

经济下行压力加大，稳增长诉求日益提升

——2019 年 2 月宏观经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 1 月 29 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

- 2018 年四季度 GDP 同比增长 6.4%，较三季度回落 0.1 个百分点，为近 10 年来最低值（持平于 2009 年第一季度），全年同比增长 6.6%，经济仍有一定下行压力。从三驾马车看，相较于第三季度，投资贡献略有增强，消费依然是主要支撑力量，出口对经济拖累作用略有减弱。贸易端，进出口增速纷纷转负，对经济拖累作用将逐步显现；社零同比微幅回升但仍处历史低位，居民加杠杆买房挤出效应与收入回落将使消费依旧承压；投资端，土地购置金支撑作用消退后，地产投资仍将下行；内外需承压，企业利润放缓下，制造业投资持续提升仍存难度；基建增速将因逆周期政策实施而有所回升。总体来看，经济仍有下行压力，随稳定总需求的相关政策密集出台，经济或将出现由量变到质变的转换。
- 物价方面，12 月 CPI 环比持平，同比增速回落至 1.9%，主要受成品油价格下调影响。猪肉价格环比增速超季节性回升使食品项对 CPI 支撑作用仍强。从最新数据看，虽猪肉环比有所回落，但鲜菜鲜果价格环比回升将带动食品项环比增速上扬，而非食品项增速受原油价格反弹影响也将有所提振，预计 1 月 CPI 增速或保持在 1.9% 左右。PPI 方面，12 月 PPI 环比回落 1%，拖累同比增速大幅回落至 0.9%，原油价格大幅下挫、环保限产力度趋缓仍是主要拖累。生产资料是拖累 PPI 增速的主要原因，生活资料各分项均略有回落。展望未来，尽管近期原油价格有所反弹，但在翘尾因素主导下，预计 1 月 PPI 增速将回落至 0.8% 左右。
- 流动性方面，1 月美联储鸽派言论日渐强化，但相较于联储表态，硬数据表现或是判断美联储行径的关键；欧元区经济复苏尚不健康，其货币正常化必充满犹疑；日本方面，全球需求降低带来的避险情绪提升令日元的套息交易走向反面，1 月份日元对美元一度显著走高。国内方面，美联储加息预期下降令外部制约日渐弱化，但因需求不足，宽货币向宽信用转化依旧不如人意。故随管理层对稳增长诉求日益提升，财政政策将成为稳定总需求的关键着力点，货币政策依旧重在机制疏通和结构调节，缩窄信用利差乃是流动性层面需要解决的关键问题，shibor 利率仍将以稳为主。
- 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. 经济仍有下行压力 经济景气度有所回落.....	5
1.1 景气度再度下行 短期下行压力不减.....	5
1.2 进出口增速纷纷转负 贸易顺差仍将收窄.....	6
1.3 内需相对疲软 稳增长诉求日益提升.....	7
1.4 企业盈利延续回落 未来或将维持负增长.....	10
2. 物价涨幅不及预期 PPI 还将小幅下行.....	10
3. 外部制约日渐弱化 内部维稳徐徐前行.....	12
3.1 联储加息或将终结 美元已是强弩之末.....	12
3.2 货币宽松重结构 财政刺激稳需求.....	15

图 目 录

图 1: 经济仍有一定下行压力	5
图 2: 工业增加值小幅回升但仍处历史低位	5
图 3: 公共事业、制造业略有回落, 采矿业回升较快	6
图 4: 非金属矿回升较快	6
图 5: 生产、新订单、新出口订单纷纷回落	6
图 6: 原材料库存与产成品库存纷纷回落	6
图 7: 进出口增速延续回落态势	7
图 8: 各产品出口增速均有所回落	7
图 9: 名义社零增速微幅回升	7
图 10: 可选消费涨少跌多, 汽车、石油是拖累	7
图 11: 基建小幅提升, 制造业持平, 房地产有所回落	8
图 12: 地产销售维持在较低水平	8
图 13: 施工、新开工延续回升	8
图 14: 土地购置费支撑作用继续减弱	8
图 15: 财政支出较财政收入增幅更大	9
图 16: 12 月财政赤字有所增加	9
图 17: 收入延续下行, 利润下行加快	10
图 18: 收入、利润率同比增速纷纷回落	10
图 19: CPI 环比持平, 同比回落	11
图 20: PPI 环比拖累同比大幅回落	11
图 21: 交通通信是主要拖累	11
图 22: 食品仍是维持目前 CPI 的主要力量	11
图 23: 美国失业率出现反弹	12
图 24: 美国续领失业金人数震荡走高	12
图 25: 美国制造业 PMI 指数显著回落	13
图 26: 美国消费者信心指数显著回落	13
图 27: 美国通胀水平稳中有降	13
图 28: 短期内美联储加息预期继续回落	13
图 29: 欧元区制造业 PMI 指数颓势未改	13
图 30: 欧元区核心通胀水平低位徘徊	13
图 31: 日本制造业 PMI 指数小幅反弹	14
图 32: 日本核心通胀出现回落	14
图 33: 美元指数小幅反弹	14
图 34: 美元兑日元明显升值	14
图 35: 美元兑人民币中间价先下后上	15
图 36: CFETS 人民币汇率指数小幅反弹	15
图 37: 12 月份外汇储备略有增加	15
图 38: 12 月热钱外流规模继续攀升	15
图 39: 票据融资成当前信贷增长的主力	16
图 40: 信用利差难以下行	16
图 41: 7 日 Shibor 利率周均值维持震荡	16

图 42: 中美十年期国债利差维持低位	16
---------------------------	----

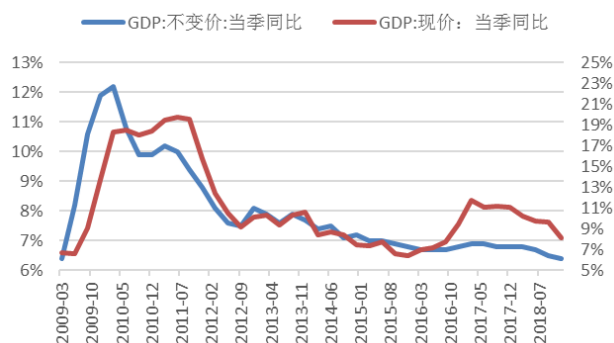
1. 经济仍有下行压力 经济景气度有所回落

2018 年四季度 GDP 同比增长 6.4%，较三季度回落 0.1 个百分点，为近 10 年来最低值（持平于 2009 年第一季度），全年同比增长 6.6%，经济仍有一定下行压力。从三驾马车看，投资贡献略有增强，消费依然是主要支撑力量，出口对经济拖累作用略有减弱。贸易端，进出口增速纷纷转负，对经济拖累作用将逐步显现；社零同比微幅回升但仍处历史低位，居民加杠杆买房挤出效应与收入回落将使消费依旧承压；投资端，土地购置金支撑作用消退后，地产投资仍将下行；内外需承压、企业利润放缓下，制造业投资持续提升仍存难度；基建增速将因逆周期政策实施而有所回升。总体来看，经济仍有下行压力，随稳定总需求的相关政策密集出台，经济或将出现由量变到质变的转换。

1.1 景气度再度下行 短期下行压力不减

2018 年四季度 GDP 增速 6.4%，较三季度回落 0.1 个百分点，为近 10 年来最低值，全年同比增长 6.6%，相较于第三季度，投资贡献略有增强，消费依然是主要支撑力量，出口对经济拖累作用略有减弱。从生产端看，12 月工业增加值同比增加 5.7%，虽较上月回升 0.3 个百分点，但仍处历史相对低位；2018 年工业增加值同比 6.2%，较 1-11 月回落 0.1 个百分点，生产增速有所放缓。从结构层面看，12 月采矿业增速受环保限产力度趋缓影响回升较快，是拉动本期工业增加值增速的主要力量，而制造业、公共事业增速略有回落。制造业内部，铁路、非金属矿回升明显，表明基建仍在发力。但在进出口增速纷纷转负、物价回落、PMI 跌至荣枯线之下的背景下，工业增加值仍将维持低位。

图 1：经济仍有一定下行压力



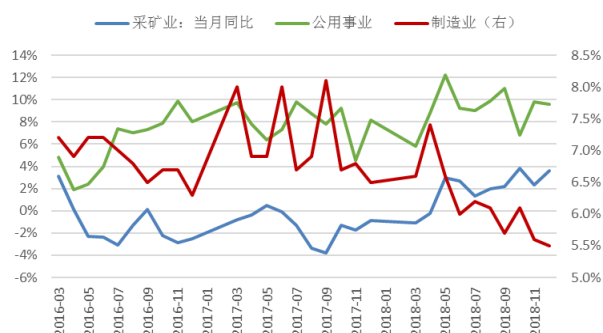
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：工业增加值小幅回升但仍处历史低位



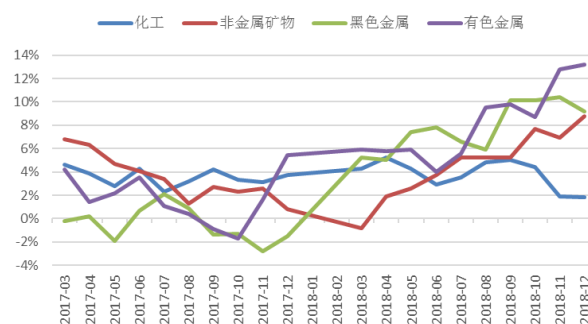
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：公共事业、制造业略有回落，采矿业回升较快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

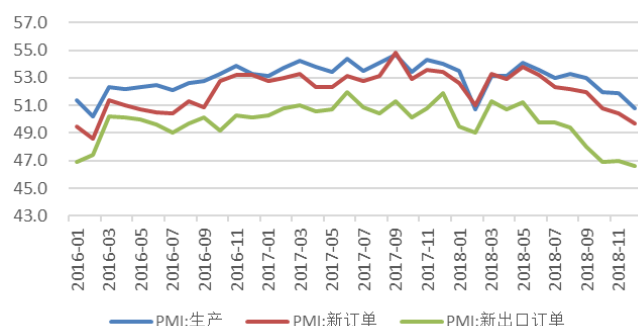
图 4：非金属矿回升较快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

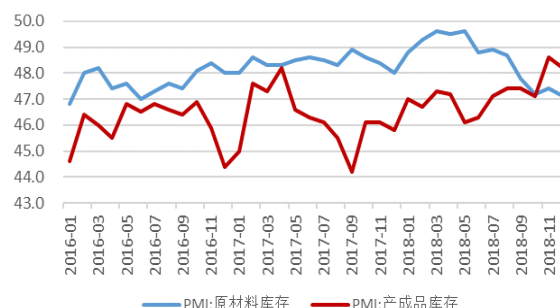
12 月 PMI 指数较上月回落 0.6 个百分点至 49.4%，跌至荣枯线以下，为 2016 年 3 月以来最低值，经济景气度再次下降，经济整体下行压力不减。生产指数回落的同时，新订单指数跌至荣枯线以下，反映供需扩张动能持续收窄，更表明需求疲软依然是现在经济下行的主要隐忧。进一步从库存指标看，终端需求偏弱背景下，原材料库存与产成品库存纷纷回落，企业生产积极性偏低。综合而言，短期经济下行压力不减，随稳定总需求的相关政策密集出台，经济或将出现由量变到质变的转换。

图 5：生产、新订单、新出口订单纷纷回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：原材料库存与产成品库存纷纷回落



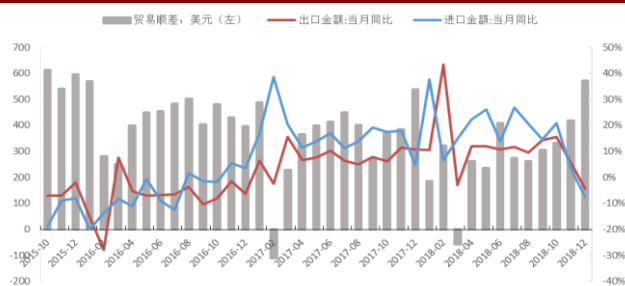
资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 进出口增速纷纷转负 贸易顺差仍将收窄

贸易方面，以美元计，12 月出口增速同比回落至 -4.4%，较上月大幅回落 8.3 个百分点，主要与全球经济放缓及抢出口效应逐步消退有关。从出口产品类型看，高新技术产品边际降幅最大，表明出口结构调整仍面临加大压力。进口方面，12 月进口同比增速 -7.6%，较出口降幅更大，主要与内需增速放缓、大宗商品价格下滑有关，进口较出口降幅更大也使贸易顺差出现衰退式增长。近期 IMF 再度下调 2019 年经济增速 0.2 个百分点至 3.5%，全球经济增长动能放缓下出口增速依旧承压，而中美经贸磋商或使进口增速略有回升，预计贸易顺差仍将呈收窄态势。

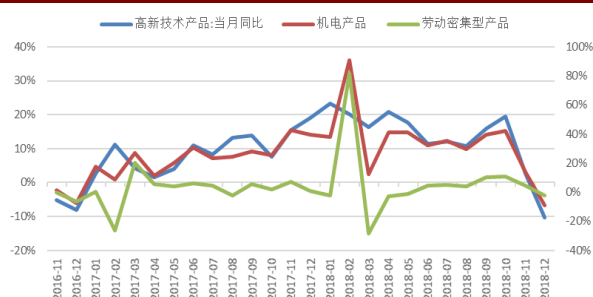
此外，外交部表示中美副部长级贸易磋商已经于1月9日结束，商务部确认副总理刘鹤将于1月30日至31日访美。从副部长级别磋商时间延期1天与商务部表态看，中美经贸摩擦在双方领导人积极磋商部署下，存在短期阶段性缓和的可能，市场对两国贸易争端的担忧也得到一定程度的缓解。但从长期来看中美双方核心矛盾冲突依然存在，中美双方长期博弈局面不会改变，因而中美贸易摩擦大概率会延续边打边谈的局面，还需持续跟踪1月底经贸磋商结果。

图 7：进出口增速延续回落态势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：各产品出口增速均有所回落

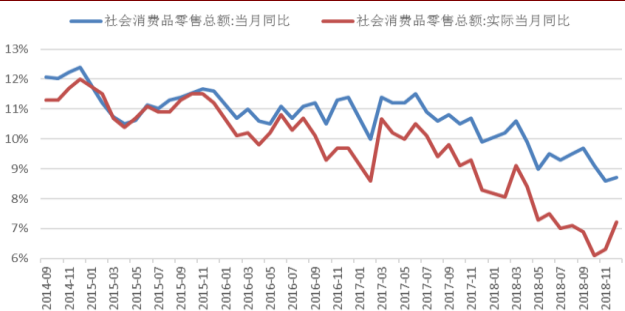


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 内需相对疲软 稳增长诉求日益提升

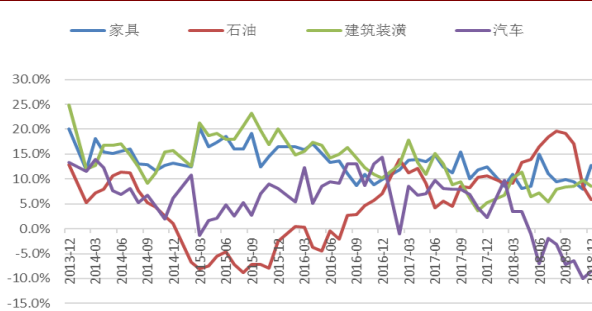
消费方面，12月社零同比增长8.2%，较上月微幅回升，但仍位于历史低位，2018年社零增速9%，较1-11月回落0.1个百分点，也位于历年较低水平。从结构上看，必选消费同比增速大多有所回升，可选消费方面，汽车跌幅虽有所收窄但仍为主要拖累，石油受原油价格下行影响延续回落态势，地产链涨跌互现，家具、家电回升，建材有所回落。整体来看，居民加杠杆买房对消费挤出效应犹存，而人均可支配收入名义同比和实际同比纷纷回落对消费负面影响将逐步显现，2019年消费需求仍受到压制。但考虑到2018年低基数效应与发改委、商务部和国家市场监管总局提出要因地制宜促进汽车、家电消费等政策对冲下，未来社零增速或维持在这一水平。

图 9：名义社零增速微幅回升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：可选消费涨少跌多，汽车、石油是拖累

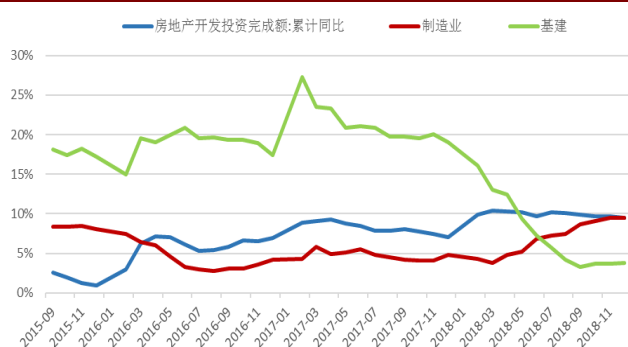


资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资方面，12月固定资产投资累计同比增速为5.9%，持平于上月，基建小幅回升弥补了地产投资回落缺口，总体而言增速依然偏低。在稳增长诉求日益提高背景下，未来固定资产投资走势还需跟踪积极财政政策实施力度与地产投资下行幅度。

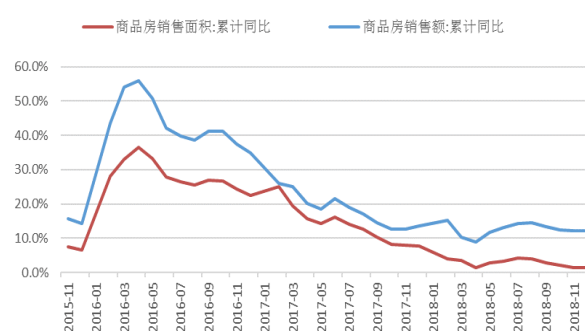
具体而言，地产投资较上月回落0.2个百分点至9.5%。从结构看，新开工、施工增速回升依然是地产投资的主要支撑力量。从销售端来看，商品房销售面积同比依然略有回落，地产销售依然承压。但本期竣工面积同比降幅大幅收窄与商品房销售额的略有改善，或在一定程度上表明未来商品房待售面积同比降幅将有所收窄，而房价或同比上扬，值得我们持续跟踪。此外，部分城市在因城施策方针指导下，放松了对地产行业调控力度，这可以在一定程度上减缓地产投资下行压力，但总的来看，在“房住不炒”大原则下，随土地购置费对地产支撑作用逐步消退，地产投资仍将有所下行。

图 11: 基建小幅提升，制造业持平，房地产有所回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 地产销售维持在较低水平



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 施工、新开工延续回升



图 14: 土地购置费支撑作用继续减弱



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_14420

