

需求走弱消费放缓 信贷保持较快增长

——2019年2月宏观经济运行评析

2019年2月·宏观月报

2019年2月27日

主要观点：

春节期间各地生活必需品市场供应充足、品种丰富，翘尾因素大幅下降影响CPI同比涨幅明显回落。主要生产资料价格上涨的种类增多，但整体延续下降趋势，PPI继续下行但下降速度放缓，同比可能负增长。生产端偏弱，节后工业生产复工缓慢，工业增加值增速较低，制造业PMI低于荣枯线。建筑业预期较好，春节消费旺季过后服务业扩张放缓，非制造业PMI整体平稳。全国水泥价格指数下降，固定资产投资增速较低，稳增长政策效果有待显现。黄金周零售增长减速，商品房销售和汽车销量负增长，消费增长缓慢。外需减弱叠加季节因素影响，出口增速明显下降。内需较弱影响进口需求，进口价格普遍较低，进口增速小幅负增长。受春节假期影响，虽然信贷增量环比大幅回落，但信贷增速有望保持较快水平。宏观政策偏松调整，给流动性创造了稳步回升的环境。从信贷支持实体经济落地情况以及国内资本市场情绪化程度来看，央行定向调控的难度依然不小。中美贸易谈判若达成协议对人民币则是重大利好，人民币将因此而继续升值。外汇市场总体稳定，外汇占款可能小幅上升。

交通银行金融研究中心
(BFRIC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文：

1、CPI 明显回落，PPI 可能负增长

基数因素导致 CPI 同比明显回落。2 月份是春节，节日期间各地生活必需品市场供应充足、品种丰富、价格总体平稳。分品种来看，粮食价格保持稳定，食用油价格基本平稳，肉类价格不同幅度上涨，禽产品价格小幅波动，蔬菜价格有所上涨，30 种蔬菜平均批发价格比节前上涨 4.4%。春节过后，食用农产品价格又出现了小幅回落。根据以上分析，预计本月食品价格环比将继续出现小幅上涨，预计涨幅在 1.5 个百分点左右。近期国际油价底部回升，2 月份国内成品油价经历一次小幅度的上调，预计本月非食品价格同比涨幅相比上月基本持平，将继续维持在 2%以内。同时，2 月翘尾因素将大幅回落到-0.01%的水平。综合以上因素，初步判断 2019 年 2 月份 CPI 同比涨幅可能在 1.2-1.6%左右，取中值为 1.4%，涨幅相比上月会有明显回落。

PPI 环比降幅收窄，同比可能负增长。从 2 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品中黑色金属、橡胶产品价格小幅上涨，能源类产品价格基本平稳，有色金属、化工产品、农资产品价格小幅下降。在流通领域，主要生产资料价格中有 40%的产品价格上升，48%下降，12%基本持平，产品价格上涨的种类增多，但整体仍然下降。从 9 大类生产资料价格看，石油天然气、非金属建材、有色金融、非金属建材、农业生产资料、农产品等 6 类产品价格下降；其中石油天然气降幅最大，环比为-3.5%。黑色金属、化工产品、林产品等 3 类价格上涨，其中黑色金属环比上涨 2%。预计 2019 年 2 月 PPI 环比整体延续下降趋势，但降幅将收窄，在-0.5%到-0.1%之间。去年 2 月 PPI 环比-0.1%，涨幅下降了 0.4 个百分点，同比基数下降。2 月 PPI 翘尾因素为 0.59%，比上个月上升 0.1 个百分点，有助于缓解 PPI 快速下行趋势。综合判断，预计 2 月 PPI 环比继续负增长，但跌幅明显收窄。同比涨幅继续下行，但下降幅度减小，预计在-0.3%到 0.1%之间，取中值为-0.1%左右，可能为 2016 年 9 月以来首次跌到负值。

今年物价水平整体走低。1、2 月份 CPI 同比都受到春节因素影响，波动较大。但结合这两个月的数据来看，CPI 同比将连续两个月在 2%以下运行，上半年物价上涨压力明显减轻已经成为事实。下半年物价走势重点关注猪周期对物价的影响。随着非洲猪瘟疫情的持续扩大，我国生猪存栏量

持续下降,至今年1月份已经跌破3亿头,而能繁母猪存栏量更是跌破2900万头的关口,均创下近十年以来的新低。生猪及能繁母猪存栏数量的持续减少肯定会影响未来的生猪供应量,进而影响猪肉价格。本轮猪周期的重启会否对CPI形成较大冲击有待进一步观察。近几个月PPI持续下降主要是生产资料价格下跌所致,表明当前工业需求较弱,近期可能出现阶段性工业领域通缩。宏观政策逆周期调节力度加大,基建补短板进度加快,保持市场流动性合理充裕,有助于改善市场需求,可能在二季度之后支撑PPI逐渐走稳。

2、生产端偏弱,制造业PMI仍低于荣枯线

年初以来工业生产偏弱,增加值增长较缓,制造业PMI仍低于荣枯线。

2018年全年全国规模以上工业企业利润增长10.3%,其中12月份利润增速只有-1.9%,连续两个月负增长。工业利润增长放缓将影响工业生产,并且利润增长较快的是初级资源能源行业,2018年采矿业利润大幅增长40.1%,很多制造业利润增长缓慢。1-2月柯桥纺织价格指数和中国棉纺织行业景气指数下降,轻纺工业生产可能放缓。春节后工业生产缓慢复工,但当前生产仍然偏弱。高炉开工率略回升至65.8%,但仍处于历年同期低位。1月和2月上中旬发电耗煤量合计同比增速只有-15.5%,较去年四季度跌幅显著扩大,其中2月发电耗煤量增速跌至-16.9%,表明年初以来生产偏弱。预计1-2月工业增加值同比增长5.5%,增速较缓。制造业三大订单指数持续低于荣枯线,需求走弱压力仍然较大。当前处于制造业生产淡季,预计制造业PMI仍低于荣枯线,在49.7%左右。

积极政策加大力度,中美贸易谈判释放积极信号,部分领域出现企稳转暖迹象,但力度较弱。1-2月高频的南华工业品指数上升,从1986点逐渐上升到2237点,一定程度上反映出工业需求状况有所改善。年初以来重点企业粗钢日均产量在180万吨/日以上,日均铁精粉产量7.1万吨/日,虽然受春节影响比去年末有所下降,但高于去年同期。积极因素提振市场信心,制造业PMI有望缓慢回升,可能在二季度之后回升到荣枯线以上,工业生产也将有望加快。

长假之后建筑工地陆续复工,非制造业PMI走势平稳。1月非制造业PMI回升到54.7%,主要原因是春节长假服务业PMI上升1.3个百分点到53.6%;而建筑业PMI高位回落,从62.6%降到60.9%。楼市整体降温,房

地产行业景气度处于收缩区间，将影响建筑业 PMI。部分地方楼市政策边际趋松，对建筑业预期起到积极一定作用。随着春节假期影响减弱，建筑工地逐渐复工，将带动建筑业 PMI 上升。2 月中国公路物流运价指数保持平稳，下旬在 967 点左右，同比仍然负增长，但降幅持续收窄。春节消费旺季过后，对居民消费、出行相关领域的刺激作用减弱，可能导致服务业预期状况下降。综合判断，建筑业 PMI 回升，服务业略有放缓，非制造业 PMI 为 54.8%。综合 PMI 为 53.3%。

3、需求端走弱，投资、消费增长较缓

固定资产投资增速略低于去年，稳增长政策效果有待显现。从周频的中钢协钢材价格指数来看，1-2 月先降后升，整体波动较小。春节假期在 2 月上、中旬，节后钢材价格反弹回升是正常的季节性波动。由于节后反弹力度较小，2 月初综合钢材价格指数在 106.77 点，月末略有上升到 107.68 点，表明当前投资需求没有明显增强。从高频的主要钢材价格来看，线材、热轧板卷、镀锌板卷、盘螺等价格有所上升，但 2 月中旬之后螺纹钢、圆钢价格略有下降。1-2 月全国水泥综合价格指数下降，从 161.7 点下降到 148.6 点。分区域看，所有地区水泥价格指数都下降，华东、西北、西南地区降幅较大，东北地区降幅较小。从钢材价格和水泥价格走势来看，投资需求不旺。加大补短板扩投资力度，为了保障资金来源，已提前将 2019 年均衡性转移支付 1.66 万亿财政资金下达全国地方政府，提前下达新增地方政府债务限额 1.39 万亿，地方政府专项债券规模也将大幅增加。稳增长扩内需进度加快、力度加大，年初以来广东、江苏、浙江、湖南等地大批项目集中上马，上百个重大项目集中开工。1 月地方财政支出提速，河南、山西、云南等省份增速在 50%以上。积极政策传导到经济增长需要一段时间，当前投资增速仍处于低位。基建项目执行进度明显加快，预计基建投资增长有望提速，1-2 月可能上升至 4.2%左右，之后还将加快。房地产调控政策没有明显放松，房地产开发投资增速可能下降，预计在 9%左右。民间投资动力不足，前期贸易摩擦影响信心下降，需求较弱和工业生产偏弱影响投资预期，制造业投资增速下降到 7.5%左右。预计 1-2 月固定资产投资累计增长 5.6%，促进投资的政策措施有待二季度之后见效。

消费增长较为缓慢。今年春节黄金周全国零售和餐饮企业实现销售额约 10050 亿元，比去年春节黄金周增长 8.5%，同口径下这是 2014 年以来

首次出现个位数增长，创逾十年来最低增速。2 月以来 30 大中城市商品房销售面积同比-15.8%，降幅扩大。一线城市同比涨幅收窄，增长了 2.4%；二线城市同比-26.6%，降幅扩大；三线城市由涨转跌，同比-3.2%。年初以来全国土地成交和供应面积同比分别-29.5%和-33.8%，土地市场持续降温。1 月汽车销售同比降幅缩小，但 2 月降幅大幅扩大，同比增速低至-57%。义乌中国小商品指数走势平稳，2 月末小幅上升。临沂商城价格指数整体平稳，保持在 99-100 点之间。综合判断，1-2 月消费增长 8.2%。

4、受多种因素影响，进出口不同程度负增长

外需减弱叠加季节因素影响，出口增长明显放缓。全球经济增长放缓，此前经济走势疲软的欧元区继续延续弱势表现，近期美国经济也明显走弱，全球贸易增速面临下行压力。美国 2 月制造业 PMI 下降到 44.8%，是 2017 年 9 月份以来新低。美国政府关门对经济运行造成影响，失业率回升至 4%，消费者信心指数滑落。欧元区 2 月制造业 PMI 下降到 49.2%，跌到荣枯线以下，通胀水平走弱，消费者信心不足，欧央行态度软化，加息概率下降，不排除重启量化宽松。近期亚洲周边国家出口增长放缓，韩国、越南、中国台湾出口都出现负增长。近两个月 BDI 大幅下降，从 1 月初 1282 点下降到 2 月末 634 点，下降了 50%。原油运输指数同样大幅下降，从 1252 点下降到 823 点。春节假期是贸易淡季，出口量将比上个月明显减少。中美贸易谈判正在进行，双方都有达成协议的意愿，释放出积极信号，预计将取得实质性成果，有助于出口订单恢复性增长。未来出口状况有望改善，但当前出口增速可能较低，预计 2 月增长-3%，出口额 1660 亿美元左右。

进口同比继续小幅负增长。2 月国际大宗商品价格指数在低位徘徊，2 月末在 414 点左右。大宗商品价格指数低于去年同期，CRB 综合指数同比-6.5%，其中食品、家畜、金属、工业原料、纺织品指数都有不同程度下降。2 月国际原油价格同样处于较低水平，OPEC 一揽子原油和布伦特原油价格在略高于 60 美元/桶的水平波动，WTI 原油价格在略低于 60 美元/桶的水平波动。2 月主要进口农产品价格同比下降，进口美国大豆价格同比在-5.5%左右。受中美谈判释放积极信号的影响，进口南美大豆价格同比降至-11.7%。进口铁矿石价格有所上涨，同比涨幅由 1 月的负增长转为 2 月正增长。当前内需较弱，叠加春节的影响，进口量可能明显减少。预计 2 月进口同比增长-2%，进口额约 1360 亿美元。贸易顺差为 300 亿美元左右。

5、信贷季节性特征明显，政策稳健中偏松调整

信贷季节性特征明显，M2 增速保持平稳。1 月信贷出现天量增长，但从投放结构来看支持实体经济的力度仍有改善空间。影响 2 月信贷增量最主要的因素是季节性特征。春节长假导致 2 月工作日减少，信贷增量环比大幅回落应该是预期之中。但央行定向引导信贷支持实体的方向未变，信贷增速大概率会维持相对稳定，而并不会因为季节性特征而出现大幅回落。并且年后随着财政逐渐刺激，2019 年的融资需求也会逐渐发力。政策和需求两端都需要信贷增速维持相对稳定。预计 2019 年 2 月单月信贷增量约 10000 亿，增速维持在 13.5%。M2 增速则随着货币政策偏松调整，以及表外融资功能逐渐恢复，以及资本市场逐渐回暖等因素而保持相对稳定的态势。中美贸易谈判若向乐观方向发展，也会进一步释放国内货币政策向松调整空间。但考虑信贷增量环比大幅回落，预计 2 月 M2 增速较 1 月基本持平，维持在 8.5% 附近。

货币政策稳健偏松，流动性保持合理充裕。跨年和春节流动性需求压力过后，市场流动性压力较小。2 月银行质押式回购利率节后逐渐回落。市场普遍对于央行货币政策进一步偏松调整预期强烈。尤其是 1 月信贷数据发布之后，乐观情绪逐渐上升。但也不宜过度乐观，市场资金逐利特征依旧强烈，央行引导资金脱需向实、定向补水的难度依然较大。近期股市的快速攀升对债市也形成资金供给挤出，同业资金价格和债市利率都不同程度随股市暴涨而回升。预计货币政策保持稳健偏松，但若资本市场短时间内快速过热，不排除央行短期内适度逆向调节的可能。中美贸易谈判的不确定性朝乐观方向演变，对国内流动性将产生一定程度的积极影响。综合预计，未来一月内，央行大概率会维持流动性适度增长，货币市场和债券市场利率受股债替代效应影响可能震荡中逐渐回升。

6、人民币继续升值，外汇占款或小幅上升

人民币汇率可能迎来阶段性较大幅度波动。主要受中美贸易谈判乐观预期的推动，2 月人民币对美元仅在月初小幅贬值，随后走出一波明显升值行情。展望 3 月，美国决定在 3 月 1 日截止前不会进一步加征关税，这表明双方达成协议的可能性很大，这会导致风险偏好回升，推动美元指数下行，但欧元区经济前景依然黯淡、英国脱欧风险仍扰动市场，总体看预计美元指数可能震荡整理。但中美贸易谈判若达成协议对人民币是确定的

重大利好，人民币将因此而继续升值。

外汇占款或小幅上升。在人民币升值的影响下，1 月外汇占款降幅继续收窄，跨境资金流动形势持续好转，银行结售汇在连续数月逆差后转为顺差。2 月人民币汇率保持总体稳定并出现一定幅度升值，外汇市场总体平稳，跨境资金流动性形势保持改善势头，在此情况下，预计 2 月外汇占款可能小幅上升。

主要图表：

表：2 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2
GDP:当季同比	6.5	-	-	6.4	-	-
CPI:当月同比	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4
PPI:当月同比	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	-0.1
出口金额:当月同比	14.4	15.6	5.4	-4.4	-9.1	-3
进口金额:当月同比	14.5	21.4	3	-7.6	-1.5	-2
贸易差额:当月值(亿美元)	312.77	340.16	447.5	570.6	391.57	300
固定资产投资 FAI:累计同比	5.4	5.7	5.9	5.9	-	5.6
消费零售 TRS:当月同比	9.2	8.6	8.1	8.2	-	8.2
工业增加值 IAV:当月同比	5.8	5.9	5.4	5.7	-	5.5
制造业 PMI	50.8	50.2	50	49.4	49.5	49.7
非制造业 PMI	51.0	52.0	52.4	52.8	54.7	54.8

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_14026

