

逆周期政策成效渐显，调结构诉求日益提升

——2019 年 4 月宏观经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 4 月 30 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

- 2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%，持平于上一季度，好于市场一致预期，经济开局良好，逆周期政策成效渐显。从三驾马车看，受衰退式顺差走扩影响，净出口对经济贡献由负转正；消费较去年有所回落，但仍是经济增速平稳的主要支撑力量；投资拉动率则回落偏快，主要是受制造业投资拖累。整体来看，一季度经济开局良好，稳定总需求政策效果尽显，故而相较于之前对“稳”的强调，近期政策则对“进”略有偏向，面对经济下行压力中的“结构性”“体制性”因素，要有战略定力，坚持结构性去杠杆与金融供给侧结构性改革，以高质量发展的方式稳增长。
- 物价方面，3 月 CPI 环比下降 0.4%，而同比增速回升至 2.3%，主要受食品项环比跌幅弱于季节性影响。从最新数据看，近期猪肉价格环比延续上涨态势，农产品、鲜菜价格环比亦有所上涨，鸡蛋价格止跌回升，故而食品项环比或重回上涨态势；非食品方面，考虑到美国拟停止对伊朗原油出口豁免对油价的支撑作用，非食品项环比增速应将有提振，故而 4 月 CPI 增速或将回升至 2.5% 左右。PPI 方面，3 月 PPI 环比回升 0.1%，带动同比增速提升至 0.4%，主要与油价上涨有关。生产资料方面，采掘和原材料工业环比增速快于加工工业，表明供给依旧是价格提升的主导力量；而石油开采业和石油加工业环比增速较快，反应国际原油价格的上涨带动石油产业链价格提升是主导力量。从最新数据看，油价上涨或将继续支撑 PPI 增速的回升，故而 4 月 PPI 增速或将回升至 0.5% 左右
- 流动性方面，在美国经济前瞻略显黯淡的同时，其国内经济的现状数据则仍保持稳定，前者消除了美联储加息的必要性，而后者则为美联储可能的降息行为提供了更为充足的观察期；相较于此，在德国经济的拖累下，欧元区经济的前瞻则更显不堪，英国脱欧事件也依然如达摩克里斯之剑般给区内经济带来重重风险。发达经济体经济增长水平的回落一方面给国内“稳增长”带来了挑战，但另一方面也为国内的政策调控提供了更广阔的运作空间。面对外围环境变动下挑战和机遇的并存，国内的调控政策也在经济数据的改善后出现了微调，“稳”初见成效后，“进”的诉求有所提升。尽管在宽信用环境仍不稳健的情况下，货币环境收缩不会出现，但更加注重结构调控令央行在重启 TMLF 的同时通过公开市场回笼货币，避免大水漫灌。结合中央政治局会议对“结构性、体制性”因素的重点强调，我们认为本就具备结构调节特性的财政政策仍将作为逆周期调节的主力，期间货币调控也将依靠创新工具体现出更多的结构性特征，而且经济环境逐步企稳还为改革这一“进”的行为提供了时间窗口，期间金融供给侧改革和资本市场改革仍是重点所在。因此，在无风险利率止跌回升的情况下，推动信用利差降低将继续作为政策调控的重要目标。
- 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. 逆周期政策成效尽显 结构调整欲将发力.....	5
1.1 景气度阶段性回暖 逆周期政策效果尽显.....	5
1.2 出口大幅回升 但外需或难以持续依仗.....	6
1.3 经济数据好于预期 结构调整欲将发力.....	7
1.4 企业利润大幅回升 逆周期政策成效尽显.....	9
2. CPI 大幅上行 PPI 小幅回升.....	10
3. 美强欧弱仍延续 稳中求进推改革.....	12
3.1 现状尚可预期走弱 美强欧弱仍将延续.....	12
3.2 信用扩张缓慢推进 保持定力稳中求进.....	15

图 目 录

图 1: 经济开局平稳	5
图 2: 工业增加值同比大幅跳升	5
图 3: 制造业、采矿业回升, 公共事业回落	6
图 4: 非金属矿回升较快	6
图 5: 生产、新订单、新出口订单纷纷上扬	6
图 6: 企业初显主动补库存迹象	6
图 7: 出口增速大幅回升 进口增速延续回落	7
图 8: 劳动密集型产品回升幅度较大	7
图 9: 名义社零增速回升	7
图 10: 汽车跌幅走扩, 地产全线回升	7
图 11: 地产增速小幅回升, 制造业延续回落	8
图 12: 地产销售回暖	8
图 13: 新开工、竣工、施工面积均回升	8
图 14: 土地购置费支撑作用继续弱化	8
图 15: 财政支出同比增速较高	9
图 16: 3 月累计财政赤字远超往年同期水平	9
图 17: 收入与利润率均有所回升	10
图 18: 利润率增速回升较快是主要支撑力量	10
图 19: CPI 同比增速大幅提升	11
图 20: PPI 同比小幅抬升	11
图 21: 食品项环比跌幅弱于季节性规律	11
图 22: 猪价同比增速大幅抬升	11
图 23: 美国失业率维持低位	12
图 24: 美国续领失业金人数逐步回落	12
图 25: 美国制造业 PMI 指数有所反弹	13
图 26: 美国消费者信心指数小幅回落	13
图 27: 美国核心通胀水平持续回落	13
图 28: 四季度美联储降息预期高达六成	13
图 29: 欧元区制造业 PMI 指数略有反弹	14
图 30: 欧元区核心通胀水平低位徘徊	14
图 31: 日本制造业 PMI 指数环比持平	14
图 32: 日本核心通胀维持低位	14
图 33: 美元指数再创新高	14
图 34: 欧元对美元维持弱势	14
图 35: 美元兑人民币中间价维持震荡	15
图 36: CFETS 人民币汇率指数小幅走高	15
图 37: 外汇储备继续小幅增长	15
图 38: 热钱外流规模有所抬升	15
图 39: 短期贷款多增主导 3 月份信贷超预期	16
图 40: 信用利差回落停滞	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逐步回升	16
--------------------------	----

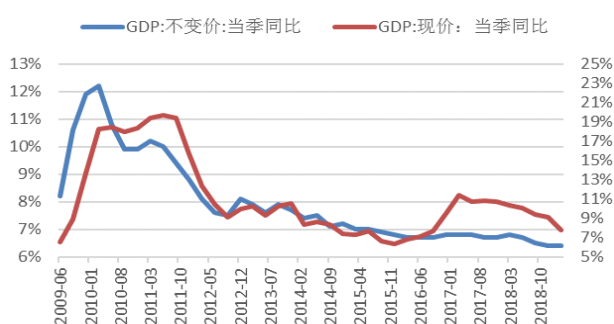
1. 逆周期政策成效尽显 结构调整欲将发力

2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%，持平于上一季度，好于市场一致预期，经济开局良好，逆周期政策成效渐显。从三驾马车看，受衰退式顺差走扩影响，净出口对经济贡献由负转正；消费较去年有所回落，但仍是经济增速平稳的主要支撑力量；投资拉动率则回落偏快，主要是受制造业投资拖累。整体来看，一季度经济开局良好，稳定总需求政策效果尽显，故而相较于之前对“稳”的强调，近期政策则对“进”略有偏向，面对经济下行压力中的“结构性”“体制性”因素，要有战略定力，坚持结构性去杠杆与金融供给侧结构性改革，以高质量发展的方式稳增长。

1.1 景气度阶段性回暖 逆周期政策效果尽显

2019 年第一季度 GDP 增速 6.4%，持平于上一季度，经济开局良好，逆周期政策效果成效尽显。从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.5%，高于 2018 年年末累计增速，其中 3 月工业增加值同比增速 8.5%，较前两月大幅提升，远超季节性规律，故而逆周期政策落地应也对供给端产生一定积极影响。从结构层面看，采矿业、制造业同比增速回升明显，是拉动本期生产的主要力量。从行业看，设备制造业、汽车制造业、非金属矿物制品回升较快，应与逆周期落地及增值税税率改革下经销商备货有关。但受春节效应消退、全球扩张动能放缓、企业盈利回落影响，4 月生产增速将有所回落。

图 1：经济开局平稳



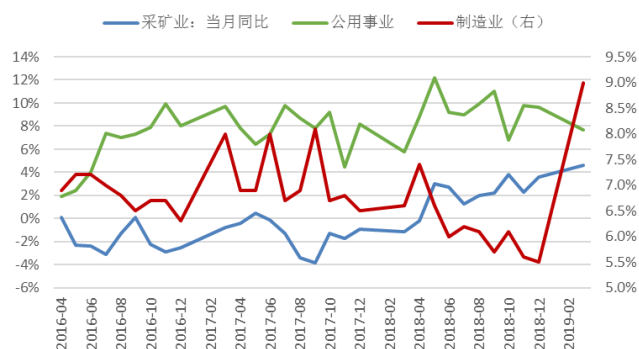
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：工业增加值同比大幅跳升



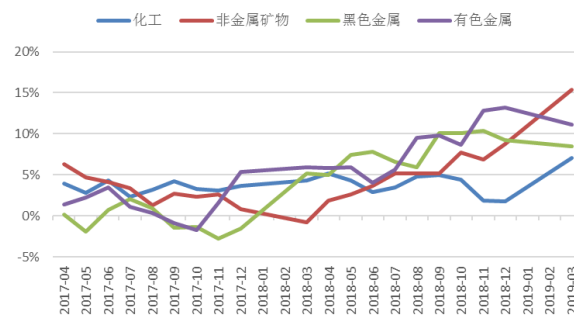
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: 制造业、采矿业回升, 公共事业回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

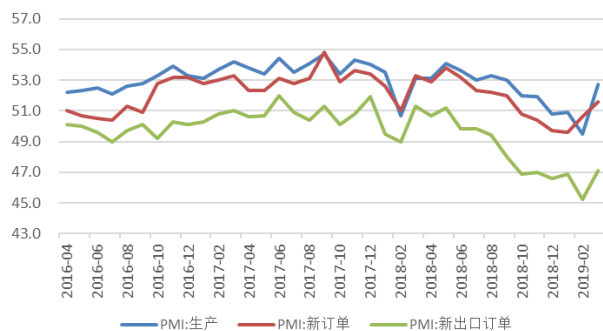
图 4: 非金属矿回升较快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

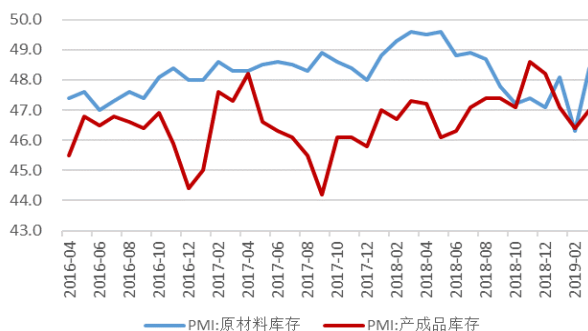
此外, 逆周期政策对经济的呵护效果也可从 3 月 PMI 指数大幅回升中得到反映。3 月 PMI 较上月大幅回升 1.3 个百分点至 50.5%, 其中生产分项边际升幅最大, 也与 3 月工业增加值大幅回升有所呼应。而需求端亦有改善迹象, 其中新订单回升至荣枯线以上, 进口、新出口订单亦回暖, 应与逆周期政策落地有关; 但值得注意的是, 新出口订单与进口指标虽有所提振, 但仍位于荣枯线以下, 表明消费型内需虽改善但仍偏弱。进一步从库存指标看, 原材料库存与产成品库存降幅收窄, 企业主动补库存迹象初步显现, 或与节后复工生产回暖及预期改善有关。综合来看, 逆周期政策成效渐显, 供给需求端均有所改善。

图 5: 生产、新订单、新出口订单纷纷上扬



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 企业初显主动补库存迹象



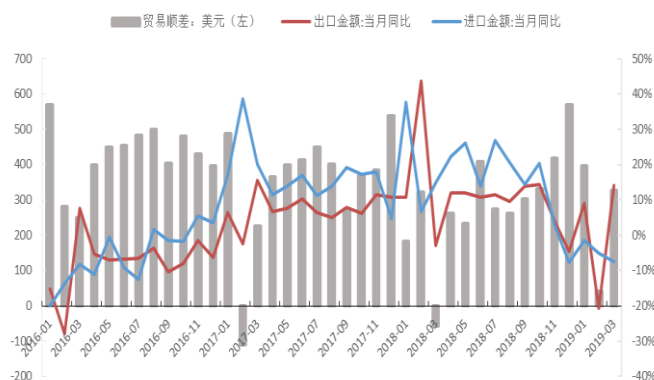
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 出口大幅回升 但外需或难以持续依仗

出口方面, 以美元计, 一季度累计出口增速 1.4%, 较去年年底大幅回落, 但 3 月出口同比增速回升至 14.2%, 较上月大幅回升, 主要受春节错位引致低基数及对欧盟、东盟出口增速大幅提升影响。从近期 IMF 再度下调全球经济增长预期来看, 经济扩张动能依旧疲弱, 故出口高增速恐难维持, 外需亦难持续依仗, 因此 4 月出口增速或大幅回落。进口方面, 一季度累计进口增速-4.8%, 较 18 年年

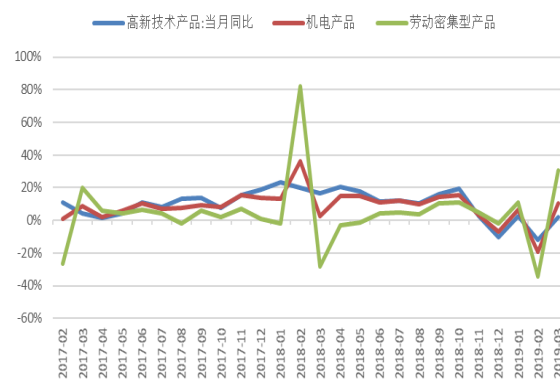
底回落约 20 个百分点，其中 3 月进口同比增速延续回落态势，大宗商品价升量跌。因进口较出口回落降幅更大，贸易顺差走扩引致净出口对经济由拖累转为拉动因素。但长期来看，外需难以持续依仗，而占贸易差额约 80% 的中美顺差还有进一步收窄的可能，再考虑到习近平总书记在一带一路论坛上提出要“开大中国市场大门”“促进贸易平衡发展”的讲话，整体来看贸易顺差收窄趋势难改。

图 7：出口增速大幅回升 进口增速延续回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：劳动密集型产品回升幅度较大

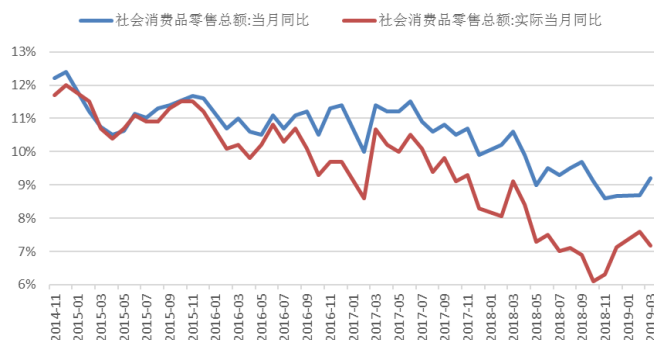


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 经济数据好于预期 结构调整欲将发力

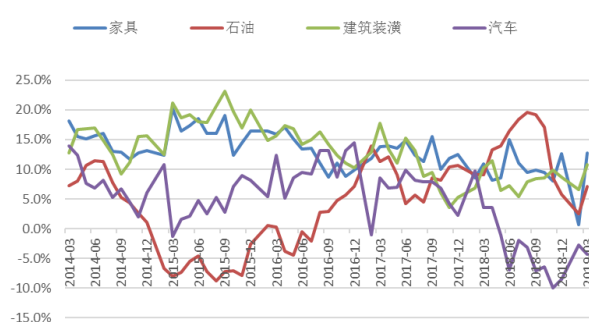
消费方面，一季度社零同比增长 8.3%，较 18 年年末回落 0.7 个百分点，但收益于价格上涨，3 月社零同比回升 0.5 个百分点至 8.7%。从结构上看，必选消费同比增速有所回升，其中食品、纺织同比增速回升较快；可选消费表现分化，其中汽车跌幅走扩，上月跌幅收窄的趋势并未延续，地产链则全线回升，家电、家具、装潢均大幅提升。展望未来，受减税降费影响，居民可支配收入名义值与实际值均有所回升，再考虑到物价上涨对社零的支撑作用，预计 4 月社零增速或仍有一定韧性。

图 9：名义社零增速回升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：汽车跌幅走扩，地产链全线回升

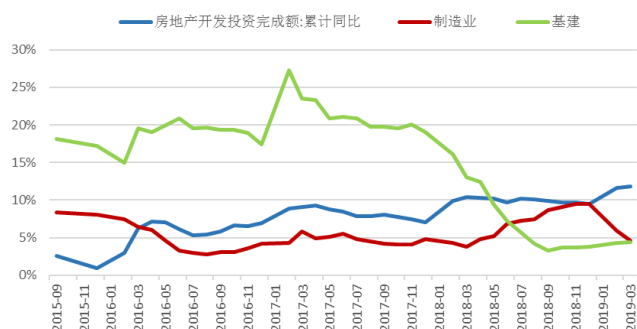


资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资方面，3月固定资产投资累计同比增速为6.3%，延续缓慢回升态势。从结构看，地产投资增速微有上行，制造业投资小幅回落，基建投资延续回升。

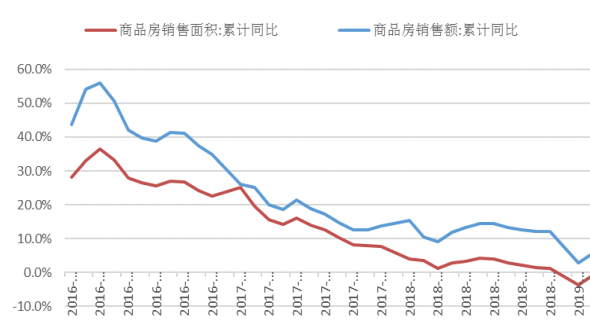
具体来说，地产投资增速小幅上行0.2个百分点至11.8%。从结构上看，新开工面积、施工面积、竣工面积同比增速均有所回升，其中新开工面积边际回升幅度最大，可能与商品房销售额与销售面积同比增速回暖有关。我们认为，此次地产需求的改善应与“因城施策”下，前期压制需求集中释放有关，但在居民杠杆率仍高的背景下，中期来看地产需求延续改善态势难度较大。此外，在近期房地产市场有所回暖的背景下，政治局会议重提“房住不炒”，主要也是为了稳住房价预期。但考虑到短期企业加快周转引致开工、施工、竣工面积回升影响，4月地产投资仍将保持一定韧性。

图 11：地产增速小幅回升，制造业延续回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：地产销售回暖



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 13：新开工、竣工、施工面积均回升

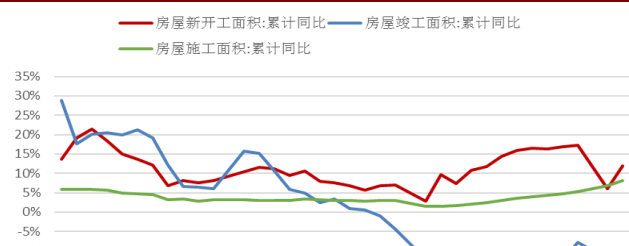
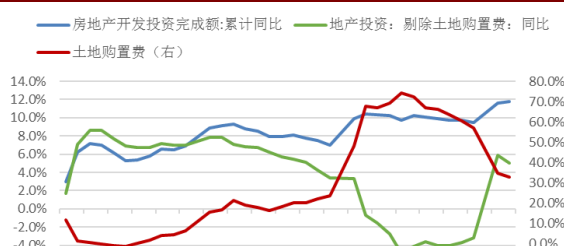


图 14：土地购置费支撑作用继续弱化



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_12827

