

2019 年 3 月 1 日

经济下行压力仍大，需求忧中有变

风险评级：低风险

2 月宏观经济月报

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

研究助理：陈宏

SAC 执业证书编号：

S0340118070048

电话：0769-22118627

邮箱：

chenhong@dgzq.com.cn

投资要点：

- **海外经济景气回落，需求有所放缓。**美国经济正在见顶回落，零售数据大跌显示消费可能不足，但景气指数回升、核心CPI仍有上涨、失业率总体处于低位等，显示短期内美国经济仍有较强韧性。欧日经济如期回落，而主要新兴经济体制造业PMI近期多数回落，外围经济景气下降。
- **1月外贸、信贷超预期，高频数据显示经济增速仍有韧性。**1月进出口数据均大幅高于市场预期，但外围未明显改善的情况下，或受春节错配影响较大；1月CPI同比不及预期，PPI环比持续通缩，在总供给未明显增加的基础上，物价回落显示经济总需求走软，经济仍面临下行压力；1月新增社融创历史新高，前期逆周期货币政策调节影响显现，市场流动性较为充裕，但短期贷款增加较多，社融仍有隐患；2月PMI数据不及预期，连续三个月低于荣枯线，表明经济景气较低，但需求指数重回扩张区间，预示经济下行幅度有将放缓。高频数据显示，部分大宗商品虽有小幅回升，但整体仍处低位震荡，中游螺纹钢价格因库存较高有下行压力，这将一定程度上影响高炉开工率，但下游地产销售较为平稳。
- **宽信用未能抑制需求走弱，未来经济仍有压力。**1月份的社融数据创历史新高，引发市场对未来经济走稳遐想。虽然统计局未能公布1月份经济数据，但在经济总供给未大幅提升的情况下，物价出现回落，特别是PPI环比出现通缩，表明经济总需求回落较为明显。我们认为本轮社融新增创历史新高对经济总需求的影响可能比想象中要低。首先，经济增速仍需要向下寻找合适区间。其次，本次社融大幅增加，主要的增长来源于短期贷款，可能会带来新的潜在风险。最后，由于春节效应的存在，1月份新增社融创新高，后期能不能持续还存在疑问。
- **两会前瞻。**预计GDP增速在6%-6.5%区间，财政赤字率为3.5%，实施更加积极的财政政策和稳健的货币政策，关注金融供给侧改革、全面对外开放、乡村振兴、国企改革等。
- **风险提示：**中美贸易谈判不及预期；基建投资推进不如预期。

市场主要指数 2 月份表现

	收盘点位	涨幅
上证综指	2940.95	13.79%
深证成指	9031.93	20.76%
沪深 300	3669.37	14.61%
中小板指	5893.69	21.86%
创业板指	1535.68	25.06%

上证指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

目录

1. 海外经济景气回落，需求有所放缓	3
1.1 美国经济韧性仍强，但风险已现	3
1.2 欧日经济如期回落	3
1.3 新兴市场制造业景气多数回落	4
2. 贸易和信贷数据超预期，国内经济仍有韧性	5
2.1 贸易数据超预期，春节效应或影响较大	5
2.2 CPI 同比不及预期，PPI 环比持续通缩	6
2.3 新增社融创历史新高，短期贷款增加较多	6
2.4 制造业与非制造业 PMI 双双回落	7
2.5 高频数据显示经济增速仍有韧性	8
3 未来经济仍有下行压力	9
4 两会前瞻	11

插图目录

图 1: 美国 CPI 与核心 CPI 当月同比	3
图 2: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI	3
图 3: 美国新增非农就业人数	3
图 4: 美国零售销售额季调环比	3
图 5: 欧元区 PMI	4
图 6: 日本制造业 PMI	4
图 7: 新兴市场制造业 PMI	5
图 8: 进出口当月同比	6
图 9: 非制造业 PMI	6
图 10: 生猪价格走势	6
图 11: CPI 与 PPI 当月同比	6
图 12: 新增社会融资	7
图 13: 表外融资	7
图 14: 制造业与非制造业 PMI	8
图 15: 制造业 PMI 供需指数	8
图 16: 六大发电集团日均耗煤量	9
图 17: NYMEX 原油期货	9
图 18: 焦煤期货价格	9
图 19: 螺纹钢期货价格	9
图 20: 30 大中城市商品房成交面积	9
图 21: 农产品批发价格 200 指数	9
图 22: shibor 隔夜拆借利率	10
图 23: 美元兑离岸人民币汇率	10
图 24: PMI 走势	11
图 25: 社会融资规模与 GDP 的关系	11

表目录

表 1: 3 月宏观重大事件	11
----------------------	----

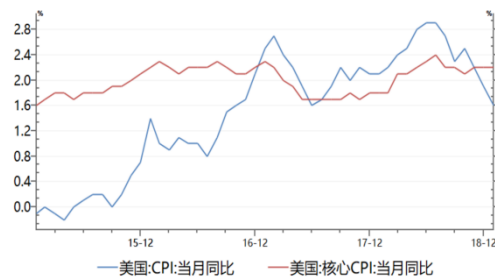
1. 海外经济景气回落，需求有所放缓

1.1 美国经济韧性仍强，但风险已现

美国经济正在见顶回落，零售数据大跌显示消费可能不足，但景气指数回升、核心CPI 仍有上涨、失业率总体处于低位等，显示短期内美国经济仍有较强韧性。1 月份美国ISM 制造业 PMI 升值 56.60，好于市场预期和前值。CPI 当月同比 1.6%，连续三个月回落，但核心CPI 同比仍维持在 2.2%，经济仍处潜在增速附近，通胀较为温和。1 月份美国非农就业人口增加 30.4 万人，大幅高于预期，但政府关门事件使得失业率升至 4%，为近 7 个月新高，但从长期看仍处历史低位附近。美国 12 月零售销售环比下跌 1.2%，创 2009 年 9 月以来最大月度跌幅。

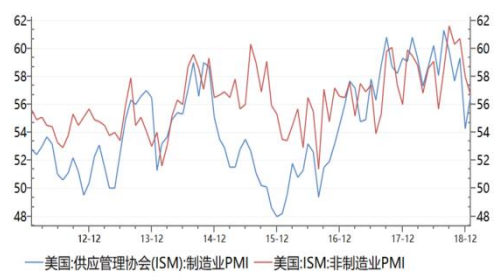
美国政府和国会之间就边境墙资金问题的分歧愈演愈烈，特朗普宣布南部边境进入“国家经济状态”，可能引发更大政治风波，美国政治事件或将对未来的美国政策制定等方面产生影响。此外，美联储公布 1 月会议纪要显示，虽然美联储认为美国经济将继续保持扩张态势，但几乎所有的官员希望在今年能结束缩表计划，会议纪要的鸽派程度弱于市场预期。美国经济短期内仍有韧性，但下行苗头已现，中长期来看下行风险较大。

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



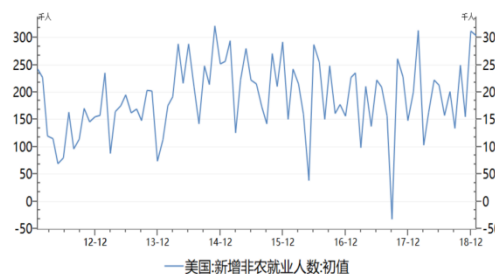
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 3：美国新增非农就业人数



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 4：美国零售销售额季调环比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

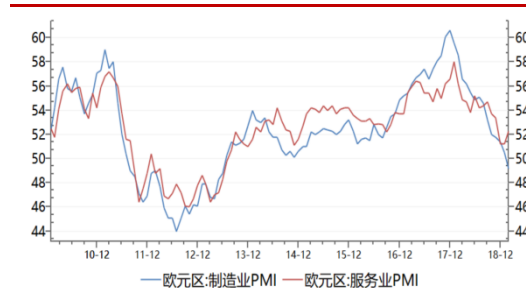
1.2 欧日经济如期回落

欧元区四季度经济同比增长 1.2%，比上个季度回落 0.4 个百分点，基本符合预期。12 月失业率为 7.9%，与前值和预期持平。欧元区 2 月制造业 PMI 初值 49.2，为 2013 年 6 月以来首次跌破荣枯线，低于市场预期，但服务业 PMI 创 3 个月新高，达到 52.3 超过市场预期。虽然服务业景气有较好表现，但仍处较低水平，而制造业景气也首度转入 50 以下，故而欧洲经济整体仍呈现回落态势。脱欧事件持续影响市场对欧元区的信心，欧

元和英镑汇率波动较大，近期有消息称特蕾莎·梅打算推迟两个月脱欧，并已经确认将再次推迟定于本月 27 日举行的脱欧协议关键投票，新的投票日期是 3 月 12 日，而欧盟方面对重新展开谈判坚持不松口，英国无协议脱欧的风险仍大。未来欧洲经济仍然面临贸易和脱欧方面的风险，这给经济增长带来不利影响。

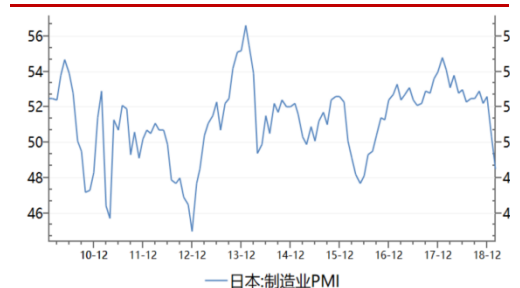
日本四季度经济环比折年率为 1.1%，高于前值，此前洪水和地震影响了三季度经济生产，这一部分在 2018 年四季度有所恢复。日本 2 月制造业 PMI 48.5，为 2016 年 8 月以来首次跌破荣枯线，低于市场预期；日本 2 月制造业产出分项指数显示为萎缩，为 2016 年 5 月以来首见；企业信心逾 6 年来首次出现恶化。日本经济持续走弱，预计贸易形势的恶化以及即将开征的消费税会对 2019 年经济有一定抑制。

图 5：欧元区 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：日本制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

1.3 新兴市场制造业景气多数回落

印度 1 月份 CPI 降至 2.05%，不及市场预期，2 月 7 日印度央行将基准回购利率下调 25 个基点至 6.25%，为 18 个月以来首次下调。印度 1 月份制造业 PMI 达 53.9，比上月扩大 0.7 个百分点，但印度消费支出和农业部门增长放缓仍拖累经济增长，今年 5 月印度即将迎来大选，这或将在短期内出台刺激经济的积极政策。

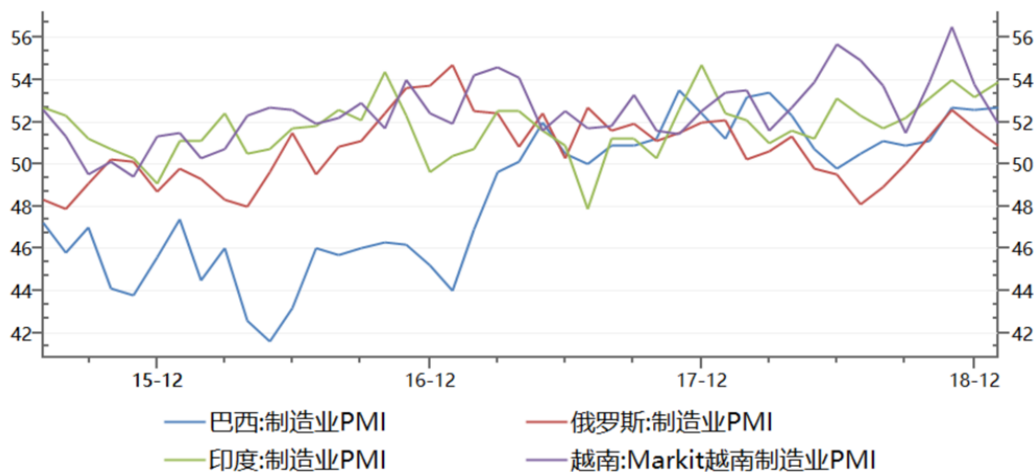
越南虽然 2018 年 GDP 增长率达到 7.08%，为过去十年增速最快，但该国 GDP 的债务比例较高，2018 年达到 63.6%，逼近 GDP 的 65% 债务上限，一旦全球经济环境恶化，越南遭受的打击程度要更高。1 月份越南 Markit 制造业 PMI 为 51.9，比上月回落 1.9 个百分点，1 月出口同比减少 1.3%，大幅不及市场预期，为越南经济未来增长带来隐患。

俄罗斯 1 月 GDP 增速放缓 1.6 个百分点至 0.7%，高于此前俄罗斯经济发展部预测，增值税从 18% 提高至 20% 一定程度上导致零售增速收窄，采掘业仍是俄罗斯 GDP 增长贡献最大的产业。1 月份以来原油价格的上升，为俄罗斯采掘业支撑经济中增长提供了助力。但 1 月份俄罗斯制造业 PMI 回落 0.8 个百分点至 50.9，俄罗斯经济景气仍较差。

巴西 2018 年经济增长 1.15%，创 2013 年以来最高增长水平，为少数表现较好的主要经济体。巴西新任总统博索纳罗在达沃斯论坛上表示巴西将进行经济开放，并将对负担沉重的养老金体系进行改革。1 月份巴西制造业 PMI 上涨 0.1 个百分点至 52.7%，是少数几个制造业 PMI 上涨的新兴大国。经历 2016-2017 年的经济衰退，巴西有望在 2019 年保持逐步复苏，国际货币基金组织也上调了巴西 2019 年的经济增速。

总体而言，新兴经济体 1 月份景气多数回落，目前主要的经济体中，仅印度和巴西制造业 PMI 有小幅上升，包括俄罗斯、越南制造业景气出现回落，印尼首度转至荣枯线以下，而马来西亚、南非、土耳其景气持续低于 50。新兴市场受全球增速回落影响更大，2019 年整体或将仍面临压力。

图 7：新兴市场制造业 PMI



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

2. 贸易和信贷数据超预期，国内经济仍有韧性

按照惯例，统计局不公布 1 月份经济数据情况，但物价、信贷、贸易和 PMI 数据仍可以观察经济。

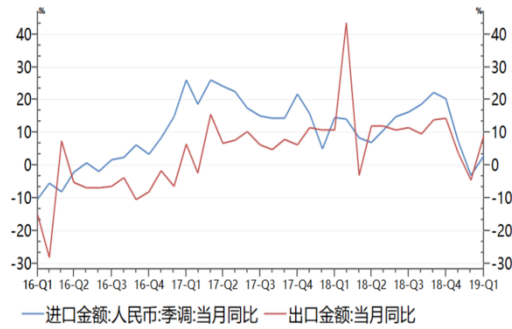
2.1 贸易数据超预期，春节效应或影响较大

1 月出口同比增长 13.9%，大幅高于市场预期和前值；以美元计价出口同比增 9.1%，较前值有大幅改善。1 月份几乎对所有主要的贸易伙伴出口增速均有提升，与此同时 1 月全球经济景气继续回落，摩根大通全球制造业 PMI 回落 0.7 个百分点至 50.70%，主要的发达国家中，除美国制造业 PMI 指数有小幅回升外，日本、欧元区均有下行，全球经济景气并未扩张，显示出口可能与春节错位因素有关。值得注意的是，受半导体库存去化影响，费城半导体指数已然回升至高位，机电产品出口，特别是集成电路出口增加较多。

1 月进口同比增长 2.9%，大幅高于市场预期-3.3%。农产品进口大增、集成电路、汽车、飞机进口降幅明显收窄等因素影响较大。除自美国进口同比继续回落外，自欧盟、日本、东盟等主要贸易伙伴国进口均有提升。1 月份进口大增仍然可能受到了春节影响，抢货进口的可能性较大。2 月份 PMI 进口指数为 44.8%，环比缩幅扩大，内需不足正对进口产生了一定影响。

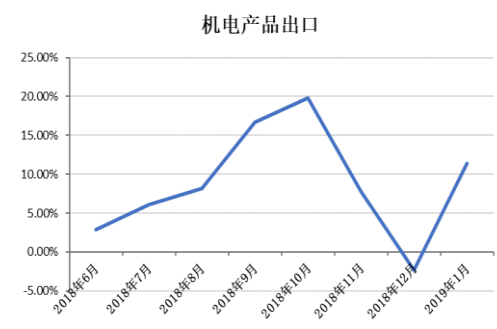
综合来看，1 月进出口数据均大幅高于市场预期，但由于春节影响更客观的看法应该是结合 1 月和 2 月的数据综合评判，当前仍需关注中美贸易磋商结果，全球经济走向以及国内经济演变。我们预计，2 月份贸易数据仍面临一定的回落压力，中美达成延后贸易谈判对期限前抢关行为有所抑制，中长期来看，中美当前可能达成一致协议对未来出口有明显积极影响，但全球经济景气回落对出口增速将有不利影响，2019 年全年贸易数据将弱于往年，重点关注中美贸易谈判磋商进程。

图 8：进出口当月同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 9：非制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 CPI 同比不及预期，PPI 环比持续通缩

1 月 CPI 同比增长 1.7%，不及市场预期和前值。核心通胀同比 1.9%，比上月扩大 0.1 个百分点，食品和油价变化是 CPI 回落的主要因素。经历 2018 年 11 月以来成品油价格连续下调，能源价格同比下降较大，对 CPI 拖累较为明显。汽油和柴油价格同比分别下降 6.2% 和 6.5%，连续 2 个月同比下降。食品价格同比增长 1.9%，比上月回落 0.6 个百分点，猪肉价格同比下降 3.2%，负面影响大。春节因素和天气因素对 CPI 环比数据造成冲击，生鲜产品环比涨价明显，但同比数据中，猪肉价格负面影响抵消了春节涨价因素，食品价格整体呈现回落态势。

1 月份 PPI 价格同比上涨仅 0.1%，不及市场预期。环比下降 0.6%，降幅比上月收窄 0.4 个百分点。PPI 波动区间较 PPIRM 波动更小，从 PPI 内部看，也呈现生产资料价格由升转降，上游产品价格下降幅度大于下游行业，这给中下游产业带来利好。未来，随着国际原油价格进入合理区间，能源价格对 CPI 影响逐步减弱；而经济下行背景下，总需求走弱和春节影响或将使得 PPI 环比持续通缩，而同比受低基数影响将有些许改善。

PPI 同比继续大幅回落，而 CPI 维持相对稳定，对中下游产业提供了一定的利润空间，这为众多中小企业提供了一定利好。当前物价数据情况跟 2012-2016 年相似，2012-2016 年是我国经济增速换挡的重要时期，从 8% 以上的增速转换到 6% 以上的高增速。根据此经验，当前 CPI 持续高于 PPI 增速，并且 PPI 很有可能进入负增长的通缩局面，经济大概率将进行新一轮的增速换挡。

图 10：生猪价格走势



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 11：CPI 与 PPI 当月同比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.3 新增社融创历史新高，短期贷款增加较多

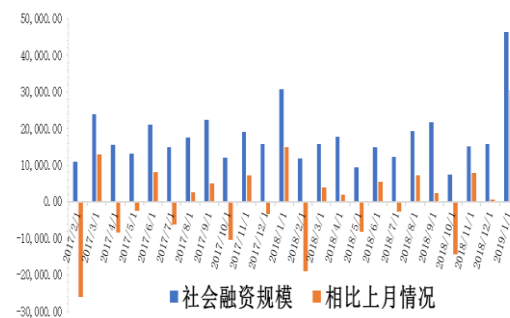
1 月新增社会融资规模 4.64 万亿元，同比增加 1.56 万亿元，大幅超出市场预期。从历史数据来看，1 月份是全年融资额最多的月份，这也体现在贷款量上，与我国银行普遍有“早投放，早收益”、争取“开门红”的经营传统有一定关系。1 月份融资呈现

短期贷款同比多增较多，各主要组成部分均有向好迹象，其中票据融资仍然充当融资主力。企业在中长期贷款首度出现同比多增，而且更多的中长期贷款投向了工业领域，信贷结构进一步优化；同时，表外融资自 2018 年 3 月以来首度出现正增长，委托贷款降幅大幅收窄。经历降准、定向投放、融资工具创新等多轮操作，金融服务实体经济的能力进一步增强，体现了政策的逆周期调节作用，货币政策效果逐步显现。

1 月份 M2 同比增长 0.3 个百分点至 8.4%，超过市场预期；而 M0 大增 17.20%，M1 同比仅增 0.4%，与历史规律相一致。由于存在春节扰动，1 月和 2 月 M0、M1 同比数据波动加剧。1 月底临近春节，是企业发放薪资、奖金的高峰期，当月单位活期存款大幅减少 2.03 万亿元。由此可能出现 M0 大增而 M1 回落，反映了社会流动性结构变化。

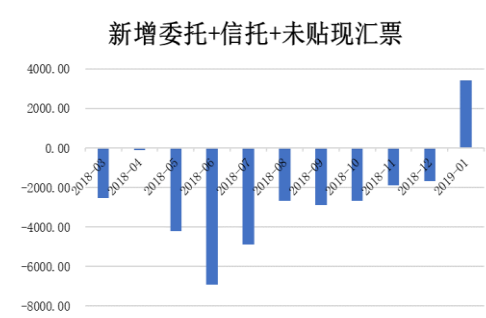
综合来看，金融机构的资产负债表有所扩大，央行前期投放资金成果初现成效。近期公布的央行 2018 年第四季度货币政策报告显示，央行删除了“把好货币供给总闸门”，承认经济变中有忧，未来货币政策仍将大概率持续偏暖格局，新增社融按季节规律有所回落，但同比仍有较大增多可能。当然，由于春节因素影响较大，1 月份数据并不够充分，更进一步分析还需结合 2 月份数据进行分析。

图 12：新增社会融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 13：表外融资



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

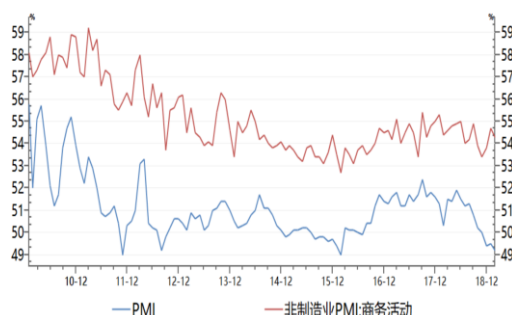
2.4 制造业与非制造业 PMI 双双回落

2 月份制造业 PMI 为 49.2%，比上月回落 0.3 个百分点，连续三个月处于荣枯线以下，低于市场预期。从供给侧来看，企业受春节影响部分停工减产下，生产指数较上月回落 1.4 个百分点至 49.5%，转入收缩区间，对制造业 PMI 指数继续回落有较大影响，这基本符合近两年来春节期间生产指数的波动。从需求侧看，新订单指数重回扩张区间，比上月回升 1 个百分点至 50.6%，为近四个月以来最高水平，市场需求有所恢复。

2 月非制造业 PMI 指数为 54.3%，比上月回落 0.4 个百分点，低于市场预期。服务业景气较为平稳，行业情况受节日和金融市场波动影响，以交通、电信、金融等行业商务指数较高，而地产和居民服务表现低于临界点。建筑业受春节假日和雨雪天气等因素影响较大，建筑业商务指数比上月回落 1.7 个百分点至 59.2%，仍处较高区间。

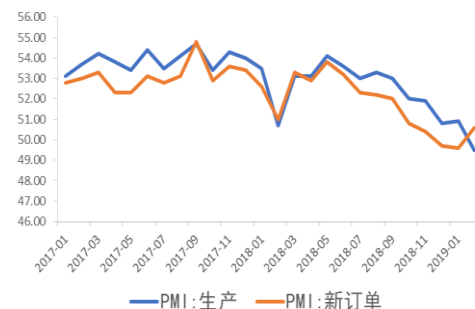
整体来看，2 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双不及市场预期，综合 PMI 业回落 0.8 个百分点至 52.4%，经济景气度较差。2 月是春节假日期间，加上雨雪天气影响，企业生产受到较大影响。此外，大宗商品价格影响下的价格指数回升将对 PPI 数据形成支撑；但贸易指数的持续回落，或会拉低 2 月贸易数据表现。当前较低的制造业 PMI 表明经济下行压力仍较大，预计出口同比下降、企业生产收缩均有较大影响，但是前期逆周期调节政策正在发挥作用，需求和市场预期均有回升，对未来供给侧的拉动将逐渐产生影响，有助于经济保持相对平稳，下行节奏可能相对趋缓。

图 14：制造业与非制造业 PMI



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 15：制造业 PMI 供需指数



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.5 高频数据显示经济增速仍有韧性

美油价格近期有所回落，但截止 12 月 24 日，最近一周 NYMEX 原油期货价格上涨 1.96%，连续两周上涨；布油价格突破 67 美元高位后，呈现震荡回落格局。近期欧佩克原油供应明显减少，对原油价格有提振作用，但美国原油供给增多，库存不断升高，使得原油价格涨势渐收，未来原油价格或在当前区间合理波动。原油价格回升，导致近期国内成品油再度上调价格，这使得 2019 年内三次调价均为上调。

近期六大发电集团耗煤量自 2 月初季节性触底后快速回升，节后开工和全国多地雨雪天气快速释放需求。年初以来，焦煤、动力煤和焦炭等期货价格呈现了震荡上涨态势。从库存情况来看，无论是曹妃甸港还是秦皇岛港，库存自 2018 年 12 月便开始下行，库存较低支撑了近期煤炭价格变动。而近期内蒙煤炭运输事故后，安全检查恐将进一步推高煤价；海外澳大利亚煤炭进口受限事件也将影响国内主焦煤供给，煤炭价格有望持续上升。

从金属价格来看，南华螺纹钢指数经历回调后开始企稳，但库存自 2018 年 12 月初以来持续增长，显示后期螺纹钢价格仍有压力。节后高炉开工率自 1 月初以来持续回升，但近期幅度减缓，钢铁库存较高或将影响高炉开工。铁矿石价格自 2 月中旬开始新一轮调整阶段，上周价格下跌超过 1.12%，连续两周下调，此前由于淡水河谷矿难事件，铁矿石期货价格曾大幅拉升，近期市场情绪重新回归正常，未来在钢材去库存阶段，仍有下行压力。此外，水泥价格指数自 1 月以来呈现下行趋势，玻璃价格指数则从去年三季度以来持续回落。

30 大中城市商品房成交面积自 1 月份开始出现明显回落，这与历史规律相一致，近期成交面积已然回升至去年中枢水平。统计局公布的 1 月份住宅价格显示，一二线城市

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_13985

