



宏观经济周报 (3.18-3.24)

美联储鸽声嘹亮

中国土地出让金创新高，英国 CPI 好于预期，增值税减税配套措施明确，美联储 3 月 FOMC 会议放鸽。

经济数据：

- **国内经济：**2018 年全国土地出让收入 65,095.85 亿元，创下历史新高。我国依赖土地财政模式已久，需要改变，主要依靠新经济来释放活力。
- **国际经济：**英国 2 月 CPI 公布为 1.9%，好于预期 1.8%；环比 0.5%，好于预期 0.4%。英国脱欧在即，经济活动受影响较小，好于预期。

事件与政策：

- **国内：增值税减税配套措施明确**
李克强总理发言，促进增值税减税配套措施实行，为企业减轻负担。
- **国际：美国 FOMC 会议放鸽**
美国 3 月 FOMC 会议不加息，且今年内或都不加息，2020 年加一次，9 月结束缩表。主要因担心经济环境，因此不加息在预期内。鸽派声音后，对外部尤其新兴市场压力较小，美债或更有吸引力。

重点行业跟踪：

- **上游：**原油价格有所上涨，铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳。
- **中游：**电厂耗煤量有所上升，高炉开工率较为平稳。
- **下游：**房产成交量十大城市下降，总体轻微上升。

相关研究报告

《宏观经济周报：经济平稳，改革加快》
20190127

《宏观经济周报：中国副总理刘鹤访美进行贸易磋商》 20190211

《宏观经济周报：结构化去杠杆达到预期目标》 20190305

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

钱思韵

021-20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

010-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

3 月 18 日至 3 月 24 日重要经济数据	4
国内：土地出让创新高，土地财政模式亟需改变	4
国外：英国 CPI 好于预期	4
3 月 18 日至 3 月 24 日重要事件与政策	6
国内：增值税减税配套措施明确	6
国际：美联储鸽声嘹亮，第一任务仍是保经济	6
3 月 18 日至 3 月 24 日重点行业跟踪	7
上游：原油价格有所上涨，铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳	7
中游：电厂耗煤量有所上升，高炉开工率较为平稳	7
下游：房产成交量十大城市下降，总体轻微上升	8
3 月 25 日至 3 月 31 日重点关注	9
国内	9
国际	9



图表目录

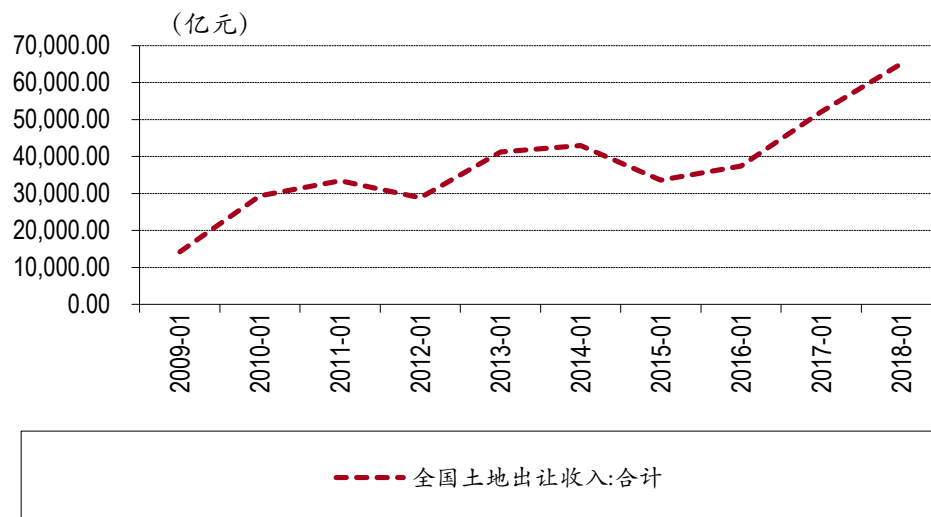
图表 1. 全国土地出让收入.....	4
图表 2. 英国 CPI 同比.....	5
图表 3. 英国 CPI 环比.....	5
图表 4. CRB 现货指数（工业原料）上涨.....	7
图表 5. NYMEX 原油价格上升.....	7
图表 6. 铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳.....	7
图表 7. 电厂耗煤量有所上升.....	8
图表 8. 高炉开工率较为平稳.....	8
图表 9. 房地产成交量有所上升.....	8

3月18日至3月24日重要经济数据

国内：土地出让创新高，土地财政模式亟需改变

2018年全国土地出让收入65,095.85亿元，创下历史新高。自2011年至今的八年间，全国土地出让收入总计超过33万亿元，年均超过4万亿元。自2011年至2017年，全国土地出让收入分别为33,166亿元、28,422亿元、41,250亿元、42,940亿元、32,547亿元、37,457亿元和52,059亿元。

图表 1. 全国土地出让收入



资料来源：万得，中银国际证券

我们认为，

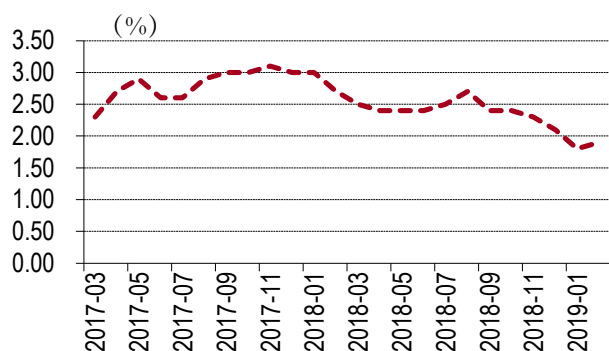
1. 自上世纪 90 年代分税制改革后，地方财政收入的相对不足导致地方政府转向土地经营，以此弥补城市建设的支出，土地出让金收入基本划归地方政府，实践过程中逐渐演变成地方的第二财政，也被外界俗称为“土地财政”。而数据的变大显示了地方政府越来越依赖于土地财政来创收。
2. 和土地财政相对应的是我国房地产这 20 年间的高速发展，政府让出地块和开发商大力开发形成了我国城镇化的高速建成，同时也拉高了房价，使得限购、限售等措施的推出。
3. 我国依赖于土地财政的模式亟需改变，通过扶持新兴经济、减税降费等措施释放经济活力，在提振经济的同时获得税收收入，从大政府逐渐转型为干预经济力度较小的小政府，促使经济健康长远地发展。

(信息来源：万得)

国外：英国 CPI 好于预期

3月20日，英国2月CPI公布为1.9%，好于预期1.8%；环比0.5%，好于预期0.4%。

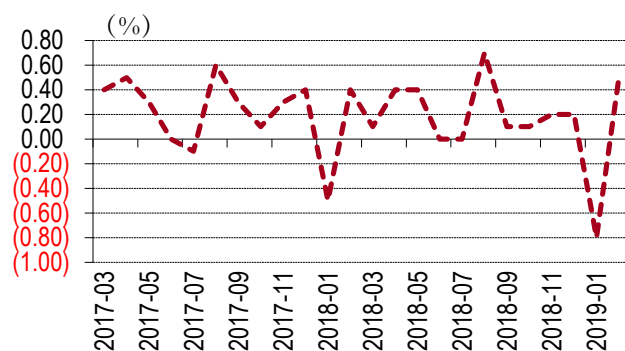
图表 2. 英国 CPI 同比



--- 英国:CPI:同比

资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 英国 CPI 环比



--- 英国:CPI:环比

资料来源：万得，中银国际证券

我们认为，

1. 英国脱欧时间临近，经济前景不甚明朗，但 CPI 表现好于预期，主要因经济活动受到影响较小所致。
2. 英国央行周四召开货币政策会议，维持利率不变。在英国脱欧尘埃落定之前，英国央行采取行动的空间有限。CPI 较为温和，英国央行料难加息。

(信息来源：万得资讯)

3月18日至3月24日重要事件与政策

国内：增值税减税配套措施明确

国务院总理李克强3月20日主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》责任分工，强调狠抓落实确保完成全年发展目标任务；明确增值税减税配套措施，决定延续部分已到期税收优惠政策并对扶贫捐赠和污染防治第三方企业给予税收优惠。

我们认为，

- 1.我国税改之后，增值税成为税收大头，在税种中占据了缴税大头。
- 2.我国减税降费的目的在于扶持企业发展，因此在增值税中做出减税动作极大地优惠了企业的税负，减轻企业负担，使得企业可以更好地释放活力，提高企业利润率。

（信息来源：万得）

国际：美联储鸽声嘹亮，第一任务仍是保经济

北京时间3月21日凌晨，美联储公布三月FOMC会议纪要，暂不加息、点阵图预期今年不加息且2020年加息一次、决定今年9月末停止缩表、下调今明两年的GDP增速和PCE通胀预期等。

精要如下：

缩表将在年内终结，年底将在3.5万亿美元的规模。

强调 positive outlook，但担心外部环境以及全球经济同步下行。

强调目前无需降息。

强调通胀的对称性（即现在不算达到目标，这影响了联储的政策可信度）。

提及美国劳动参与率低，需要改变这个状况来支持经济增长。

纪要公布后，美股收跌，美元、英镑下跌，10年期美债收益率大跌8个基点，至14个月低位。美国原油库存意外大降，美油上涨。

我们认为，

- 1.全球经济放缓的形势下，且美国CPI上涨缓慢，较难形成加息基础，因此3月不加息在预期内。今年看来，经济增长之势较小，因此无须用加息来抑制过热经济或CPI。
- 2.货币政策相对鸽派，给了经济一个相对宽松的环境，2月美国非农远不及预期，因此美联储希望通过提高劳动力参与率来提振经济。可见，在美联储规划中，经济增长仍是首要任务。
- 3.纪要公布后，显示今年或不加息，明年加息一次，且9月结束缩表，比上次会议更为鸽派，但显示对经济的担忧拉低了美元和美股的走势，同时避险和宽松预期使得资金涌入美债和黄金。美油虽然大涨，但经济前景欠佳可能压制油价上涨，预计油价上涨势头难以像去年迅猛。
- 4.美国退出紧缩，使得对于外部、尤其是新兴市场的压力减弱，而本国债券也更有吸引力。

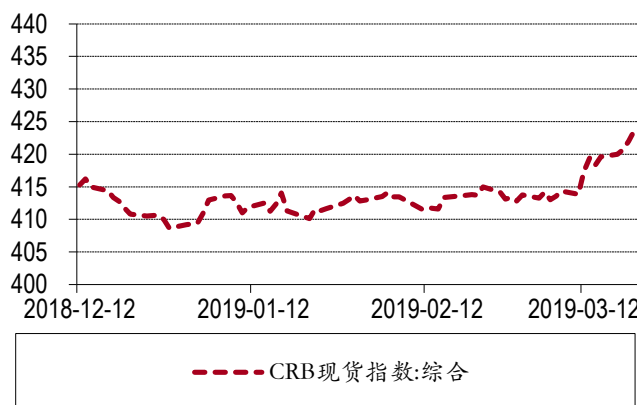
（信息来源：华尔街见闻）

3月18日至3月24日重点行业跟踪

上游：原油价格有所上涨，铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳

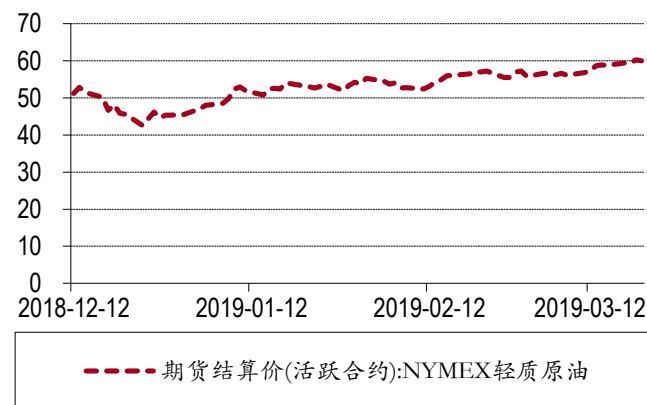
本周，CRB 现货指数（工业原料）上涨，由周一3月14日的418.27点上升至3月21日423.67点。本周，原油价格轻微上升，由3月14日的58.91美元/桶上升至3月22日的59.04美元/桶。

图表 4. CRB 现货指数（工业原料）上涨



资料来源：万得，中银国际证券

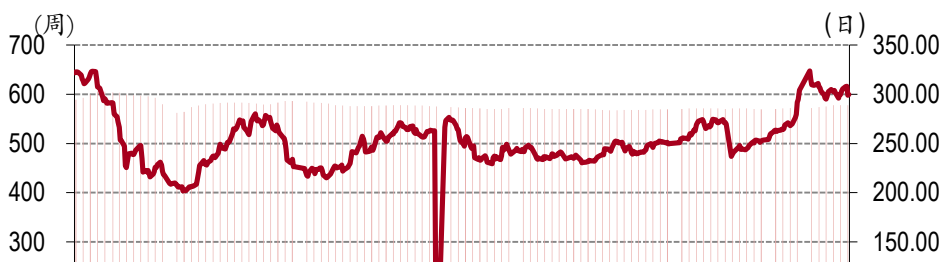
图表 51. NYMEX 原油价格上升



资料来源：万得，中银国际证券

本周，铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳。中国铁矿石价格指数(CIOPI)3月21日收至299.59，较上周的303.35有所下降。环渤海动力煤(Q5500K)综合价格指数3月20日当周为578元/吨，与上周保持一致。

图表 6. 铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳



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_13553

