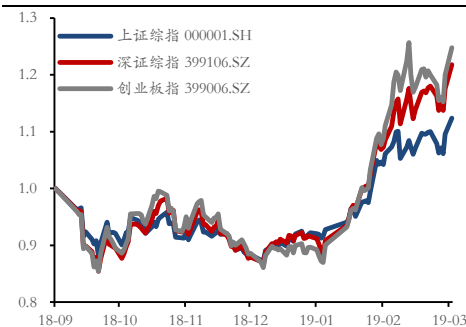




图表 1 近半年主要指数走势



分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

经济走势疲软，政策呵护空间仍存

主要观点：

工业企业价量承压，利润增速下行。2019 年 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，增速较 2018 年下滑 0.9 个百分点，其中采矿业、水电燃气生产和供应业、制造业同比分别下滑 2 个百分点、3.1 个百分点、0.9 个百分点。1-2 月规模以上工业企业实现利润总额 7080.1 亿元，同比下降 14%。**上游行业景气度偏弱，消费行业利润占优。**煤炭、石油、有色金属、钢铁等行业利润大幅下滑，食品、茶酒饮料、烟草则保持盈利较快增长，汽车和计算机制造业盈利下滑显著。

制造业 PMI 重回荣枯线上。3 月统计局 PMI 50.5%，反弹至临界值上，其中新订单、价格持续反弹，生产、采购量明显复苏，原材料、产成品库存均提高，进口、新出口订单仍在荣枯线下，表明春节开工后内需较强，生产有所恢复，但进出口仍不乐观。

投资缓慢回升。1-2 月全国固定资产投资同比增长 6.1%，较 2018 年增速提高 0.2 个百分点。基建投资增速连续回升，补短板政策力度逐步显现；房地产开发投资高增，主要受建筑工程和设备工器具购置增速大幅提高拉动，后续增长恐乏力；制造业增速下滑，企业盈利回落的负面影响逐步显现。**消费增速较 12 月反弹，整体仍然低迷。**汽车类商品降幅收窄，石油类商品增速高位回落、地产相关消费明显走弱，对社零增速形成拖累。**外贸压力显现。**1-2 月我国以美元计价进出口、出口、进口增速较 2018 年分别下降 16.5、14.5 和 18.9 个百分点，受春节扰动、海外需求疲软，中美贸易摩擦影响等因素影响，出口承压。

CPI 维持温和，3 月 PPI 大概率反弹。2 月 CPI 同比增长 1.5%，预期维持低位；PPI 同比增长 0.1%，增速低位企稳，仍处于下行通道。考虑节后需求回暖和 PPI 翘尾因素分布，3 月 PPI 应该开启一轮反弹过程。

社融增速企稳，M1 小幅反弹。1-2 月社融增速整体平稳，信贷规模不及前值，票据融资受监管影响回落；表外融资收缩力度整体呈现放缓趋势，未贴现银行承兑汇票负增较多，对社融形成较大拖累。地方政府专项债预计发行 2.15 万亿，对社融形成明显支撑。M1 反弹向上，信用传导效应得到修复。

政策方面：3 月 5 日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大二次会议作《政府工作报告》，指出国内经济下行压力加大，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。3 月 15 日，十三届全国人大二次会议通过了《中华人民共和国外商投资法》，推动形成全面开放新格局。

风险提示：世界贸易摩擦加剧，经济下行加快

目录

一、国内经济	4
(一) 工业生产偏弱，增速中枢继续下沉	4
(二) 需求端：投资慢回升，消费低迷，外贸风险现	6
(三) 通胀维持温和，工业品通缩压力暂缓	10
(四) 社融增速企稳，M1 小幅反弹	11
二、3 月国内主要金融监管及调控政策梳理	13
(一) 李克强总理作《2019 年政府工作报告》	13
(二) 十三届全国人大通过《中华人民共和国外商投资法》	13
三、风险提示	14

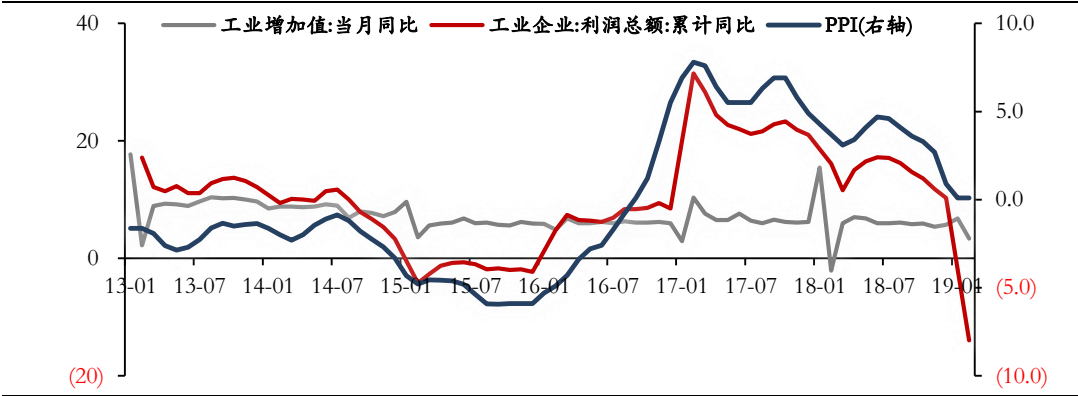
图表 1 近半年主要指数走势	1
图表 2 工业增加值-工业企业利润-PPI 增速对比 (%)	4
图表 3 工业增加值增速：分行业 (%)	4
图表 4 主要工业品指数及价格（右轴：美元/桶）	5
图表 5 PPI 翘尾因素 (%)	5
图表 6 制造业 PMI 指数 (%)	6
图表 7 制造业 PMI 指数：库存 (%)	6
图表 8 全国固定资产投资增速 (%)	6
图表 9 全国固定资产投资增速：分类 (%)	6
图表 10 房地产开发投资增速：分项 (%)	7
图表 11 房地产销售、施工、开工增速 (%)	7
图表 12 制造业投资增速：分行业 (%)	8
图表 13 社会消费品零售总额增速 (%)	8
图表 14 社会消费品零售额增速：必选消费类 (%)	8
图表 15 社会消费品零售额增速：地产相关消费 (%)	8
图表 16 社会消费品零售额增速：汽车及石油类 (%)	8
图表 17 进出口月度数据 (%)	9
图表 18 贸易差额（亿美元，%）	9
图表 19 春节在 2 月上旬的出口增速 (%)	9
图表 20 主要经济体 PMI 走势 (%)	9
图表 21 CPI 月度同比 (%)	10
图表 22 CPI 月度环比 (%)	10
图表 23 PPI 月度数据 (%)	11
图表 24 PPI 月度数据：分项目 (%)	11
图表 25 社会融资规模分项情况：同比多增（亿元）	11
图表 26 社会融资规模月度值（亿元）	11
图表 27 货币供应量增速 (%)	11
图表 28 社会融资规模-M1-PPI 走势对比 (%)	12

一、国内经济

(一) 工业生产偏弱，增速中枢继续下沉

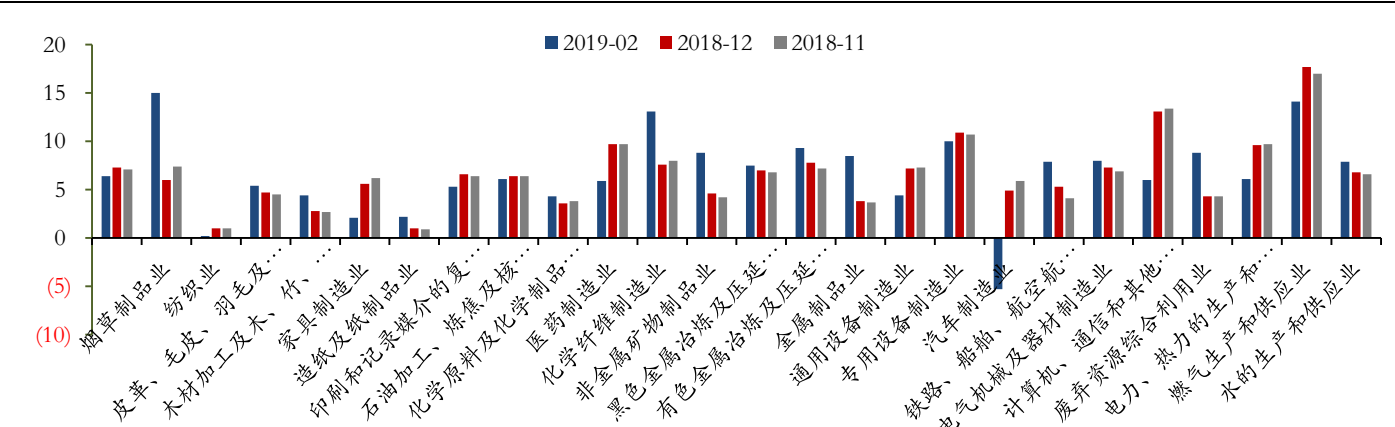
工业企业价量承压，利润增速下行。2019 年 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，增速较 2018 年全年下滑 0.9 个百分点，其中采矿业同比 0.3%，前值 2.3%，前值+40.10%，水电燃气生产和供应业同比 6.8%，前值 9.9%，制造业同比 5.6%，前值 6.5%，增速全面下滑；老动能中金属及非金属采选业、化工增速同比回升，新动能中医药、通用设备、电子设备、汽车增速下滑明显。

图表 2 工业增加值-工业企业利润-PPI 增速对比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 工业增加值增速：分行业 (%)



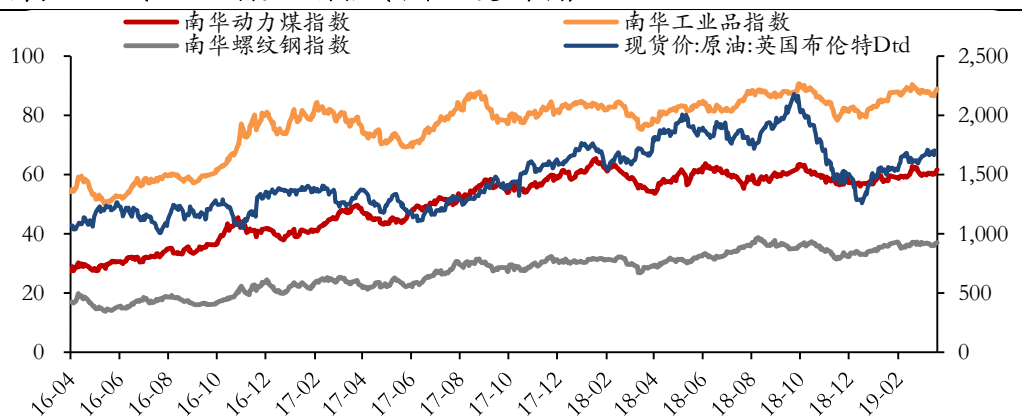
资料来源：Wind，万和证券研究所

上游行业景气度偏弱，消费行业利润占优。1-2 月规模以上工业企业实现利润总额 7080.1 亿元，同比下降 14%，受春节扰动和上年高基数影响，增速降幅较大，其中采矿业同比-12.6%，前值+40.10%，煤炭、石油、有色金属采选及加工冶炼、钢铁等行业利润大幅下滑，黑色金属采选业利润增速大幅上升；制造业利润同比-15.7%，前值+8.7%，部分消费行业显示出盈利刚性，

食品制造业增长 11.2%，茶酒饮料制造业增长 23.3%，烟草制品业增长 18.2%，服装服饰业增长 7.6%。汽车和计算机制造业则分别下滑 42% 和 21.6%。

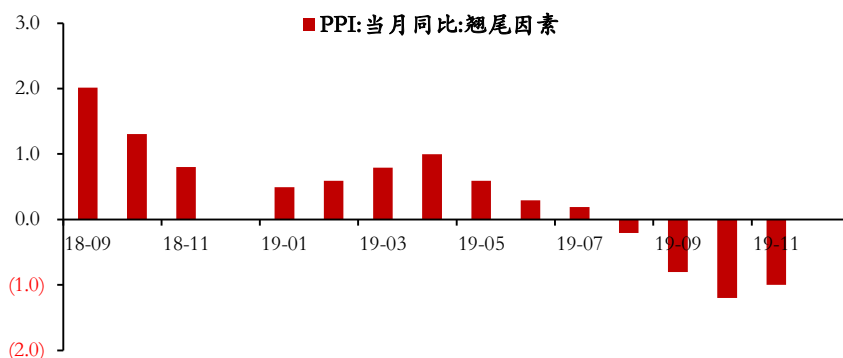
工业企业利润或震荡筑底，3 月 PPI 大概率反弹。PPI 同比增长 0.1%，增速低位企稳，仍处于下行通道。展望下一季度，需求端基建支撑有限，出口缩量，房地产高投资增速难以持续，仅有价格因素对利润产生支撑，一方面 2019 年 PPI 翘尾因素分布是从年初反弹至 4 月，然后下行至 10 月，3 月 PPI 应该开启一轮反弹过程，另一方面，今年主要工业品涨价进一步强化了这一趋势，有望对冲出口和地产下探对利润端的压力。整体看，企业利润单月可能转正，但累计增速或疲软震荡。

图表 4 主要工业品指数及价格（右轴：美元/桶）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 PPI 翘尾因素 (%)

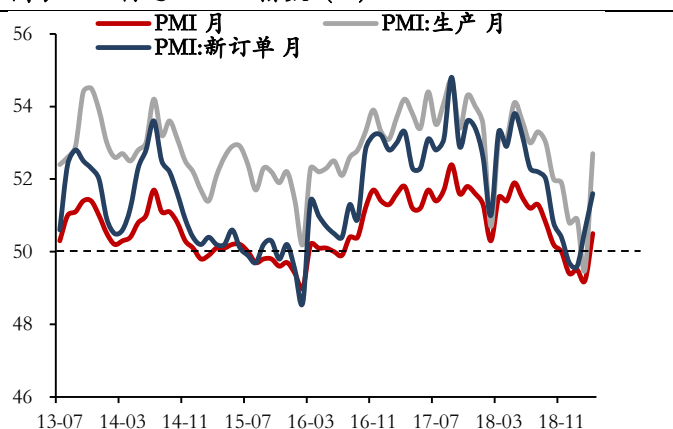


资料来源：Wind，万和证券研究所

制造业 PMI 重回荣枯线上，反弹主要为季节因素。3 月统计局 PMI 50.5%，前值 49.5%，其中新订单(51.6%)、价格持续反弹，生产(52.7%)、采购量(51.2%)复苏至临界值上，原材料、产成品库存均提高，进口 48.7%，新出口订单 47.1%，仍在荣枯线下，表明春节开工后内需较强，生产有所恢复，但进出口仍不乐观。

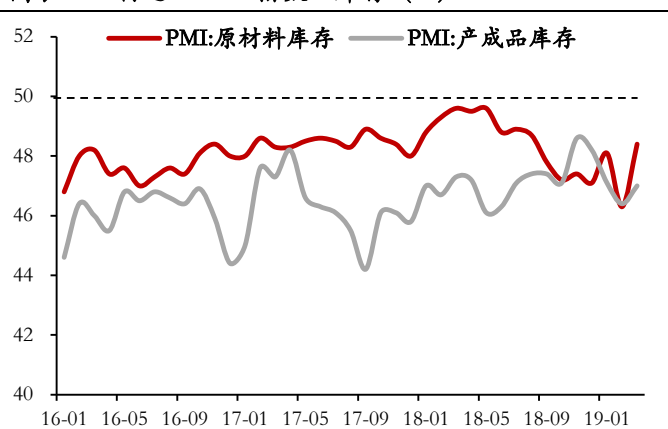
PMI 环比虽有所改善,但企业盈利下降说明后续生产或乏力。我们认为反弹主要由于春节后的季节性反弹,2019 年春节在 2 月上旬,3 月企业基本开工,供需较 2 月 PMI 回暖。

图表 6 制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 7 制造业 PMI 指数: 库存 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 需求端: 投资慢回升, 消费低迷, 外贸风险现

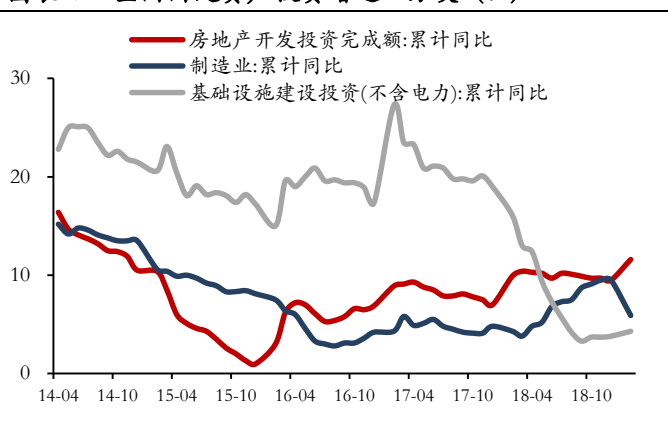
投资需求分化。2019 年 1-2 月全国固定资产投资同比增长 6.1%, 较 2018 年增速提高 0.2 个百分点。三大类投资中, 基建投资同比增长 4.3%, 增速连续 5 个月回升; 房地产开发投资同比增长 11.6% (前值 9.5%), 制造业同比增长 5.9% (前值 9.5%)。

图表 8 全国固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 9 全国固定资产投资增速: 分类 (%)



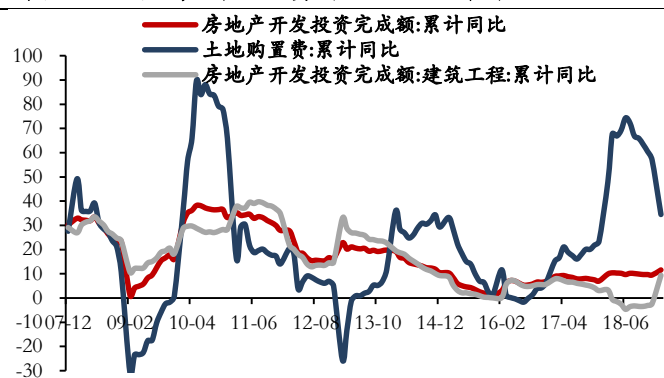
资料来源: Wind, 万和证券研究所

基建补短板政策力度逐步显现。2019 年政府工作报告表示, 将财政赤字率上调 0.2 个百分点至 2.8%, 地方专项债限额增加 0.8 万亿至 2.15 万亿元, 在一定程度上缓解了基建项目的融资压力。此外, 在消费低迷, 海外需求疲软的背景下, 政府稳增长的目标将更多地依赖固定资产投资, 而三大类投资

中，地产投资因政策调控和需求下行难以维持高增速，制造业投资受企业利润下滑影响反弹困难，基建投资将成为“决不能让经济运行滑出合理区间”的重要抓手，政府加杠杆、基建逆周期调节仍是今年重点。预计随着政策加码，基建增速仍将温和上涨。

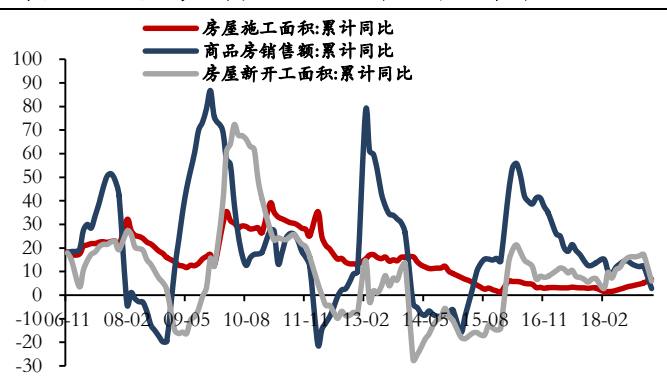
房地产高增恐难持续。主要受建筑工程和设备工器具购置增速大幅提高拉动，印证1-2月房屋施工面积增速回升至6.8%（前值5.2%），建安工程占地产投资的60%，预计房地产投资短期内仍将保持韧性，但是土地购置费（同比+34.5%）高位回落，房屋新开工面积、商品房销售额增速大幅下滑，政策需求和需求面承压趋势不改，叠加棚改货币化政策边际收紧，供需双弱，恐难以支撑房地产投资持续高增长。

图表 10 房地产开发投资增速：分项 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 房地产销售、施工、开工增速 (%)

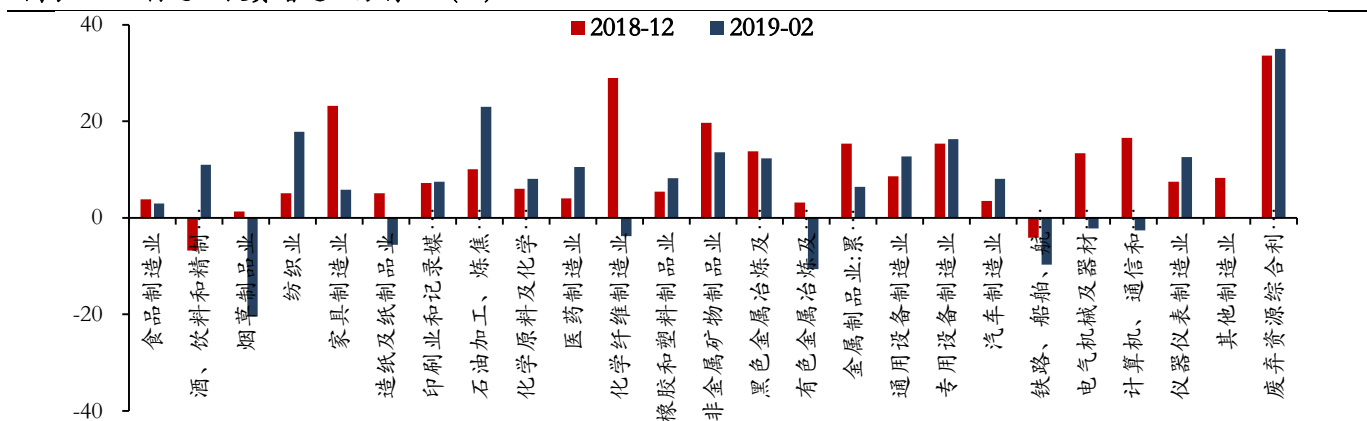


资料来源：Wind，万和证券研究所

制造业投资面临下行压力。制造业同比增长5.9%（前值9.5%），增速显著下滑。民营企业融资环境尚未明显改善，内外需求仍然疲弱，企业盈利回落的负面影响逐步显现，企业仍在主动去库存，制造业增速或进一步下探。

分行业看，石油、化工行业受价格上涨拉动，投资增速扩大，钢铁、非金属矿物制品业整体也保持12%以上的增速；部分中高端制造业投资持续较快增长，医药制造业增长10.5%、专用设备制造业增长16.3%，通用设备制造业增长12.7%，仪器仪表制造业增长12.6%；烟酒纺织低位反弹，汽车制造业增速回升至8.1%。有色金属、化纤、电气设备、运输设备、计算机增速回落显著。

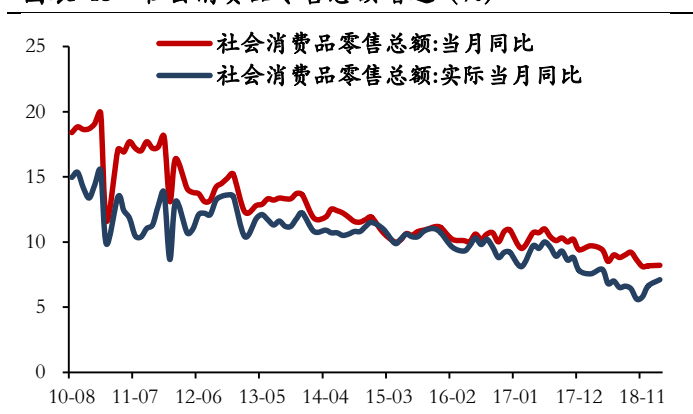
图表 12 制造业投资增速：分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

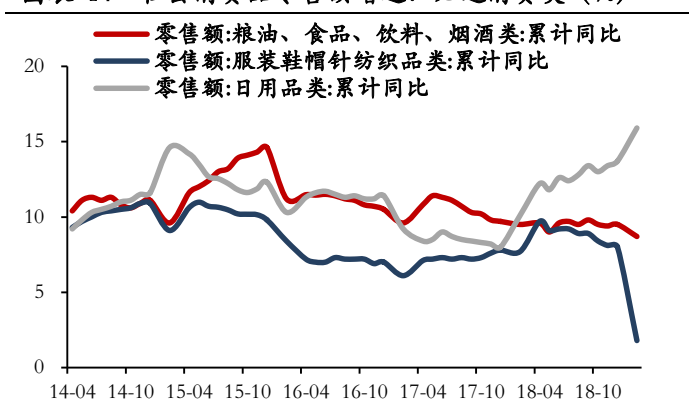
必选消费分化，可选整体承压。消费，1-2 月社会消费品零售总额累计增长 8.2%，增速较 2018 年下降 0.8 个百分点，同比增速较 2018 年 12 月小幅提高。必选消费方面，日用品零售额同比增长 15.9%，持续高增；食品饮料同比增长 8.7%，持续走弱，服装类呈断崖式下跌。可选消费方面，汽车类商品降幅收窄，石油类商品增速高位回落、地产相关消费明显走弱，对社零增速形成拖累。

图表 13 社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14 社会消费品零售额增速：必选消费类 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

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_13354

