宏观研究

证券研究报告

宏观季报

渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

宏观经济分析报告

经济开局稳中有缓，还待政策徐徐发力

——2019 二季度宏观经济报告

分析师：宋亦威 SAC NO：S1150514080001 2019 年 3 月 29 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 经济方面，2019 年经济开局稳中有缓，生产增速有所回落，降幅略超市场预期。从三驾马车看，2019 年 1-2 月贸易端对经济拖累作用略有增强，考虑到全球经济扩张动能放缓与中美经贸谈判在文本上进一步取得实质性进展，预计未来贸易端对经济拖累作用应难言改观；消费端，减税降费或将对冲内需偏弱不利影响，社零增速将逐步企稳；投资端，制造业投资增速受企业盈利回落压制已大幅回落；地产投资受施工面积支撑短期仍有韧性，销售未见起色下长期将大幅回落；基建投资作为托底经济的主要力量，将延续回升态势。总体而言，中美经贸谈判逐步推进下国际形势边际缓和，积极财政政策落地过程中托底经济效果渐显，但因需求偏弱现状尚未出现趋势性扭转迹象，二季度经济仍有下行压力，预计二季度 GDP 累计增速达 6.2%，政策徐徐发力后，全年 GDP 增速能维持在 6.3%左右。
- 年初以来，虽然经济仍有下行压力，但政策托底效果渐显，基建投资增速大幅回升，那 3 月经济表现究竟如何呢，一叶知秋，通过分析已知的高频数据，可以略知经济之况。整体来看，3 月生产有所回暖。从三驾马车看，宁波出口运价指数及 BDI 月度均值同比增速回升下，出口将小幅上行。投资方面，土地成交面积同比增速仍保持下滑态势，地产销售压制仍在，即便地产施工有所回升，地产增速仍将承压回落；建筑业投资受盈利下行影响仍将回落；基建投资在地方政府专项债发行提速与小挖同比增速大幅回升下，仍将延续上行态势。消费方面，汽车零售难见改善，电影票房收入回落幅度较大，3 月社零增速或将小幅回落。
- 流动性方面，3 月美联储议息会议大放鸽声，无风险利率下行的同时，市场有关经济前景的担忧随之高涨；相对于此，欧元区则更早一步宣布重启 TLTRO，区内 PMI 数据的发布更加剧了市场对区内经济重归衰退的担忧，比差模式下美元指数则继续维持强势。国内方面，两会期间管理层一再强调不搞强刺激，避免货币调控的“大水漫灌”，与此同时则持续强调通过减税降费、优化营商环境等方式刺激市场主体活力。相较于货币政策，财政政策对宽信用的推动更加值得关注，考虑到中国经济扩张承压所面临的是结构性而非周期性问题，所以终端需求的提振难免缓慢，由此在同 GDP 增速匹配的调控原则下，社融及 M2 同比增速的提升空间相对有限，无论是立足于实体经济还是立足于 A 股市场，未来的关注焦点仍将是信用利差及以此为代表的风险溢价的降低，对于货币市场利率或国债收益率及以此为代表的无风险收益率的下行则无需报以过多的期望。
- 风险提示：全球贸易争端负面冲击和国内经济下行超预期

目 录

1 经济下行压力仍有，政策托底效果渐显..... 5
1.1 经济景气度稳中略降，下行压力仍有..... 5
1.2 出口仍有下行压力，经贸摩擦短期有可能阶段性缓解..... 6
1.3 内需依然疲弱，基建托底效果渐显..... 7
1.4 CPI 总体温和，PPI 通缩渐缓..... 10
2 一叶知秋 以中观数据略见经济之况..... 10
3 欧美 QE 相继回潮 国内继续减税降费..... 16
3.1 美国缩表确定终结 欧洲宣布重启 TLTRO..... 16
3.2 宽信用有赖稳预期 财政改革齐发力..... 19

图 目 录

图 1：工业增加值累计同比回落明显 5
图 2：钢材产量同比增速回升 5
图 3：钢材社会库存同比回升明显 6
图 4：水泥产量同比增速大幅回落 6
图 5：生产指标跌破荣枯线，需求指标喜忧参半 6
图 6：原材料库存边际降幅更大，主动去库存迹象明显 6
图 7：进出口增速纷纷回落 7
图 8：大豆回升较快，铁矿砂、原油回落 7
图 9：社零增速维持低位 8
图 10：汽车跌幅收窄，地产链大幅回落 8
图 11：制造业大幅回落，房地产、基建回升 9
图 12：地产销售面积降幅明显 9
图 13：施工面积回升是地产投资的主要拉动力量 9
图 14：土地购置费支撑作用弱化 9
图 15：基建类财政支出增速远高于平均水平 9
图 16：地方政府专项债发行额大幅提升 9
图 17：CPI 环比涨幅弱于去年同期，同比有所回落 10
图 18：PPI 同比持平于上月 10
图 19：六大发电集团日均耗煤量与工业增加值在变化方向上具有一定相关性 11
图 20：日均耗煤量的月度均值同比增速大幅反弹 11
图 21：高炉开工率的月度均值同比增速位于较高水平 11
图 22：美欧日 PMI 指数震荡走弱 12
图 23：宁波出口运价指数同比增速回升 12
图 24：对市场短期变化更敏感的 SCFI 指数同比略有回升 12
图 25：BDI 同比增速小幅反弹 12
图 26：南华工业品价格指数月度均值小幅上行 13
图 27： 3 月巴西铁矿石发货量月度均值同比大幅下行 13
图 28：地产销售能否改善依旧存疑 13
图 29：电影票房收入同比增速回落幅度较大 13
图 30：土地供应面积同比增速回升 14
图 31：土地成交面积同比增速仍保持下滑态势 14
图 32：挖掘机销量同比大增 14
图 33：小挖增速明显 14
图 34：挖掘机开工小时数同比回升较快 14
图 35：地方政府专项债发行力度大幅提升 14
图 36：美国失业率小幅回落 16
图 37：美国续领失业金人数震荡走高 16
图 38：美国制造业 PMI 指数重归回落 17
图 39：美国消费者信心指数出现反弹 17
图 40：美国通胀水平稳中有降 17

图 41：6 月开始美联储降息预期逐步提升 17
图 42：欧元区制造业 PMI 指数加速回落 17
图 43：欧元区核心通胀水平低位徘徊 17
图 44：日本制造业 PMI 指数环比持平 18
图 45：日本核心通胀维持低位 18
图 46：比差模式下美元指数保持强势 18
图 47：日元对美元小幅走强 18
图 48：美元兑人民币中间价略有回落 19
图 49：CFETS 人民币汇率指数先升后降 19
图 50：2 月份外汇储备继续小幅增长 19
图 51：2 月热钱外流规模有所降低 19
图 52：2 月份票据融资扩张受限 20
图 53：信用利差略有回落 20
图 54：7 日 Shibor 利率周均值维持震荡 20
图 55：中美十年期国债利差维持低位 20

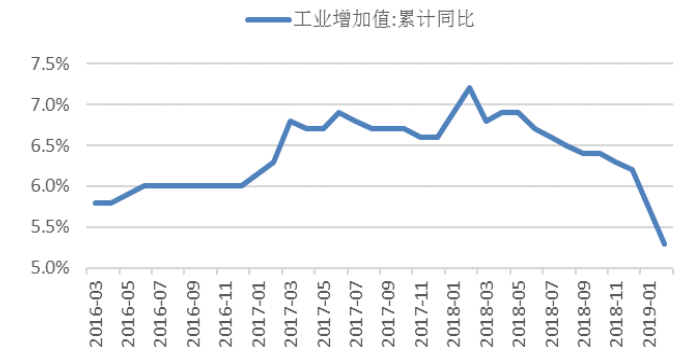
1 经济下行压力仍有，政策托底效果渐显

2019 年经济开局稳中有缓，生产增速有所回落，降幅略超市场预期。从三驾马车看，2019 年 1-2 月贸易端对经济拖累作用略有增强，考虑到全球经济扩张动能放缓与中美经贸谈判在文本上进一步取得实质性进展，预计未来贸易端对经济拖累作用应难言改观；消费端，减税降费或将对冲内需偏弱不利影响，社零增速将逐步企稳；投资端，制造业投资增速受企业盈利回落压制已大幅回落；地产投资受施工面积支撑短期仍有韧性，销售未见起色下长期将大幅回落；基建投资作为托底经济的主要力量，将延续回升态势。总体而言，中美经贸谈判逐步推进下国际形势边际缓和，积极财政政策落地过程中托底经济效果渐显，但因需求偏弱现状尚未出现趋势性扭转迹象，二季度经济仍有下行压力，预计二季度 GDP 累计增速达 6.2%，政策徐徐发力后，全年 GDP 增速能维持在 6.3%左右。

1.1 经济景气度稳中略降，下行压力仍有

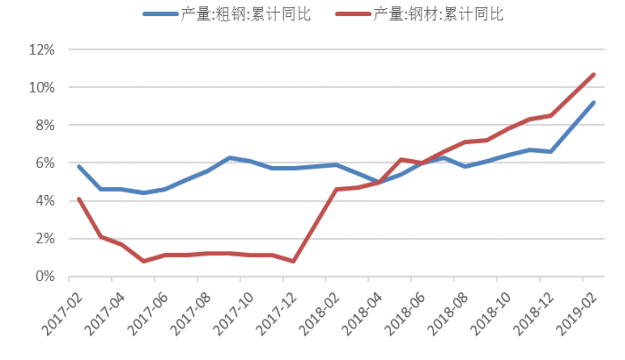
从生产端看，2019 年 1-2 月工业增加值同比增速有所回落，略低于市场预期，虽然 3 月工业生产受基数效应影响将有所回升，但需求偏弱下二季度工业生产仍有下行压力。从结构上看，仅制造业小幅回升，采矿、公共事业边际降幅较大。进一步从行业结构看，受预期改善影响钢铁产量回升明显，钢材社会库存同比增速亦大幅提振，但以销定产的水泥同比增速却回落明显，在一定程度上表明即便部分透支了未来的供给能力现今生产依旧偏弱，故而需求疲软的现状仍将拖累生产增速。

图 1：工业增加值累计同比回落明显



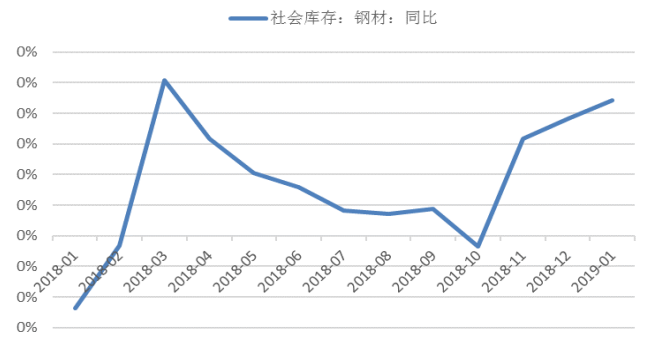
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：钢材产量同比增速回升



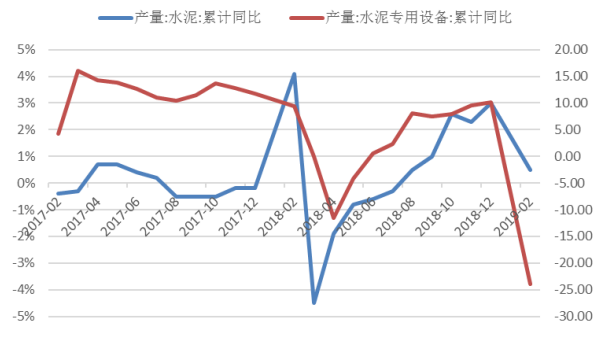
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：钢材社会库存同比回升明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

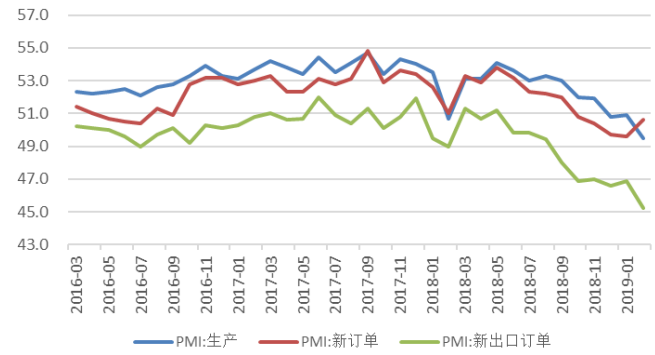
图 4：水泥产量同比增速大幅回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

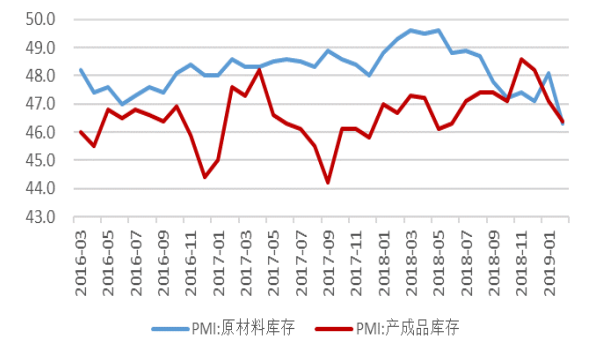
从 PMI 数据来看，2 月 PMI 指数下行 0.3 个百分点至 49.2%，已连续三月位于荣枯线以下，经济景气度指标再度下行。从分项数据看，生产指标创近 10 年来最低，表明需求低迷下企业生产依旧谨慎；需求指标则喜忧参半，其中进口、新出口订单回落偏快，在一定程度上表明内外需均未发生显著改善，故而新订单指数的回暖应更多与积极财政政策落地有关。进一步从库存指标看，原材料库存与产成品库存纷纷回落，且原材料库存边际降幅更大，指向需求欠佳下企业主动去库存迹象明显。综合而言，二季度国内经济仍有下行压力，尽管积极财政政策与制造业减税降费或提振生产，但考虑到政策效果逐步释放，生产增速将稳中略降。

图 5：生产指标跌破荣枯线，需求指标喜忧参半



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：原材料库存边际降幅更大，主动去库存迹象明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

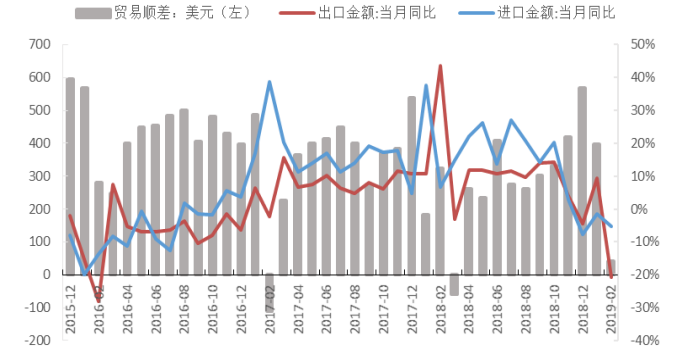
1.2 出口仍有下行压力，经贸摩擦短期有可能阶段性缓解

贸易方面，以美元计，受春节扰动影响，2 月出口增速回落明显，但 1-2 月累计同比增速仍远低于 2018 年平均水平，主要受全球经济扩张动能放缓、春节提前及高基数影响。尽管 3 月受春节扰动影响出口增速将有所反弹，但近期 OECD 再度下调全球经济增长预期，韩国出口增速下滑暗指全球需求疲软，全球经济扩张动能依旧呈现放缓态势，故而二季度中国出口仍面临较大下行压力。进口方面，2 月累计进口增速为-3.1%，亦远低于 2018 年 15.8%的增速水平，主要与我国内

需偏弱有关，这也能从 PMI 进口指数的大幅下滑态势中得到印证。从主要大宗商品数量看，进口增速结构分化，大豆累计进口增速回升较快，而铁矿砂、原油等工业原材料则有所回落，亦表明国内生产仍偏谨慎。展望未来，随积极财政政策逐步落地，进口原材料需求将有所回暖，且从中美经贸磋商释放出的积极信号来看，中方将极大概率扩大自美进口，故而二季度进口增速仍将保持一定韧性。

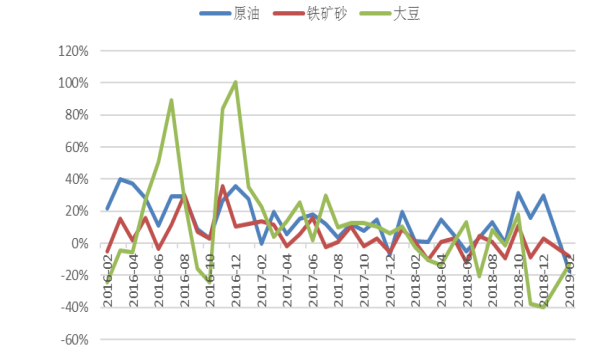
值得注意的是，自中美两国元首在二十国集团领导人峰会期间达成重要共识后，中美经贸磋商已举行七轮，3 月 14 日刘鹤副总理与美国贸易谈判代表莱特希泽、财政部长姆努钦还进行了第三次电话会议，并在文本上取得实质性进展；3 月 28 日至 29 日美国贸易代表团将访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，4 月初中方代表团将赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商。种种迹象均表明中美经贸谈判在双方共同努力下或能取得阶段性成果。但在全球经济增速放缓背景中，“做大蛋糕”难度正逐步加大，故而如何“切分蛋糕”便成为各方关注的焦点。因此，即便中美双方在贸易平衡、农业、技术产权保护等方面取得积极进展，中美双方长期战略博弈的局面并不会改变。且从海外鸽声一片及中美贸易顺差逐步收窄的现状来看，出口对经济拖累作用或将逐步增强，稳定总需求的重担仍将落在固定资产投资之上。

图 7：进出口增速纷纷回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：大豆回升较快，铁矿砂、原油回落



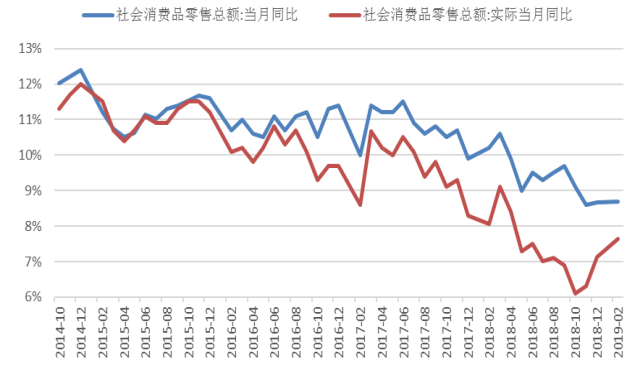
资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 内需依然疲弱，基建托底效果渐显

消费方面，社零增速开局平稳，1-2 月社零增速同比增长 8.2%，持平于上月，但整体来看依旧低于 2018 年 9%的增速水平。从结构上看，必选消费有所分化，其中食品类同比略有回落，通讯器材、文化办公同比回升明显；可选消费方面，汽车跌幅大幅收窄，与观察到的中观数据有所矛盾，值得后续持续观察，地产链则大幅回落，其中家电、家具边际降幅较大。展望未来，尽管个税与增值税的减征

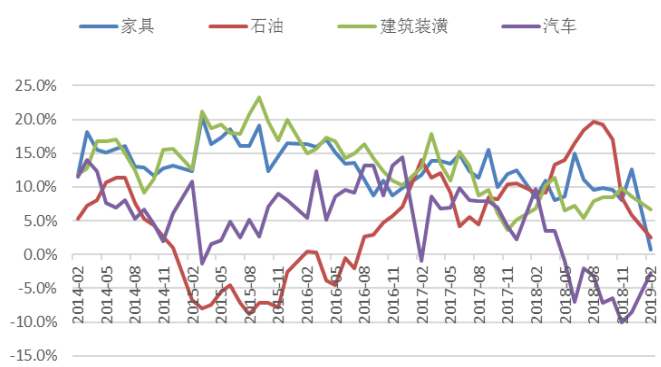
将在一定程度上提振消费，但基于企业现金流承压-居民加杠杆意愿或能力承压-企业现金流承压的循环正在形成，居民收入端难以出现明显改善，故而两者对冲下，社零增速将现企稳局面，考虑到二季度较一季度基数略有回落，二季度社零增速或微有回升。

图 9：社零增速维持低位



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：汽车跌幅收窄，地产链大幅回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资方面，1-2 月固定资产投资累计同比增速 6.1%，较 2018 年累计增速回升了 0.2 个百分点。从结构上看，地产投资增速意外走高，制造业投资大幅回落，基建投资略有回升。未来投资走势将取决于逆周期政策实施力度与地产投资下行幅度。

具体而言，地产投资方面，1-2 月累计同比增长 11.6%，超预期回升，主要受施工面积同比回升拉动，这点也能从设备工器具购置同比增速大幅上扬中得到印证，而土地购置费对地产投资的支撑作用不断弱化。但一方面，从领先指标看，商品房销售面积与销售额同比均大幅下滑，新开工面积、土地购置面积也因需求压制回落明显；另一方面，从财政收入来看，1-2 月全国政府性基金收入同比增速为-2.3%，其中国有土地出让收入同比增速为-5.3%，契税、城镇土地税等地产相关税收亦同比负增长，地产疲态渐显。故而在需求承压下，全年来看地产投资将大

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_13469