

经济运行开局偏淡 信贷支持力度加大

——2019年1月宏观经济运行评析

2019年1月·宏观月报

2019年1月30日

主要观点：

2019年1月经济运行开局偏淡，宏观政策逆周期调节力度加大。春节临近，食用农产品价格出现持续小幅回升，成品油价小幅度上调，CPI同比涨幅小幅回升。生产资料价格环比下降，PPI可能跌入负值，出现阶段性工业通缩。工业企业利润增长放缓，高频数据显示生产明显放缓，制造业PMI仍将低于荣枯线。全国工地陆续停工，建筑业生产进入淡季，将影响非制造业PMI下降。春节因素促进居民消费、出行相关领域的需求释放，服务业保持平稳。全球经济增长放缓，企业“抢出口”行为进入尾声，出口增速将下降。国内需求放缓、主要初级进口产品价格下，进口也将负增长。受到宏观政策逆向调节的推动，部分行业高频数据出现走稳或略有好转，但势头较弱，政策效果仍有待显现。受年初银行季节性加速投放以及政策偏松调整等因素影响，信贷维持较快增速，M2增速持续回升。1月人民币汇率总体小幅升值，2月可能出现阶段性较大幅度的波动。外汇市场总体稳定，QFII总额度扩大1倍有利于境外资金流入，外汇占款可能小幅上升。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

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）
何飞（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 小幅上升，PPI 跌至负值，可能出现阶段性工业通缩

节日临近拉动消费物价，CPI 同比小幅上升。进入 1 月份以来，因为春节临近，食用农产品价格出现持续小幅回升。分品种来看，蔬菜、水产品等价格都出现上涨，其中蔬菜价格上涨幅度较大，而猪肉价格受疫情影响，仍出现小幅下降。预计 1 月食品价格环比将继续出现小幅上涨，涨幅在 1.8 个百分点左右。近期国际油价底部回升，1 月份国内成品油价经历一次小幅度的上调，预计非食品价格同比涨幅相比上月小幅回升到 1.8% 左右，将继续维持在 2% 以内。同时，1 月翘尾因素为 1.19%。初步判断 2019 年 1 月份 CPI 同比涨幅可能在 1.8-2.2% 左右，取中值为 2%，涨幅相比上月小幅回升。

PPI 环比整体延续下降趋势，同比涨幅将继续收窄。从 1 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品中除了橡胶产品以外，其他产品价格环比都有不同程度下降，其中黑色金融、有色金属、农资产品价格降幅较大。在流通领域，主要生产资料价格中有 24% 的产品价格上升，68% 下降，8% 基本持平。从 9 大类生产资料价格看，林产品、石油天然气价格小幅回升，其余 7 类产品价格下降，非金属建材价格环比降幅最大，超过 -3%。预计 2019 年 1 月 PPI 环比整体下降，在 -0.4% 到 -0.8% 之间。去年 1 月 PPI 环比上涨 0.3%，涨幅明显高于今年同期，对同比增速形成高基数作用。1 月 PPI 翘尾因素为 0.49%，显著低于上年水平。综合判断，预计 1 月 PPI 环比下降，叠加基数上升和翘尾因素不高，导致同比涨幅继续下行，在 -0.3% 到 0.2% 之间，取中值为 -0.1% 左右，2016 年 9 月以来首次跌到负值。

年内物价走势重点关注两个因素：一是猪肉价格；二是国际原油价格。受疫情影响，我国能繁母猪存栏量持续下降，至 2018 年 12 月份已经跌破 3000 万头，创下近十年以来的新低。受此影响 2019 年猪肉价格可能企稳回升，但预计回升幅度有限。全球经济放缓对石油需求预期减弱，北美增产效应持续影响，2019 年原油和天然气价格难以显著提高。大宗商品价格显著回落将传导到工业生产领域价格涨幅收窄。2019 年 PPI 平均涨幅明显下降，近几个月可能降到负值，不排除出现阶段性工业通缩状况。PPI 变化对 CPI 的下拉作用也将有所显现。综合来看，维持 2019 年全年 CPI 同比将回落至 2% 以内的判断，通胀不是经济运行的主要矛盾。

2、制造业景气度低于荣枯线，非制造业 PMI 下降

2018 年 1-12 月份全国规模以上工业企业利润增长 10.3%，增速比 1-11 月份减缓 1.5 个百分点，已经连续 6 个月放缓。12 月份利润增速为-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石油天然气开采、非金属矿物制品、黑色金属冶炼等行业，普遍处于上游产业，与前期价格上涨有关。很多制造业利润是负增长，比如汽车制造业、计算机、通信电子设备制造业等。

高频数据显示生产明显放缓，制造业 PMI 低于荣枯线。1 月柯桥纺织价格指数略有下降，轻纺工业生产有放缓迹象。1 月全国综合煤炭价格指数继续下降，6 大发电集团日均耗煤量比上个月少了 25%。受需求减弱影响，1 月钢材综合价格指数比上个月下降了 2 个百分点。上个月全国水泥综合价格指数在 160 点以上，1 月下降到 153 点左右。12 月制造业 PMI 降到荣枯线以下，生产经营活动预期走弱，三大订单和供需两端价格指数都低于荣枯线，制造业面临需求走弱压力。加上生产淡季的影响，1 月制造业 PMI 仍将低于荣枯线，预计为 49%。

建筑业和房地产走弱，非制造业 PMI 下降。12 月非制造业 PMI 有所上升，主要原因是建筑业景气指数上升，但 1 月建筑业 PMI 可能明显下降。随着节假日临近全国工地陆续停工，当前建筑业生产将明显放缓，影响 1 月非制造业数据。由于房地产预期走弱，开发投资增速可能放缓，对建筑业景气度带来一定影响。1 月中国公路物流运价指数保持平稳，后两周略有下降，月末在 966 点左右，同比仍然负增长，但降幅比前几个月明显收窄。受春节因素带动，全国客运量环比明显增长。铁路客运量同比增长较快，增速接近两位数；公路客运量则延续负增长。随着春节临近，与居民消费、出行相关行业的需求逐步释放，服务业业务活动预期指数可能上升。综合判断，建筑业 PMI 明显下降，服务业增势平稳，非制造业 PMI 下降到 53.2%。综合 PMI 为 52.1%。

受到宏观政策逆向调节的推动，部分行业高频数据出现走稳或略有好转。1 月重点企业粗钢日均产量为 184.4 万吨/日，日均铁精粉 7.4 万吨/日，产量保持平稳。1 月高频的南华工业品指数小幅上升，整体在高于 2100 点的位置，比上个月上升了近 50 点。虽然整体煤炭价格指数持续下降，但环渤海动力煤综合平均价格指数反弹回升到 572 点左右，为 2018 年 5 月以

来的高点。宏观政策加大逆周期调节力度，基建投资需求改善有望对相关的制造业生产起到积极作用，带动制造业景气度回升。

3、内外需求偏弱，进出口负增长

全球经济增长放缓，出口增速下行。全球和美国的制造业 PMI 创下 2017 年以来的新低。美国投资信心指数连续 3 个月下跌至 6.6 点，创 2016 年 3 月以来新低。欧元区 1 月制造业 PMI 连续 6 个月下跌至 50.5%，创 2014 年 12 月以来新低，投资信心指数、消费者信心指数也创今年低值。日本投资信心指数和消费者信心指数连续 3 个月下跌。除美欧日以外，中国出口较多的其他国家及地区也面临经济下行压力，韩国、澳大利亚、中国台湾以及南非的 PMI 指数都位于荣枯线以下，巴西、印度、俄罗斯以及越南的制造业 PMI 都出现下跌。主要经济数据表明，全球经济增长明显放缓。1 月波罗的海干散货指数均值比去年 12 月低 204 点，比去年同期低约 121 点。当前企业“抢出口”行为已经进入尾声。去年同期出口基数较高。综合判断，预计 1 月出口同比增长-10%，出口额 1795 亿美元左右。

进口同比继续负增长。1 月国际大宗商品价格指数均值较去年同期跌幅明显。CRB 综合、食品、油脂、家畜、金属、工业原料、纺织品指数均值较去年同期下降。主要进口初级产品价格普遍下降。1 月 WTI 原油均价和布伦特原油均价较去年同期分别低 12.07 美元/桶和 10.12 美元/桶。1 月美湾和美西大豆 1 月 CNF 进口均价较去年同期均价分别低 28.69 美元/吨和 28.40 美元/吨。进口铁矿石均价较去年同期有所上升，这与人民币较去年同期贬值近 8%有一定关系。随着中美进入 90 天贸易谈判期，中国已经开始加大自美进口大豆和天然气。但去年同期大豆进口量已经较高，1 月大豆进口量或略低于去年同期。1 月中国调低了部分商品进口关税，涉及药品生产原料、棉花等资源型产品，其进口数量预计有所增加。去年同期进口额 1810.74 亿美元，增速 37.6%，基数较高。在当前中国内需放缓、经济下行压力进一步加大的情况下，预计 1 月进口同比增长-11%，进口额约 1610 亿美元。贸易顺差为 185 亿美元左右。

4、信贷维持较高增速，政策调控定向为主

信贷维持较快增速，M2 增速持续回升。信贷投放在年初通常都会出现季节性放大的特征。为进一步刺激银行信贷投放，货币政策和相关监管都一定程度偏松调整，定向降准、CBS 配合永续债补充银行资本等一系列措

施都着力解决银行信贷提速可能出现的“后顾之忧”。考虑到年初利率债、地方债、城投债也在多家金融机构资产抢配的范畴之中，可能会挤占部分信贷投放空间。财政的力度尚未完全发力，通过财政所刺激的信贷需求可能低于市场预期。预计2019年1月单月信贷增量环比虽大幅上升至3.5万亿左右，信贷增速进一步升至13.6%，维持较快水平。M2则随着货币政策偏松调整，信贷维持较高增速，以及年初金融机构购债积极等因素推动持续维持稳中有升的态势。考虑到央行年初降准的对冲影响，1月M2增速大概率继续回升至8.3%附近。

节后货币政策稳健基调不变，政策调控仍将以“定向”为主题。由于货币维持稳健基调不变，时点性扰动并不会给整个市场带来较大的流动性冲击。进入2月后，在1月一些对于流动性偏负面的因素转向积极，使得2月的流动性局面将有所改善。央行对于市场流动性短期临时性调剂可能采用公开市场操作的方式并采取“定向”模式，以促进金融支持实体经济。本轮政策偏松调整对于国内债市的推动作用可能弱于此前市场对于债市的预期。预计债市短期利率难持续回落，而同业市场上质押式回购利率却可能因流动性改善而出现中枢小幅下移。若中美贸易谈判出现不利局面，央行有进一步向松调整货币政策的可能，譬如一季度再次实施定向降准或调低存贷款基准利率。

5、人民币汇率波动加大，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。主要受美元指数波动变化的影响，1月人民币对美元先升后贬，总体小幅升值。展望2月，尽管市场对美国经济增长放缓的担忧依然不减、美联储不断放出鸽派声音，但欧元区经济前景黯淡、英国脱欧风险以及日本央行维持宽松货币政策，都限制了美元指数下行空间，预计美元指数继续波动、可能小幅上行。2月中美贸易谈判迎来最后期限，尽管目前乐观预期占上风，但其结果仍有不确定性。综上分析，2月人民币汇率可能出现较大幅度的波动震荡。

外汇占款或小幅上升。在人民币小幅升值的影响下，12月外汇占款继续下降，但降幅明显收窄，跨境资金流动形势持续好转。在人民币汇率出现一定波动的情况下，外汇市场总体稳定，1月14日合格境外机构投资者（QFII）总额度扩大1倍将有利于促进未来境外资金流入。综上，2月跨境资金流动形势将继续改善，外汇占款可能小幅上升。

主要图表：

表：1月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1
GDP:当季同比	-	6.5	-	-	6.4	-
CPI:当月同比	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	2
PPI:当月同比	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	-0.1
出口金额:当月同比	9.6	14.4	15.6	5.4	-4.4	-10
进口金额:当月同比	20.6	14.5	21.4	3	-7.6	-11
贸易差额:当月值(亿美元)	263.81	312.77	340.16	447.5	570.6	185
固定资产投资 FAI:累计同比	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	-
消费零售 TRS:当月同比	9	9.2	8.6	8.1	8.2	-
工业增加值 IAV:当月同比	6.1	5.8	5.9	5.4	5.6	-
制造业 PMI	51.3	50.8	50.2	50	49.4	49
非制造业 PMI	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	53.2
新增人民币贷款:当月值(亿元)	12000	13800	6970	12500	10800	35000
M2:余额同比	8.2	8.2	8.0	8.0	8.1	8.3
外汇占款 (亿元)	-24	-1194	-916	-571	-40	0-100

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_14401



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>