

定期报告

宏观杠杆率上升幅度超过央行设定的阈值

2020年05月26日

——2020年05月宏观预测报告

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	
CPI	2.9	
PPI	-0.3	
社会消费品零售	8.0	
工业增加值	5.7	
出口	0.5	
进口	-2.8	
固定资产投资	5.4	
M2	8.7	
人民币贷款余额	12.3	
1年期存款利率	1.50	
1年期贷款利率	4.35	
人民币汇率	6.90	

最新数据（2020年4月）

工业	3.9
城镇投资	-11.8
零售额	-7.5
CPI	3.3
PPI	-3.1

资料来源：CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

高明

010-57782838
gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

我们对经济增长、通货膨胀、货币金融、国际资本流动4方面经济指标2020年05月读数数和未来方向预测如下：

经济增长方面，高频数据显示国内有效投资需求正在逐步释放，商品价格也有回升。未来随着国内经济的自发修复、逆周期调节的见效，以及欧美的复工，实体经济数据将继续趋于改善。但出口仍受制于欧美疫情的可能反复和巴、俄、印等的疫情控制效果。

价格方面，对于CPI，考虑到农产品价格指数持续下行，以及下半年基数因素的明显回落，预测CPI仍将趋于下行。对于PPI，考虑到国内政策加力、国际原油和国内工业金属价格初步企稳，预测将见底回升。

货币政策方面，前期已释放的资金仍然更多流入了金融系统，流入实体部门的资金也尚未完全转化为投资和消费，资产负债表两端不匹配的情况日益加剧。宏观杠杆率的上升幅度也已经超过央行设定的阈值。我们再次强调“复产重于扩表”。

国际资本流动方面，全球流动性环境维持宽松；尽管美国针对中国的制裁仍在制造不确定性，但随着欧美的复工，风险偏好也逐渐改善；此外中美利差也进一步上升至198BP，预计债券市场资本流入和陆股通流入均小幅上升。

总而言之，国内经济复苏方向明确，但市场争议点在于复苏力度、政策拐点以及外需。下一阶段，政策效果应从逐渐支撑扩表转向支持实体需求，进而调动经济的自发修复；资本市场驱动因素应逐渐从政策宽松预期回归基本面的改善。

风险提示：宏观杠杆率到达阈值

一、经济增长

指标	4 月实际	5 月预测	6 月方向
制造业 PMI (国家统计局)	50.8 ↓	51.0	50.5
工业增加值: 当月同比	3.9 ↑	5.0	↑
固定资产投资: 累计同比	-11.8 ↑	-5.9	↑
社会消费品零售总额: 当月同比	-7.5 ↑	-1.5	↑

注: 箭头方向代表相对前值的变化

5 月以来的高频数据显示国内有效投资需求正在加速释放。全国高炉开工率达到 70.44%，唐山钢厂产能利用率达到 88.09%，六大发电集团电厂耗煤量周同比加快至 11.1%，上述指标均是复工以来的最高水平。据此我们预计 5 月制造业 PMI、工业增加值、固定资产投资增速将继续上行。其中，5 月制造业 PMI 升至 51.0%，工业增加值同比增速升至 5.0%，固定资产投资累计同比降幅收窄至-5.9%。

社零数据考虑两方面影响:一是五一假期政府加大力度发放消费券引起的居民消费回补，二是基建投资对商用车销售的拉动，据此预计 5 月社零当月同比增速将收窄降幅至-1.5%。

展望 6 月，国内经济进一步修复、逆周期调节发力叠加欧美复工的积极影响，实体经济层面数据继续改善的可能性较高。尽管海外疫情和政治摩擦的不确定性仍然存在，但这主要对市场影响较大，全球经济触底回升的态势不会因此而改变。

二、价格水平

指标	4 月实际	5 月预测	6 月方向
CPI: 当月同比	3.3 ↓	3.0	↓
PPI: 当月同比	-3.1 ↓	-3.0	↑

注: 箭头方向代表相对前值的变化

回顾前期预测:4 月 CPI、PPI 分别为 (3.3%、-3.1%)，相比前值 (4.3%、-1.5%) 双双回落，我们的预测值 (3.5%和-2.5%) 方向准确，但对 PPI 通缩程度有一定低估，主要原因在于没有考虑到 4 月原油价格二次探底的情况。

对于 5 月，由于农产品价格指数继续回落，预测 CPI 同比增速回落至 3.0%，其中食品项继续回落至 10.0%，非食品项回落至 0.5%。对于 PPI，观察到国际油价持续修复，且国内工业品价格初步见底，预测收窄降幅至-3.0%。

中期观点更新 PPI 见底的判断。维持 CPI 下行趋势判断：随着疫情对商品供应冲击的缓解、猪肉产能边际恢复，以及下半年基数因素的明显回落，全年 CPI 大概率保持下行趋势。对于 PPI，考虑到国内政策加力、国际原油和国内工业金属价格企稳，预测 5 月可能出现见底回升。但考虑到欧美疫情仍未完全受控，同时俄、巴、印等新兴经济体也出现扩散，预计见底之后的反弹力度仍然偏弱。

对于规模以上工业企业利润增速，综合考虑工业增加值回升和 PPI 见底，预计 4 月当月同比为-3.0，1-4 月累计同比为-12.0%；5 月当月同比为 0.0，1-5 月累计同比为-7.0%。

三、货币金融

指标	4 月实际		5 月预测	6 月方向
M2: 当月同比	11.1	↑	11.1	↓
信贷投放 (亿)	16978	↑	13000	↑
新口径社融规模 (亿)	30941	↑	26000	↑

注：箭头方向代表相对前值的变化

4 月金融数据继续大幅超出我们预期，财政和货币政策继续边际放松是背后主因。4 月 M2 同比增长 11.1%，高于前值 10.1%。分结构来看，非金融企业、非银金融机构存款余额同比增速均高于前值；M0、家庭和政府存款余额同比增速均低于前值。合并来看，实体部门存款余额同比增速高于前值。新口径下 4 月社融余额同比增长 12.0%，前值 11.5%；贷款余额同比增长 13.1%，前值 12.7%。

4 月政策在边际上进一步有所松弛，但资金仍然更多流入金融系统，流入实体部门的资金也仍未有效转化成投资和消费。资产负债表两端不匹配的情况日益加剧，宏观杠杆率上升幅度超过央行设定的阈值——2 月 19 日，《四季度货币政策执行报告》在专栏 1 中提出：“现阶段，货币政策中介目标转为广义货币 M2 和社融增速与 GDP 名义增速基本匹配……这一机制设计也有助于保持宏观杠杆率基本稳定，使得宏观杠杆率很难像 2009 年至 2017 年一样年均上升超过十个百分点”。

预计 5 月 M2 同比增速稳定在 11.1%，M1 同比增速稳定在 5.5%，信贷投放约 1.3 万亿，新口径社融规模约 2.6 万亿。5 月以来，信用债和国债的发行力度明显下降，地方政府债大举发行，超过 1 万亿，拉动实体部门债券余额同比增速继续上升，但动能明显下降。商品价格方面，4 月下旬以来的上涨态势越来越难以延续。整体来看，政策已经日益达到顶部区域，对应实体部门和金融机构债务余额同比增速基本见顶。我们预计，5 月金融数据（M2 同比、贷款余额同比、社融余额同比）或相比 4 月稳中略升，后续大概率会震荡下行。

四、国际贸易

指标	4 月实际值		5 月预测值	6 月方向
出口：同比增速	3.5	↑	-6.5	↓
进口：同比增速	-14.2	↓	-10.8	↑
贸易差额 (亿美元)	453	↑	460	↓

注：箭头方向代表相对前值的变化

4 月出口增速好于预期，主要受到防疫物资出口规模加大和供应能力上升暂时提升出口份额的影响；进口增速低于预期，主要受到海外供应能力显著下降的影响。

对于 5 月：预计短期出口增速仍将受到防疫用品出口的支撑，但外需和海外疫情发酵对海外产能和供应链的扰动或将进一步显现，新增订单将受到影响，且同期伙伴国进出口数据均不乐观，反映了总体外需的疲弱。虽然我国内需有所恢复，商品价格亦有所回升，但进口仍有可能受到海外供应能力受限的约束。综上，预计出口、进口同比增速分别为 -6.5%、-10.8%，贸易顺差为 460 亿美元。

展望 6 月：预计外需和新订单下降进一步影响出口。而随着发达国家的复工和商品价格的回升，海外供应或有所恢复，预计出口增速小幅下降，进口增速回升。

五、国际资本流动

指标	4 月实际值	5 月预测值	6 月方向
债券市场	504 亿元↑	550 亿元	↑
陆股通	533 亿元↑	200 亿元	↑

注：箭头方向代表相对前值的变化

4 月债券市场流入规模恢复，但略低于我们预期，同业存单在前期流出之后重新流入的规模不高，显示海外美元流动性环境虽然边际改善但并未彻底逆转疫情带来的紧张局面。陆股通流入规模大体符合预期。

对于 5 月：发达国家维持宽松货币政策，新兴市场仍面临友好的流动性环境；同时随着欧美疫情改善和复工推进，风险偏好出现改善。此外中美利差也进一步上升至 198BP。预计债券市场资本流入大体与上月持平或小幅上升至 550 亿元。中旬以来中美摩擦加剧又导致风险上升，预计陆股通流入降至 200 亿元。

展望 6 月：发达国家将继续维持宽松货币政策，中美利差较高，发达国家复工进一步推进改善基本面预期，中美摩擦造成的政治风险仍然较高，预计债券市场、陆股通资本流入均有所上升。

月度宏观预测报告回顾

2019 年 11 月——逆周期调节仍在蓄势

2019 年 12 月——工业增加值短暂回调

2020 年 01 月——疫情冲击复苏进程

2020 年 02 月——短期失速

2020 年 03 月——复产重于扩表

2020 年 04 月——正视困难，期待未来

2020 年 05 月——宏观杠杆率上升幅度超过央行设定的阈值

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017 年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011 年加入招商证券，现任研究发展中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。