

经济开局平稳，政策相机抉择

——2019年4月宏观经济月报

- ❖ **逆周期政策显效，经济开局平稳。**从生产看，1季度工业生产有所回暖，规模以上工业增加值累计同比增长6.5%，较去年4季度当季同比增速有所提升。从需求看，3月全国城镇固定资产投资完成额累计同比增速6.3%，较前值提高0.2pct。3月社会消费品零售总额当月同比增长8.7%，当月同比增速连续4个月反弹。1季度进出口贸易同比增长1.4%，出口温和增长的态势与当前经济形势相符。
- ❖ **CPI与PPI通胀分化在即。**3月CPI同比增长2.3%，较前值显著反弹，主要因猪肉价格上涨导致。猪肉价格和油价同时上涨是未来通胀关注的风险点，或驱动CPI年内高点突破3%。PPI当月同比增长0.4%，实现小幅反弹，主要受石油价格回升驱动。若后续大宗商品无大幅下滑，4月PPI大概率继续企稳、5-10月期间进入通缩风险概率较大、11-12月走出通缩。地产施工增速提升、基建投资发力是PPI中枢上移的关键。
- ❖ **社融超预期反弹，关注政策的可能调整。**3月末M2、社融分别同比增长8.6%和10.7%，较上月末提高0.6个百分点。在财政、货币等逆周期调控的合力下，信用收缩压力进一步缓解，后续政策可能更关注资金流向和资金效率等结构性问题，以寻求总量和结构性调控间的平衡，避免宏观杠杆率的过快上升。预计4月末M2增速保持相对平稳，社融增速或小幅回调，但信用企稳向好的基础不变。
- ❖ **减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快。**财政收入增长放缓，财政支出积极发力。一季度，一般公共预算收入同比增长6.2%，增速与去年全年持平，较前两个月下降0.8个百分点，这体现了去年以来减税降费政策的效果，同时也反映了经济基本面较去年同期的疲弱。其中，非税收入大幅增加，预计与国有金融机构利润上缴有关。一般公共预算支出同比增速15%，维持了近年来同期的较高水平。同时，中央和地方政府均明显加大了财政支出的力度，一改去年中央财政支出同比增速明显高于地方的情况。其中，交通运输支出增速领跑各项一般公共预算支出。
- ❖ **伴随着宏观经济边际企稳，货币政策相机抉择，“防风险”目标重要性上升。**未来一段时间随着MLF到期、缴税期到来以及地方债发行，流动性将面临较大缺口，央行采取何种操作将是进一步观察明确其货币政策立场的窗口。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

近期中国宏观报告

[19年3月22日](#)
[经济开局暂稳，财政积极发力——3月中国宏观经济月报](#)
[19年3月7日](#)
[再议赤字率“红线”](#)
[19年3月6日](#)
[春未老，且将新火试新茶——五大方面深度解读《政府工作报告》](#)
[19年3月4日](#)
[中国可能已陷入“低生育陷阱”](#)
[19年1月28日](#)
[2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现——1月宏观经济月报](#)

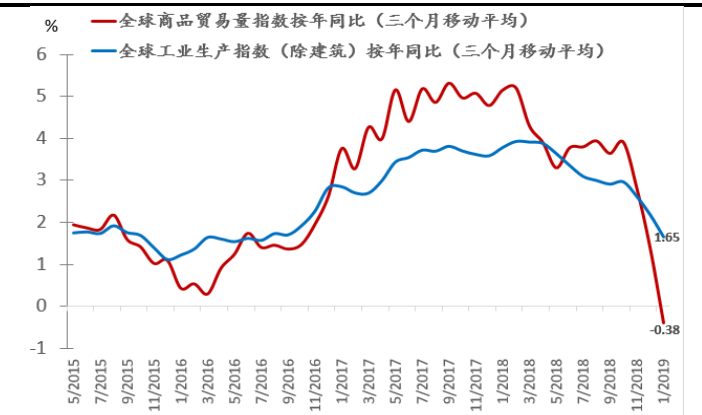
目录

I. 海外宏观：全球增长动力减弱，企稳迹象初步显现	3
II. 实体经济：一季度经济增长超预期	6
1. 消费：社消增速连续反弹	6
2. 投资：基建与房地产提振投资增速	7
3. 贸易：出口温和增长符合当前经济形势	8
4. 物价：CPI 与 PPI 分化在即	10
III. 货币金融：关注政策的可能调整	11
1. 社融增速大幅反弹，信用收缩压力基本缓解	11
2. 贷款放量增长，警惕再现居民过度加杠杆行为	11
3. M2 增速如期回升，M1 增速小幅反弹	12
4. 流动性总量平稳，市场利率小幅回升	12
IV. 财政收支：收入增长放缓，支出积极发力	15
1. 财政收入：减税降费继续发力，非税收入大增或因国有金融机构利润上缴	15
2. 财政支出：延续积极态势，交通运输增速继续领跑	16
V. 政策前瞻：经济边际企稳，央行放松油门	17
1. 央行对国内经济形势的判断趋于乐观	17
2. 货币政策“防风险”重要性上升，重提“总闸门”	17
3. 金融供给侧改革和民企纾困是央行工作重点	17

I. 海外宏观：全球增长动力减弱，企稳迹象初步显现

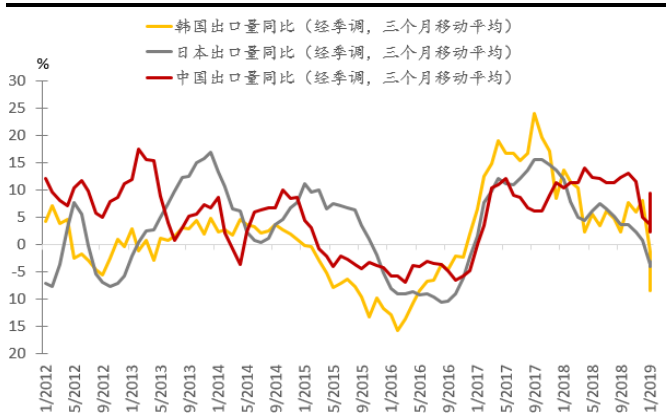
经济增速持续放缓，政策调整稳定信心。主要发达国家和新兴经济体的增长动力减弱，政策不确定性仍旧处于高位。多数国家工业生产放缓，而美国则显示出更强韧性。尽管来自中国等经济体的3月贸易数据出现反弹，但从多月均值的角度来看，全球贸易仍处于负增长区间，需求修复仍需时日，中短期内仍将承压。世界贸易组织于4月初将2019年全球贸易的增速下修至2.6%，显著低于2018年3%的增速。为应对经济下行过快的风险，美联储、欧央行等主要央行的货币政策已全面转向，中国的一系列稳增长措施也开始发挥成效，加之中美贸易谈判前景可期，很大程度上提振了投资者信心，助推全球主要股指自年初以来出现显著反弹。

图 1: 全球工业生产和贸易增速持续下滑



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2: 日韩出口持续萎缩，中国出口增速反弹



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 3: 主要经济体综合 PMI 指数

	2018年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月
美国	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6
欧元区	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6
英国	52.4	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50
日本	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4
中国	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

IMF 全面下修全球增长预测，唯上调中国 2019 年 GDP 预测至 6.3%。国际货币基金组织于 4 月初发布对于全球经济的最新展望报告，认为全球经济放缓速度超出预期，呼吁各国相互协调经济刺激措施，避免出现政策失误而再度损害经济增长。相比该组织 1 月的展望，其对 2019 年全球经济增速的预测从 3.5% 降低至 3.3%，同时下调了包括美国、欧元区和日本在内的大部分主要经济体的增速预测。唯上调中国 2019 年经济增长预测至 6.3%，认为中美贸易关系缓和以及中国稳增长政策等利好因素的提振效果将进一步显现。

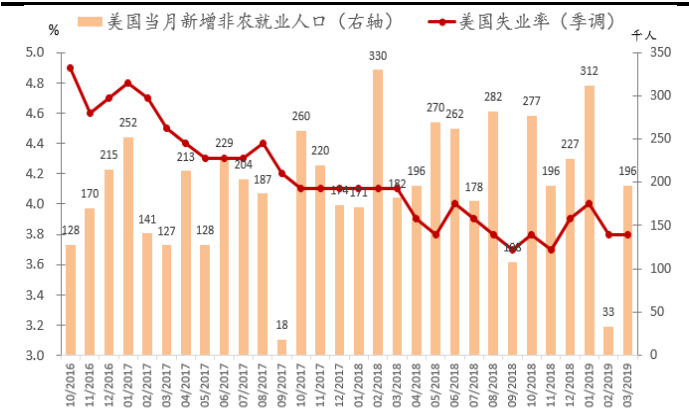
图 4: 各国际组织对主要经济体 2019 年实际 GDP 增速的最新预测

	最近更新时间	全球	美国	欧元区	英国	日本	中国
国际货币基金组织	19年4月	3.3 ↓	2.3 ↓	1.3 ↓	1.2 ↓	1.0 ↓	6.3 ↑
世界银行	19年1月	2.9 ↓	2.5 ↓	1.6 ↓	-	0.9 ↓	6.2 ↓
OECD	19年3月	3.3 ↓	2.6 ↓	1.0 ↓	0.8 ↓	0.8 ↓	6.2 ↓

资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院（图中箭头表示预测值的调整方向，红色表示下修幅度不小于 0.6 个百分点，橙色表示下修幅度小于 0.6 个百分点，绿色代表预测上调）

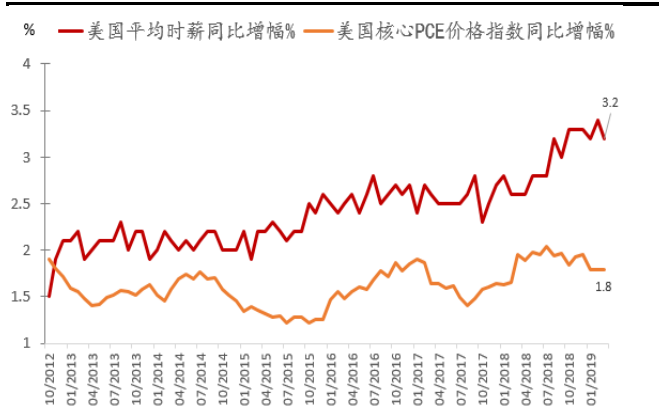
美国经济增速放缓，薪资上涨加速，但核心通胀仍旧疲软。2018年4季度美国实际GDP年化环比增长率终值较初值再下调0.4个百分点至2.2%，较前两个季度的增速（2、3季度分别为4.2%和3.4%）已显著放缓。市场普遍预计2019年1季度美国GDP将降至2%以下。4月的消费者信心指数略有下降，显示消费者对于经济前景的乐观看法出现动摇。就业仍旧强劲，3月新增19.6万个非农就业岗位，今年一季度平均每月新增非农就业18万个，低于2018年每月22.3万个的均值。3月平均时薪同比增长3.2%，但核心通胀PCE价格指数为1.8%，与前月持平，显示通胀提升仍缺乏动力，意味着美联储当下采取的耐心和观望立场仍可维持一段时间。美国国债收益率曲线出现倒挂，由于历史上该曲线倒挂对于经济衰退有很强的预测能力，需要持续关注美国经济衰退的迹象。

图 5: 美国失业率仍处于低位但岗位增速放缓



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 美国核心通胀仍旧疲软

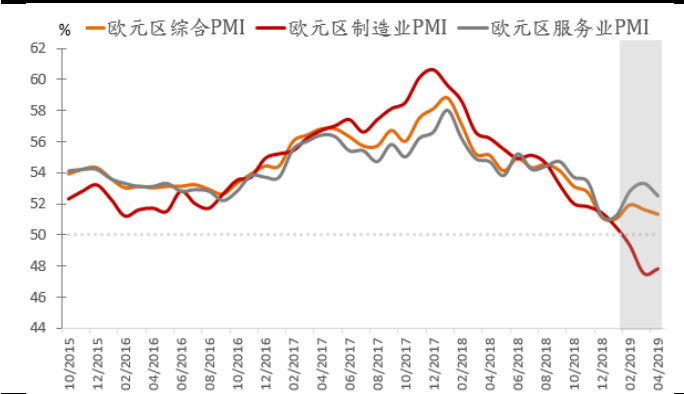


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

贸易保护主义“逆风”持续，美国将矛头转向欧盟与日本。中美贸易谈判已进入尾声，但特朗普的贸易保护主义大旗却并未收起。4月初在美国威胁对110亿美元欧盟产品加征关税后，欧盟随即回应准备对美国补贴波音实施报复性关税。4月15日，欧盟成员国达成协议立即启动与美国的贸易谈判，并计划在年底前达成协议，谈判内容将集中在削减工业品关税以及对接两个经济体对企业的技术要求上。与此同时，美国与日本的贸易谈判也在进行，美国的谈判目标在于缩小与日本之间巨大的贸易逆差。贸易保护主义将进一步冲击全球自由贸易体系，但美欧、美日的贸易争端对于全球经济的影响料将明显小于美中贸易争端。

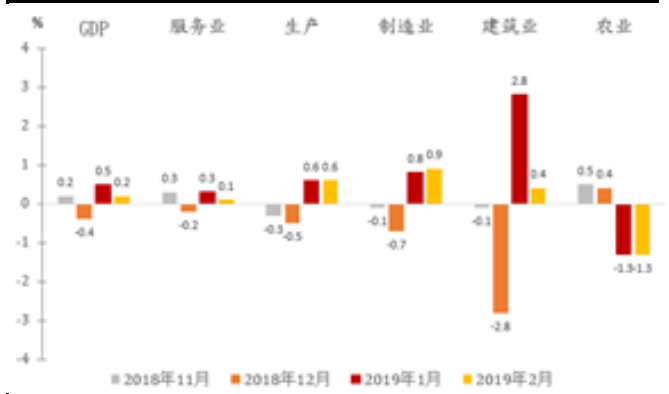
欧元区经济首现企稳迹象，但持续反弹动力不足。欧元区服务业于3月出现反弹，但增速在4月回落，显示经济下行压力加大，反弹动力有限。制造业PMI指数自2月起连续三个月位于荣枯线之下。德国的新订单于2月同比下滑8.2%，其来自于非欧元区国家的订单同比减少7.9%，显示出全球需求下降和欧元区不确定性因素共同的负面影响。

图 7: 欧元区制造业萎缩，服务业反弹动力不足



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 8: 英国 1-2 月经济增长平稳



资料来源：英国政府、招商银行研究院、招银国际研究

英国经济增长平稳，脱欧期限延迟。2月英国的GDP环比增长0.2%，服务业、工业生产和制造业均实现小幅增长，经济总体保持平稳，2019年服务业将是主要支撑因素。欧盟与英国同意将原定于3月29日的脱欧期限推迟至10月31日，虽然降低了“硬脱欧”的风险，但也延长了不确定因素盘踞的时间。脱欧谈判进程及英国国内的政治变数都仍未明朗，企业普遍担心脱欧谈判过程中以及之后过渡期内的政策不确定性，因而正在推迟或取消许多投资计划。

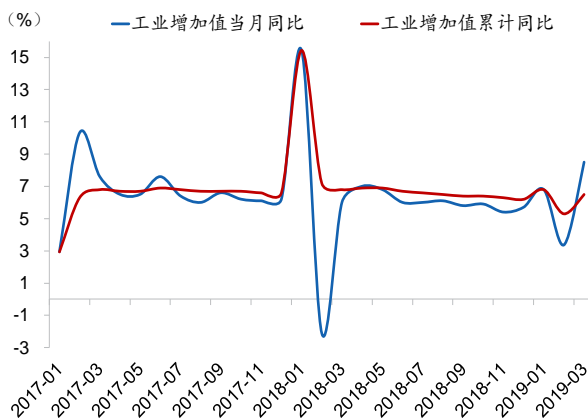
II. 实体经济：一季度经济增长超预期

一季度经济开局平稳。全国现价 GDP 初步核算数 21.3 万亿元，同比增长 6.4%，与去年 4 季度持平。在宏观政策的逆周期调节下，经济增长有所企稳。分产业看，第一产业增加值 8,769 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 82,346 亿元，同比增长 6.1%；第三产业增加值 122,317 亿元，同比增长 7.0%。

从生产看，3 月份规模以上工业增加值同比增长 8.5%，较前值提高 3.2pct，超出市场预期，主要是春节错位和低基数导致。一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较去年 4 季度当季同比增速提升 0.8pct。生产企稳后，就业形势边际好转，3 月全国城镇调查失业率 5.2%，较前值下降 0.1 个百分点。

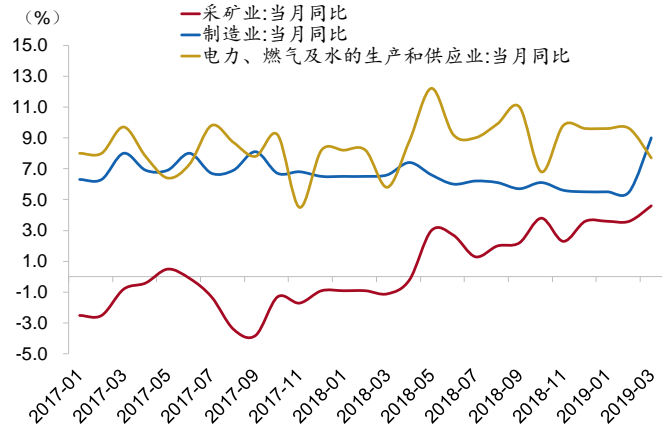
分三大门类看，工业生产回暖的主要驱动因素是制造业。一季度采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较去年 4 季度下降 1pct；制造业增长 7.2%，增速较去年 4 季度提高 1.5pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.1%，增速较去年 4 季度下滑 1.6pct。分行业看，3 月份水泥、橡胶、化学原料、金属制品、通用设备、专用设备、电气机械、汽车制造等行业增加值同比增速回升较为显著。

图 9: 工业生产有所反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 10: 制造业驱动生产回暖



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

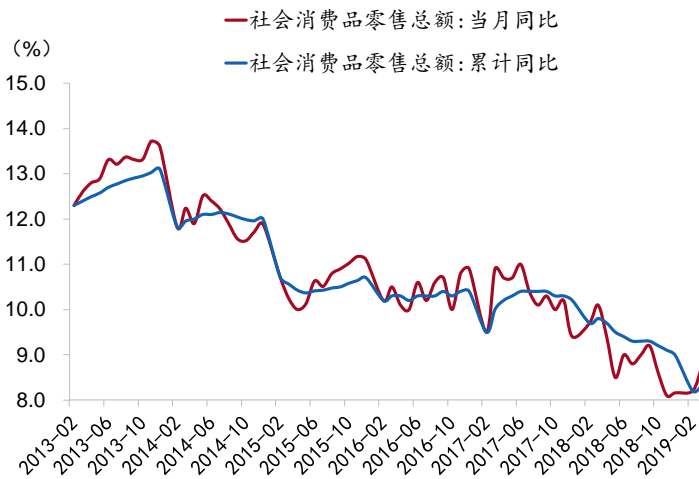
1. 消费：社消增速连续反弹

3 月份，社会消费品零售总额 3.2 万亿元，同比增长 8.7%，当月同比增速较前值提高 0.5pct，连续 4 个月回升。这一方面受到城镇居民可支配收入同比增速自年初以来持续反弹的影响，另一方面也受到股市回暖产生的财富效应提振。

一季度社会消费品零售总额 9.8 万亿元，同比增长 8.3%，与去年四季度持平。由于今年一季度价格指数中枢较去年四季度有所回落，所以四季度社会消费品零售总额 6.9% 的实际同比增速较去年四季度提升 0.9 个百分点。

分结构看，限额以上批发和零售额中家电、家具、石油、装潢、化妆品、服装、烟酒、饮料等消费额当月同比增速提升较为显著。汽车、珠宝、办公文化用品消费金额当月同比增速有所下滑。

图 11：社会消费品零售总额增速连续反弹

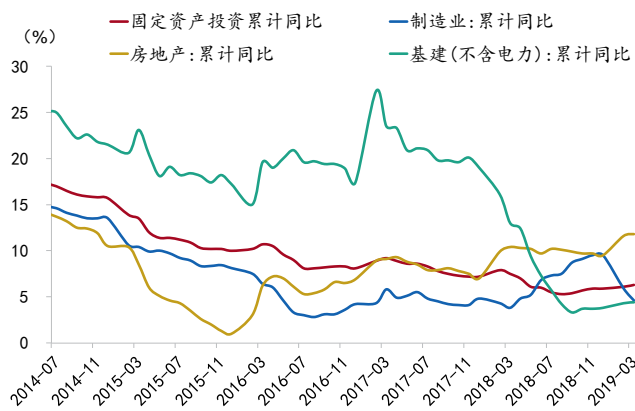


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 投资：基建与房地产提振投资增速

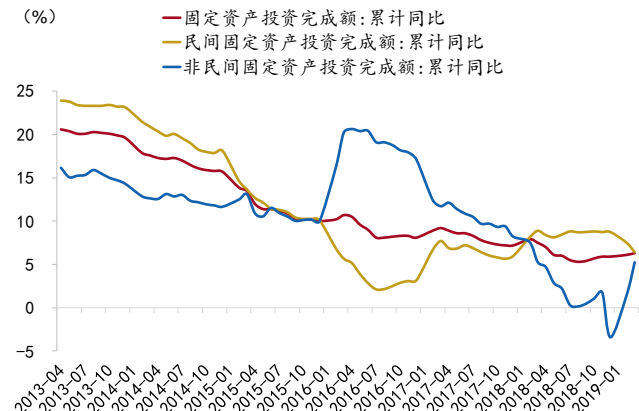
一季度全国城镇固定资产投资 10.2 万亿元，同比增长 6.3%，增速较前两月累计同比提高 0.2pct，较去年底提升 0.4pct，超出市场预期。主要由基建和房地产开发投资拉动，制造业投资则拖累固定资产投资增速。其中，民间投资增速有小幅下滑，非民间投资增速继续向上反弹。

图 12：固定资产投资增速连续反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

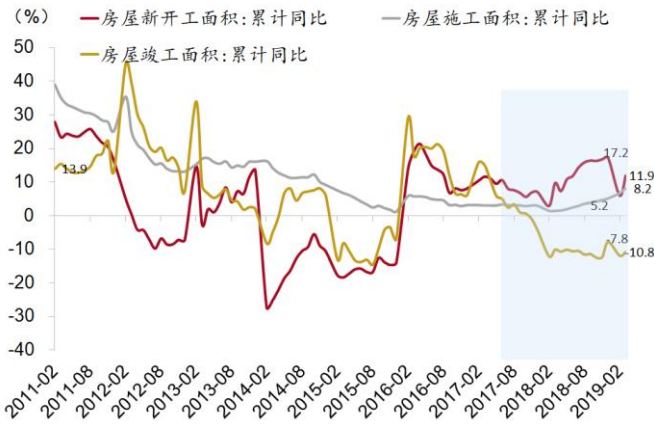
图 13：非民间投资增速支撑投资增速反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

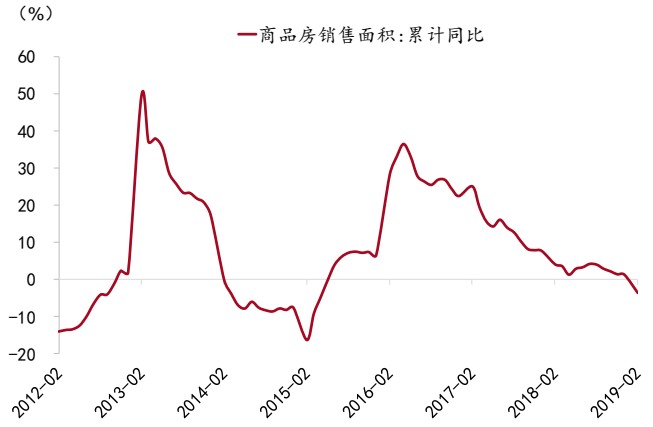
3 月，基建投资（不含电力）累计同比增长 4.4%，增速较前两月提升 0.1pct，较去年底提升 0.6 个百分点。这**表明基建补短板作用显现，地方政府以基建投资托底经济增长的意愿较为明显**。基建投资增速反弹也与近期高企的建筑业 PMI 指数和地方政府专项债发行速度提升相互印证。后续能否持续取决于地方政府融资状况的改善和地方政府专项债的发行节奏。目前来看，不同基础设施行业增速有所分化，公路、铁路投资增速有所提升，水、电等投资增速有所下滑。

图 14: 开工、施工增速开始向竣工传导



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 商品房销售厚尾回落



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

3月房地产投资同比增长11.8%，增速较前两月提升0.2pct，较去年底提升2.3个百分点，主要受到开发商期缴土地购置费支撑和施工面积增速上升影响。**宽信用、房贷利率下降叠加3月销售季节性小阳春改善开发商资金来源，使得新开工面积累计同比较1-2月反弹5.9pct至11.9%**。施工面积累计同比增长8.2%，增速较前两月提高1.4pct；竣工面积累计同比下降10.8%，降幅较前两月收窄1.1pct。

3月房地产销售面积累计同比下降0.9%，在热门城市销售小阳春带动下降幅较前两月收窄2.7pct。**房企拿地仍然趋于谨慎，土地购置面积累计同比下降33.1%，降幅较前两月收窄1pct**。销售面积、土地购置面积同比负增长叠加地方棚改规划套数大幅减少，仍将对2019年房地产投资增长不利。但开发商施工速度提升以及“因城施策”的房地产调控政策对房地产市场形成一定支撑。

图 16: 汽车、设备制造等行业投资增速下滑显著

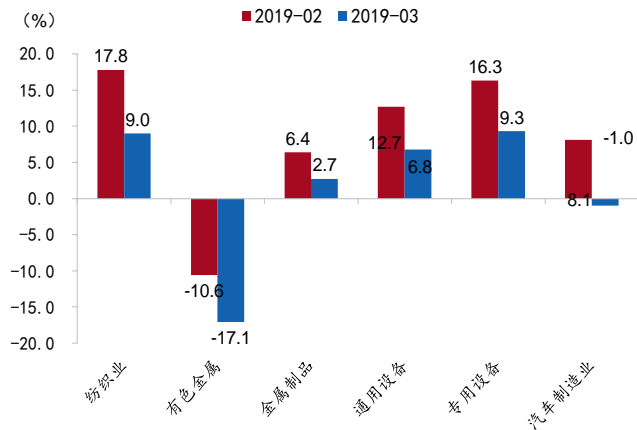
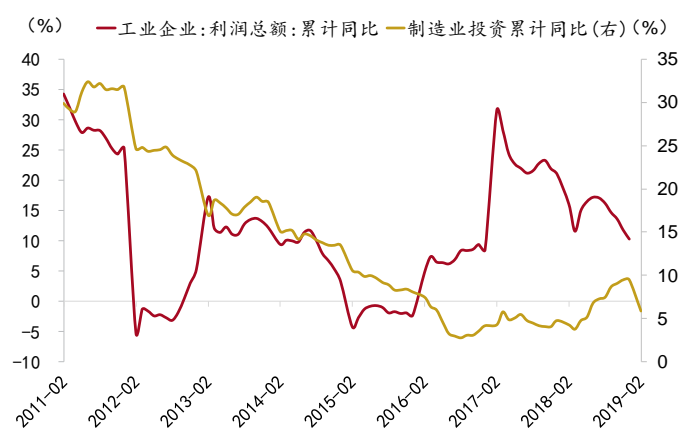


图 17: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



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_12960



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn