

民银智库研究

2019 年第 6 期

总第 98 期

中国民生银行研究院

2019 年 3 月 15 日

激发市场新活力 推动经济新发展

——2019 年 3 月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.cn

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅瑾

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- 2 月以来全球经济复苏基础继续弱化。经合组织近日发布的《经济展望》报告再度下调 2019 年全球经济增速预期。美国经济增长疲弱，提高债务上限问题重启，美联储继续释放鸽派信号，3 月下旬议息会议预计继续保持观望状态；欧洲通胀维持低位，英国脱欧大概率延期，欧央行推迟加息预期至 2020 年并提前推出 TLTRO；日本经济下行压力加大，短期内难以退出超宽松货币政策，政策成本日渐上升；新兴经济体发展持续分化，增长普遍不及预期。整体来看，我国面临的外部挑战与不确定性仍然较大。
- 1-2 月我国经济运行总体平稳。一是剔除春节因素后 1-2 月工业增加值比去年 12 月份加快 0.4 个百分点；二是投资在基建投资渐进复苏和房地产投资高位提升支撑下延续回暖态势，1-2 月增速比 2018 年全年提高 0.2 个百分点；三是消费稳中有升，名义增速与去年 12 月持平，实际增速加快 0.5 个百分点；四是前两个月信贷和社融均同比多增，累计增速反弹，为良好开局提供保障；五是金融市场运行平稳。人民币汇率继续升值，外汇储备连续 4 个月有所增加，股票市场趋于活跃。
- 我国经济下行压力并未减弱。一是制造业和民间投资增速超预期下滑，显示企业信心仍然疲弱；二是房地产相关数据全面走软，在购置费分摊因素消退后开发投资增速将继续回落；三是进出口在内外需疲软的大背景下预计仍将以下行为主；四是城镇调查失业率在 2 月份反弹，将会对居民消费形成拖累。
- 政策展望与建议。面对下行压力，政策应加大逆周期调节力度，除了以减税降费为核心推动财政政策加力提效，以疏通传导机制为核心加大货币政策调节之外，更重要的是要通过改革激发市场活力，以市场活力顶住下行压力。一是推动降低制度性交易成本，进一步优化营商环境；二是切实推进减税降费，降低企业运营成本；三是深化重点领域改革，加快完善市场机制。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国：经济增长显现疲态，美联储继续释放鸽派信号	1
欧洲：英国脱欧大概率延期，欧央行提前推出 TLTRO	2
日本：经济下行压力加大，政策成本日渐上升	4
新兴市场：经济发展持续分化，增长普遍不及预期	5
二、我国宏观经济形势分析	6
工业：增速显著下滑，一季度仍将承压	6
投资：延续回暖态势，基建地产是主要支撑	8
房地产：投资增速逆势强升，关键指标全面回落	10
消费：开局平稳增长，保持升级势头	11
外贸：进出口双双回落，促进外贸稳中提质是政策主线	12
通胀：CPI 小幅回落，PPI 或将面临短期通缩	14
金融：货币信贷增长再度收缩，季节性因素影响显著	15
汇率：人民币汇率继续升值，外汇储备继续回升	17
三、政策回顾与展望	18
主要宏观政策回顾	18
政策展望与建议	20
主要宏观经济及金融数据一览表	23

一、全球宏观经济形势分析

2 月以来全球经济复苏基础继续弱化。经合组织近日发布的《经济展望》报告再度下调了 2019 年全球经济增速预期。美国经济增长疲弱，提高债务上限问题重启，美联储继续释放鸽派信号，3 月下旬议息会议预计继续保持观望状态；欧洲通胀维持低位，英国脱欧大概率延期，欧央行推迟加息预期至 2020 年并提前推出 TLTRO；日本经济下行压力加大，短期内难以退出超宽松货币政策，政策成本日渐上升；新兴经济体发展持续分化，增长普遍不及预期。整体来看，我国面临的外部挑战与不确定性仍然较大。

美国：经济增长显现疲态，美联储继续释放鸽派信号

美国经济增长逐渐显现疲态。制造业景气下降，2 月美国 ISM 制造业 PMI 为 54.2%，较上月回落 2.4 个百分点，但仍连续 30 个月高于荣枯线。消费有所回升，1 月消费零售消费同比增长 2.3%，较 2018 年 12 月上升 0.5 个百分点，2 月密歇根消费者信心指数为 93.8，较上月上升 2.6。劳动力市场意外下滑，2 月新增非农就业 2 万人，较上月大幅下降 29.1 万人；失业率为 3.8%，较上月下降 0.2 个百分点；劳动参与率为 63.2%，与上月持平。通胀继续回落，2 月 CPI 同比升 1.5%，较 1 月回落 0.1 个百分点，核心 CPI 同比升 2.1%，较 1 月回落 0.1 个百分点。进出口增速放缓，2018 年 12 月美国出口季调同比增长 0.1%，较 11 月下降 3.3 个百分点；进口季调同比增长 3.1%，较 11 月下降 0.1 个百分点；贸易逆差 597.7 亿美元，较 11 月增加 94.7 亿美元，对中国贸易逆差为 368.3 亿美元，较上月减少 10.3 亿美元。

美联储继续展现鸽派立场。2 月 20 日，美联储公布了今年 1 月货币政策会议纪要。一是下半年将会停止缩表。纪要提到，“在今年下半年的某个时间点结束资产持有量的减少，然后将投资组合的规模大致保持不变，以便准备金的平均水平以非常缓慢的速度下降，以匹配联储其他负债的增长趋势”；二是强调对加息保持耐心。“所有官员都支持暂停加息，直至能更好判断去年 12 月加息后美国经济增长风险的影响”，显示出美联储委员对经济增长风险的担忧有所增加，同时在涉及加息问题时多次提到以数据为主，可见美联储再度加息的难度继续上升。CME “美联储观察”数据显示，美联储 3 月及 6 月维持现有利率

的概率均高于 90%。在本月下旬的议息上，美联储可能继续保持观望状态。

提高债务上限问题重启。美国国会预算办公室警告称，如果国会没有及时提高债务上限，美国财政部将在本财年（至 9 月 30 日）结束后“没有现金可用”，这意味着美国今年秋季将面临公共债务偿付困境。同时，美国财政部公布的月度预算报告显示，从去年 10 月开始的 2019 财年前四个月，联邦政府预算赤字扩大至约 3100 亿美元，比 2018 年同期大幅增加 1346 亿美元，增幅达 77%。财政赤字飙升的原因，一方面是美国联邦政府在社会保障、国防开支和国债利息支出等领域的支出增加，另一方面是受特朗普政府大规模减税计划影响，政府从个人和企业处获得的税收收入明显减少。政府巨额赤字反映出美国政府当前财政政策的不可持续性，同时也使得白宫与国会之间关于提高政府债务上限的新一轮博弈难度加大。不过，从历史经验来看，债务上限将大概率被再次上调，但两党围绕债务问题的谈判拉锯战势必在未来数月展开。在市场对美国经济担忧日渐加深的背景下，债务风险或将进一步拖累市场信心。

欧洲：英国脱欧大概率延期，欧央行提前推出 TLTRO

欧元区经济复苏动能趋弱。生产持续下滑。受外需疲软影响，欧元区 2 月制造业 PMI 由上月的 50.5% 回落至 49.3%，为 2013 年下半年以来首次跌破 50% 的荣枯线，其中新订单指数创近 6 年来最大降幅；服务业 PMI 为 52.8%，回升至 3 个月高点，但仍处于今年较低水平。**消费有所好转。**1 月零售销售指数同比增长 2.2%，较上月提高 1.9 个百分点，为 2018 年以来较高水平。2 月消费者信心指数由上月的 -7.9 微升至 -7.4，仍为近两年来较低水平。**通胀仍处低位。**2 月 CPI 同比上涨 1.5%，较上月微升 0.1 个百分点，连续四个月未达到欧央行 2% 的通胀目标；核心 CPI 同比上涨为 1.0%，较上月微降 0.1 个百分点。**就业形势持续向好。**1 月欧元区失业率为 7.8%，与上月持平，维持近 10 年来新低。**经济景气度维持低位。**2 月经济景气指数为 105.3，连续九个月下滑，为 2016 年 10 月以来最低水平。

英国脱欧日期大概率延后。3 月 12 日，英国议会以 391 比 242 的大比例投票第二次否决首相特蕾莎·梅的脱欧协议。3 月 13 日，英国议会投票反对英国在任何情况下“无协议脱欧”。受此消息提振，英镑兑美元

短线飙升，创近两年最大单日涨幅，刷新九个月新高。3月14日，英国议会以 412 对 202 的大比例投票同意将脱欧日期延长至 3 月 29 日的最后期限之后，这为首相梅重新努力在下周让脱欧协议获得英国议会批准铺平了道路。如果英国内部能够在 3 月 20 日前就脱欧协议达成一致，则英国将向欧盟申请将脱欧最后期限推迟至 6 月 30 日；若无法在 3 月 20 前达成一致，则脱欧最后期限需要被延长更多。

欧央行比预期更为鸽派。3 月议息会议维持三大利率不变，推迟加息时间至 2020 年，并将推出新一轮定向长期再融资操作（TLTRO）。欧央行将利率前瞻性指引由此前的“预计至少在 2019 年夏天前将保持利率不变”修改为“预计至少在 2019 年年底前将保持利率不变”。欧央行将加息时点延后半年，符合市场对欧央行将不早于 2020 年加息的预期，但提前宣布这一决定，仍令市场深感意外。**欧央行还宣布将启动第三轮 TLTRO，持续时间为 2019 年 9 月至 2021 年 3 月，每次操作（贷款）期限均为两年。**TLTRO-III 将为欧元区银行提供低利率贷款，进而保持良好的贷款环境、促进货币政策顺利传导并刺激实体经济发展。欧央行第一批和第二批 TLTRO 分别于 2014 年和 2016 年启动，第二批中的绝大部分将于 2020 年 6 月到期。新一轮 TLTRO 的推出将使欧央行货币政策立场更为宽松，有助于增强区内经济韧性，推动通胀重新接近官方目标。

欧央行大幅下调增长和通胀预期。分别将 2019 和 2020 年的 GDP 增长预期较 2018 年 12 月下调 0.6 和 0.1 个百分点至 1.1%、1.6%，将 2019 和 2020 年的通胀预期分别下调 0.4 和 0.2 个百分点至 1.2%、1.5%，进一步远离官方通胀目标。会后，欧央行行长德拉吉指出，欧元区经济增长前景“依旧偏向下行”，与地缘政治、保护主义和新兴市场脆弱有关的不确定性持续存在，并对市场情绪造成影响。经济扩张已经出现了“较为可观的温和化走势”，预计会在 2019 年延续。但考虑到欧元区失业率屡创十年新低，劳动力市场仍在改善、薪资有所增长并对消费形成支撑，欧元区陷入经济衰退的可能性较低。

欧央行未来政策路径面临双重挑战。经济方面，英国脱欧、欧元区生产端疲软以及意大利经济陷入技术性衰退三重风险仍较为显著，全球经济走软、中国等主要国家需求趋弱则将制约欧元区出口增长。货币政策方面，欧央行内部对何时加息仍存在争议。一些委员认为可保持利率不变至 2020 年 3 月，其他一些委员则担忧如果一直保持负利率，可能会对银行业利润造成负面冲击。

日本：经济下行压力加大，政策成本日渐上升

经济下行压力加大，增长动力不足。生产端陷入紧缩。1 月工业生产指数经季节调整后为 100.8，环比大幅下降 3.7%，连续 3 个月环比下降；2 月制造业 PMI 为 48.9%，较上月下降 1.4 个百分点，创 2016 年 6 月以来新低。消费疲弱。1 月商业销售额同比下降 0.7%，增速较上月回落 0.4 个百分点；2 月消费者信心指数为 41.2%，较上月下降 0.7 个百分点，连续第 5 个月恶化。对外贸易持续逆差。1 月出口同比下降 8.4%，较上月回落 4.5 个百分点，创 2016 年 10 月以来最大降幅；进口同比下降 0.6%，较上月回落 2.5 个百分点；贸易逆差 14157 亿日元，连续第 4 个月出现逆差。通胀略有改善。1 月 CPI 同比上涨 0.2%，较上月回落 0.1 个百分点，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.8%，较上月回升 0.1 个百分点，环比下降 0.2%。

日本央行继续维持超宽松货币政策。3 月 15 日日本央行宣布维持货币政策不变，继续保持宽松态势。一方面，在全球贸易争端不断和经济增速放缓的背景下，外需疲软对日本经济造成较大冲击，工业生产、房屋开工、零售销售、对外贸易等方面都表现出疲弱态势，一季度经济放缓风险上升。日本 1 月份景气一致指数环比下降 2.7 至 97.9，为连续 3 个月下滑。鉴于景气动向指数表现欠佳，内阁府对日本经济基本情况的判断从此前的“表现出停滞”下调至“表现出向下的迹象”。另一方面，受新年长假影响，日本 1 月休假住宿等服务消费涨幅较大，拉动核心 CPI 同比上升 0.8%，较上月上升 0.1 个百分点，但距离 2% 的目标仍然很远。

货币政策成本日渐上升。截至 2018 年底，日本央行资产负债表规模已超过 GDP 规模，这是日本首次出现这种情况，是继瑞士之后的全球第二例。由于超宽松的货币政策保持不变，日本央行资产购买仍将继续，总资产仍趋于扩张，这无疑会导致持续的市场扭曲。低利率政策给银行业获利造成的长期下行压力，也可能导致金融系统不稳。

财政压力不断上涨也制约着日本经济的发展。日本 2019 年财政预算首次突破 100 万亿日元，连续 7 年刷新历史。尽管经济展望疲软，但安倍仍明确表示，今年 10 月将如期提高消费税税率至 10%。提高消费税率有助于改善财源、提高财政治理能力，以建立全覆盖型社会保障体系和应对少子化、老龄化问题，但可能导致居民消费支出下降，对经济发展造成冲击。对此，日本政府表示将拿出充足的财政预算，全力应对增税。

此外，今年新天皇登基以及 2020 年东京奥运景气也将拉动内需，在一定程度上抵消增税的负面影响。综合考虑，预计届时消费税率上调冲击有限。

新兴市场：经济发展持续分化，增长普遍不及预期

2 月以来主要新兴经济体国家发展持续分化，增长普遍不及预期。印度经济保持扩张态势，预计 1 季度增速将放缓至 6.1%；巴西经济缓慢复苏，但增长远不及预期；由于一次性因素提振，2018 年俄罗斯经济超预期增长，但预计 2019 年将明显放缓；南非经济略有改善，但是经济复苏前景并不乐观。

印度经济扩张放缓，货币政策进一步宽松概率加大。制造业和服务业保持温和扩张。2 月印度制造业 PMI 为 54.3%，较 1 月上升 0.4 个百分点。2 月服务业 PMI 为 52.5%，较 1 月上升 0.3 个百分点。通胀压力有所回升。2 月农村和城市消费者价格指数同比上涨 2.6%，较 1 月大幅回升 1.8 个百分点，高于去年底通胀水平但仍低于央行设定的 4% 中期目标。央行进一步宽松概率加大。受全球经济增长放缓以及印巴冲突等因素影响，预计 2019 年一季度增速回落至 6.1% 左右。经济增速下滑将支持货币政策向鸽派转变，印度央行可能会在 4 月进一步降息。此外，总理莫迪正在寻求连任，也需要通过稳增长增加砝码。

巴西经济复苏缓慢，结构性改革任重道远。制造业和服务业保持扩张态势。2 月巴西制造业和服务业 PMI 分别较上月上升 0.7 和 0.2 个百分点，各自录得 53.4% 和 52.2%，分别连续 8 个月和 5 个月保持在扩张区间。通胀微升。2 月广义消费者物价指数同比增长 3.9%，较上月提高 0.1 个百分点。增长不及预期，结构性改革任重道远。2018 年全年经济增速 1.1%，与 2017 年持平，显著低于年初 3% 的预期，也低于金融市场和央行 1.2-1.4% 的预期，主要原因包括卡车司机罢工、总统大选以及国际紧张局势等。市场普遍认为，结构性改革对于经济可持续增长非常必要，社会保障制度改革是恢复长期财政均衡、改善投资环境和避免增长长期停滞的必要条件。

俄罗斯经济有所放缓，持续增长的内外制约因素较多。制造业景气略有回落。2 月制造业 PMI 为 50.1%，较上月回落 0.8 个百分点，连续 6 个月保持在扩张区间。通胀继续升温。2 月俄罗斯 CPI 和核心 CPI 分别同比上涨 5.2% 和 4.4%，较上月提高 0.2 和 0.3 个百分点，创 2017 年初

以来最高，增值税改革和卢布疲软是主要驱动因素。持续增长的内外制约因素较多。2018 年俄罗斯经济增长 2.3%，高于市场预期，部分原因在于联邦统计局大幅修正了前 11 个月的建筑增长数据。由于家庭实际可支配收入持续下降，内部增长可持续性较差。同时，俄罗斯还面临美国和欧盟制裁，以及与 OPEC 达成协议导致的石油限产等外部风险。俄罗斯经济部预测 2019 年经济增速将放缓至 1.3%。

南非经济略有改善，经济复苏前景仍不乐观。制造业仍未企稳。2 月制造业 PMI 分别为 48.2%，较上月回升 2.4 个百分点，连续三个月处于收缩区间。通胀压力有所缓解。1 月 CPI 同比增速 3.9%，较上个月回落 0.5 个百分点。经济复苏前景仍不乐观。南非经济正在慢慢扭转此前的短暂衰退局面，但其复苏前景仍不够乐观。尽管南非政府将采取一系列增收减支措施，2019/2020 财年财政赤字状况仍不可避免，可能使政府的主权评级重新成为关注焦点。此外，国有电力公司 Eskom 的问题引发了多轮停电，其瘫痪的财务状况可能会有损南非经济稳定。

二、我国宏观经济形势分析

1-2 月我国经济运行总体平稳。一是如果剔除春节因素影响，1-2 月工业增加值比去年 12 月份加快 0.4 个百分点；二是投资在基建投资渐进复苏和房地产投资高位提升支撑下延续回暖态势，1-2 月增速比 2018 年全年提高 0.2 个百分点；三是消费稳中有升，名义增速与去年 12 月持平，实际增速加快 0.5 个百分点；四是前两个月信贷和社融均同比多增，累计增速反弹，为良好开局提供保障；五是金融市场运行平稳。人民币汇率继续升值，外汇储备连续 4 个月有所增加，股票市场趋于活跃。

我国经济下行压力并未减弱。一是制造业和民间投资增速超预期下

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_13632

