中国民生银行
CHINA MINSHENG BANK

民银智库研究

2018年第20期　　总第80期

中国民生银行研究院　　2018年6月16日

内外部不利因素增多　供给侧改革致力于三化

——2018年5月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉
huangjianhui@cmbc.com.cn
王静文
wangjingwen2@cmbc.com.cn
应习文
yingxiwen@cmbc.com.com
张雨陶
zhangyutao@cmbc.com.cn
任亮
renliang1@cmbc.com.cn
孙莹
sunying16@cmbc.com.cn
袁雅珵
yuanyacheng@cmbc.com.cn
伊楠
yinan@cmbc.com.cn

- **5月份以来全球经济复苏进程分化加剧，发达国家形成美强欧弱格局，新兴市场面临资本流出和金融市场动荡。**美国经济保持稳健，继续推行贸易保护主义，加息产生强溢出效应；欧洲通胀回升，但经济放缓，预计年底结束QE，但加息尚待时日；日本经济温和复苏，通胀低迷，宽松持续；新兴市场遭遇资本流出和金融市场动荡，加息与干预汇市等政策频出。**整体来看贸易摩擦加剧、新兴市场动荡的外部环境将对我国经济带来一定负面影响。**
- **5月份我国经济面临的困难与挑战增多，特别是内需下降值得引起重视。一是**投资超预期回落，1-5月同比增长6.1%，基建投资下行幅度加深，去杠杆与严监管对投资的负面影响进一步显现；**二是**消费增速大幅回落，源于汽车、网上零售和居住类消费增速下降；**三是**紧信用导致社融环比大降，受表外融资收缩影响，5月社融仅增加7608亿元，为9年来同期最低；**四是**财政收入与支出双双下滑，其中全国一般公共支出同比仅增长0.5%。
- **其他宏观指标保持稳健，对经济形成支撑。一是**工业特别是上游工业景气度较高，5月工业同比增长6.8%，采矿与能源供应业增速明显加快；**二是**房地产各项指标好转，尽管1-5月房地产开发投资增速小幅回落0.1个百分点，但销售、新开工、土地购置与资金增速全面回升；**三是**进出口保持强劲，分别同比增长26%和12.6%，但贸易摩擦影响已开始显现；**四是**通胀保持稳定，PPI回升有利于上游企业利润提升；**五是**表内贷款整体稳健，特别是居民部门保持稳定，M2增速企稳。
- 受内外部不利因素冲击，我国经济出现了投资消费下滑、信用违约频发、金融市场低迷等问题。**为有效应对内外部风险，应从供给侧入手，合理推进“产能高端化、库存合理化、杠杆适度化”的“三化”政策。**积极扩大高端产能投资，以替代低端无效产能，推升新一轮的设备投资周期，扩大内需；鼓励企业将库存保持在合理区间，避免库存过低引发的供给不足和价格上涨，建立长效和预期稳定的供给机制；保持适度杠杆率，允许杠杆在一定程度内发挥提升资金效率的作用。

目 录

一、全球宏观经济形势分析 1

美国经济保持稳健，继续推行贸易保护主义，加息产生强溢出效应 1

欧洲通胀显著回升，年底结束 QE，加息尚待时日 3

日本经济温和复苏，通胀低迷，宽松持续 4

新兴经济体金融市场动荡，央行收紧货币政策 5

二、我国宏观经济形势分析 7

工业生产小幅回落，上游复苏显著 7

投资增速超预期回落，基建下行幅度加深 9

房地产投资增速微幅回落，关键指标全面反弹 11

消费增速大幅回落，消费总量继续扩大 12

出口增长保持平稳，进口增长大超预期 13

CPI 同比增速回落，PPI 增速回升 15

新增信贷增长平稳，M2 增速低位企稳 16

人民币汇率震荡走低，外汇储备环比下降 18

财政收入增速下滑，财政支出明显减速 19

三、政策回顾与展望 20

主要宏观政策回顾 20

未来政策展望与建议 22

主要宏观经济及金融数据一览表 24

一、全球宏观经济形势分析

5 月份以来全球经济复苏进程分化加剧，发达国家形成美强欧弱格局，新兴市场面临资本流出和金融市场动荡。美国经济保持稳健，继续推行贸易保护主义，加息产生强溢出效应；欧洲通胀回升，但经济放缓，预计年底结束 QE，但加息尚待时日；日本经济温和复苏，通胀低迷，宽松持续；新兴市场遭遇资本流出和金融市场动荡，加息与干预汇市等政策频出。**整体来看贸易摩擦加剧、新兴市场动荡的外部环境将对我国经济带来一定负面影响。**

美国经济保持稳健，继续推行贸易保护主义，加息产生强溢出效应

5 月美国经济保持稳健复苏。生产端持续扩张。5 月美国 ISM 制造业 PMI 为 58.7%，较上月上升 1.4 个百分点，连续 21 个月高于荣枯线。**消费信心继续回落。**4 月零售消费同比增长 4.68%，较上月下降 0.24 个百分点，5 月密歇根消费者信心指数为 98.0，较上月回落 0.8。**劳动力市场稳健。**5 月新增非农就业 22.3 万人，较上月增加 6.4 万人；失业率为 3.8%，较上月下降 0.1 个百分点；劳动参与率为 62.7%，较上月下降 0.1 个百分点。**通胀保持上升势头。**4 月 PCE 物价同比升 1.97%，核心 PCE 物价同比升 1.8%。5 月 CPI 同比升 2.8%，较上月上升 0.3 个百分点，核心 CPI 同比上升 2.2%，较上月上升 0.1 个百分点。**出口增速加快，进口增速放缓。**4 月美国出口季调同比增长 9.9%，较上月上升 0.5 个百分点，连续 21 个月保持出口同比正增长；进口季调同比增长 8.1%，较上月下降 1.0 个百分点，连续 19 个月保持进口同比正增长；贸易逆差 461.99 亿美元，较上月减少 10.11 亿美元，但对中国贸易逆差为 279.62 亿美元，较上月增加 20.87 亿美元。

在贸易方面，因工业材料和大豆出货量增加，美国 4 月出口升至创纪录高位，贸易逆差下跌 2.1%，收窄至 462 亿美元，创去年 9 月以来最低值。美国贸易已连续两个月呈现出口涨、进口跌的趋势，这似乎显示了特朗普的贸易保护主义政策正在奏效。但值得注意的是，美国国内无论市场参与者还是政策决策者均对贸易战效应持怀疑态度，认为其可能对经济前景构成威胁。对于中美贸易摩擦，尽管 6 月初中美双方在缩减贸易逆差问题上达成一定的共识，**但特朗普仍执意宣布对 500 亿美元的**

中国产品加征关税，而中国外交部回应称如此一来双方达成的所有经贸成果将不会生效。考虑到美方要求实质性消除显性隐性贸易壁垒，同时目标针对中国制造 2025 产业政策等战略领域，中美在经贸关系上的博弈将是一个常态化和持久化的过程，贸易摩擦反复生变的不确定性依然较高。

当地时间 6 月 13 日，美联储发布利率声明称，经联邦公开市场委员会委员一致投票决定，将联邦基金目标利率区间上调 25 个基点至 1.75%-2%区间，符合市场预期，这也是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第七次加息。会议声明删除了 5 月声明中关于“联邦基金利率仍将相当长一段时间保持在当前低位”的表述；对于加息，用“进一步逐步上调”替代了“调整”；关于通胀预期，声明表示长期通胀预期指标“几乎未变”，删除了 5 月声明中“基于市场的通胀补偿指标仍处低位”的表述。美联储公布的经济预期中，上调了 2018 年实际 GDP 增长预期以及今、明两年 PCE 通胀预期，同时下调了 2018 至 2020 年的失业率。点阵图显示，2018 年还将加息 2 次，2019 年将加息 3 次。同时，美联储决定从明年开始每一次政策会议后都召开新闻发布会，这将使其有更多的时机选择来进行加息。声明发布后，美联储主席鲍威尔召开了任内第二次新闻发布会。相较于鹰派的政策声明，鲍威尔的讲话相对较中性，强调经济非常好的同时，也表示美联储将非常谨慎，确保政策收紧步伐不会过快，并重申加息过快或过慢都可能带来损害，如果经济反应不好，完全可以及时扭转加息路径。**整体来看，6 月议息会议声明及鲍威尔表态体现出美联储有意提高货币政策灵活性、适应性的态度。未来，美联储或将倾向于相机抉择，根据经济状况、通胀预期以及就业情况适时调整加息节点。**

美国货币政策正常化进程将影响全球流动性，进而产生显著的溢出效应。加息使得美元相对于其他资产的吸引力增强，导致逐利资本从新兴市场流出，而资金大量流出以及由此导致的货币显著贬值将对金融稳定造成巨大冲击，对新兴市场乃至全球生产性投资和经济增长预期产生负面影响。近期以土耳其、阿根廷等为代表的新兴市场股市、债市、汇市均出现大跌，危机苗头渐显，对此应保持高度警惕。

欧洲通胀显著回升，年底结束 QE，加息尚待时日

欧元区通胀显著回升。生产端扩张趋势持续减弱。5 月制造业 PMI 由 4 月的 56.2%下降至 55.5%，连续 5 个月下滑，创 15 个月以来最低水平；服务业 PMI 由 4 月的 54.7%下降至 53.8%，连续 5 个月下滑，创 16 个月以来最低水平。**消费端喜忧参半。**5 月消费者信心指数由 4 月的 0.3%降至 0.2%；4 月零售销售指数同比增长 1.7%，较上月提高 0.2 个百分点。**通胀显著回升。**5 月 CPI 同比上涨 1.9%，较 4 月大幅提高 0.7 个百分点，创 13 个月以来新高，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上 1.1%，较上月提高 0.4 个百分点，创 8 个月以来新高，环比上升 0.3%。**就业形势持续改善。**4 月欧元区失业率为 8.5%，较上月下降 0.1 个百分点，维持 2009 年以来的最低水平。**经济景气度回升。**5 月经济景气指数为 112.8，较上月提高 0.4；工业信心指数为 6.3，较上月下降 0.4；营建信心指数为 4.7，较上月大幅上升 1.2 个百分点，持续刷新 2007 年 11 月以来最高水平；零售信心指数为 1.8，较上月 0.1 的低点显著回升；服务业信心指数为 13.3，较上月提高 0.6。

6 月 14 日，欧央行公布 6 月货币政策会议声明。购债方面，欧央行表示当前每月 300 亿欧元的资产购买规模将持续到 9 月份，10 月份至 12 月的月度购债规模为 150 亿欧元。如果有必要，欧央行将对到期债券进行再投资，再投资将一直持续到 QE 结束后很长一段时间。利率方面，欧央行此次维持三大利率不变，符合市场预期，并表示将至少保持利率不变至 2019 年夏天。通胀方面，欧央行上调了 2018 和 2019 年的通胀预期，维持 2020 年通胀预期不变。具体来看，欧央行大幅上修欧元区 2018 年通胀率预期至 1.7%，远高于 3 月份的预测值 1.4%；预计 2019 年通胀率为 1.7%，高于 3 月份时预期为 1.4%；预计 2020 年通胀率为 1.7%，和此前一致。经济增速方面，欧央行下调了欧元区 2018 年经济增长预期，维持之后两年的经济增速不变。具体来看，欧央行大幅下调欧元区 2018 年 GDP 增速为 2.1%，远低于 3 月份的预测值 2.4%；同时预计 2019 和 2020 年 GDP 增速分别为 1.9%和 1.7%，均与前次预测保持一致。

在议息会议后的新闻发布会上，欧央行行长德拉吉表示，购债方面，仍有必要保持大量货币刺激措施，委员会准备好调整所有政策工具，资产购买仍将是未来欧洲央行工具箱中的正常工具。此次会议并未讨论具体的再投资政策，将在未来会议上对此进行讨论。利率方面，欧央行并未讨论何时加息。声明中“维持利率不变至少至明年夏天”的说法是有

意不精确的，因为委员会认为，市场不确定性正在上升，不希望淡化风险。通胀方面，虽然欧元区核心通胀尚未表现出令人信服的上行趋势，但欧央行对欧元区通胀的信心没有改变，委员会认为通胀显著改善，围绕通胀前景的不确定性减少。欧央行对通胀将持续朝目标水平靠拢，即便是在资产购买计划结束后，通胀也将持续朝目标靠拢保有信心。经济增速方面，经济增速趋于温和部分是因为临时性因素，还受外部贸易减弱和不确定性影响，同时也反映了从高水平的回撤。欧元区经济增长仍稳健且范围广泛，经济前景面临的风险大致均衡。

本次欧央行货币政策会议声明一改此前偏鸽派的模糊态度，对 QE 和加息两大问题都给出了明确指引，向货币政策正常化迈出了一大步。这主要源于两方面因素影响：一方面，受油价跳涨提振，5 月份欧元区 CPI 升至 1.9%的 13 个月高点，首次接近触及欧洲央行 2%的通胀目标；另一方面，意大利两党组阁顺利达成，政治动荡风险有所减弱。

然而，考虑到欧盟与美国的贸易争端不断加剧，欧元区贸易和投资均可能受到影响，加之欧元区复苏趋缓，因此，**欧央行本次在鹰派和鸽派间进行了巧妙权衡，既明确了年底将结束 QE，又通过对 2019 年加息时间留有灵活余地来表达不急于加息的态度。**

会后，欧元兑美元汇率短线走高，之后加速回落，最终跌破 1.16 的关口至 1.1567 收盘，创 2 月以来单日最大跌幅。这主要源于四项因素影响：一是市场对欧央行今年底结束 QE 已早有预期；二是欧央行将现行利率“至少维持至 2019 年夏天”的决议不及市场此前对其可能最早于 2019 年年中加息的预期；三是德拉吉会后讲话未提供具体的加息或再投资政策细节，引发市场对欧央行未来货币政策不确定性抬升的担忧；四是欧央行在声明中下调欧元区 2018 年经济增速预期的同时，还显著上调了通胀预期，显示出欧元区滞胀风险有所上升。

日本经济温和复苏，通胀低迷，宽松持续

日本经济温和复苏，通胀面临下行风险。生产端景气度提高。5 月制造业 PMI 为 52.8%，较上月回落 1 个百分点，为 7 个月以来最低，但已连续 21 个月处于扩张水平；4 月工业生产指数同比增长 2.6%，较上月上升 0.4 个百分点。**消费增速出现反弹。**4 月商业销售额同比增长 4.6%，增速较上月回升 2.2 个百分点；5 月消费者信心指数为 44.1%，较上月回升 0.7 个百分点。**进出口增速双双大幅回升。**4 月出口总额为 68223 亿日

元，同比增长 7.8%，增速较上月加快 5.7 个百分点，连续第 17 个月实现正增长；进口总额为 61963 亿日元，同比增长 5.9%，增速较上月回升 6.5 个百分点；实现贸易顺差 6260 亿日元。**通胀持续走低。**4 月 CPI 同比上涨 0.6%，较上月下降 0.5 个百分点，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上升 0.7%，较上月下降 0.2 个百分点，环比上升 0.2%。

增长仍存不确定性，退出宽松再延期。尽管日本经济二季度开局良好，生产、消费、对外贸易增速均出现反弹，完全就业状态继续保持，劳动者报酬稳定增长，但 4 月家庭支出出现下滑、5 月制造业 PMI 和服务业 PMI 较 4 月双双出现大幅回落，加之日本当前面临国内通胀低迷和国外贸易保护主义抬头、原油价格上涨的双重压力，因此市场对日本经济前景的信心不足，日本央行也难以改变目前宽松的货币政策，且政策目标实现时间将由原来的 2019 年 4 月延期至 2020 年以后。日本央行行长黑田东彦明确表示，通胀前景面临下行风险，将继续耐心地实施宽松政策，如果经济复苏失去动能，会进一步加大刺激力度。

新兴经济体金融市场动荡，央行收紧货币政策

5 月份，新兴经济体金融市场持续动荡，货币大幅贬值、资金显著外流。今年以来，阿根廷比索、土耳其里拉、印度卢比等新兴市场货币兑美元汇率已分别下跌 34%、17%和 5%。国际金融协会公布的数据显示，5 月份外国投资者总计抛售 123 亿美元新兴市场债券和股票资产，创自 2016 年 11 月以来的最大流出量。

为应对外部冲击和不断攀升的通胀水平，新兴经济体央行纷纷出手干预。巴西央行一周内三度出手干预汇市，印度央行意外加息 25 个基点，为该国四年来首次加息；土耳其央行加息 125 个基点，近两周内第二次加息。此前，阿根廷和印尼央行已数度加息。从成效来看，印度、巴西和印度尼西亚已在短期内遏制了本国汇率的大幅下跌，但阿根廷和土耳其的货币前景依然低迷。**考虑到加息在支撑汇率和防止资金流动的同时，却会为国内经济增长和资本市场带来压力，同时在美联储年内仍将加息两次以及美国经济基本面保持良好的预期支撑下，短期内美元仍将偏强，预计新兴市场面临的冲击仍未终结。**

印度经济景气下滑，央行意外加息。生产端景气度下滑。5 月印度制造业 PMI 为 51.2%，较上月回落 0.4 个百分点；服务业 PMI 为 49.6%，较上月大幅回落 1.8 个百分点。**通胀维持高位。**4 月产业工人 CPI 同比上

涨 4.0%，虽较上月下降 0.4 个百分点，但已连续 6 个月保持在 4%以上的高位。**央行意外加息 25 个基点。**6 月 6 日，印度央行货币政策委员会一致投票表决将回购利率从 6%升至 6.25%，逆回购利率从 5.75%上调至 6%，同时维持中性货币政策立场。此次加息出乎市场意料，旨在对抗印度兑美元大幅下跌的汇率以及居高不下的通胀水平。印度央行在声明中表示，将印度通胀率稳定在 4%是央行设定的中期目标，货币政策需要与此保持一致。印度央行还将原油价格波动和全球金融市场动荡列为可能迫使决策者保持警惕的风险。加息消息公布后，印度卢比兑美元汇率短线走高。

巴西经济增长动能减弱，央行出手干预汇市。生产端景气度下滑。5 月巴西制造业 PMI 较上月回落 1.6 个百分点至 50.7%，创 10 个月以来新低；服务业 PMI 较上月回落 0.5 个百分点至 49.5%，为 5 个月以来首次落入收缩区间。**通胀小幅上行。**5 月广义消费者物价指数同比增长 2.9%，较上月微升 0.1 个百分点。**央行出手干预汇市。**由于巴西卡车司机和石油工人罢工并引起投资者对政府财政赤字恶化的担忧，加之年底大选前仍存政治不确定性，巴西货币雷亚尔跌至近两年低位，美元兑雷亚尔汇率一度逼近 4.0 关口，导致巴西央行一周内被迫三度动用货币互换工具“救市”。在央行拍卖了总计 57.5 亿的外汇掉期合约后，雷亚尔终于暂时停下了连续下跌的脚步，6 月 8 日雷亚尔兑美元增幅逾 5%至 1 美元兑 3.7083 雷亚尔，创 2008 年金融危机以来雷亚尔对美元最大的单日涨幅。

俄罗斯经济景气下滑，央行无意降息。生产端景气度下滑。5 月制造业 PMI 较上月下降 1.5 个百分点至 49.8%，为 2016 年 8 月以来首次落入收缩区间，服务业 PMI 较上月下降 1.4 个百分点至 54.1%。**通胀保持低位。**5 月俄罗斯 CPI 同比上涨 2.4%，与上月持平并保持在历史较低水平。**央行无意降息。**在今年两次降息将关键利率下调至 7.25%后，5 月 24 日俄罗斯央行行长纳比乌琳娜表示，尽管总统普京希望取得增长，但央行不会牺牲经济的稳定性，因此不太可能再下调关键利率。纳比乌琳娜还预计俄罗斯将可能提高主权借贷，若国内借贷增加，央行则可能加息。

南非经济疲软，债务问题引发关注。生产端有所改善。5 月 PMI 为 49.8%，较上月回升 1 个百分点，连续 3 个月位于收缩区间；4 月制造业生产指数由上月的同比增长 1.4%转为同比下降 1.6%。**通胀有所回升。**4 月 CPI 同比上涨 4.3%，较上月提高 0.6 个百分点。**债务问题引发关注。**

国际货币基金组织近期指出，南非公共债务占国民生产总值比重在过去十年来翻了一番，2017 年已达 53%，债务缓冲工具几乎已经用尽，用于支持经济增长的财政空间也十分有限。对南非政府而言，当务之急是需要在财政政策框架中设定实际支出上限或者债务规模上限。

二、我国宏观经济形势分析

5 月份我国经济面临困难与挑战增多，特别是内需下降值得引起重视。一是投资超预期回落，1-5 月同比增长 6.1%，基建投资下行幅度加深，去杠杆与严监管对投资的负面影响进一步显现；**二是**消费增速大幅回落，源于汽车、网上零售和居住类消费增速下降；**三是**紧信用导致社融环比大降，受表外融资收缩影响，5 月社融仅增加 7608 亿元，为 9 年来同期最低；**四是**财政收入与支出双双下滑，其中全国一般公共支出同比仅增长 0.5%。

其他宏观指标保持稳健，对经济形成支撑。一是工业特别是上游工业景气度较高，5 月工业同比增长 6.8%，采矿与能源供应业增速明显加快；**二是**房地产各项指标好转，尽管 1-5 月房地产开发投资增速小幅回落 0.1 个百分点，但销售、新开工、土地购置与资金增速全面回升；**三是**进出口保持强劲，分别同比增长 26%和 12.6%，但贸易摩擦影响已开始显现；**四是**通胀保持稳定，PPI 回升有利于上游企业利润提升；**五是**表内贷款整体稳健，特别是住户部门保持稳定，M2 增速企稳。

工业生产小幅回落，上游复苏显著

工业生产由高位小幅回落，采矿、能源供应业加快，制造业拖累。5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.8%，较 4 月份小幅回落 0.2 个百分点，较 17 年同期提高 0.3 个百分点，仍处于近年来较高水平；从环比看，季调后 5 月份规模以上工业增加值增长 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，高于 2017 年全年 6.6%的水平。三大门类均保持正增长：5 月采矿业增加值由 4 月同比下降 0.2%改善至同比增长 3.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 12.2%，较 4 月大幅提高 3.4 个百分点；制造业增长 6.6%，较 4 月回落 0.8 个百分点，成为拖累工业生产放缓的主要因素。

上游黑色与有色金属增速提高，下游部分制造业增速下滑。5 月份，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，较 4 月份减少 1 个。

其中，包括黑色金属冶炼和压延加工业以及有色金属冶炼和压延加工业在内的上游高耗能行业增速为 7.4%和 5.9%，较上月提高 2.4 和 0.1 个百分点，分别为 2015 年 3 月和 2016 年 7 月以来最高水平。通用设备制造业，专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业以及电气机械和器材制造业等下游高端制造业增速分别为 6.6%、9.6%、2.5%和 6.4%，较 4 月下降 3.1、3.6、0.4 和 2.6 个百分点。4 月份规模以上工业企业利润总额同比增长 21.9%，比 3 月份加快 18.8 个百分点，创 2017 年 10 月份以来新高；1-4 月份工业企业利润同比增长 15%，比 1-3 月份加快 3.4 个百分点，主要源于工业产品价格涨幅回升、工业生产销售增长加快以及去年利润同期基数较低影响。

图1 工业增加值同比与环比增速

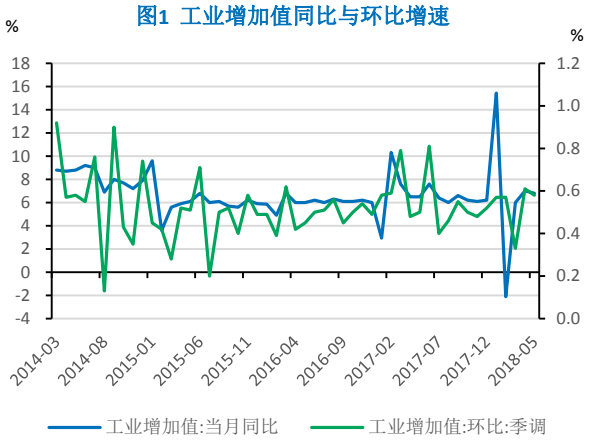
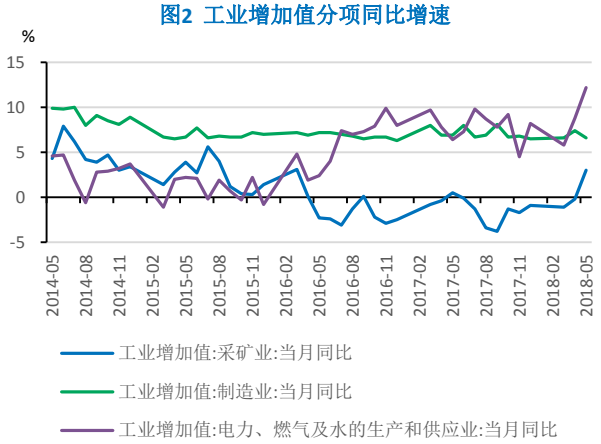


图2 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

采购经理人指数继续处于景气区间。制造业方面，5 月份统计局制造业 PMI 较上月提高 0.5 个百分点至 51.9%，高于上年同期 0.7 个百分点，为 2017 年 10 月以来的高点。从分项指数看，生产端方面，工业生产活动显著加快。生产指数为 54.1%，较上月提高 1 个百分点，为年内和历年同期最高水平。需求端方面，内外需均有所回升。新订单和新出口订单指数分别为 53.8%和 51.2%，分别较上月提高 0.9 和 0.5 个百分点，为年内最高和次高水平；进口指数为 50.9%，较上月提高 0.7 个百分点。受市场需求回升及国际大宗商品价格上涨等因素影响，价格指数明显上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 56.7%和 53.2%，分别比上月上升 3.7 和 3.0 个百分点，且高于上年同期 7.2 和 5.6 个百分点。非制造业方面，5 月份统计局非制造业商务活动指数为 54.9%，比上月上升 0.1 个百分点。分行业看，服务业商务活动指数为 54.0%，比上月上升 0.2 个百分点，高于上年同期 0.5 个百分点，为年内次高点；建筑业商务活

动指数为 60.1%，比上月回落 0.5 个百分点，但仍连续三个月位于 60%以上的高位扩张区间。

工业生产保持景气源于季节因素和外需回暖影响。5 月份工业增加值同比增速虽小幅回落但仍保持高位，主要受供需两端影响：从生产端看，高炉开工率和 6 大发电集团日均耗煤量等高频指标均显示 5 月份工业生产维持了较高的景气度，加之春节后复工较晚以及 5 月份较 4 月份多两个工作日，因此工业生产活动整体保持旺盛；从需求端看，5 月份出口（按人民币计）同比增长 3.2%，虽较上月回落 0.5 个百分点，但受益于于海外经济基本面向好、出口商为规避中美贸易战可能导致的高关税而提前执行订单以及美元走强影响，出口同比增速仍大幅高于 1.9%的预期值，出口交货值同比增长 6.9%，较 4 月份大幅提高 2.7 个百分点。

投资增速超预期回落，基建下行幅度加深

投资增速回落幅度继续加大。2018 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）216043 亿元，同比增长 6.1%，增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点，比 2017 年同期低 2.5 个百分点。经季节调整后，5 月环比增长 0.47%，相当于折年后增长 5.79%，低于 4 月的 6.04%和去年同期的 6.93%。金融去杠杆继续稳步推进、地方政府债务监管持续加强等因素对投资的负面影响进一步显现，5 月社融断崖式下跌意味着固定资产投资资金到位情况应不乐观，未来投资下行压力仍大。

图3 固定资产投资累计同比与环比折年率

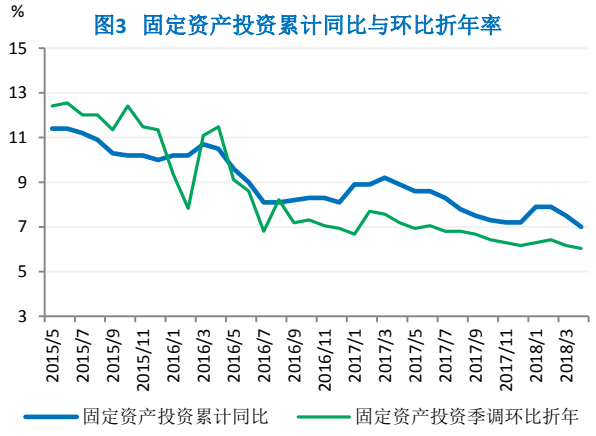
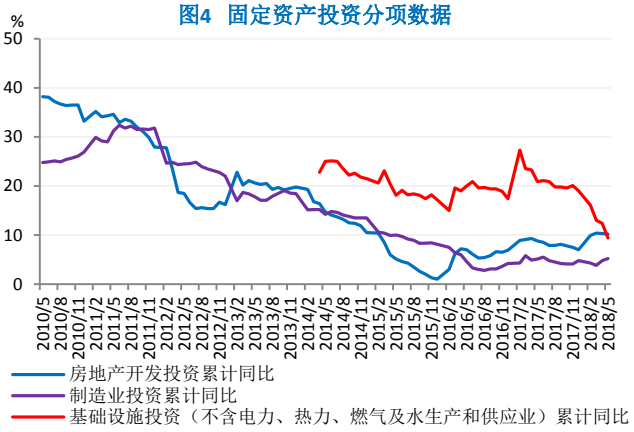


图4 固定资产投资分项数据



数据来源：CEIC

分产业看，第一产业和第三产业投资增速继续回落，第二产业增速保持平稳。1-5 月份，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，增长 2.5%，

增速与 1-4 月份持平。其中，工业投资同比增长 2.6%，增速比 1-4 月份小幅回落 0.1 个百分点，其主要支撑力量为制造业投资；工业投资中，采矿业投资增速已连续 2 个月负增长，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资降幅再次扩大，制造业投资增速则仍现小幅回升。第三产业投资 129649 亿元，增长 7.7%，增速回落 1.6 个百分点。

从房地产、基建和制造业三大支柱来看，基建投资增速的显著回落仍然是投资增长放缓的主要拖累因素，制造业投资持续改善，房地产开发投资则继续高位放缓。具体来看，1-5 月份，第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 9.4%，增速比 1-4 月份回落 3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降 10.8%，降幅扩大 2.4 个百分点。基建投资下行幅度加深一方面与去年同期基数较高有关，另一方面也表明地方政府融资约束强化、地方政府债券发行远不及去年，以及 PPP 入库项目清理退库、停建缓建等因素对基建投资的制约仍然显著。制造业投资增长 5.2%，增速比 1-4 月份提高 0.4 个百分点，比去年同期回升 0.1 个百分点。其中高技术制造业与高端装备制造业对制造业投资的拉动作用显著提升，计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速从 14.2%上升至 14.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速从 3.5%上升至 7.4%，专用设备制造业从 6.5%上升至 10.3%。根据 5 月制造业 PMI 数据情况，制造业生产呈供需两旺势头，需求回升与盈利改善支撑企业投资意愿持续改善。房地产开发投资同比名义增长 10.2%，增速比 1-4 月份回落 0.1 个百分点，仍处于较高增长水平。

民间投资增幅小幅回落，但仍高于总体投资增速。1-5 月份，民间投资同比增长 8.1%，增速比 1-4 月份回落 0.3 个百分点，连续两月小幅回落。1-5 月份民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 62.2%，比 1-4 月份回升 0.4 个百分点。受制造业投资回暖的支撑，民间投资增速仍明显高于投资整体增速，但民间投资中基建投资增速的回落带动民间投资增速继续小幅回落。

近期房地产调控仍然趋严，地方政府债务融资行为规范继续强化，信用收缩对实体经济负面影响显著。因此，基建投资和房地产投资增长压力仍大，制造业投资虽有改善动力但仍处于低位，整体投资下行风险进一步提高。不过，考虑到后续宏观政策仍有调整空间，如果国内需求

下滑严重，政府微调财政政策提振经济的概率将加大，后续投资走势尚待观察。

房地产投资增速微幅回落，关键指标全面反弹

开发投资增速高位微降。2018 年 1-5 月份，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 月份回落 0.1 个百分点，比去年同期高 1.4 个百分点，已连续 3 个月位于 10%以上较高增长水平。一方面，前期土地购置费延迟支付带来的支撑效应仍然存在；另一方面，近期部分热点城市房地产销售有所回暖，在一定程度上提振了开发商的投资需求。

地产销售显著回暖。1-5 月份，商品房销售面积同比增长 2.9%，增速比 1-4 月份回升 1.6 个百分点，比去年同期仍低 11.4 个百分点，为去年 7 月以来首次回升；商品房销售额增长 11.8%，增速比 1-4 月份回升 2.8 个百分点，比去年同期仍低 6.8 个百分点。分地区看，东部地区商品房销售面积降幅收窄，中部、西部和东北地区销售面积增速均有所提高。楼市销售呈现全面回暖迹象，主要原因应与房地产开发商近期加速推盘以加快销售回款缓解资金压力，并冲刺半年业绩有关，能否持续尚有待观察。

图5 商品房销售面积与销售额累计同比增速

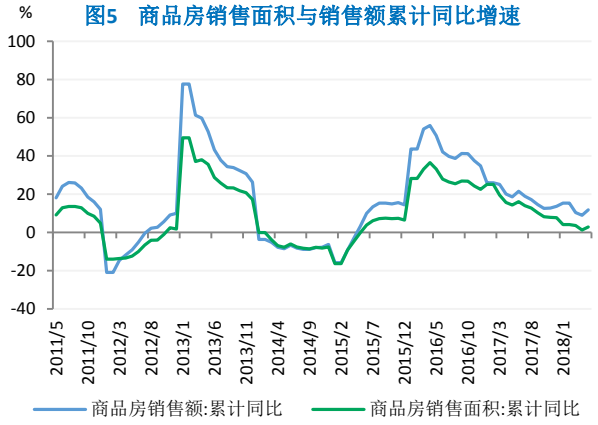
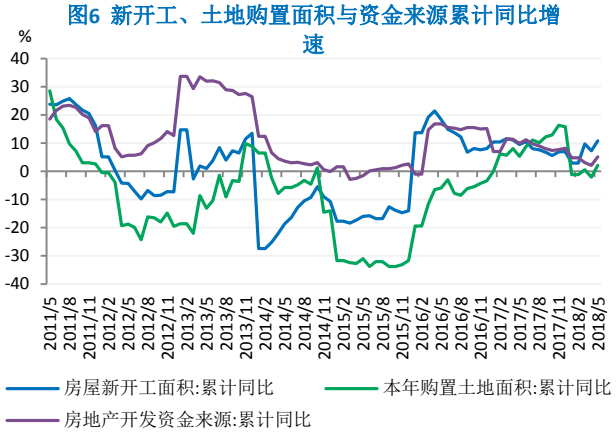


图6 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比增速



数据来源：WIND

新开工、土地购置与到位资金增速全面回升。建设指标全面反弹，1-5 月份房屋新开工面积同比增长 10.8%，比 1-4 月份回升 3.5 个百分点，比去年同期高 1.3 个百分点；房屋施工面积同比增长 2.0%，较 1-4 月份提高 0.4 个百分点，比去年同期仍低 1.1 个百分点。受楼市销售回暖提振，房企开工进度明显加快。**土地购置重新回暖，**1-5 月份土地购置面积同比

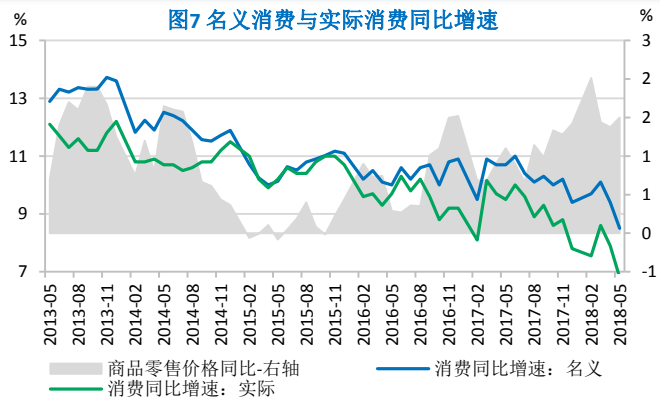
增速同比增长 2.1%，比 1-4 月份回升 4.2 个百分点，比去年同期低 3.2 个百分点，重新由负转正；土地成交价款较 1-4 月份回升 2.4 个百分点至 16%。近期各地积极加大限价房用地、租赁住房用地的供应，对土地购置有一定支撑。**资金来源出现改善，**1-5 月份到位资金同比增长 5.1%，比 1-4 月份回升 3 个百分点，比去年同期放缓 4.8 个百分点，主要受自筹资金、定金及预收款高增的带动，与此同时个人按揭贷款降幅收窄，国内贷款、利用外资仍处负增长区间，这也印证了当前楼市销售正在回暖。

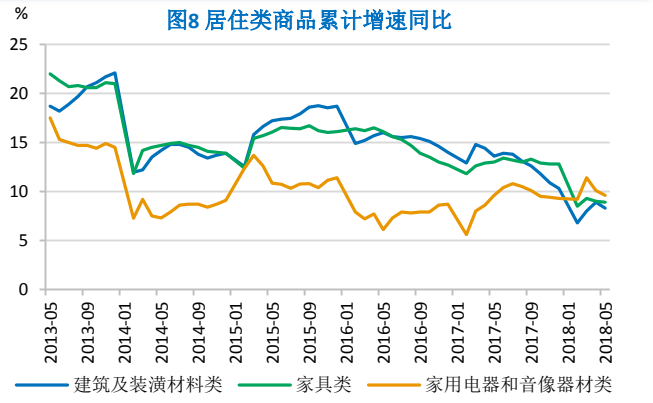
当前房地产市场调控并未出现松动迹象，“房住不炒”定位毫不动摇。据中原地产研究中心统计数据，5 月共有 40 余个城市发布调控政策 50 次；1-5 月调控政策出台共计约 160 次，同比增加 60%。限购、限贷、限价、限售等组合政策层层加码预示着房地产销售反弹可持续性存疑，地产商资金仍将趋紧。预计房地产投资 10%以上的高增速难以长期维持，未来或将继续回落。

消费增速大幅回落，消费总量继续扩大

5 月社会消费品零售总额增速大幅回落。5 月份，社会消费品零售总额 30359 亿元，同比名义增长 8.5%，较上月回落 0.9 个百分点；扣除价格因素实际增长 6.8%，较上月回落 1.1 个百分点。5 月份，社会消费品零售总额自今年以来单月首次突破 3 万亿元，消费总量继续扩大。

5 月份消费增速回落主要原因在于汽车、网上零售和居住类消费低增长。其一，在经历前两年的高增长后，受 2018 年汽车购置税优惠政策结束、前期购买力透支、汽车整车及零部件进口关税下调实施在即等因素影响，汽车消费增速持续走低，5 月汽车消费增速较上月大幅下滑 4.5 个百分点；其二，6· 18 电商促销导致网上零售 5 月累计增速较上月回落 1.7 个百分点；其三，在之前房地产销售面积和销售额增速持续回落的情况下，不利于居住类消费增长，5 月建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品累计增速分别较上月回落 0.6、0.1 和 0.5 个百分点。





数据来源：WIND

部分消费升级类商品增速加快。5 月份，基本生活类商品平稳增长，部分消费升级类商品加快增长，其中限额以上单位通讯器材类、石油及制品类、金银珠宝类商品零售增速分别较上月提升 1.4、0.7 和 0.8 个百分点。

6 月份，尽管汽车消费难有起色，但端午节假日移动和 6·18 电商促销会大幅拉高社会消费品零售总额，农村地区消费潜力持续释放、消费升级步伐加快以及一系列促消费政策的落地，也将对消费形成有利支撑。综合考虑，**预计 6 月份社会消费品零售总额增速较 5 月份有所回升，将回升至 9%以上的增速保持平稳较快增长。**

出口增长保持平稳，进口增长大超预期

中国 5 月进出口总值（按美元计）同比增长 18.5%，相比于上月的 16.6%有所回升。其中，出口同比增长 12.6%，与前值 12.7%基本持平；进口同比增长 26%，比前值加快 4.5 个百分点；贸易顺差 249.2 亿美元，较上月的 283.8 亿有所收窄。

5 月出口基本符合预期，新兴市场仍是主要支撑。当月出口金额达到了 2128.7 亿美元，是今年来的最高水平，增速与上月基本持平。从出口目的地来看，对发达经济体出口增速略低于整体水平，对新兴市场则高于平均水平，显示来自新兴经济体特别是“一带一路”沿线国家的需求仍是出口的主要支撑。

经季调之后，5 月出口同比增长 10.3%，比上月回落 3.4 个百分点；环比增长-2.7%，较上月的 27.2%明显回落。5 月份摩根大通全球制造业 PMI 由上月的 53.7%回落至 53.1%，这是去年 7 月以来的最低水平，显

示外需并不稳固，加上人民币去年以来的升值以及潜在的中美贸易摩擦，出口增速可能会渐进回落。

进口增速超预期，主要源于内需稳健和政策激励。5 月进口超出预期。当月进口金额达到了 1879.5 亿美元，是有史以来的单月最高水平，同比增长 26%，达到今年 2 月以来的最高水平。其中一般贸易进口同比增长 29.7%，较上月加快 5.1 个百分点，是进口超预期的主要拉动因素。

一般贸易进口之所以同比高增，一是由于内需仍然稳健，5 月份上游工业仍保持扩张势头，包括铁矿砂、铜、天然气等产品的进口明显走高，从而形成对进口支撑；二是扩大进口政策见效。习总书记在博鳌亚洲论坛上释放出了主动扩大进口的积极信号，近期一系列扩大进口政策已陆续出台，从而推动进口走高。

图9 中国月度进口总额和同比增速

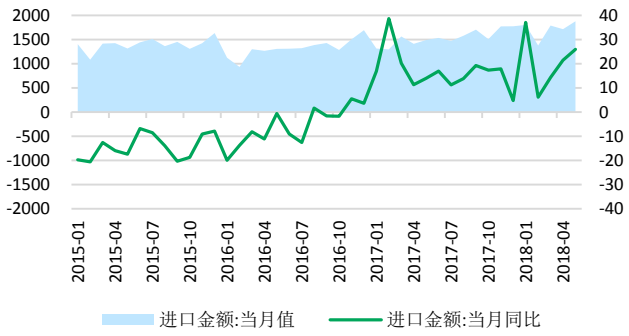
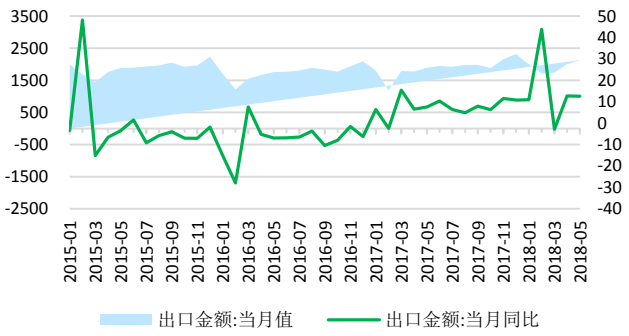


图10 中国月度出口总额和同比增速



数据来源：WIND

中美贸易摩擦影响已显现。5 月我国对美国出口增速由 4 月的 9.6% 回升至 11.6%，绝对规模达到今年以来的最高水平，显示出企业仍然力图赶在贸易摩擦落地之前加快出口。但由于特朗普执意采取双边主义立场，传统美国盟友已被加征钢铝关税，中国很有可能也难以幸免，对美出口预计难以保持持续高增。

值得关注的是，5 月我国进口大豆 970 万吨，为 2017 年 7 月以来最高水平，同比增长 11.15%，但环比激增 40.6%。5 月大豆进口的主要来源并不是美国，而是南美的巴西等地，5 月从巴西进口的整体增速明显加快，从上月的 1.9%上升至 26.4%，显示出中国正在通过改变某些产品进口来源地的结构以应对中美贸易摩擦。

贸易顺差有所收窄，但对美顺差继续增加。由于受到出口微幅回落、进口增速加快的影响，5 月贸易顺差由上月的 283.8 亿美元收窄至 249.2

亿美元。其既反映出中国经济周期跟全球经济周期的不完全同步，中国仍在扮演全球经济增长主要发动机的角色；同时也预示着 2 季度净出口对经济增长贡献可能仍然为负。

5 月对美国贸易顺差达到 245.8 亿美元，较上月增加了 24.3 亿，连续两个月增加，占贸易顺差总额的比重也升至 98.6%。原因主要在于出口商加快对美出口以及进口来源地的调整，但这一数据很有可能再次给特朗普以口实，并不利于中美贸易摩擦的降温。

CPI 同比增速回落，PPI 增速回升

5 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 1.8%，与上月持平，符合市场预期。环比下降 0.2%，主要源于食品价格的下降。其中，城市同比上涨 1.8%，农村上涨 1.7%；食品价格上涨 0.1%，非食品价格上涨 2.2%；消费品价格上涨 1.3%，服务价格上涨 2.5%。**1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.0%。**

从分项看，食品与非食品显著分化。今年以来食品价格经历了年初因寒冷天气导致的大幅上涨，但春节后便持续回落，到 5 月同比增速已回落至 0.1%；而非食品始终是 CPI 上涨的持续推动力，5 月同比增速保持在 2.2%。食品价格的回落主要源于猪肉价格的持续回落以及鲜菜鲜果的短期回落，从猪肉价格大周期看仍在底部徘徊，猪粮比已连续 3 个月低于 6，而鲜菜鲜果则在良好气候条件下供给充足，价格保持下降。CPI 中的非食品价格分项也有分化，其中医疗保健类价格始终保持强势，5 月油价与房屋租金上涨也推升交通与居住类价格；而文化娱乐、宾馆住宿等价格则在清明、劳动节过后出现下降。整体看，非食品中服务品及居住类价格仍有长期上涨的动力。食品弱、非食品强格局仍将持续。

图11 居民消费价格指数同比与环比

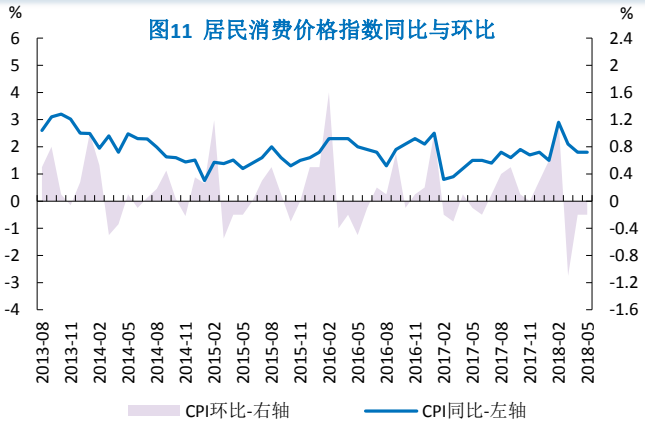
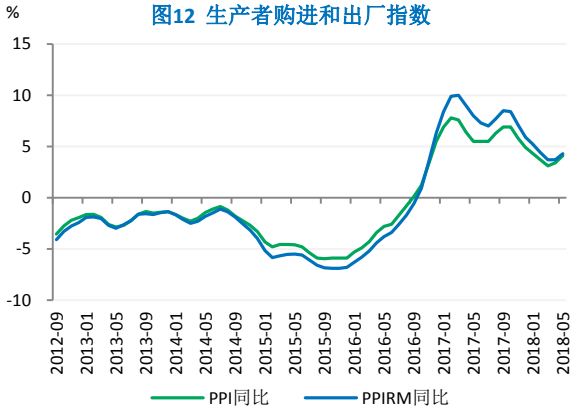


图12 生产者购进和出厂指数



数据来源：WIND

5 月 PPI 同比增长 4.1%，环比上涨 0.3%，略高于市场预期值。5 月份国际大宗商品价格继续保持上行趋势，石油价格受中东局势影响一度超越 70 关口，天然气价格明显走高，这都推升了国内能源工业品的价格。目前 PPI 涨幅仍集中在上游能源与原材料工业，向下游日用品传导受阻，这也导致 PPI 与 CPI 产生背离。

5 月核心通胀同比上涨 1.9%，较上月放缓 0.1 个百分点，环比与上月持平。目前 CPI 弱、PPI 强的走势与去年较为类似，整体通胀集中在上游工业领域，核心通胀相对温和，对央行货币政策影响仍然较为中性。**目前货币政策的重心依然在关注信用与流动性风险、资产价格以及人民币汇率上。**

新增信贷增长平稳，M2 增速低位企稳

5 月新增人民币贷款继续保持稳定增长，企业贷款出现下滑。5 月末，本外币贷款余额 132.89 万亿元，同比增长 12%。5 月末人民币贷款余额 127.31 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.3 个百分点。5 月当月人民币贷款增加 1.15 万亿元，为历史同期最高水平，同比多增 405 亿元。**分部门来看，住户部门贷款保持稳定，而非金融企业及机关团体贷款明显下降，**二者分别新增 6143 亿元和 5255 亿元，实体信贷支持力度有所下降。具体来看，住户部门新增贷款同比多增 37 亿元，其中新增短期贷款同比多增 440 亿元，在扩大内需的政策导向下继续保持增长；中长期贷款同比少增 403 亿元，受制于新一轮房地产调控政策加码、融资持续收紧，已连续 13 个月同比少增。非金融企业及机关团体贷款同比少增 406 亿元，今年来首次转为少增，其中短期贷款同比大幅少增 3057 亿元，意味着企业获取短期流动资金的紧张程度显著上升；中长期贷款保持在 4000 亿元以上，同比少增 365 亿元，中长期信贷扩张乏力可能与企业信用事件高发导致银行主动收缩信贷以及银行信贷投放能力受限的双重制约有关；票据融资 1447 亿元，是 2016 年 9 月以来的最高值，同比多增 2916 亿元，继续显著增长，表明其他渠道融资收紧下企业加速贴现。此外，非银行业金融机构贷款新增 142 亿元，同比多增 768 亿元，保持小幅增长。

5 月新增社会融资规模超预期下跌，主要源于表外融资大幅下降。5 月份社会融资规模增量为 7608 亿元，是 2009 年以来的历史同期次低值，

比上年同期少增 3023 亿元，环比少增近 8000 亿元，较 4 月的 1.56 亿元出现腰斩。除新增人民币贷款与股票融资外，其余各分项融资全面下跌，其中表外融资下滑最为显著，上月主要拉动社融增长的未贴现银行承兑汇票和债券融资也转而下降。近期表外监管继续强化、信用违约风险升高等因素叠加共同导致社融超预期下滑，实体融资偏紧。**具体来看，表内融资仍然平稳，**对实体经济发放的人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比少增 380 亿元，资本金限制使得银行表内资产扩张受到一定限制；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 228 亿元，同比少减 129 亿元。**表外融资下滑幅度扩大，**委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票 3 项新增共减少 4215 亿元，同比多减 4505 亿元。其中委托贷款和信托贷款分别同比多减 1292 亿元和 2716 亿元；未贴现银行承兑汇票由上月的大幅增长转为大幅下降 1741 亿元，同比多减 496 亿元，与近期跨省票据业务监管加强和企业加速贴现有关。**直接融资增长微弱，**主因是企业债券净融资受到信用债市场风险事件拖累，由前几个月的大幅增长转为下降 434 亿元，但同比仍多 2054 亿元；非金融企业境内股票融资 438 亿元，同比少 20 亿元。

图13 社会融资总量与新增人民币贷款

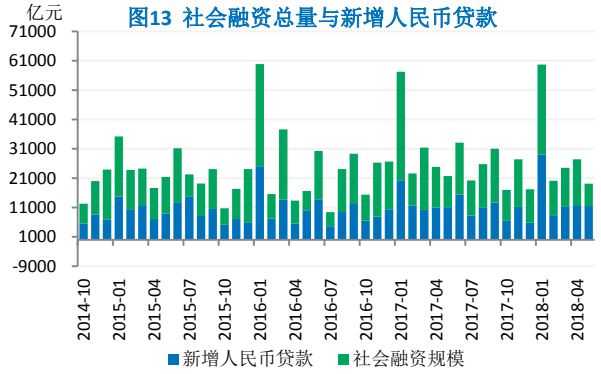
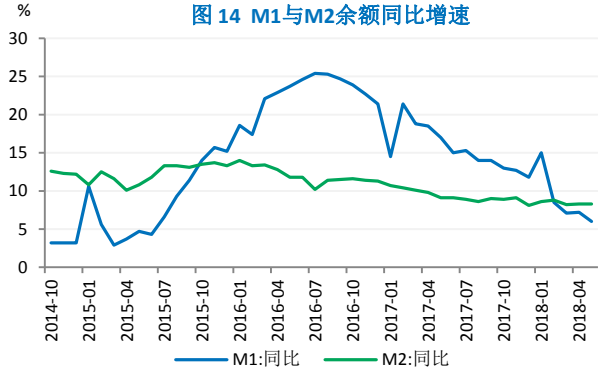


图 14 M1与M2余额同比增速



数据来源：WIND

M2 增速低位企稳。5 月末，广义货币（M2）余额 174.31 万亿元，同比增长 8.3%，增速比与上月末持平，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%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 11 个百分点；流通中货币（M0）余额 6.98 万亿元，同比增长 3.6%。M1 增速已连续 4 个月低于 M2 增速，M1-M2 负剪刀差进一步扩大，同样表明当前实体经济流动性压力加大。在 4 月底置换式降准释放基础流动性的背景下，5 月 M2 增速并未如预期回升，而是低位企稳，主要受到非金融企业存款增长较弱的影响。具体来看，新增人民币存款增加 1.3 万亿元，同比多增 1972 亿元。其中，住户存款增加 2166

万亿元；财政性存款增加 3862 亿元；非金融企业存款则仅增加 139 亿元，也与当前实体经济流动性收缩有关。

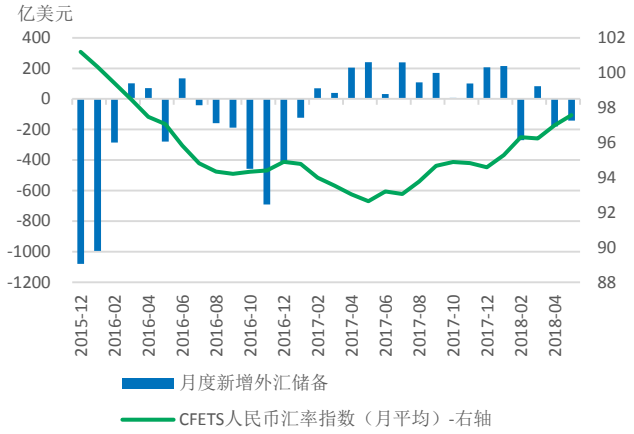
总体来看，随着资管新规落地与信用市场风险不断暴露，表外融资大幅下滑，债券融资也转而下降；与此同时表内对表外的承接能力受限，银行信贷基本持稳，以上因素共同导致 5 月社融全面收缩，实体经济资金明显偏紧。随着去杠杆政策持续发力，M2 将保持 9%以下中低速增长，这也符合央行政策导向，社融增速也将继续维持低位。

人民币汇率震荡走低，外汇储备环比下降

5 月人民币兑美元汇率震荡走弱。5 月末，人民币兑美元中间价为 6.4144，较上月末下调 751bp，在岸即期汇率贬值 571bp 至 6.4010，离岸即期汇率贬值 932bp 至 6.4090。近期美元指数保持强势，5 月中旬一度突破 95。美元的强势反弹使得新兴市场货币普遍承压，阿根廷比索、墨西哥比索、印度卢比等均出现了不同程度的贬值。**相比于其他新兴市场货币，人民币兑美元汇率表现相对坚挺。这主要源自三方面的原因，一是**中国经济增长基本面保持稳健，对汇率形成强力支撑；**二是**市场对于美元持续走强尚无充分信心，没有大举沽空人民币；**其三**是得益于金融市场加快对外开放，海外资金大量涌入使人民币获得了额外的上涨动能。客观上来看，人民币兑美元汇率保持“韧性”可以有效对冲输入性通胀压力，为确保经济增长创造相对灵活的货币政策操作空间。未来一段时间，美元指数走势仍将是影响人民币汇率的关键因素。目前来看，美元指数走势不确定加大，意大利等国政治形势、美欧经济对比表现、贸易摩擦磋商进展以及全球市场避险情绪的变化等均是影响美元走势的重要因素。不过，预计在国内经济基本面稳健、外汇供需相对平衡、汇率预期稳定等因素的支撑下，人民币汇率不会出现剧烈波动，而是将保持在均衡水平继续温和波动态势。

图15 人民币对美元汇率走势

图16 月度新增外汇储备与CFETS人民币汇率指数



数据来源：WIND

5 月末，我国外汇储备为 31106 亿美元，较上月减少 142 亿美元，降幅为 0.46%，连续两个月下降。5 月份，我国跨境资金流动和境内外主体交易行为相对平稳，外汇市场供求延续基本平衡格局，在主要非美元货币汇率相对美元贬值和投资的资产价格上涨这些因素的综合作用下，外汇储备环比下降。汇率因素方面，5 月美元指数大幅上涨 2.3%，除日元兑美元小幅升值 0.5%外，欧元、英镑均兑美元大幅贬值，贬值幅度分别为 3.2%和 3.4%，使我国外汇储备中非美元计价部分折算成美元计价后形成估值损失；利率因素方面，5 月下旬全球避险情绪上升，导致主要国家国债利率走低、价格上涨，外汇储备账面价值增加；结售汇方面，5 月人民币兑美元汇率震荡升值 0.9%，居民及企业结汇意愿增强，银行结售汇顺差可能有所扩大，对外汇储备规模增长的支撑作用提升。剔除估值影响后，当前我国外汇储备仍维稳向好。**展望未来，随着我国国内经济韧性逐渐增强和对外开放水平持续提高，跨境资本流动和外汇供求将更趋合理均衡，外汇储备规模有望继续保持平稳。但中美贸易摩擦形势尚不明朗，对外汇储备影响的不确定性仍需特别关注。**

财政收入增速下滑，财政支出明显减速

财政收入增速下滑。5 月份，全国一般公共预算收入 17631 亿元，同比增长 9.7%，增速较上月回落 1.3 个百分点，继续保持较快增长速度。其中，税收收入同比增长 12.8%，较上月回落 1.8 个百分点，这主要是因为多项减税降费新政 5 月 1 日开始实施，造成财政收入减收；非税收入同比下降 12.8%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。

财政支出明显减速。5 月份，全国一般公共预算支出 17003 亿元，同比增长 0.5%，较上月大幅回落 7.7 个百分点，这主要因为受部分支出错月以及去年同期基数较高等因素的影响，地方一般公共预算支出增速较上月大幅回落 9 个百分点。1-5 月累计，全国一般公共预算支出 82695 亿元，同比增长 8.1%，为年初预算的 39.4%，比去年同期进度加快 0.2 个百分点，支出进度总体加快。

房地产市场持续反弹，土地市场明显活跃。土地和房地产相关税收方面，5 月份，契税同比增长 20.8%，较上月加快 4.6 个百分点，连续三个月上升；土地增值税同比增长 21.1%，较上月加快 13.6 个百分点，连续两个月上升；房产税同比增长 11.5%，较上月加快 7.3 个百分点，连续两个月上升；城镇土地使用税同比增长 7.2%，较上月加快 3.1 个百分点，连续两个月上升；1-5 月累计，国有土地使用权出让收入同比增长 45.9%，较 1-4 月和去年全年加快 5.2 个百分点。在房地产市场调控并未出现松动的情况下，不少城市推出人才吸引计划，直接推动了当地房地产市场，同时也间接带动了土地市场。

随着各项减税降费政策落到实处，将更好地发挥改革红利，有效减轻市场主体负担，改善营商环境，为财政增收提供有力保障，且房地产市场开始回暖也会带动相关税收增长，**预计 6 月财政收入增速会较 5 月小幅提升，继续保持稳健增长。**

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

一是打好决胜小康三大攻坚战。在完善市场约束防范债务风险方面。5 月 18 日，国家发改委、财政部下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任，切实做到“谁用谁借、谁借谁还、审慎决策、风险自担”；募集资金要重点用于支持创新发展、绿色发展、战略性新兴产业、高端装备制造业以及“一带一路”建设和国际产能合作等。**在乡村振兴战略助力脱贫攻坚方面。**5 月 31 日，中共中央政治局召开会议审议《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》和《关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》。《规划》细化实化工作重点和政策措施，部署若干重大工程、重大计划、重大行动，形成

了今后 5 年落实中央一号文件的政策框架。**在环保“督察高压”步入常态化方面。**5 月 3 日，生态环境部就大气污染防治问题约谈了山西省晋城、河北省邯郸和山西省阳泉三市政府主要负责同志，并同步暂停三市新增大气污染物排放的建设项目环评审批。此前，生态环境部密集通报了七起中央环保督察后污染反弹、整改不力以及媒体曝光的重大污染事件。首轮中央环保督察近日向社会交出一份靓丽的成绩单：短短两年时间完成了对全国所有省份的全覆盖，问责人数超过 1.8 万人，解决群众反映的环境问题 8 万多个。

二是结构调整与扩大内需相结合。5 月，各地一系列扩大内需政策出台，政策重点围绕扩大进口和促进消费升级。福建、云南、河北、广东、河南等地纷纷出台进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的实施方案。据悉，多个部委也正在酝酿扩大内需的新政策。促进投资方面，据不完全统计，截至目前，已有至少 25 省份对外公布重大项目投资计划。其中，吉林、河北、江苏、福建、江西等逾 10 省份投资总规模均超过万亿元。今年的投资结构出现明显变化，“扩大有效投资”成为重大项目攻坚战的关键词，高新技术、战略性新兴产业、生态环保等成为投资热点。支持实体经济方面，5 月 9 日，发改委、工信部、财政部和人民银行联合发布《关于做好 2018 年降成本重点工作的通知》，要求落实好 9 个方面 30 项任务，确保完成 3 年左右使实体经济企业综合成本合理下降，盈利能力明显增强的目标任务。财政方面，5 月 11 日，财政部印发了《地方财政预算执行支出进度考核办法》，以此督促地方加快预算执行支出进度，提高财政资金使用效益，更好促进经济社会高质量发展。

三是进一步扩大开放，优化营商环境，有效利用外资。5 月 2 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议提出，采取措施将企业开办时间和工程建设项目审批时间压减一半以上，进一步优化营商环境。5 月 23 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定深化服务贸易创新发展试点，以开放推动经济结构优化升级。就进一步扩大开放，李克强指出，过去 40 年，开放有力带动了改革，促进了发展。在新的历史时期，进一步扩大开放是我们必然的战略选择。深化各项改革、激发市场活力、优化发展环境、推动高质量发展，都必须通过更高水平的开放来带动。5 月 30 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定进一步积极有效利用外资的措施，推动扩大开放促进经济升级；决定较大范围下调日用消费品进口关税，更好满足群众多样化消费需求。

未来政策展望与建议

面对贸易摩擦加剧、新兴市场资本流出与金融市场动荡等不利的外部环境，我国经济出现了投资消费下滑、信用违约频发、金融市场低迷等问题。**为有效应对内外部风险，应从供给侧入手，合理推进“产能高端化、库存合理化和杠杆适度化”的“三化”政策。**在产能方面，在去产能的同时，应积极扩大高端产能投资，以高端产能替代低端无效产能，从而推升新一轮的设备投资周期，扩大内需；在库存方面，应鼓励企业将库存保持在合理区间，避免库存过低引发的供给不足和价格上涨，建立长效和预期稳定的供给机制；在杠杆方面，应有序控制杠杆，保持适度杠杆率，允许杠杆在一定程度内发挥提升资金效率的作用。

财政政策方面，提高财政资金使用效益，防控地方债务风险。首先，督促地方加快预算执行支出进度，促进经济社会高质量发展。财政部出台办法，对省级财政部门当年收入和存量结余资金的使用进行月度考核，以避免资金浪费，促进预算支出，充分提高财政资金的使用效益。考核结果将按月向各地财政部门公布；同一项考核结果连续 3 次排名居后 5 位的地区，省级财政部门应向财政部提交工作改进方案；对于排名持续靠后的地区，财政部将视情况提出整改要求或约谈；考核结果将作为每年财政管理工作绩效考核相关指标的数据来源和重要依据。**其次，规范地方政府债券发行。**财政部出台意见，布置今年地方政府债券发行工作，强调要加强地方政府债券发行管理，合理设置地方政府债券期限结构，提升地方政府债券发行的市场化水平。**最后，继续消除地方债务风险隐患。**一方面，做好债务管理工作。完善政府性债务管理制度体系，坚决制止违法违规融资担保行为，抓好存量化解和增量控制工作；另一方面，采取有力措施处置隐性债务。目前，多个省、市、县已经陆续启动摸底清查隐性债务工作，逐项梳理政府债务，加强对隐性债务的统计，明确债务主体、来源、用途和偿还期限等。后续，各省市将以隐性债务清理结果作为债务追责的依据，对各类政府隐性债务分类区别对待，建立完善的隐性债务处置方案，规范运作、逐步化解。

货币政策方面，在防风险为主的背景下，结构性流动性调节或将成为下一阶段央行货币政策操作的主要思路。近期，央行推出“MLF 扩抵+MLF 续做”组合操作。6 月 1 日，央行宣布适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，新纳入的 MLF 担保品包括不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小

微企业、绿色经济的债券）以及优质的小微企业贷款和绿色贷款。6 月 6 日，央行开展 MLF 操作 4630 亿元，除对冲到期，还新增 MLF 余额 2035 亿元。**值得注意的是，近期的货币政策操作并非量化宽松的开启，而是重点着意于稳定年中流动性环境。**一方面，MLF 扩容本身并不构成大规模量化宽松的基础，央行将合格质押品的信用债等级下沉到 AA 级所增加的担保品规模较小，同时由于担保品在用于再贷款和借贷便利抵押时还需以抵押率折算，实际上 MLF 扩容增加的流动性规模并不大；另一方面，超量续作到期 MLF 结合逆回购净回笼也并未带来资金面的实质宽松，实际上扩充 MLF 担保品具备支持特定领域的结构性特征以及面向全部存款类金融机构的广泛性特征。因此，本次政策操作组合并非大水漫灌，而是节水滴灌，符合年初政治局会议中强调的“结构性去杠杆”的思路。今年以来，央行通过多种渠道进行流动性投放以维稳资金面，尤其是降准、MLF 以及二者的操作组合成为关注焦点。**利率方面，6 月 14 日美联储加息后，央行并未如市场普遍预期跟随上调货币市场操作利率，这主要基于稳增长的权衡考虑，体现了我国货币政策的独立性和灵活性，预计未来央行将根据我国国内经济形势及其他国家货币政策的变化择机对利率进行适当调整。展望未来，通过政策工具组合创新进行流动性结构性调节或将是下一阶段央行货币政策操作的重要特征。**

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		17-10	17-11	17-12	18-1	18-2	18-3	18-4	18-5
国内生产总值当季									
GDP	同比增长，%			6.8			6.8		
工业生产	**当月**								
增加值	同比增长，%	6.2	6.1	6.2		7.2*	6.0	7.0	6.8
消费	**当月**								
社会消费品	同比增长，%	10.0	10.2	9.4		9.7*	10.1	9.4	8.5
固定资产投资自年初累计									
总额	同比增长，%	7.3	7.2	7.2		7.9*	7.5	7.0	6.1
房地产开发	同比增长，%	7.8	7.5	7.0		9.9*	10.4	10.3	10.2
外贸	**按美元，当月**								
进出口	同比增长，%	11.1	14.7	8.0	22.0	24.5	5.3	16.6	18.5
出口	同比增长，%	6.8	12.3	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6
进口	同比增长，%	17.2	17.7	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0
贸易差额	美元，亿	381.7	402.1	546.9	203.4	337.5	-49.8	287.8	287.8
通货膨胀	**当月**								
CPI	同比增长，%	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8
PPI	同比增长，%	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1
社融及货币信贷									
社融规模	人民币，万亿	1.04	1.60	1.14	3.06	1.17	1.33	1.56	0.76
新增信贷	人民币，万亿	0.66	0.66	0.58	2.90	0.84	1.12	1.18	1.15
M0	同比增长，%	6.3	5.7	3.4	8.6	13.5	6.0	4.5	3.6
M1	同比增长，%	13.0	12.7	11.8	15.0	8.5	7.1	7.2	6.0
M2	同比增长，%	8.8	9.1	8.2	-13.8	8.8	8.2	8.3	8.3

*注：工业、消费、投资为 1-2 月累计增速

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院（民银智库）所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yingxiwen@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”（见右图）