

经济复苏预期升温，谨防预期差

——宏观经济周度观察第 85 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 3月出口增速回升基本符合春节效应，但出口拖累一季度经济

3月出口增速从-20.7%回升至14.2%，由于2018年春节在2月16日，节后减少出口的效应被3月分担，拉低2018年3月出口金额，而2019年春节在2月初，节后减少出口的效应基本落在2月，春节错位导致3月出口增速显著回升。全球经济仍在下行通道中，IMF在近期下调了2019年全球经济增速预期，外需放缓或将继续拉低出口增速。

● 社融增量主要投向基建和房地产

继1月天量社融、信贷后，3月社融、信贷再度超预期放量，从结构上来看，社融增量一部分靠短期融资拉动，一部分投向房地产和基建，因此，从资金来源角度，经济若能企稳，主要驱动力在于逆周期政策带来房地产和基建融资环境改善，事实上，建筑业PMI的表现要强于制造业PMI。

● 融资环境改善，房地产建设与基建投资回暖

2018年GDP增速回落主要受净出口与资本形成总额的拖累，资本形成总额对GDP拉动率下降与基建投资和建安工程投资增速回落有关。基建投资增速断崖式回落，与地方平台融资渠道收紧有很大关系；而建安工程投资增速负增长，一部分原因在于，房企融资存在压力，而库存去化周期也处于低位，住房供应不足，房企使用高周转的策略，新开工面积增速远超出施工面积增速。

2018年下半年，货币、财政、监管政策全面调整，多次降准，财政支出加快，地方专项债加速发行，监管对非标融资有所缓和，融资环境的改善导致房地产建设与基建投资回暖。

● 谨防政策变化带来的预期差

天量资金投入下，从流动性改善到基本面改善只是时间问题，资本市场已对经济复苏有所预期，如商品价格和债券收益率同步回升，但A股周期板块的调整并不充分，预计随着3月经济数据进一步发行，周期板块可能有所躁动。

需要注意的是，受结构性因素影响，以及企业自动资本支出意愿尚未形成，我国经济长期下行压力仍存，目前这种基本面改善和逆周期政策密不可分，其根基可能不够牢固，例如，猪肉价格上涨与经济企稳导致货币政策发生转向，流动性不再那么充裕，则可能导致基建和房地产建设上行有限，经济或再度回落，若如此，则会形成强大的预期差。

● 风险提示：经济企稳与猪通胀导致政策发生转向

相关报告

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

宏观报告：盘点2018年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第72期

2019-1-1

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1、 经济复苏预期升温，谨防预期差..... | 3 |
| 1.1、 3月出口增速回升基本符合春节效应，但出口拖累一季度经济..... | 3 |
| 1.2、 社融增量主要投向基建和房地产..... | 5 |
| 1.3、 融资环境改善，房地产建设与基建投资回暖..... | 5 |
| 1.4、 谨防政策变化带来的预期差..... | 6 |
| 2、 一周高频数据观察..... | 6 |
| 2.1、 高炉开工率回升..... | 6 |
| 2.2、 螺纹钢、原油价格上涨..... | 7 |
| 2.3、 蔬菜、猪肉价格下降..... | 8 |
| 2.4、 房地产销售面积增速回落..... | 9 |
| 2.5、 货币市场利率上升..... | 9 |
| 2.6、 美元指数下跌..... | 10 |
| 3、 本周主要关注点（2019.4.15-2019.4.21）..... | 11 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 3月出口增速回升基本符合春节效应..... | 3 |
| 图 2: 对美国出口拉低整体出口增速..... | 4 |
| 图 3: 可比经济体出口增速放缓（%）..... | 4 |
| 图 4: 欧美日制造业 PMI 处于下行趋势（%）..... | 4 |
| 图 5: 中国花旗经济意外指数转正，欧美日仍为负..... | 5 |
| 图 6: 高炉开工率上升（%）..... | 6 |
| 图 7: 发电耗煤量环比增速下降（%）..... | 7 |
| 图 8: 螺纹钢价格上涨..... | 7 |
| 图 9: 原油价格上涨（美元/桶）..... | 8 |
| 图 10: 蔬菜价格下跌（元/公斤）..... | 8 |
| 图 11: 猪肉价格下跌（元/公斤）..... | 8 |
| 图 12: 30大中城市商品房销售面积增速回落（%）..... | 9 |
| 图 13: 十大城市商品房存销比上升（%）..... | 9 |
| 图 14: 货币市场利率上升（%）..... | 10 |
| 图 15: 美元指数下跌..... | 10 |
| 图 16: 人民币升值..... | 11 |
| 表 1: 央行公开市场操作（2019.4.8-4.12）..... | 9 |

1、经济复苏预期升温，谨防预期差

从3月PMI超季节性回升，到出口增速大幅反弹，再到信贷、社融数据大超预期，目前市场对经济复苏预期较2018年末显著升温，并且复苏的时点较之前的预期提前。经济复苏的根源可能仍在于逆周期政策带动房地产和基建投资好转，经济复苏根基可能不够牢固，未来谨防政策边际调整带来的预期差。

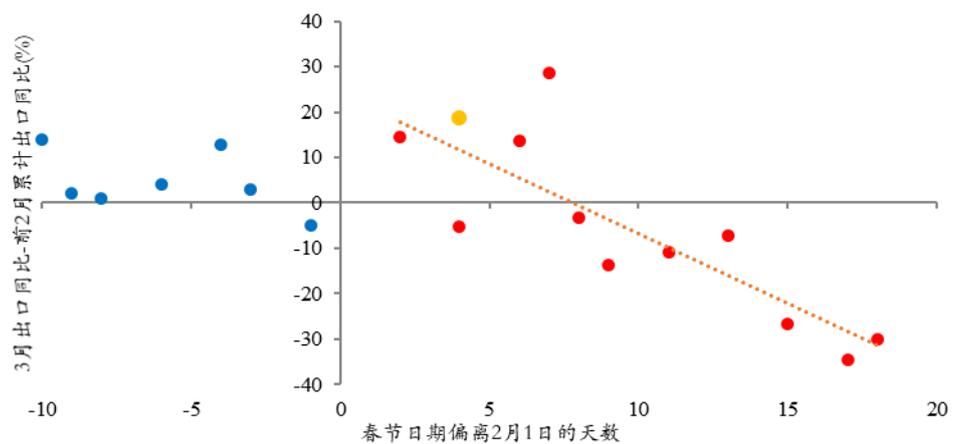
1.1、3月出口增速回升基本符合春节效应，但出口拖累一季度经济

3月出口增速回升基本符合春节效应。3月出口增速从-20.7%回升至14.2%，由于2018年春节在2月16日，节后减少出口的效应被3月分担，拉低2018年3月出口金额，而2019年春节在2月初，节后减少出口的效应基本落在2月，春节错位导致3月出口增速显著回升。

出口拖累一季度经济增速。一季度出口同比增长1.4%，较上季度的3.9%小幅回落，出口对经济的拉动不仅直接体现在净出口本身，出口还具有投资溢出效应、消费溢出效应，而且，贸易还具有技术外溢效应，出口增速下滑将拖累一季度GDP增速。分地区来看，一季度对美国出口增速从6.25%骤降至-8.97%，一方面去年出口抢跑对出口节奏产生影响，另一方面，已征关税商品出口也在明显放缓。

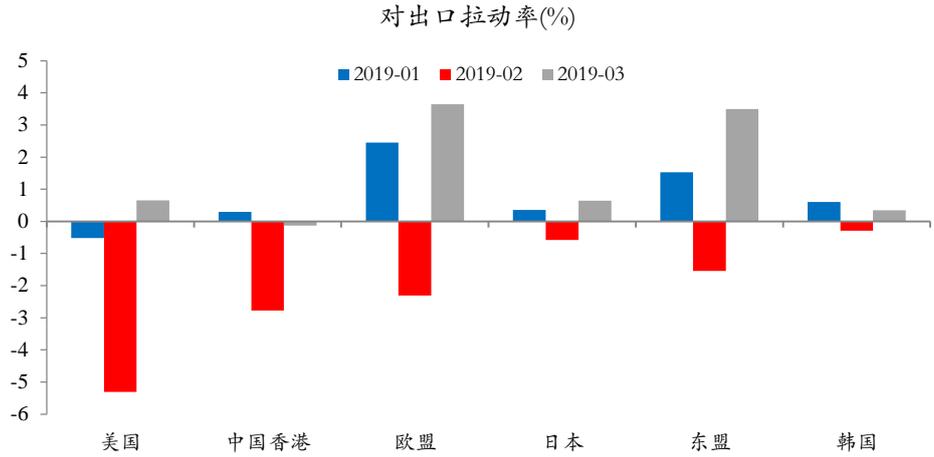
全球经济增速放缓或将继续拉低出口增速。全球经济仍在下行通道中，IMF在近期下调了2019年全球经济增速预期，一些迹象表明外需正在放缓：第一，从可比经济体来看，一季度韩国出口增速从7.67%降至-8.52%，越南出口增速从3.5%降至2.4%，台湾出口增速从0.05%降至-4.19%。第二，3月欧元区制造业PMI进一步降至47.5%，3月日本制造业PMI略有回升但仍在荣枯线以下，美国制造业PMI和非农数据均有回升，但零售、薪资数据不及预期，花旗美国经济意外指数在3月短暂企稳后，4月上半月又大幅回落。第三，3月BDI同比下降41.1%，4月（截至4月12日）BDI同比降幅为37.4%，降幅未明显收窄。

图1：3月出口增速回升基本符合春节效应



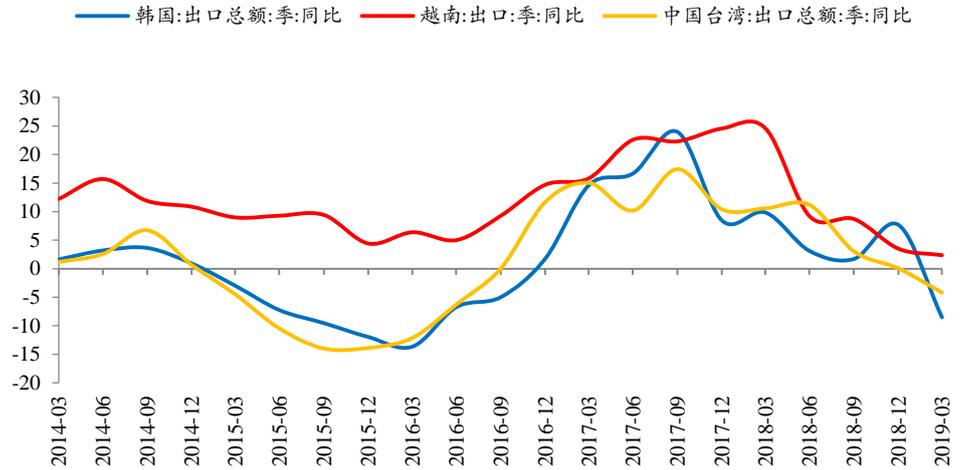
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：对美国出口拉低整体出口增速



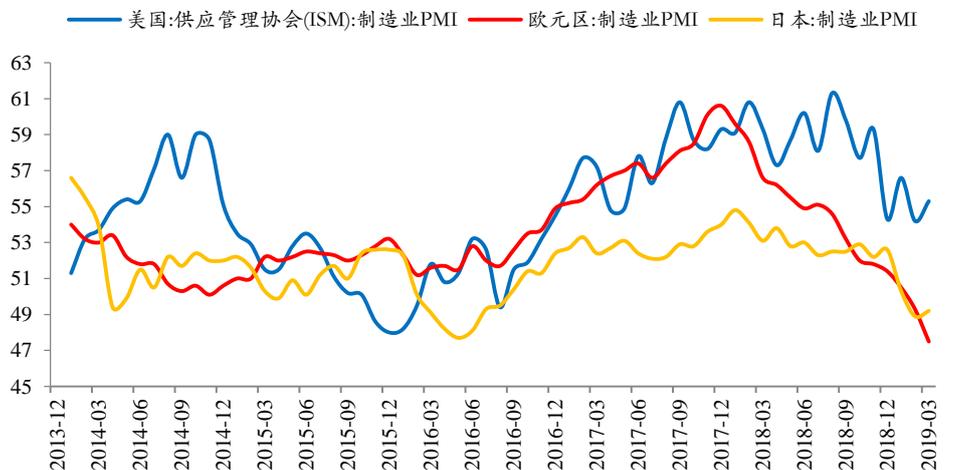
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：可比经济体出口增速放缓 (%)

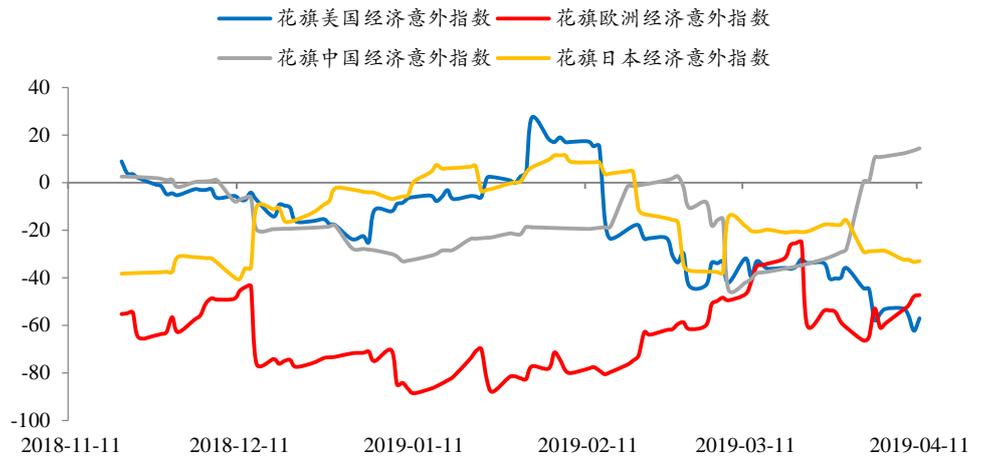


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：欧美日制造业 PMI 处于下行趋势 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 中国花旗经济意外指数转正，欧美日仍为负

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、社融增量主要投向基建和房地产

继1月天量社融、信贷后，3月社融、信贷再度超预期放量，从社融结构来看：

1) 信贷同比多增为主要贡献。从信贷结构来看，新增居民短期贷款规模4294亿元，创单月最高，可能与消费贷进入房地产市场有关；居民中长期贷款4605亿元，主要进入房地产市场；新增企业中长期贷款6573亿元，一部分流入基建项目；虽然表内票据融资规模明显萎缩，但新增企业短期贷款3101亿元，为2013年以来同期最高，在银行风险偏好不高的时候，短贷与票据有一定替代作用。

2) 非标融资增量为823.9亿元，其中，在表内票据融资大幅缩水的情况下，表外票据增量1366亿元，同比多增1689亿元，是带动非标融资规模回升的主要贡献，根据用益金融信托研究院统计数据，房地产信托3月融资规模达到663.4亿元，其次是基础产业信托，融资规模504.85亿元，两者合计占比回升至62.8%，房地产市场仍是信托资金主要投放渠道，同时，在财政紧张的情况下，非标很可能是基建投资重要资金来源之一。

3) 地方专项债增量为2532亿元，少量用于置换债务，大部分用于基建。

4) 企业债券融资增量为3275.98亿元，Wind数据显示，3月信用债净融资建筑行业净融资822.8亿元，交通运输243亿元，公共事业170亿元，三者合计占非金融行业信用债净融资规模53.7%，显示企业债券融资主要流入基建。

综上，社融增量一部分靠短期融资拉动，一部分投向房地产和基建，因此，从资金来源角度，经济若能企稳，主要驱动力在于逆周期政策带来房地产和基建融资环境改善，事实上，建筑业PMI的表现要强于制造业PMI。

1.3、融资环境改善，房地产建设与基建投资回暖

2018年GDP增速回落主要受净出口与资本形成总额的拖累，资本形成总额对GDP拉动率下降与基建投资和建安工程投资增速回落有关。基建投资增速断崖式

回落，与地方平台融资渠道收紧有很大关系；而建安工程投资增速负增长，一部分原因在于，房企融资存在压力，而库存去化周期也处于低位，住房供应不足，房企使用高周转的策略，新开工面积增速远超出施工面积增速。

2018年下半年，货币、财政、监管政策全面调整，多次降准，财政支出加快，地方专项债加速发行，监管对非标融资有所缓和，融资环境的改善导致房地产建设与基建投资回暖。

1.4、谨防政策变化带来的预期差

天量资金投入下，从流动性改善到基本面改善只是时间问题，资本市场已对经济复苏有所预期，如商品价格和债券收益率同步回升，但A股周期板块的调整并不充分，预计随着3月经济数据进一步发行，周期板块可能有所躁动。

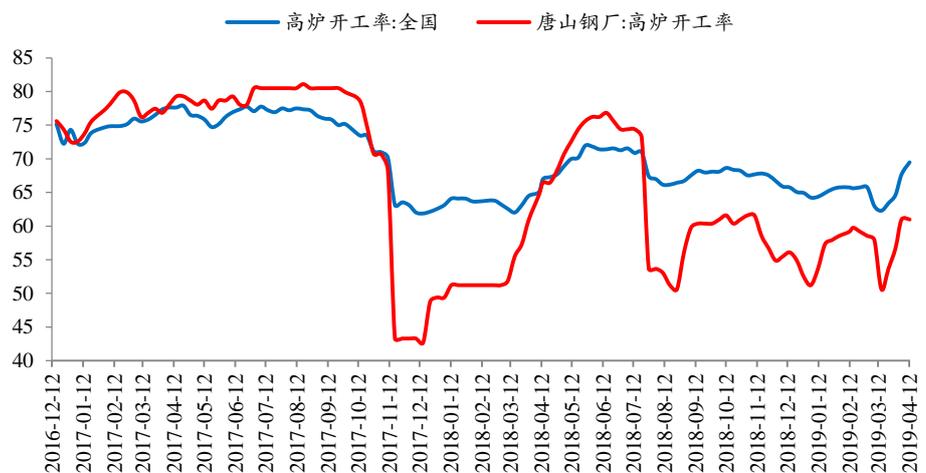
需要注意的是，受结构性因素影响，以及企业自动资本支出意愿尚未形成，我国经济长期下行压力仍存，目前这种基本面改善和逆周期政策密不可分，其根基可能不够牢固，例如，猪肉价格上涨与经济企稳导致货币政策发生转向，流动性不再那么充裕，则可能导致基建和房地产建设上行有限，经济或再度回落，若如此，则会形成强大的预期差。

2、一周高频数据观察

2.1、高炉开工率回升

上周(2019年4月6日-2019年4月12日,下同),根据Mysteel公布的数据,上周检修高炉3座,复产高炉17座,复产高炉多集中在华北和西南地区,高炉开工率上升2.7%至69.48%;6大发电集团日均耗煤量环比下降2.94%至65.94万吨。

图6：高炉开工率上升(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7：发电耗煤量环比增速下降（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、螺纹钢、原油价格上涨

上周，随着开工季到来，需求释放，钢材社会库存去化加快，环比下降 5.8%。供需两旺带动螺纹钢期货价上涨 2.4%。供应担忧持续施压，原油价格上涨，布伦特原油价格收涨 1.28%，WTI 原油价格收涨 1.72%。

图8：螺纹钢价格上涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 原油价格上涨（美元/桶）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、 蔬菜、猪肉价格下降

上周，受天气回暖影响，28种重点监测蔬菜价格一周下跌3.55%，涨幅低于前值（0.01%）。节后猪肉消费需求回落，全国猪肉平均批发价猪肉价格下跌0.81%。

图10： 蔬菜价格下跌（元/公斤）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 猪肉价格下跌（元/公斤）

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_13186



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>