

## 宏观政策逆周期调节力度加码

——2019年5月宏观经济运行简析

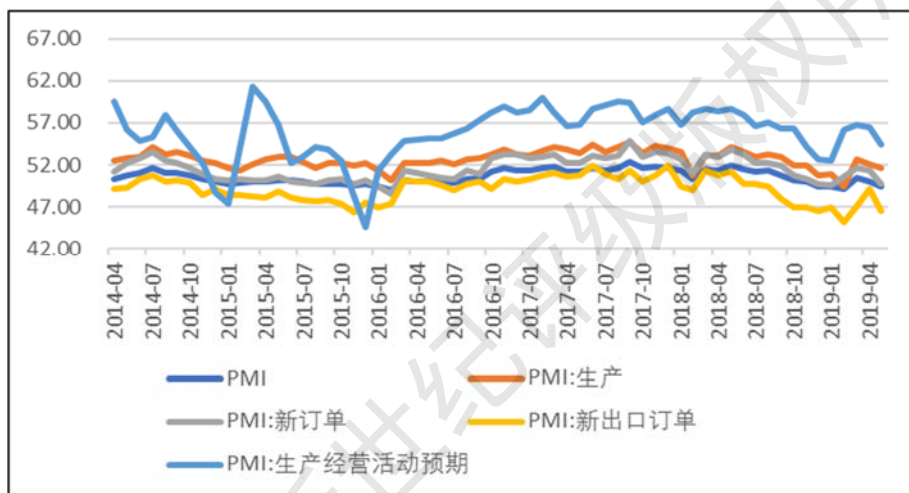
研发部 孙田原

**摘要：**2019年5月，我国制造业PMI下降至收缩区间。工业生产及投资等数据仍然偏弱；出口增速在抢出口效应下有所回升，进口受高基数影响出现下降；中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，未来出口仍存不确定性。5月新增社融规模增速回升，货币投放较为稳健。在经济下行压力加大的背景下，政策逆周期调节力度进一步加码，定向降准以及地方政府专项债新政均将对未来经济增长形成托底。同时，5月24日央行及银保监会接管包商银行，银行业风险有所暴露，短期内应注意中小银行流动性风险，但长期来看有利于银行控制风险，更好地为实体经济服务。

### 一、工业生产及投资仍弱，消费增速略有回升

2019年5月，我国制造业PMI指数降至收缩区间，为49.4%，较上月下降了0.7个百分点。分项来看，新出口订单指数为46.5%，较上月大幅下降2.7个百分点，是制造业PMI下降的主要原因；生产指数为51.7%，较上月下降0.4个百分点；新订单指数为49.8%，较上月下降1.6个百分点；5月生产经营活动预期指数为54.5%，仍处于扩张区间，但较上月出现明显下降。5月新出口订单指数的大幅下降，说明中美贸易摩擦已经产生了一定的影响。5月服务业PMI指数为53.5%，较上月上升0.2个百分点，表现仍较为良好。

图表 1 我国制造业 PMI 走势（单位：%）



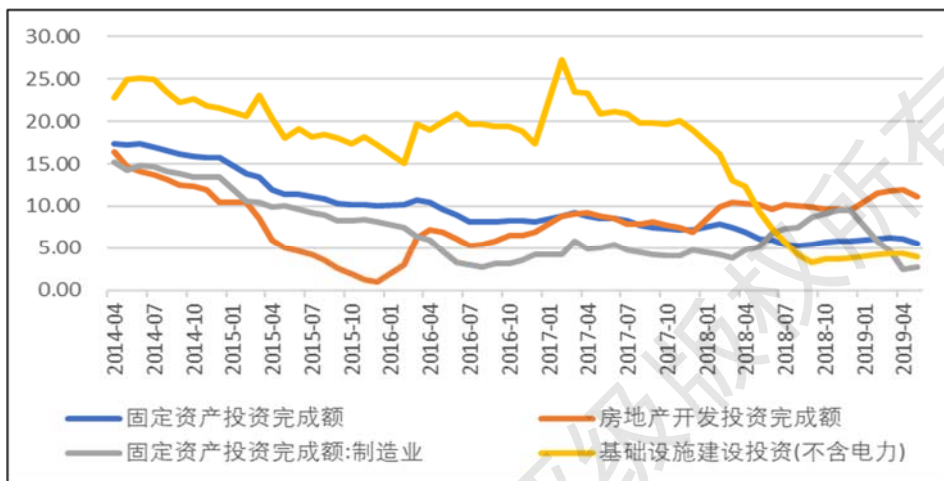
数据来源：Wind，新世纪评级整理

2019年1-5月，我国工业增加值同比增速继续下降，由1-4月的6.2%下降0.2个百分点至6.0%，较去年同期6.9%下降0.9个百分点，5月当月工业增加值

同比增速为 5.0%，也较 4 月增速下降了 0.4 个百分点。从分项上来看，5 月当月汽车产量同比下降 21.5%，汽车工业增加值同比下降 4.7%，降幅均较 4 月有所扩大，汽车工业的疲软仍然是拖累整体工业增速的最主要因素。此外，5 月当月发电量以及有色金属，钢铁、医药和食品等行业增速也均有所下滑。但同时高技术行业增长仍然较快，1-5 月，高技术制造业增加值同比增长 8.9%，较 1-4 月上升 0.2 个百分点。5 月工业增加值增速的下降主要原因可能是由于当月工作日较去年少一天。

投资方面，2019 年 1-5 月我国固定资产投资增速连续两个月下滑，累计增速为 5.6%，增速较 1-4 月下降 0.5 个百分点。分项来看，1-5 月制造业投资增速较 1-4 月回升 0.2 个百分点至 2.7%，但仍处于低位。房地产投资增速仍然较快，但增速较 1-4 月下滑 0.7 个百分点至 11.2%。不含电力的基建投资增速为 4.0%，较 1-4 月下降 0.4 个百分点。由于房地产企业融资受限，且当前房地产销售较前几月有所降温，使得房地产企业资金到位情况有所下降，同时近期房地产企业土地购置面积出现下降、新开工面积增速下滑，未来房地产投资增速存在继续下降的可能。制造业投资方面，企业盈利出现企稳迹象，制造业投资出现一定回升，但由于当前内外需求仍疲弱且中美贸易摩擦仍未解决，制造业投资增速仍将处于低位。

图表 2 我国固定资产投资累计增速走势（单位：%）

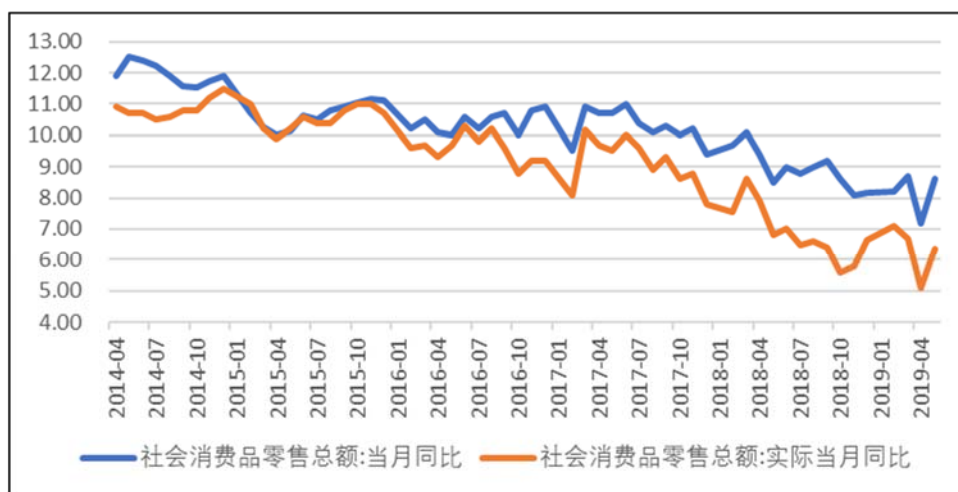


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2019 年 1-5 月，我国实际累计社会消费品零售总额增速继续下降，由 1-4 月的 6.44% 下降至 6.40%。但 5 月当月增速有所回升，较 4 月上升 1.27 个百分点至 6.37%。具体来看，5 月汽车消费受“国五”标准车型促销推动，同比增长 2.1%，扭转了今年以来的下降态势，是推动消费增速回升的重要动力，同时 5 月假期比去年同期多一天，假期消费也是促进消费增速回升的一大原因。6 月，“国五”标准车型促销仍在持续，假期仍比去年多一天，同时各大电商“6.18”大促销售

额均较去年同期明显上升，预计消费增速仍将继续回升，但 6 月后随着汽车促销的结束及假期效应的消退，消费增速的回升仍面临一定挑战。

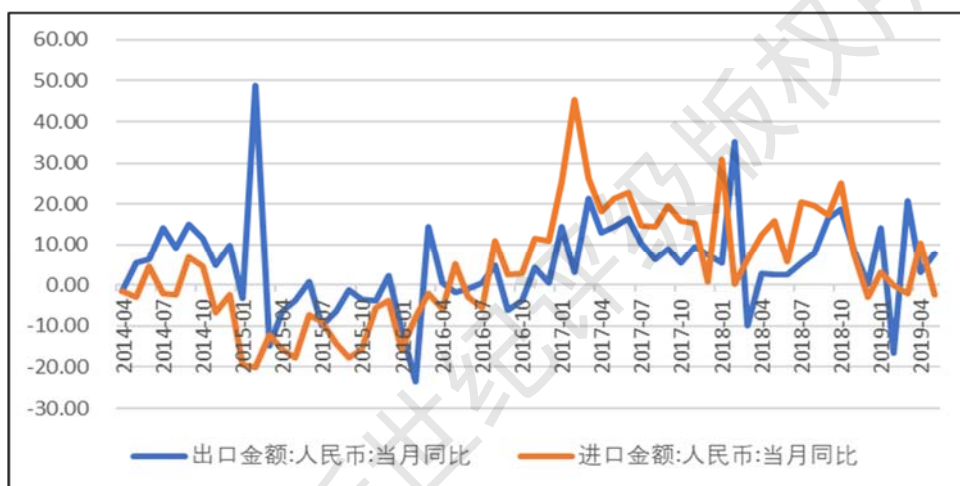
图表 3 我国社会消费品零售总额增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

进出口方面，5 月份受美国加征关税落地前抢出口影响，出口增速出现回升，人民币计价出口金额同比增长 7.7%，较去年同期多增 5.2 个百分点，环比回升 4.6 个百分点；而受高基数以及需求偏弱影响，进口增速出现下滑，人民币计价进口金额同比下降 2.5%，较去年同期减少 18.2 个百分点，环比下降 12.8 个百分点。未来在贸易摩擦以及全球经济增长放缓的背景下，我国对外出口存在一定的不确定性，出口增速或将有所下滑。而此次 G20 会议上中美两国元首的会晤释放了一定的积极信号，美方宣布不再对中国商品加征新的关税，且两国经贸团队将进一步开展具体讨论，未来中美贸易摩擦进一步加剧的担忧有所缓和。

图表 4 我国人民币计价进出口增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

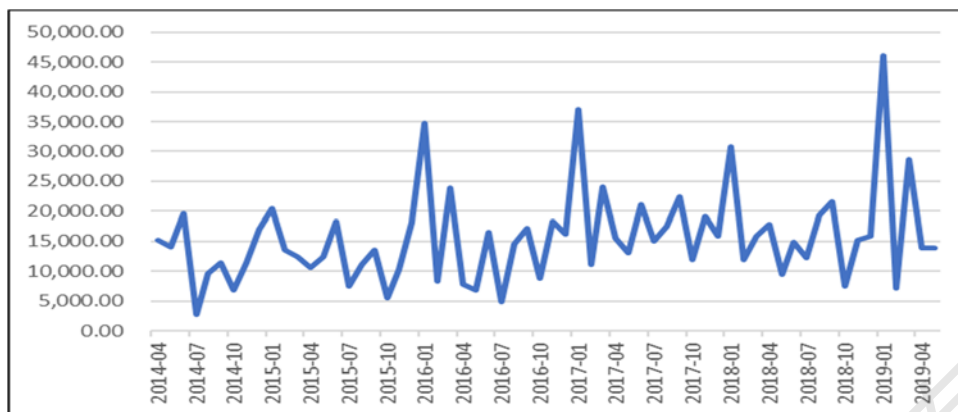
汇率方面，自 5 月 5 日中美贸易摩擦升级，人民币对美元汇率出现了较为明显的贬值后，人民币兑美元汇率长期处于 6.90 附近，而在中美两国元首将在 G20

峰会进行会晤且双方团队将进行新一轮磋商的消息传出后，人民币汇率略有回升，至6月24日为6.85。4月我国外汇储备为31010.64亿美元，较上月增长61.51亿美元。

## 二、新增社融规模稳定，银行业信用风险有所暴露

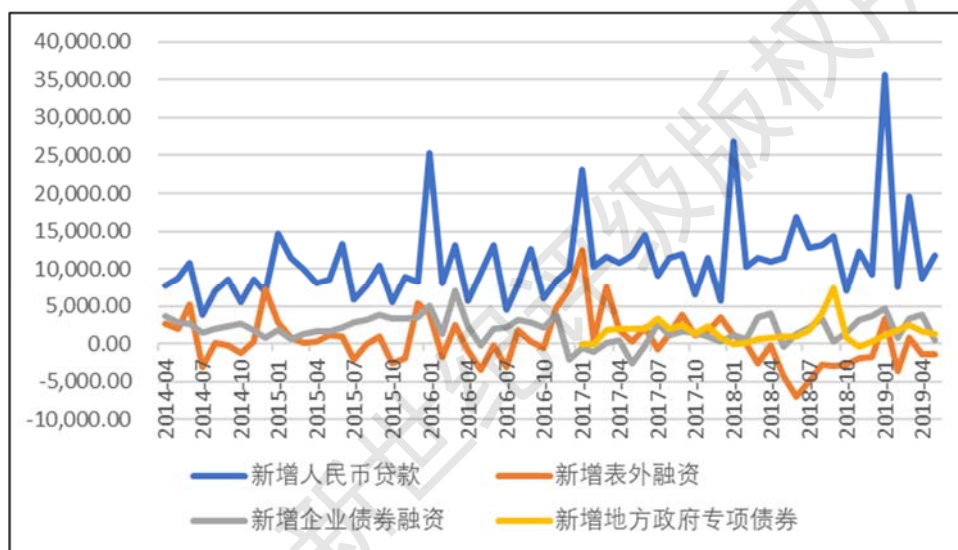
2019年5月，我国社会融资新增13952.25亿元，同比增长46.59%。从新增融资的构成上来看，对实体经济发放的人民币贷款增加11855.46亿元，同比增长4.03%；以新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票三者为代表的新增非标融资为减少1452.52亿元，同比少减2762.33亿元，是本月新增社融增长较为主要的贡献；新增企业债券融资476.10亿元，同比多增858.40亿元；新增地方政府专项债券1251.10亿元，同比增长23.88%；新增股票融资259.23亿元，同比下降40.77%。

图表 5 我国社会融资规模走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 6 我国社会融资规模分项情况（单位：亿元）

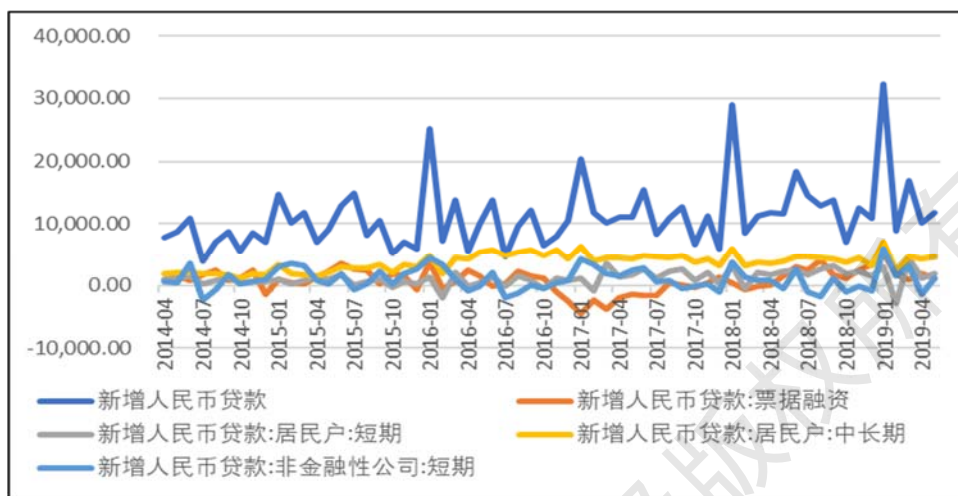


数据来源：Wind，新世纪评级整理

银行贷款方面,2019年5月新增人民币贷款11800.00亿元,同比增长2.01%。从贷款结构上来看,居民中长期贷款新增额为4677.00亿元,同比增长19.22%,增长仍然较为明显;居民短期贷款新增1948.00亿元,同比减少12.25%;企业中长期贷款新增额为2524.00亿元,同比下降37.39%;企业短期贷款增加1209.00亿元,同比多增1794.00亿元;票据融资新增1132.00亿元,同比减少21.77%。

2019年5月24日,包商银行由于同业负债占比过高、不良资产率连续攀升以及资本充足率不足而存在较大信用风险,被央行以及银保监会全面接管,被接管后,包商银行5000万元以上的承兑汇票或将仅可能得到80%的保障,刚性兑付面临冲击。2011年开始,中小银行通过同业存单等方式扩张负债端,然后将资金投入大量非标业务获取收益,在此资金链条下,部分中小银行规模迅速扩张,但也形成了一定的信用风险。此次包商银行被接管,短期内或将加大其余中小银行未来同业存单的发行难度,对中小银行的流动性造成一定影响,不利于其信贷等业务的开展。但长期来看央行和银保监会此次及时对包商银行信用风险进行处置,有利于银行业整体风险的管控,改善银行业业务模式,更好的为实体经济服务。

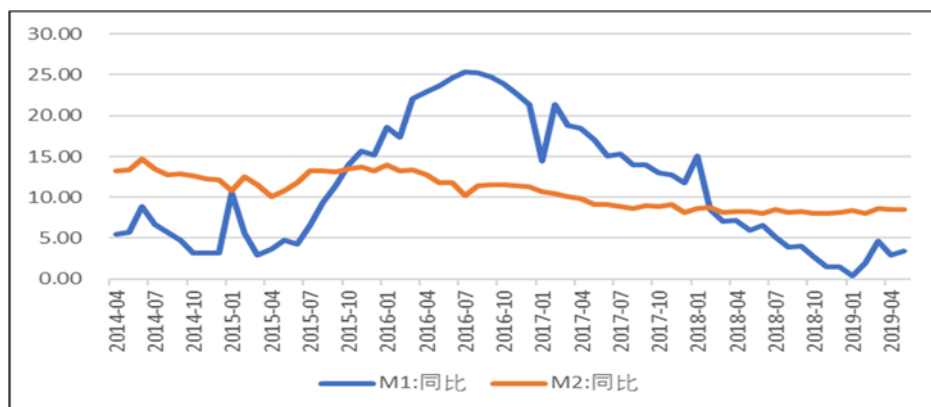
图表7 我国贷款分布情况(单位:亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

5月当月新增社融规模保持平稳,但在去年低基数效应下增速明显上升。银行信贷方面,企业中长期贷款占比有所下降,企业融资仍集中于短期贷款和票据融资,银行对实体经济长期支持仍待加强。货币投放方面,2019年5月,我国M1同比增速为3.4%,环比回升0.5个百分点;M2同比增速为8.5%,环比持平。M1的回升以及M2中企业活期存款的增加,说明当前企业交易需求有所增强。

图表 8 我国货币投放增速情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 三、宏观政策逆周期调节加码，托底经济增长

当前我国工业投资等数据仍然偏弱，未来出口因中美贸易摩擦面临较大不确定性，经济存在一定的下行压力。在年初制定的减税降费、降低企业融资等政策效果有所显现后，针对当前政府性基金收支矛盾加剧、基建资金略有不足的情况，我国进一步加强宏观政策的逆周期调节力度。

中共中央办公厅和国务院办公厅于6月10日出台了《关于做好地方政府专项债券发行及配套项目融资工作的通知》，允许地方政府专项债资金作为部分重点项目的资本金使用，同时加强了重大项目的融资保障，有利于缓解基建投资面临的资金压力，我国基建项目建设节奏有望加快，基建投资增速有望在企稳后进一步回升，从而托底经济增长。据新世纪评级测算，地方政府专项债券作为资本金投入重点项目后，预计将提升基建投资增速 3.09 个百分点，拉动经济增长 0.12 个百分点（详见新世纪评级官网 6 月 19 日披露的《地方政府专项债对基建和城投融资的影响》<http://www.shxsj.com/show.php?id=16547>）。

从新增社融方面来看，在地方政府专项债新政出台后，预计未来数月地方政府专项债将集中发行，将带动新增社融规模的扩大。同时，地方专项债资金允许用作资本金投入重点项目将撬动其他形式的资金投入，也将进一步促进新增社融增速的提升。

货币政策方面，央行于 5 月 15 日对中小银行进行了定向降准，将向市场释放 1000 亿元资金，将进一步缓解中小银行的流动性压力，有利于其对中小企业的信贷支持，也将同样为托底经济发挥积极作用。

#### 四、总结与展望

2019年5月，我国制造业 PMI 指数再度跌至收缩区间。工业生产及投资数据继续走弱；消费增速在五一假期带动下出现回升，汽车消费今年以来首次出现正增长，6月在汽车促销政策持续以及“6.18”大促活动影响下消费增速获将继续回升；5月我国出口增速在抢出口效应下出现回升，进口受国内需求降低及基数影响出现负增长，未来受全球经济增长放缓及贸易摩擦影响下，出口仍面临较大不确定性，但 G20 中美两国元首会晤释放了一定的积极信号，未来中美贸易摩擦进一步加剧的担忧有所缓和。在经济下行压力加大的背景下，我国逆周期调节政策进一步加码，央行针对中小银行定向降准、地方政府专项债新政先后出台，有望确保未来经济的平稳运行。

2019年5月，社会融资规模增速回升，但企业长期贷款占比有所下降，在地方政府专项债新政支持下，未来数月社会融资规模或将扩大。同时，5月包商银行由于存在信用风险被央行及银保监会接管，银行业风险有所暴露，短期内中小银行流动性将受到一定影响，但长期来看有利于银行业控制信用风险，更好的为实体经济服务，同时央行的定向降准也缓解了中小银行的流动性压力。

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。