

主要结论

国内经济：我们认为，随着1季度流动性的大量投放，2019年全年经济最宽松的时代已经过去。从历史经验来看，根据“早开工，早发力”的传统，1季度通常是银行和政府进行大量流动投放的季度，同时由于2019年开年货币逆周期调节的力度较大，2019年1季度的货币投放量（央行及地方政府债加总）已经接近全年预算支出的1/2，相比2015年的宽松，今年的货币投放力度也不可谓之不大。所以从量能上来看，未来几个季度的货币投放量已经赶不上1季度，所以未来的市场流动性方面必然会出现一定的紧缩。接下来从政策导向来看，4月份的政治局会议以及经济工作会议都表达出了货币政策不会大水漫灌的态度，同时我们注意到，2018年底的政治经济工作会议上，政府提出不仅市场需要流动性的逆周期调节，同时另一条市场供给侧改革的路线也要持续推进，目前来看，流动性逆周期调节已经取得一定的成效，市场的宏观环境转好，接下来，预计政策发力的方向将会偏向供给侧改革方面，对于货币政策的方向或有所调整，力度或会减小，频率加大，方向或有所改变。

外汇市场展望：美国经济增速并没有出现明显的放缓，零售销售、贸易和建筑支出的数据都有较为明显的回升。同时美联储近期暂停降息的暗示也使得市场流动性有所缓解。预计美国ISM制造业数据有企稳回升的可能。同时劳动力市场接近饱和。虽然数据利好，但是中美贸易的悬而未决依然拖累美联储加息步伐，预计5月份加息概率依然偏小，美元波动性或会有所收敛。而英镑由于脱欧谈判的推迟，5月的波动性预计也会有所减小，目前外汇市场横盘的比例较大，市场正在等待各类事件的结果，以给出方向性的选择。提醒投资者注意6.23日中美两国领导在G20的会面，届时或能达成框架性的协议，交易机会或能出现。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 中国经济数据细致解读

1、2 季度政策或有微调的可能，政策方向发生改变

我们认为，随着1季度流动性的大量投放，2019年全年经济最宽松的时代已经过去。2季度开始，货币政策或有微调紧缩或转向的可能，主要有两点原因：

1、从历史经验来看，根据“早开工，早发力”的传统，1季度通常是银行或政府进行大量流动投放的季度，同时由于2019年开年货币逆周期调节的力度较大，2019年1季度的货币投放量（央行及地方政府债加总）已经达到了全年预算支出的1/2，相比2015年的宽松，今年的货币投放力度也不可谓之不大。所以从量能上来看，未来几个季度的货币投放量已经赶不上1季度，所以未来的市场流动性方面必然会出现一定的紧缩。2、从政策导向来看，4月份的政治局会议以及经济工作会议都表达出了货币政策不会大水漫灌的态度，同时我们注意到，2018年底的政治经济工作会议上，政府提出不仅市场需要流动性的逆周期调节，同时另一条市场供给侧改革的路线也要持续推进，目前来看，流动性逆周期调节已经取得一定的成效，市场的宏观环境转好，接下来，预计政策发力的方向将会偏向供给侧改革方面，对于货币政策的方向或有所调整，力度或会减小，频率加大，方向或有所改变。

2、景气度指标：PMI 高于枯荣线 经济活动放缓明显

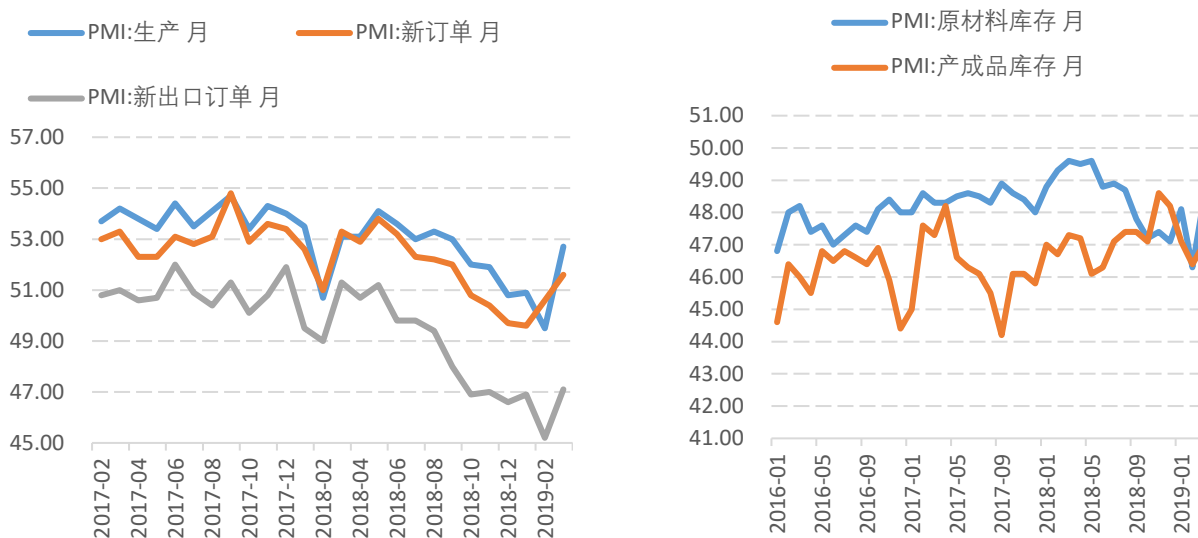
2019年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.5%，比上月上升1.3个百分点，重回临界点以上。

1季度中国官方制造业PMI在连续4个月回落之后，小幅回升以上，但是制造业景气度疲软。本次细分数据中有三点值得关注：1、从企业规模看，大型企业PMI为51.3%，比上月上升1.2个百分点，持续高于临界点；中、小型企业PMI为47.2%和47.3%，分别比上月下降1.2和1.3个百分点，均位于临界点以下。企业分化依然较为明显，中小企业生存困境尚未得到改善。2、新订单指数、原材料库存及从业人员指数都低于枯荣线，表示企业生产意愿降低，用工量持续减少。3、非制造业中建筑业商务活动指数放缓明显，建筑业生产增速放缓。

总体来看，2019年开年PMI数据不尽人意。但值得注意的是，2019年政府财政预算中对于地方债的增幅同比相较于2018年增长了58%，而地方专项债主要将会用于基建方面。预计未来随着政府对于基建扶持力度的加强以及货币和财政政策的疏通，2季度PMI数据有重回枯荣线以上的可能。

图：PMI 指标

图：PMI 细分项



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

3、固定资产投资和房地产数据：地产在合理范围内波动 固定投资增长动力较强

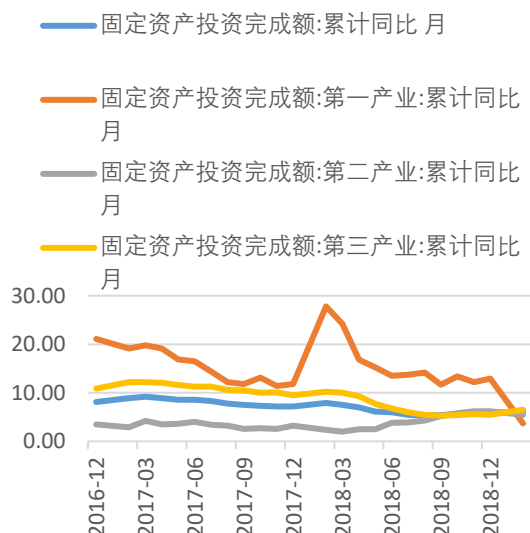
2019年1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）101871亿元，同比增长6.3%，增速比1-2月份加快0.2个百分点。从环比速度看，3月份固定资产投资（不含农户）增长0.45%。其中，民间固定资产投资61492亿元，同比增长6.4%，增速比1-2月份回落1.1个百分点。2019年1-3月份，全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2个百分点。其中，住宅投资17256亿元，增长17.3%，增速回落0.7个百分点。

1季度固定资产投资数据和房地产数据出现了背离。本月数据有2点值得关注：1、房地产数据方面，开发投资数据和新开工数据都有较大幅度的增长，但是销售额有所回落。值得注意的是，住宅销售额增长幅度较强而办公楼销售额下降比例较高，但是由于住宅投资占房地产开发投资的比重为72.5%。所以总体来看1季度房地产销售额下降幅度并不明显。总体来看1季度房地产市场有回暖的迹象，但是无论是新开工还是销售的上升，都是集中在住宅方面。目前来看房地产监管没有松动的迹象，房住不炒的基准也没有改变，当前房地产市场的波动属于正常范围之内。2、固定资产投资数据大幅上升，细分数据来看，基础设施建设上升速度较快，主要还是由于1季度地方债发行量较大，而地方债主要投资主体是在基建和公路建设方面，在房地产数据难以上升的前提下，2019年政策向基建的倾向性已经较为明显。

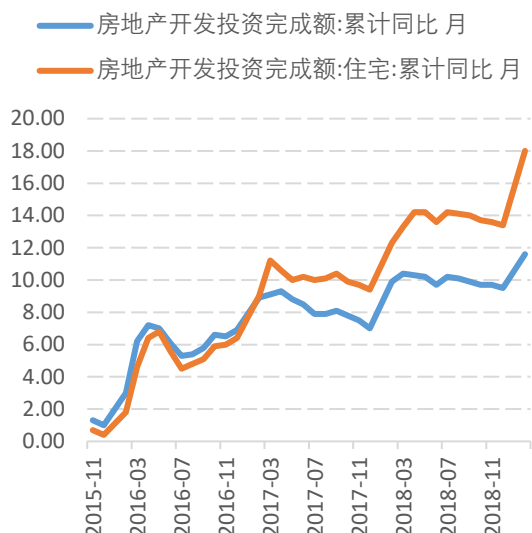
政策监管方向未变，房地产难有起色。基建或成为二季度固定投资数据增长的主要动力。

图：固定投资完成额

图：房地产数据



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

4、社会消费品及工业增加值数据：社消和工业基本面大幅改善 可持续性存疑

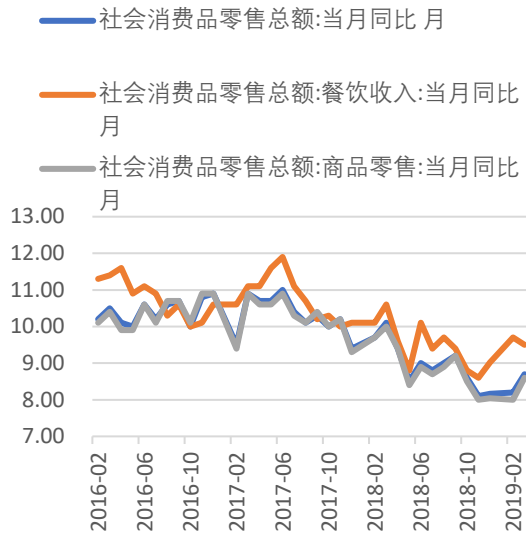
2019年一季度，社会消费品零售总额97790亿元，同比名义增长8.3%（扣除价格因素实际增长6.9%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中，3月份社会消费品零售总额31726亿元，同比增长8.7%。2019年3月份，规模以上工业增加值同比实际增长8.5%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比1-2月份加快3.2个百分点。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长1%。一季度，规模以上工业增加值同比增长6.5%。

1季度社消和工业增加值数据大幅度回升，本季数据主要有3点值得关注：1、社会零售消费品方面，细分数据来看，1季度餐饮收入和网上零售额增长速度较快，是拉动本月社消数据上升的主要因素。主要原因还是受到春节因素影响，聚餐和购物的需求升高，但是总体的内需是否得到改善还是需要看2季度的数据是否持续上升。2、工业增加值方面，有个数据值得投资者关注，即私营企业增长达到了14.2%，增长幅度高于国企，股份制及外商企业，说明国家扶持民营企业的政策正在逐渐的落地，并已经在数据中有所体现。行业方面，通讯设备和专用设备制造业增长的速度达到了2位数，说明近期政策的落脚点依然倾向于高新技术产业。

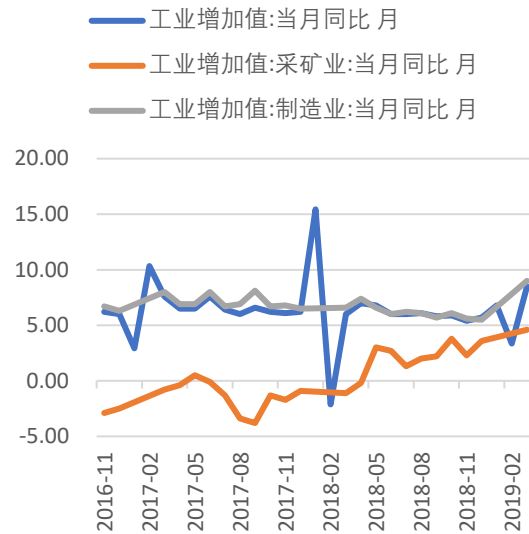
受春节因素影响，1季度社消数据大幅增长，但可持续性仍存疑，但工业增加值的数据是得到实打实的增长，2季度数据是否能够持续好转还是要看未来政策对于民营企业扶持的力度是否增加以及内部消费需求是否得到真正的改善。预计二季度工业增加值由于政策红利或会持续上升。

图：社会消费品

图：工业增加值



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

4、进出口数据: 进出口数据背离 2季度或持续放缓

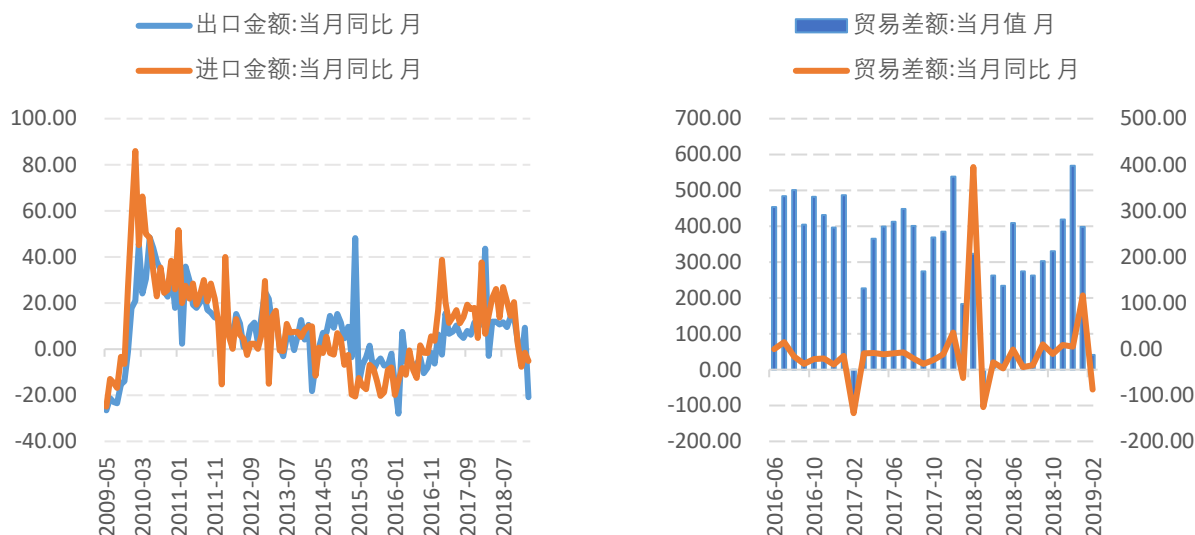
海关总署公布数据显示,中国3月份以美元计价进口同比下降7.6%,预估为0.2%。中国3月份以美元计价出口同比增长14.2%,预估为6.5%。按美元计价,中国3月贸易顺差326.4亿美元,预期为57亿美元,前值为40.8亿美元。

3月进出口数据出现了一定的背离。本月数据主要有2点值得关注:1、4月增值税减税政策中规定将出口退税调整至16%,所以4月出口数据上升存在一定抢出口的情况。2、进口数据不及预期主要是由于进口需求比较疲软,实际需求较弱,是导致本月进口数据较差的主要原因。

当前全球市场增速都有所回落,所以进口增速出现了一定的回落,当前英国脱欧以及中美贸易战都没有出现明确的方向性的指引,全球宏观环境依然较弱,预计二季度进出口数据或还会出现一定的放缓。

图: 进出口数据

图: 贸易余额



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

5、通胀数据: 通胀预期上升 或挤压货币政策空间

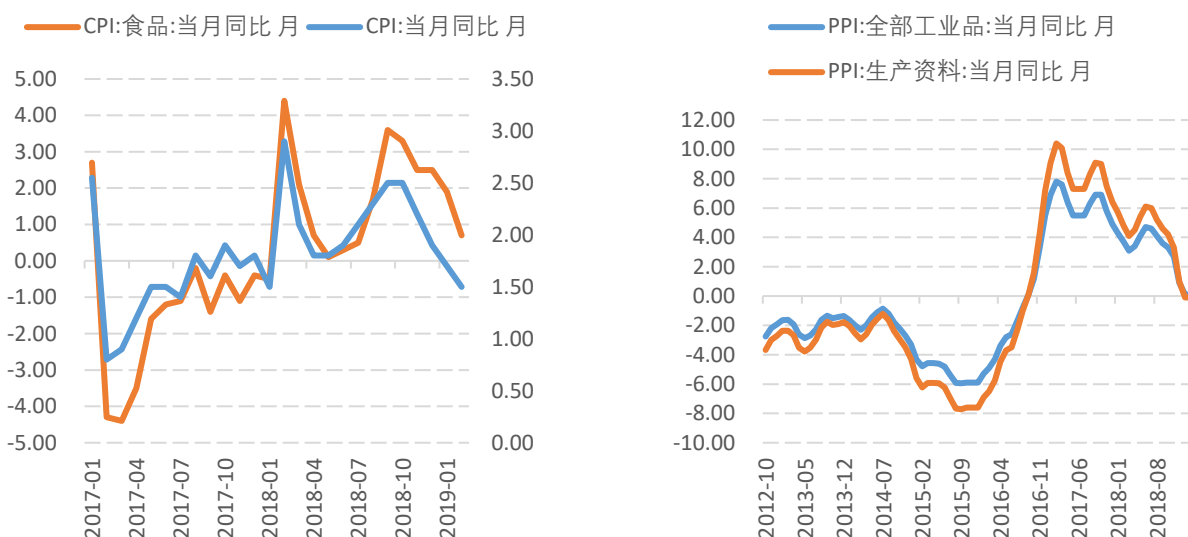
中国3月CPI环比-0.4%，前值1.0%。中国3月PPI环比0.1%，前值-0.1%。中国3月CPI同比创去年10月以来新高，PPI同比创3个月新高。

中国3月通胀数据同比创新高，但是环比数据均有所下滑。本月数据有2点值得关注：1、CPI方面的细分数据，3月份，食品烟酒价格同比上涨3.5%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约1.04个百分点。其中，鲜菜价格上涨16.2%，同时受非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格上涨5.1%，影响CPI上涨约0.12个百分点。环比方面，鸡蛋和水产品价格的下降是导致本月CPI环比下滑的主要原因。2、PPI方面的细分数据，3月份原油价格的上涨导致生产资料价格同比上涨0.3%，也是影响本月PPI同比上升的主要因素。

3月受非洲猪瘟和油价上涨的影响，通胀的预期有所升级。在猪肉供给萎缩预期一致的前提下，未来通胀的价格中枢抬升节奏或也会加快，这对于货币政策的空间或有所挤压。由于4-6月是MLF到期及缴税大月，资金流动性或会有所紧缩，如果通胀预期上升过快，或会延缓降准的时间，市场流动性的紧缩或会超预期，提醒投资者注意风险。

图: CPI

图: PPI



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

6、 外汇数据：外部下行压力放缓 外汇储备五连涨

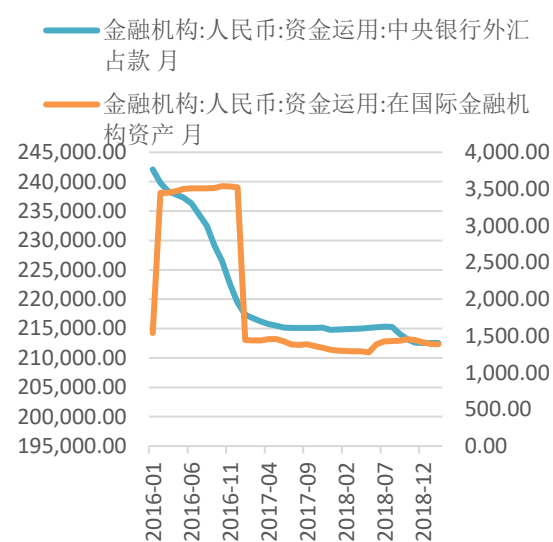
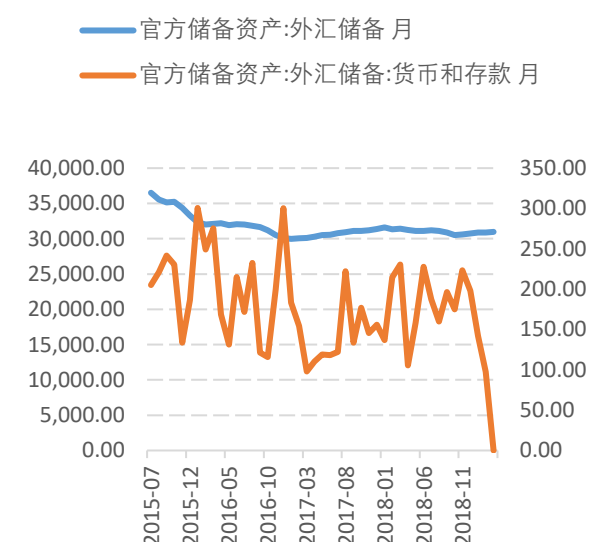
截至3月末，中国外汇储备为30987.61亿美元，预期值为30900亿美元，前值为30901.80亿美元，环比增85.81亿美元，为连续五个月上升，且增幅有所扩大。

中国3月外汇储备连续4个月上行，虽然上升幅度不大，但是符合市场预期。此次数据有2点值得关注：1、受中美谈判暂缓影响，人民币外部下行压力有所缓解，外汇市场预期有所改善，市场干预力度减小。2、3月份美元指数小幅上升，同时受到脱欧谈判的影响，欧元和英镑价格小幅下行，对于外储汇率估值影响为负，这也是本月外储升幅较小的主要原因。

当前人民币外部环境有所缓解，但是有一个风险事件值得关注，即欧元区将开展大规模的货币宽松刺激计划，叠加经济基本面下行的影响，欧元大概率回落，对于外汇估值来说偏负面。展望3月份，国际关系局势依然较为紧张，很多事件处于一触即发的边缘，预计2季度外储或有回落的可能。

图：外汇占款

图：外汇储备



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

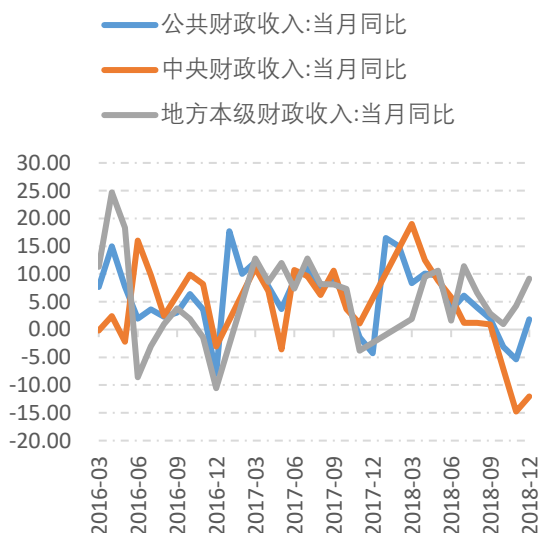
7、 财政收支：减税降费威力尚未显现 整体收支平稳

前三个月一般公共预算支出规模相当于全年预算支出的24.9%，政府性基金预算支出同比涨幅接近56%；与此同时，一季度新增地方政府债券累计发行规模相当于全年新增额度的38.3%。

今年开年财政收支较为稳定，本次数据有2点值得关注：1、从财政支出的细分数据来看，中央和地方对于财政支出的力度都有所加强，值得注意的是，今年在政府工作报告上提出，今年地方债发行的数量相较2018年增加8000亿元左右，同比增长59%，而地方专项债主要的用途是在公路及基建建设方面，财政支出的数据也显示，交通运输方面的支出增幅较大。预计今年财政支出以基建和交通建设为主的方向和趋势已经确定。2、财政收入方面未见明显的放缓，主要是因为大部份减税降费的政策将在4-5月份开始实施，所以预计2季度财政收入将会有所减少。

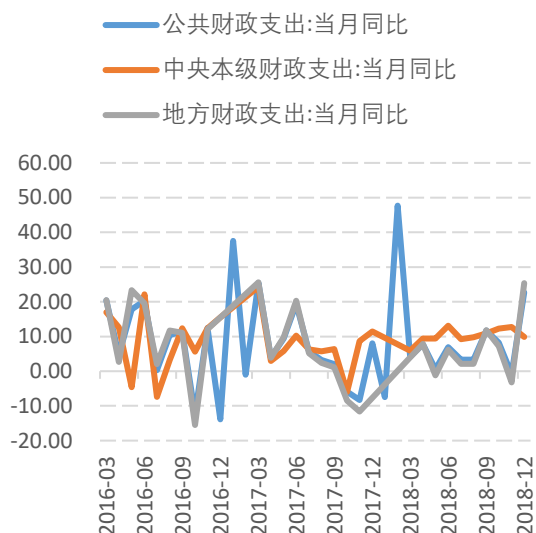
由于政策实施的时效性，所以减税的效应并没有在年初的数据中完全体现，预计财政收入在2、3季度下行的幅度将较为明显。同时值得注意的是，今年虽然减税力度将会增加7000万亿左右，但同时也会增发80000亿左右的地方债，所以预计2019年全年财政收支将维持较为平衡的状态，同时由于财政税收收入的减少，预计未来非税收收入将会有所增加，例如对企业的监管增强、增加国企利润上缴等政策可能会加强。

图：财政收入



数据来源：wind 国信期货

图：财政支出



数据来源：wind 国信期货

8、社融数据：3月数据亮眼 2季度社融或有回落的可能

3月新增社融2.86万亿元，创历史同期新高；社融存量增速10.7%，较上月回升0.6个百分点。

3月社融数据大幅超出市场预期，本月数据主要有3点值得关注：1、受到春节因素的影响，今年春节在2月份，2月的社融数据在历史上偏低，导致3月数据超预期。但是剔除春节因素之后，3月社融数据的表现还是较为亮眼。2、我们注意到，2019年有2.34万亿地方债的额度，但是在1-3月份的时候，已经投放了大约1.2万亿元，约为全年的一半。所以3月数据表现亮眼，但是随着4月份缴税大月和大量MLF到期的来临，资金流动性可能会趋于紧张，预计4月社融规模可能会进一步下滑。3、一季度企业短贷显著增多，表明政府出台的呵护小微企业的政策效果正在显现。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12880

