

宏观研究/数据预测月报

2019年03月31日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

宫飞 执业证书编号: S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

1《宏观: 经济下行压力仍存, 政策以稳为主》
2019.02

2《宏观: 经济下行压力仍存, 稳增长信号明确》2019.01

3《宏观: 经济有下行压力, 政策基调以稳为主》2018.12

经济短期快速下行压力不大

3月经济数据预测

经济短期快速下行压力不大

2019年1-2月, 国内工业生产持续弱势、工业企业盈利增速下滑, 我们认为经济下行压力仍然存在。但政府工作报告延续了以稳为主的政策总基调, 我们认为上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题, 经济短期快速下行压力不大。财政政策方面, 我们预计今年减税降费累计将超2018年总体水平; 货币政策预计将逐渐由灵活适度转向稳健略宽松。预计地产投资趋势为平缓下行, 但基建投资增速有望进一步上行, 2019年一季度GDP同比增速+6.4%, 未来各项政策仍将以稳为主。

预计3月工业增加值当月同比+6%, 1-3月固定资产投资累计同比增速+5.9%

从高频数据监测结果来看, 截至3月30日, 3月份的六大发电集团耗煤量同比增速(日均)转正, 较前值出现反弹。我们预计3月工业增加值当月同比为+6%。在工业企业盈利整体未见好转前, 预计工业生产端仍存在下行压力。我们预计1-3月制造业投资累计同比增速+5.5%; 基建投资(统计局口径)累计同比增速+6%, 较前值延续上行; 地产投资累计同比+11%, 较前值小幅回落。预计1-3月整体固定资产投资累计同比增速+5.9%。

预计3月CPI同比+2.3%, PPI同比+0.4%

农业部高频数据监测显示, 截至3月30日, 今年3月份猪肉价格环比上涨, 同比也已经如期由负转正; 仔猪价格上涨更为明显。结合CPI环比的历史季节性表现, 我们预计3月通胀环比-0.2%、同比+2.3%。结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断, 我们预计今年二三季度PPI环比可能重新出现正增长。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测, 截至3月30日, 3月份煤炭、原油、有色、化工等行业价格环比均呈现上涨。我们预计3月PPI环比+0.3%、同比+0.4%。

人民币计价, 预计3月出口同比+5.8%, 进口同比+2.6%, 贸易顺差为0

随着回乡过节工人的陆续返岗, 生产和出口企业大都集中在正月十五(2月19日)后恢复正常, 由于2018年正月十五元宵节在3月2日, 因此, 春节到十五期间的小错月效应会对冲掉部分外贸下行压力, 使得出口增速与2月大幅下降相比有明显改善。全球经济增速放缓, 同时中美贸易摩擦的核心是结构性改革, 长期来看出口数据存在较大不确定性。投资、消费、工业生产等数据都延续去年以来的下行趋势, 国内稳增长的政策发挥还需要时间和空间的积累, 这两方面因素对进口增速提高构成制约。然而, 人民币升值将部分对冲国内经济下行压力, 对进口数据的提供底部支撑作用。

预计3月社会消费品零售总额同比+8.3%

预计3月社会消费品零售总额增速为8.3%。我们认为今年消费数据大概率维持较低水平, 难有较强上行动力。经济下行压力仍大, 棚改货币化率大概率降低也对消费构成明显负向拖累。虽然股市上行有利于居民财产性收入回升, 但年初工业企业利润增速大幅下行, 将拖累居民工资性收入, 甚至可能冲击就业, 整体看, 收入增速未必大幅回升, 在此情况下, 消费顺周期性将继续体现。

预计3月信贷新增1.2万亿, 社融新增1.7万亿, M2增速8%, M1增速1%

我们认为, 3月份信贷金融数据大概率维持在相对稳定的增速区间, 前期央行加强了票据套利检查之后, 商业银行票据贷款明显回落同时增加了居民消费贷款投放, 这一趋势有望延续至3月份, 我们预计3月信贷新增1.2万亿; 3月份企业债券融资情况较乐观, 叠加地方政府专项债发行较快, 我们预测3月份社融新增1.7万亿; 广义货币M2受到基数影响在3月份略有压力, 我们预测增速为8%, M1增速则大概率维持在1%增速水平上。

风险提示: 基建、地产反弹与中美贸易摩擦等因素对市场形成超预期影响。

经济短期快速下行压力不大，继续看多人民币资产

1-2 月基建投资如期小幅反弹，地产投资超预期继续走高，政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%，我们预计今年经济增速仍有下行压力，但完成增长目标概率较高。预计地产投资趋势为平缓下行，消费短期没有明显复苏逻辑，进出口仍受到贸易摩擦和全球经济增长不确定性的负面影响；但基建投资增速有望进一步上行，一季度 GDP 增速预计为+6.4%。

政府工作报告延续了以稳为主的政策总基调，我们认为上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。我们认为近期股市上涨主要源自外资流入的助推，股市赚钱效应带来的散户入市有可能进一步推高市场，继续看多人民币资产。

我们在年度策略报告中提出，进攻逻辑应看好成长股龙头，如 5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新性基建领域；防守逻辑阶段性看多 CPI 与 PPI 剪刀差扩大带来的农产品、食品饮料、商贸零售等消费类行业盈利修复行情。自我们提出该看好逻辑以来，从 2019 年初至今(2019.1.2~3.13)，通信行业累计涨幅 33.8%，农林渔牧行业累计涨幅 49.6%(SW 一级行业分类)。我们判断二季度央行可能全面下调政策利率，随着央行降息，10 年期国债收益率可能会重现趋势性下行。

尽管我国经济增速继续存在下行压力，但经济结构转型也在同时有序进行。从投资端来看，1-2 月高技术产业投资、工业技术改造投资同比分别增长 8.6%和 19.5%，增速分别快于全部投资 2.5 和 13.4 个百分点。供给侧改革由破到立，注重提高全要素生产率，高技术产业投资有望继续对冲传统产业投资的下行压力。

预计 3 月工业增加值当月同比+6%

2018Q1~Q4 工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%。今年 1-2 月工业增加值同比+5.3%、较前值回落。根据统计局表述，剔除春节因素后，1-2 月工业增加值同比+6.1%，仍弱于去年同期(+7.2%)。从近期工业企业盈利、PMI 的弱势表现来看，我们认为未来制造业生产端较难出现大幅复苏；在工业企业盈利整体未见好转前，预计工业生产端仍存在下行压力。但由于今年春节时点早于去年，我们认为今年春节对生产和开工的影响基本都体现在了 2 月份，3 月工业增加值增速有望小幅反弹。

从高频数据监测结果来看，截至 3 月 30 日，3 月份的六大发电集团耗煤量同比增速（日均）转正，较前值出现反弹。我们预计 3 月工业增加值当月同比为+6%。

预计 1-3 月固定资产投资累计同比增速+5.9%

我们预计 1-3 月制造业投资累计同比增速+5.5%，较前值回落；基建投资（统计局口径）累计同比增速+6%，较前值延续上行；地产投资累计同比+11%，较前值小幅回落。预计 1-3 月整体固定资产投资累计同比增速+5.9%。

实体需求未见明显复苏，中小企业融资情况未见根本性好转，可能对制造业投资形成制约。中央经济工作会议把推动制造业高质量发展放在 2019 年重点工作任务的第一位，同时强调要解决好民营和小微企业融资难、融资贵问题，明确了供给侧改革重心转向降成本和补短板方向。政府工作报告强调全面降低企业成本，我们认为相关政策力度较强，有助于减轻企业负担、提高企业盈利，助力稳就业和稳增长。我们认为今年货币政策将重点强调扩大信用，可能继续运用结构性宽松政策对冲表外融资的下行压力，有望使得中小企业、民间企业融资难的问题得到一定缓解。

1-2 月铁路投资增速回升到+22.5%，与我们预判的“先铁路后公路”放松基建顺序一致。中央经济工作会议指出我国现阶段投资潜力仍然较大，要加快 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设步伐，我们认为以上方向将是中长期基建补短板的重要发展方向。年初以来，多类工业品价格环比出现反弹，可能反映了基建需求有复苏迹象的预期；地方政府专项债从年初以来就启动发行，保障了基建投资资金来源。随着天气转暖，我们预计今年上半年基建投资增速有望进一步回升。

1-2 月地产投资数据较强主要是由于施工面积增长带动，房屋施工面积累计同比增速为 6.8%，比去年全年提高 1.6 个百分点。这与去年拉动地产投资的主要因素是土地购置费用明显不同，1-2 月份，房地产开发企业土地购置面积 1545 万平方米，同比下降 34.1%，2018 年全年为增长 14.2%。销售、到位资金等数据不乐观，反应地产后续的下行压力较大。我们预计 2019 年三季度房地产政策可能出现边际转向，但转向也会在坚持“房住不炒”的大逻辑下，重点保护刚需，放松一线和部分二线城市的调控措施，达到兼顾稳增长与保障民生之效。

预计 3 月 CPI 同比+2.3%、PPI 同比+0.4%

农业部高频数据监测显示，截至 3 月 30 日，今年 3 月份猪肉价格环比上涨（往年 3 月份，在春节过后，猪肉价格一般呈现季节性下跌），同比也已经如期由负转正；仔猪价格上涨更为明显。我们认为前期猪价表现较弱的主要原因，一是非洲猪瘟疫情尚未完全得到控制，各大养殖主体可能出于避险需求、集中提前加快出栏，短期放大猪肉供给；另一方面，根据统计局官方表述，随着东北地区毛猪运输解禁，大量已经压栏许久的毛猪输入到屠宰厂，供大于求压制了猪价。

我们认为，仔猪价格受补库需求驱动，对能繁母猪存栏最为敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪的价格弹性可能明显大于生猪和猪肉。类比上两轮生猪疫情大范围流行和猪周期转向上行的对应关系，本轮猪周期或已开始触底回升。但由于牛羊肉、鸡肉等对猪肉消费的替代性增强，猪肉价格的弹性可能相对较弱，目前来看，猪肉对整体 CPI 的影响短期仍然可控。结合 CPI 环比的历史季节性表现，我们预计 3 月通胀环比-0.2%、同比+2.3%，受去年基数较低、猪周期触底回升的影响，CPI 同比增速上行，但暂不构成短期快速上行风险。

如果猪肉价格超预期上涨引发通胀快速上升、当月同比突破 3%，央行的货币政策会如何应对？我们的判断是央行大概率会提高通胀容忍度，首保稳增长目标。我们认为上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。我们认为利率市场化改革可能会加快推进，贷款基础利率（LPR）大概率和政策利率挂钩发挥更大作用，央行大概率会选择今年二季度全面下调公开市场政策利率。

1 月 PPI 环比跌幅较前值略有收窄，2018 年 12 月中央经济工作会议定调注重逆周期调节、稳定总需求，我们预计今年基建增速可能较 2018 年反弹、三季度存在放松部分重点城市地产刚需调控的可能性，钢铁、水泥等部分工业品价格可能会提前反映政策刺激的预期。但结合历史表现，我们认为，PPI 对需求侧刺激的敏感度要低于供给侧政策（去产能、环保等）。

我们预计 2019 年国内供给侧改革工作重心由破到立，去产能不再设置政策目标，更注重提高全要素生产率。目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对 PPI 产生正向影响的，是环保工作的继续推进开展。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，我们认为受环保政策影响的上中游行业，其产成品价格未来仍有上涨预期。结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年二三季度 PPI 环比可能重新出现正增长。

根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至 3 月 30 日，3 月份煤炭、原油、有色、化工等行业价格环比均呈现上涨。我们预计 3 月 PPI 环比+0.3%、同比+0.4%。

预计 3 月出口（人民币计价）同比增加 5.8%，进口（人民币计价）同比增加 2.6%，贸易顺差为 0

我们预计 3 月出口当月同比增速按照人民币计价 5.8%，按照美元计价为 0.3%。春节过后企业“节前抢出口”效应消失，随着回乡过节工人的陆续返岗，生产和出口企业大都集中在正月十五（2 月 19 日）后恢复正常，由于 2018 年正月十五元宵节在 3 月 2 日，因此，春节到十五期间的小错月效应会对冲掉部分外贸下行压力，使得出口增速与 2 月大幅下降

相比有明显改善。然而，从基本面数据来看，3 月份欧元区 PMI 继续下行至 47.6，日本也维持在 50 以下的 48.9，这预示着从全球外贸需求的角度看，未来出口形势仍然不容乐观。根据联合早报报道，白宫经济顾问库德洛表示美国或取消对中国部分关税，但会保留部分，以确保贸易协议顺利执行。近期，中美贸易摩擦似乎有缓解迹象，然而我们提示中美贸易谈判是拉锯战、持久战，仍需要留一份谨慎。

预计 3 月进口增速按照人民币计价增长 2.6%，按照美元计价增长 -2.9%，预计 2 月份贸易顺差为 0。除了春节假期的小错月效应，从 1-2 月我国经济基本面的数据来看，投资、消费、工业生产等数据都延续去年以来的下行趋势，国内稳增长的政策发挥还需要时间和空间的积累。这两方面因素对进口增速提高构成制约。然而，人民币升值将部分对冲国内经济下行压力，对进口数据的提供底部支撑作用。展望未来，我们需要关注稳增长政策的见效时间，预计今年下半年进口增速能有所企稳。

预计 3 月份全国城镇调查失业率为 5.3% 左右

预计 3 月全国城镇调查失业率为 5.3%，与上月持平，三四线地产企业开工不及预期、环保督查、以及贸易摩擦导致抢出口带来的透支效应是拖累失业率的三项核心因素。我们此前不断提示年初月份失业率上冲风险，今年政府工作报告着重强调“就业优先政策要全面发力”，这是首次将就业优先政策置于宏观政策层面。今年对就业设定的目标为城镇调查失业率 5.5% 左右，我们在年度策略报告《冬尽春归，否极泰来》中强调失业率 5.5% 左右将是重要的政策底线，我们认为未来需高度关注失业率数据对政策的扰动，预计国家将多管齐下稳定和扩大就业，《报告》中提到通过加强就业帮扶、对解决就业的企业给予税费减免、拨款进行职工技能提升和转岗转业培训等方式稳定就业，我们预计就业政策或将持续加码。

预计 3 月社会消费品零售总额同比增速为 8.3%

预计 3 月社会消费品零售总额增速为 8.3%，较上月微升 0.1 个百分点，历史数据显示，3 月消费增速一般均环比回升，主因季末企业有动力增强促销力度，其中，受春节因素负面影响较大的地产后周期相关消费预计大概率相比上月改善，汽车消费增速预计仍为负值，今年销售仍不景气。整体看，我们认为今年消费数据大概率维持较低水平，难有很强上行动力。经济下行压力仍大，棚改货币化率大概率降低也对消费构成明显负向拖累。虽然股市上行有利于居民财产性收入回升，但年初工业企业利润增速大幅下行，将拖累居民工资性收入，甚至可能冲击就业，整体看，收入增速未必大幅回升，在此情况下，消费顺周期性将继续体现。

预计 3 月信贷新增 1.2 万亿，社融新增 1.7 万亿，M2 同比增速为 8%，M1 同比增速为 1%

我们认为，3 月份信贷金融数据大概率维持在相对稳定的增速区间，前期央行加强了票据套利检查之后，商业银行票据贷款明显回落同时增加了居民消费贷款投放，这一趋势有望延续至 3 月份，我们预计 3 月信贷新增 1.2 万亿，同比增速 13.3%；新增社融受到表外融资波动影响容易出现短期波动，总体 3 月份企业债券融资情况较乐观，叠加地方政府专项债发行较快，我们预测 3 月份社融新增在 10.1% 左右；广义货币 M2 受到基数影响在 3 月份略有压力，我们预测增速为 8%，M1 增速则大概率维持在 1% 增速水平上。

图表1： 3 月宏观经济数据预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019M2 预计	2019M2 实际	2019M3 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.8	6.7	6.5	6.4	-	-	6.4
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.8	6.6	6	5.7	5.6	5.3	6
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	7.5	6	5.4	5.9	5.5	6.1	5.9
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9.9	9	9	8.3	8.2	8.2	8.3
CPI							
(当期同比, %)	2.2	1.8	2.3	2.2	1.6	1.5	2.3
PPI							
(当期同比, %)	3.7	4.1	4.1	2.3	0	0.1	0.4
出口							
(当期同比, %)	17.1	11.5	11.7	4.6	9	-20.7	0.3
进口							
(当期同比, %)	19.7	20.7	20.7	5.2	6.7	-5.2	-2.9
贸易差额							
(亿美元)	499.7	906.2	841.3	1320.5	381	41.2	0
M2							
(当期同比, %)	8.5	8.2	8.3	8	8.5	8	8
社会融资总额							
(当期, 亿元)	58534	42156	53336	38556	13000	7030	17000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	48473	39171	40342	28725	10000	7640.6	12000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	5	4.8	5	4.9	5.3	5.3	5.3
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.34	6.62	6.88	6.86	6.68	6.69	6.73

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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_13420
