

经济开局暂稳，财政积极发力

——3月中国宏观经济月报

实体经济：政策逆周期调节效果显现，经济开局形势平稳

- ❖ **生产：春节因素导致生产放缓。**1-2月全球贸易持续萎缩，主要经济体增长压力有所加大，但国内经济稳中向好。从生产看，受春节假期错位影响，工业生产有所放缓。1-2月规模以上工业增加值累计同比增长5.3%，较前值下滑0.9ppt。2月全国城镇调查失业率5.3%，较去年底提高0.4ppt。考虑到“稳就业”为“六稳”之首，民企纾困政策料将持续。
- ❖ **消费：下滑趋势下的短期企稳。**1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%，与上年12月当月同比实现微幅反弹，但累计同比仍然处于下行通道。前瞻地看，受居民收入增长放缓拖累，今年社消增速仍然不乐观。
- ❖ **投资：基建与房地产提振投资增速。**1-2月，城镇固定资产投资同比增长6.1%，较前值上行0.3ppt。基建增速的反弹很可能受到地方政府专项债发行提速刺激，后续能否持续取决于地方政府融资状况的能否持续改善，特别是非标和PPP。房地产投资同比增长11.6%，增速较去年底提升2.1ppt，大幅超预期，主要受到低基数、开发商期缴土地购置费和施工面积增速上升影响。但1-2月房地产销售面积、土地购置面积均大幅下滑至负增长、地方棚改规划套数大幅减少，叠加期缴土地购置费将大幅下滑，预示2019年房地产投资仍面临较大下行压力。但“因城施策”的房地产政策，以及下行的房贷利率将对房地产市场形成一定支撑。
- ❖ **贸易：春节扰动，出口新低。**1-2月出口金额累计同比-4.6%。出口金额增速下滑的主要原因：（1）全球经济放缓使得外需持续回落（2）今年春节前导致1、2月出口增速前高后低。
- ❖ **通胀：PPI维持温和，PPI止跌企稳。**2月CPI同比增长1.5%，小幅下滑，主要因食品项基数较高导致。猪肉价格上涨仍是未来通胀关注的重点。PPI当月同比增长0.1%，在通缩边缘止跌企稳。若后续大宗商品无大幅下滑，则预计3-4月PPI出现反弹、5-10月期间进入通缩风险概率较大、11-12月走出通缩。地产施工增速提升、基建投资发力，是PPI中枢上移的积极信号。

货币金融：信用企稳的基础仍在

- ❖ **社融增速小幅回落，企稳基础仍在。**2月末M2、社融分别同比增长8.0%和10.1%，较上月末回落0.4个和0.3个百分点。M2和社融弱于预期既有需求偏弱的影响，也与短期扰动因素有关，信用企稳的条件可能并未恶化。随着近期财政支出加快以及表外收缩的边际企稳，预计3月末M2增速会小幅反弹，社融有望保持基本稳定，全年M2增长中枢小幅抬升和社融企稳基本无忧。

财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快

- ❖ **国企上缴利润提高致非税收入大增，交通运输领跑支出增速。**1-2月，一般公共预算收入同比增长7%，增速较去年全年增速有所回升。这体现了去年以来减税降费政策的效果，同时也反映了经济基本面较去年同期的疲弱。其中，非税收入大幅增加，预计与增加国企利润上缴有关。一般公共预算支出同比增速14.6%，维持了近年来同期的较高水平。同时，中央和地方政府均明显加大了财政支出的力度，一改去年中央财政支出同比增速明显高于地方的情况。其中，交通运输支出增速领跑各项一般公共预算支出。

政策前瞻：告别旧刺激，推动新增长

- ❖ 2019年《政府工作报告》强调“坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”，主要将通过减税降费、结构性货币政策工具、市场化改革、科技创新和对外开放应对经济下行压力，推动我国向“高质量发展”的新增长模式转型。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

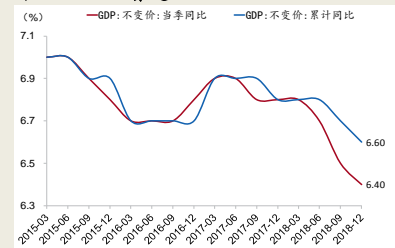
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

中国 GDP 增速



近期中国宏观报告

[19年3月7日](#)

[再议赤字率“红线”](#)

[19年3月6日](#)

[春未老，且将新火试新茶——五大方面深度解读《政府工作报告》](#)

[19年3月4日](#)

[中国可能已陷入“低生育陷阱”](#)

[19年1月28日](#)

[2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现——1月宏观经济月报](#)

[19年1月22日](#)

[第四季度 GDP 增速放缓超预期；重点关注减税措施](#)

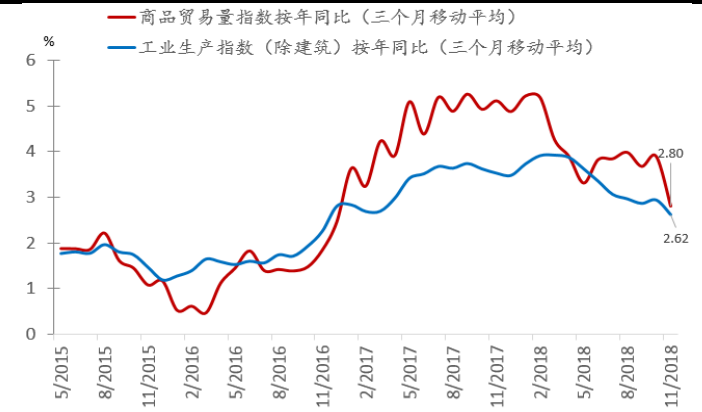
目录

I. 海外宏观：全球贸易持续萎缩，货币政策正式转向	3
II. 实体经济：开局暂稳	5
1. 生产：春节因素导致生产放缓	5
2. 消费：下滑趋势下的短期企稳	5
3. 投资：基建与房地产提振投资增速	6
4. 贸易：春节扰动，出口新低	7
5. 物价：CPI 延续温和，PPI 低位企稳	8
III. 货币金融：信用企稳的基础仍在	10
1. 社融增速小幅回落，企稳的基础仍在	10
2. M2 增速小幅回落，M1 增速季节性反弹	10
3. 各项贷款增长稳定，存款增长小幅回升	11
4. 流动性总量充裕，市场利率小幅回落	11
IV. 财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快	14
1. 财政收入：减税降费仍待发力，国企上缴利润提高致非税收入大增	15
2. 财政支出：积极迹象已显现，交通运输支出增速领跑	16
V. 政策前瞻：告别旧刺激，推动新增长	17
1. 增长目标：经济下行容忍度提高，就业目标重要性上升	17
2. 积极的财政政策更加积极，注重提质增效、激发微观主体活力	17
3. 稳健的货币政策松紧适度，疏通传导机制、降低实体融资成本	17
4. 政策取向：弱化“三去”政策，强调市场化、创新、开放	18
5. 房地产：未提棚改目标，推进长效机制建设	18
6. 小结	18

I. 海外宏观：全球贸易持续萎缩，货币政策正式转向

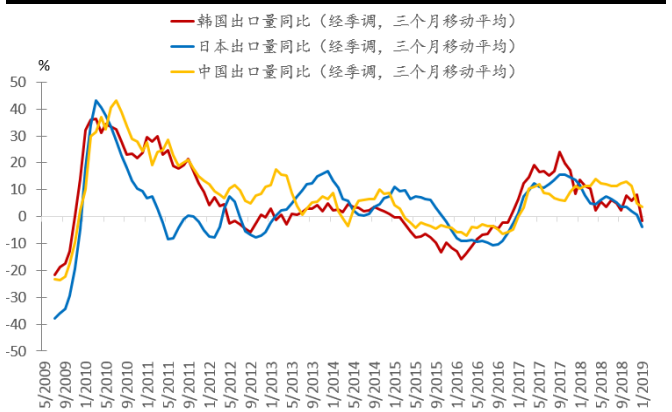
从需求端看，主要发达国家和新兴经济体的经济状况仍不容乐观。经济政策不确定指数仍处于高位，工业生产下行趋势持续，全球贸易出现萎缩，日、韩等国的出口自年初起快速下滑。在中美贸易谈判有望取得进展、全球主要央行货币政策转向以及中国推行稳增长政策等积极因素提振下，乐观情绪逐渐重返全球资本市场，但这些利好仍需时日才可转化为实体经济的增长动力。在此背景下，OECD 和欧央行在本月再次大幅下修全球、特别是欧洲的经济增长预测，OECD 将欧元区 2019 年和 2020 年经济增速从 1.8%和 1.6%分别下调至 1.0%和 1.2%。

图 1: 全球工业生产和贸易增速持续下滑



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2: 东亚国家出口出现萎缩



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

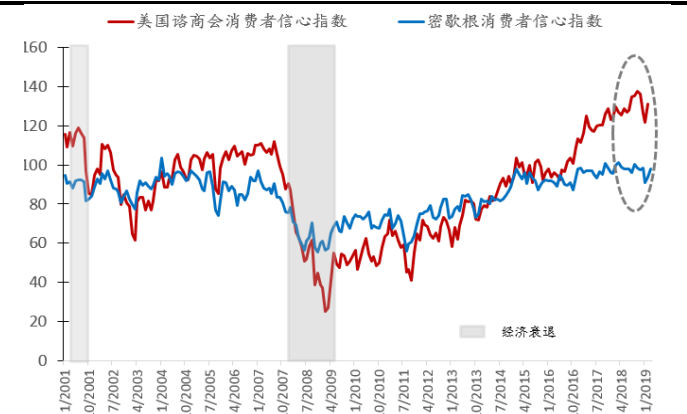
图 3: 主要经济体综合 PMI 指数

	18年2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月
美国	55.8	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5
欧元区	57.1	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9
英国	54.5	52.4	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5
日本	52.2	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7
中国	53.3	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

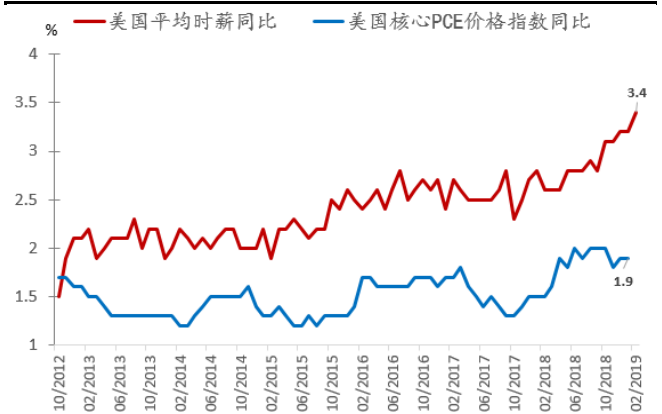
美国经济增速放缓，薪资提升加快。2018 年 4 季度美国实际 GDP 年化环比增长率回落至 2.6%（初值），较前两个季度的增速（2、3 季度分别为 4.2%和 3.4%）已经显著放缓。在大规模财政开支的支撑下，2018 年全年实际 GDP 增速为 2.9%，该增速虽未达到特朗普承诺的 3%经济增速，却仍使美国成为去年唯一超过 2017 年增速的主要经济体。由于联邦政府停摆的终止以及近期权益市场情绪的回暖，美国消费信心指数结束下滑，于 2、3 月出现明显回升。尽管 2 月新增非农就业人数急剧下降至仅两万，但考虑到该数据波动较大，通过分析多月均值显示美国就业增长仍旧强劲。一度迟滞的薪资增速出现加快迹象，有助提振美国国内需求。通胀提升仍缺乏动力。

图 4: 美国消费者信心指数小幅反弹



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 5: 美国薪资增速提升



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

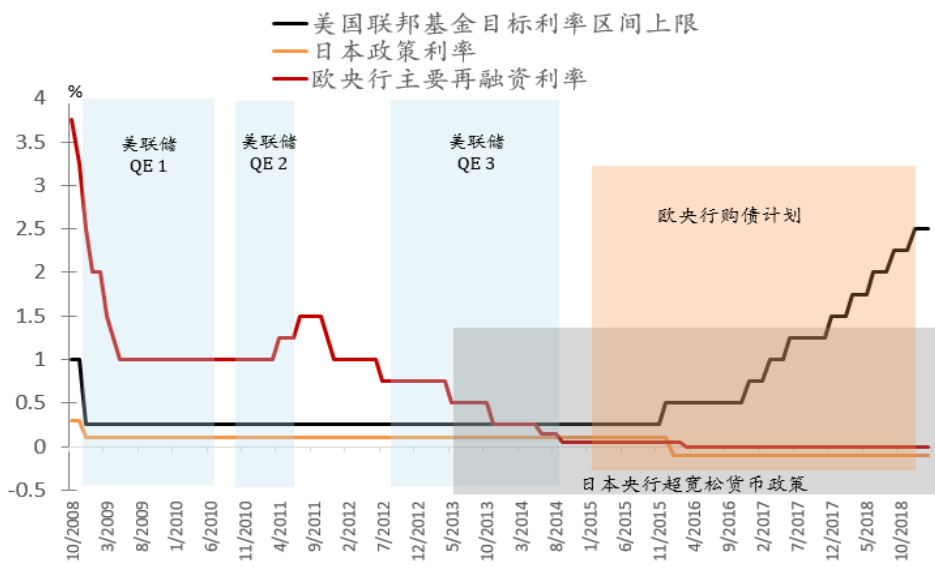
欧元区与英国经济稍有改善，脱欧延期后仍前景未卜。2月欧元区服务业和综合PMI均止跌回升，唯制造业受新订单减少拖累而难在短期内显著回暖。英国GDP在1月录得0.5%的环比增长。尽管欧洲整体经济稍有改善迹象，但脱欧风险仍在严重影响投资计划和消费者信心。两度否决首相特雷莎·梅的脱欧方案后，英国议会支持政府向欧盟申请推迟脱欧，并反对“无协议脱欧”。英国仍将与欧盟协商推迟脱欧相关事宜，脱欧大概率将延期至5月欧盟议会选举之后，意味着脱欧形势依然不明朗。

欧央行重启刺激计划，全球货币政策正式转向。在结束购债仅三个月后，欧央行于本月发表超预期鸽派利率决议，明确将维持主要利率不变至少至2019年末，并宣布将于9月重启定向长期再融资操作（TLTRO），通过向商业银行提供低成本的贷款以刺激经济增长，成为此轮全球经济下行中首家采取刺激性政策的主要央行。

美联储在3月议息会议后，进一步下调了对于美国经济增长的预期，对2019年和2020年经济增速的预测由上年12月的2.3%和2.0%，下调至2.1%和1.9%。美联储预计今年不会加息，明年最多加息一次。同时宣布从今年5月开始逐步放缓收缩资产负债表步伐，将每月国债缩减上限由300亿美元减半至150亿美元，至9月结束“缩表”进程。可见，3月美联储议息会议在“加息”和“缩表”两大货币政策操作上做出了超预期的“鸽派”转向，体现了美联储对经济风险的高度警惕。

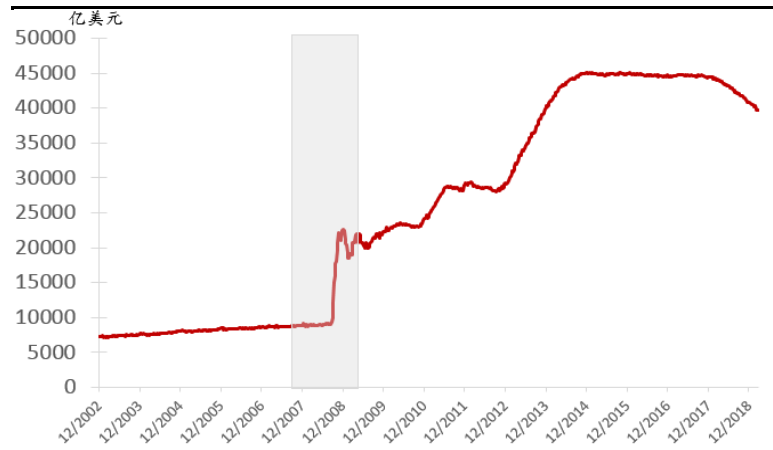
欧央行和美联储在本月的一系列声明标志着全球主要央行的货币政策已全面转向，有利于改善流动性状况，也意味着货币政策对于实体经济和资本市场的制约进一步减少，美元的支撑则将进一步趋弱，新兴市场资本外流和货币贬值压力将大幅降低。

图6: 主要央行政策利率及货币政策



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

图7: 美联储总资产规模



资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

II. 实体经济：开局暂稳

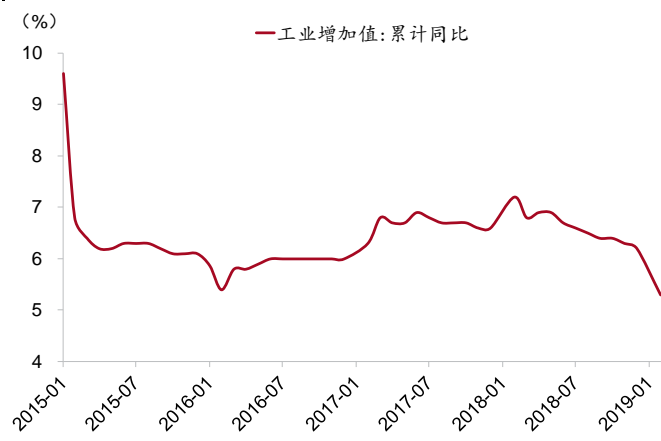
1. 生产：春节因素导致生产放缓

1-2月工业增加值同比5.3%，较上年下滑0.9个百分点。工业生产增速较前值有所下滑，主要受出口负增长、企业主动去库存放缓生产以及春节错位因素共同导致。分三大门类看，采矿业、公用事业和制造业的增速均有所放缓。

今年春节是2月5日，较去年提前11天，对生产的影响集中在2月份。剔除春节错位扰动后，1-2月工业增加值累计同比增长6.1%，较前值下降0.1个百分点，跌幅有所收窄。考虑到近期6大发电集团日均耗煤量、钢材产量等数据已有所反弹，叠加上年低基数影响（2018年春节对工业生产的影响持续至3月），3月工业生产增速有望反弹。

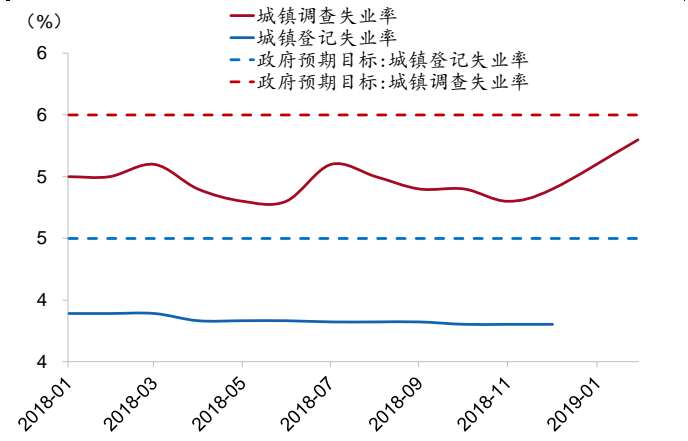
2月全国城镇调查失业率5.3%，较去年底提高0.4个百分点。统计局表示失业率回升主要受春节因素导致的摩擦性失业，但今年2月失业率相比1月的季节性反弹（0.2个百分点）显著高于上年（0.06个百分点）。考虑到“稳就业”为“六稳”之首，且今年《政府工作报告》“首次将就业政策置于宏观政策层面”，以及民企创造了80%以上的城镇劳动就业和90%以上的新增就业的事实，民企纾困政策料将持续。

图8: 工业生产趋势性放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图9: 就业压力有所显现

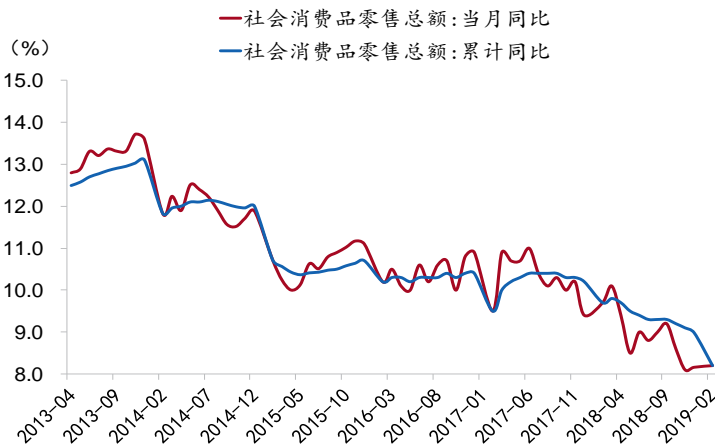


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 消费：下滑趋势下的短期企稳

1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%，与上年12月当月同比实现微幅反弹，但累计同比仍然处于下行通道。受汽车购置税优惠政策退坡影响，汽车销售同比仍然负增长，当月跌幅（-2.8%）较前值（-8.5%）有所收窄；房地产销售疲弱使得家电、家具、装潢等地产相关行业销售增速有所下滑。短期看，社消增速有所企稳，当月同比增速连续3个月微幅反弹。前瞻地看，受居民收入增长放缓拖累，今年社消增速仍然不乐观。

图 10：社会消费品零售总额累计增速继续放缓

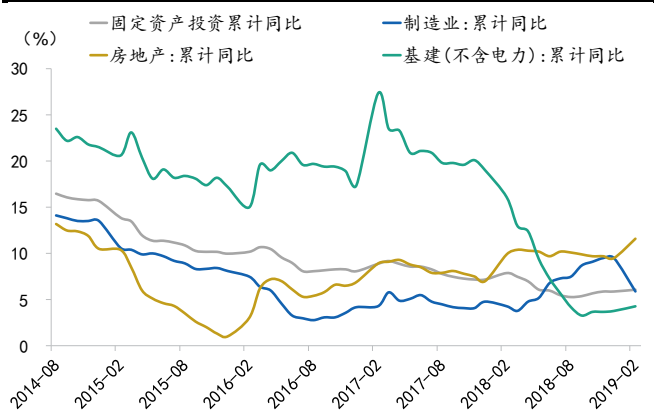


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3. 投资：基建与房地产提振投资增速

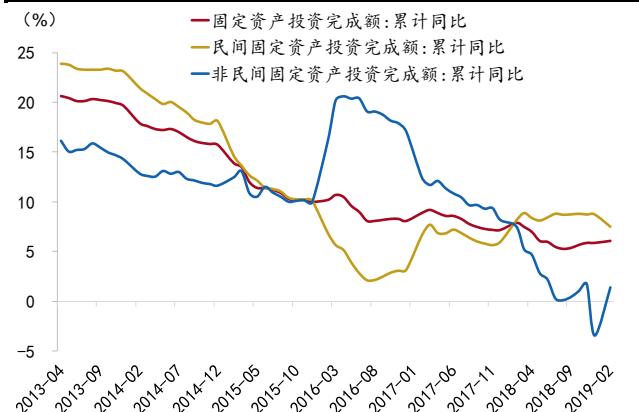
1-2 月，城镇固定资产投资同比增长 6.1%，较前值上行 0.3 个百分点，超出市场预期，主要由基建和房地产开发投资拉动，制造业投资则形成拖累。其中，民间投资增速有所下滑，非民间投资增速有所反弹。

图 11：固定资产投资增速小幅反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 12：非民间投资增速有所反弹

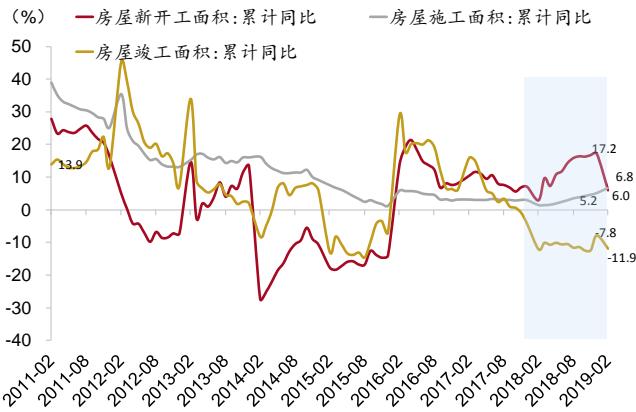


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

基建投资（不含电力）同比增长 4.3%，增速较去年全年提升 0.5 个百分点。这指向去年底积极的财政补短板效果有所显现，也与近期高企的建筑业 PMI 指数相互印证。基建增速的反弹很可能受到地方政府专项债发行提速刺激，后续能否持续取决于地方政府融资状况的能否持续改善，特别是非标和 PPP。在经历了大规模清理之后，PPP 项目推进一度陷入低迷，而近期财政部印发《推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，明确了 PPP 规范与否的界限并列正负面清单，一定程度上有助于舒缓地方政府和社会资本的顾虑，稳定 PPP 预期。

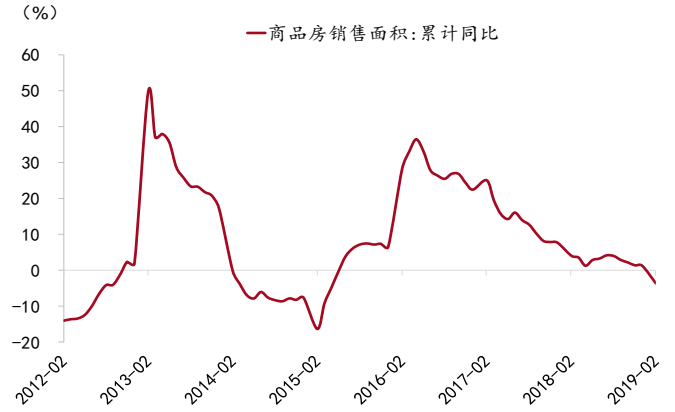
房地产投资同比增长 11.6%，增速较去年年底提升 2.1 个百分点，大幅超出预期，主要受到低基数、开发商期缴土地购置费和施工面积增速上升影响。其中建安及设备购置投资同比增长 6.5%，扭转了去年全年负增长的趋势；土地购置费增速放缓至 34.5%。但 1-2 月房地产销售面积、土地购置面积均大幅下滑至负增长、地方棚改规划套数大幅减少，叠加期缴土地购置费将大幅下滑，预示 2019 年房地产投资仍面临较大下行压力。但“因城施策”的房地产政策，以及下行的房贷利率将对房地产市场形成一定支撑。

图 13: 开工面积高增速出现转向



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

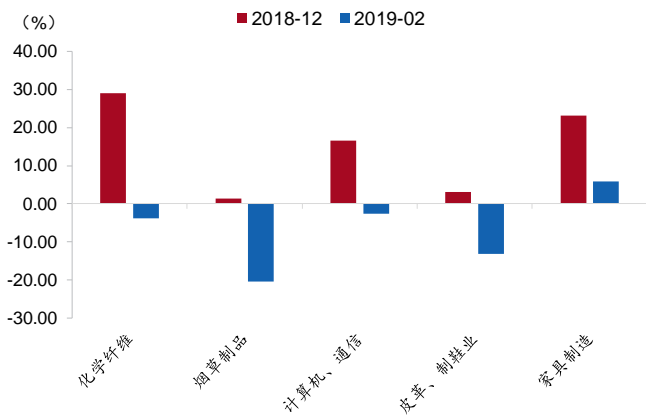
图 14: 商品房销售“右侧厚尾”的格局继续



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

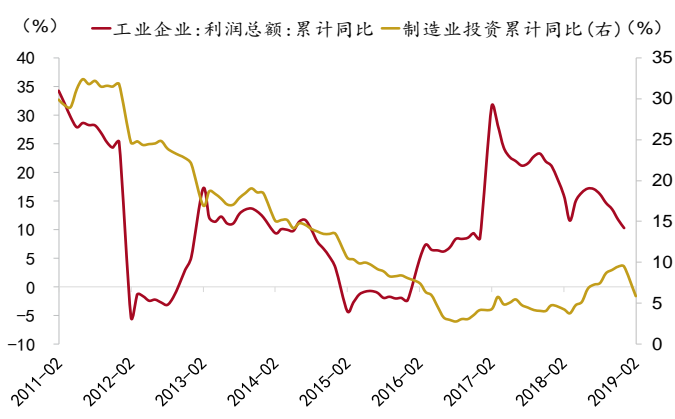
制造业投资同比增长 5.9%，增速较去年底大幅下滑 3.6 个百分点，以当月同比增速比较，下滑幅度相同。去年下半年企业盈利增速下滑逐渐对制造业投资形成压制，随着 PPI 接近通缩区间，今年企业盈利增长仍然不容乐观。但大规模的减税降费或将边际缓解制造业投资增长的下行压力。

图 15: 化学纤维、烟草等行业投资增速下滑显著



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



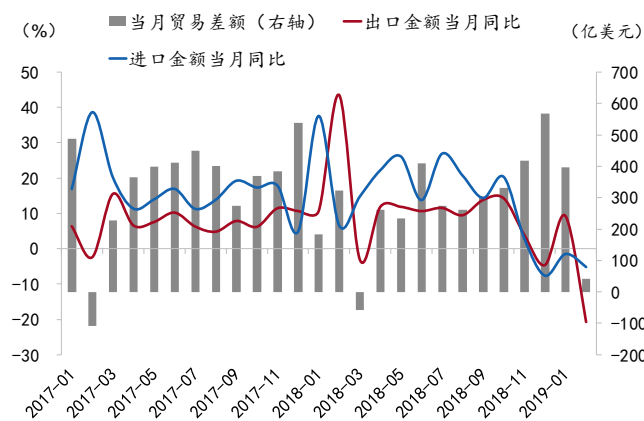
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

4. 贸易：春节扰动，出口新低

以美元计，2019 年 2 月出口金额 1,352 亿美元，当月同比-20.7%（预期-5%），创下 3 年来新低；进口金额 1,311 亿美元，当月同比-5.2%（预期-0.6%），进出口金额同比增速均有所下滑。

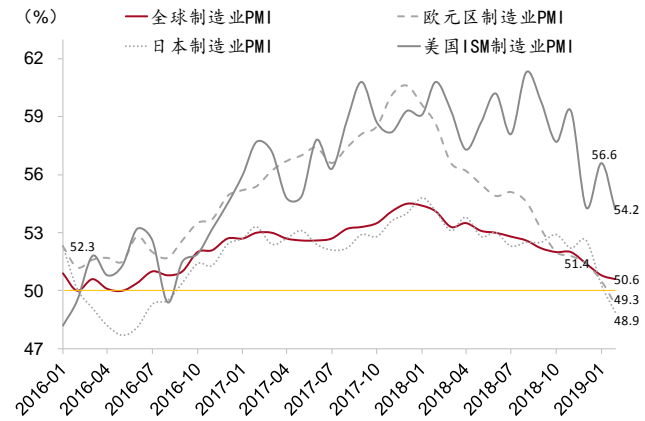
出口金额增速下滑的主要原因有二：（1）全球经济放缓使得外需持续回落。2019 年 2 月，全球制造业 PMI 下滑至 50.6，延续下行趋势。欧元区和日本制造业 PMI 分别自 2013 年 6 月、2016 年 9 月以来首度滑落至荣枯线下方。2 月 BDI 指数较 1 月环比下降 41%，叠加 2 月韩国出口同比-11.1%，印证国际贸易需求大幅回落。（2）今年春节前移导致 1、2 月出口增速前高后低。出口企业在春节前通常会集中出口，今年春节前移使得企业出口高峰也相应提前至 1 月，推高了 1 月的出口（同比增长 9.1%），也加剧了 2 月出口的下滑。1-2 月合计出口金额同比为-4.6%（剔除春节错位的影响），仍呈下滑态势。

图 17: 出口金额当月同比增速创近三年新低



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 18: 外部需求有所回落

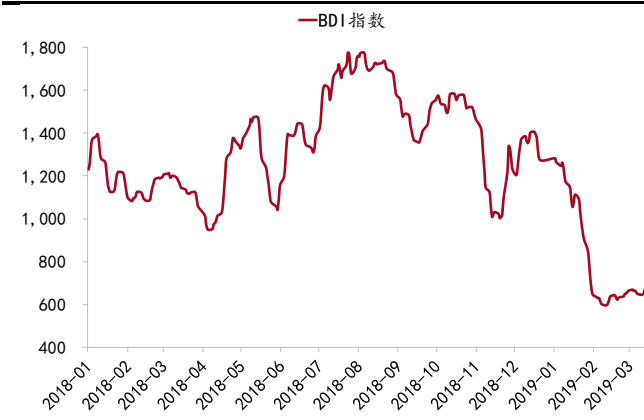


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

进口增速下滑，指向内需疲弱，前期贸易抢跑效果消散。除去春节因素，1-2月整体来看，进口金额同比为-3.1%。分国家和地区看，对金砖国家、欧盟、东盟进口金额当月同比增速出现下滑，对美国、日本进口金额同比增速有所回升。分产品看，目前公布的数据中石油、农产品、钢材、铜材、汽车及底盘当月进口金额同比增速下滑显著。

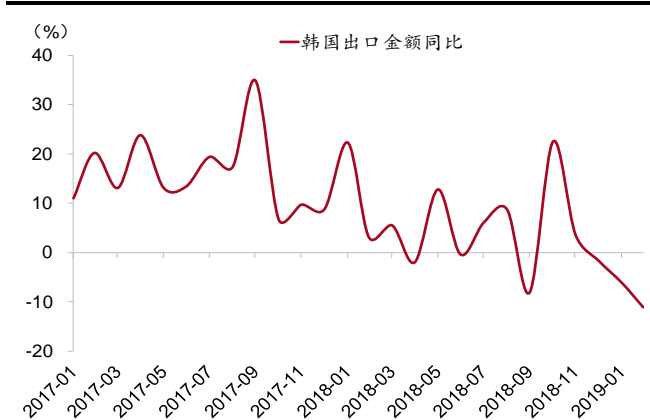
由于出口增速下滑幅度大于进口，贸易顺差有所收窄。以美元计，2月贸易顺差41.2亿美元，同比减少90%；1-2月合计437.1亿美元，同比减少13.7%。

图 19: BDI 指数仍保持在低位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 20: 韩国出口金额同比连续负增长



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

总体来看，2月进出口增速大跌主要受到春节错位影响，1-2月合计数据下滑幅度大体仍符合预期。目前中美经贸磋商已在一系列具体问题上取得实质进展，有助于经贸信心边际

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_13563

