5月，物价水平温和上涨，制造业结构继续优化，景气度创下年内新高，我国经济增长和发展有望继续保持稳中向好态势。消费增速受端午假期错位及进口汽车关税调整政策影响有所下降，预计6月将有所回升，随着个税修正案的提交，未来个税有望降低，将对消费产生积极影响；制造业投资增速继续加快且投资结构持续优化，但受基建投资增速大幅下滑影响，整体固定资产投资增速继续减缓；进口增速继续加快，出口保持稳定，但中美贸易摩擦再度升温，对未来进出口产生的影响值得关注，同时企业可能将出口订单提前安排，造成6月出口增速出现一定异常。

5月表外融资规模压缩加速，使得新增社会融资规模大幅下滑，表内贷款承接力度仍然不强，但随着央行降准给银行体系带来的流动性支撑以及国有银行获得新的信贷配额，表内贷款对表外融资的承接有望得到提升从而带动新增社会融资规模回升，也为经济增长带来良好支撑。