



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2019年第5期 总第61期 · 宏观报告

2019年1-2月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 李庆

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年三月



- ▶ **2月以来全球经济复苏基础继续弱化。**经合组织近日发布的《经济展望》报告再度下调2019年全球经济增速预期。美国经济增长疲弱，提高债务上限问题重启，美联储继续释放鸽派信号，3月下旬议息会议预计继续保持观望状态；欧洲通胀维持低位，欧央行推迟加息预期至2020年并提前推出TLTRO；日本经济下行压力加大，短期内难以退出超宽松货币政策，政策成本日渐上升。整体来看，我国面临的外部挑战与不确定性仍然较大。
- ▶ **当前1-2月我国经济运行总体平稳。**一是工业增加值比去年12月份加快0.4个百分点；二是投资在基建投资渐进复苏和房地产投资高位提升支撑下延续回暖态势；三是消费稳中有升，实际增速加快0.5个百分点；四是前两个月信贷和社融均同比多增；五是金融市场运行平稳。
- ▶ **经济下行压力并未减弱。**一是制造业和民间投资增速超预期下滑，显示企业信心仍然疲弱；二是房地产相关数据全面走软，在购置费分摊因素消退后开发投资增速将继续回落；三是进出口在内外需疲软的大背景下预计仍将以下行为主；四是城镇调查失业率在2月份反弹，将会对居民消费形成拖累。

目录

CONTENTS



01

国际经济形势分析

02

国内经济形势分析

03

宏观经济政策分析

01

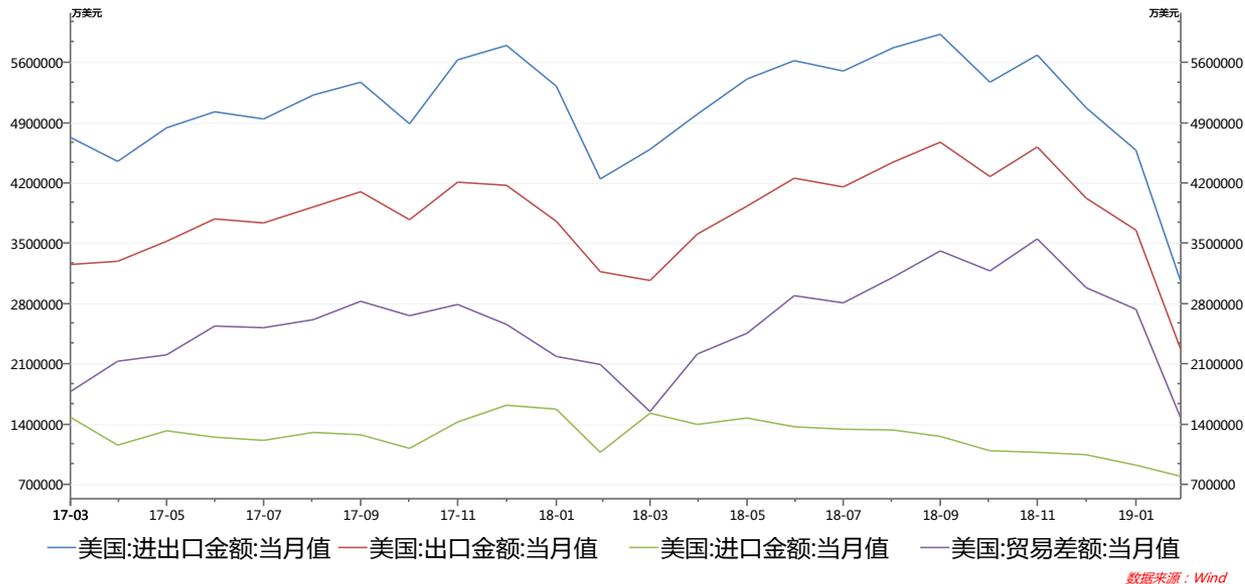


国际经济形势分析

GDP、景气指数、货币政策

1.1 美国：经济增长显现疲态

美国贸易额

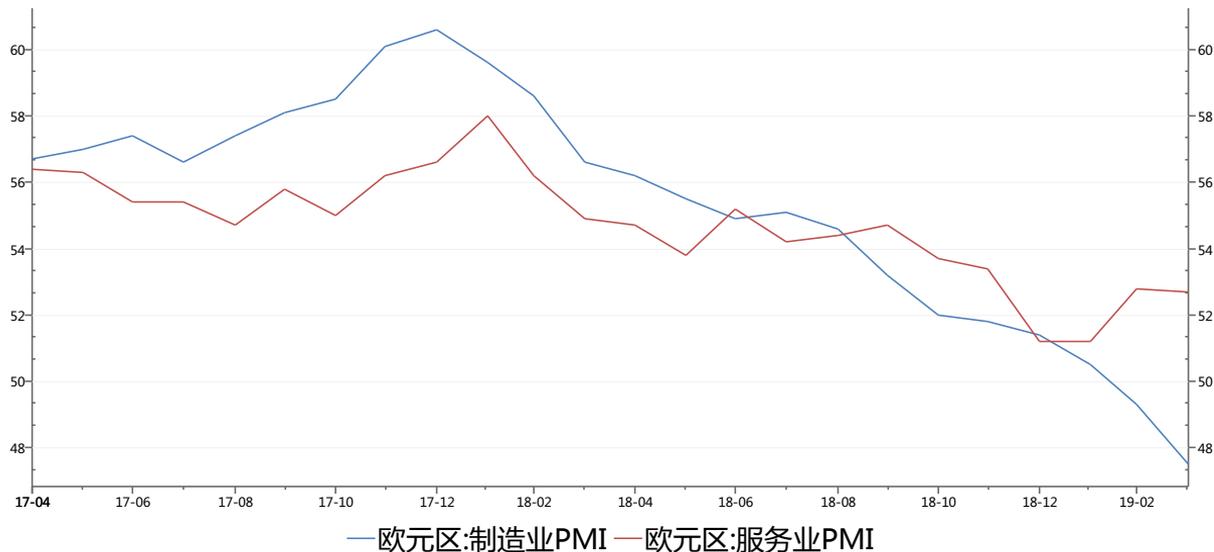


美国经济增长逐渐显现疲态。制造业景气下降，2月美国ISM制造业PMI为54.2%，较上月回落2.4个百分点，但仍连续30个月高于荣枯线。消费有所回升，1月消费零售消费同比增长2.3%，较2018年12月上升0.5个百分点。

进出口增速放缓，2018年12月美国出口季调同比增长0.1%，较11月下降3.3个百分点；进口季调同比增长3.1%，较11月下降0.1个百分点；贸易逆差597.7亿美元，较11月增加94.7亿美元，对中国贸易逆差为368.3亿美元，较上月减少10.3亿美元。

1.2 欧洲：经济复苏动能趋弱

欧元区景气指数

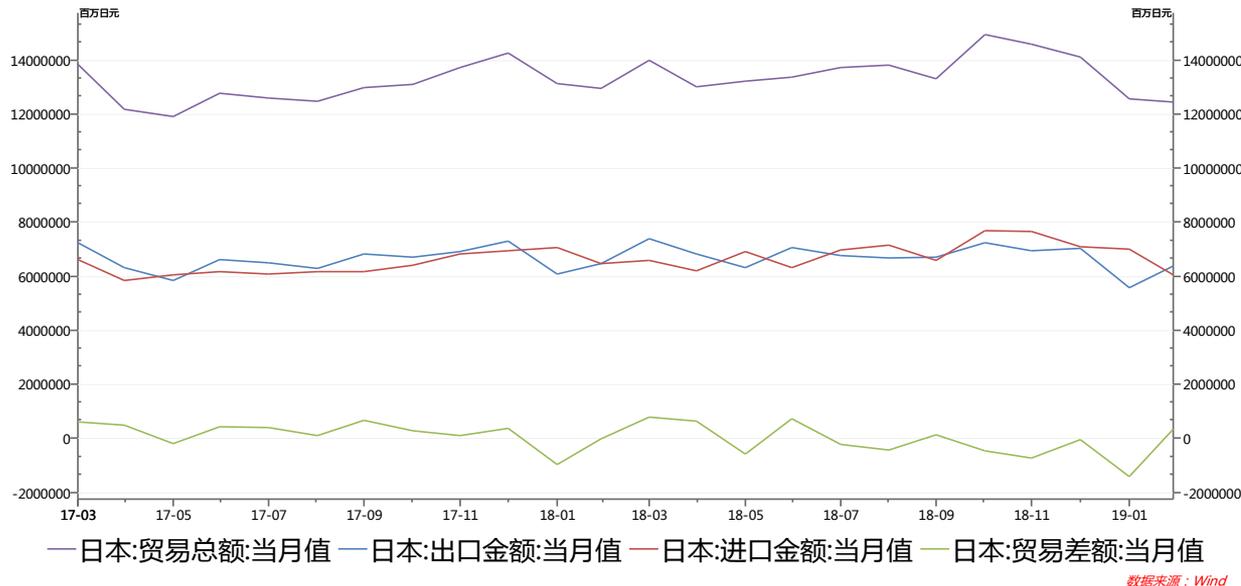


欧元区经济复苏动能趋弱。生产持续下滑。受外需疲软影响，欧元区2月制造业PMI由上月的50.5%回落至49.3%，为2013年下半年以来首次跌破50%的荣枯线，其中新订单指数创近6年来最大降幅；服务业PMI为52.8%，回升至3个月高点，但仍处于今年较低水

消费有所好转。1月零售销售指数同比增长2.2%，较上月提高1.9个百分点，为2018年以来较高水平。2月消费者信心指数由上月的-7.9微升至-7.4，仍为近两年以来较低水平。

1.3 日本：经济下行压力加大

日本贸易额



经济下行压力加大，增长动力不足。生产端陷入紧缩。1月工业生产指数经季节调整后为100.8，环比大幅下降3.7%，连续3个月环比下降；2月制造业PMI为48.9%，较上月下降1.4个百分点，创2016年6月以来新低。消费疲弱。

对外贸易持续逆差。1月出口同比下降8.4%，较上月回落4.5个百分点，创2016年10月以来最大降幅；进口同比下降0.6%，较上月回落2.5个百分点；贸易逆差14157亿日元，连续第4个月出现逆差。

1.4 货币政策呈现宽松趋势

货币政 策

美国货币政策转向

2月20日，美联储公布了今年1月货币政策会议纪要。一是下半年将会停止缩表。纪要提到，“在今年下半年的某个时间点结束资产持有量的减少，然后将投资组合的规模大致保持不变，以便准备金的平均水平以非常缓慢的速度下降，以匹配联储其他负债的增长趋势”；二是强调对加息保持耐心。

欧央行比预期更为鸽派

3月议息会议维持三大利率不变，推迟加息时间至2020年，并将推出新一轮定向长期再融资操作（TLTRO）。新一轮TLTRO的推出将使欧央行货币政策立场更为宽松，有助于增强区内经济韧性，推动通胀重新接近官方目标。

日本央行继续维持超宽松货币政策

日本央行宣布维持货币政策不变，继续保持宽松态势。一方面，外需疲软对日本经济造成较大冲击，经济表现出疲弱态势，一季度经济放缓风险上升。另一方面，受新年长假影响，日本1月休假住宿等服务消费涨幅较大，拉动核心CPI同比上升0.8%，较上月上升0.1个百分点，但距离2%的目标仍然很远。

02

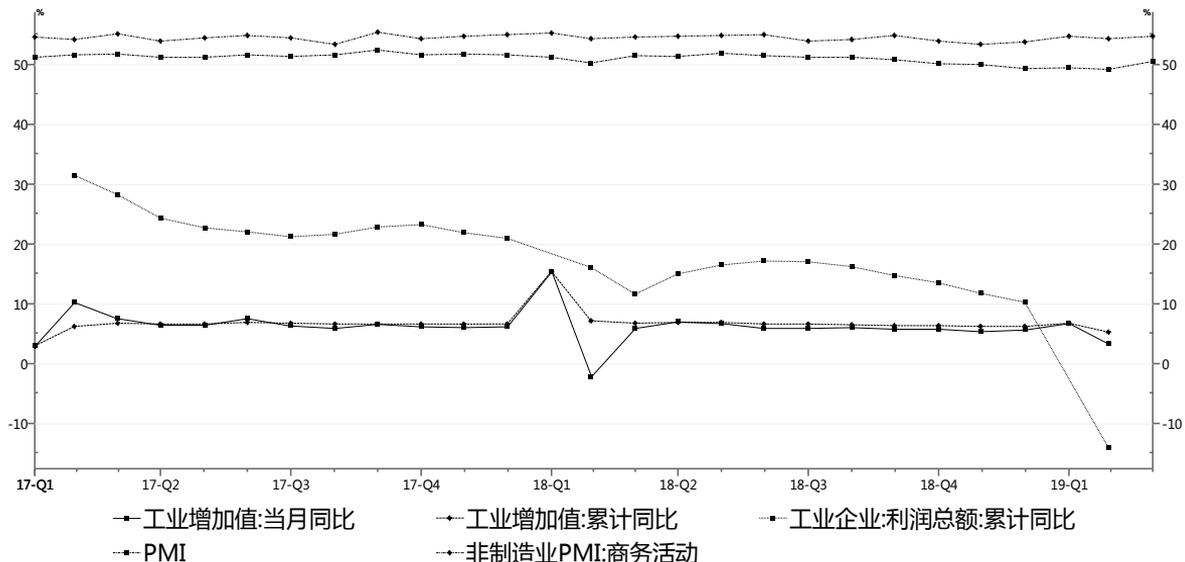


国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 工业生产显著下滑，外需疲软拖累工业生产

工业生产及景气指数



数据来源: Wind

1-2月工业生产显著下滑。1-2月工业增加值累计同比增长5.3%，低于市场预期的5.6%，较2018年12月显著下滑0.4个百分点，较去年同期大幅下降1.9个百分点，连续5个月低于6%，为2010年以来同期最低水平。

外需疲软拖累工业生产。2月制造业PMI分项指数中新出口订单指数较上月显著下降1.7个百分点至45.2%，2月以美元计出口同比下降20.7%，工业企业实现出口交货值同比名义增长4.2%，为2018年下半年以来次低水平，外需疲弱拖累工业特别是制造业生产。

2.2 三大门类表现为两降一升，企业仍处于主动去库存阶段

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



数据来源: Wind

受春节效应、环保限产和今年冬季气温偏高等因素影响，采矿业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速较2018年12月和2018年均显著下滑，拖累工业生产。剔除春节因素，1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，增速较上年12月份加快0.4个百分点。

展望：3月工业增加值或小幅回升。从高频数据来看，3月上旬发电耗煤增速小幅回升，显示工业生产有望短期企稳。随着PPI在2月接近触底，或预示企业主动去库存阶段将接近尾声。加上中美贸易谈判取得突破对出口的支撑，稳增长政策的逐步落地，以及春节效应消退，预计3月工业增加值或小幅回升。

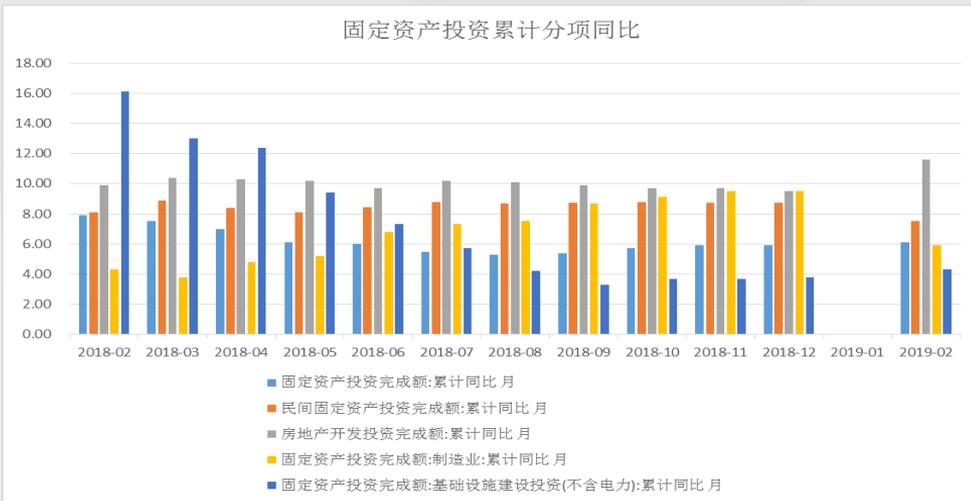
2.3 投资：延续回暖态势，基建地产是主要支撑

投资增长继续回暖。2019年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）44849亿元，同比增长6.1%，增速比2018年全年提高0.2个百分点，比2018年同期低1.8个百分点。

基建投资复苏基础进一步稳固。1-2月第三产业中的基础设施投资增速较2018年全年回升0.5个百分点至4.3%。

制造业投资高位显著回落。1-2月制造业投资同比增速较2018年全年大幅回落3.6个百分点至5.9%，是2018年4月份以来首次回落。

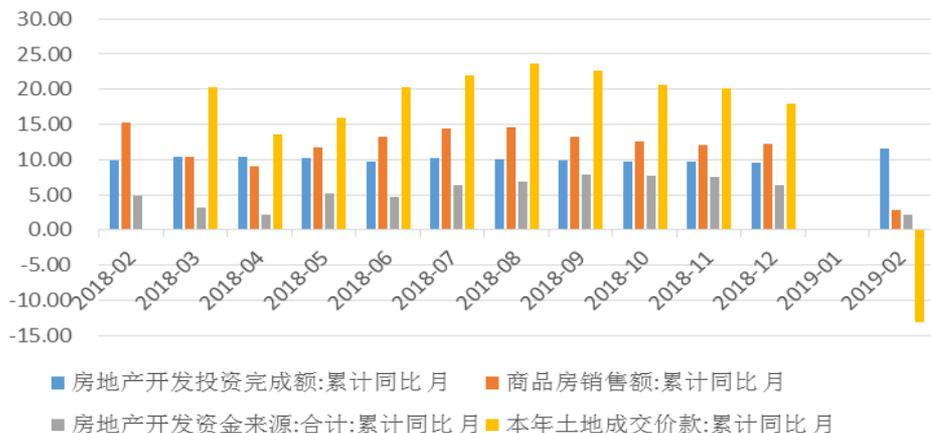
民间投资有所回落。民间投资1-2月份同比增长7.5%，增速比2018年全年回落1.2个百分点，2018年以来首次回落至8%以下，仍高于总体投资增速1.4个百分点。民间投资中制造业占据近半壁江山，1-2月民间投资较前下滑主要受制造业投资回落拖累，表明投资内生动力不足。



展望：后续固定资产投资依赖基建托底。基建投资随着稳增长力度加大将继续回升；制造业企业处于主动去库存阶段，利润增速仍在探底，设备更新改造需求也将告一段落，因而制造业投资将有下行压力；楼市销售回落已逐渐传导至投资端，土地成交已大幅下滑，土地购置费递延支付的支撑终将减弱，房地产开发投资高增不可持续，料将高位逐步回落。

2.4 房地产：投资增速逆势强升，关键指标全面回落

房地产投资



新开工、土地购置和资金来源全面回落，施工支撑增强。1-2月份，新开工面积累计同比增长6.0%，较2018年全年回落11.2个百分点，为2018年5月以来首次降至个位数。土地购置面积累计增速由去年下半年维持10%以上高增转为大幅下滑34.1%，为2009年4月以来最低；土地成交价款也由2018年全年的18%转为大幅下滑13.1%，是2016年以来的最低水平。资金来源累计增速则较2018年全年回落4.3个百分点至2.1%，已连续5个月回落。

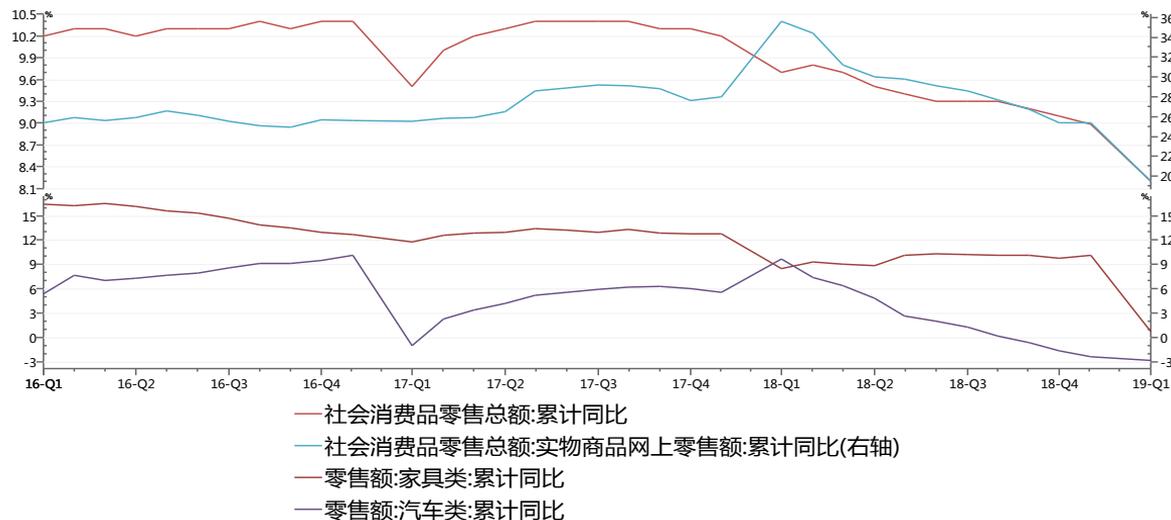
房地产开发投资增速高位回升。1-2月份，全国房地产开发投资12090亿元，同比增长11.6%，增速比2018年全年提高2.1个百分点，比2018年同期高1.7个百分点，是2014年12月以来的最高水平。

商品房销售转为负增。商品房销售额增长2.8%，增速比2018年全年大幅下滑9.4个百分点，降至2015年5月以来的最低水平。

展望：后续房地产投资预计将高位回落。关键指标的全线回落背后隐藏的是“销售放缓—资金到位困难、房企信心下滑—土地购置放缓—新开工放缓”的传导链条，需求持续走弱将拖累房地产开发投资高位回落。

2.5 消费：开局平稳增长，保持升级势头

社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源：Wind

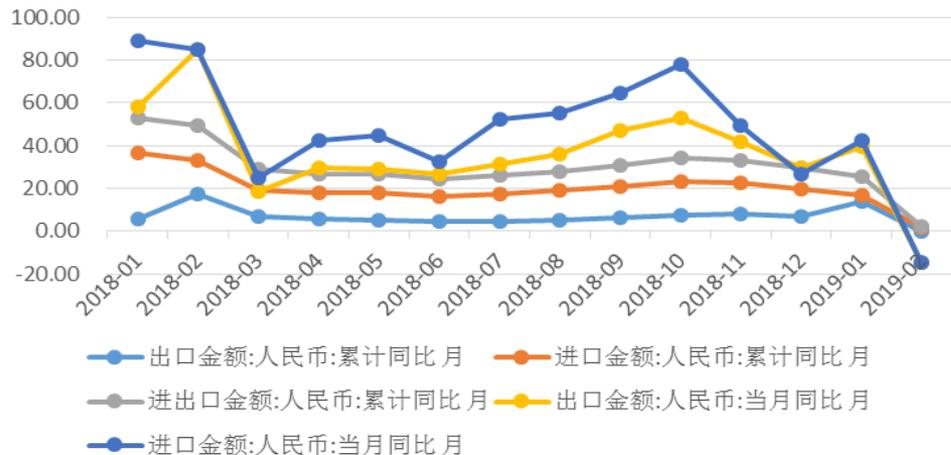
1-2月社会消费品零售总额增速与上年12月持平。1-2月份，社会消费品零售总额同比名义增长8.2%，增速与上年12月持平。

消费升级态势延续。一是网上零售继续保持快速增长。二是乡村市场零售占比稳步提高。三是部分升级类商品增速加快。四是旅游、文化等服务消费较快增长。

展望：消费仍有韧性，但需关注居住类消费放缓和失业率上升的冲击。下一阶段，消费仍有支撑：其一，个税新规的全面实施，有利于扩大消费；其二，基数效应减弱，汽车消费拖累会有所减弱；其三，一系列政策措施改善居民消费能力和预期。不过，前两个月商品房销售转负，将会导致居住类消费增速下滑，而2月份城镇调查失业率由4.9%回升至5.3%，这是2017年1月有统计以来的次高水平，可能会影响居民收入进而拖累消费。

2.6 外贸：进出口双双回落，促进外贸稳中提质是政策主线

进出口金额当月同比、累计同比

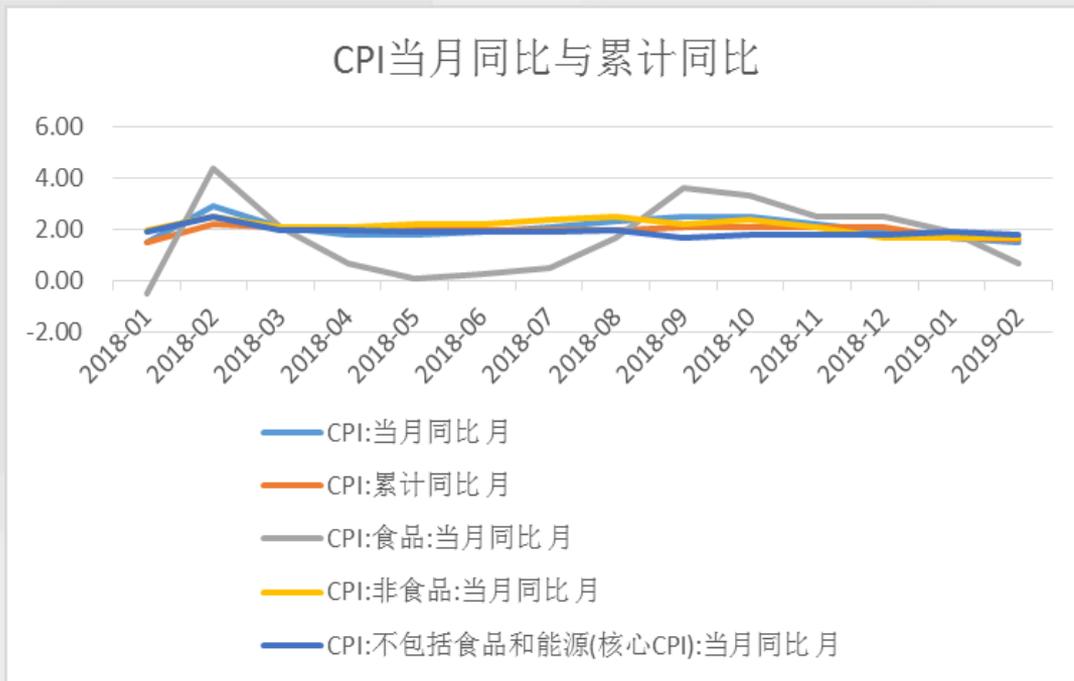


进出口双双回落。2019年1-2月，我国进出口总额6627.2亿美元，同比下降3.9%，其中，出口3532.1亿美元，同比下降4.6%；进口3095.1亿美元，同比下降3.1%。贸易顺差437亿美元。

展望：3月进出口将有所反弹，但全年增速大概率放缓。一方面，春节过后，我国货物贸易进出口增速大幅回升。2月中下旬进出口同比增长21%，3月9日上午进出口同比增长24.7%，出口回升势头更是达到39.9%，预计3月份进出口增速将有所反弹。另一方面，2019年政府工作报告提出促进外贸稳中提质。维持进出口贸易的基本平衡和促进出口形成比较优势将是政策主线。不过在全球和中国经济放缓的大背景下，全年进出口增速将继续回落。

出口大幅低于预期和前值。主要受到以下四个方面因素影响：一是春节因素扰动。二是外需持续走弱。三是高基数效应。四是人民币汇率升值。**进口继续放缓。**主要原因：一是内需依然低迷，表现在2月制造业PMI以及PMI进口数据均跌入收缩区间以下并持续下行；二是大宗商品价格下行。

2.7 通胀：CPI小幅回落，PPI或将面临短期通缩

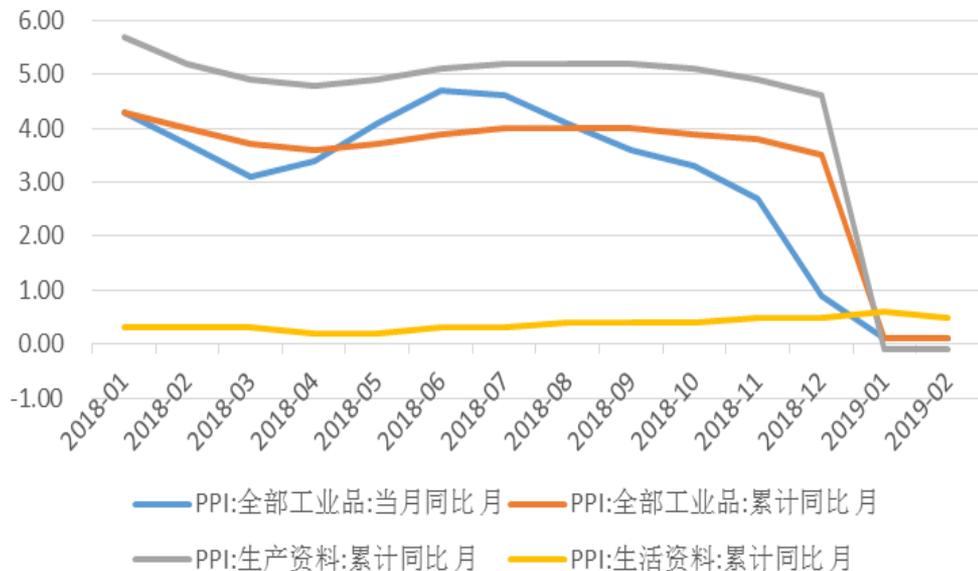


2月CPI同比较1月份继续回落。2月份CPI同比上涨1.5%，增速较上月继续回落0.2个百分点，环比上涨1%，符合市场预期。

其中，城市同比上涨1.5%，农村上涨1.4%；食品价格上涨0.7%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨1.1%，服务价格上涨2.1%。尽管今年2月份CPI环比涨幅较1月还扩大了0.5个百分点，但由于今年春节较去年有所提前，导致同比增速较上月回落0.2个百分点。

2.7 通胀：CPI小幅回落，PPI或将面临短期通缩

PPI当月同比与累计同比（201801-201902）

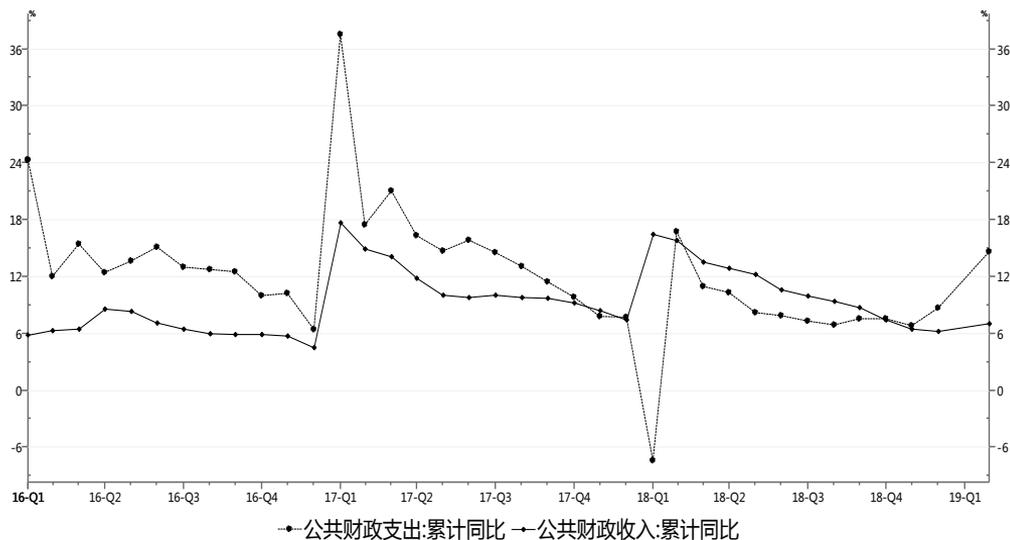


2月份PPI同比上涨0.1%，与上月持平，略低于市场预期。生产资料价格同比下降0.1%。其中，采掘工业价格上涨1.8%，原材料工业价格下降1.5%，加工工业价格上涨0.3%。生活资料价格同比上涨0.4%。其中，食品价格上涨0.8%，衣着价格上涨1.6%，一般日用品价格上涨0.2%，耐用消费品价格下降0.6%。尽管2月国际市场大宗商品价格延续反弹，但国内工业品价格涨幅仍弱于国际，反映国内工业企业仍面临下游需求下降问题，盈利将继续承压。

展望： 预计随着春节效应的结束，3月和二季度CPI将有所回升，但PPI在未来数月有出现短期通缩的可能。政府工作报告提出今年通胀目标控制在3%左右，从当前通胀水平及未来预期看，货币政策仍有边际宽松的空间。

2.8 财政：减税降负拉动内需，财政金融组合调控可期

财政收支累计同比



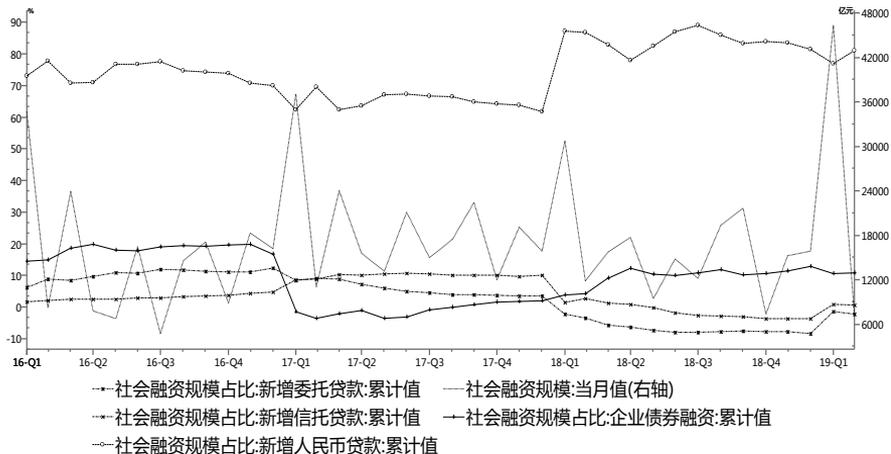
数据来源: Wind

财政支出增速较高，反映积极财政政策发力。1-2 月累计，全国一般公共预算支出 33314 亿元，同比增长 14.6%。虽然与去年同期的 16.3% 相比并不算高。然而按照支出进度来看，2019 年 1-2 月已完成进度 14.2%，去年同期为 13.9%，进度节奏有所提升。这反映出财政政策正在发力提效。今年财政预算报告指出，积极的财政政策要加力提效，发挥好逆周期调节作用。我们认为财政支出仍将维持在适度的增速，预计全年增速为 6.5% 左右。

个税减税效果开始呈现，未来期待更大幅度的减税降费措施。1-2 月累计，全国一般公共预算收入 39104 亿元，同比增长 7%，增速基本平稳。税收增速开始放缓，显示出去年减税降费的效果。在今年的财政预算报告中，全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，其中最大的两项措施一是降低增值税率，二是下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例。

2.9 金融：货币信贷增长再度收缩，季节性因素影响显著

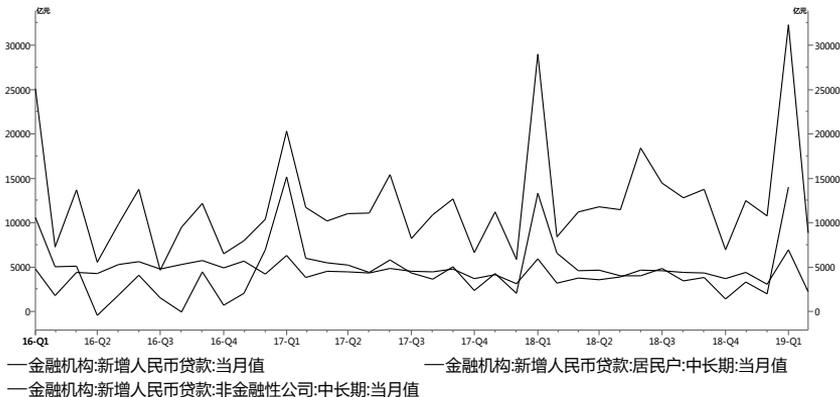
社会融资规模结构



社融增量下滑主要受贷款和未贴现银行承兑汇票收缩影响。2月新增社融7030亿元，环比少增3.93万亿，同比少增4847亿，主要源于新增贷款的超预期下滑和表外融资的大幅收缩。

新增信贷收缩，季节性因素影响较大。2月末，人民币贷款余额140.4万亿元，同比增长13.4%，增速与上月末持平，比上年同期高0.6个百分点。2月人民币贷款新增8858亿元，是2018年3月以来的次低水平，环比少增2.34万亿元，同比多增465亿元，其中最主要的拖累因素来自居民短期贷款和企业中长期贷款的同比大幅下滑。

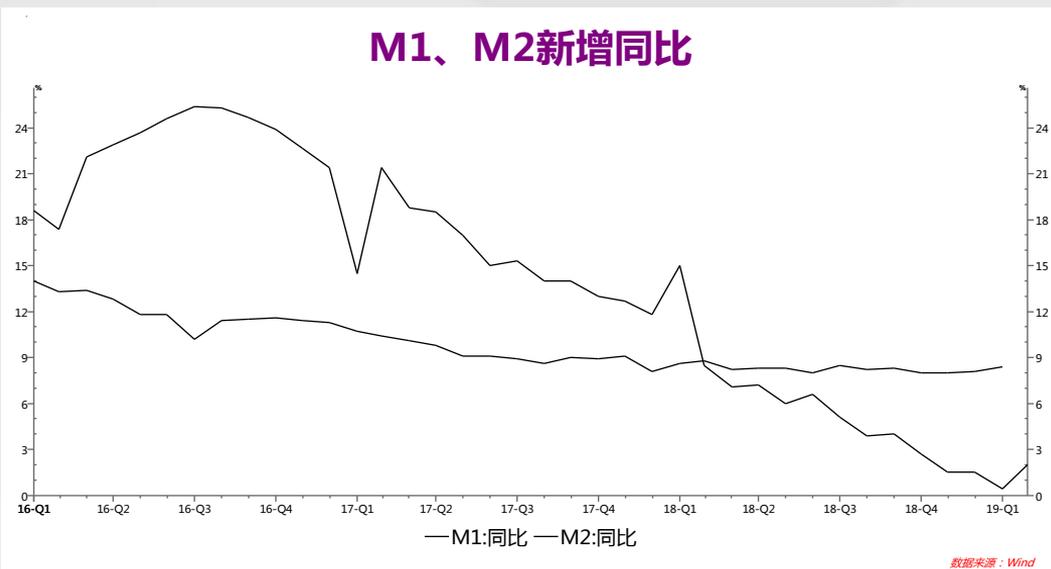
新增人民币贷款



2.10 金融：货币信贷增长再度收缩，季节性因素影响显著

M2增速重回历史低位。2月末，广义货币（M2）余额186.74万亿元，同比增长8%，增速分别比上月末和上年同期低0.4个和0.8个百分点；狭义货币（M1）余额52.72万亿元，同比增长2%，增速比上月末高1.6个百分点，比上年同期低6.5个百分点；流通中货币（M0）余额7.95万亿元，同比下降2.4%。当月净回笼现金7986亿元。

M2同比增速回到历史最低水平，一方面是由于2月财政投放力度较小；另一方面，2月新增信贷不及预期导致贷款派生力度下降，2月企业存款大幅下滑1.2万亿。M1同比增速较上月回升1.6个百分点至2%，与M2的负剪刀差有所收窄，但仍处于历史低位，企业现金流是否有实质性改善尚有待观察。



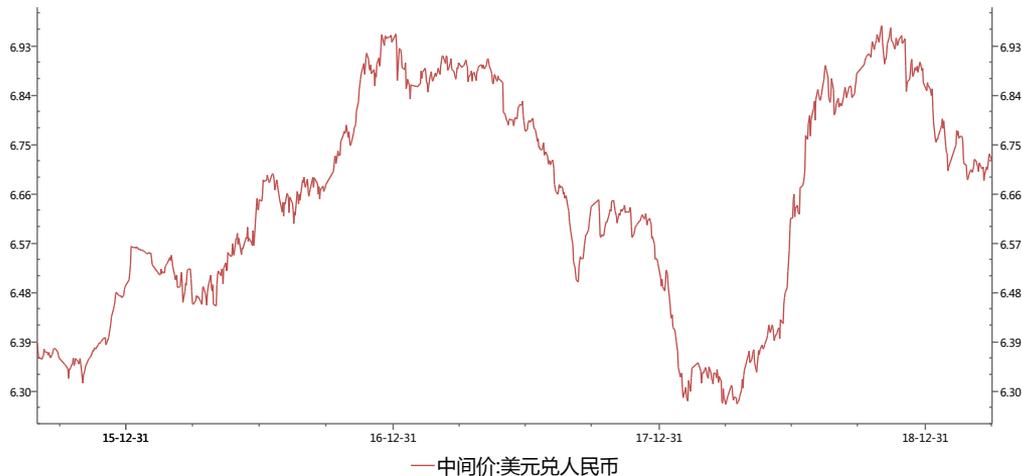
展望：信贷和社融增长总体平稳，为经济开局提供保障。前两个月人民币贷款、社会融资规模增量、社会融资规模存量较2018年末有显著回升，下滑态势初步得到遏制。随着3月份经济活动全面步入正轨，2月积压的企业融资需求和金融机构信用投放需求逐步释放，预计社会融资有望重新步入扩张。

2.11 汇率：人民币汇率继续升值，外汇储备继续回升

人民币兑美元汇率继续升值。2月末，人民币兑美元中间价为6.6901，较1月末上调124bp。2月份美元指数由95.5533升至96.2199。主要因为：一是我国经济企稳预期增强。1月社会融资和新增信贷等数据超出预期，针对改善民企融资的相关配套措施陆续出台，对市场信心形成提振。二是资本加速流入。中美贸易谈判向乐观方向发展，导致避险情绪降温，外资加速流入，对人民币汇率形成较强支撑。

展望：预计短期内市场情绪整体仍偏乐观，人民币汇率或延续偏强震荡运行格局。中期来看，全球风险偏好存在波动可能，国内经济基本面仍未企稳转好，人民币汇率走势仍面临一定不确定性。

美元兑人民币中间价



数据来源：Wind

外汇储备连续四个月增加。截至2月末，我国外汇储备规模为30902亿美元，环比微增23亿美元。2月份，在汇率折算和资产价格变化带来减值损失的情况下，我国外汇储备规模还有所增加，表明跨境资本流动和外汇供需关系改善，这主要得益于经常项目下的贸易顺差和资本项目下证券市场的资金净流入增加。

03



宏观经济政策分析

财政政策、货币政策、金融监管、财政规范

3.1 主要宏观政策回顾

《政府工作报告》部署全年工作，确保经济运行在合理区间。要求正确把握宏观政策取向，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策，加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间，全年增速维持在6.0-6.5%之间。

财政政策方面，积极的财政政策要加力提效。《报告》提出，今年赤字率拟安排2.8%，财政赤字2.76万亿元，其中中央财政赤字1.83万亿元，地方财政赤字9300亿元；财政支出超过23万亿元，增长6.5%；中央对地方均衡性转移支付增长10.9%；改革完善县级基本财力保障机制，缓解困难地区财政运转压力，决不让基本民生保障出问题。

实施更大规模的减税，普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担

明显降低企业社保缴费负担，既要减轻企业缴费负担，又要保障职工社保待遇不变、养老金合理增长并按时足额发放

确保减税降费落实到位，切实让市场主体特别是小微企业有明显减税降费感受，坚决兑现对企业和社会的承诺

有效发挥地方政府债券作用，为重点项目建设提供资金支持，为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。

3.1 主要宏观政策回顾

货币政策方面，稳健的货币政策要松紧适度。《报告》要求，广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，在货币政策实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

支持大型商业银行多渠道补充资本，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款，小微企业贷款要增长30%以上

改革完善货币信贷投放机制，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚



清理规范银行及中介服务收费

加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款

完善金融机构内部考核机制，切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低

3.2 政策展望与建议

《政府工作报告》特别强调“要把握好三组关系”，即统筹好国内与国际的关系、平衡好稳增长与防风险的关系、处理好政府与市场的关系。其中第三组关系，是激发市场主体活力的关键所在。只要市场主体有活力，就能增强内生发展动力、顶住经济下行压力。

财政政策，根据逆周期调节的要求，**注重加力提效**。一方面，通过进一步减税降费、在预算安排上增强力度，支持实体经济发展、支持供给侧结构性改革和打好三大攻坚战、加强保障和改善民生；另一方面，通过加快财政支出和地方政府债券发行使用进度、大力压减一般性支出、取消低效无效支出、不断优化财政支出结构、全面实施预算绩效管理，提高财政资金配置效率和使用效益，更好地发挥积极财政政策的作用。

货币政策要松紧适度，进一步疏通传导机制。去年四季度以来，从中央经济工作会议到央行货币政策执行报告，再到国务院政府工作报告，针对货币政策的定调均已不再提“中性”字眼。这意味着货币政策各大目标的重要性发生了调整，稳增长的权重显著提升，货币政策将在逆周期调节的宏观政策组合中发挥更大作用，其松紧将主要取决于实体经济需求，具体而言就是“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”。

免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。