

经济景气度再下行，货币宽松有节制

——2019年3月宏观经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年3月5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，2018年以来经济下行压力逐步显现，从数据来看，需求疲软下国内经济仍面临一定下行压力。进出口方面，尽管受春节效应扰动影响出口增速有所回升，但全球经济扩张动能收窄的趋势并未改变，因而单月数据的回升并不能代表贸易形势已发生根本性扭转。而进口增速连续两月为负表明国内需求依旧承压，且从已知的汽车、地产销量等中观数据来看，我国内需依然疲弱。因而尽管进口增速有可能因扩大自美进口而略有回升，但国内需求疲软似乎已成不争的事实，再考虑到地产投资的下行压力，管理层稳增长的诉求有增无减，而PMI指标连续三月位于荣枯线以下亦表明国内经济下行压力仍存，故未来积极财政政策仍将持续发力以呵护总需求。
- 物价方面，1月CPI同比增速回落至1.7%，主要受食品项涨幅弱于季节性影响，亦表明国内整体需求水平仍然疲软。近期高频数据显示，虽猪肉价格环比回落，但鲜果、鲜菜上涨，因而食品项受节日影响环比增速仍将回升；非食品项中，国内汽油柴油价格也有提振迹象，但受2月翘尾因素大幅回落影响，预计2月CPI增速或回落到1.4%。1月PPI同比增速回落至0.1%，环保限产趋弱及春节停工提前降低原材料库存导致石油、黑色金属价格下跌是主要拖累。最新数据显示，钢铁价格略有回升，油价亦有提振迹象，再考虑到去年2月PPI环比增幅为负，预计2月PPI同比增速或小幅回升至0.3%。但在国内需求偏弱与全球经济动能增长放缓的背景下，2019年PPI同比增速将较2018年明显回落，因而企业利润将依旧承压。
- 流动性方面，受经济形势前瞻不佳影响，美联储的表述愈加偏鸽，而欧元区经济数据的下滑更为明显，这令刚刚步入货币正常化的欧央行开始讨论重启TLTRO，比差模式下美元继续保持强势。外部鸽声一片为国内货币调控拓展了空间，但结构数据显示终端需求不足对宽信用的抑制并未扭转，积极的财政刺激仍需加力。一方面，鉴于央行对稳健货币政策的阐述，社融增量的持续抬升并不现实，因此尽管偏松的货币环境不会改变，但提升幅度则相对有限，故而无风险利率下行空间有限。另一方面，随着积极财政政策持续落地对信用扩张的推进，稳增长信心有望增强，从而有利于带动信用利差的走低。
- 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. 景气度有所下行 稳增长诉求依旧.....	4
1.1 出口短期反弹 制造业景气度延续收缩.....	4
1.2 通胀不及预期 利润仍将承压.....	5
2. 欧美鸽声一片 国内依旧偏松.....	7
2.1 美国考虑终结缩表 欧洲打算重启 TLTRO	7
2.2 货币宽松有节制 财政刺激待发力.....	10

图 目 录

图 1: 进出口增速超预期回升	5
图 2: 对各主要国家出口增速均回升	5
图 3: 各类型产品出口增速均有回升	5
图 4: 铜进口增速回升, 原油、铁矿砂回落	5
图 5: CPI 环比涨幅弱于季节性, 同比有所回落	6
图 6: PPI 环比拖累同比大幅回落	6
图 7: 食品项是主要拖累	6
图 8: 生产资料是拖累 PPI 增速主要原因	6
图 9: 美国失业率出现反弹	7
图 10: 美国续领失业金人数震荡走高	7
图 11: 美国制造业 PMI 指数有所反弹	8
图 12: 美国消费者信心指数显著回落	8
图 13: 美国通胀水平稳中有降	8
图 14: 6 月开始美联储降息预期逐步提升	8
图 15: 欧元区制造业 PMI 指数颓势未改	8
图 16: 欧元区核心通胀水平低位徘徊	8
图 17: 日本制造业 PMI 指数再度下行	9
图 18: 日本核心通胀略有反弹	9
图 19: 美元指数小幅反弹	9
图 20: 美元兑日元明显升值	9
图 21: 美元兑人民币中间价保持平稳	9
图 22: CFETS 人民币汇率指数延续反弹	9
图 23: 1 月份外汇储备延续增加	10
图 24: 1 月热钱外流仍在延续	10
图 25: 票据融资成当前信贷多增的主力	11
图 26: 信用利差略有回落	11
图 27: 7 日 Shibor 利率周均值维持震荡	11
图 28: 中美十年期国债利差维持低位	11

1. 景气度有所下行 稳增长诉求依旧

自 2018 年以来，经济下行压力逐步显现，从近期经济数据及中观数据来看，尽管受春节效应扰动影响出口增速有所回升，但进口增速连续两月为负与物价超预期下跌表明国内需求依旧承压，经济景气度有所下行，管理层稳增长诉求有增无减，未来积极财政政策仍将持续发力以呵护总需求。

1.1 出口短期反弹 制造业景气度延续收缩

以美元计，1 月出口同比增速受春节效应影响回升至 9.1%。2018 年春节为 2 月 16 日，而 2019 年春节则落在月初的位置，这便导致 2019 年提前赶工的出口量部分统计在 1 月出口之中，使 1 月出口同比增速超预期回升。从产品类型看，受春节赶工影响，高新技术产品、机电产品及劳动密集型产品同比增速均有所上涨。进口方面，1 月进口同比增速-1.5%，虽然跌幅有所收窄，但已连续两月为负，表明国内需求依旧偏弱。从国别看，对美进口同比增速跌幅走扩，对欧盟、日本等其他国家则有所回升，结合中方对美出口小幅回升判断，中美贸易摩擦对美国向中方出口影响更大。

展望未来，近期海外表态整体偏鸽，全球经济扩张动能收窄的趋势并未改变，PMI 新出口订单指数亦创 2009 年 3 月以来新低，因而单月数据的回升并不能代表贸易形势已发生根本性扭转，出口增速持续改善的状态亦恐难维持，1 月出口仍有较大下行压力。进口方面，尽管统计局一般不公布 1 月社零数据，但从已知的中观数据来看，我国内需依然疲弱。一方面，从中汽协公布的 1 月数据来看，汽车产销量不改颓势，依旧保持两位数下滑的态势；另一方面，1 月地产销售与土地成交均以两位数负增速下滑，其中土地成交下滑速度更快，既表明终端需求依旧疲软，又暗含地产投资的下行压力。因而，尽管从美方确定维持自华进口商品 10% 关税税率不变等诸多迹象看，中美经贸磋商达成一致性协议的概率有所提高，进口增速有可能因扩大自美进口而略有回升，贸易顺差或也将有所收窄，但国内需求疲软似乎已成不争的事实，再考虑到地产投资的下行压力，管理层稳增长的诉求依然有增无减。而在需求不足对信贷扩张仍有制约的背景下，以财政刺激呵护总需求显然较宽松的货币环境更易实现“稳增长”的政策目标，故在以基建减税为抓手的积极财政政策逐步加力提效的过程中，市场主体活力或逐步释放，经济亦将出现由量变到质变的转化。

图 1: 进出口增速超预期回升



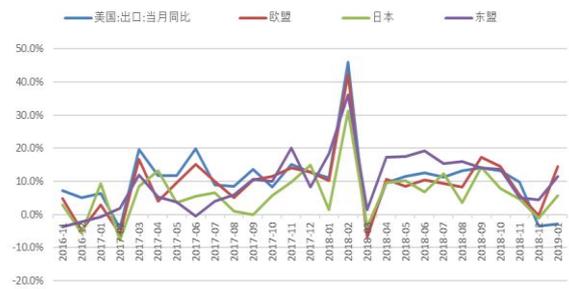
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 各类型产品出口增速均有回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 对各主要国家出口增速均回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 铜进口增速回升, 原油、铁矿砂回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

从最新的数据看, 2 月 PMI 数据有所回落, 制造业景气度延续下行。2 月制造业 PMI 指数 49.2%, 已连续 3 月位于荣枯线以下, 表明经济下行压力有增无减。从分项数据指标看, 生产指标超季节性回落 1.4 个百分点跌至 49.5%, 创 2019 年 2 月以来新低, 表明即便剔除春节停工对生产项的扰动, 宏观经济下行压力逐渐显现下, 企业生产积极性依旧偏低。需求方面, 进口指标环比回落表明内需难言改观, 新出口订单大幅回落表明外需依旧疲软, 在此背景下新订单指数的回暖可能与积极财政政策逐步落地有关。进一步从库存指标看, 原材料库存与产成品库存环比均回落, 企业主动去库存迹象有所显现。综合而言, 受新订单指数回升及节后复工影响, 3 月 PMI 指标或小幅上行, 但在内需难言改观、外需依旧疲软、企业利润承压的背景下, 经济下行压力仍存, 管理层稳增长诉求不减, 积极财政政策仍将持续发力以呵护总需求。

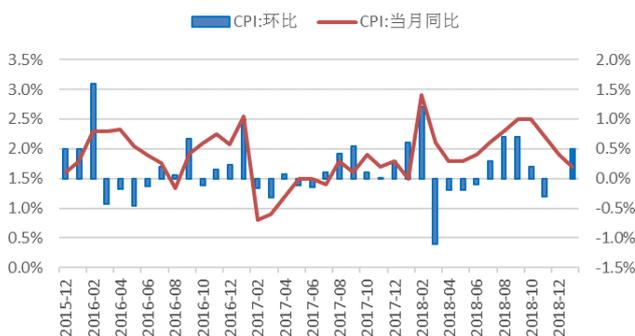
1.2 通胀不及预期 利润仍将承压

1 月 CPI 环比增长 0.5%, 而同比增速回落至 1.7%, 主要受食品项涨幅弱于季节性影响。具体来说, 尽管节日临近使居民对食品项的消费有所增加, 带动食品项环比上涨 1.6 个百分点, 但这一涨幅相较往年依旧偏弱, 拖累 CPI 同比增速回落 0.2 个百分点, 亦表明国内整体需求水平仍然疲软。近期高频数据显示, 虽然猪

肉价格环比依旧回落，但鲜果、鲜菜以及牛肉羊肉价格环比依旧上涨，因而食品项受节日影响环比增速仍将回升；非食品项方面，国内汽油柴油价格也有提振迹象，但考虑到2月翘尾因素大幅回落及国内需求偏弱影响，预计2月CPI增速或回落到1.4%。

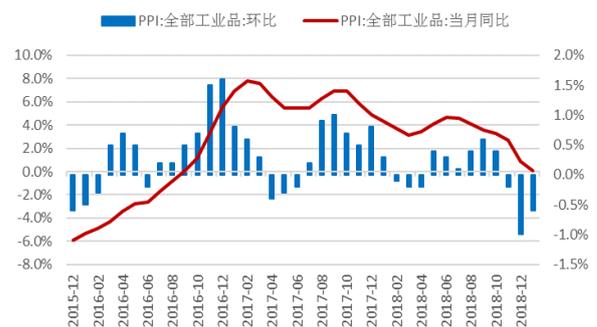
1月PPI环比回落0.6%，拖累同比增速回落0.8个百分点至0.1%，石油、黑色金属价格下跌是主要拖累。具体来说，受环保限产力度趋弱及春节停工提前降低原材料库存影响，生产资料环比回落0.8个百分点，是拖累PPI增速的主要原因。其中，采掘、原材料、加工工业环比增速依然为负，石油、黑色、化工环比跌幅明显。生活资料各分项则涨跌互现。从最新数据看，2月钢铁价格略有回升，油价亦有提振迹象，原油、黑色金属对价格的拖累作用将有所改善，再考虑到去年2月PPI环比增幅为负，预计2月PPI同比增速或小幅回升至0.3%。但在国内需求偏弱与全球经济动能增长放缓的背景下，2019年PPI同比增速将较2018年明显回落，因而企业利润将依旧承压，管理层稳增长诉求仍然不减。

图 5: CPI 环比涨幅弱于季节性，同比有所回落



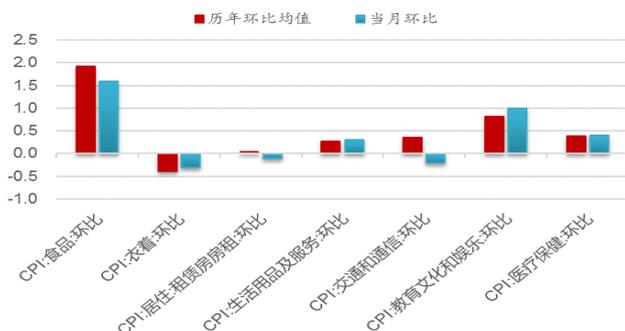
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: PPI 环比拖累同比大幅回落



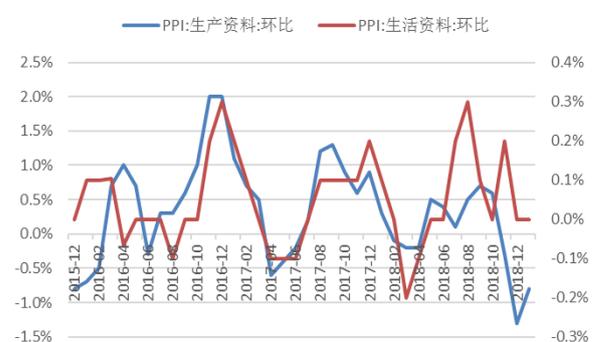
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 食品项是主要拖累



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 生产资料是拖累 PPI 增速主要原因



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

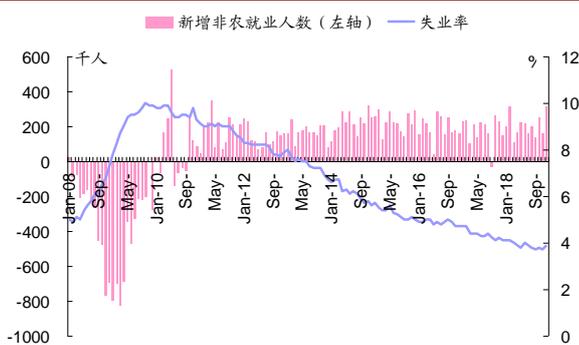
2. 欧美鸽声一片 国内依旧偏松

进入2月份，美联储的表述愈加偏鸽，经济形势前瞻不佳是主要原因，相较于此，欧元区经济数据的下滑则更为明显，这令刚刚步入货币正常化的欧央行开始讨论重启TLTRO，比差模式下美元继续保持强势。国内方面，外部鸽声一片为国内货币调控拓展了空间，但结构数据显示终端需求不足对宽信用的抑制并未扭转，积极的财政刺激仍需加力，此外鉴于央行对稳健货币政策的阐述，社融增量的持续抬升并不现实，因此尽管偏松的货币环境不会改变，但提升幅度则相对有限。

2.1 美国考虑终结缩表 欧洲打算重启TLTRO

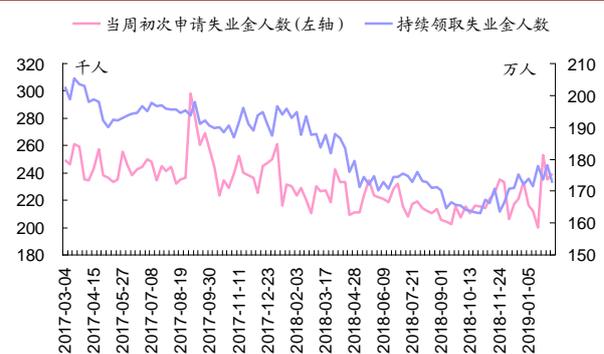
2月份，尽管制造业PMI指数有所反弹，且非农就业数据超越预期，但是失业率小幅走高，初领和续领失业金人数缓步提升，以及消费者信心指数和通胀水平的回落，都令美国经济的前瞻并不乐观。正因如此，美联储的鸽派言论有增无减，1月份的议息会议纪要显示，委员们有意于年内终结缩表行为，这无疑表明了委员们对于美国经济前景的担忧。面对扩张动能的走弱以及美联储鸽派言论的强化，市场对美联储的加息预期进一步降低，芝商所数据显示，6月份议息会议开始降息概率明显提升。

图 9: 美国失业率出现反弹



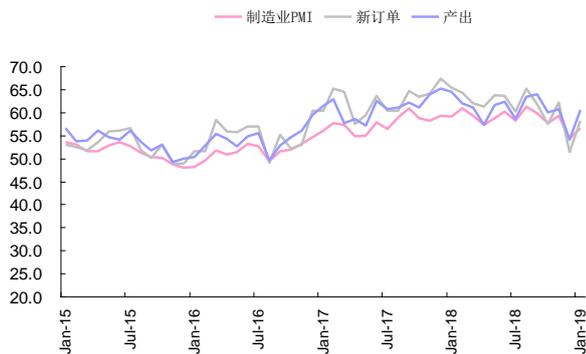
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 美国续领失业金人数震荡走高



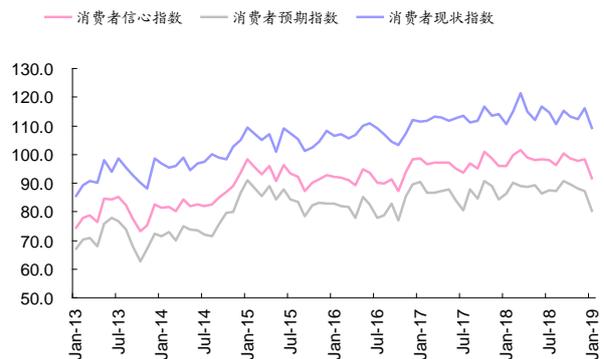
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 美国制造业 PMI 指数有所反弹



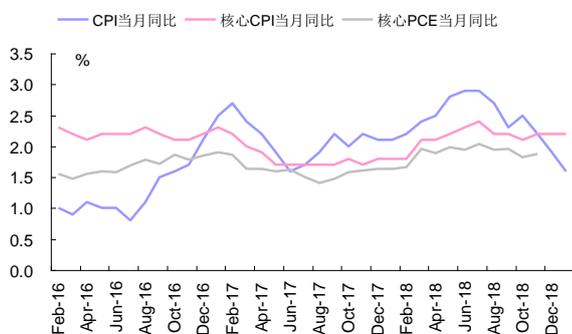
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 美国消费者信心指数显著回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 美国通胀水平稳中有降



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 6 月开始美联储降息预期逐步提升

MEETING DATE	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275
2019/3/20								0.0%	0.0%	97.4%	2.6%
2019/5/1						0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	95.5%	2.5%
2019/6/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.2%	89.3%	2.4%
2019/7/31		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.9%	87.5%	2.3%
2019/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.9%	87.5%	2.3%
2019/10/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.8%	86.7%	3.2%
2019/12/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.3%	81.8%	3.0%
2020/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	21.8%	73.0%	2.7%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

欧元区方面, 经济扩张动能的下行力度有增无减, 德国对区内经济的拖累作用开始显现, 加之维持低位的通胀水平, 欧央行开始讨论重启 TLTRO。日本方面, 其制造业 PMI 指数在小幅反弹后跌入到萎缩期, 核心通胀的低位运行以及全球经济前瞻的不佳令日本央行更难开启货币正常化。

图 15: 欧元区制造业 PMI 指数颓势未改

— 欧元区 — 德国 — 法国 — 英国

图 16: 欧元区核心通胀水平低位徘徊

— HICP 当月同比 — 核心 HICP 当月同比

2.5

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_13897

