

2019年3月29日

经济需求趋弱，注意物价上涨压力

风险评级：低风险

3月宏观经济月报

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

研究助理：陈宏

SAC 执业证书编号：

S0340118070048

电话：0769-22118627

邮箱：

chen hong@dgzq.com.cn

投资要点：

- **全球经济景气度不佳。**欧美经济景气持续创阶段新低，脱欧持续对市场造成影响。美、欧、日三大央行维持利率不变，对未来增长均持较为谨慎的态度。日本贸易形势的恶化以及即将开征的消费税会对2019年经济有一定抑制。而新兴市场近期数据显示多数的国家景气处于下行，韩国出口数据同比跌幅大幅扩大至11.1%。
- **国内经济数据显示供需仍较弱，除房地产投资短期超预期外，零售、增加值、制造业投资等均不及预期，地产高投资增速也不具备持续性。**金融数据显示，前两个月社融出现大幅回升，新增人民币贷款仍以票据融资多增较多，企业中长期贷款则同比少增。央行称票据融资空转情况少，更多是支持民营小微企业等，但同时指出春节扰动影响可能持续到3月，使得经济判断还得以来3月信贷数据表现。2月M1增速出现回升，但仍处2%的较低水平，市场流动性整体比较平稳。
- **未来国内经济需求仍趋弱，注意物价上涨压力。**国际贸易活跃程度降低，也反映了后期经济仍面临压力。美国经济短期内仍有韧性，但下行苗头已现，中长期来看下行风险较大。美联储今年不太可能继续加息，利率倒挂显示市场对经济预期较为悲观。而国内需求仍将走弱，物价料有上升压力。下游房地产、汽车等销量不佳，将逐步向上游产业链进行传导，基建回升幅度或有限，这使得未来经济下行压力较大，需求趋弱将是主要因素。当前变数在于政策变化，但政策效果具有滞后性。目前房地产政策还看不到明显放松迹象，增值税减税也未出台，基建投资受到地方政府支出的限制回升幅度亦有限，4月份需求延续走弱是大概率事件。另外，3月份物价可能面临上行压力，油价和生猪价格上涨是主要推动因素，需要注意。
- **风险提示：**中美贸易谈判不及预期；地产、基建投资推进不如预期。

市场主要指数 3 月份表现

	收盘点位	涨幅
上证综指	3090.76	5.09%
深证成指	9906.86	9.69%
沪深 300	3872.34	5.53%
中小板指	6379.98	8.25%
创业板指	1693.55	10.28%

上证指数走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

目录

1. 美国暂停加息，海外经济景气较差	3
1.1 美国暂停加息，经济表现略显疲弱	3
1.2 “脱欧”事件持续影响欧洲复苏势头	3
1.3 日本维持负利率，经济未见明显回升	4
1.4 新兴市场制造业景气多数回落	4
2. 国内经济供需均弱，春节扰动较大	5
2.1 PMI 走势偏弱，工业增加值低于预期	5
2.2 贸易摩擦影响显现，贸易数据不及预期	6
2.3 新增社融低于预期，M2 增速回落	7
3. 四月经济仍面临下行压力，关注物价回升	7
3.1 外部环境趋弱	7
3.2 高频数据有待观察	8
3.3 四月份宏观日历	9
3.4 整体宏观经济仍偏弱，关注物价上行压力	10

插图目录

图 1: 美国 3 个月和 10 年期国债利率倒挂	3
图 2: 美国 Markit 制造业与非制造业 PMI	3
图 3: 欧元区和日本制造业 PMI	4
图 4: 新兴市场制造业 PMI	5
图 5: 工业企业利润与制造业投资	6
图 6: 固定资产投资	6
图 7: 进出口当月同比	7
图 8: 非制造业 PMI	7
图 9: 新增社会融资	7
图 10: 表外融资	7
图 11: 领先指数和全球制造业 PMI	8
图 12: BDI 指数和宁波出口集装箱指数	8
图 13: 六大发电集团日均耗煤量	9
图 14: NYMEX 原油期货	9
图 15: 动力煤期货价格	9
图 16: 螺纹钢期货价格	9
图 17: 水泥、玻璃价格指数	9
图 18: 地产和乘用车销售	9
图 19: 生猪价格	10

表目录

表 1: 4 月宏观重大事件	9
----------------	---

1. 美国暂停加息，海外经济景气较差

1.1 美国暂停加息，经济表现略显疲弱

美国今年暂停加息，货币政策偏向鸽派。3月下旬美联储利率决议声明显示，美联储维持联邦基金利率在2.25%-2.50%不变；继续缩表政策，预计9月底暂停；同时，美联储将2019年加息预期从此前两次下调至零，还下调了经济展望，预计2019年美国GDP增长2.1%，而不是此前预期的2.3%；将今年PCE的通胀预期从之前的1.9%下调至1.8%。整体来看，美联储一季度议息会议偏向鸽派，最主要原因在于较为疲软的经济表现，美联储对经济减速的担忧加强。

从美国近期公布的数据来看，短期内仍有韧性，但整体略显疲弱，使得后期经济增长压力将可能有所显现。

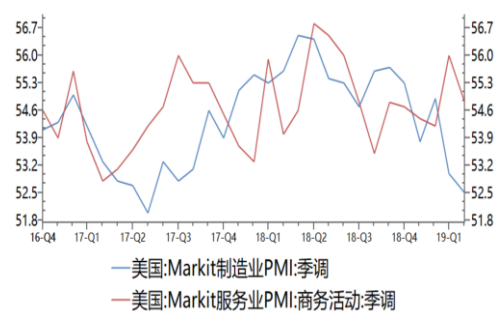
具体来看，2月份美国的消费者信心仍高，但景气度、意外指数和新增非农就业人数再次确认回落趋势，经济转向疲软。3月份美国景气度再度回落，Markit制造业和非制造业PMI分别回落0.5个和1.2个百分点至52.5%和54.8%；2月份非农就业人口增加2万人，大幅低于预期，创17个月来新低；3月份花旗经济意外指数为-36.6，大幅低于2月份表现。另外，值得注意的是，美国国债3个月和10年期国债收益率曲线出现倒挂，且倒挂程度持续扩大，凸显出市场对美国经济回落的担忧。

图 1：美国 3 个月和 10 年期国债利率倒挂



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：美国 Markit 制造业与非制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

1.2 “脱欧”事件持续影响欧洲复苏势头

欧洲经济持续受到“英国脱欧”等因素拖累。目前，英国议会已就“脱欧”协议进行过两轮投票，均遭否决。下议院3月13日投票决定，反对在任何情况下“无协议脱欧”。3月21日，欧盟峰会就英国“脱欧”最后期限达成结论草案，同意延期至今年5月22日，但其前提是英国议会本周批准“脱欧”协议；如果英国议会未能投票通过脱欧方案，则脱欧延期至4月12日。英国脱欧事件将对欧元区经济持续产生影响。

而欧元区经济数据也表现疲软，复苏态势并不理想。最新公布的欧元区3月制造业PMI初值47.6，创2013年4月以来新低，预期49.5。欧元区3月经济景气指数105.5，创2016年以来新低，不及预期，工业景气指数大幅低于预期。欧元区制造业PMI处于荣枯线之下，凸显出经济扩张态势较弱，不过欧元区3月服务业PMI初值52.7，符合预期，前值52.8，服务业总体保持稳定。

值得注意的是，欧洲央行在一季度议息会议上，维持主要再融资利率在0%不变，边际贷款利率在0.25%不变，存款便利利率在-0.4%不变，符合预期；同时决定推出一系列

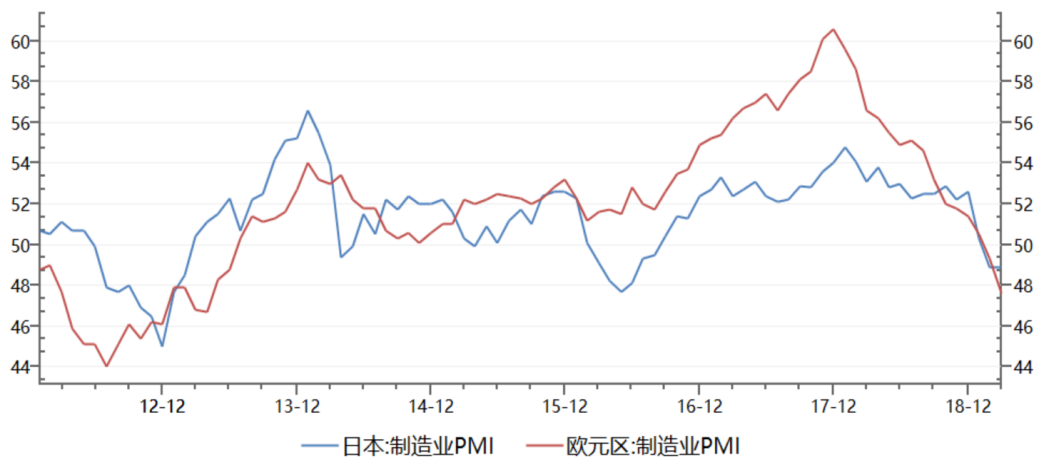
新的季度目标长期再融资业务 (TLTRO-III)，从 2019 年 9 月开始到 2021 年 3 月结束，以使中期通胀水平接近 2%。另外，欧洲央行将 2019 年 GDP 增速预期大幅下调至 1.1%，此前为 1.7%；预计 2019 年通胀率为 1.2%，前值为 1.6%，显示出在全球经济增速放缓压力下对未来欧元区经济增速的担忧。

1.3 日本维持负利率，经济未见明显回升

日本经济数据也保持弱势。数据显示，日本 3 月制造业 PMI 初值 48.9，连续两个月低于 50 荣枯线下方，前值 48.9。日本 3 月制造业订单分项指数创 2016 年 6 月以来最大降幅，产出分项指数创近 3 年最大降幅。全球经济增速放缓正在影响日本的出口和生产，2 月日本出口金额同比下降 1.22%，进口金额同比下降 6.47%。

日本 3 月利率决议如期按兵不动，并将出口预期进行下调。日本央行宣布维持基准利率在 -0.1% 不变，维持政策利率的前瞻指引不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0% 不变。日本央行还将继续以每年约 80 万亿日元的速度购买日本国债。日本持续多年的大规模印钞已经抽干了市场流动性，并损害了商业银行的利润，这制约了日本央行进一步放松货币政策。日本贸易形势的恶化以及即将开征的消费税会对 2019 年经济有一定抑制。

图 3：欧元区和日本制造业 PMI



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

1.4 新兴市场制造业景气多数回落

印度经济景气有所提升，央行在大选前有望继续调低回购利率以刺激经济。2 月印度制造业和非制造业 PMI 分别为 54.3 和 52.5，比上月分别扩大 0.4 个和 0.3 个百分点。2 月零售物价升至 2.57%，为 4 个月以来新高，扭转了此前数月的回落态势，这主要得益于食品饮料消费价格的上涨。

韩国 2 月份出口总额同比减少 11.1%，减幅较上月扩大 4.9 个百分点。制造业 PMI 指数季调回落 1.1 个百分点至 47.2%。韩国经济研究院预测，基于半导体价格的急速滑落以及韩国出口增长的放缓，2019 年 GDP 增速为 2.4%，比 2018 年仍有回落。近期 OECD 下调韩国 2019 年 GDP 增速至 2.6%，穆迪更是调低至 2.1%。近年来，韩国在汽车、手机等产品出口领域遭遇到较大压力，半导体领域也面临着中国国内替代，经济面临的下行压力较大。

俄罗斯受卢布贬值影响，通胀超过央行目标，但油价企稳有望给经济带来支撑。2 月俄罗斯制造业和非制造业 PMI 分别为 50.10 和 55.30，分别比 1 月回落 0.8 个和加快 0.4

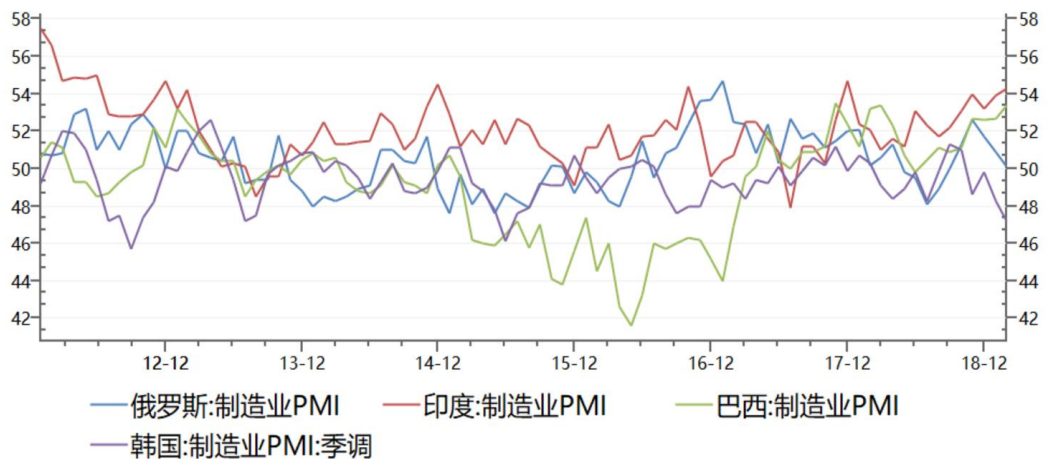
个百分点，制造业景气度较差。2月CPI同比增长5.2%，超过其4%的通胀目标，主要因为卢布持续稳定的贬值趋势，预计全年俄罗斯通胀也将超过5%。国际原油价格的企稳为俄罗斯经济提供了支撑，俄罗斯央行预计全年经济增速在1.2-1.7%之间。

巴西经济景气持续提升，通胀风险下降，巴西央行维持利率不变。2月巴西制造业PMI和非制造业PMI分别比1月回升0.7个和0.2个百分点。2月巴西广义消费者物价指数为3.89%，其中核心通胀率仅为0.20%，低于市场预期。巴西央行预计今年经济增长2.28%，较此前预期下降0.02个百分点，通胀率为3.87%，但将2020年增速提升0.1个百分点至2.8%。此外，巴西央行3月维持6.5%的利率不变，主要因为经济数据不达预期。

此外，越南制造业景气回落，马来西亚、南非、土耳其持续处于收缩区间，而印尼制造业则重新转为正，墨西哥制造业景气度扩大。

2月下旬以来，花旗新兴市场经济意外指数持续下行，新兴市场整体经济增长面临的压力加大。虽然少数主要新兴经济体增速短暂回升，但景气仍处较低位置，且主要由于大宗商品的企稳和一些国内政策刺激，回升的延续性有待观察。我们仍然认为受国际经济环境下行因素影响，2019年新兴经济整体仍面临压力。

图 4：新兴市场制造业 PMI



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

2. 国内经济供需均弱，春节扰动较大

2.1 PMI 走势偏弱，工业增加值低于预期

统计局公布的2月份制造业PMI和非制造业PMI均出现回落态势，凸显经济扩张势头减弱。2月份制造业PMI为49.2%，比上月回落0.3个百分点，连续三个月处于荣枯线以下，低于市场预期，显示出经济扩张势头较弱，春节假期也带来一定扰动。新出口订单继续低迷，仅为45.2，不过新订单指数比上月回升1个百分点至50.6%，市场需求有所恢复。

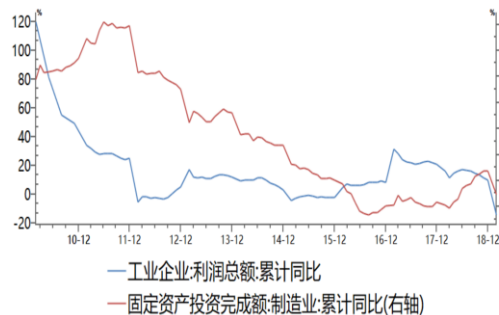
工业增加值则表现偏弱，企业盈利继续下行。1-2月工业增加值同比增长5.3%，较去年底回落0.4个百分点，创出近几年的新低，显示出经济仍有下行压力。春节因素的

扰动、外部环境的趋弱对企业生产带来一定影响。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比下降 14%，但统计局剔除春节因素后，规模以上工业企业利润总额与上年同期持平略降，汽车、石油加工、钢铁、化工等主要行业利润下滑较为明显。

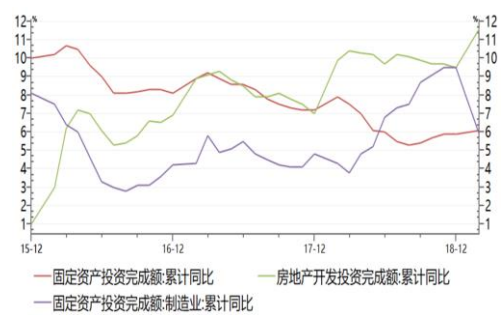
另外，1-2 月投资增速仍略超预期，其中房地产、基建投资增速有所回升，对整体投资增速有所拉动，但制造业、民间投资增速适度回落。1-2 月城镇固定资产投资同比增长 6.1%，比前值高出 0.2 个百分点。

具体来看，房地产开发投资同比增长 11.6%，比前值高出 2.1 个百分点；1-2 月基建投资同比增长 4.3%，比 2018 年高出 0.5 个百分点；1-2 月制造业投资同比增长 5.9%，比上期回落 3.6 个百分点；民间固定资产投资同比增长 7.5%，比 2018 年回落 1.2 个百分点。但考虑到地产销售增速已经出现负增长，我们认为房地产增速的持续性有待观察。此外，制造业投资经历去年持续回升后，今年开年有所走弱，加上工业企业盈利下降较多，对今年整体的投资增速仍将带来一定压力。

1-2 月份社会消费品零售总额增长 8.2%，略超市场预期，持平前值，但与去年同期水平相比仍有所回落。消费增速总体保持相对稳定，但家电和家具增速出现回落，而汽车消费也持续处于低位，对后期消费增速回升带来压力，预计消费短期暂维持平稳，关注刺激消费政策出台的力度和效果。

图 5：工业企业利润与制造业投资


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：固定资产投资


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 贸易摩擦影响显现，贸易数据不及预期

中美贸易摩擦影响显现，2 月出口同比下降 16.6%，大幅低于市场预期。其中，前两个月对美出口同比大幅下降 9.9%，自 2018 年 3 月以来首次出现负增长，是造成出口增速下降的主要因素；而对欧盟、日本的出口至同比增速均有小幅提升，但对东盟的出口增速出现回落，三者仍大幅高出平均出口增速。

进口数据不及预期受加工贸易回落的影响较大，出口减少直接带动了进口减少。2 月份进口同比下降 5.2%，从前 2 个月的情况看，进口同比增长 1.5%，不及市场预期。前 2 个月自美进口大幅下降 32.2%，与 2018 年的减势相同；自欧盟、日本、东盟等进口增速分别为 11.3%、4.2%和-3.8%，增速均比 2018 年 12 月有所提升。

2 月外部环境的不景气直接影响了出口的增速，而贸易摩擦的副作用也逐步扩大。一方面，摩根大通 2 月份全球制造业 PMI 持续回落至 50.6，处于近两年来新低，显示出全球经济景气度疲弱；另一方面中美贸易摩擦背景下，2018 年我国对美出口并没有受到太大影响，主要应该是抢出口因素，随着时间推移，其负效应也逐步显现，导致短期出口压力加大。目前中美贸易谈判仍在进展当中，还有待关注谈判进展，但从全球经济疲软势头来看，短期贸易数据仍面临压力。

图 7：进出口当月同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：非制造业 PMI



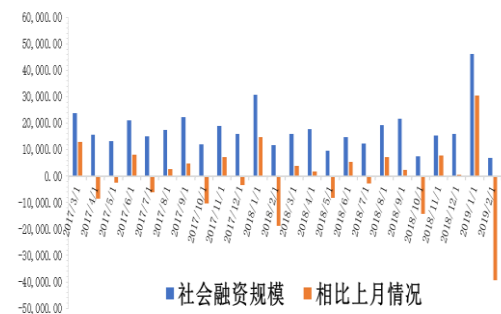
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.3 新增社融低于预期，M2 增速回落

相比于 1 月份的大规模信贷投放，2 月份信贷和社融数据相对偏弱。2 月新增社会融资规模 7030 亿元，大幅低于前值和预期，变动较大的有新增人民币贷款和新增未贴现银行承兑汇票，分别同比分别少增 2558 亿元和多减 3209 亿元。2 月新增人民币贷款 8858 亿元，同比多增 465 亿元，低于市场预期。新增票据融资 1695 亿元，同比多增 2470 亿元；新增非金融性企业中长期贷款 5127 亿元，同比少增 1458 亿元。

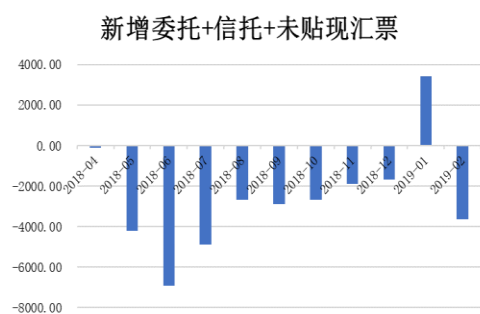
2 月 M2 同比增长 8%，比上月回落 0.4 个百分点，低于市场预期。但 M1 增速回升了 1.6 个百分点至 2%。受春节扰动影响，M1、M2 增速波动较大，特别是 M1 波动加剧，一度引发市场对流动性的担忧。从存款结构来看，2 月份非金融性公司和非银金融机构在新增存款中同比均有大幅提升，分别多增 12000 亿元和 6757 亿元，而居民部门存款同比减少 15400 亿元，这与 1 月份的情况正好相反，反映了 2 月居民部门手中现金重新投入了企业部门进行了投资生产。

图 9：新增社会融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 10：表外融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

3. 四月经济仍面临下行压力，关注物价回升

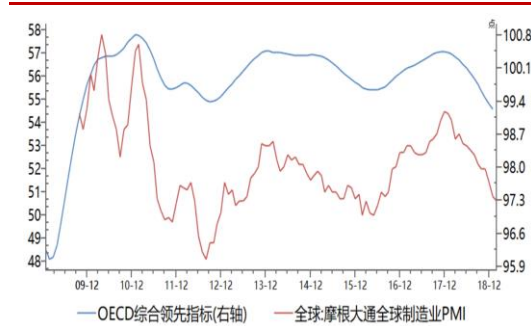
3.1 外部环境趋弱

从目前公布的全球经济数据来看，全球经济整体仍有回落压力。我们认为美国经济短期内仍有韧性，但下行苗头已现，中长期来看下行风险较大。鉴于经济走弱的现状，美联储今年不太可能继续加息，利率倒挂显示市场预期较为悲观。1 月份 OECD 综合领先指数连续半年处于 100 以下且在减少，表明经济仍在不断探底过程，2 月摩根大通制造业 PMI 显示全球制造业景气范围继续缩窄。美国、欧洲、日本三大央行均决定维持利率不变，美联储确认了 2019 年结束缩表，三大央行均对 2019 年的经济增速预测较为谨慎。

而新兴市场近期数据显示，虽然个别国家景气有所回升，但除巴西数据有明显改善外，其他的持续性较差，更多的国家景气处于下行。

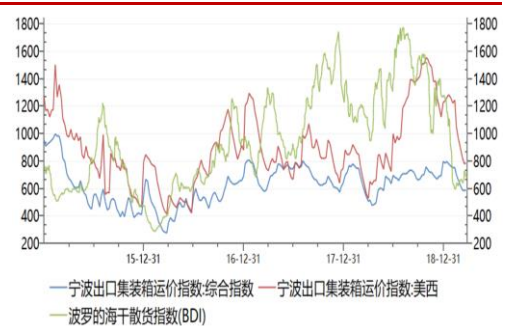
国际贸易活跃程度降低，也反映了后期经济仍面临压力。3月波罗的海干散货指数有小幅回升，但仍处较低位置，显示国际大宗商品贸易活跃程度不高。而作为全球经济“金丝雀”的韩国出口数据在2月份大幅走低，也很大程度上印证了全球经济走弱的事实。经合组织上周将2019年全球GDP增速预期从3.5%下调至3.3%。

图 11：领先指数和全球制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 12：BDI 指数和宁波出口集装箱指数



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

3.2 高频数据有待观察

从上游情况来看，3月份原油价格继续上涨格局，但煤炭价格走势较弱，铜铝等大金属价格也表现偏弱，出现小幅回落态势。

具体来看，纽约轻质原油期货价格3月份（截止到3月26日）上涨3.79%。欧佩克+减产、美国对伊朗和委内瑞拉制裁有利于原油价格走高。随着4月OPEC+会议临近，沙特再次提议将减产下移延长至2019年底，且4月份产量将保持在1000万桶/日以下的水平，这低于其在OPEC减产协议下日产量目标；而美国计划在5月前让伊朗原油出口再降20%，委内瑞拉受政局动荡、经济危机等影响，能源出口也陷入困境，原油供给继续减少。另外，3月份动力煤价格窄幅波动，铜、铝等大金属价格也有所回落。

中游方面，3月螺纹钢价格窄幅波动，未能延续回升态势。1-2月粗钢产量累计同比上升2.6个百分点至9.2%，可能受到地产施工加快、基建投资回升引致需求上升。但2月中旬以来螺纹钢价格走势偏弱，显示出市场需求仍有反复。3月以来螺纹钢阶段性去库存开始，高炉开工率显著下降，持续低位，降至63.4水平。可能是受到需求偏弱以及两会因素影响，后期有望逐步复苏。变数在于淡水河谷被关停的Brucutu矿区复产

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_13402



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>