

需求有所改善 定向降准可期

——2019年3月宏观经济运行评析

2019年3月·宏观月报

2019年3月29日

主要观点：

年初以来生产放缓导致增长动能减弱，一季度经济增速放缓。政策逆周期调节将促进今年经济运行前低后稳。工业运行出现回暖迹象，制造业 PMI 回升但仍低于荣枯线。建筑工地陆续复工，服务业稳中较好，非制造业 PMI 回升。主要钢材价格缓慢上涨，基建投资有所加快，投资增速小幅上升。商品房日均销售面积增长加快，汽车零售跌幅扩大，消费增长略有加快但增势较弱。春节季节性因素消退，中美贸易谈判取得积极进展，出口增速可能明显加快。企业开工和生产回暖，大宗商品价格回升，进口增速有望恢复正增长。猪肉价格对 CPI 的拉动开始显现，CPI 同比涨幅明显回升，后续重点关注猪周期对物价的影响。流通领域主要生产资料价格上升，PPI 同比涨幅近 10 个月首次回升。随着气温回升和春节长假生产淡季结束，3 月信贷增量环比明显增长，而受地方债发行等因素影响，信贷增速难以大幅上升。M2 增速则因股市回暖、地方债发行加速、财政资金下放等因素出现明显反弹。货币政策着力解决传导效率问题，货币市场利率中枢将保持相对稳定。市场预期趋向平稳，美联储议息会议超预期鸽派，人民币汇率将保持窄幅波动，外汇供求形势稳步改善，外汇占款或将小幅增长。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘健（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文:

一、实体需求有所改善，季度经济增速放缓

1、生产恢复性加快，制造业和非制造业 PMI 回升

工业生产季节性小幅加快，制造业 PMI 回升但仍低于荣枯线。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比-14%，汽车、石油加工、钢铁、化工等主要行业利润下降明显，利润增速持续放缓对工业生产带来影响。3 月柯桥纺织价格指数略有上升，但中国棉纺织行业景气指数下降。3 月高炉开工率在 62%-63%，低于 2 月下旬，处于历年同期较低水平，当前生产仍然偏弱。年初高频的南华工业品指数有所上升，但 3 月略有下降到 2200 点左右，工业需求状况没有出现持续改善。随着气温回升和春节长假生产淡季结束，近期工业运行出现一些积极现象。3 月煤炭价格指数上升，6 大发电集团耗煤量有所增加，重点钢企日均粗钢产量略有上升。近期部分与工业生产相关的先导数据出现改善，日均发电量、用电量增速上升到两位数，货运量增长加快，一方面与春节之后季节性恢复生产有关，另一方面表明生产加快。预计 3 月工业增加值同比增速略有加快到 5.5%，但仍然较弱。制造业 PMI 有所回升，在 49.7%左右，仍低于荣枯线。中美贸易谈判释放积极信号，制造业生产预期有望改善，但回暖力度较弱。积极政策加大力度，大规模减税降费有助于为制造业减负，提振市场信心，未来工业生产有望改善，制造业 PMI 可能在二季度回升到荣枯线以上。

建筑工地陆续复工，客运量止跌回正，非制造业 PMI 回升。2 月非制造业 PMI 下降到 54.3%，建筑业和服务业景气度都有下降，受到明显的季节性因素影响，也反映服务业增长可能放缓。年初以来房地产投资超预期加快，但房地产行业预期并不乐观，房地产景气度仍将处于收缩区间。今年大量基建项目提早开工，推进实施 70 个重大工程项目，其中近 40 个与基建相关，将提振建筑业景气度。3 月气温回暖建筑工地陆续复工，将带动建筑业 PMI 上升。3 月中国公路物流运价指数小幅上升，下旬在 969 点左右，比 2 月上升 2 点，但同比仍然负增长。近期全国客运量增长加快，结束了持续近 3 年的负增长，出现小幅正增长。铁路客运量保持小幅增长态势。综合判断，随着气温回升和生产淡季的结束，建筑业和服务业 PMI

都可能回升，非制造业 PMI 上升至 54.7%。综合 PMI 为 52.8%。

2、需求端略有改善，投资消费增速回升

基建投资有所加快，固定资产投资增速小幅回升。从周频的中钢协钢材价格指数来看，3 月逐渐上升，第四周钢材综合价格指数为 110.16 点，所有品种的钢材价格指数都有不同程度的上涨。从高频的主要钢材价格来看，螺纹钢、线材、热轧板卷、镀锌板卷、盘螺等价格都有上升，但整体上涨的幅度不大。3 月全国水泥综合价格指数下降，从 147.3 点下降到 145.2 点，前半月逐渐下降，后半月有所企稳微升。分区域看，东北和中南地区水泥价格持续下降，华东和西南地区水泥价格先下降后上升，西北和华北地区水泥价格小幅上升。从钢材价格和水泥价格走势来看，投资状况可能略有改善，但回升力度较弱。2019 年将加大基建补短板领域投资力度，加快实施一批重点项目，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设，并要求加大金融支持。计划全年完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，新建改建农村公路计划达到 20 万公里，再开工一批重大水利工程。基建项目执行进度明显加快，预计基建投资增长有望提速，可能上升至 4.6% 左右，二季度还将继续加快。年初以来房地产销售面积、新开工面积、到位资金增速均显著下滑，随着土地购置费支出减少，房地产开发投资增速可能逐渐下降，预计在 10% 左右。民间投资动力不足，需求较弱和工业企业利润增长放缓，影响制造业投资增长乏力，预计在 6% 左右。如果中美贸易摩擦缓解，将提振制造业投资信心。预计 3 月固定资产投资累计增长 6.3%，比上个月略有上升。

消费增长加快，但增势较弱。3 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比增长加快，日均销售面积同比增长 11.2%，其中一线和三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比由负转正。3 月全国土地成交面积同比跌幅扩大，100 个大中城市土地成交面积同比-28.9%。全国土地成交总价同比-20%，虽然跌幅收窄，但仍然大幅萎缩。与房地产相关的家具、家电、装潢等消费有望保持增长势头，但未来相关需求可能减弱。截止 3 月第二周，全国汽车零售跌幅扩大，同比为-21%，对消费的拖累将加重。3 月电影票房收入、观影人次下降，长假结束后文化娱乐类消费有所放缓。3 月义乌中国小商品指数小幅上升，月末在 100.71 点，比月初上升 0.42 点。临沂

商城价格指数整体平稳，其中汽摩配件及装具价格指数有所下降。CPI 上升，对名义消费增速起到拉动作用。综合判断，3 月消费增长 8.6%，增速略有回升，但势头较弱。

3、季节性因素消退，进出口恢复正增长

出口增速加快。3 月以来，春节等季节性因素消退，中美贸易谈判取得积极进展，加之去年同期基数相对较低，出口增速有望回升。近日，海关总署及商务部也表示 3 月上旬进出口增长 20%以上。但欧美经济景气度下降一定程度上可能制约出口反弹力度。其中，美国短期经济数据好坏参半，美国 3 月 Markit 制造业 PMI、服务业 PMI 初值双双不及预期，进一步下滑，不过消费者信心指数和投资者信心指数则小幅上升，预示着美国短期经济数据进一步下滑幅度有限。欧洲经济继续疲弱，欧元区 3 月制造业 PMI 为 47.6，再创新低。综合考虑，预计 3 月出口同比增长 12%，出口额约 1950 亿美元左右。

进口增速恢复正增长。春节等季节性因素消退，中美贸易谈判取得积极进展，进口增速也有望恢复正增长。3 月以来天气回暖，发电耗煤等高频数据显著改善，预示企业开工和生产回暖，带动进口增长。大宗商品价格稳步回升也有助于进口增长。CRB 现货指数由 2 月末的 412 左右，升至 3 月底的 425 左右，布伦特原油期货结算价格由 2 月末的 65 美元/桶，升至 3 月底的 68 美元/桶。不过去年同期进口基数较高，可能一定程度上影响 3 月进口增速。预计 3 月进口增速或将恢复正增长，同比增长 5%，进口额约 1885 亿美元。预计 2 月贸易顺差约 60 亿美元。

4、一季度经济增速放缓，可能位于年内低点

一季度增长动能偏弱，当前经济仍有下行压力。1-2 月全社会用电量同比增长 7.2%，其中第三产业用电量增长 8.2% 相对较快。3 月以来三大需求有所改善，但一季度整体偏弱。1-2 月规模以上工业增加值同比增速为近 10 年来的低点，3 月份回升幅度有限，工业产出水平下降将直接影响到当季经济产出能力。预计一季度经济增速下降至 6.2%，低于去年四季度。为应对经济放缓压力，实现稳就业、稳增长及稳预期的宏观调控效果，宏观政策逆周期调节持续发力。积极财政政策加力提效，财政赤字额安排 2.76 万亿元，考虑到地方专项债券的发行规模提升到 2.15 万亿，调整后的名义财政赤字率接近 4.98%。减税降费需要尽早落实，增加企业利润，增强企

业信心，提升企业活力。今年将推进、实施 70 个重大工程和项目，以基建投资补短板为主，同时兼顾创新发展、民生改善以及生态治理。稳健的货币政策将松紧适度，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，货币供应量增速将有所提升，金融支持力度将好于去年。由于从政策实施、落地到见效需要一个过程，经济运行走稳可能要到下半年才能显现，促进全年经济运行前低后稳。

二、CPI 明显上升，PPI 止跌反弹

1、猪肉价格对 CPI 同比拉动开始显现

进入 3 月份以来，蔬菜供应量充足导致蔬菜价格略有下降，而猪肉价格因受疫情影响，出现明显上涨。受此影响，预计本月食品价格环比将继续出现小幅上涨，预计涨幅在 2.8 个百分点左右。近期国际油价底部回升，3 月份国内成品油价经历一次小幅度的上调，预计本月非食品价格同比涨幅与上月基本持平于 1.7% 的水平，继续维持在 2% 以内。同时，3 月翘尾因素将有所回升到 1.1% 的水平。综合以上因素，初步判断 2019 年 3 月份 CPI 同比涨幅可能在 2-2.4% 左右，取中值为 2.2%，涨幅相比上月会有明显回升。

猪肉价格已经成为影响年内通胀走势的关键因素，本月 CPI 同比回升就是受到猪肉价格上涨的影响，后续需要重点关注猪周期对物价的影响。随着非洲猪瘟疫情的持续扩大，我国生猪存栏量持续下降，至今年 2 月末已经跌破 2.8 亿头，而能繁母猪存栏量更是跌至 2738 万头，二者都创下近十以来的新低，尤其是近期出现了快速下降的趋势。生猪及能繁母猪存栏数量的持续减少肯定会影响未来的生猪供应量，进而影响猪肉价格。3 月份以来，国内猪肉价格已经出现明显上涨，截止 3 月 20 日，全国三元生猪价格已经上涨至每公斤 15.2 元；36 个城市猪肉的平均零售价格也上涨至 15.5 元每公斤。预计生猪存栏量的快速去化可能导致下半年生猪供应严重不足，本轮猪肉价格上涨的幅度有可能会超出上一轮猪周期。当然随着中国居民食品消费多元化，猪肉价格上涨也可能导致对牛羊肉及鸡肉等禽类食品需求上升从而形成对猪肉的替代效应，使得猪肉价格并不会超预期上升。而且，本轮猪周期仍是受到疫情影响形成的供给冲击，并非需求拉动，其对物价的影响不应成为左右宏观政策的考量因素，未来货币政策仍应以扣除食品和能源价格之后的核心 CPI 作为政策决策的依据。我国核心 CPI 已经连续六个月维持在 2% 以下，整体运行较为平稳，并未出现大幅波

动。考虑到年内经济仍有下行压力，需求带动核心通胀大幅走高的可能性不大，因此预计年内通胀仍不会成为制约货币政策操作的主要因素。

2、PPI 环比走稳，同比涨幅可能回升

从 3 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品价格没有延续下跌趋势，部分产品价格有所回升，有色金属、黑色金属、农资产品价格明显上涨，能源类产品、化工产品价格相对较弱。在流通领域，主要生产资料价格中有 52% 的产品价格上升，44% 下降，4% 基本持平。生产资料价格上涨的种类增多，近 5 个月来首次超过半数。从 9 大类生产资料价格看，农产品、农业生产资料、有色金属、黑色金属 4 类产品价格明显上升，环比涨幅超过 1%；化工产品、煤炭价格基本平稳；石油天然气、非金属建材、林产品 3 类价格下降，其中非金属建材价格环比在 -2% 以下。预计 2019 年 3 月 PPI 环比下降趋势放缓，不排除小幅上升的可能，在 -0.1% 到 0.3% 之间。去年 3 月 PPI 环比 -0.2%，涨幅下降了 0.1 个百分点，可能低于今年 3 月环比涨幅。PPI 翘尾因素为 0.79%，比上个月上升 0.2 个百分点，有助于 PPI 企稳回升。综合判断，预计 3 月 PPI 环比走稳，有可能小幅正增长。同比涨幅不再继续下行，预计在 0.2% 到 0.6% 之间，取中值为 0.4% 左右，为近 10 个月首次回升。

三、信贷供给恢复性增加，人民币汇率窄幅震荡

1、M2 增速将明显反弹，货币市场利率中枢稳定

信贷增量环比大幅增加，M2 增速明显反弹。2 月由于季节性因素，信贷增量回落，3 月信贷增量将恢复常态。刺激信贷增长的主要积极因素在于财政政策逐渐发力，但短期内可能仍难以带动信贷增速的快速反弹。原因主要在于近期地方债发行逐渐提速，分流银行部分可贷资金。加之又逢季末时点考核，相关审慎指标对于偏离度的要求以及流动性相关指标都会对信贷增速快速上升形成制约。因此 3 月的信贷增量约 1.3 万亿，增速大概率会维持在 13.4% 附近。与此同时，2018 年以来的五次降准，目前市场流动性总体处于适度水平，年初金融机构配置债券动机较强。随着股市出现回暖迹象，机构参与权益类资产配置的积极性也在增加，叠加季末财政存款下放因素，将使得 3 月 M2 增速大概率会反弹 0.2 个百分点以上。预计 3 月 M2 增速重回 8.2% 之上。

货币政策保持稳健适度，畅通传导渠道实现定向支持为主。从跨年 and

春节前后货币市场流动性波动情况来看，五次降准后市场整体流动性格局较为稳健。货币市场乃至债市利率的波动，并非由宏观流动性偏紧造成。未来央行对于流动性总量的态度依然会保持现状，即维持流动性稳中略偏松的状态。一旦市场流动性出现时点性紧张，央行也势必用各类工具进行对冲以平抑市场波动，维持相对稳定的货币金融环境。目前货币政策调控面临的最主要的问题是在经过一段时间的“宽货币、增信用”操作后，实体经济融资成本下降和融资可得性改善的进度可能都不及预期。预计，央行在下一步会着力改善政策传导效率等。综合预计，货币市场和债券市场利率受股债替代效应影响更大，然而 DR007 利率中枢水平将维持相对稳定。未来为解决中小微企业融资难问题，央行“定向降准”的可能性也正逐渐上升。

2、人民币汇率窄幅震荡，外汇占款小幅增长

人民币汇率窄幅震荡。近期的美联储议息会议超预期鸽派，但美元指数很快收复失地，意味着短期内看多美元的力量仍占上风。随着一季度糟糕天气影响退去，美国短期经济数据进一步下滑幅度可能有限，最新的美国消费者信心指数和投资者信心指数小幅上升，而欧元区经济可能进一步下滑，欧元可能继续疲软，加之土耳其里拉、阿根廷比索等新兴市场货币暴跌，导致市场避险情绪上升，预计 4 月美元指数可能震荡中小幅上升，但需关注英国脱欧的影响。预计人民币汇率可能继续维持窄幅波动，主因年初以来市场对人民币汇率悲观预期显著减弱，加之中国短期经济数据有望好转，美元指数的小幅上升对人民币汇率影响较小。

外汇占款小幅增长。3 月以来，人民币对美元汇率维持在 6.7 左右窄幅波动，并呈小幅升值态势。市场预期平稳，春节等季节性因素退去后，跨境资金流动形势有望稳步改善，预计 3 月外汇占款可能小幅增长。

主要图表：

表：3 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3
GDP:当季同比 (%)	-	-	6.4	-	-	6.2
CPI:当月同比 (%)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.2
PPI:当月同比 (%)	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.3
出口金额:当月同比 (%)	15.6	5.4	-4.4	-9.1	-20.8	12
进口金额:当月同比 (%)	21.4	3	-7.6	-1.5	-5.2	5
贸易差额:当月值(亿美元)	340.16	447.5	570.6	391.57	41	60
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	5.7	5.9	5.9	-	6.1	6.3
消费零售 TRS:当月同比 (%)	8.6	8.1	8.2	-	8.2	8.6
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	5.9	5.4	5.7	-	5.3	5.5
制造业 PMI (%)	50.2	50	49.4	49.5	49.3	49.7
非制造业 PMI (%)	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.7
新增人民币贷款:当月值(亿元)	6970	12500	10800	32300	8858	13000
M2:余额同比 (%)	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.2
外汇占款 (亿元)	-916	-571	-40	-12	-3	0-50
定期存款利率:1 年(整存整取)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
质押式回购利率:7 天 (下月末)	2.65	2.65	2.75	2.8	3.0	2.9

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_13290

